

推进PE资管平台转型

■ **事件:** 2017年上半年公司实现营业总收入1亿元,同比增长17%;实现归母净利润1.9亿元,同比下降39%。营业收入与归母净利润分化的原因是投资收益受基数效应影响大幅缩水2.5亿元(去年同期有一项目由成本计量改为公允价值计量)。公司核心边际变化包括:(1)公司基金化转型顺利推进,出资设立各基金完成投资项目12个,总投资额1.6亿元;(2)公司增加对外股权投资1.5亿元,其中包含四个千万级项目;(3)顺利控股 Intarcia,国际化投资起步。

■ **创投收入暂降,基金化转型顺利。**创投业务2017年上半年实现营业收入665万元,同比下降9%。公司正在战略上由过去单纯的VC/PE投资机构向资产管理平台转型,利用自身资金结合外部资本,建立混合所有制母基金,投资专业化与区域化VC/PE、地产债权/股权基金以及在香港、美国湾区等地的海外基金。截至中报期末,公司出资设立各类基金32只,总认缴规模125亿元,累计到位资金规模72亿元,现存资金规模41亿元。这些基金累计实现现存投资项目126个,投资额45亿元。其中,公司于中报期内出资设立各基金完成投资项目12个,总投资额1.6亿元。

■ **项目储备丰富,国际化进展顺利。**2017年上半年公司增加对外股权投资1.5亿元,其中包含鲁信康大、鲁信新材料、资本市场基金、和鲁信交银四个千万级项目。中报期内公司参股基金投资的金麒麟项目成功在A股上市,全资子公司高新投投资的中农联合项目在新三板挂牌。截至中报期末,公司设立基金投资的11个标的公司实现A股上市,29个标的公司在新三板挂牌。鲁信创投重点投资新材料、信息技术、高端装备制造、海洋开发、新能源、生物医药和节能环保产业等战略新兴行业。目前,鲁信创投的项目资金中近60%投向山东省。公司目标5-3-2,即50%省内,30%国内其他地区,20%海外。中报期内,公司完成在美国境内第一单投资业务,通过子公司高新投参与投资美国医药公司 Intarcia,并于3月发布公告,披露持股比例为0.771%。

■ **减持新规影响有限。**截至中报期末,公司对三家上市公司持有不低于5%的股份:ST东数(持股8.82%)、龙力生物(持股10.93%)与通裕重工(持股9.29%)。我们认为,虽然减持新规对大宗交易的限制在一定程度上影响了公司,但是由于新规仍允许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(较为缓慢)判断,公司整体退出时间不受重大影响。

■ **主业发展良好。**2017年上半年公司磨料磨具业务实现主营业务收入8401万元,同比增长4%。公司主业居行业龙头地位,其中磨料产业生产能力目前为20000吨/年,磨具产业达到3000吨/年,砂布砂纸生产能力达2000万平方米/年。

■ **投资建议:** 买入-A投资评级,6个月目标价27.19元。我们预计公司2017年-2019年EPS分别为0.73元、0.82元、0.95元。

■ **风险提示:** 宏观经济下行风险,行业风险,运营风险

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 190.7 | 185.7 | 189.4 | 200.8 | 216.0 |
| 净利润 | 224.1 | 372.3 | 543.4 | 608.9 | 709.3 |
| 每股收益(元) | 0.30 | 0.50 | 0.73 | 0.82 | 0.95 |
| 每股净资产(元) | 4.60 | 4.99 | 5.42 | 5.98 | 6.62 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 市盈率(倍) | 55.7 | 33.5 | 23.0 | 20.5 | 17.6 |
| 市净率(倍) | 3.6 | 3.4 | 3.1 | 2.8 | 2.5 |
| 净利润率 | 117.5% | 200.5% | 286.9% | 303.3% | 328.3% |
| 净资产收益率 | 6.5% | 10.0% | 13.5% | 13.7% | 14.4% |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 1.6% | 1.8% |
| ROIC | 10.1% | 14.5% | 21.1% | 21.9% | 24.1% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **27.19元**
股价(2017-08-30) **16.76元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 12,475.46 |
| 流通市值(百万元) | 12,475.46 |
| 总股本(百万股) | 744.36 |
| 流通股本(百万股) | 744.36 |
| 12个月价格区间 | 15.14/26.59元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|--------|
| 相对收益 | 1.1 | -7.46 | -34.27 |
| 绝对收益 | 4.49 | 0.69 | -24.71 |

