



买入

27% ↑

目标价格:人民币 75.00

600783.CH

价格:人民币 58.87

目标价格基础: 重估净资产 RNAV、市盈率

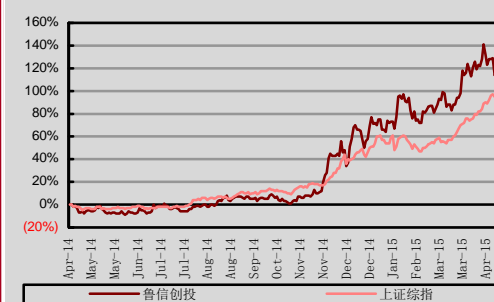
板块评级: 增持

鲁信创投

大战略孕育大机会

公司是两市唯一纯正创投股, 政策利好及牛市背景下, 公司盈利弹性和估值空间打开, 我们首次覆盖给予公司买入评级, 目标价 75.00 元。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.4	11.5	25.0	119.0
相对上证指数	2.2	(10.1)	0.8	19.7

发行股数(百万)	744
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	26,276
3个月日均交易额(人民币 百万)	554
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
山东省鲁信投资控股集团有限公司	72

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 6 月 1 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 多元金融

魏涛, CPA

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

支撑评级的要点

- 国家政策鼓励“大众创业、万众创新”，以及注册制、新三板转板等政策将相继推出，创投行业迎来发展的黄金时期；
- 鲁信创投的业务模式，是非常典型的中国式 PE 模式，受中国经济和资本市场的影响也较大。因此当中国股市走牛的时候，盈利弹性也非常大。特别在证券业收入结构趋于多元化的背景下，创投公司在牛市中的业绩弹性，或将超越券商，市场也给予更高的估值水平
- 国外实证研究表明，从短、中、长期时间框架内，VC/PE 投资收益率击败纳指和标普的平均水平。鲁信创投基本面良好，且叠加牛市与政策背景的有利因素，正处于估值快速提升的阶段。
- 受益于山东省国企改革政策背景，以及集团在省内的改革角色定位，我们预计上市公司层面的相关运作也将加快推进。再参考九鼎投资新三板挂牌后的动作，我们认为，公司作为鲁信集团资本运作和投融资平台，相关的再融资及资产注入值得期待。此外，创投企业的激励机制问题也有望伴随国企改革理顺政策并实现突破，这其中值得关注的比如“一股独大”问题是否能够通过引入战投的方式破解，员工跟投的限制能否破除等。

评级面临的主要风险

- 山东国企改革相关政策不达预期；注册制、新三板转板政策未能推出。

估值

- 我们通过重估净资产 RNAV 和 A 股市盈率比较法，以及国企改革为公司带来的估值提升空间，我们首次覆盖给予公司买入评级，目标价 75.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币, 百万)	234.65	234.83	246.65	267.91	370.14
同比(%)	(10.08)	0.08	5.03	8.62	38.16
归属母公司净利润(人民币, 百万)	218.92	301.63	494.40	621.41	768.03
同比(%)	23.01	37.78	63.91	25.69	23.60
净资产收益率(%)	7.18	9.20	13.55	15.11	16.39
每股收益(元)	0.29	0.41	0.66	0.83	1.03
每股净资产(元)	4.10	4.40	4.90	5.52	6.30
市盈率(倍)	200.17	145.28	88.63	70.52	57.06
市净率(倍)	14.37	13.37	12.01	10.66	9.35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

大众创业、万众创新，大战略孕育大机会.....	3
注册制和新三板是资本市场最大主题.....	6
牛市中创投利润弹性较大.....	10
创投在产业链条中居于上游位置，理应享受高估值.....	11
滚雪球式的价值创造.....	12
山东国企改革领头羊.....	13
估值及投资建议：买入评级，目标价 75 元.....	15
研究报告中所提及的有关上市公司.....	19

大众创业、万众创新，大战略孕育大机会

大众创业、万众创新

2014 年以来，李克强总理讲话曾数次提及“大众创业、万众创新”。在 2014 年 9 月 10 日的“2014 夏季达沃斯论坛”上，李克强总理发表讲话称，要借改革开放创新的“东风”，推动中国经济科学发展，在 960 万平方公里土地上掀起“大众创业”、“草根创业”的新浪潮，形成“万众创新”、“人人创新”的新态势。在 2014 年 11 月 20 日的首届世界互联网大会，他再次表示促进互联网共享共治，推动大众创业万众创新。2014 年 12 月 3 日的国务院常务会议上，总理进一步表明中国经济要转型升级，向中高端迈进，关键是要发挥千千万万中国人的智慧，把“人”的积极性更加充分地调动起来。2015 年 3 月 5 日，李克强总理在 2015 年政府工作报告中指出，打造大众创业、万众创新和增加公共产品、公共服务成为推动中国经济发展调速不减势、量增质更优，实现中国经济提质增效升级“双引擎”。

