

退出渠道扩容助推公司业绩

公司深度

◆公司简介:

公司是创投行业的唯一上市标的,公司控股股东鲁信集团为山东国资委全资控股。持有项目中,有7个经上市,胜达科技在新三板挂牌,天力干燥在过会阶段,从公司披露数据的持有项目财务分析来看,有11个经达到上市中小板或创业板的标准,公司投资项目有着良好的梯队。

◆看好公司的几大理由:

1、从业绩增速来看,短期看2014至2016年的业绩增速,如果鲁信在4季度再对新北洋或是宝莫股份进行1至2次的减持,考虑税后影响,2014年全年业绩同比增速可以达到33%左右。

在我们模拟情况下的4季度减持后,鲁信手中的7家公司的市值仍然达到26.70亿元,可实现投资收益14.44亿元左右,按40%业绩增速测算,可以支撑公司2015、2016两年的业绩情况。这意味着,即使在公司什么都不做,没有新的项目实现IPO或是购并退出的情况下,也能在未来2年内保持40%左右的业绩增速增长。

2、从大势上来看,“募投管退”4个因素中,“退”最重要,未来IPO注册制实现、新三板扩容和做市商交易、积极寻找并购退出的机会,这3项退出渠道的扩容对整个行业构成强烈利好。

3、从估值来看,我们用分部估值的方法估值结果为171.3亿元,有较大的安全边际。

◆投资建议

预测公司2014、2015、2016EPS分别为0.47元、0.63元、0.85元,P/E分别为37倍、27倍、20倍。更重要的是,从分部估值结果来看,估值结果为171.3亿元,每股23.01元。

因此我们给出“买入”评级,目标价格23.01元。

◆风险提示

项目成功实现退出的节奏慢于预期。

已投资项目失败概率提升。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	261	235	239	244	249
营业收入增长率	5.41%	-10.08%	2.00%	2.00%	2.00%
净利润(百万元)	178	266	355	479	646
净利润增长率	-73.08%	49.35%	33.58%	34.95%	34.92%
EPS(元)	0.23	0.35	0.47	0.63	0.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.10%	8.71%	9.72%	11.59%	13.53%
P/E	74	50	37	27	20
P/B	5	4	4	3	3

买入(首次)

当前价/目标价:16.81/23.01元

目标期限:6个月

分析师

戚海鹏 (执业证书编号:S0500512020002)

021-22169326

qihp@ebsec.com

市场数据

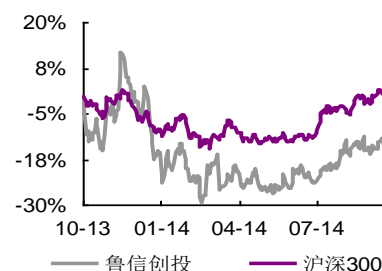
总股本(亿股):7.44

总市值(亿元):125.13

一年最低/最高(元):14.18/23.40

近3月换手率:51.54%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.21	-1.61	-15.85
绝对	-0.54	8.69	-16.96

相关研报

投资要件

关键假设

对于公司持有的项目，我们假设其平均投资回报 IRR 为 30%，平均持有时间为 5 年，不超过 7 年，基准退出成功率为 10%，同时我们会进行敏感性测试。在分部估值中，我们假设投资资金成本为 10%。

我们区别于市场的观点

市场仅从 P/B 估值的角度出发，认为公司的估值水平不便宜。

我们认为：

1、从估值来看，在关键假设一节，我们用分部估值的方法，分别对存量项目的 3 个梯队和增量项目进行了估值，最终估值结果为 171.3 亿元，每股 23.01 元，与目前的股价相比有较大的安全边际。

2、从大势上来看，“募投管退”4 个因素中，“退”制约着前三个，是创投行业发展速度的关键，从行业发展形势上，未来“退”有 3 个利好性刺激，大势上退出渠道的扩容对于整个行业来看构成强烈的利好。

3、从业绩增速来看，在我们模拟情况下的 4 季度减持后，鲁信手中的 7 家公司的市值仍然达到 26.70 亿元，按 40% 业绩增速测算，也可以支撑公司 2015、2016 两年的业绩情况。这意味着，即使在公司什么都不做，没有新的项目实现 IPO 或是购并退出的情况下，也能在未来 2 年内保持 40% 左右的业绩增速增长。

