

上海张江高科技园区开发股份有限公司

16 张江 01 及 16 张江 02

跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

债项信用等级： AAA 级

评级时间： 2017 年 6 月 5 日

上海张江高科技园区开发股份有限公司 16 张江 01 及 16 张江 02 跟踪评级报告 概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100158】

存续期间
16 张江 01: 5 年期 20 亿元人民币, 2016 年 7 月 26 日至 2021 年 7 月 26 日
16 张江 02: 5 年期 9 亿元人民币, 2016 年 10 月 24 日至 2021 年 10 月 24 日

	本次		前次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
16 张江 01	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 5 月
16 张江 02	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 9 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	3.52	6.18	11.65
刚性债务	48.85	58.21	69.00
所有者权益	55.02	58.38	58.15
经营性现金净流入量	3.55	-14.18	-1.84
发行人合并数据及指标：			
总资产	176.98	185.31	190.41
总负债	102.20	106.08	105.64
刚性债务	74.06	67.42	80.63
所有者权益	74.78	79.22	84.77
营业收入	30.02	24.19	20.88
净利润	4.14	4.90	7.70
经营性现金净流入量	14.64	14.69	4.46
EBITDA	10.05	10.33	12.34
资产负债率[%]	57.57	57.25	55.48
长短期债务比[%]	43.08	61.38	128.87
权益资本与刚性债务比率[%]	100.97	117.51	105.14
流动比率[%]	113.55	131.77	180.16
现金比率[%]	22.07	29.34	45.75
利息保障倍数[倍]	1.85	2.08	4.12
EBITDA/利息支出[倍]	1.92	2.17	4.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.15	0.17

注：发行人数据根据张江高科经审计的 2014-2016 年财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 邱羽佳

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，张江高科技园区发展进一步成熟，张江高科继续持有大量园区内大量物业，且投资收益增长，整体业绩良好。未来公司在建、拟建项目投资规模较大，以租为主的经营模式进一步加重了资金压力。依托较好的资产质量、较充裕的货币资金存量，公司仍具有很强的偿债能力。

- 跟踪期内，张江高科技园区获取各级政府多项政策支持，包括综合性国家科学中心以及张江科学城建设，有助于进一步提升园区科技产业集群效应。
- 张江高科拥有大量经营性租赁物业，且保持较高的出租率，每年可产生稳定的大额现金流入。
- 张江高科货币资金较为充裕，且拥有大量低成本园区物业，资产质量好、变现能力强，可对即期债务偿付提供良好保障。
- 商务成本的上升，加之长三角地区其他城市类似科技产业园区后发优势显现或对张江高科技园区构成一定客户分流或转移压力。
- 近期张江高科新建项目较多，资金投入量较大，且加大了新增物业持有力度，资金回收周期延长，此外还存在持续的股权投资支出，短期内经营活动现金状况较为紧张。
- 张江高科投资业务受资本市场波动影响较大，而资本市场运行周期性较强，公司投资收益稳定性及其持有的已上市股权市值需持续关注。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对公司债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本期债券的一种建议。报告中引用的资料主要由张江高科提供，所引用资料的真实性由张江高科负责。

跟踪评级报告

按照上海张江高科技园区开发股份有限公司(以下简称“张江高科”、“该公司”或“公司”)16张江01及16张江02信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据张江高科提供的经审计的2016年审计报告及相关经营数据,对张江高科的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

中国证券监督管理委员会证监许可[2016]1534号文批准,该公司2016年分两期发行了合计29亿元公司债券(如图表1所示),期限均为5年(3+2)。

图表 1. 公司已发行债券情况 (单位:亿元)

债券名称	发行量	票面利率	起息日	兑付日	资金用途
14 张江 MTN001	9.00	5.00%	2014-10-17	2017-10-17	全部用于偿还银行借款
15 张江高科 MTN001	20.00	4.29%	2015-07-10	2018-07-10	全部用于偿还银行借款
16 张江 01	20.00	2.95%	2016-7-26	2021-7-26	扣除发行费用后,16.296亿元偿还银行借款,其余补充流动资金
16 张江 02	9.00	2.89%	2016-10-24	2021-10-24	全部用于补充营运资金

注:根据张江高科提供的数据绘制(至本报告日)

除上述两期公司债券外,该公司尚有两期中期票据14张江MTN001和15张江高科MTN001处于存续期内,发行规模分别为9亿元和20亿元,目前付息正常。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内,该公司产权状况保持稳定,但高级管理人员有所变动。