行业扶持政策接踵而至

国务院办公厅印发《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，提出到 2020 年，形成一批有效满足大众创新创业需求、具有较强专业化服务能力的众创空间等新型创业服务平台；培育一批天使投资人和创业投资机构，投融资渠道更加畅通，**发挥多层次资本市场作用，为创新型企业提供综合金融服务**。开展互联网股权众筹融资试点，增强众筹对大众创新创业的服务能力。规范和发展服务小微企业的区域性股权市场，促进科技初创企业融资，完善创业投资、天使投资退出和流转机制。鼓励银行业金融机构新设或改造部分分（支）行，作为从事科技型中小企业金融服务的专业或特色分（支）行，提供科技融资担保、知识产权质押、股权质押等方式的金融服务

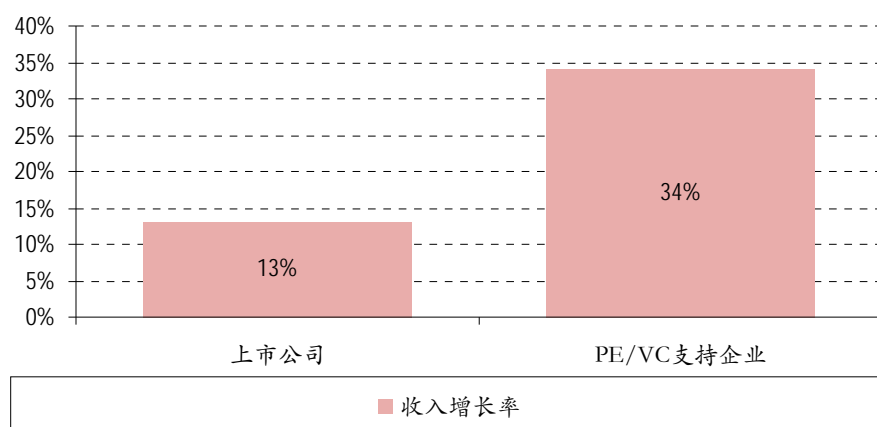
《创业投资企业管理暂行办法》则规定：**积极发挥创业投资引导基金作用**。各省级备案管理部门应依据《国务院办公厅转发发展改革委等部门关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见的通知》，加快设立和完善创业投资引导基金，吸引社会资本设立创业投资企业，促进小微企业发展和结构调整。继续加大国家新兴产业创投计划实施力度。按照“市场运作、政府引导、规范管理、鼓励创新”的原则，鼓励新兴产业创投计划参股创业投资企业进一步加大对战略性新兴产业和高技术产业领域中小企业的投资力度。各省级备案管理部门要做好新兴产业创投计划参股创业投资企业的备案管理和服务工作。**支持符合条件的创业投资企业发行企业债券**。加快审核专项用于投资小微企业的创业投资企业发债申请。支持符合条件的创业投资企业的股东或有限合伙人发行企业债券，用于投资创业投资企业。支持发展天使投资机构。鼓励符合条件的天使投资机构备案为创业投资企业，享受相应扶持政策。

股权投资皇冠上的明珠

创投企业股权同时具备实体股权和投资平台双重属性，是股权投资皇冠上的明珠，享受戴维斯双击。创投企业参与和组合公司的管理，引入新的管理经验和更好的财务控制，在改善公司治理结构、促进业绩释放等方面确实起到了积极作用。

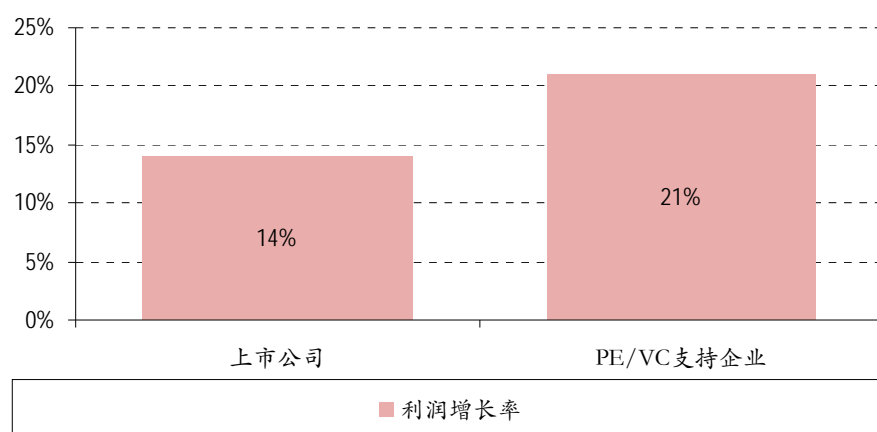
过去几年，私募股权投资行业在中国的发展有目共睹。我们看到，有 VC/PE 支持的企业，收入和利润的增长幅度都超越了上市公司的盈利表现。