股价上涨的催化因素

公司业绩持续保持较好增速；

IPO、新三板、并购市场 3 项退出渠道扩容的相关政策出台，会对公司市场表现有刺激性效应。

估值和目标价格

预测公司 2014、2015、2016EPS 分别为 0.47 元、0.63 元、0.85 元，P/E 分别为 37 倍、27 倍、20 倍。

更重要的是，从分部估值结果来看，对存量项目的 3 个梯队和增量项目进行了估值，最终估值结果为 171.3 亿元，每股 23.01 元。

因此我们给出“买入”评级，目标价格 23.01 元。

投资风险

项目成功实现退出的节奏慢于预期；

已投资项目失败概率提升。

目 录

1、 鲁信创投——唯一上市的创投公司	6
1.1、 公司概况	6
1.2、 公司创投业务	7
2、 募资--资金可满足公司的投资节奏	9
2.1、 自有资金	10
2.2、 回笼资金	10
2.3、 债务计划融资	11
2.4、 投资平台募集资金	11
2.5、 行业情况	13
3、 良好的投资表现	14
3.1、 公司已投资项目分析	14
3.2、 稳定的投资人才队伍	16
3.3、 山东地域优势	16
3.4、 行业情况	17
4、 投后管理和投资退出	17
4.1、 退出渠道的扩展-IPO 重启至未来注册制	18
4.2、 退出渠道的扩展-新三板扩容	21
4.3、 退出渠道的扩展-并购退出	22
4.4、 鲁信持有的项目的投资收益情况	23
5、 估值水平与投资评级	29
5.1、 相对估值	29
5.2、 绝对估值	33
5.3、 估值结论与投资评级	37
5.4、 股价驱动因素	37
6、 风险分析	37
7、 附录：公司 2011 年之后公告投资项目资料	38

图表目录

图 1：公司主营业务结构（2014H）	6
图 2：鲁信创投资有国资背景	6
图 3：公司资金来源	9
图 4：项目退出回笼资金	11
表 1：鲁信集团旗下企业	7
表 2：公司投资收益为利润表中的主要因素	7
表 3：公司持有项目	7
表 4：投资项目发放红利统计	10
表 5：鲁信 2010 年以来参与创立的投资基金平台项目	12
图 5：创投行业基金募集总量	13
图 6：创投行业基金募集个数	13
图 7：2014H 创投行业资金募集总量好转	14
图 8：2014H 创投行业资金募集数好转	14
图 9：公司历年投资金额	15
图 10：公司投资项目行业分布（从已公告项目数量统计）	15
表 6：公司历年投资项目列表（已公告项目）	15
图 11：山东省固定资产投资累计增速	17
图 12：山东省 GDP 增速	17
图 13：2014H 创投行业投资好转	17
图 14：2014H 创投行业投资金额好转	17
图 15：创投市场每年退出案例统计	18
图 16：2011 年创投市场退出方式构成	18
图 17：2012 年创投市场退出方式构成	18
图 18：2013 年创投市场退出方式构成	19
表 7：创投行业投资集中行业（2013）	20
表 8：创投集中行业市盈率水平及预测年平均投资回报率	20
表 9：注册制情境下的模拟投资回报率测算	21
图 19：新三板目前对于企业的意义	21
表 10：2009 年之前的项目退出	24
表 11：7 支股票市值统计	25
表 12：新北洋项目 IRR	25
表 13：宝莫股份项目 IRR	26
表 14：圣阳股份项目 IRR	26
表 15：公司项目总资产、净资产	27
表 16：公司项目营收、净利	28

表 17：各板上市财务要求	29
表 18：相对估值比较.....	30
表 19：近期发生的基金公司股权转让案例.....	31
图 20：P/B 历史走势	33
图 21：P/E 历史走势	33
表 21：已上市项目价值.....	34
表 22：第二梯队估值.....	34
表 23：第三梯队估值.....	35
表 24：增量价值评估.....	37

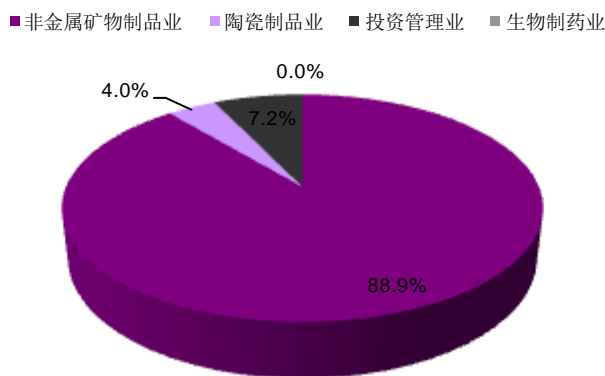
1、鲁信创投——唯一上市的创投公司

1.1、公司概况

鲁信创投原为第四砂轮厂，1988年11月改为山东泰山磨料磨具股份有限公司，1996年12月上市，2010年1月，公司控股股东鲁信集团为了做大做强上市公司，将高新投股权注入上市公司，公司主营业务增加创业投资业务。