跟踪期内,该公司仍为上海张江(集团)有限公司的控股子公司(持股比例为50.75%),后者由上海浦东新区国有资产监督管理委员会全资控股。

2016年12月,该公司董事长陈干锦先生因工作变动,不再担任公司第六届董事会董事长、董事及董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会委员职务。根据法律、相关规则以及公司章程,由公司副董事

长葛培建先生代为履行董事长职务。上述高管人员调整未对公司日常经营管理构成重大影响。

(二) 业务运营

跟踪期内，浦东新区经济稳定增长，良好的经济发展环境为张江高科技园区可持续发展起到较大的推动作用。同时，张江高科技园区陆续获取各级政府多项政策支持，包括综合性国家科学中心及张江科学城建设，有助于进一步提升园区科技产业集群效应。

张江高科技园区为浦东新区四大核心园区之一，经过多年的开发，产业结构不断优化。

浦东新区作为我国改革开放先行先试区、自主创新示范引领区和现代服务业核心集聚区，目前已经是上海建设国际金融中心、国际航运中心的核心功能区，经济总量多年来均位居上海市各区县首位。2015年3月，中共中央政治局决定扩展上海自贸区范围。扩区后上海自贸区涵盖上海外高桥保税区、上海外高桥保税物流园区、洋山保税港区、上海浦东机场综合保税区等4个海关特殊监管区域以及陆家嘴金融片区、金桥开发片区、张江高科片区，面积从28.78平方公里增加至120.72平方公里，新纳入陆家嘴金融片区、金桥开发片区、张江高科片区将有利于推动上海尤其是浦东新区在金融、先进制造和高科技产业等多领域的进一步发展。2016年浦东新区生产总值同比增长8.2%，高于全市平均增幅1.4个百分点，其中第三产业占比达74.9%，较上年提高2.9个百分点；当年地方公共预算收入完成963.75亿元，同比增长22.3%，经济发展态势良好。

按照浦东新区功能定位，张江高科技园区以集成电路、软件、生物医药为主导产业，集中体现创新、创业的主体功能。目前，园区内聚焦了富乐胶、微创医疗、沙特基础、蒂森克虏伯普瑞斯坦等跨国公司地区总部；并引进了益科博、林洋电子、中兴派能、中江能源、理想能源等一批具有系统知识产权和影响力的新能源与环保企业。此外，园区加速推进战略性新兴产业，促进集成电路产业转型升级，在吸引世界著名半导体企业尤其是世界级设计企业入驻的同时，促进园区设计企业并购重组。

跟踪期内，张江高科技园区各项经济与运营指标在上海市主要开发区中位于前列。作为企业核心价值和竞争优势的直接表现，2016年张江高科技园区规模以上工业企业利润达347.50亿元，仅次于国际汽车城，排名全市开发区第二；上缴税金264.04亿元，位居全市开发区第四位；固定资产投资达到98.12亿元，列全市开发区第五。园区内企业的产业优势有力地支撑了张江高科技园区经济发展，亦可为园区科技创投提供更多的机会。

图表 2. 上海市主要开发区 2016 年经济运行指标

项目	规模以上工业总产值		规模以上工业企业利润		上缴税金		固定资产投资	
	金额 (亿元)	排名	金额 (亿元)	排名	金额 (亿元)	排名	金额 (亿元)	排名
国际汽车城	2942.24	1	434.69	1	197.14	5	78.46	6
张江高科技园区	1080.93	7	347.5	2	264.04	4	98.12	5
金桥经济技术开发区	1848.85	2	281.85	3	438.96	3	73.58	7
康桥工业区	1763.78	3	84.1	8	86.84	12	101.81	4
嘉定工业区	1199.98	5	113.42	4	148.39	7	49.9	10
松江工业园区	1148.55	6	81.88	9	139.56	8	26.05	16
陆家嘴金融贸易区	932.28	8	39.58	15	1042.64	2	235.31	1
外高桥保税区	509.9	16	37.6	16	1143.5	1	25.59	17
漕河泾新兴技术开发区	572.69	14	25.28	18	123.77	9	126.77	2