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515060004

zhaoxh3@essence.com.cn

021-35082987

相关报告

鲁信创投: 打造专业化国
有创投平台/赵湘怀

2016-11-01

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 190.7 | 185.7 | 189.4 | 200.8 | 216.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 140.9 | 133.1 | 133.1 | 134.5 | 142.6 | 营业收入增长率 | -18.8% | -2.6% | 2.0% | 6.0% | 7.6% |
| 营业税费 | 15.6 | 7.2 | 1.9 | 7.0 | 6.0 | 营业利润增长率 | 5.6% | 27.2% | 45.7% | 12.4% | 14.5% |
| 销售费用 | 14.6 | 12.1 | 13.0 | 14.1 | 14.7 | 净利润增长率 | -25.7% | 66.1% | 45.9% | 12.1% | 16.5% |
| 管理费用 | 102.1 | 78.9 | 81.0 | 92.9 | 94.7 | EBITDA 增长率 | 2.5% | 28.9% | 23.5% | 10.0% | 11.0% |
| 财务费用 | 48.6 | 74.5 | -22.8 | -41.7 | -74.7 | EBIT 增长率 | 2.4% | 30.0% | 23.8% | 10.2% | 11.2% |
| 资产减值损失 | 52.4 | 75.3 | 44.6 | 57.4 | 59.1 | NOPLAT 增长率 | -14.0% | 42.5% | 26.6% | 10.2% | 11.2% |
| 加:公允价值变动收益 | -0.1 | 0.7 | -8.8 | 4.5 | -0.1 | 投资资本增长率 | -1.2% | -12.9% | 6.1% | 1.0% | -2.3% |
| 投资和汇兑收益 | 595.6 | 718.9 | 833.9 | 917.3 | 1,009.1 | 净资产增长率 | 4.8% | 8.0% | -2.8% | 14.6% | 12.8% |
| 营业利润 | 412.0 | 524.2 | 763.8 | 858.3 | 982.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -75.3 | -11.7 | -28.3 | -38.4 | -26.1 | 毛利率 | 26.1% | 28.3% | 29.7% | 33.0% | 34.0% |
| 利润总额 | 336.6 | 512.4 | 735.5 | 819.9 | 956.5 | 营业利润率 | 216.0% | 282.3% | 403.3% | 427.6% | 454.9% |
| 减:所得税 | 111.5 | 136.6 | 183.9 | 205.0 | 239.1 | 净利润率 | 117.5% | 200.5% | 286.9% | 303.3% | 328.3% |
| 净利润 | 224.1 | 372.3 | 543.4 | 608.9 | 709.3 | EBITDA/营业收入 | 248.4% | 328.9% | 398.1% | 413.3% | 426.4% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 241.5% | 322.4% | 391.2% | 406.8% | 420.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 固定资产周转天数 | 194 | 174 | 143 | 114 | 86 |
| 货币资金 | 121.7 | 263.1 | 400.9 | 812.4 | 1,363.3 | 流动营业资本周转天数 | 1,093 | 972 | 676 | 792 | 756 |
| 交易性金融资产 | 25.2 | 29.3 | 20.6 | 25.0 | 25.0 | 流动资产周转天数 | 1,995 | 1,887 | 1,963 | 2,527 | 3,107 |
| 应收账款 | 71.9 | 75.5 | 71.7 | 89.9 | 81.1 | 应收账款周转天数 | 152 | 143 | 140 | 145 | 143 |
| 应收票据 | 11.3 | 3.6 | 20.2 | 4.7 | 19.1 | 存货周转天数 | 123 | 117 | 116 | 111 | 109 |
| 预付账款 | 6.6 | 6.0 | 7.1 | 6.1 | 7.7 | 总资产周转天数 | 9,795 | 10,617 | 10,604 | 10,378 | 10,543 |
| 存货 | 60.5 | 60.4 | 61.8 | 61.5 | 68.8 | 投资资本周转天数 | 5,735 | 5,478 | 5,155 | 5,032 | 4,646 |
| 其他流动资产 | 791.2 | 420.7 | 624.1 | 612.0 | 552.3 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 1,592.1 | 2,068.0 | 2,068.0 | 2,068.0 | 2,068.0 | ROE | 6.5% | 10.0% | 13.5% | 13.7% | 14.4% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 1.6% | 1.8% |
| 长期股权投资 | 2,426.6 | 2,483.7 | 2,483.7 | 2,483.7 | 2,483.7 | ROIC | 10.1% | 14.5% | 21.1% | 21.9% | 24.1% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 98.0 | 81.3 | 69.4 | 57.6 | 45.7 | 销售费用率 | 7.7% | 6.5% | 6.9% | 7.0% | 6.8% |
| 在建工程 | 21.5 | 39.9 | 39.9 | 39.9 | 39.9 | 管理费用率 | 53.5% | 42.5% | 42.8% | 46.3% | 43.9% |
| 无形资产 | 56.4 | 55.7 | 54.5 | 53.3 | 52.2 | 财务费用率 | 25.5% | 40.1% | -12.0% | -20.8% | -34.6% |
| 其他非流动资产 | 35.7 | 45.7 | 35.5 | 38.8 | 39.9 | 三费/营业收入 | 86.7% | 89.1% | 37.6% | 32.5% | 16.0% |
