

2017年03月03日

# 鲁信创投 (600783)

——以退为纲，A股稀缺创投标的

报告原因：首次覆盖

## 增持 (首次评级)

**市场数据:** 2017年03月02日

收盘价(元)	24.82
一年内最高/最低(元)	27.7/19.3
市净率	5.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	
上证指数/深证成指	3230.03/10367.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据:** 2016年09月30日

每股净资产(元)	4.98
资产负债率%	34.08
总股本/流通A股(百万)	744/744
流通B股/H股(百万)	-/-

**一年内股价与大盘对比走势:**

**相关研究**
**证券分析师**

 王丛云 A0230516090001  
 wangcy@swsresearch.com

**研究支持**

 李锦儿 A0230116080007  
 lijie@swsresearch.com

**联系人**

 李锦儿  
 (8621)23297818x7438  
 lijie@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

**投资要点:**

- **市场唯一的纯创投标的，业绩贡献主要源于项目退出收益。**创投业务是公司主要的利润来源，包括已解禁的上市项目和以并购方式退出的投资项目收益等，磨料磨具业务占比较低。2011年，公司迎来投资项目上市退出的高峰期，3个项目实现上市，贡献投资收益2.86亿元，而2012-2014年公司无项目进行IPO，但是通过二级市场减持获得可观的投资收益。其中，2014年贡献净利润79%。2015、2016年尚未退出项目实现投资收益分别为3.27亿元、2.16亿元，2015年减持股票实现投资收益占当年净利润比例分别为145%。
- **IPO逐步提速、多层次资本市场建设利好创投业。**我国创投退出方式以新三板、IPO和股权转让为主，2016年分别占比14%、62%和8%。自2016年8月份以来，我国IPO审核速度明显加快，有利于缩短退出周期；新三板分层制度实施将进一步改善流动性，提升挂牌企业的估值，项目通过新三板上市的空间也将巨幅扩大。
- **以退为纲，项目储备丰富，已上市项目的浮盈将有效支撑未来业绩增长。**目前，公司共持有10家尚未退出的IPO项目、9家拟IPO项目、18家新三板挂牌项目。其中，4个拟IPO项目已向证监会上报并受理。IPO项目对业绩形成有力支撑，2016年已经退出的项目已实现投资收益超过2亿，预计全年实现归属净利润3.36到4.48亿元，与去年同期相比实现50%到100%的增长。此外，在IPO审核逐步提速的情况下，退出渠道更加顺畅，待退出项目增加，公司业绩有望加速兑现。同时，2015、2016年公司新增投资8.08亿元、4.23亿元，这些项目也将进入快速收获期。
- **控股股东实力雄厚，或受益于山东省国企改革进程。**公司实际控制人为山东省国资委，控股股东鲁信集团为山东省重要的国有金融集团，业务涵盖证券、信托、租赁、创投等。公司作为鲁信集团旗下唯一上市的金融资产平台，未来或受益于山东省国企改革进程。此外，公司参股山东省国际信托公司、民生证券分别6.25%、4.54%股权。
- **首次覆盖给予增持评级。**由于创投行业盈利周期长，随着退出渠道更加顺畅，已上市项目更有效支撑未来业绩增长，拟IPO和新三板挂牌项目将随着灵活的退出渠道机制为公司带来可观的投资收益。公司作为山东国资委下重要的上市平台，未来或受益于山东省国企改革进程。采用分部估值法分别对公司自有资金投资、基金管理、山东国际信托股权、民生证券股权进行估值，其中，前两部分采用市值重估法，金融股权部分采用PB法。通过对项目进行市值重估，保守估算合理价值为206亿，对应每股价值为27.7元，具备较高安全边际，市场向上情况下项目重估价值提升，向上弹性大。预计公司2016-2018 EPS分别为0.54/0.67/0.86元。
- **风险提示:** 资本市场大幅波动导致业绩推进低于预期。

**财务数据及盈利预测**

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	191	138	156	160	169
同比增长率(%)	-18.79	-1.09	-18.00	2.00	6.00
净利润(百万元)	224	332	400	502	641
同比增长率(%)	-25.71	44.63	78.68	25.36	27.62
每股收益(元/股)	0.30	0.45	0.54	0.67	0.86
市盈率	83		46	37	29
市净率	5.5		5.0	4.4	3.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE。

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖给予增持评级。由于创投行业盈利周期长，随着退出渠道更加顺畅，已上市项目更有效支撑未来业绩增长，拟 IPO 和新三板挂牌项目将随着灵活的退出渠道机制为公司带来可观的投资收益。公司作为山东国资委下重要的上市平台，未来或受益于山东省国企改革进程。采用分部估值法分别对公司自有资金投资、基金管理、山东国际信托股权、民生证券股权进行估值，其中，前两部分采用市值重估法，金融股权部分采用 PB 法，通过对项目市值重估。估计公司总价值约为 206 亿，对应每股价值为 27.7 元，较最新收盘价仍有 12% 的空间，给予“增持”评级。市场向上情况下项目重估价值提升，向上弹性大。预计公司 2016-2018 EPS 分别为 0.54/0.67/0.86 元，对应 PE 分别为 46 倍、37 倍和 29 倍。

### 关键假设点

公司目前在手项目资源丰富，共有 10 个已上市项目、9 个拟 IPO 项目、18 个新三板挂牌项目，账面浮盈有望成为真正的投资回报，未来业绩增长有保障，预计 2016、2017、2018 年投资收益增长率分别为-1%、22%、23%。

### 有别于大众的认识

市场认为由于创投行业自身的特性，投资周期长，在完全退出前难以确认投资收益；考虑到业绩与上一轮投资周期的情况（退出项目数量和项目盈利情况），我们认为公司项目储备丰富，在管项目多，未来随着更多项目的上市，一方面公司可通过减持股票回笼资金，提振业绩；另一方面，可以满足公司创投业务中的资本需求，进一步支持创投业务的发展，双双受益。

