

非银金融

鲁信创投（600783）

首次评级

报告原因：调研报告

乘山东新旧动能转换之风，迈进新时代

增持

2018 年 03 月 27 日

公司研究/深度研究

股价历史走势



市场数据：2018 年 03 月 27 日

总股本（亿股）	7.44
流通股本（亿股）	7.44
收盘价（元）	12.7
流通市值（亿元）	94.53

基础数据：2017 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	5.05
每股收益（元）	0.33
净资产收益率（%）	6.53

分析师:刘丽

执业证书编号: S0760511050001

Tel: 0351-8686794

Email: liuli2@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点:

- 公司是国资背景的山东省鲁信投资控股集团有限公司控股的专业创投机构，实际控制人为山东省国资委，目前是创业投资业务与磨料磨具实业经营并行的业务模式，创业投资业务为公司的主要利润来源。
- 公司受益于山东省新旧动能转换方案。2018 年 1 月，国家发展改革委发布《关于印发山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案的通知》，建设新旧动能转换综合试验区，是山东推动高质量发展的重要抓手和牵引。公司投资领域中现代农业、海洋经济、新能源、新材料、高端装备制造为山东省新旧动能转换重点扶持的产业。
- 受益于创投基金减持新规的发布。2018 年 3 月 1 日，证监会发布了《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》，公司直接受益于减持新规的发布，在退出 IPO 项目时节奏上给予更多的自由。
- 受益于 IPO 常态化。公司从事创业投资，阶段性持股是其特性，通过资本市场实现退出是最理想的退出通道。监管层加强资本市场基础制度建设，IPO 常态化已形成稳定的预期，创投机构的 IPO 退出时间和效率大大加快。
- 参股公司山东国信在港交所成功上市。根据 2017 年半年报，公司持有 1.25 亿股的山东国信股权，山东国信的期末账面价值为 1.59 亿元，有利于增厚公司业绩。
- 盈利预测与估值：根据分部估值法，总体来看，我们给予公司 109.43 亿元的估值，目前公司的最新收盘价为 13.12 元，总股本为 7.44 亿股，总市值为 97.61 亿元。较最新的收盘价有 12.10% 的溢价，给予“增持”评级。
- 风险提示：公司目前持有上市公司 ST 龙力（代码：002604.SZ）10.14% 的股票。ST 龙力目前处于停牌阶段，不确定性较大；二级市场大幅下滑；股权基金监管超出预期；公司投资的项目出现大幅亏损。

目录

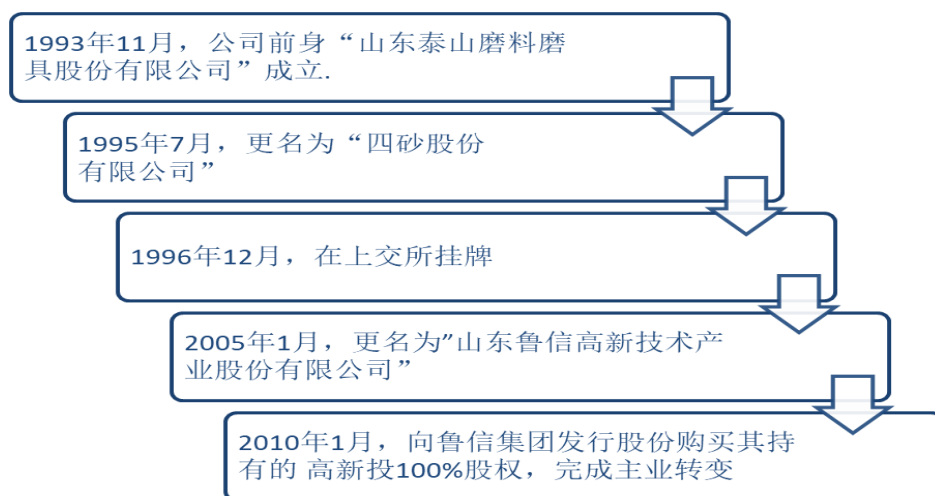
1. 公司的基本概况	3
1.1 实际控制人为山东省国资委	3
1.2 创业投资为主要的利润来源	4
2. 核心推荐逻辑	5
2.1 公司受益于山东省新旧动能转换方案	5
2.2 受益于创投基金减持新规的发布	6
2.3 受益于 IPO 常态化	7
2.4 参股公司山东国信在港交所成功上市	8
3. 投资及估值建议	9
4. 风险提示	12

