

公司研究/调研报告

2017年06月19日

非银行金融/其他金融服务 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 17.07
合理价格区间(元): 20~22

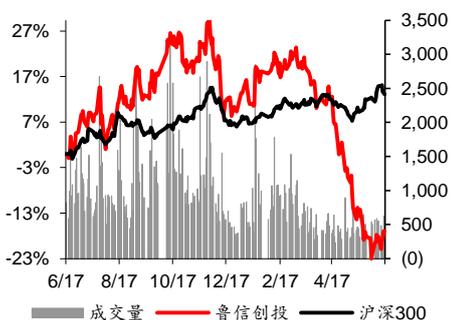
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 021-28972217
联系人 taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1《鲁信创投(600783,增持): 受益 IPO 加速, 看好创投前景》2017.05
- 2《鲁信创投(600783):退出收益可观, 海外布局试水》2016.12
- 3《鲁信创投(600783):创投风格转型, 投资收益可观》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

减持新规影响有限, 多元布局助力发展

鲁信创投(600783)

股东资源丰富, 公司定位明确

鲁信集团是山东省属核心骨干国有企业, 是第一批参与国有企业改建的集团, 目前管理资产超过 3000 亿元, 下属八个业务板块, 资源协同优势有望体现。鲁信创投作为鲁信集团权益性投资平台, 是全国首家 A 股创投公司, 拥有完善、规范的运营管理机制和经验丰富、专业的投资团队。公司在合理的区域规划布局下, 已取得较好的项目投资收益, 包括 11 家 A 股上市公司和 29 家新三板挂牌企业。公司与鲁信集团之间的业务协作也为公司带来丰富的项目资源, 未来合作空间较大, 发展前景可观。

基金化转型稳步推进, 海内外布局同步进行

公司定位为国有控股的母基金+并购平台, 过往三年积极推进基金化转型, 现管理基金 33 只, 其中政府类基金 2 只、市场化基金 31 只(总规模约 120 亿元)。公司还在上海设立房地产基金, 并在美国成功搭建海外基金架构, 目前已作为基石投资人投资了美国医药领域的独角兽项目 Intarcia, 公司还在欧洲寻找投资机会, 与德国、以色列等国进行业务交流, 未来海外基金的市场布局将逐步形成并完善。公司计划 2017 年达到 5-3-2 配置比例, 即省内 50%、省外 30%、境外上升到 20%, 稳步推进“走出去”战略。

市场化投资风格, 多因素助力发展

公司拥有开放的投融资平台, 投资链条已涵盖从 VC 到上市的全产业链。公司还拥有专业的投资团队, 年轻的年龄结构和丰富的投资经验也凸显专业化的投资能力。公司实行与市场化接轨的激励机制, 有利于海外基金的搭建与运作, 管理团队的跟投在激励业绩的基础上也有效地实现风险控制。公司储备项目约以 4: 4: 2 的比例分化, 已对低效无效项目进行批量处理, 未来将逐步成为常态。山东高新投私募做市商资格有望获批, 未来公司业绩将得到进一步提升。

实业发展新突破, 业务再上一层楼

公司三大实业业务均有新的突破, 磨料业务新车间已投入使用, 年产能达到 20000 吨, 在国内处于行业领先地位, 在国内市场已占有一席之地, 打破国外产品长期垄断国内市场的局面。磨具业务年产能达到 3000 吨, 订单量充足, 未来将进一步扩大生产规模与研发力度, 以高质量产品与海外进口产品竞争, 扩大市场份额。砂布砂纸产业年产能约为 2000 万平方米, 未来将进一步加大新产品研发, 提高产品竞争力。

减持新规影响有限, 项目储备充足, 维持“增持”评级

减持新规对公司整体退出进度影响有限, 由于大宗交易方式发生改变, 所以大宗交易数量会受到部分影响。公司目前项目储备充足, 主要以推动 IPO 上市的方式来实现退出, 业绩发展空间可观。预计 2017-19 年 EPS 分别为 0.56、0.64 和 0.73 元, 对应 PE 30x、27x 和 23x, 目标价格区间 24~27 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 改革进度不如预期, 退出机制不畅通, 投资项目大面积亏损。

公司基本资料

总股本 (百万股)	744.36
流通 A 股 (百万股)	744.36
52 周内股价区间 (元)	15.83-26.59
总市值 (百万元)	12,706
总资产 (百万元)	5,806
每股净资产 (元)	5.03