### 股价表现的催化剂

(1) 参股的山东信托 H 股上市取得进展；(2) 在管项目 IPO 上市或者挂牌新三板。

### 核心假设风险

资本市场大幅波动导致业绩推进低于预期。

## 目录

---

<b>1. 创投稀缺标的，立足创投主业.....</b>	<b>5</b>
1.1 三次更名重组，2010 年华丽转身.....	5
1.2 创投业务成为公司盈利的着力点.....	6
1.3 背靠鲁信集团，受益于国改进程.....	7
<b>2. 受益于改革，大资管时代孕育新机遇.....</b>	<b>8</b>
2.1 募投热度不减，退出渠道日益完善.....	8
2.2 承政策之东风，创投行业迎来新机遇.....	10
<b>3. 项目储备充足，退出收益增厚业绩.....</b>	<b>12</b>
3.1 公司项目储备充足，保障未来业绩增长.....	12
3.2 IPO 逐步提速，业绩加速兑现.....	13
3.3 加大“走出去”步伐，稳步推进海外布局.....	14
<b>4. 盈利预测与估值.....</b>	<b>15</b>

## 图表目录

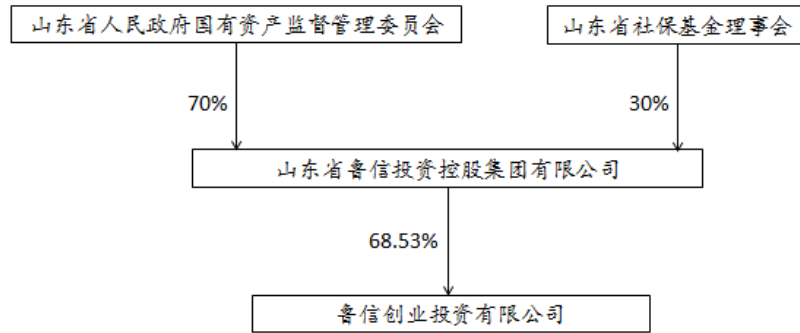
图 1: 实际控制人为山东省国资委.....	5
图 2: 创投业务是公司的主要利润来源.....	7
图 3: 中国 PE/VC 市场募资情况 (亿元) .....	9
图 4: 中国 PE/VC 市场投资情况 (亿元) .....	9
图 5: 2016 年 IPO、新三板、并购成主要退出渠道 .....	9
图 6: 中国创投行业退出情况.....	9
图 7: 历年 IPO 数量和首发募资情况 (亿元) .....	11
图 8: 2016 年各月 IPO 数量和首发募资情况(亿元).....	11
图 9: 历年新三板挂牌数量及总股本情况.....	11
图 10: 2016 年各月新三板成交金额 (亿元) .....	11
表 1: 鲁信创投发展历史.....	5
表 2: 持有金融企业股权 (截至 2016 年中报) .....	6
表 3: 投资收益占比远高于营业收入.....	6
表 4: 公司减持回笼资金及新增规模.....	7
表 5: 鲁信集团部分子公司.....	8
表 6: 《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》的要点.....	10
表 7: 不同阶段项目数量与投资成本.....	12
表 8: 公司持有上市项目溢价倍数 (截至 3 月 2 日收盘价) .....	12
表 9: 公司持有的 9 个拟 IPO 项目进展 .....	13
表 10: 2014-2016 年公司减持股票一览 .....	13
表 11: 不同阶段项目数量与投资成本.....	15
表 12: 分部估值分析 .....	16
表 13: 上市信托公司对比 (截至 2017 年 3 月 2 日收盘价) .....	16
表 14: 中小券商估值在 2-3 倍之间 (截至 2017 年 3 月 2 日收盘价) .....	16

# 1. 创投稀缺标的，立足创投主业

## 1.1 三次更名重组，2010 年华丽转身

公司前身为磨料模具公司，2010 年以定向增发方式收购鲁信集团持有的高新投 100% 股权，华丽转型创投业。鲁信创投是山东省国资背景下的省内最大、国内具有重要影响力的专业创投机构。1993 年 11 月，鲁信创投的前身“山东泰山磨料磨具股份有限公司”成立。1995 年 7 月经核准，公司更名为“四砂股份有限公司”，并于 1996 年 12 月在上交所挂牌上市。此后经历了两次股权变动，高新投成为公司第一大股东。2004 年 7 月，国资股权转让后，鲁信集团成为其第二大股东及实际控制人，随后公司于 2005 年 1 月迎来第二次更名，更名为“山东鲁信高新技术产业股份有限公司”，证券简称变更为鲁信高新。2010 年 1 月，公司向鲁信集团发行股票购买其所持高新投 100% 股权，2011 年 3 月，公司证券简称第三次变更为鲁信创投。公司以推动山东战略新兴产业发展、促进经济结构转型升级为主导，以创业风险投资和私募股权投资为主业，致力于打造国内一流的专业化类资产管理机构，发展成为国内最具竞争实力的创业投资机构。

图 1：实际控制人为山东省国资委



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：鲁信创投发展历史

时间	事件
1993 年 11 月	公司前身“山东泰山磨料磨具股份有限公司”成立。
1995 年 7 月	公司经核准更名为“四砂股份有限公司”。
1996 年 12 月	公司在上交所挂牌上市。
2004 年 7 月	国资股权转让后，鲁信集团成为其第二大股东及实际控制人。
2005 年 1 月	公司经批准更名为“山东鲁信高新技术产业股份有限公司”。
2010 年 1 月	公司通过定向增发收购鲁信集团全资子公司高新投全部股份。
2011 年 3 月	公司更名为“鲁信创业投资集团股份有限公司”。
2016 年 6 月	设立的基金持有 9 家上市公司股份，18 家投资项目在新三板挂牌。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

此外，公司参股山东省国际信托公司、民生证券分别 6.25%、4.54% 股权。2017 年 2 月，公司公告山东信托收到证监会《核准山东信托发行境外上市外资股的批复》，核准山东信托新发行不超过 6.76 亿外资股。