图表 1VC/PE 支持的企业收入情况好于上市公司



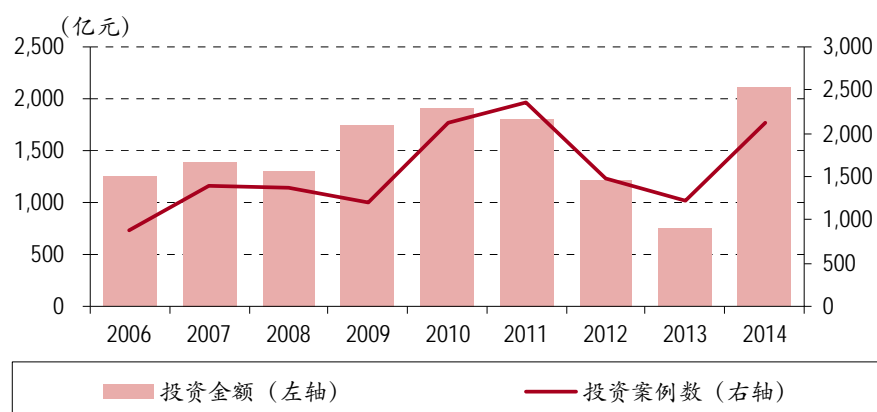
资料来源：中银国际研究

图表 2. VC/PE 支持的企业利润情况好于上市公司



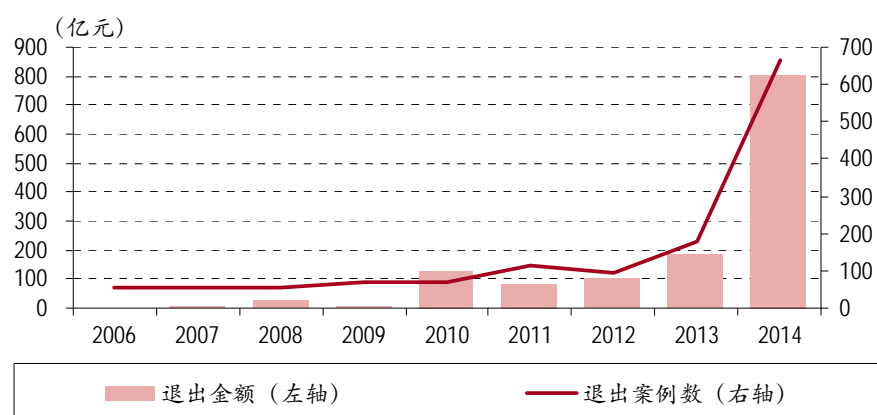
资料来源：中银国际研究

图表 3.国内私募股权市场投资规模



资料来源：万得

图表 4.国内私募股权市场退出数量



资料来源: 万得

注册制和新三板是资本市场最大主题

注册制只会迟到、不会缺席

注册制是证监会 2015 年最重要的工作任务，银行信贷资产证券化注册制已经推行，再融资注册制、IPO 注册制也将推进。我们认为“注册制只会迟到、不会缺席”，大概率将在今年 6~10 月间推出。

创投行业链条受益于注册制和新三板

注册制缩短了创投企业募—投—管—退的业务周期，加速周转。创投企业的价值创造=投资金额*成功率*退出回报率，注册制首先将有助于投资金额的增长、成功率提高。同时，目前制约创投发展的关键因素在于项目的退出渠道，随着股票发行注册制改革和新三板的逐步成熟，创投的退出渠道更加规范化与多元化，使得创投企业将迎来新一轮发展机遇。国家大力扶持科技创新产业，创投的孵化器作用也将日益突出。因此创投行业融资、投资、管理、退出都将受益于注册制、新三板等资本市场改革。

