

分析师：崔娟

执业证书编号：S0050206060084

Tel: 010-59355903

Email: cuij@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新  
盛大厦7层(100140)

## 张江高科(600895.SH)

### 一体两翼，厚积薄发

#### 投资要点

- 1、受益于浦东开发和上海政府的战略支持，张江高科技园区通过近20年的开发，已成功构筑生物医药、集成电路和软件三大产业框架，张江园区已成为上海乃至国家自主创新战略的重要承载平台。
- 2、公司一体两翼战略步入收获期。2006年，由于园区土地存量逐步减少，公司追求开发规模扩张的发展模式面临挑战，在此背景下公司提出了“一体两翼产业互动”的新战略。公司创投平台逐步完善，多元投融资服务体系形成，创投收益已成为促进公司业绩增长的重要力量。
- 3、公司对接新三板具有明显优势。首先，张江园区内有大量优质高新技术企业，其中不乏符合新三板挂牌交易的公司。其次，公司参建上海股权托管交易中心，可以为园区内企业未来进行场外交易提供平台和通道支持。最后，国务院已正式批复同意张江高新区建设国家自主创新示范区，张江园区未来发展空间更加广阔，也为对接新三板提供了政策环境支持。
- 4、新三板如能成功对接，公司发展将迎来新契机。首先，公司参股多家优质未上市新兴产业公司，如果这些公司未来可以在新三板挂牌，后期进行转板或者IPO，则公司的投资收益将会获得快速增长。其次，新三板扩容使希望挂牌新三板的高新技术企业入驻园区的愿望大幅提升，有利于提升园区的租金水平和租赁率。最后，创投业务和园区租赁业务的发展有利于促进专业化服务的提升。
- 5、给予“买入”评级。随着国家及区域政策对园区支持力度的加大，张江园区的战略地位及相关配套服务将得到进一步提升。同时，公司“一体两翼”战略已步入收获期，如能成功对接新三板，公司将迎来新的发展机遇。预计2011年至2013年公司每股收益分别为0.46元、0.59元和0.8元，给予公司高新园区类公司2011年PE均值28.54倍作为其合理估值，对应目标价格为13.13元，给予“买入”评级。

#### 房地产

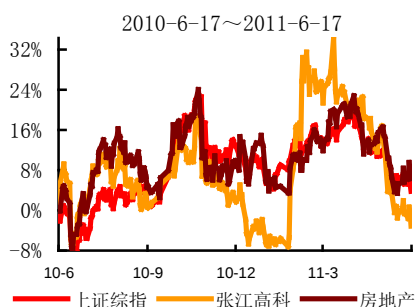
#### 投资评级

|       |       |
|-------|-------|
| 本次评级： | 买入    |
| 跟踪评级： | 未评级   |
| 目标价格： | 13.13 |

#### 市场数据

|              |                  |
|--------------|------------------|
| 市价(元)        | 9.00             |
| 上市的流通A股(亿股)  | 15.49            |
| 总股本(亿股)      | 15.49            |
| 52周股价最高最低(元) | 8.51-12.7        |
| 上证指数/深证成指    | 2664.28/11435.99 |
| 2010年股息率     | 0.95%            |

#### 52周相对市场表现



#### 相关研究

#### 公司财务数据及预测

| 项目                 | 2010A   | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)          | 1361.90 | 1911  | 2735  | 3476  |
| 增长率(%)             | -36.93  | 40.32 | 43.13 | 27.09 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 478.50  | 713   | 910   | 1236  |
| 增长率(%)             | -32.31  | 49.02 | 27.63 | 35.80 |
| 毛利率(%)             | 54.66   | 56.48 | 57.79 | 57.53 |
| 净资产收益率(%)          | 7.71    | 11.04 | 12.47 | 14.64 |
| EPS(元)             | 0.31    | 0.46  | 0.59  | 0.80  |
| P/E(倍)             | 29.13   | 19.55 | 15.32 | 11.28 |
| P/B(倍)             | 2.24    | 2.16  | 1.91  | 1.65  |

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、公司简介 .....                     | 3  |
| (一) 公司概况 .....                   | 3  |
| (二) 公司战略运营轨迹 .....               | 4  |
| (三) 大股东鼎力支持 .....                | 5  |
| 二、区位优势无法替代 .....                 | 6  |
| (一) 浦东经济发展前景广阔 .....             | 6  |
| (二) 公司地理优势明显 .....               | 7  |
| 三、“一体两翼”战略步入收获期 .....            | 7  |
| (一) 2006 年“一体两翼”战略提出 .....       | 7  |
| (二) 多元投融资服务体系形成，全程孵化模式成效显著 ..... | 8  |
| (三) 创投平台逐步完善 .....               | 9  |
| (四) 创投收益快速增长 .....               | 10 |
| 四、新三板扩容或将迎来新契机 .....             | 11 |
| (一) 新三板市场面临新的发展机遇 .....          | 11 |
| (二) 公司对接新三板具有明显优势 .....          | 12 |
| (三) 一旦对接将充分受益 .....              | 12 |
| 五、盈利预测及投资评级 .....                | 12 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：张江高科技园区地理位置优越 .....             | 3  |
| 图 2：上市后公司净利润年均复合增长率 17.98% .....    | 3  |
| 图 3：张江高科十大产业平台 .....                | 4  |
| 图 4：公司战略运营轨迹 .....                  | 5  |
| 图 5：公司控股结构 .....                    | 5  |
| 图 6：浦东新区生产总值快速增长 .....              | 6  |
| 图 7：浦东金融行业占 GDP 比重逐步上升 .....        | 6  |
| 图 8：张江园区区位优势显著 .....                | 7  |
| 图 9：川沙项目升值空间巨大 .....                | 7  |
| 图 10：2006 年公司提出“一体两翼”发展战略 .....     | 8  |
| 图 11：张江孵化器管理中心 .....                | 9  |
| 图 12：公司创投平台逐步完善 .....               | 10 |
| 图 13：公司持有证券投资收益情况 .....             | 10 |
| 图 14：公司投资收益及占营业利润比重情况 .....         | 10 |
| 表一：2009 年张江园区行业引领性企业及其市场地位 .....    | 4  |
| 表二：大股东主要资产注入一览 .....                | 5  |
| 表三：公司持有的未上市新兴产业项目（截止 2010 年底） ..... | 11 |
| 表四：新三板相关配套法规 .....                  | 12 |
| 表五：公司 2011 年至 2013 年利润简表 .....      | 13 |