表 2：持有金融企业股权（截至 2016 年中报）

所持对象	最初投资金额（百万）	期初持股比例（%）	期末持股比例（%）	期末账面价值（百万）	会计核算科目	股份来源
山东国托	150.46	6.25%	6.25%	150.46	AFS	法人股投资
民生证券	207.72	9.54%	4.54%	207.72	AFS	法人股投资
合计	358.18	-	-	358.18	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 创投业务成为公司盈利的着力点

**创投业务是公司的主要利润来源。** 创业投资，指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。公司创业投资业务为自有资金投资与私募股权投资基金管理并重的运作模式。

**（1）自有资金投资：**公司主要投资领域包括先进制造、现代农业、海洋经济等山东省优势产业；信息技术、节能环保、新能源、新材料、生物技术、高端装备制造等国家战略性新兴产业。**（2）私募股权投资基金管理业务：**运作模式为“募、投、管、退”，公司及下属企业通过私募的方式向出资人募集资金成立有限合伙制或公司制的基金进行股权投资，最终通过股权退出的增值为基金赚取投资收益。一方面，公司及下属企业出资设立的基金管理公司作为基金的普通合伙人，向基金收取管理费及管理报酬；另一方面，公司及下属企业作为发起人以有限合伙人的身份参与市场化基金的出资，在基金投资的项目退出后按出资比例获得收益分配。公司目前管理运作的基金包括政府委托管理基金和市场化投资基金。截至 2015 年末，公司管理运作 2 只政府类基金及 24 只市场化基金，涉及产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等。

投资收益占比远高于主营收入，主要源于项目退出，包括已解禁的上市项目和并购方式退出的投资项目等。最新三季度报显示，公司前三个季度实现营业收入 1.38 亿元，创投业务投资收益 5.76 亿元，较去年同期增长 41.18%，增长态势持续向好。近三年公司归母净利润同比增长率分别为 21.67%，37.90% 和 -25.83%，而创投业务投资收益同比增长率为 37.50%，24.16% 和 24.69%，创投业务已经成为公司盈利的着力点。

表 3：投资收益占比远高于营业收入

单位：亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 前三季度
营业收入	2.13	2.48	2.61	2.35	2.3	1.9	1.38
管理费收入		0.12	0.17	0.25	0.29	0.19	-
投资收益	5.78	8.64	2.8	3.85	4.78	5.96	5.76
净利润	4.4	6.6	1.8	2.2	3	2.2	3.3
总资产	31.2	38.8	40.7	43.8	50.6	53.2	58.6



净资产	21.4	27.5	29.2	30.5	32.8	34.3	37.1
长期股权投资	22.9	31	33.3	35.3	25.9	24.3	25.3

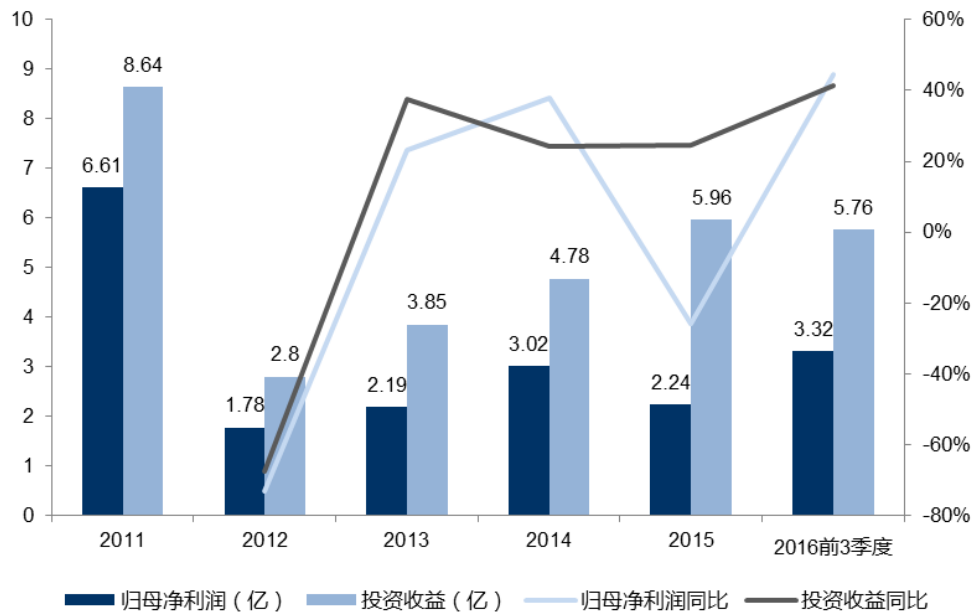
资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：公司减持回笼资金及新增规模

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
减持回笼资金(亿元)	-	2.66	2.19	4.7	4	4.05
公司及所属各基金投资项目数	9	9	5	25	29	25
新增总投资额(亿元)	2.1	2.67	1.56	9.95	8.08	4.23

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：创投业务是公司的主要利润来源



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 背靠鲁信集团，受益于国改进程

公司控股股东为鲁信集团，鲁信集团为山东国资委国有独资公司，业务板块涵盖信托、租赁、基金、小额贷款、创投等。鲁信集团以金融投资和资产管理为主，兼顾基础设施和战略性新兴产业投资运营。鲁信集团经过多年发展，构建了金融业务、投资业务和实体经济三大板块，这三大板块下面的细分业务板块既相互独立，同时又互相联动，构成了一个大的商业版图。集团以信托为主业，在公募基金、金融资产管理和中小微金融服务等领域均有涉足，同时持续加大对其他金融领域的投入力度，如已参股民生证券、中泰证券、济南农商行、邹平浦发村镇银行、德州银行、泰山财产保险、中国重汽财务公司等金融机构，持续完善在金融领域的布局，鲁信集团已成为山东省金融业务门类最丰富的国有投资控股

集团之一。但是，从整体来看，混业经营已成为金融控股集团的发展趋势，公司金融业态逐渐丰富，但是银行、保险、证券等领域仅为参股，在混业经营中存在短板。

鲁信集团是山东省首批国资投资运营公司和混改试点。2015年3月，山东省出台《关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见》，加快推进省国有企业改革。鲁信集团作为山东省首批国有资本投资运营公司改建试点单位，于2015年6月启动改建试点工作。鲁信集团将按照国资委确定的以金融、投资和资产管理为主，兼顾基础设施和战略性新兴产业投资运营的业务定位，承担贯彻实施省委省政府战略意图、引导带动经济转型发展、创新发展的功能，到2020年成为国内一流、具有一定国际影响力的综合性金融服务投资控股集团。