资料来源：根据公开资料整理

2016 年 2 月，国家发改委、科技部同意上海以张江地区为核心承载区建设综合性国家科学中心，作为上海加快建设具有全球影响力的科技创新中心的关键举措和核心任务。在 2017 年 5 月公布的《张江科学城建设规划》（征求意见稿）中，张江科学城（规划范围确定为：张江高科技园区核心园 75.9 平方公里，以及国家量子中心等重大科技基础设施空间，总面积约 94 平方公里）将围绕“上海具有全球影响力科技创新中心和核心承载区”和“上海张江综合性国家科学中心”目标战略，依托国家实验室建设和高校、科研机构等，突出科技商务文化等创新要素复合，建设成为中国乃至全球新知识、新技术的创造之地、新产业的培育之地，成为现代新型宜居城区和市级公共中心。

跟踪期，上海商业地产市场仍保持良性发展态势，但需关注到长三角地区科技产业园区对张江高科技园区构成的客户分流或转移压力。

跟踪期内，上海商业地产仍呈良性发展态势。2016 年上海商业地产投资额为 1215.36 亿元，同比增加 8.30%，高于当年全市房地产开发投资增速 1.40 个百分点。2016 年，全市商业地产施工面积为 4171.31 万平方米，新开工面积为 786.27 万平方米，竣工面积为 545.37 万平方米，同比增速分别为 6.34%、28.23%、3.75%。成交方面，2016 年商业物业销售量价齐升，销售面积扩大至 512.27 万平方米，同比增加 64.65%；均价上升 16.42% 至 26815 元/平方米。该公司主要从事园区开发，客户群体以从事研发、制造型企业为主，有别于普通商品住宅开发商，然而公司经营仍易受到宏观经济景气度变化的影响。此外还需关注到，仅长三角就有多个城市力推科技产业

园区发展，上海地区不断上升的商务成本仍可能会对部分制造、技术研发类企业的发展构成长期压力。

为顺应外部发展机遇和自身经营战略，跟踪期内，该公司加大园区物业的收购和保有力度，控制物业销售，使得主业物业租售收入有所减少；不过，公司高科技类股权投资项目效益持续显现，经营效益整体尚好。

经过多年的发展，张江高科技园区逐步提升了园区城市化功能，区域内空间产品优势凸显。为顺应张江科学城的开发建设机遇及该公司“科技投行”的战略转型发展方向，跟踪期内，公司加大对园区物业的收购和保有力度，控制新建物业销售，同时适当增加投资退出强度，通过科技类股权投资项目投资收益变现平衡整体业绩。2016年公司实现营业收入20.88亿元，同比下降13.70%。从收入构成看，物业销售、物业租赁和服务业占营业收入的比重分别为41.08%、30.97%和20.61%，其中房地产销售收入和占比明显下滑。

图表 3. 2014 年以来公司主营业务收入及利润构成 (单位: 万元、%)

业务收入	2014 年		2015 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
物业销售	189335.25	63.07	130983.64	54.14	85754.46	41.08
物业租赁	63879.04	21.28	58172.19	24.05	64652.05	30.97
服务业	39458.45	13.14	42524.46	17.58	43036.05	20.61
其他	7548.54	2.51	10236.69	4.23	15323.63	7.34
合计	300221.28	100.00	241916.98	100.00	208766.19	100.00

毛利	2014 年		2015 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
物业销售	101284.53	70.65	41124.56	54.03	48034.53	59.23
物业租赁	29426.59	20.53	19811.36	26.03	18882.99	23.29
服务业	12099.73	8.44	14355.63	18.84	13919.65	17.17
其他	551.11	0.38	845.93	1.11	254.99	0.31
合计	143361.96	100.00	76119.48	100.00	81092.16	100.00

资料来源：根据张江高科提供的资料整理

1. 园区物业开发业务

该公司园区物业业务包括张江高科技园区内工业房产、研发楼、孵化楼以及配套商住用房的开发、经营。考虑到租赁房产的现金回笼期较长，为平衡现金流，公司园区物业业务采取租售结合、租赁为主的方式经营，主要客户包括：国家鼓励发展的信息技术、软件、科技文化创意、金融信息服务等国际国内著名企业、快速发展的高科技企业、创业阶段的创新型公司。公司主要通过定制的方式，为客户提供能贴近其需求的特色物业产