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	191	186	198	217	238
+/-%	-18.79	-2.64	6.87	9.24	9.67
归属母公司净利润 (百万元)	224	372	417	474	543
+/-%	-25.71	66.15	12.03	13.54	14.66
EPS (元, 最新摊薄)	0.30	0.50	0.56	0.64	0.73
PE (倍)	56.90	34.14	30.46	26.83	23.40

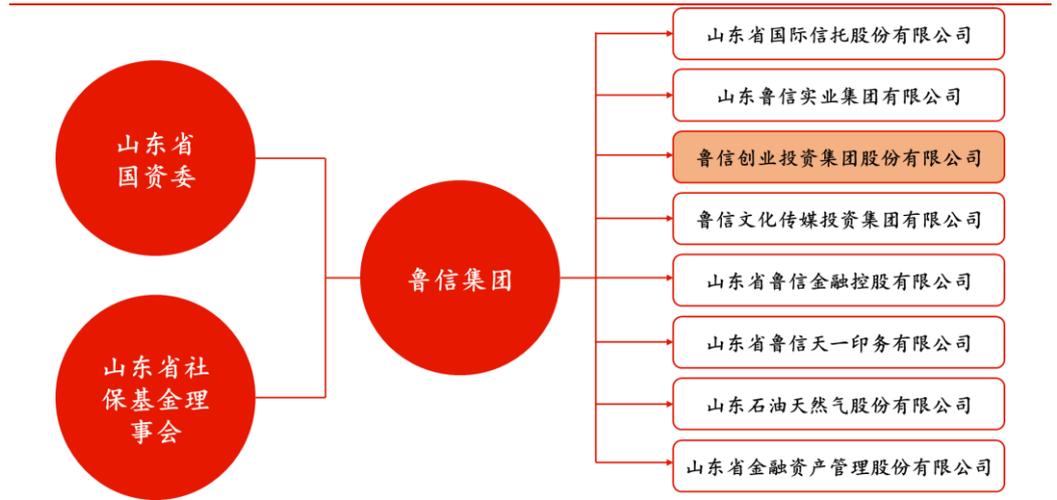
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

股东资源丰富，公司定位明确

省属核心骨干企业，下属板块资源丰富

鲁信集团是山东省属核心骨干国有企业，是第一批参与国有企业改建的集团，目前管理资产超过 3000 亿元。鲁信集团下属八个板块，拥有包括信托、创业风险投资、基础设施和能源投资、文化产业投资、中小微综合金融服务、不良资产处置等多种形式的金融投资业态。其中山东国际信托 H 股上市申请已获受理，公司持股 6.25%，未来上市后带来的业绩贡献可观；文化传媒公司主要做电影院线、影视的投资，所投资西游记系列盈利较好；鲁信金控开展类金融业务，包括典当、担保、租赁等，创投持有金控 20% 股份。山东省金融资产管理公司取得了山东省第一张地方 AMC 牌照，业务开展上与信达合作，前景广阔。