鲁信集团逐步形成了“以金融、投资和资产管理为依托，通过资本经营提升股权价值、实现国有资产保值增值”的商业运作模式，构建起以主球客户和股东价值为导向的业务框架，提供项目融资和投资理财综合解决方案，已成为山东省最大的国有投融资平台和国有资本投资公司试点企业。截至2015年末，资产总额为305亿，营业收入为56亿，净利润16亿。

表 5：鲁信集团部分子公司

子公司	主要业务	股权占比 (%)
山东省投资有限公司	投资与资产管理	100%
山东鲁信金融控股有限公司	投资与资产管理	80%
山东鲁信创业投资集团股份有限公司	创业投资	68.53%
山东鲁信文化旅游产业有限公司	旅游管理服务	100%
山东鲁信广告有限公司	广告业	100%
山东泰山文化艺术品交易所股份有限公司	艺术品现货交易	29.55%
山东汉裕资本管理有限公司	基金管理服务	100%
山东省金融资产管理股份有限公司	金融不良资产的批量收购、处置	62%
山东鲁信文化传媒投资集团有限公司	对外投资与经营管理	100%
山东省国际信托有限公司	信托业务	63.02%

资料来源：集团官网，申万宏源研究

## 2. 受益于改革，大资管时代孕育新机遇

### 2.1 募投热度不减，退出渠道日益完善

近年来我国创业投资市场十分活跃。银行业涉足股权投资领域丰富创投企业资金募集渠道，国企改革为投资环节带来更多机会，此外，多层次资本市场的不断完善、并购重组市场化的推进为创投行业带来了更多的机遇。

募投热度不减，可投资本量持续攀升。2016年PE市场依旧延续了2015年的热度，在“十三五”开局之年，中国私募股权投资市场基金募资活跃度不降反升，基金募集、投资的金额依然持续上升。据清科集团旗下私募通数据显示：2016年全年VC/PE市场募资总额约

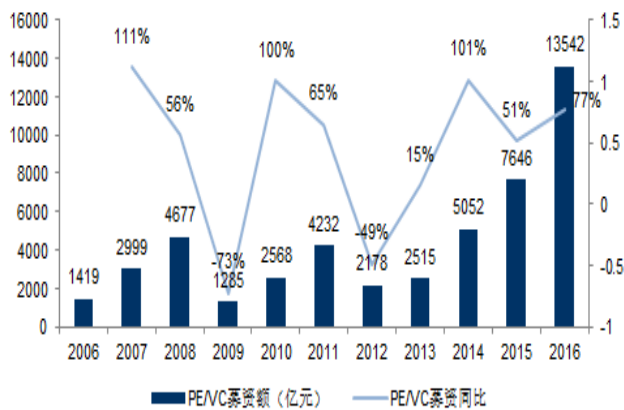


13542 亿元，投资总额约 7326.5 亿元，分别较 2015 年增长了 77.12%和 42.18%。2016 年新募基金总额增长率大于投资总额增长率，新增可投资资本存量较 2015 年上升 35%。

**投资额大幅攀升，平均投资额小幅上涨。**2016 年 PE 市场共发生投资案例 3390 起，涉及金额 6014 亿元，投资规模约为 2015 年的 1.56 倍。从平均投资额来看，2016 年 PE 机构单笔投资金额较上一年小幅上升，主要原因在于“新常态”经济环境下的金融需求收缩促使机构更倾向对优质项目注入更多资金。

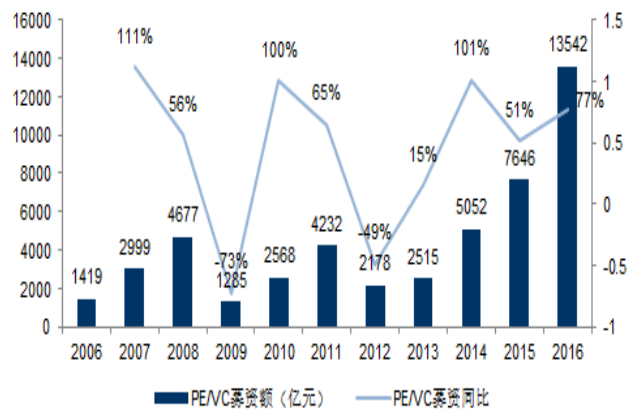
**退出渠道日益完善，IPO、新三板、并购成主要退出渠道。**据清科集团统计数据显示，2016 年退出市场稳中有升，全年退出案例达 2001 起，其中 IPO 退出案例数量为 277 起，占总退出案例数的 13.8%，通过新三板市场退出的案例数为 1230 起，占总退出案例数的 61.5%，同时，并购作为替补退出渠道效应明显加强，2016 年通过并购退出的案例数为 155 起，占据了退出市场的 7.7%。未来随着我国资本市场改革的进一步深化，“新三板、IPO、并购”将成为机构项目退出的主要渠道。