品，如 5A 级写字楼和甲级研发办公楼、标准实验室、生态居住区和人才公寓等。由于园区的土地大多为工业用地，因此成本相对较低，项目毛利率较高。

➤ 园区内外物业销售

跟踪期内，该公司持续推进张江高科技园区内的各类物业开发，经营策略调整使得园区地产销售下降明显。2016 年公司物业销售收入同比减少 34.53% 至 8.58 亿元，销售面积合计 5.08 万平方米，结转项目如图表-4 所述。园区房产出售放缓将公司有助于储备更多物业资源，但也影响了资金的及时回笼，造成后续融资压力上升。

图表 4. 2016 年公司房地产销售情况 (单位: 平方米)

序号	项目	经营业态	可供出售面积	已出售面积
1	龙阳大道 3000 号 1 幢 B 楼 3-8 层及 1 幢裙楼 104 单元	旅馆	9734.81	9734.81
2	龙东大道 3000 号 108 单元、214 单元	店铺	1932.71	1932.71
3	礼德国际 1 号楼	研发	26869.84	26869.84
4	集电港 B 区 3-6 地块 7#、8#楼	研发	10745.23	10745.23
5	川宏路 230 号壹领御 12 幢	厂房	1510.20	1510.20
合计		—	50792.79	50792.79

资料来源：根据张江高科提供的资料整理

➤ 园区物业租赁

该公司以对园区产业客户提供研发、办公空间及配套服务为主，至 2016 年末，公司拥有可供出租的房产经营面积合计 107.28 万平方米，其中研发办公楼、商业物业、配套人才公寓类分别占比 71%、7%、和 22%，实际已出租面积共 82.44 万平方米。2016 年物业租赁收入分别为 6.47 亿元，同比增长 11.14%，随租赁面积而有所增加。从承租客户看，公司前五大租户占总租赁收入比重均在 3% 以内，分散度较高。

➤ 项目开发建设

随着张江北区开发建设的基本完成，跟踪期内，该公司持续推进张江集电 B 区、张江中区等项目的开发建设，增加经营性物业存量。2016 年，公司开发建设的集电港 B 区 3-6 和 3-8 项目、中区 C-7-6 项目完成竣工备案，中区 C-7-5 项目完工。至当年末，公司园区内外在建项目 2 个，总建筑面积（含地下面积）33.01 万平方米，总投资 23.22 亿元，尚需投资 20.25 亿元

¹。其中，2016年新开工的B区2-4综合商办项目，是整个张江科学城项目中体量较大的综合体项目，未来将为科创中心建设提供众创、产城融合的空间功能；山水豪庭二期（位于四川雅安）投资规模不大，且工程已接近尾声。上述项目建设资金缺口将主要通过自有资金和银行借款、债务融资工具等解决，建成后的B区2-4项目计划通过出租回收成本和收益，山水豪庭二期则全部对外销售。

图表 5. 2016 年末公司主要在建房产开发项目情况

项目开发主体	项目名称	物业类型	占地面积 (万 m ²)	总建筑面积 (万 m ²)	总投资 (亿元)	开发周期	投资进度 (%)
张江集电	2-4 地块项目	商办	5.77	26.46	21.50	2016.8-2018.12	8
雅安张江	山水豪庭二期	住宅	1.90	6.55	1.72	2014.5-2017.5	95
合计	—	—	7.67	33.01	23.22	—	—

资料来源：根据张江高科提供的资料整理

2. 高科技企业股权投资

该公司在从事园区土地及相关物业开发经营的同时，还依托园区的信息优势，对落户园区有发展潜力的重点发展项目或公司进行战略性投资，充分分享优秀高科技企业高速成长的收益。近年来，公司先后成立了多家创投平台和产业基金，对不同类型和不同发展阶段的企业进行战略性投资，充分分享优秀高科技企业高速成长的收益，领域涉及电路、软件、医药、金融等。

2016年，该公司实现投资收益7.98亿元，其中转让数讯信息30%股权获取投资收益2.74亿元；参股单位上海张江微电子港有限公司房产销售业绩增长，权益法确认投资收益2.20亿元；嘉事堂、上海金融发展基金（有限合伙）等可供出售金融资产账面升值，产生1.02亿元收益。新增股权方面，2016年公司实施多渠道投资布局，通过直接投资以及与各类基金合作等渠道和方式，完成了对百事通、赛赫智能等新三板上市企业的股权投资，投入资金总额7.92亿元。公司2016年投资收益仅小部分可带来现金流，无法覆盖投资支出，股权投资存在一定资金缺口。

图表 6. 2014 年以来公司投资收益明细 (单位：万元)