图表1：鲁信集团拥有丰富的产业资源

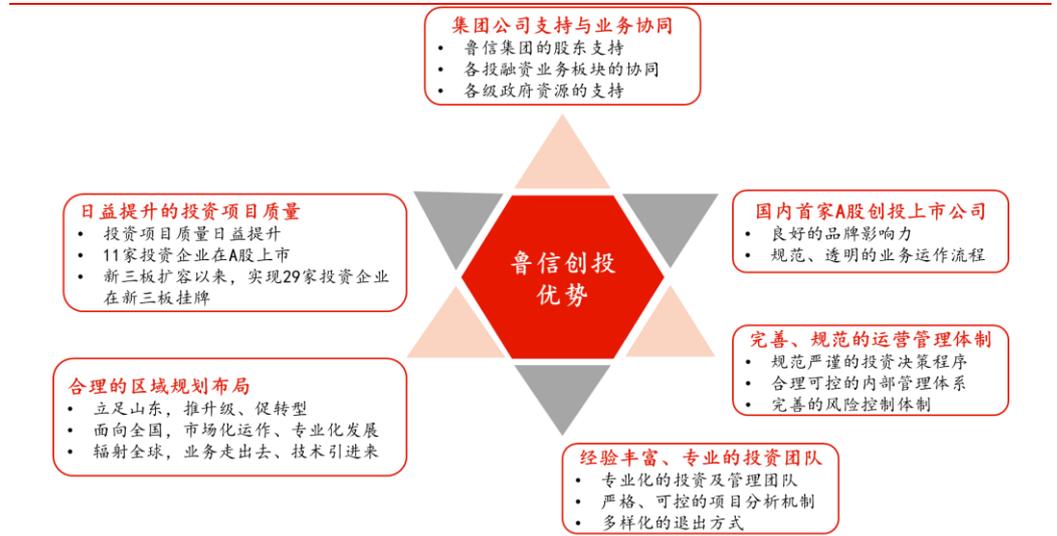


资料来源：公司资料，华泰证券研究所

公司定位明确，优势助力业务发展

鲁信创投的定位是鲁信集团权益性投资平台，借助于专业化投资能力、与资本市场的深度融合，致力于推动战略性新兴产业的发展，以科技创新引领产业结构调整 and 战略转型。公司作为国内首家 A 股创投公司，拥有完善、规范的运营管理机制和经验丰富、专业的投资团队。公司在合理的区域规划布局下，已取得较好的项目投资收益，包括 11 家 A 股上市公司和 29 家新三板挂牌企业。公司与鲁信集团之间的业务协作也为公司带来丰富的项目资源，未来合作空间较大，发展前景可观。

图表2：优势助力公司业务发展



资料来源：公司资料，华泰证券研究所

紧抓熟悉领域，积极推进基金化转型

多元的基金布局

公司的转型战略为由过去单纯的 VC/PE 投资机构向国内一流的类资产管理平台转型，公司定位为国有控股的母基金+并购平台。公司过往三年积极推进基金化转型，出发点主要为提高投资效率，与市场更好的结合。公司构建本部母基金和专业化子基金协同的投资体系，现管理基金 33 只，其中政府类基金 2 只、市场化基金 31 只（总规模约 120 亿元），若包括基金再设立的基金，共有 40 余只。

图表3：31 只市场化基金总规模达 120 亿元

基金类别	基金名称	基金类别	基金名称
产业投资基金 (2个)	黄河三角洲产业投资基金管理有限公司	省外区域基金 (3个)	深圳市华信创业投资有限公司
	山东半岛蓝色经济投资基金有限公司		深圳市华信嘉诚创业投资基金合伙企业(有限合伙)
省内区域基金 (12个)	山东省科技创业投资有限公司		深圳市华信睿诚创业投资中心(有限合伙)
	山东鲁信投资管理有限公司	专业类基金 (9个)	青岛创信海洋经济创业投资基金中心(有限合伙)
	淄博市高新技术创业投资有限公司		云南华信润城生物医药产业创业投资基金合伙企业(有限合伙)
	济南科信创业投资有限公司		上海隆奕投资管理有限公司
	济宁海达信科技创业投资有限公司		西安鲁信尤洛卡股权投资中心合伙企业(有限合伙)
	烟台鲁信创业投资有限公司		山东省鲁信工业转型升级投资企业(有限合伙)
	潍坊鲁信康大创业投资中心(有限合伙)		威海鲁信福威股权投资基金合伙企业(有限合伙)
	潍坊鲁信厚源创业投资中心(有限合伙)		聊城鲁信新材料创业投资中心(有限合伙)
	济宁通泰股权投资中心(有限合伙)		威海鲁信新北洋智能装备产业并购基金合伙企业(有限合伙)
	烟台鲁创恒富创业投资中心(有限合伙)		成都鲁信菁蓉创业投资中心(有限合伙)
	淄博齐鲁股权投资基金合伙企业(有限合伙)	投资平台 (3个)	威海联信投资有限公司
	山东省鲁信资本市场发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)		新疆广发鲁信股权投资有限公司
鲁信创晟股权投资有限公司	青岛鲁信交银投资企业(有限合伙)		
定增基金	鲁信创晟股权投资有限公司		
中外合资基金	山东洛克利鲁信创业投资有限公司		

资料来源：公司资料，华泰证券研究所

政府类基金共有两只，均由山东省高新投公司受托管理。第一只政府类基金是 2006 年设立的山东省科技风险投资基金，自设立以来累计投入资金 1.53 亿元，截至 2016 年底共投资山东省内 7 家科技创新企业，实现了较好的社会效益和经济效益。第二只基金为 2009 年设立的山东省省级创业投资引导基金，基金规模为 4 亿元，截至 2016 年底共参股山东省内创投企业 12 家；带动地方政府和社会资本 23.64 亿元，实现放大效应 8.39 倍。