图 3：中国 PE/VC 市场募资情况（亿元）



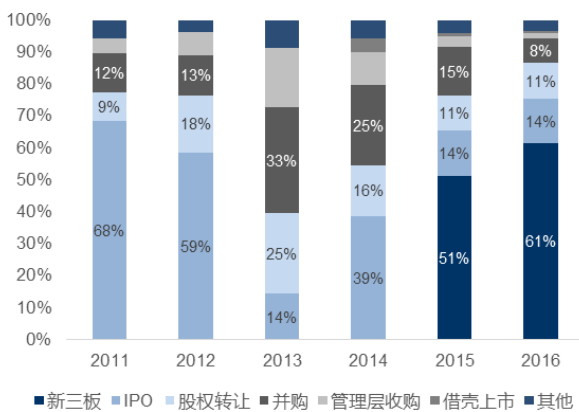
资料来源：清科研究中心，申万宏源研究

图 4：中国 PE/VC 市场投资情况（亿元）



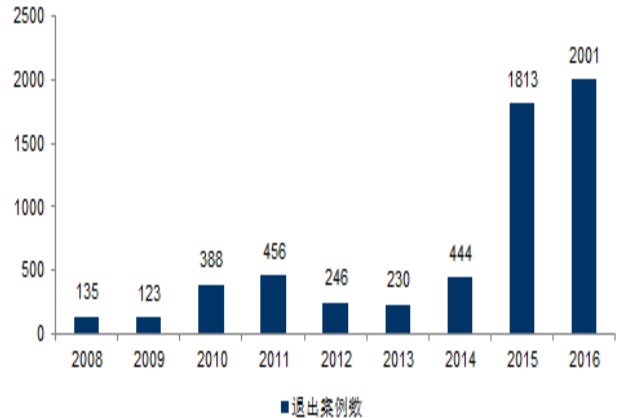
资料来源：清科研究中心，申万宏源研究

图 5：2016 年 IPO、新三板、并购成主要退出渠道



资料来源：清科研究中心，申万宏源研究

图 6：中国创投行业退出情况



资料来源：清科研究中心，申万宏源研究

## 2.2 承政策之东风，创投行业迎来新机遇

**政策红利释放发展活力。**2016年9月20日国务院发布《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，提出要加快形成有利于创业投资发展的良好氛围和“创业、创新+创投”的协同互动发展格局，进一步扩大创业投资规模，促进创业投资做大做强做优，培育一批具有国际影响力和竞争力的中国创业投资品牌，推动我国创业投资行业跻身世界先进行列。具体将从培育多元创投主体、多渠道拓宽创业投资资金来源、加强政府引导和政策扶持、完善创业投资相关法律法规和创业投资退出机制、优化创业投资市场环境、推动创业投资行业双向开放等方面促进创业业发展。

表 6: 《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》的要点

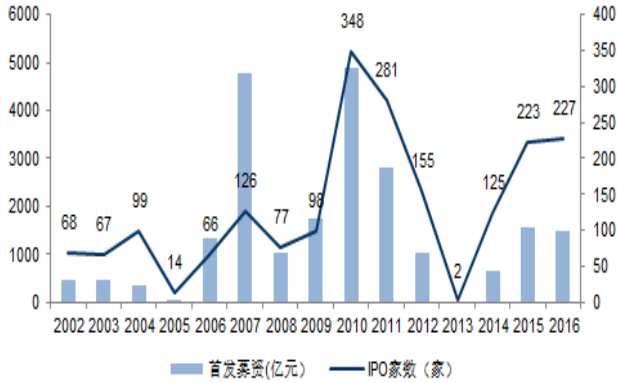
要点	具体内容
培育多元创业主体	1、鼓励各类机构投资者和个人依法设立公司型、合伙型创业投资企业。
	2、鼓励创业创新资源丰富的相关机构参与创业投资。
	3、积极鼓励包括天使投资人在内的各类个人从事创业投资活动。
多渠道拓宽创业投资资金来源	1、支持中央企业、地方国有企业、保险公司、大学基金等各类机构投资者投资创业投资企业和创业投资母基金。
	2、建立创业投资企业与各类金融机构长期性、市场化合作机制，进一步降低商业保险资金进入创业投资领域的门槛，不断加大对创业投资企业的投融资支持。
加强政府引导和政策扶持	1、完善创业投资税收政策。
	2、建立创业投资与政府项目对接机制。
	3、研究鼓励长期投资的政策措施。
	4、充分发挥政府设立的创业投资引导基金作用。
完善创业投资相关法律法规	1、构建符合创业投资行业特点的法制环境。
	2、落实和完善国有创业投资管理制度。
进一步完善创业投资退出机制	1、充分发挥主板、创业板、全国中小企业股份转让系统以及区域性股权市场功能，畅通创业投资市场化退出渠道。
	2、完善全国中小企业股份转让系统交易机制，改善市场流动性。
	3、鼓励创业投资以并购重组等方式实现市场化退出。

资料来源：国务院，申万宏源研究

**从退出渠道环节来看，直接融资渠道畅通将拓宽退出渠道。**我国创投退出方式以新三板、IPO 和股权转让为主。IPO 退出收益率最高，是最佳的退出方式，但是期限长，门槛高；新三板经过扩容，成为主要的退出方式；也有许多股权投资机构没有局限于 IPO 和新三板退出，而是通过股权转让和并购退出。

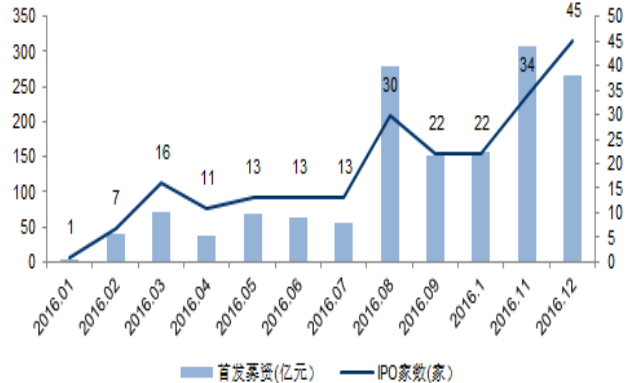
自 2016 年 8 月份以来，我国 IPO 审核速度明显加快，有利于缩短退出周期。2016 年全年退出案例达 2001 起，其中 IPO 退出案例数量为 277 起，退出占总退出案例数的 13.8%。2016 年全年 IPO 数量为 227 家，IPO 募资规模为 1496 亿。其中，8 月份以来累计发行 153 家，IPO 募资规模达 891.9 亿元，占全年募资规模的 77.3%。IPO 速度加快将有利于缩短创投退出周期，加速收益兑现。