## 一、 公司简介

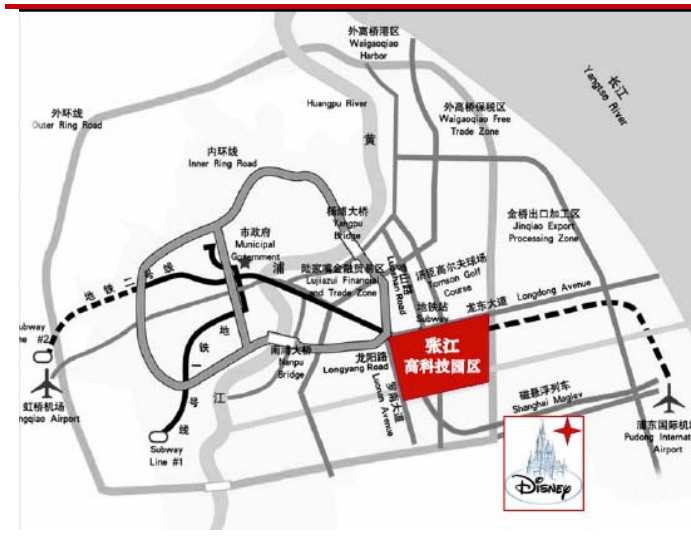
### （一）公司概况

上海张江高科技园区成立于 1992 年，位于浦东新区中部，规划面积 25 平方公里，分为技术创新区、高科技产业区、科研教育区、生活区等功能小区。1999 年，上海市委、市政府决定实施“聚焦张江”战略，明确张江高科技园区以生物医药、集成电路和软件作为三大主导产业，将张江园区建设成为国内重要的技术创新和科技成果转化、产业化的示范基地。

受益于浦东开发和市政府的战略支持，张江高科技园区通过近 20 年的开发，园区构筑了生物医药创新链和集成电路产业链的框架。目前，园区建有国家上海生物医药科技产业基地、国家信息产业基地、国家集成电路产业基地、国家半导体照明产业基地、国家 863 信息安全成果产业化（东部）基地、国家软件产业基地、国家软件出口基地、国家文化产业示范基地、国家网游动漫产业发展基地等多个国家级基地。截止 2010 年底，园区进驻企业达 1905 家，累计完成固定资产投资额 1239 亿元。2010 年，园区工业总产值 577.5 亿元；经营总收入 1556 亿元；固定资产投资 131 亿元；吸引投资总额超过 150 亿元；园区累计专利申请数 22215 件，专利授权数 5934 件。

张江园区已经形成了优良的创业软环境，加之大量企业的入驻形成产业集群效应，以跨国企业及国内一流公司为龙头，形成完整的上下游配套产业链，已成为上海乃至国家自主创新战略的重要承载平台。

图 1：张江高科技园区地理位置优越



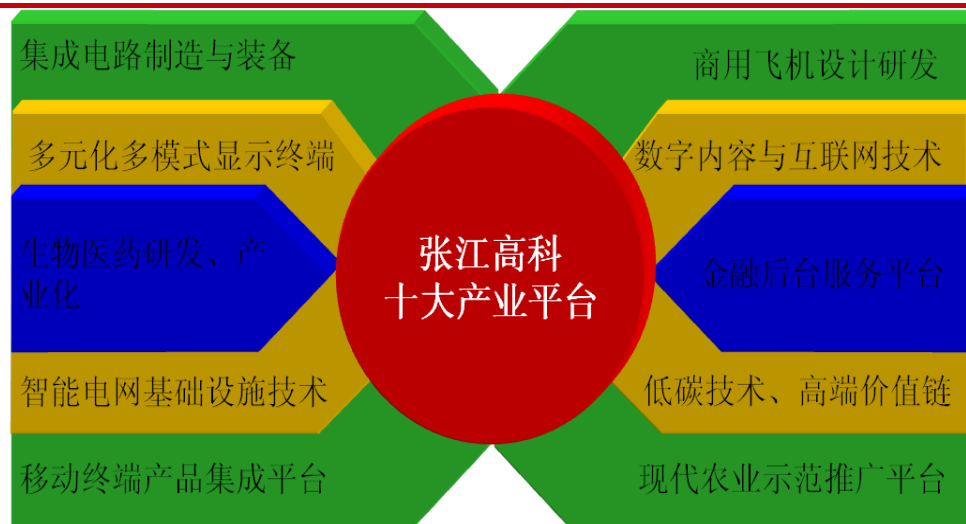
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：上市后公司净利润年均复合增长率 17.98%



资料来源：公司网站，民族证券

图 3：张江高科十大产业平台



资料来源：公司资料，民族证券

表一：2009 年张江园区行业引领性企业及其市场地位

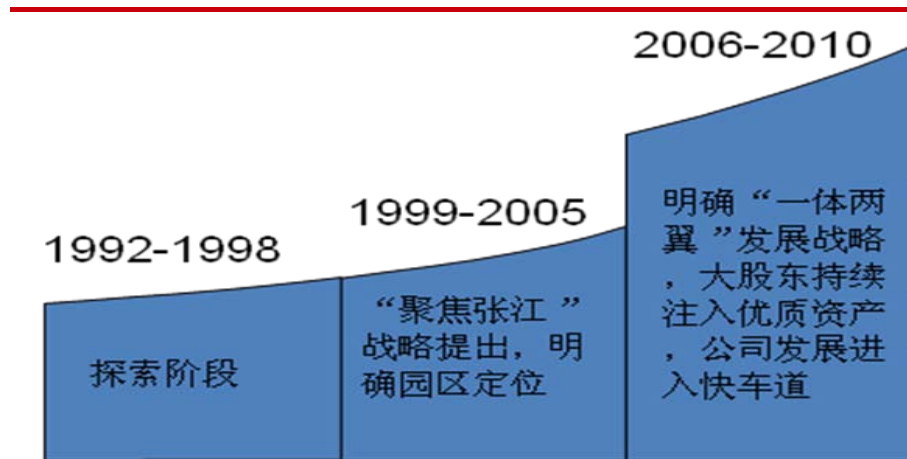
| 企业               | 行业地位                                                                                          |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 晶晨半导体（上海）有限公司    | 拥有领先的多媒体编解码技术，数码像框领域市场份额全球第一，市场占有率大 50%                                                       |
| 博通集成电路（上海）有限公司   | 5.8GHz 高频语音通讯 SOC 在同类产品中全球市场占有率达 80%                                                          |
| 格科微电子（上海）有限公司    | VGA 图像传感芯片全球市场占有率第一位，全球市场占有率达 20%                                                             |
| 展讯通信（上海）有限公司     | TD 手机基带芯片国内市场占有率达 25%-30%                                                                     |
| 埃派克森微电子（上海）有限公司  | 人机界面光电导航芯片国内市场占有率 35%                                                                         |
| 锐迪科微电子（上海）有限公司   | SMTUNER 调谐器芯片国内市场占有率达 58%，DVD-TUNER 机顶盒芯片国内市场占有率达 71%，PA 功率放大器芯片国内市场占有率达 22%，蓝牙芯片国内市场占有率达 16% |
| 华亚微电子（上海）有限公司    | 有线机顶盒信源编解码芯片国内市场占有率达 10%                                                                      |
| 恒泉光电科技（上海）股份有限公司 | 电能计量芯片三相计量产品占据国内 56% 市场份额                                                                     |
| 科博达技术有限公司        | 有求、无求汽车 HID 镇流器国内市场占有率均在 50% 以上                                                               |
| 上海微创医疗器械有限公司     | 微创医疗无载体药物支架亚太市场占有率 25%-30%                                                                    |
| 思科光电股份有限公司       | 有色谱在线监测产品在行业内市场份额排名第二                                                                         |
| 上海宝信软件股份有限公司     | 国内钢铁行业信息化市场份额第一位                                                                              |
| 上海晋元信息技术有限责任公司   | 面向构件的平台国内市场占有率排名第一                                                                            |
| 上海我要网络发展有限公司     | 国内社交网站独立访问量排名第一                                                                               |
| 上海聚力传媒有限公司       | PPlive 网络媒体平台国内市场占有率第一位                                                                       |
| 盛大文学有限公司         | 盛大文学牢牢占据国内原创文学市场份额的 80% 以上                                                                    |