目前，尽管公司主营业务收入中，磨料磨具收入是主要业务占比，达到92.8%，但给公司创造净利润的主要来源是创业投资业务。

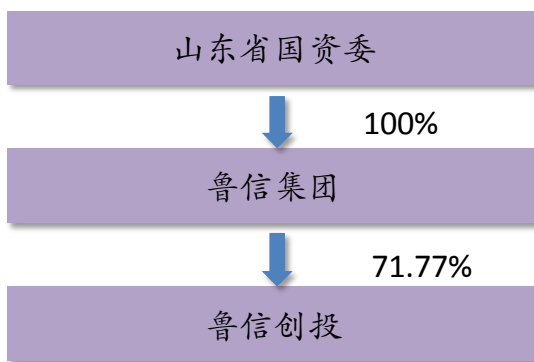
图 1：公司主营业务结构（2014H）



资料来源：公司 2014 中报、光大证券研究所

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，经过多年发展，鲁信集团已经成为以投资、金融和资本经营为主营业务的大型国有投资控股公司。鲁信集团经营国有资产和国有股权，进行对外融资、投资及管理、投资咨询、资产管理、托管经营和资本运营等，受托经营管理山东省基本建设基金，投资经营范围涉足信托、投行、证券、基金管理、担保、实业投资、创业投资、文化投资、产权交易等。

图 2：鲁信创投有国资背景



资料来源：公司 2014 中报

表 1：鲁信集团旗下企业

业务名称	涉及主要企业	鲁信集团持股比例
金融业	山东省国际信托有限公司	85.9%
创业投资业	鲁信创投	71.8%
房地产业	山东鲁信实业集团公司	100.0%
	山东鲁信投资集团股份有限公司	61.0%
	山东鲁信恒基投资有限公司	55.0%
	山东鲁信房地产投资开发有限公司	49.0%
医药业	山东云门药业有限责任公司	74.4%
机械业	山东鲁信高新技术产业股份有限公司	50.4%
印刷业	山东鲁信天一印务有限公司	67.5%
文化、体育和娱乐业	山东鲁信文化传媒投资有限公司	90.0%
商务服务业	山东鲁信国际招标有限公司	85.0%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

1.2、公司创投业务

由于创投公司利润表的特性，尽管公司主要营业收入来自于磨料磨具业务，但来自于创投业务的投资收益贡献了营业利润的大部分。

表 2：公司投资收益为利润表中的主要因素

(百万元)	2014H	2013	2012
营业总收入	108.47	234.65	260.94
营业总成本	142.32	328.37	320.60
公允价值变动收益		0.54	0.03
投资收益	307.67	385.14	280.22
营业利润	273.82	291.96	220.60

资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司创投业务主要通过全资子公司高新投及其他投资平台完成，公司已对 100 家左右的企业和投资平台进行了投资，公司目前持有的项目中，华东数控、新北洋、宝莫股份、圣阳股份、通裕重工、龙力生物、华邦颖泰 7 家已经上市，其中华邦颖泰是通过购并交易实现投资收益，具体由高新投持有的山东凯盛新材料股份有限公司股权置换华邦颖泰股份有限公司股权，已于 2014 年上半年完成全部交易手续。通过交易公司实现投资收益 6999.90 万元。另一项购并交易，高新投所持北京信威通信技术股份有限公司股权置换北京中创信测科技股份有限公司事宜，经中国证监会审核，已获得有条件通过。

公司目前持有的项目池见下表（包含了投资平台）：

表 3：公司持有项目

被投资单位	投资成本(百万元)	持股比例
黄三角基金	100.0	31.9%
华信嘉诚	44.0	44.0%
鲁创恒富	28.4	47.3%
济宁通泰	39.6	39.6%
华信睿诚	49.9	45.6%