图 7：历年 IPO 数量和首发募资情况（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

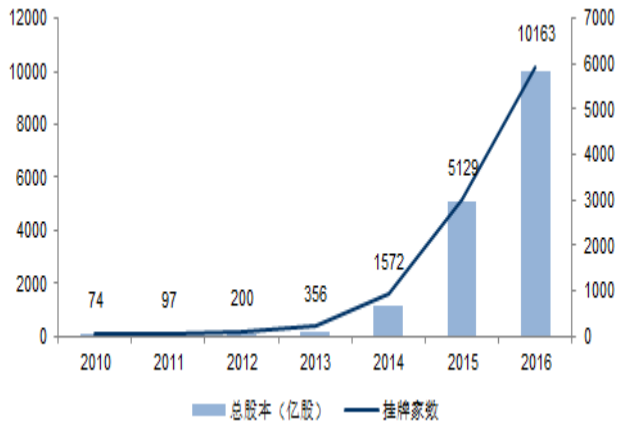
图 8：2016 年各月 IPO 数量和首发募资情况(亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

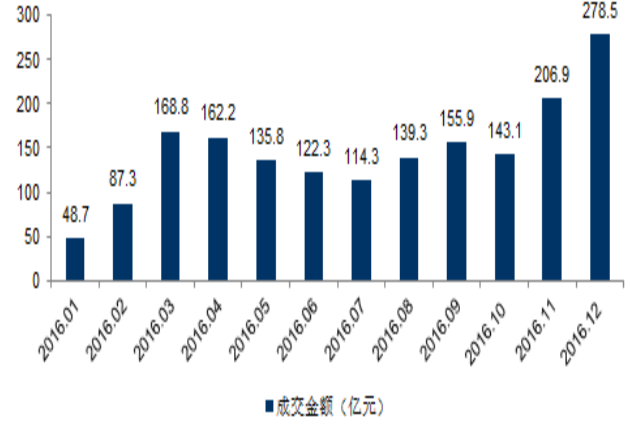
新三板分层制度实施将进一步改善流动性，提升挂牌企业的估值。2016 年通过挂牌新三板退出的数量占有所有退出数量的 61.5%，比 2015 年 51% 上升了 20%。在新三板扩容后，如果在新三板挂牌的企业成功 IPO，创投企业可以直接退出获利；如果未能成功 IPO，也可以通过新三板进行转让交易退出。2016 年 6 月份开始正式实施的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》，将新三板分成创新层与基础层，在不同层次实行差异化制度可以对市场内的企业更好地起到激励与约束作用，并且可以更进一步在控制风险的基础上完善市场功能，改善新三板流动性，提升挂牌企业估值。项目通过新三板上市的空间也将巨幅扩大。

图 9：历年新三板挂牌数量及总股本情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：2016 年各月新三板成交金额（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3. 项目储备充足，退出收益增厚业绩

#### 3.1 公司项目储备充足，保障未来业绩增长

自有资金投资和旗下基金共持有 10 家尚未退出的 IPO 项目、9 家拟 IPO 项目、18 家新三板挂牌项目。截至 2016 末，公司及公司作为主发起人出资设立各基金共持有 10 家上市公司股份（其中古鳌科技在 2016 年第三季度上市），共有 18 家投资项目在新三板挂牌。公司及公司作为主发起人出资设立各基金共有 9 个拟 IPO 项目。截至 2016H1，公司及公司管理的各基金共投资项目 18 个，投资金额达 7.05 亿元。同时，2015、2016 年公司新增投资 8.08 亿元、4.23 亿元，这些项目也将进入快速收获期。

表 7：不同阶段项目数量与投资成本

分类	项目数	投资成本/规模 (亿元)
已上市项目	10	3.9
拟 IPO 项目	9	
新三板挂牌	18	
公司所有的基金项目	24	90

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司始终坚持“以退为纲”，已上市项目的浮盈将有效支撑未来业绩增长，拟 IPO 和新三板挂牌项目将随着灵活的退出渠道机制为公司带来可观的投资收益。2016 年，鲁信创投通过累计减持华东数控 607.86 万股，实现投资收益 0.78 亿元；通过累计减持通裕重工 3288.98 万股，实现投资收益 1.6 亿元。2016 年公司预计实现归属净利润 3.36 到 4.48 亿元，与去年同期相比实现 50%到 100%的增长。公司业绩增长的主要原因是：一方面由于新北洋会计调整确认投资收益 2.71 亿元，以及收到民生证券和山东国托现金分红合计约 1 亿元，同时 2016 年公司陆续减持募投项目回笼资金合计确认投资收益约 2.38 亿元。另一方面 2015 年利润基数较低。

表 8：公司持有上市项目溢价倍数（截至 3 月 2 日收盘价）

证券简称	证券代码	所属行业	初始投资 (万元)	持股比例	最新市值 (亿元)	持股市值	溢价倍数
华东数控	002248.SZ	通用设备制造业	3206.42	12.40%	30.33	3.76	11.73
新北洋	002376.SZ	计算机、通信和其他电子设备	802.11	3.98%	84.94	3.38	42.15
宝莫股份	002476.SZ	化学原料和化学制品制造	339.44	2.93%	56	1.64	48.34
通裕重工	300185.SZ	通用设备制造业	10622.23	12.19%	104	12.68	11.93
龙力生物	002604.SZ	农副食品加工业	4830.41	13.16%	65.41	8.61	17.82
华邦健康	002004.SZ	化学原料和化学制品制造	10189.46	0.84%	174	1.46	1.43
信威集团	600485.SH	计算机、通信和其他电子设备	3527.80	0.14%	427	0.60	1.69
恒基达鑫	002492.SZ	仓储业	3720.00	1.85%	34.18	0.63	1.70
古鳌科技	300551.SZ	专用设备制造业	2000	3.41%	42.46	1.45	7.24
东岳集团	0189.HK	其他非金属矿物制品制造	-	16.78%	28.93	4.85	-

资料来源：Wind，申万宏源研究

**表 9：公司持有的 9 个拟 IPO 项目进展**

拟 IPO 项目	项目进展
山东联诚精密制造股份有限公司	已向证监会上报材料并获受理
深圳市嘉力达节能科技股份有限公司	
山东金麒麟股份有限公司	
普联软件股份有限公司	
山东双轮股份有限公司	正在接受上市辅导
山东明仁福瑞达制药股份有限公司	
大洋泊车股份有限公司	
天诺光电材料股份有限公司	
山东华光光电子股份有限公司	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 IPO 逐步提速，业绩加速兑现