图表 5. 创投行业资金流向 1



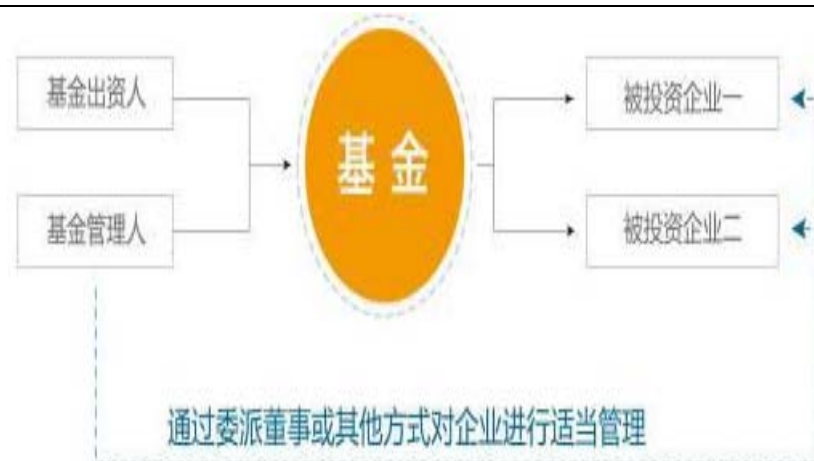
资料来源：中银国际研究

图表 6. 创投行业资金流向 2



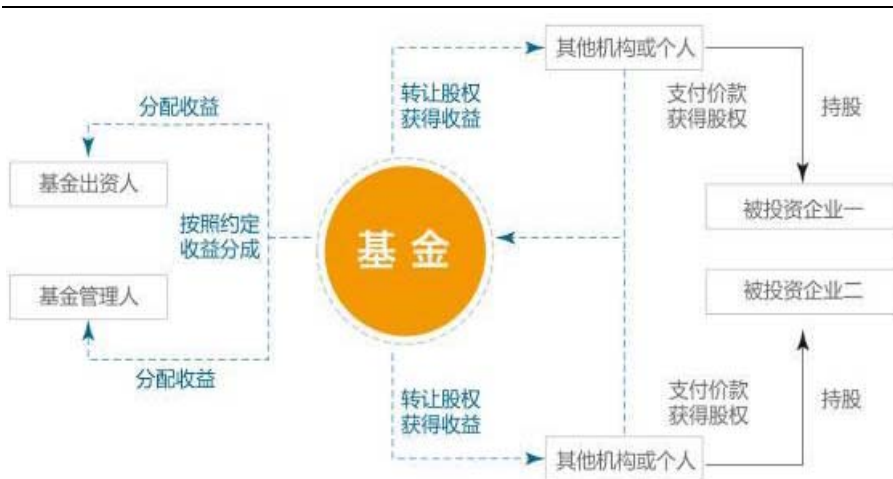
资料来源：中银国际研究

图表 7.创投行业资金流向 3



资料来源：中银国际研究

图表 8.创投行业资金流向 4

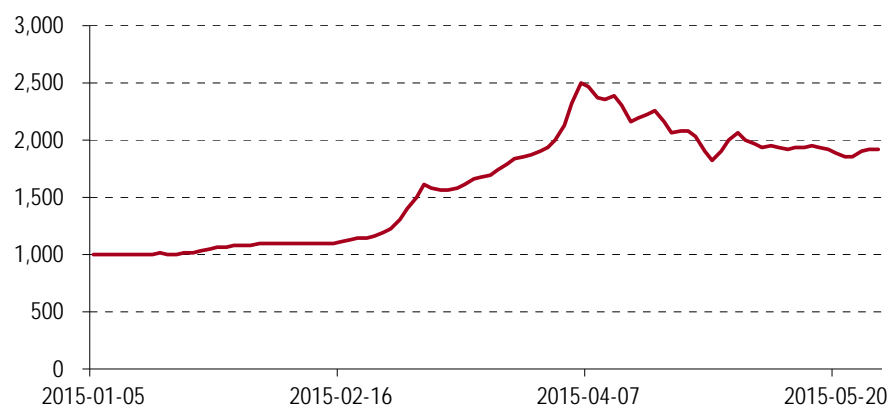


资料来源：中银国际研究

新三板带来创投股权价值重估

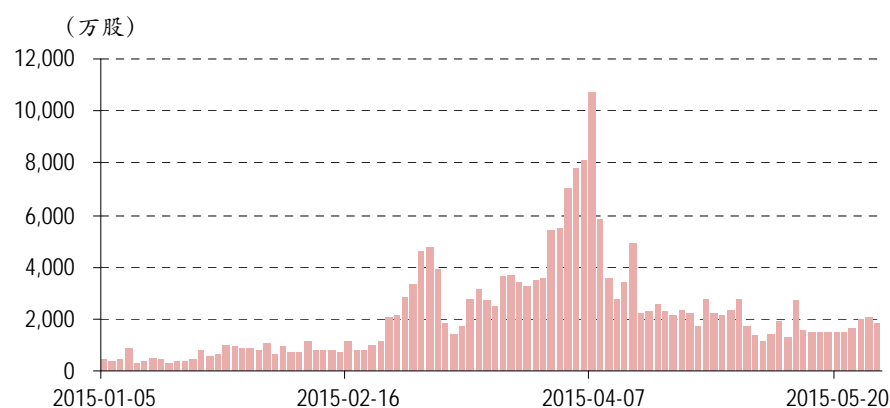
君盛投资创始合伙人、董事长廖梓君表示，“对中国资本市场来说，新三板开板的意义仅次于股权分置改革。国内不管是创业板还是中小板，都还是标准化的市场。新三板作为非标准化市场，摆脱了行政约束的枷锁，通过市场化途径可以实现资源最优配置。”廖梓君预计4~5年后，新三板上市企业可以达到4,000~5,000家，市值可达到上万亿元，将带给私募股权基金巨大的机遇。

图表 9.股转系统做市指数走势



资料来源：万得

图表 10.股转系统做市成交量趋势



资料来源：万得

图表 11.股转系统做市交易明细 (2015 年 5 月 27 日数据)

项目	做市转让	协议转让	合计
挂牌公司家数	362.00	2,110.00	2,472.00
当日新增家数	8.00	(1.00)	7.00
总股本 (亿股)	193.86	954.40	1,148.26
流通股本 (亿股)	88.18	316.82	405.00
成交股票只数	323.00	220.00	543.00
成交金额 (万元)	49,889.53	79,931.34	129,820.87
成交数量 (万股)	3,769.90	12,179.27	15,949.17