资料来源：公司资料，民族证券

## （二）公司战略运营轨迹

公司的发展历程大致分为 3 个阶段。第一个阶段是 1992 年到 1998 年，公司发展传统制造业，以及少量的跨国企业研发中心，发展相对缓慢，处于探索阶段。第二个阶段是 1999 年至 2005 年。1999 年 8 月，上海市委、市政府颁布了“聚焦张江”的战略决策，明确园区以集成电路、软件、生物医药为主导产业，集中体现创新创业的主体功能。公司园区定位的明确为下一阶段的快速发展奠定基础。第三个阶段是 2006 年至 2010 年，大股东优质资产持续注入和深化执行“一体两翼”战略，公司发展进入快车道。

图 4：公司战略运营轨迹

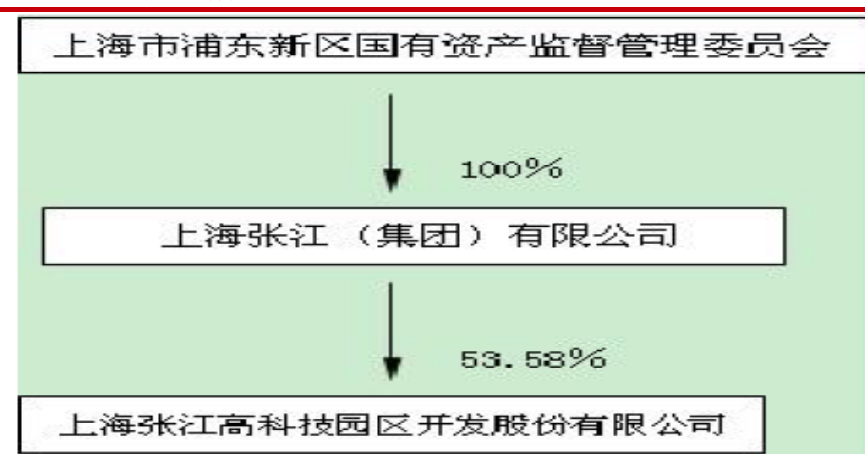


资料来源：公司资料，民族证券

### （三）大股东鼎力支持

公司近年来的快速发展亦受益于大股东张江集团的鼎力支持。2006 年，结合浦东新区的综合配套改革，张江提出了以集团为塔基，上市公司为塔尖，基地公司在中间的“金字塔”架构。即集团将成熟的具备稳定收入的基地公司装入上市公司，支持上市公司的可持续发展和规模的扩大，而集团将获得的资金用于新项目的培育，成熟后再装入上市公司。2006 年至今，张江集团持续向公司注入优质资产，折合权益建筑面积约 180 万平米，有利促进了公司的持续快速发展。

图 5：公司控股结构



资料来源：公司资料，民族证券

表二：大股东主要资产注入一览

| 时间          | 资产注入内容                                          | 建筑面积（万平米） |
|-------------|-------------------------------------------------|-----------|
| 2006 年 3 月  | 从上海张江集成电路产业区、上海八六三信息安全产业基地以及上海银行卡产业园有限公司购买经营性房产 | 13.6      |
| 2007 年 1 月  | 增资张江集电公司获得 60% 股权                               | 150       |
| 2007 年 11 月 | 收购张江集团持有的 3 号地块                                 | 12.49     |
|             | 收购张江集电公司 40% 股权                                 | -         |
|             | 收购张江集团持有的微电子港公司 31.4% 股权                        | -         |
|             | 收购张江集团快标厂房和一期标准厂房                               | 4.62      |

|    |   |        |
|----|---|--------|
| 合计 | - | 180.71 |
|----|---|--------|

资料来源：公司公告，民族证券

## 二、区位优势无法替代

### （一）浦东经济发展前景广阔

自1990年国家做出开发开放浦东新区的战略决策后，浦东步入快速发展阶段。1990年浦东新区生产总值仅60亿元，2008年达到3150.99亿元，年均复合增长率为24.62%。2009年，南汇并入浦东后，浦东生产总值已突破4000亿元。

在经济总量快速增长过程中，浦东的产业结构不断优化。2009年，浦东三次产业构成为0.8：42.6：56.6，和1990年的3.7：76.2：20.1相比已发生根本性变化，已形成了符合现代城市发展趋势的三、二、一产业格局。在第三产业中，金融核心功能定位基本确立。2009年浦东金融业实现增加值708.28亿元，比1990年翻了近8番，占新区GDP比重达17.7%；占全市金融业增加值39%，成为第三产业中最大的行业。以陆家嘴金融贸易区为代表，浦东已成为国内金融机构最密集、金融要素最完备、金融产品种类最丰富的金融高地之一。