自 2016 年 8 月份以来，我国 IPO 审核速度明显加快。2016 年全年 IPO 数量为 227 家，IPO 募资规模为 1496 亿。8 月份以来累计发行 153 家，IPO 募资规模达 891.9 亿元，占全年募资规模的 77.3%。IPO 退出在 2016 年全年创投市场各退出渠道中占 13.8%，仅次于新三板退出比例，并且以其最高的退出收益率，IPO 被认为是非常重要的退出渠道。

2016 年下半年开始的 IPO 逐步提速使创投行业受益。2017 年延续了 2016 年的加速态势，1 月份和 2 月份的首发家数和首发募集资金分别达到了 54 家和 299 亿以及 26 家和 101 亿。尽管注册制未如期退出，但 IPO 发行节奏的加快将缩短创投行业的退出周期，加速业绩兑现。目前公司有 8 个拟 IPO 项目，我们认为公司未来预期收益可期。

IPO 退出的投资收益是主要盈利来源。2011 年，公司迎来投资项目上市退出的高峰期，3 个项目实现上市，对当年投资收益贡献 2.86 亿元，而 2012-2014 年公司无项目进行 IPO，但是通过二级市场减持上市公司股权获得可观的投资收益，分别实现 1.46 亿元、3.4 亿元和 2.46 亿元。其中，2014 年减持股票实现投资收益占当年净利润比例分别为 79%。2015、2016 年尚未退出项目实现投资收益分别为 3.27 亿元、2.16 亿元，其中，2015 年减持股票实现投资收益占当年净利润比例分别为 145%。由于 VC 行业盈利周期长，随着退出渠道更加顺畅，预测 2017、2018 年公司在管项目账面浮盈转为真正的投资回报。

**表 10：2014-2016 年公司减持股票一览**

日期	股票	减持均价 (元)	减持股数 (万股)	减持股本比例 (%)	回笼资金 (万元)	投资收益 (万元)
2014/8/28	宝莫股份	9.52	369.13	0.60%	3512.88	2903.66
2014/8/14	宝莫股份	9.35	286	0.47%	2673.42	2201.39
2014/8/5	宝莫股份	9.02	326.5	0.53%	2943.56	2404.69
2014/7/11	宝莫股份	8.45	320.27	0.52%	2707.52	2179.68
2014/8/15	新北洋	11.58	280	0.47%	3242.37	2483.88
2014/8/6	新北洋	11.01	308.36	0.51%	3396.11	2560.8

2014/6/17	新北洋	11.13	256.92	0.43%	2860.61	2165.76
2014/2/10	新北洋	13.43	241.46	0.40%	3242.78	2646.3
2014/1/24	新北洋	12.55	249.87	0.42%	3136.47	2519.21
2014/7/16	圣阳股份	15.92	317.89	2.91%	5059.58	2538.84
<b>合计</b>						<b>24604.21</b>
2015/6/15	宝莫股份	19.17	209.01	0.34%	4005.73	3800.56
2015/5/15	龙力生物	26.72	221.8	0.70%	5925.44	5441.9
2015/3/17	龙力生物	19.49	389.41	1.24%	7589.9	6024.69
2015/3/5	龙力生物	15.16	267.37	0.85%	4054.21	2979.07
2015/4/8	华东数控	16.10	250	0.81%	4026.12	3782.02
2015/4/3	华东数控	14.70	243.36	0.79%	3577.89	3340.27
2015/2/3	华东数控	10.39	281.91	0.92%	2929.83	2654.57
2015/1/21	华东数控	8.96	279.26	0.91%	2502.6	2229.92
2015/1/20	华东数控	8.23	341.91	1.11%	2813.06	2479.21
<b>合计</b>						<b>32732.21</b>
2016/12/1	华东数控	12.68	212.86	0.69%	2699.71	2760.32
2016/11/16	华东数控	13.83	195	0.63%	2696.96	2664.11
2016/11/23	通裕重工	3.26	1206.03	0.37%	3927.47	3126.95
2016/10/21	通裕重工	3.40	1082.95	0.33%	3683.28	2964.45
2016/8/18	通裕重工	12.71	400	0.37%	5085.38	4251.07
2016/8/15	通裕重工	11.75	600	0.55%	7052.82	5801.36
<b>合计</b>						<b>21568.26</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 加大“走出去”步伐，稳步推进海外布局

公司立足山东，放眼海外，推进国际化战略布局。公司对全资子公司齐鲁投资进行增资，拟出资最高不超过 5000 万美元参与 Intarcia 公司增资，投资价格为 60 美元/股，若投资金额为 5000 万美元，则公司占 Intarcia 公司增资完成后股份 1.282%。Intarcia 公司主要针对二型糖尿病的降糖药物艾塞那肽年制剂缓控释给药系统的研发和许可销售。Intarcia 项目有望成为公司在美国境内第一单投资业务，使公司海外资产配置加大，是公司国际化战略布局的重要一步，符合公司立足山东放眼海外的发展战略。

2016 年 10 月，公司与美国中经合集团和山东领锐股权投资基金管理有限公司签订基金合作协议。希望通过合作，互相学习先进的投资管理模式和投资理念，结合国际先进的创投理念与本土化投资运作，打造具有国际化视野的专业创投基金，为国内市场的产业升级提供高效支持。基金在美国与中国的投资金额原则上按 1:1 配置，投资重点领域包括但不限于机器人、人工智能、虚拟现实、增强现实、智能汽车、物联网、大数据与云计算、数字医疗、生物医药、医疗器械与服务等。



## 4. 盈利预测与估值

公司以创投业务为主，同时兼顾磨料磨具业务，对公司业务作出以下假设：（1）磨料磨具：在下游需求不振、行业竞争加剧的情况下，预计 2016、2017、2018 年营业收入增长率分别为-18%、2%、6%；（2）创投业务：收益主要源于自有资金投资项目收益，随着新股批复加速，创投业务业绩有望加速兑现，目前在手项目资源丰富，共有 10 个已上市项目、9 个拟 IPO 项目、18 个新三板挂牌项目，账面浮盈有望成为真正的投资回报，未来业绩增长有保障，预计 2016、2017、2018 年投资收益增长率分别为-1%、22%、23%。