类别	年份		
	2014 年	2015 年	2016 年
权益法核算的长期股权投资收益	19856.73	23980.16	34575.87
处置长期股权投资产生的投资收益	1500.21	18158.68	21334.18
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	—	—	18.94

¹ 预计总投资额及已完成投资额未含土地款。

类别	年份	2014年	2015年	2016年
持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益		3678.88	1439.07	13372.11
处置可供出售金融资产等取得的投资收益		22959.06	23006.73	2450.15
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得		—	—	6060.30
理财产品的投资收益		465.38	590.85	905.28
委托贷款利息收入		—	—	1007.08
合计		48460.26	67206.45	797723.91

注：根据张江高科提供的数据整理

目前，该公司仍直接或间接持有复旦张江、嘉事堂药业、川河集团、康德莱、点点客、步长制药、国泰君安等多家已上市或拟上市企业股权。公司一般以原始股形式认购，初始成本较低，一旦以市场公允价值实现股权转让，将给公司带来较好的投资回报。然而此类投资的回报周期和收益受国内资本市场 IPO 进展及二级市场行情的影响较大。

图表 7. 2016 年末公司主要高科技项目投资情况 (单位：万元)

项目	初始投资成本	2016 年末账面余额	持股比例 (%)	上市情况	会计科目核算	2016 年度投资收益
嘉事堂药业股份有限公司	1820.79	27891.95 (期末每股市值 42.53 元)	2.73	是 (SZ:002462)	可供出售金融资产	2406.45
上海复旦张江生物医药股份有限公司	489.22	3934.61 (期末每股市值 6.33 元)	—	是 (HK:01349)	交易性金融资产	18.94
川河集团有限公司	15633.86	60175.75	29.90	未上市	长期股权投资	-4.02
上海微电子装备有限公司	22345.00	22345.00	10.78	未上市	可供出售金融资产	—
上海康德莱企业发展集团有限公司	3964.00	7396.90 (期末每股市值 32.29 元)	6.28	未上市	可供出售金融资产	842.35
上海点点客信息股份有限公司	1000.00	5283.55 (期末每股市值 5.00 元)	3.85	新三板	可供出售金融资产	34.66
张江汉世纪投资有限公司	19320.00	39956.24	30.00	不适用	长期股权投资	568.51
Shanghai ZJ Hi-Tech Investment Corporation	25603.46	60618.35	50.00	不适用	长期股权投资	-4.02
上海张江和之顺投资中心(有限合伙)	18000.00	18000.00	26.47	不适用	可供出售金融资产	—
上海金融发展基金(有限合伙)	31338.83	31338.83	5.87	不适用	可供出售金融资产	7792.82

项目	初始投资成本	2016 年末 账面余额	持股比例 (%)	上市情况	会计科目核算	2016 年度投资 收益
上海金融发展基金 (有限合伙) 二期	10000.00	10000.00	8.33	不适用	可供出售金融 资产	—

注：根据张江高科提供的数据整理

3. 服务业

该公司服务业主要包括隶属于高新技术细分行业的数据通讯服务、知识产权配套咨询服务、对租赁的园区客户提供物业服务等。2016 年公司服务业收入和利润分别为 4.30 亿元和 1.39 亿元，与上年基本持平，主要源于数讯信息的数据通讯服务收入。

2016 年 8 月该公司召开六届二十七次董事会，审议通过了《关于公开挂牌转让上海数讯信息技术有限公司 30% 股权的议案》，同意公司以公开挂牌方式转让所持有的数讯信息 30% 股权。2016 年 12 月公司通过上海联合产权交易所公开挂牌竞价，以 3.02 亿元出售所持有的数讯信息 30% 股权，受让方为上海鹰虹投资管理有限公司（不存在关联关系），交易完成后公司所持有的数讯信息股份从 58.96% 下降至 28.96%，年末不再将数讯公司纳入合并范围。在深化国资国企改革、数据中心行业快速发展的背景下，公司出售数讯信息部分股权引入战略投资者，将有利于整合和优化数讯信息资源，促进国有资产保值增值。此项股权转让公司实现资本利得 2.14 亿元，同时按会计准则要求，公司所持剩余数讯信息股权采用公允价值计量产生增值的投资收益 0.60 亿元。