1. 公司的基本概况

1.1 实际控制人为山东省国资委

公司是国资背景的山东省鲁信投资控股集团有限公司控股的专业创投机构，也是鲁信集团旗下唯一的 A 股上市平台。前身为山东泰山磨料磨具股份有限公司，2010 年通过定向增发，实现业务转型。

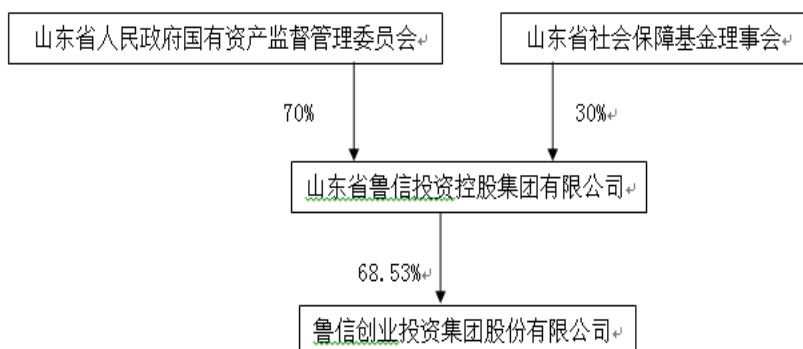
图 1：公司发展历程



来源：公司公告，山西证券研究所

公司的实际控制人为山东省国资委，股权结构如下：

图 2:公司股权结构



来源：公司公告，山西证券研究所

1.2 创业投资为主要的利润来源

- 目前，公司形成了创业投资业务与磨料磨具实业经营并行的业务模式，创业投资业务为公司的主要利润来源。公司投资净收益占比远高于营业收入，投资净收益对业绩的贡献度就非常大。投资净收益主要来源于项目退出，包括通过二级市场减持、新三板转让、并购退出等多种方式。
- 公司主要通过高新投、鲁信高新、泰山砂布砂纸经营。高新投主要业务为创业投资；鲁信高新主要业务为磨料磨具的技术开发、生产、销售；泰山砂布砂纸主要业务为磨料、涂附磨具产品的生产、销售。
- 公司磨料磨具业务所处行业为非金属矿物制品业，主要为磨料、磨具、涂附磨具的生产、销售。
- 创业投资，是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。
 - 自有资金投资业务方面，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。
 - 公司私募股权投资基金管理业务的运作模式为“募资--投资--管理--退出”，即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，作为基金的普通合伙人，收取管理费及管理报酬；另一方面，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份额获得收益分配。公司目前管理运作的基金包括政府委托管理投资基金和市场化投资

基金。

表格 1：投资收益为公司主要的利润来源

单位：亿元

	2017Q3	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
营业总收入	1.53	1.86	1.91	2.35	2.35	2.61	2.48	2.13
营业总成本	1.69	3.81	3.74	3.22	3.28	3.21	3.36	3.72
投资净收益	3.17	7.19	5.96	4.78	3.85	2.80	8.64	5.78
营业利润	3.02	5.24	4.12	3.90	2.92	2.21	7.76	4.19

来源：wind，山西证券研究所

2. 核心推荐逻辑

2.1 公司受益于山东省新旧动能转换方案

2018 年 1 月 17 日，国家发展改革委发布《关于印发山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案的通知》（以下简称“通知”）。建设新旧动能转换综合试验区，是山东推动高质量发展的重要抓手和牵引。

《通知》发出后，山东省委、省政府召开全面展开新旧动能转换重大工程动员大会，吹响了向高质量发展的进军号，各市也积极行动，全力以赴推进新旧动能转换。

图 3：山东省吹响新旧动能转换“变奏曲”