表 11：不同阶段项目数量与投资成本

分类	项目数	投资成本/规模（亿元）
已上市项目	10	3.9
拟 IPO 项目	9	-
新三板挂牌	18	-
公司所有的基金项目	24	100

资料来源：公司公告，申万宏源研究

采用分部估值法，由于公司盈利分为自有资金投资和基金管理两部分，此外，公司持有的山东国际信托和民生证券股权也是重要的一部分，分别对自有资金投资、基金管理、山东国际信托、民生证券进行估值。

**自有资金投资：**分别对公司 IPO 项目、新三板项目、其他类项目进行市值重估，合理市值为 98.75 亿。目前公司自有资金账面价值约 36 亿元。（1）IPO 项目：公司上市项目投资成本测算共 4.5 亿元，通过将公司 10 个 IPO 项目目前市值与投资成本比较，持股市值溢价水平约为 8.7 倍，则 IPO 项目对应市值为 39.15 亿；（2）新三板项目：按照目前披露的平均 3000 万的项目计算，共 18 个项目，测算共 5.4 亿，根据清科研究中心披露数据，新三板退出回报中位数约为 3.2 倍，不同行业领域投资回报倍数有差异，而公司主要投资领域在信息技术、节能环保、新能源、新材料、生物技术、高端装备制造等国家战略性新兴产业，因此我们给予较高的回报倍数 4 倍，对应市值为 21.6 亿；（3）其他：扣除 IPO、新三板项目，考虑到并购、股权转让、回购、管理层收购等退出方式回报倍数中位数为 1.38 倍，此外，由于该部分仍包括拟 IPO 项目（已向证监会上报材料并获受理、接受上市辅导），目前公司拟 IPO 项目共 9 个，保守给予剩余部分 1.7 倍溢价，则该部分估值为 38 亿。

**基金管理：合理市值为 85 亿。**截至 2016H1，公司基金管理规模约 100 亿，对照可比公司九鼎投资，在管基金规模约为 250 亿，对应 2017 年 3 月 2 日总市值，其 P/AUM 约为 0.75 倍；考虑到鲁信创投目前基金管理的区域性、高成长性，重点在山东省内战略新兴产业，并稳步推进省外发达地区的业务布局，包括北京、深圳等，应享受估值溢价，给予 0.85 倍估值，则该部分估值为 85 亿。

**表 12：分部估值分析**

	估值方法	倍数	持股比例	合理市值 (亿)	备注
<b>自有资金投资</b>					
(1) IPO 项目	市值重估	8.7	-	39.15	投资成本为 4.5 亿
(2) 新三板	市值重估	4	-	21.6	投资成本为 5.4 亿
(3) 其他退出方式的投资		1.7	-	38	扣除 IPO 项目、新三板项目
<b>基金管理</b>	P/AUM	0.85	-	85	
<b>山东国托</b>	P/B	3.5	6.25%	11	2015 年末披露净资产为 50 亿
<b>民生证券</b>	P/B	2.5	4.24%	11.58	2016 年中报披露净资产为 109.2 亿
<b>合计</b>				206.33	

资料来源：Wind、公司公告，申万宏源研究

此外，公司持有山东国托、民生证券分别 6.25%、4.54% 的股权。(1) 山东国际信托：参考可比上市公司安信信托 4.0×PB、爱建集团 3.2×PB、陕国投 2.5×PB，考虑到山东国托 H 股上市获批，流动性溢价提高，且 ROE、信托报酬率均高于陕国投 A、爱建集团，给予山东国托 3.5×PB，对应公司 6.25% 的股权，则该部分估值为 11 亿。(2) 民生证券：参考可比上市公司，给予民生证券 2.5×PB，对应公司 4.24% 的股权，则该部分估值为 11.58 亿。

综上，鲁信创投的总价值约为 206 亿，对应每股价值为 27.7 元，较最新收盘价仍有 12% 的空间，具备较高安全边际，市场向上情况下项目重估价值提升，向上弹性大，给予“增持”评级。

**表 13：上市信托公司对比（截至 2017 年 3 月 2 日收盘价）**

	信托资产余额 (亿元)	主动管理占比 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	2015 净资产	信托报酬率 (%)	加权 ROE	PB
安信信托	2359.1	37%	29.55	17.22	63.09	1%	42%	4.02
陕国投 A	1867.54	22%	11.51	4.54	76.54	-	8%	2.58
爱建集团	945.89	54%	10.01	5.09	38.21	1.09%	13%	3.24
山东信托	2805.99	21%	16.16	9.23	50.05	0.42%	18%	-

资料来源：wind、公司公告，申万宏源研究

**表 14：中小券商估值在 2-3 倍之间（截至 2017 年 3 月 2 日收盘价）**

券商	PB (截至 2 月 3 日收盘价)	2015 年 (亿元)		2016 年 H1 (亿元)	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润
国金证券	2.35	67.5	23.6	21.5	6.4
东兴证券	2.95	53.6	20.4	16.4	7.6
太平洋	3.02	27.4	11.3	5.9	1.5
山西证券	2.64	38.4	14.4	9.3	1.8
民生证券	-	30.29	12.15	5.97	0.06

资料来源：wind，申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	235	191	156	160	169
营业成本	322	374	245	278	291
营业税金及附加	13	16	13	13	14
销售费用	15	15	12	12	13
管理费用	76	102	84	85	90
财务费用	59	49	49	49	49
公允价值变动损益	(1)	(0)	0	0	0
投资收益	478	596	591	722	886
营业利润	390	412	502	604	764
营业外收支	0	(75)	(50)	(50)	(50)
利润总额	390	337	452	554	714
所得税	79	111	50	50	70
净利润	311	225	402	504	644
少数股东损益	10	1	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	302	224	400	502	641

资料来源:公司公告、Wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。