在国家“双创”政策的驱动下，该公司不断升级运营服务理念，推出创业服务平台“895 营”，在全国范围内征集优质创业项目，重点关注智能硬件、生物医药大健康等领域，对接和服务初创企业，提供包括投贷联动、创业陪练等创业服务。虽然该项服务目前未能直接产生收入，但在打造创新创业生态圈、完善公司自身投资链、引导战略性客户入住园区等方面具有重要意义。

4. 发展战略

《根据张江高科发展战略概要》，为适应于自主创新示范区、自由贸易试验区两大国家战略聚焦下的“双自联动”以及综合性国家科学中心带来的重大机遇，该公司积极推动转型发展，从产业地产开发商向与高科技产业共同成长的产业发展商转型。在业务布局方面，以科技地产为创新创业载体，为产业客户提供优质的科技城定制化空间产品和配套服务；以集成服务为创新创业平台，促成高科技企业之间的互联互通，促进产业链的融合集聚；以产业投资为创新创业支撑，与高科技企业“联姻”，共同到资本市场寻求价值发现。

经过逾二十年发展，该公司已经积累了较为丰富的物业资源，形成了科技投资的良性滚动格局，拥有了多渠道、低成本的融资优势，为创新升级发展奠定了基础。

（三）财务质量

跟踪期内，该公司主要物业项目仍拥有较为显著的成本优势，并实现了大额投资收益，不过房产租售主业和投资收现有所弱化，考虑到未来项目投资规模仍偏大，以租赁为主的经营模式将进一步加大资金压力。公司货币资金充裕，且拥有较大量园区物业和上市公司股权等优质可变现资产，能对债务偿还形成有效的保障。

该公司营业收入和利润仍主要来源于房地产租售业务，2016年综合毛利率为38.84%，较上年提升7.37个百分点。从具体业务来看，公司物业销售毛利率由2015年的31.40%大幅增长至2016年的56.01%，主要原因在于2015年公司根据历史约定将招商引资项目以在建工程形式转让，项目成交价为4.07亿元，其毛利率仅约9%，拉低总体销售毛利率。公司物业租赁业务盈利小幅波动，2016年毛利率同比下降4.85个百分点至29.21%。当年公司租赁收入含0.30亿元租赁房屋装修费收入，此项收入无毛利；2016年5月份营改增后，物业租赁收入为不含税收，相应减少毛利约0.20亿元。扣除上述事项影响，两年间租赁毛利率基本持平。尽管公司营业收入有所减少，但在综合毛利率提升的作用下，2016年营业毛利增至8.11亿元，同比增长6.53%。

2016年，该公司销售费用和管理费用规模较为稳定，两者合计1.77亿元。由于市场利率下降，公司财务费用持续减少，不过“以租为主，租售结合”的经营模式使得公司的现金回笼期仍较长，项目建设资金缺口依赖外部融资弥补，致使利息支出仍偏大，2016年公司财务费用为2.20亿元，同比减少44.20%。

因出售数讯信息部分股权，加之参股及联营单位经营效益尚好，2016年该公司投资收益同比增长18.63%至7.97亿元。凭借物业租售毛利和投资收益的共同扩大，当年公司营业利润9.29亿元、净利润7.70亿元，分别较上年增长55.15%和57.11%。

该公司所从事的园区开发具有前期资金投入量大、回收期长的特点，近年来随着园区开发的持续推进，公司债务规模总体较大，2016年末负债总额为105.64亿元，与上年末基本持平。同时，受益于经营积累，公司所

所有者权益从 2015 年末的 79.22 亿元增至 2016 年末的 84.77 亿元，自有资本实力进一步增强。当年末公司资产负债率为 55.48%，较上年末降 1.77 个百分点。未来公司将加大新增物业持有力度，一定程度上减少销售回笼，负债经营程度或回升。

跟踪期内，该公司负债结构发生一定调整，新增刚性债务与预收账款减小基本相抵。2016 年末公司债务主要由刚性负债（短期借款、一年内到期的银行借款、长期借款和应付债券）、应付账款和其他应付款构成，余额分别为 73.76 亿元、6.86 亿元和 16.36 亿元。当年公司公开发行 5 年期公司债券（16 张江 01 和 16 张江 02）合计 29 亿元，置换部分短期借款，债务期限结构得以改善，2016 年末公司长短期债务比率为 128.87%，较上年末上升 67.49 个百分点。此外，由于预收房屋销售款结转至收入，2016 年末公司预收账款较上年末减少 63.93% 至 2.74 亿元。