资料来源：万得

创投行业公司也已陆续在新三板上市，其中九鼎投资估值 882 亿元，中科招商市值 347 亿元。相信随着新三板的不断扩容，以及未来转板细则的出台，创投公司业务规模扩张和退出渠道畅通都将有助于盈利能力，进而估值的提升。

图表 12.新三板市场上市创投公司估值数据

公司	代码	股价(人民币)	总股本(亿元)	总市值(亿元)	市盈率(倍)	市净率(倍)	每股收益(元)	每股账面价值(元)	定向增发价格
九鼎投资	430719.CH	17.64	50	882	88	6.99	0.2	2.80	2014 年两次定增价格 6.10 元、3.92 元
中科招商	832168.CH	21.58	16.1	347	70	13.24	0.31	1.63	2015 年两次定增价格 10.83 元、18 元

资料来源：万得

牛市中创投利润弹性较大

鲁信创投的业务模式，是非常典型的中国式PE模式，“三头在内”，即融资在国内，投资在国内，退出也在国内。受中国经济和资本市场的影响也较大。因此当中国股市走牛的时候，他们的盈利弹性也非常大。此外，在证券业收入结构趋于多元化的背景下，创投公司在牛市中的业绩弹性，或将超越券商，市场也倾向给予更高的估值。我们看到，在美国市场上，黑石的估值远高于高盛和美林为代表的投资银行和证券经纪商行业。

图表 13.不同时期 PE 和投行的盈利能力及估值对比

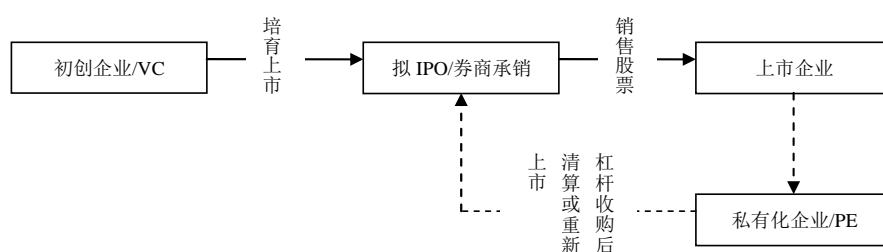
	杠杆率			市净率(倍)		
	黑石	高盛	美林	黑石	高盛	美林
2007-3-31		27.41	23.88		2.59	1.82
2007-6-29		26.98	26.43	5.55	2.58	1.81
2007-9-28		27.77	27.41	4.99	2.49	1.71
2007-12-31		27.05	29.34	4.59	2.31	1.74
2008-3-31	7.47	28.66	32.33	3.42	1.74	1.51
2008-6-30	3.77	26.35	34.81	4.18	1.75	1.43
2008-9-30	3.06	27.10	31.01	3.77	1.26	1.33
2009-12-31	2.93	22.88	43.33	1.83	0.84	1.63
2009-3-31	2.76	24.42	25.11	2.08	1.06	
2009-6-30	2.88	20.27	26.50	3.16	1.37	
2009-9-30	2.89	19.47	21.14	4.42	1.65	
2009-12-31	2.74	15.53	22.49	4.21	1.43	
2010-3-31	2.95	15.98	13.24	4.05	1.39	
2010-6-30	3.36	14.45	13.48	2.69	1.06	
2010-9-30	3.54	14.09		3.34	1.14	

资料来源：中银国际研究

创投在产业链条中居于上游位置，理应享受高估值

从产业链角度，上游决定成本、中游传导成本、下游接受价格，投资银行业同样如此，只是表现形式更为特殊。企业生命周期中，投资银行的角色也可用上中下游形容：VC 改善企业治理、培育上市资源，相当于上游资源部门；承销部门发掘投资亮点进行包装，并向市场销售股票，相当于中游制造部门；经纪、交易、期货部门服务于二级市场转让，是下游服务部门。企业成长期结束后，可能被杠杆收购，进行清算或重新整合上市，PE 在新一轮生命周期循环中又承担上游角色。创投、PE 部门在整个产业链中处于上游位置，享受超额收益，理应给予更高的估值。

图表 14. 创投退出机制



资料来源：中银国际研究

滚雪球式的价值创造

创投公司只要年化项目投资回报率高于股票市场必要回报率，排除市场指数波动后，创投股价是稳定增长的，也即滚雪球效应显现。

国外实证研究表明，从短、中、长期时间框架内，VC\PE 投资收益率击败纳指和标普的平均水平。鲁信创投基本面良好，且叠加牛市与政策背景的有利因素，正处于估值快速提升的阶段。

图表 15.VC/PE 投资收益率(%)