鲁信康大	21.0	35.0%
山东国托	80.0	6.3%
华天科技	4.5	8.2%
横店草业	27.0	20.0%
农星种业	5.0	40.0%
创新投资	2.4	10.7%
科汇电力	10.0	9.6%
民生证券	207.7	9.5%
莱芜金鼎	25.0	9.4%
天力干燥	20.0	6.3%
远大模具	30.3	13.8%
信威通信	30.0	0.2%
宏艺科技	5.1	4.4%
华夏茶联	20.0	10.3%
浪潮华光	19.0	1.7%
彼岸电力	20.0	16.0%
惠城石化	16.0	4.6%
新风光电子	12.2	9.8%
中农联合	45.0	13.6%
明仁福瑞达	30.0	4.3%
世纪之声	15.0	3.5%
联诚集团	50.1	11.2%
中汇威海	6.9	25.0%
理研泰山	17.7	47.0%
济南科信	12.0	40.0%
黄三角基金	14.0	35.0%
海达信	9.0	49.2%
济南通泰	0.5	45.0%
鲁信金控	100.0	20.0%
隆奕投资	100.0	50.0%
盛保投资	5.0	50.0%
华信中诚	2.1	42.5%
华信迅达	2.0	40.0%
新北洋	10.1	5.0%
青湖电子	43.9	35.5%
华东数控	23.9	17.8%
龙力生物	24.5	15.5%
烟台高盈	7.0	42.4%
通裕重工	108.0	15.0%
泰华电讯	10.0	21.4%
中新消防	4.8	48.0%
中食都庆	11.6	34.4%
宝莫股份	5.8	5.0%
欧华蛋业	9.5	47.6%
仁康药业	11.5	38.3%
中创中间件	10.5	24.8%
星华氨纶	113.7	45.0%
淄博高新投	40.0	40.0%
天一化学	25.0	25.3%

华芯半导体	100.0	33.3%
金宝电子	47.9	17.3%
凯盛股份	31.1	0.0%
东岳氟硅	50.0	16.8%
高新润农	28.7	16.4%
双轮股份	55.1	15.1%
山东福瑞达	37.5	30.0%
胜达科技	24.3	18.0%
方圆有色	24.0	20.0%
威海联信	14.5	49.0%
奔速电梯	30.0	30.6%
众和恒业	18.0	22.3%
明波水产	43.6	15.0%
泓奥电力	11.1	19.9%
康大投资	0.4	35.0%
广发鲁信	26.7	49.0%
齐鲁财务管理	0.7	35.0%
厚远投资	0.7	35.0%
齐思软件	2.2	31.1%
华天软件	10.1	15.0%
健牧生物	3.6	30.4%
蓝色基金	3 千万美元	27.3%
汇丰电子	8.0	33.3%
鲁信海外	760 万美元	32.5%

资料来源：公司公报、光大证券研究所

我们按照创投行业的“募”、“投”、“管”、“退”业务流程对公司进行分析。

2、募资--资金可满足公司的投资节奏

公司保持着良好的资金回笼和资金募集水平，公司的资金主要来自于四部分：

图 3：公司资金来源



资料来源：光大证券研究所

2.1、自有资金

公司通过高新投投资的项目资金大部分来自于自有资金，目前公司账上货币资金 3.15 亿，增加考虑 0.85 亿交易性金融资产及 0.15 亿一年内到期的非流动资产，公司可使用的资金量在 4 亿元左右。同时考虑到公司的国资背景，存在着公司控股股东鲁信集团进一步向公司注资的可能性。

2.2、回笼资金

回笼资金来自于两部分，大部分来自于出售已上市股份，少部分来自于投资项目的分红。

公司投资项目持续向公司发放红利，2010 年至 2013 年，来自于投资项目的发放红利统计分别为 4,314 万元、6,152 万元、6,950 万元、5,706 万元，2014 年上半年发放红利总计 6,646 万元，最大的一笔红利来自于山东国托的 4,382 万元，其余的来自于新北洋、通裕重工等几家业绩较好的公司，预计下半年增量红利数较少，2014 年全年的红利同比增速大致在 20% 左右。