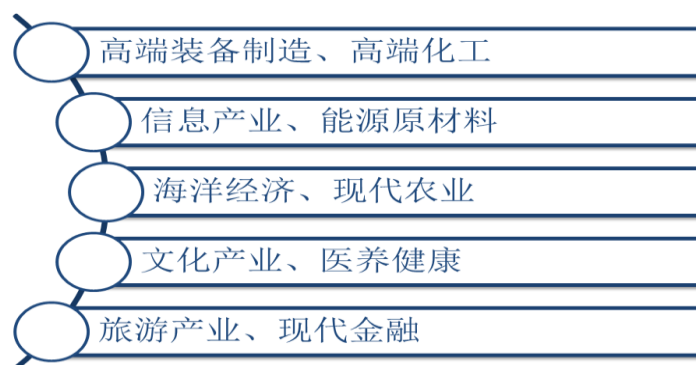
来源：山西证券研究所

山东省目标是做优做强做大“十强产业”，包括以智慧海洋为代表的

五个新兴产业和以高端化工为代表的五个传统优势产业，实现传统产业脱胎换骨，新兴产业加速崛起，做好动能转换大文章。

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。其中，现代农业、海洋经济、新能源、新材料、高端装备制造为山东省重点扶持的产业。

图 4：山东省确立的新旧动能转换“十大产业”



来源：山西证券研究所

图 5：公司自有资金投资的行业



来源：公司 2017 半年报，山西证券研究所

2.2 受益于创投基金减持新规的发布

2018 年 3 月 1 日，证监会发布了《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》（以下简称“新规”），沪深交易所分别发布了配套文件《上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则》，新规将于 2018 年 6 月 2 日起施行。

2017 年 5 月，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干

规定》，投资机构减持上市公司股份时受到了严格限制。

监管层从制度层面推动经济向高质量发展。新规是对此前规定的补充，同时也是为了贯彻《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，对专注于长期投资和价值投资的创业投资基金减持其持有的上市公司首次公开发行前的股份给予政策支持，调动创业投资基金积极性，促进早期中小企业及高新技术企业的资本形成，增强我国资本市场服务实体经济的能力。

新规确定了创业投资基金投资年限与上市后锁定期的反向挂钩机制，反向挂钩政策仅当创业投资基金所投资早期中小企业或高新技术企业 IPO 后，方可享受，投资期限自投资 IPO 企业金额累计达到 300 万或总投资额的 50% 算起。

表格 2：创业投资基金投资年限与上市后锁定期的反向挂钩机制

投资期限	减持时间	减持方式	减持比例
不满 36 个月	任意连续 3 个月	集中竞价交易方式	1%
		大宗交易方式	2%
36 个月以上但不满 48 个月	任意连续 2 个月	集中竞价交易方式	1%
		大宗交易方式	2%
48 个月以上	任意连续 1 个月	集中竞价交易方式	1%
		大宗交易方式	2%

来源：山西证券研究所

为既便利创业投资基金退出，又避免对市场造成影响，一方面通过调整集中竞价交易、大宗交易环节的减持节奏实施反向挂钩政策，另一方面减持比例、大宗交易受让方持股期限要求不变，谨防大比例“集中减持”和“过桥减持”。

公司直接受益于减持新规的发布，在退出 IPO 项目时节奏上给予更多的自由。

2.3 受益于 IPO 常态化

公司从事创业投资，阶段性持股是其特性，通过资本市场实现退出是最理想的退出通道。监管层加强资本市场基础制度建设，IPO 常态化已形成稳定的预期，创投机构的 IPO 退出时间和效率大大加快。

据统计，2017 年 IPO 的数量和融资金额均比 2016 年大幅上涨。2017 年沪深股市 IPO 达到 436 宗，创出历史新高，相比 2016 年的 227 宗，增长 92.07%，融资规模 2,301.09 亿元，高于 2016 年的 1,496.08 亿元，增长 53.81%。