合作设立房地产基金。上海隆奕投资管理有限公司是公司上海保利集团按 1:1 合作设立的地产基金，现已购买一栋北外滩的商业物业，在当前房价高企的环境下拥有较大的浮盈，暂时还无退出计划，地产业务出租为公司贡献持续稳定的现金流。

积极布局海外基金。公司在上海设立房地产基金，未直接参与房地产投资业务，而是通过在一级半和二级市场上持有房地产公司股票来开展业务。此外，公司已成功搭建海外基金架构，目前已作为基石投资人投资了美国医药领域的独角兽项目 Intarcia，完善的组织架构将有利于未来项目投资的开展。公司还在欧洲寻找投资机会，与德国、以色列等国进行业务交流，未来海外基金的市场布局将逐步形成并完善。目前投资额配置上，省内占比 56%，公司计划 2017 年将省内规模将降至 50%，整体保持 5-3-2 比例，即省内 50%、省外 30%、境外上升到 20%，稳步推进“走出去”战略。

市场化的投资风格

开放的投融资平台。目前公司的投资链条已涵盖从 VC 到上市的全产业链。通过考虑进入的领域、投资并购的策略来进行资产整合的设计与实施，公司股权投资的核心是配置资产的成长性。

图表4：鲁信创投是一个开放的投融资平台



资料来源：公司资料，华泰证券研究所

专业的投资团队。公司现有的投资团队前身是高新投，主要投资人员都有 12-15 年投资经历。直属于公司的创投业务人员共有 76 人，其中 60% 配置在前台。公司直属人员中平均年龄为 35.8 岁，具有较为年轻的年龄结构，其中硕士和博士研究生占比 78%，凸显专业化的投资能力。同时公司赋予混合所有制基金独立招聘权，人员管理上给予更大灵活性，招聘完成后需向母公司报备，目前总计约 120 余人。

与市场化接轨的激励机制。公司的薪酬体制已经完全与市场接轨，基金 GP 中管理团队也持有部分股权，扣除基准收益后的业绩进行二八分成，20% 分配给 GP，从而给予管理团队直接激励。激励制度已与国际接轨，有利于公司海外基金的进一步搭建与运作。管理团队也会采取跟投策略，一方面有利于进行业绩激励，另一方面可以更好地实现风险控制。

七大专业投资领域。项目分布上，公司主要投资七个业务熟悉领域。截至 2016 年底，总项目 118 个，按照财务账面值来看，已投资早期项目占比约 7%，成长期项目占比约 32%，PIPE 项目占比约 13%，Pre-IPO 项目占比约 18%，已上市项目占比约 22%。

图表5：鲁信集团拥有丰富的产业资源



资料来源：公司资料，华泰证券研究所

低效无效项目批量处理。公司储备项目约以 4: 4: 2 的比例分化，其中前 40% 项目合乎预期甚至超预期，包括在主板、中小板、创业板上市项目以及新三板挂牌项目；居中的 40% 项目刚完成投资，有待继续培养；末端的 20% 项目经营状况不达预期，有的甚至是僵尸企业。公司已根据相关规定对青海电子等 11 个处于亏损、停产半停产状态的项目在山东产权交易中心集中挂牌转让，未来批量处理低效无效项目将成为常态。

有望获批私募做市商。山东高新投进入全国股转系统私募机构新三板做市业务试点现场验收阶段，也是仅有的三家直投机构中的一家。公司未来或将与证券公司合作，利用资源协同，开展私募做市业务，公司业绩将得到进一步提升。

监管环境下，退出端依然畅通

公司现持股 5%以下的上市公司，如计划减持则一年内可全部退出，减持新规对整体影响较小。公司持股 5%（含 5%）以上仅 3 个项目，根据近三年减持情况，整体退出时间不受重大影响。因为大宗交易方式发生改变，所以公司大宗交易数量会受到部分影响。