图6：浦东新区生产总值快速增长

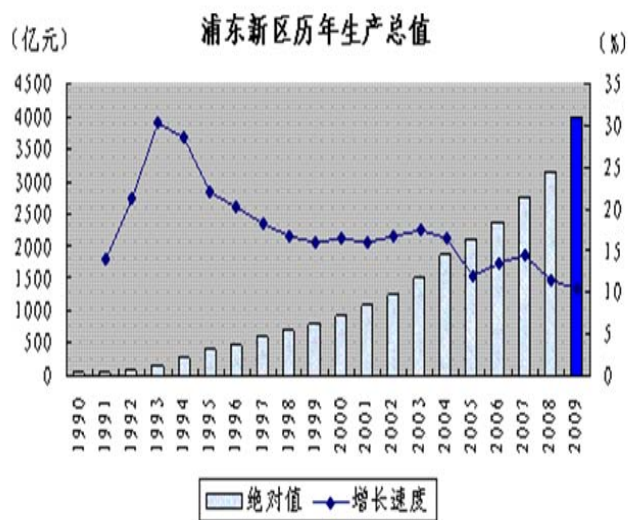
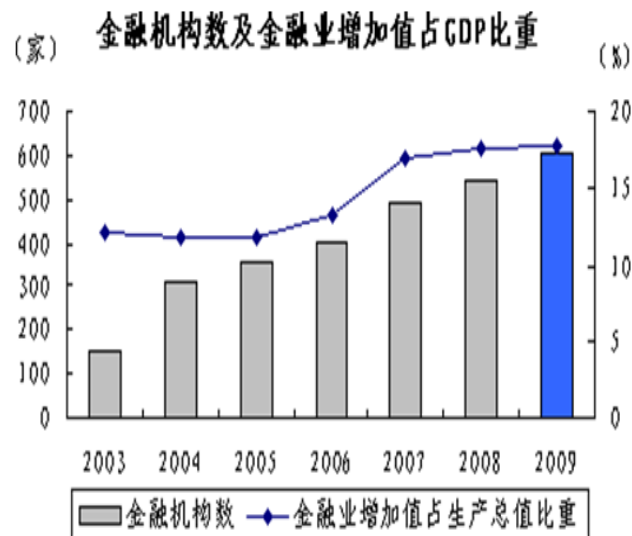


图7：浦东金融行业占GDP比重逐步上升



资料来源：上海统计局，民族证券

资料来源：上海统计局，民族证券

2010年6月，《长江三角洲地区区域规划》正式发布，提出长三角地区将形成以上海为核心的“一核九带”发展格局，提升上海核心地位，进一步强化上海国际大都市的综合服务功能，加大自主创新投入，形成一批国际竞争力较强的产业创新基地和科技研发中心，发挥自主创新示范引领作用，带动长三角地区率先建成创新型区域。充分发挥上海浦东新区作为国家综合配套改革试验区的带动作用，率先形成更具活力、更加开放的发展环境。以关键领域和核心技术创新为突破口，增强自主创新能力，形成优势互补、资源共享、互利共赢的具有国际竞争力的区域创新体系，率先在全国建成创新型区域。

区域规划的发布将增强上海在长三角地区的辐射作用。浦东新区作为上海乃至长三角地区经济最活跃的区域之一，将充分发挥国家综合配套改革试验区的带动作用，战略地位将进一步

增强，发展环境将得到进一步提升。张江园区作为浦东经济发展的引擎和亮点，其未来发展空间将更为广阔。

## （二）公司地理优势明显

张江园区位于浦东新区中部，西北紧邻陆家嘴，东南方位为浦东机场和在建中的迪斯尼乐园。园内北面的龙东大道是连接内环线和浦东国际机场的重要通道，西面的罗南大道是连接内环线和外环线主干道路。园区轨道交通十分便捷。地铁二号线从虹桥机场途经张江园区到浦东国际机场。园区内有轨电车已正式运营，由 2 号线张江地铁站至张江集电港，共设 15 座车站，全长约 9.8 公里，覆盖了张江功能区的主要产业基地、科研院所、医院和生活区域。

张江园区核心区距迪斯尼乐园只有 5 公里左右，区位优势显著。迪斯尼乐园的建成营业势必推动周边地区经济活跃度的提升和人气的聚集。2009 年 2 月，公司通过收购上海欣凯元投资有限公司股权的方式收购川沙一地块，该地块占地面积 11.9 万平米，东临川沙路、北临川宏路，毗邻迪斯尼乐园。川沙项目定位于迪斯尼相关产业链，土地成本仅 1805 元/平米，未来升值空间巨大。

图 8：张江园区区位优势显著



资料来源：公司资料，民族证券

图 9：川沙项目升值空间巨大



资料来源：公司资料，民族证券

## 三、“一体两翼”战略步入收获期

### （一）2006 年“一体两翼”战略提出

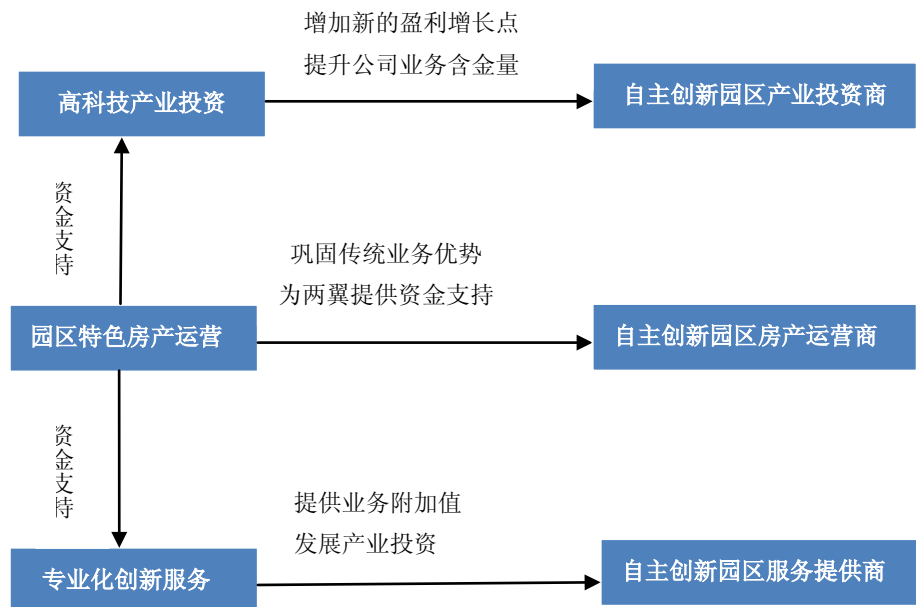
2006 年，由于园区土地存量逐步减少，公司追求开发规模扩张的发展模式面临挑战，在此背景下公司提出了“一体两翼产业互动”的新战略，即以张江高科技园区特色房产营运为主导，以高科技产业投资 and 专业化创新服务提供为两翼的产业互动阶越式发展战略。