基金类型	3YR	5YR	10YR	20YR
种子投资	5.5	(5.4)	38.4	20.5
平衡型投资	12.8	1.8	16.8	14.6
后期投资	10.5	2.7	9.4	13.9
风险投资平均	9.4	(1)	20.5	16.5
小型并购投资	9.4	5	6	25.2
中型并购投资	12.3	6.1	10.9	15.3
大型并购投资	16.4	8.3	8.3	12.4
超大型并购投资	16.2	10.1	8.9	11.6
并购投资平均	15.6	9.2	8.8	13.2
夹层投资	4.7	2.9	5.9	8.4
所有私募股权投资平均	13.2	5.9	11.2	14.1
纳斯达克	7.8	8.7	7.1	11.4
标普 500	9.9	5.2	7.5	9.7

资料来源：中银国际研究

山东国企改革领头羊

鲁信集团将作为山东国有资本运营试点

山东计划启动组建国有资本投资运营公司试点，初步确定鲁信集团和山东省国有资产投资控股公司作为第一批试点改建成投资运营公司，今年基本完成改建重点工作并逐步进入规范运行。根据首批改建进展情况，下半年再启动一批企业改建。

山东省委省政府将投资运营公司定位为四个主体，一是重大产业转型升级项目和公共服务项目的投资主体；二是以市场方式进行资本运作、融资的主体；三是推动国有企业改革重组，实现国有资本有序进退产业整合的主体；四是促进战略新兴产业科技创新、创业投资主体。

我们判断，鲁信集团担当资本运作和投融资平台可能性相对比较大，原因是投资公司要有一定的产业背景，与公司有一定产业联系，具有战略和增值双重功能。目前两家企业正在制订和完善实施方案，报省政府批准后具体实施。

山东省还全国首创将 30% 省属企业国有资本划转到省社保理事会。山东省委、省政府《关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见》，上半年制定上市公司股权激励办法，下半年选择部分企业试点。

受益政策背景与集团背景，公司层面改革有望加快推进

受益于山东省国企改革政策背景，以及集团在省内的改革角色定位，我们预计上市公司层面的相关运作也将加快推进。再参考九鼎投资新三板挂牌后的动作，我们认为，公司作为鲁信集团资本运作和投融资平台，相关的再融资及资产注入值得期待。此外，创投企业的激励机制问题也有望伴随国企改革理顺政策并实现突破，这其中值得关注的比如“一股独大”问题是否能够通过引入战投的方式破解，员工跟投的限制能否破除等。

图表 16. 九鼎投资新三板挂牌后的动作

时间	事件
2014 年 4 月	公司在全国中小企业股份转让系统挂牌 向所管理基金的部分出资人定向发行股票募集自己 35.37 亿元
2014 年 5 月	以资本公积金向全体股东每 10 股转增 1,902.7783 股股票
2014 年 7 月	公司设立九泰基金管理有限公司，公司进入公募基金管理业务领域 公司与相关专业人士等合资设立三家投资管理公司，“小巨人”计划开始实施
2014 年 8 月	设立龙泰九鼎投资有限公司，开始开展基金的劣后投资业务
2014 年 8 月	公司定向发行股票 573,833,519 股，总股本增至 4,073,833,339 股
2014 年 9 月	公司通过控股子公司设立北京黑马自强投资有限公司 公司募集完成第二支美元基金 Jiuding China Growth Fund II, L.P 公司发起设立第一支国际基金 JD International Fund I, L.P. 主要投资于海外房地产及股权基金
2014 年 10 月	公司出资约 3.6 亿元对天源证券进行增资，增资后持有天源证券 51% 的股权

资料来源：中银国际研究

图表 17. 鲁信集团旗下主要资产一览

公司名称	持股比例 (%)	公司名称	持股比例 (%)
民生证券有限责任公司	22.32	富国基金管理有限公司	16.68
齐鲁证券有限公司	2.6	山东瑞华投资有限公司	6.78
百灵科技有限公司	10	基金汉盛	0.25
山东证券交易中心	16	基金鸿阳	0.08
烟台华宝五金公司	20	德州市商业银行	5
美国中美捷通公司	45	邹平批发村镇银行	7.5
鲁港海运实业公司	50	泰山财产保险有限公司	9.85
中鲁 B	14.18	中国重汽财务有限公司	1
青岛汇泉海洋科技开发有限公司	49	烟台正海电子网板股份有限公司	25
山东省天然气管道有限责任公司	35	齐鲁股权交易中心有限公司	15
山东国发公司	20	烟台正洋显示技术有限公司	12.25
绿地地产青岛远致置业有限公司	35	胜利油田东胜精攻石油开发集团公司	4.76
山东鲁信置业有限公司	19.46	山东省企业托管公司	5.88
山东鲁信睿浩视觉技术有限公司	64	中食都庆（山东）生物技术有限公司	1.19
河南安智盛投资有限公司	30.82	青岛出版传媒股份有限公司	5
济南国际机场股份有限公司	5.41	济南商友有限公司	64
山东泰山文化艺术品交易所股份有限公司	41	山东省文化发展投资基金有限公司	12.5
山东省国际信托有限公司	92.19	泰信基金管理有限公司	45
山东鲁信保险代理有限公司	40	山东鲁信国际招标公司	100
山东省鲁信拍卖有限公司	100	山东省鲁信典当有限责任公司	40
天同证券有限责任公司	0.68	山东省投资担保有限公司	60