图表6：减持新规对公司影响有限

上市公司	证券代码	持股比例	备注	减持新规影响
持股 5%（含 5%）以上				
ST 东数	002248	9.58%	2014-2016 年，ST 东数年均减持（集中竞价+大宗交易）比例 2.46%，龙力生物年均减持比例 0.96%，通裕重工年均减持比例 0.81%，减持新规仍允许 3 个月内通过证券交易所集中竞价交易减持不超过公司股份总数 1% 的股份，根据公司近三年减持情况，公司整体退出时间不受重大影响。	
龙力生物	002604	11.06%		
通裕重工	300185	10.29%		大宗交易交易方式发生改变，受让转出受到限制，预计影响公司大宗交易数量。
持股 1%（含 1%）以上 5%以下				
新北洋	002376	3.48%	-	
古鳌科技	300551	3.41%	华信睿诚投资 非流通股，限售期：2016/10/18 至 2017/10/17	
金麒麟	603586	2.51%	黄河三角洲产业投资基金投资 非流通股，限售期：2017/4/6 至 2018/4/5	如计划减持，一年内可全部退出，整体影响较小。
恒基达鑫	002492	1.85%	深圳华信投资 非流通股，限售期：2015/6/9 至 2018/6/8	
持股 1%以下				
宝莫股份	002476		-	
华邦健康	002004		-	
信威集团	600485		-	无实质影响。
万润科技	002654		华信嘉诚投资 非流通股，限售期：2015/6/8 至 2018/6/7	

资料来源：公司资料，华泰证券研究所

实业发展新突破，业务再上一层楼

磨料产业主要研制和批量生产陶瓷微晶磨料（CA 磨料）、精密研磨微粉，新车间已投入使用，年产能达到 20000 吨，在国内处于行业领先地位，在国内市场已占有一席之地，打破国外产品长期垄断国内市场的局面。公司部分业务环节的生产效率和环境友好程度已经与国际接轨，未来发展空间可观。

磨具产业主要产品为陶瓷结合剂磨具、树脂结合剂磨具等，年产能达到 3000 吨。公司订单量充足，未来将进一步扩大生产规模与研发力度，以高质量产品与海外进口产品竞争，扩大市场份额。

砂布砂纸产业年产能约为 2000 万平方米，近期完成常州一家日资企业的并购，产能得到一定的提升，未来公司将加大新产品研发，提高产品竞争力。

盈利预测

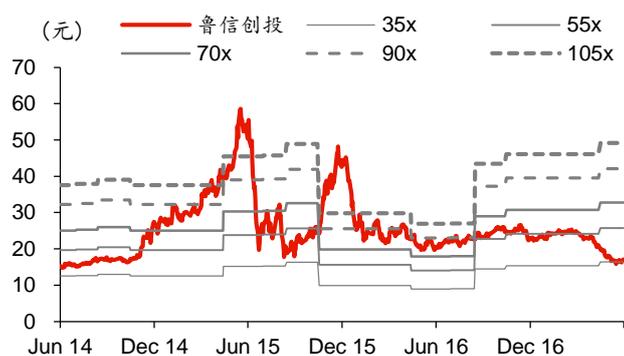
图表7: 盈利预测表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	191	186	198	217	238
营业收入	191	186	198	217	238
营业总成本	233	248	223	224	233
营业成本	141	133	144	155	154
营业税金及附加	16	7	8	8	9
销售费用	15	12	13	13	14
管理费用	102	79	75	76	83
财务费用	49	74	52	56	62
资产减值损失	52	75	75	70	65
其他经营收益	595	720	754	823	906
公允价值变动净收益	0	1	0	0	0
投资净收益	596	719	754	822	906
营业利润	412	524	586	660	756
加: 营业外收入	2	6	6	6	6
减: 营业外支出	78	18	18	15	15
利润总额	337	512	574	652	747
减: 所得税	111	137	153	174	199
净利润	225	376	421	478	548
减: 少数股东损益	1	4	4	4	5
归属母公司普通股股东净利润	224	372	417	474	543
基本每股收益(元)	0.30	0.50	0.56	0.64	0.73

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

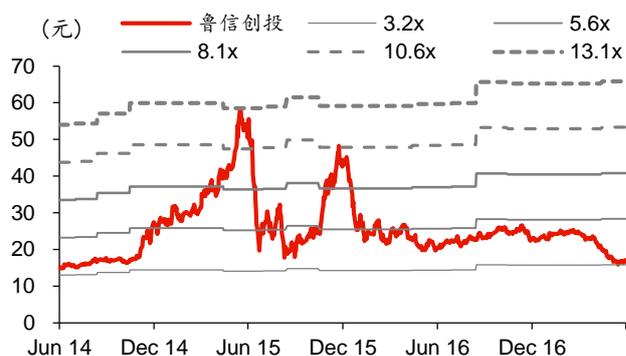
PE/PB - Bands

图表8: 鲁信创投历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 鲁信创投历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com