一体指的是以特色房产运营为主导，扩大房产租售规模和资源整合能力，为公司提供稳定的盈利基础，并为创新服务和产业投资提供稳定的现金流；两翼指通过创新服务提供获得增值收益，并为产业投资提供深层的客户关系支撑，帮助公司识别高价值客户、协助风险控制，发展产业投资；通过产业投资提升公司经营业绩，并促进专业化服务提供和园区企业成长，最终增加房产运营收入。概括来说，房产运营为主导确保公司的传统优势继续发扬光大，并向专业化创新服务和高科技产业投资业务提供稳定的资金支持，同时创新服务和投资业务能

够提升公司业务的附加值和含金量，有利于提升房产运营业务的需求增长。

公司目标成为：最具竞争力的自主创新园区房产运营商；最具竞争力的自主创新园区服务提供商；最具竞争力的自主创新园区产业投资商。

图 10：2006 年公司提出“一体两翼”发展战略



资料来源：公司资料，民族证券

## （二）多元投融资服务体系形成，全程孵化模式成效显著

张江园区已初步形成了满足相关产业链上不同成长阶段的企业所需的三级多元投融资服务体系。对于研发初期的创业企业，主要从孵化政策和专项扶持资金两方面进行扶持，包括初创期的房租补贴、技术平台使用补贴、研发费用补贴及各级各类资金扶持。对于起步期的中小企业，张江园区建立专项贷款担保资金、小额贷款公司以及张江易贷通平台，并积极探索与知识产权质押相结合，有效突破此类企业起步发展的资金瓶颈。对于成长期的企业，张江园区设立创业投资广场引导国外、民间和政府相关风险投资基金向张江园区汇聚，建立专项风险投资引导资金。

张江园区目前已初步形成了专业孵化、自由孵化、高端孵化的多层次孵化体系和“全程”孵化模式。截止 2010 年底，张江园区已聚集了约 20 家综合性孵化器和专业孵化器，其中如孵化器管理中心等一批孵化器运作情况良好，形成了从项目孵化到产业化的完整孵化服务链；张江孵化器管理中心新建的“孵化器服务平台”已整合了 80 多家服务机构，已为 616 家企业提供贴身及专业的增值服务。

图 11：张江孵化器管理中心

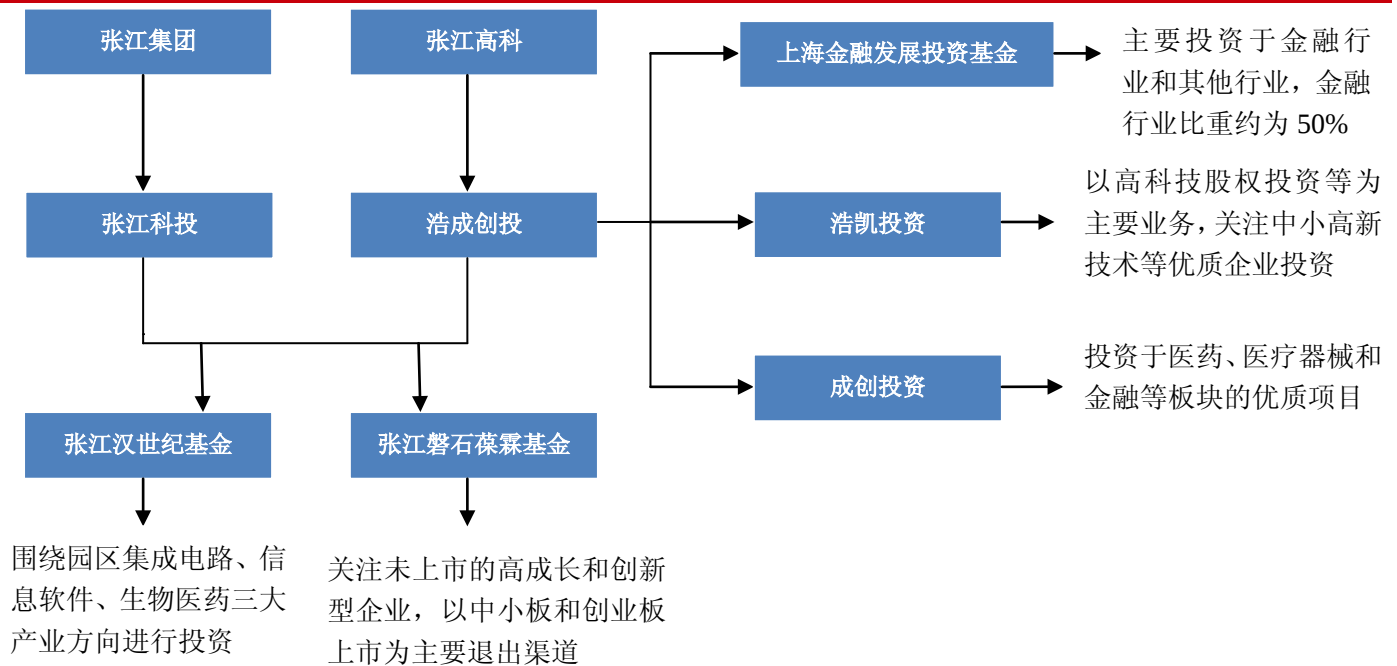


资料来源：园区网站，民族证券

### （三）创投平台逐步完善

“一体两翼”战略提出后，集团和上市公司逐步完善创投平台。2007年，张江集团成立上海张江科技投资有限公司（简称张江科技），张江高科成立浩成创投，二者分别是集团和上市公司的主要投资平台；同年，张江科技和浩成创投各参股30%建立张江汉世纪基金，围绕园区集成电路、信息软件、生物医药三大产业方向进行投资。2009年，张江高科成立全资子公司浩凯投资，以高科技股权投资等为主要业务，关注中小高新技术等优质企业投资；同年，张江科技和浩成基金各参股23.81%成立张江磐石葆霖基金，主要关注未上市的高成长和创新型企业，以中小板和创业板上市为主要退出渠道。2009年底，公司增资浩成创投25亿元，将进一步发挥浩成创投高科技产业投资的平台功能，最大限度地吸引外部资金共同参与高科技投资。2010年，张江高科成立全资子公司成创投资，专门投资于医药、医疗器械和金融等板块的优质项目；同年，公司成为上海金融发展投资基金之有限合伙人，主要投资于金融行业和其他行业，金融行业比重约为50%。