| 资产总额 | 5,318.6 | 5,632.9 | 5,957.3 | 6,353.0 | 6,846.6 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 18.3 | - | - | - | - | 资产负债率 | 32.8% | 31.5% | 32.1% | 28.9% | 26.5% |
| 应付账款 | 121.1 | 56.9 | 193.6 | 120.6 | 113.1 | 负债权益比 | 48.8% | 45.9% | 47.3% | 40.7% | 36.1% |
| 应付票据 | - | 2.0 | 0.3 | 0.6 | 0.7 | 流动比率 | 4.49 | 1.33 | 2.66 | 3.64 | 4.23 |
| 其他流动负债 | 103.0 | 584.8 | 259.4 | 321.2 | 386.3 | 速动比率 | 4.24 | 1.24 | 2.52 | 3.50 | 4.10 |
| 长期借款 | 27.6 | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 9.47 | 8.04 | -32.49 | -19.60 | -12.15 |
| 其他非流动负债 | 1,473.3 | 1,129.6 | 1,319.6 | 1,307.5 | 1,252.2 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,743.3 | 1,773.3 | 1,772.9 | 1,749.8 | 1,752.3 | DPS(元) | 0.10 | 0.15 | 0.24 | 0.26 | 0.30 |
| 少数股东权益 | 148.8 | 141.7 | 149.5 | 155.4 | 163.4 | 分红比率 | 33.2% | 30.0% | 33.4% | 32.2% | 31.9% |
| 股本 | 744.4 | 744.4 | 744.4 | 744.4 | 744.4 | 股息收益率 | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 1.6% | 1.8% |
| 留存收益 | 2,579.6 | 2,928.7 | 3,290.5 | 3,703.4 | 4,186.6 | 现金流量表 | | | | | |
| 股东权益 | 3,575.3 | 3,859.6 | 4,184.4 | 4,603.1 | 5,094.3 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EPS(元) | 0.30 | 0.50 | 0.73 | 0.82 | 0.95 |
| 净利润 | 225.2 | 375.8 | 543.4 | 608.9 | 709.3 | BVPS(元) | 4.60 | 4.99 | 5.42 | 5.98 | 6.62 |
| 加:折旧和摊销 | 13.1 | 12.2 | 13.1 | 13.1 | 13.1 | PE(X) | 55.7 | 33.5 | 23.0 | 20.5 | 17.6 |
| 资产减值准备 | 52.4 | 75.3 | - | - | - | PB(X) | 3.6 | 3.4 | 3.1 | 2.8 | 2.5 |
| 公允价值变动损失 | 0.1 | -0.7 | -8.8 | 4.5 | -0.1 | P/FCF | 50.5 | 17.3 | 32.5 | 21.6 | 16.1 |
| 财务费用 | 77.3 | 86.1 | -22.8 | -41.7 | -74.7 | P/S | 65.4 | 67.2 | 65.9 | 62.1 | 57.8 |
| 投资损失 | -595.6 | -718.9 | -833.9 | -917.3 | -1,009.1 | EV/EBITDA | 60.5 | 25.8 | 14.9 | 13.1 | 11.2 |
| 少数股东损益 | 1.1 | 3.5 | 8.3 | 6.0 | 8.1 | CAGR(%) | 39.8% | 24.0% | 21.0% | 39.8% | 24.0% |
| 营运资金的变动 | -76.9 | 546.4 | -164.5 | -43.8 | 50.4 | PEG | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 0.5 | 0.7 |
| 经营活动产生现金流量 | -128.3 | -109.2 | -465.3 | -370.4 | -303.0 | ROIC/WACC | 0.9 | 1.3 | 1.9 | 2.0 | 2.2 |
| 投资活动产生现金流量 | 219.8 | 556.1 | 1,237.6 | 809.7 | 946.3 | REP | 10.5 | 4.6 | 2.1 | 2.0 | 1.7 |
| 融资活动产生现金流量 | -187.8 | -177.9 | -634.5 | -27.7 | -92.5 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-------|---------------|---------------------------|------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn | |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn | |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn | |
| | 章政 | 021-35082861 | zhangzheng@essence.com.cn | |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn | |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn | |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn | |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 周蓉 | | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn | |
| 温鹏 | | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn | |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | | | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034