资料来源：中银国际研究

估值及投资建议：买入评级，目标价 75 元

重估净资产 RNAV 估值

我们根据鲁信创投披露“权益法核算投资项目”中披露的资料，将可能上市的项目市值进行重估，按照 RNAV 估值，重估后每股净资产在 12.56 元左右，按照九鼎投资 5 倍 p/rnav，公司合理估值为 62.84 元。

图表 18.RNAV 估值原理

		估值方法
已退出的	已上市的	按照已收到现金计算
	计划回购的	按照估值基准日市值计算
	最近一年内新投资的	按照投资协议或最新达成的协议中的约定的价款计算；无回购协议且最新未就回购达成协议的，按照账面净资产值的 50% 计算
未退出的	最近一年内存在转让或再融资的	按照投资成本计算
	公司最近一年未发生亏损，未出现业绩下滑超过 50% 且上市公司市盈率不超过 100 的	参照转让或再融资价格计算
	已申报 IPO	按照最近一年净利润乘以可比上市公司市盈率（大于 30 的取 30）乘以 80% 计算
	预计 1 年内申报 IPO	按照最近一年净利润乘以可比上市公司市盈率（大于 30 的取 30）乘以 70% 计算。若该值低于按投资协议约定的回购金额的，取回购金额为估值
	预计 1 年后申报 IPO	按照最近一年净利润乘以可比上市公司市盈率（大于 30 的取 30）乘以 60% 计算。若该值低于按投资协议约定的回购金额的，取回购金额为估值
	未计划回购超过一年的	
未上市的	最近一年发生转让或再融资的	
	公司最近一年发生亏损，未出现业绩下滑超过 50% 且上市公司市盈率超过 100 的	
	已申报 IPO	按照最近一年净资产乘以可比上市公司市净率（不高于 2）乘以 80% 计算，若该值低于按投资协议约定的回购金额的，取回购金额为估值
	预计 1 年内申报 IPO	按照最近一年净资产乘以可比上市公司市净率（不高于 2）乘以 70% 计算，若该值低于按投资协议约定的回购金额的，取回购金额为估值
	预计 1 年后申报 IPO	按照最近一年净资产乘以可比上市公司市净率（不高于 2）乘以 60% 计算，若该值低于按投资协议约定的回购金额的，取回购金额为估值

资料来源：中银国际研究

图表 19. 旗下公司情况 (万元)

公司名称	股权比例 (%)	2013 年末净资产	2013 年净利润	2014 年中净资产	2014 年中净利润
平台公司					
济南科信	40	3,090.24	41.82	3,103.67	13.43
黄三角基金管理	35	3,375.45	65.90	3,085.77	(289.68)
华信中诚	42.49	533.46	24.13	526.75	(6.71)
华信迅达	40	506.36	(0.05)	506.35	(0.01)
淄博高新投	40	11,569.96	219.06	11,896.00	326.04
康大投资	35	299.7	(0.3)	99.7	(0.0027)
广发鲁信	49	5,450.05	0.08	5,441	(8.68)
齐鲁财务管理	35	200	0	200	0
厚远投资	35	200		200	0
蓝色基金	27.27	12,427.37	\$664.86	11,709 万美元	233.26 万美元
非上市公司					
海达信	49.18	1,869.04	30.15	1,877.77	8.73
济南通泰	45	90.49	(9.37)	85.25	(5.24)
中新消防	48	(668.59)	(12.67)	(668.67)	0
中食都庆	34.37	2,996.67	(418.50)	2,661.16	(335.51)
天一化学	25.34	14,452	(26.27)	14,645.57	75.63
华芯半导体	33.33	33,576.16	1,089.82	33,647.15	70.99
金宝电子	17.27	36,165.76	10,231.89	30,680.60	(5,485.15)
青湖电子	35.5	7,341.92	(1,597.88)	7,144.86	(197.06)
山东福瑞达	29.97	8,420.84	(1,151.18)	8,043.53	(377.3)
方圆有色	20	12,745.7	149.66	12,398.07	(347.63)
威海联信	49	2,955.88	(0.16)	2,955.85	(0.027187)
健牧生物	30.44	300.37	(142.70)	417.84	(8.23)
汇丰电子	33.33	2,256.78	(565.65)	2,084.76	(172.02)
明波水产	15	9,296.17	(1,201.75)	8,134.77	(1,161.41)
齐思软件	31.12	449.1	(48.14)	(76.68)	(30.45)
我们预计有望上市的公司					
理研泰山	47	11,820.94	1,082.42	12,062.93	650.24
鲁信金控	20	87,250.27	6,375.50	110,327.93	3,077.66
泰华电讯	21.39	15,907.14	3,527.82	16,593.75	718.90
星华氨纶	45	25,951.92	1,613.66	25,449.43	1,497.51
东岳氟硅	16.78	84,751.70	13,091.02	87,044.54	2,292.84
高新润农	16.42	25,133.92	2,111.03	27,167.81	2,033.89
双轮股份	15.09	36,260.19	2,596.35	37,741.10	1,480.91
众和恒业	22.3	5,479.39	444.60	5,902.61	423.23
华天软件	15	7,709.91	1,088	8,048.47	338.56
鲁信海外	32.5	18,616.30	2,157.74	19,656.33	1,040.03
泓奥电力	19.86	6,105.97	982.00	6,142.51	336.54