图 12：公司创投平台逐步完善



资料来源：公司公告，民族证券

#### （四）创投收益快速增长

如果说“聚焦张江”战略明确了公司的长期发展定位，则“一体两翼”战略的实施则成为公司发展的加速器。近年来公司投资收益快速增长，对公司业绩影响日益显著。2010 年，公司参股的嘉事堂、微创医疗和超日太阳成功上市，标志着公司创投业务进入新的发展阶段。截至 2010 年底，公司持有的复旦张江、中芯国际、嘉事堂、微创医疗和超日太阳浮盈已达到 13.01 亿元。2010 年，公司实现投资收益 3.39 亿元，同比增长 457.29%，占营业利润比重已达到 61.95%，创投业务对公司发展的重要性日益增加。

图 13：公司持有证券投资收益情况

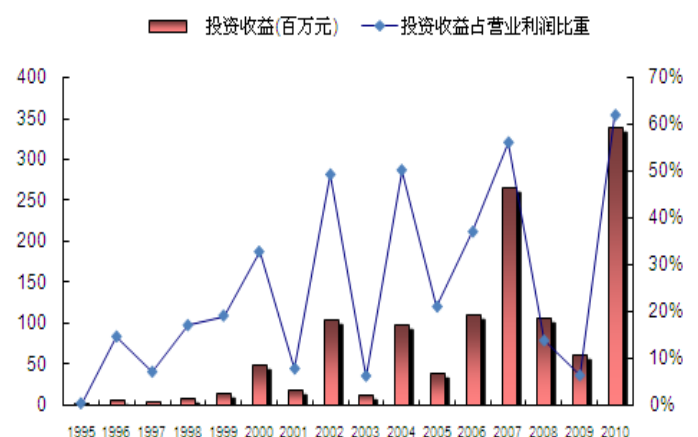
|              | 复旦张江<br>(香港交易所:0231) | 中芯国际<br>(香港交易所:0981) | 嘉事堂<br>(深圳证券交易所:002462) | 微创医疗<br>(香港交易所:0853) | 超日太阳<br>(深圳证券交易所:002506) |
|--------------|----------------------|----------------------|-------------------------|----------------------|--------------------------|
| 投资成本<br>(万元) | 1938<br>(HKD)        | 47302<br>(HKD)       | 2670<br>(RMB)           | 4690<br>(USD)        | 5000<br>(RMB)            |
| 持股数量<br>(万股) | 11270                | 50994                | 2515                    | 14640                | 1278                     |
| 市值<br>(万元)   | 19384<br>(HKD)       | 28556<br>(HKD)       | 56735<br>(RMB)          | 108918<br>(HKD)      | 56870<br>(RMB)           |
| 浮盈<br>(万元)   | +14845<br>(RMB)      | -15951<br>(RMB)      | +54065<br>(RMB)         | +61622<br>(RMB)      | +51870<br>(RMB)          |

张江高科帐面浮盈总额：13.01 亿人民币

按 2010 年 12 月 31 日收盘价计

资料来源：公司资料，民族证券

图 14：公司投资收益及占营业利润比重情况



资料来源：公司公告，民族证券

截至 2010 年底，公司直接或间接持有十余家未上市新兴产业项目的股权，其中部分项目已相对成熟。公司的创投业务经过近年来的培育和孵化，经营成果已逐渐进入收获期。

表三：公司持有的未上市新兴产业项目（截止 2010 年底）

| 张江高科<br>直接持有                          | 序号 | 公司名称  | 主要业务      | 持股比例   |
|---------------------------------------|----|-------|-----------|--------|
|                                       | 1  | 数讯信息  | 数据中心、通讯服务 | 58.96% |
|                                       | 2  | 上海康德莱 | 医疗器械      | 6.28%  |
| 张江高科<br>通过参股<br>30%的<br>张江汉世纪<br>间接持有 | 序号 | 公司名称  | 主要业务      | 持股比例   |
|                                       | 1  | 儒竞电子  | 空调变频设备    | 20.00% |
|                                       | 2  | 万得资讯  | 金融信息服务    | 6.44%  |
|                                       | 3  | 四维公司  | 特种汽车制造    | 6.00%  |
|                                       | 4  | 星飞公司  | 冷却塔       | 10.00% |
|                                       | 5  | 鼎识公司  | 电子识别卡     | 5.66%  |
|                                       | 6  | 华亚微电子 | 机顶盒芯片     | 2.90%  |
|                                       | 7  | 鼎衡连投  | 特种船舶      | 8.00%  |
|                                       | 8  | 古联新软件 | 物流软件      | 16.76% |
|                                       | 9  | 品微光电  | 光栅传感器     | 12.50% |

资料来源：公司资料，民族证券

## 四、新三板扩容或将迎来新契机

### （一）新三板市场面临新的发展机遇

新三板市场是指中关村科技园区试点的非上市股份有限公司的代办股份转让系统，是证券公司代办股份转让系统的组成部分。由于它不隶属于沪深证券市场的主板和中小企业板，同时在股份转让模式上又接近于一些券商提供的股权转让服务（“三板”市场），为区别于原来的“三板”，因此被称为“新三板”。

新三板与三板市场的原有业务在设立目的、交易方式、上市条件等方面均存在着实质性的差异。三板市场原定位为 STAQ、NET 系统挂牌公司，以及沪、深证券交易所的退市公司在此进行股份转让，股份转让以集合竞价的方式配对撮合，股份转让价格实行 5% 的涨跌幅限制。而中关村高科技企业进入三板进行股份报价转让试点，主要目的是为解决高科技企业原始投资的退出通道问题，为主板和中小企业板培养上市资源。其交易方式是买卖双方主报券商报价，之后买卖双方直接交易，不设涨跌幅。

新三板市场面临新的发展机遇。目前代办股份转让系统是场内场外交易市场的重要组成部分，而建立全国性的 OTC 市场对于完善我国资本市场体系无疑具有举足轻重的意义。据相关统计，美国 OTC 市场的证券交易数量约占全美证券交易量的 3/4。而我国目前有 13 万家股份公司，能在主板上市的企业只有大概 2000 家左右，因此建立全国性的 OTC 市场对于完善我国资本市场体系来说迫在眉睫。证监会主席尚福林在 2011 年全国证券期货监管工作会议中提出“抓紧启动中关村试点范围扩大工作，加快建设统一监管的全国性场外市场。”新三板的扩容已箭在弦上。新三板将在原有中关村科技园区试点的基础上，将范围扩大到其他具备条件的国家级高新技术园区。同时，备受关注的做市商制度也会陆续推出。而符合条件的自然人投资者也能够参与该市场。