IPO 的排队家数也从 2017 年初的 676 家最低减少到 2018 年 3 月 22 日的 393 家，IPO 堰塞湖问题得到基本缓解。

根据清科研究，退出方面，2017 年中国股权投资基金退出案例数量达到 3,409 笔，其中 IPO 退出案例数量 1,069 笔，占比达到 31.4%，在今年 IPO 审核加速的利好影响下，私募股权投资市场 IPO 退出总量同比提升 94.0%。

2.4 参股公司山东国信在港交所成功上市

2017 年 12 月 8 日，公司旗下子公司参股的山东省国际信托股份有限公司（简称“山东国信”）在港交所上市，股票代码为（01697.HK），山东国信是第一家在港股上市的信托公司，与公司为兄弟公司，依托信托产品提供多元化投融资服务。根据 wind 统计，按信托资产总额计算，2016 年山东国信在地方政府控股的信托公司中排名第 6，在全国 68 家信托公司中排名第 25。

根据 2017 年半年报，公司持有 1.25 亿股的山东国信股权，按照 2017 年底收盘价 4.42 元来看，所持股份估值为 5.525 亿港元（4.42 亿人民币元），即使按照最新的收盘价 3.45 港元/股计算，所持股份估值也有 4.31 亿港元（3.45 亿人民币元）。而根据 2017 年中报显示，山东国信的期末账面价值为 1.59 亿元。

3. 投资及估值建议

由于 A 股市场创投公司非常稀缺，我们分别从磨料磨具业务、自有资金投资业务和基金投资业务进行分布估值，我们预计公司的市场价值为：

- 2017 年中期，公司子公司鲁信高新和泰山砂布砂纸净资产为 1.12 亿元。磨料磨具所属的非金属矿物制品业的最新（2018 年 3 月 27 日）市净率为 2.50 倍，**子公司鲁信高新和泰山砂布砂纸的估值为 2.8 亿。**
- **公司持有的山东国信股权估值为 3.45 亿元人民币。**
- 根据民生证券 2017 年中期的净资产 110.13 亿元，我们选用三家净资产规模相当的上市公司作为可比公司，非上市券商给予 20% 的折价，公司持有民生证券 4.54% 的股权，**对应估值为 8.22 亿元。**

表格 3：民生证券可比公司选择

证券代码	证券简称	总市值
601375	中原证券	237.39
600909	华安证券	247.68
601099	太平洋证券	194.27
	平均	226.44

来源：山西证券研究所

- 公司已上市的 IPO 项目共有 9 个，按照最新的收盘价统计估值 21.75 亿元。

表格 4：公司已上市的 IPO 项目

证券代码	证券简称	持股市值（亿元）
002248.SZ	*ST 东数	2.58
002604.SZ	ST 龙力	5.31
300185.SZ	通裕重工	6.09
002921.SZ	联诚精密	2.38
002376.SZ	新北洋	3.67
002476.SZ	宝莫股份	0.08

002004.SZ	华邦健康	0.60
600485.SH	信威集团	0.60
002492.SZ	恒基达鑫	0.44
合计		21.75

来源：公司公告，山西证券研究所

- 拟上市的 5 个 IPO 项目和 29 个新三板项目。5 个 IPO 项目给予估值 15 亿估值。29 个新三板项目一半属于公司自有资金投资，假设以平均 2000 万的投资金额，共投入 2.8 亿，我们给予 2 倍的退出回报，估值约为 5.6 亿元。

表格 5：公司有 5 个拟 IPO 项目

公司拟 IPO 项目	项目进展
普联软件股份有限公司 青岛惠城环保科技股份有限公司	向证监会上报材料并获受理
山东华光光电子股份有限公司 淄博大亚金属科技股份有限公司 山东双轮股份有限公司	接受上市辅导

来源：公司公告，证监会网站，山西证券研究所

- 根据 2017 年中报，自有资金其他投资项目除去 IPO 和新三板，余额为 12.57 亿元，保守估计退出回报 1.5 倍，估值约为 18.86 亿元。
- 截至 2017 年 6 月末，公司及公司作为主发起人出资设立各基金 32 只，总认缴规模 125 亿元，我们预计 2017 年末总认缴规模为 135 亿元。**给予公司股权基金投资管理业务 0.3 倍 P/AUM 估值，对应市值 33.75 亿。**