资料来源：公司公告，中银国际研究

A 股创投公司相对估值

公司是 A 股唯一纯正创投股，其余均为参股创投公司，包括电广传媒（达晨创投 100%）、大众公用（深创投 20%）、钱江水利（天堂硅谷 28%）。

由于电广传媒重大事项停牌，不纳入可比范围。大众公用和钱江水利我们按照市值倒推可知，A 股市场给予创投公司的市盈率估值（2014 年）水平在 180~300 倍。按照最低估值水平，鲁信创投 2014 年业绩对应股价为 73 元。

图表 20.A 股创投公司估值推算 (单位: 亿元)

上市公司	参股公司	持股比例 (%)	14 年净利润	14 年贡献投资收益	上市公司主业净利润	主业市盈率/市净率 (倍)	主业市值	倒推创投权益市值	创投公司市盈率 (倍)
大众公用	深创投	13.93	11.38	1.50	2.05	29.00	59.45	282.55	178.24
钱江水利	天堂硅谷	27.90	0.08	0.03	亏损	3	50.85	25.40	326.90

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

投资建议:

公司后续值得关注的催化剂和事件进展包括: 1、集团国资经营公司挂牌; 2、托管政府旗下的并购基金; 3、可能的再融资或资产注入; 4、注册制及新三板转板细则出台, 退出渠道打通; 5、国企改革背景下, 推出股权激励方案。

综合上述估值分析, 以及国企改革为公司带来的估值提升空间, 我们首次覆盖给予公司 **买入** 评级, 目标价 75.00 元。

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	(85.98)	(38.03)	357.04	800.58	1,311.15
应收和预付款项	91.73	116.99	115.51	137.03	211.88
存货	71.52	69.77	65.43	81.43	121.47
其他流动资产	24.24	665.87	665.87	665.87	665.87
长期股权投资	3,529.89	2,586.66	2,621.56	2,663.44	2,713.69
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.07	0.06
固定资产和在建工程	126.23	116.83	78.81	40.79	2.76
无形资产和开发支出	53.26	58.08	51.80	45.52	39.26
其他非流动资产	325.28	1,255.10	1,255.47	1,255.75	1,255.94
资产总计	4,136.17	4,831.27	5,211.48	5,690.47	6,322.08
短期借款	120.00	10.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	244.32	154.83	163.42	162.75	201.53
长期借款	438.28	1,225.15	1,225.15	1,225.15	1,225.15
其他负债	165.56	28.34	28.34	28.34	28.34
负债合计	968.16	1,418.32	1,416.92	1,416.25	1,455.03
股本	744.36	744.36	744.36	744.36	744.36
资本公积	780.20	1,144.59	1,144.59	1,144.59	1,144.59
留存收益	1,525.56	1,388.91	1,758.59	2,223.24	2,797.52
归属母公司股东权益	3,050.12	3,277.87	3,647.54	4,112.19	4,686.47
少数股东权益	117.88	135.08	147.02	162.03	180.58
股东权益合计	3,168.01	3,412.95	3,794.56	4,274.22	4,867.06
负债和股东权益合计	4,136.17	4,831.27	5,211.48	5,690.47	6,322.08

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	234.65	234.83	246.65	267.91	370.14
减: 营业成本	155.93	153.18	160.32	174.14	240.59
营业税金及附加	20.24	12.62	12.76	13.86	19.15
营业费用	13.93	15.02	14.68	15.95	22.03
管理费用	69.91	76.00	75.04	81.51	112.61
财务费用	37.42	59.35	71.89	62.19	51.45
资产减值损失	30.93	6.08	14.47	14.47	14.47
加: 投资收益	385.14	478.30	608.86	730.63	876.76
公允价值变动损益	0.54	(0.65)	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	291.96	390.24	506.35	636.43	786.59
加: 其他非经营损益	0.71	0.19	(0.01)	(0.01)	(0.01)
利润总额	292.66	390.42	506.34	636.42	786.58
减: 所得税	67.18	79.22	0.00	0.00	0.00
净利润	225.48	311.20	506.34	636.42	786.58
减: 少数股东损益	6.57	9.57	11.94	15.01	18.55
归属母公司股东净利润	218.92	301.63	494.40	621.41	768.03

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

电广传媒(000917.CH/人民币 42.89, 未有评级)

大众公用(600635.CH/人民币 14.60, 未有评级)

钱江水利(600283.CH/人民币 21.60, 未有评级)

九鼎投资(430719.CH/人民币 17.64, 未有评级)

中科招商(832168.CH/人民币 21.58, 未有评级)

以 2015 年 6 月 1 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371