**表四：新三板相关配套法规**

| 时间      | 新三板市场相关法规                                             |
|---------|-------------------------------------------------------|
| 2008年3月 | 《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》              |
| 2009年6月 | 《主办报价券商推荐中关村科技园区非上市股份有限公司股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的挂牌业务规则》 |
| 2009年6月 | 《主办报价券商尽职调查工作指引》                                      |
| 2009年6月 | 《股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的中关村科技园区非上市股份有限公司信息披露规则》         |
| 2009年6月 | 《中关村科技园区非上市股份有限公司申请股份报价转让试点资格确认办法》                    |
| 2011年3月 | 《关于完善中关村国家自主创新示范区高新技术企业认定管理试点工作的通知》                   |

资料来源：民族证券

### （二）公司对接新三板具有明显优势

首先，张江园区内有大量优质高新技术企业，在生物医药、集成电路和软件行业中存在众多行业引领性企业，其中不乏符合新三板挂牌交易的公司。其次，公司出资 1600 万参建上海股权托管交易中心，可以为园区内企业未来进行场外交易提供平台和通道支持。最后，国务院今年 3 月下发《关于同意支持上海张江高新技术产业开发区建设国家自主创新示范区的批复》，已正式批复同意张江高新区建设国家自主创新示范区，提出“使张江高新技术产业开发区成为培育战略性新兴产业的核心载体和实现创新驱动、科学发展的示范区域”，国家政策的大力支持使张江园区未来发展空间更加广阔，也为对接新三板提供了政策环境支持。

综上，张江园区目前已做好了对接新三板的准备，新三板扩容至园区应是大概率事件。

### （三）一旦对接将充分受益

如果张江园区能够成功对接新三板，将加速公司业务发展。首先，新三板成功对接有助于公司投资收益的持续增长。目前公司参股多家优质未上市新兴产业公司，如果这些公司未来可以在新三板挂牌，通过新三板融入资金扩大经营规模，后期进行转板或者 IPO，则公司的投资收益将会获得快速增长。新三板的对接也会促进公司进一步加大创投业务开展力度，形成良性循环。其次，新三板的成功对接有助于提升公司园区租赁收入。新三板扩容使希望挂牌新三板的高新技术企业入驻园区的愿望大幅提升，有利于提升园区的租金水平和租赁率。最后，创投业务和园区租赁业务的发展有利于促进专业化服务的提升。

## 五、盈利预测及投资评级

随着国家及区域政策对园区支持力度的加大，张江园区的战略地位及相关配套服务将得到进一步提升。同时，公司“一体两翼”战略已步入收获期，如能成功对接新三板，公司将迎来新的发展机遇，各项业务将保持稳健增长，具体预测假设如下：

- 1、未来三年园区结算面积将实现稳健增长，预计 2011 年至 2013 年园区结算面积分别为 5 万平米、7.5 万平米和 9.5 万平米，结算收入分别为 11.5 亿元、18 亿元和 23.75 亿元。
- 2、园区权益建筑面积 250 万平米，目前可出租物业 100 万平米，未来三年每年新增可出租项目 30 万平米，租金水平稳中有升，均价 4 元/平米/天。2011 年至 2013 年园区租赁面积分别为 130 万平米、160 万平米和 190 万平米，租赁收入分别为 5.46 亿元、6.88 亿元和 8.17 亿元。

3、公司通讯服务收入将保持稳定增长，2011 年至 2013 年公司通讯服务收入分别为 2.15 亿元、2.47 亿元和 2.84 亿元。

4、公司创投业务步入收获期，投资收益未来三年将保持快速增长，年均增速 30%，2011 年至 2013 年公司投资收益分别为 4.41 亿元、5.73 亿元和 7.45 亿元。

根据以上预测假设，预计公司 2011 年至 2013 年营业收入分别为 19.11 亿元、27.35 亿元和 34.76 亿元，归属于母公司净利润分别为 7.35 亿元、9.29 亿元和 12.74 亿元，每股收益分别为 0.46 元、0.59 元和 0.8 元，动态 PE 分别为 19.55 倍、15.32 倍和 11.28 倍。高新园区类另外三家上市公司中关村、东湖高新和苏州高新的 2011 年 PE 分别为 41.01 倍、27.77 倍和 16.85 倍，我们取其均值 28.54 倍作为公司合理估值，对应目标价格为 13.13 元，给予“买入”评级。

**表五：公司 2011 年至 2013 年利润简表**

| 单位：万元     | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 136,190 | 191,105 | 273,531 | 347,640 |
| 营业成本      | 61,736  | 83,164  | 115,463 | 147,626 |
| 营业税费      | 7,436   | 9,555   | 19,147  | 24,335  |
| 销售费用      | 6,342   | 6,689   | 10,941  | 8,691   |
| 管理费用      | 10,056  | 9,555   | 13,677  | 13,906  |
| 财务费用      | 29,731  | 41,719  | 59,713  | 75,891  |
| 投资收益      | 32,030  | 44,070  | 57,291  | 74,478  |
| 营业利润      | 54,801  | 84,493  | 111,881 | 151,669 |
| 利润总额      | 55,175  | 84,493  | 111,881 | 151,669 |
| 所得税       | 6,034   | 10,984  | 19,020  | 24,267  |
| 净利润       | 49,141  | 73,509  | 92,862  | 127,402 |
| 母公司所有者净利润 | 47,850  | 73,508  | 92,861  | 127,401 |
| EPS（元）    | 0.31    | 0.46    | 0.59    | 0.80    |