截至 2016 年末，该公司未对外提供担保，也无重大应披露的未决诉讼事项。

该公司以租赁为主的经营模式使房产租售现金流入与相应建设支出在各期不能完全匹配，造成其经营性现金流量存在较大波动。2016 年，由于物业租售收现因收入规模缩减而明显减少，经营活动性现金净流量下降 69.60% 至 4.46 亿元。同期，公司投资活动产生的现金净流出 3.82 亿元，主要是由于收到的股权转让款及收到的股权持有期间股利同比减少，而新增股权投资支付的现金增加。公司新增债务规模不大，2016 年筹资活动产生的现金流量为 1.19 亿元。

2016 年末，该公司总资产为 190.41 亿元，较上年末增加 2.75%。从资产构成看，年末公司流动资产总额为 83.15 亿元，占资产总额的 43.67%，仍主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。公司存货以物业开发成本和开发产品为主，年末余额为 52.20 亿元，因集电 B 区和中区部分已完工项目而较上年末增长 6.72%。公司货币资金基本未有受限，其他流动资产主要形成于银行保本理财产品（期限 3 个月之内），2016 年末两者合计为 26.76 亿元，与上年末基本一致。

2016 年末，该公司非流动资产仍主要分布在投资性房地产、可供出售的金融资产和长期股权投资，期末余额分别为 47.06 亿元、19.13 亿元和 33.15 亿元。公司投资性房地产全部为已出租的建筑物原始成本扣除折旧后的净值。该部分资产以原始成本计价，相对于目前的房产市场价格，资产升值幅度较大，且具有较强的变现能力。可供出售金融资产主要为无限售条件

的可供出售股权以及参股投资平台，长期股权投资均系对张江高科技园区内合营及联营企业的投资，对外投资增加以及被投资对象账面价值上升使得 2016 年末可供出售金融资产和长期股权投资分别较上年末扩大 21.74% 和 37.13%。

总体看，该公司资产质量较好，流动资产变现能力较强，且拥有大量低成本的园区物业，能对即期债务的偿付形成良好的保障。

该公司具有较好的偿债信誉，已与多家金融机构建立了长期的合作关系，拥有较大的授信额度。截至 2016 年末，公司合并口径已获得国内各类金融机构综合授信额度为 133.25 亿元，其中已使用的授信余额为 14.01 元。

本评级机构仍将持续关注：（1）长三角地区其他城市类似科技产业园区后发优势对张江高科技园区构成的客户分流或转移压力；（2）宏观经济政策、房产市场供需的变化对该公司园区物业销售部分的收益水平带来的风险；（3）公司加大物业收储和持有力度对整体资金链造成的影响；（4）可供出售金融资产的市场价格波动对公司盈利的影响。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年
资产总额 [亿元]	176.98	185.31	190.41
货币资金 [亿元]	15.41	18.82	20.72
刚性债务[亿元]	74.06	67.42	73.76
所有者权益 [亿元]	74.78	79.22	84.77
营业收入[亿元]	30.02	24.19	20.88
净利润 [亿元]	4.14	4.90	7.70
EBITDA[亿元]	10.05	10.33	12.34
经营性现金净流入量[亿元]	14.64	14.69	4.46
投资性现金净流入量[亿元]	6.81	0.78	-3.82
资产负债率[%]	57.75	57.25	55.48
长短期债务比[%]	90.83	82.53	74.35
权益资本与刚性债务比率[%]	100.97	117.51	105.14
流动比率[%]	113.55	131.77	180.16
速动比率 [%]	40.89	56.90	66.80
现金比率[%]	22.07	29.34	45.75
利息保障倍数[倍]	1.85	2.08	4.12
有形净值债务率[%]	136.93	134.07	124.98
担保比率[%]	0.01	—	0.47
毛利率[%]	47.75	31.47	38.84
营业利润率[%]	18.82	24.76	44.52
总资产报酬率[%]	5.40	5.46	6.30
净资产收益率[%]	5.61	6.36	9.39
净资产收益率*[%]	6.21	6.56	9.73
营业收入现金率[%]	99.18	124.52	102.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.03	21.41	7.98
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	13.80	14.10	4.22
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	32.27	22.55	1.16
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	20.21	14.85	0.61
EBITDA/利息支出[倍]	1.92	2.17	4.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.15	0.17

注：表中数据依据张江高科经审计的 2014-2016 年财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。