总体来看，我们给予公司 109.43 亿元的估值，目前公司的最新收盘价为 13.12 元，总股本为 7.44 亿股，总市值为 97.61 亿元。较最新的收盘价有 12.10% 的溢价，给予“增持”评级。

表格 6：各分部的估值水平

项目	分部估值（亿元）
鲁信高新和泰山砂布砂纸	2.8
山东国信	3.45
民生证券	8.22
已上市的 IPO 项目	21.75
拟上市的 IPO 项目	15

新三板挂牌项目	5.6
其他自有资金投资	18.86
基金管理规模估值	33.75
合计	109.43

来源：山西证券研究所

表格 7：公司盈利预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	263.10	196.11	334.73	519.99	营业收入	185.67	198.89	211.07	221.87
应收和预付款项	85.10	97.89	97.13	108.75	减：营业成本	133.14	139.76	156.76	173.66
存货	60.40	67.92	76.01	83.44	营业税金及附加	7.18	11.56	12.27	12.90
其他流动资产	449.98	471.02	493.10	516.29	营业费用	12.09	12.95	13.74	14.44
长期股权投资	2483.67	2732.03	3005.24	3305.76	管理费用	78.90	84.52	89.69	94.28
固定资产和在建工程	121.26	105.10	88.93	72.77	财务费用	74.49	40.60	39.79	36.15
无形资产和开发支出	55.68	49.35	43.01	36.67	资产减值损失	75.27	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2113.68	2103.51	2106.80	2107.91	加：投资收益	718.92	561.22	617.34	679.08
资产总计	5632.87	5822.92	6244.95	6751.58	公允价值变动损益	0.65	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	(0.00)	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	73.91	57.60	82.55	66.03	营业利润	524.17	470.73	516.16	569.52
长期借款	794.49	794.49	794.49	794.49	加：其他非经营损益	(11.74)	0.00	0.00	0.00
其他负债	904.90	868.38	999.14	1228.44	利润总额	512.42	470.73	516.16	569.52
负债合计	1773.30	1720.47	1876.18	2088.96	减：所得税	136.60	117.68	129.04	142.38
股本	744.36	744.36	744.36	744.36	净利润	375.82	353.04	387.12	427.14
资本公积	1141.06	1141.06	1141.06	1141.06	减：少数股东损益	3.51	3.30	3.62	3.99
留存收益	1832.48	2072.06	2334.76	2624.62	归母净利润	372.31	349.75	383.50	423.15
归属母公司股东权益	3717.90	3957.48	4220.18	4510.04	财务和估值数据摘要				
少数股东权益	141.67	144.97	148.59	152.58		2016A	2017E	2018E	2019E
股东权益合计	3859.57	4102.45	4368.77	4662.61	营业收入	185.67	198.89	211.07	221.87
负债和股东权益合计	5632.87	5822.92	6244.95	6751.58	增长率(%)	-2.64%	7.12%	6.12%	5.12%
现金流量表					归母净利润	372.31	349.75	383.50	423.15
	2016A	2017E	2018E	2019E	增长率(%)	66.15%	-6.06%	9.65%	10.34%
经营性现金净流量	(99.67)	(265.54)	(121.97)	(136.89)	每股收益(EPS)	0.50	0.47	0.52	0.57
投资性现金净流量	556.13	430.00	367.24	330.63	市盈率(P/E)	25.39	27.03	24.65	22.34
筹资性现金净流量	(177.91)	(75.60)	(204.99)	(110.33)	市净率(P/B)	2.54	2.39	2.24	2.10
现金流量净额	287.12	88.87	40.27	83.41					

资料来源：山西证券研究所

4. 风险提示

- 1) 公司目前持有上市公司 ST 龙力（代码：002604.SZ）10.14%的股票。ST 龙力目前处于停牌阶段，不确定性较大。
- 2) 二级市场大幅下滑；
- 3) 股权基金监管超出预期；
- 4) 公司投资的项目出现大幅亏损。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。