资料来源：公司年报，民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>8,861</b>  | <b>9,124</b>  | <b>9,715</b>  | <b>10,639</b> |
| 货币资金           | 3,333         | 2,557         | 2,325         | 2,271         |
| 应收帐款           | 1,035         | 1,147         | 957           | 1,043         |
| 预付帐款           | 50            | 76            | 274           | 417           |
| 其他应收款          | 30            | 48            | 68            | 87            |
| 存货             | 4,413         | 5,296         | 6,091         | 6,821         |
| 其他流动资产         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>非流动资产</b>   | <b>8,325</b>  | <b>8,674</b>  | <b>9,305</b>  | <b>10,079</b> |
| 长期股权投资         | 2,997         | 3,394         | 3,910         | 4,580         |
| 非营业投资          | 5,013         | 5,013         | 5,013         | 5,013         |
| 固定资产及其他        | 225           | 191           | 274           | 348           |
| 递延所得税资产        | 91            | 76            | 109           | 139           |
| <b>资产总计</b>    | <b>17,186</b> | <b>17,798</b> | <b>19,020</b> | <b>20,718</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>5,442</b>  | <b>5,900</b>  | <b>6,270</b>  | <b>6,856</b>  |
| 应付账款           | 576           | 582           | 577           | 886           |
| 预收款项           | 281           | 287           | 547           | 695           |
| 其他应付款          | 613           | 665           | 693           | 738           |
| 短期借款           | 3,640         | 4,128         | 4,258         | 4,337         |
| 一年内到期非流动负债     | 300           | 200           | 140           | 130           |
| 交易性金融负债        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债         | 32            | 38            | 55            | 70            |
| <b>非流动负债</b>   | <b>5,184</b>  | <b>5,070</b>  | <b>5,066</b>  | <b>4,999</b>  |
| 长期借款           | 4,944         | 5,012         | 4,984         | 4,895         |
| 其他非流动负债        | 8             | 0             | 0             | 0             |
| 预计负债           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 递延所得税负债        | 231           | 57            | 82            | 104           |
| <b>负债合计</b>    | <b>10,626</b> | <b>10,970</b> | <b>11,336</b> | <b>11,855</b> |
| 归属母公司所有者权益     | 6,209         | 6,457         | 7,296         | 8,441         |
| 少数股东权益         | 351           | 371           | 388           | 422           |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>17,186</b> | <b>17,798</b> | <b>19,020</b> | <b>20,718</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2010           | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(687)</b>   | <b>(417)</b> | <b>421</b>   | <b>819</b>   |
| 净利润            | 478            | 713          | 910          | 1,236        |
| 财务费用           | 297            | 417          | 597          | 759          |
| 投资损失           | (339)          | (441)        | (573)        | (745)        |
| 营运资金变动         | (1,311)        | (969)        | (523)        | (462)        |
| 其它             | 187            | (138)        | 10           | 31           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,953)</b> | <b>78</b>    | <b>(25)</b>  | <b>0</b>     |
| 资本支出           | (31)           | 34           | (82)         | (74)         |
| 其他             | (1,922)        | 44           | 57           | 74           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>2,381</b>   | <b>(436)</b> | <b>(629)</b> | <b>(874)</b> |
| 借款收到现金         | 2,661          | 448          | 42           | (20)         |
| 新发股份           | 107            | 0            | (0)          | 0            |
| 分红             | (170)          | (465)        | (71)         | (91)         |
| 少数股东融资         | 81             | (2)          | (2)          | (4)          |
| 财务费用           | (297)          | (417)        | (597)        | (759)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(260)</b>   | <b>(775)</b> | <b>(232)</b> | <b>(54)</b>  |

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

| 单位：百万元          | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1362</b> | <b>1911</b> | <b>2735</b> | <b>3476</b> |
| 营业成本            | 617         | 832         | 1155        | 1476        |
| 营业税金及附加         | 74          | 96          | 191         | 243         |
| 营业费用            | 63          | 67          | 109         | 87          |
| 管理费用            | 101         | 96          | 137         | 139         |
| 财务费用            | 297         | 417         | 597         | 759         |
| 资产减值损失          | 5           | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益        | 5           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益           | 339         | 441         | 573         | 745         |
| <b>营业利润</b>     | <b>548</b>  | <b>845</b>  | <b>1119</b> | <b>1517</b> |
| 营业外收支           | 4           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>     | <b>552</b>  | <b>845</b>  | <b>1119</b> | <b>1517</b> |
| 所得税             | 60          | 110         | 190         | 243         |
| <b>净利润</b>      | <b>491</b>  | <b>735</b>  | <b>929</b>  | <b>1274</b> |
| 少数股东损益          | 13          | 22          | 19          | 38          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>478</b>  | <b>713</b>  | <b>910</b>  | <b>1236</b> |
| EBITDA          | 845         | 1262        | 1716        | 2276        |
| EPS（元）          | 0.31        | 0.46        | 0.59        | 0.80        |

**主要财务比率**

|                | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入增长率        | -36.93% | 40.32%  | 43.13%  | 27.09%  |
| 营业利润增长率        | -43.69% | 54.18%  | 32.42%  | 35.56%  |
| 归属母公司净利润增长率    | -32.31% | 49.02%  | 27.63%  | 35.80%  |
| 投资资本增长率        | 27.31%  | 3.57%   | 5.50%   | 6.76%   |
| 净资产增长率         | 7.17%   | 4.00%   | 12.99%  | 15.69%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |
| 毛利率            | 54.67%  | 56.48%  | 57.79%  | 57.53%  |
| 净利率            | 36.08%  | 38.47%  | 33.95%  | 36.65%  |
| ROE            | 7.71%   | 11.04%  | 12.47%  | 14.64%  |
| ROIC           | 4.41%   | 6.30%   | 7.89%   | 9.93%   |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 61.83%  | 61.63%  | 59.60%  | 57.22%  |
| 净负债比率          | 135.42% | 136.78% | 122.10% | 105.63% |
| 流动比率           | 1.63    | 1.55    | 1.55    | 1.55    |
| 速动比率           | 0.82    | 0.65    | 0.58    | 0.56    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |
| 总资产周转率         | 0.09    | 0.11    | 0.15    | 0.17    |
| 应收帐款周转率        | 1.31    | 1.75    | 2.60    | 3.48    |
| 应付帐款周转率        | 1.37    | 1.44    | 1.99    | 2.02    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.31    | 0.46    | 0.59    | 0.80    |
| 每股经营现金         | -0.44   | -0.27   | 0.27    | 0.53    |
| 每股净资产          | 4.01    | 4.17    | 4.71    | 5.45    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |
| P/E            | 29.13   | 19.55   | 15.32   | 11.28   |
| P/B            | 2.24    | 2.16    | 1.91    | 1.65    |
| PEG            | (0.90)  | 0.40    | 0.55    | 0.32    |
| EV/EBITDA      | 27.41   | 18.74   | 13.82   | 10.42   |

## 分析师简介

崔娟：先后毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，2005年7月加盟民族证券研发中心，现任金融地产研究小组组长。对宏观经济理解深刻，能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

| 类 别    | 级 别  | 定 义                             |
|--------|------|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 推 荐  | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上         |
|        | 中 性  | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动     |
|        | 回 避  | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上         |
| 股票投资评级 | 推 荐  | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上       |
|        | 谨慎推荐 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
|        | 中 性  | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间   |
|        | 回 避  | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上        |

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

| 姓 名 | 电 话          | 手 机         | 邮 箱                      |
|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 袁 泉 | 010—59355995 | 13671072405 | yuanquan@chinans.com.cn  |
| 赵 玲 | 010—59355762 | 13426225346 | zhaoling@chinans.com.cn  |
| 曾 荣 | 010—59355412 | 15801398822 | zengr@chinans.com.cn     |
| 赵玉洁 | 010—59355897 | 13701002591 | zhaoyujie@chinans.com.cn |
| 姚 丽 | 010—59355950 | 13911571192 | yaol@chinans.com.cn      |