表 4：投资项目发放红利统计（百万元）

红利	2010	2011	2012	2013	2014H
新北洋	3.90	5.46	6.19	4.68	3.10
华东数控	3.16	3.16	2.76		
通裕重工	5.99		16.20	13.50	4.05
宝莫股份	5.10	1.70	1.22	1.07	0.98
星华氨纶	18.00	18.00	13.50	4.50	9.00
金宝电子	1.12	1.12			
凯盛化工	1.88	3.75	3.75	2.50	
圣阳电源	1.35		1.35	1.03	
东岳氟硅	1.92	21.60	10.07	8.39	
汇丰电子	0.72				
理研泰山		1.41	1.41	0.94	1.41
泰华电讯		3.50	1.50		
天一化学		1.82			
龙力生物			1.45	2.89	1.88
中创中间件			0.41	0.68	
双轮股份			0.42		
胜达科技			0.81		1.62
华天软件			0.46	0.51	
中农联合				4.95	
山东国托			8.00	8.00	43.82
华天科技				0.36	
科汇电力				2.35	
宏艺科技				0.43	
华信中诚				0.28	
泓奥电力					0.60
合计	43.14	61.52	69.50	57.06	66.46

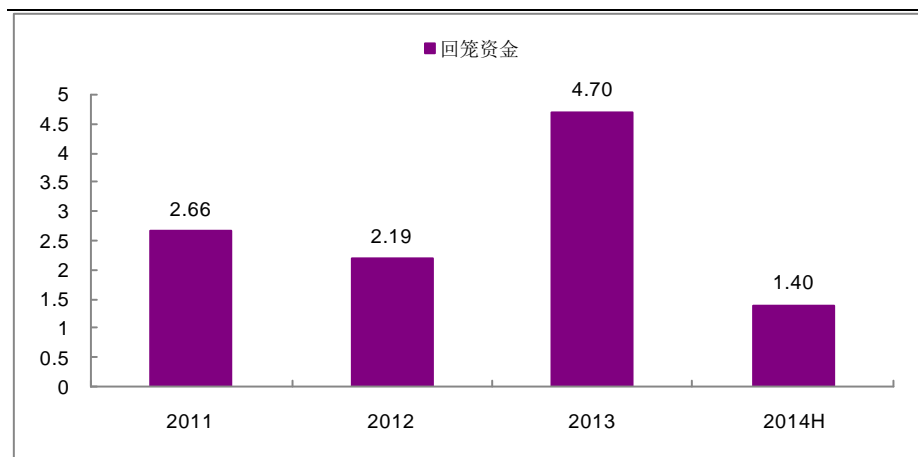
资料来源：公司公告、光大证券研究所

回笼资金的绝大多数是来自于投资项目的退出，根据公司年报数据，2013 年公司通过减持已上市股权回笼资金 4.7 亿元，2014 年上半年，公司通过 3 次对新北洋的减持，以及其他项目的退出，合计回笼资金 1.4 亿元。2014 年下半

年至今，公司已发生新北洋减持 1 次、宝莫股份减持 4 次、圣阳股份减持 1 次，共回笼资金 2.03 亿元，全年至今共回笼 3.43 亿元，再考虑到 4 季度未来的减持，及其他项目的退出，2014 年全年回笼资金在 4 亿元左右。

合计计算来自于分红和项目提出两项的回笼资金，2014 年全年预计为 4.7 亿元左右，而上半年总的项目出资额为 3.15 亿元，也就是说，不考虑融资 4 个渠道的其他 3 个渠道，仅是项目分红和回笼资金就可以一定程度上满足投资项目对资金的大部分需求。

图 4：项目退出回笼资金（亿元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.3、债务计划融资

公司 2012 年 1 月股东大会通过申请发行公司债券，2012 年 3 月获得证监会通过，核准发行规模为不超过 8 亿元。4 月 27 日，第一期发行结束，发行总额为 4 亿元，债券期限为 5 年，票面利率为 6.5%。这一批资金中的 3 亿元用来偿还银行贷款，从被替代的贷款利率来看，大部分贷款利率都在 6.5% 以上，因此，可以节省财务费用，优化公司资本结构。

2014 年 3 月 25 日，公司发行了剩余的 4 亿元公司债额度，票面利率 7.35%，这部分资金主要用于补充运营资金，由于鲁信未来五年计划在北京、上海、深圳、重庆、西安等个城市设立创投业务子公司，以加强在华北、长三角、珠三角及西南地区的业务拓展，这些资金有利于补充公司未来拓展的资金需求。

根据公司债发行办法，对其发行规模上限的规定为发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十，2014 年中公司净资产为 33.97 亿元，按此计算鲁信公司债上限为 13.59 亿元，未来公司净资产绝对额仍保持增长，因此，鲁信未来发行公司债仍有一定空间。

2.4、投资平台募集资金

2010 年以来，公司不断的创设新的投资平台，通过与投资方共同出资，设立基金并参与管理。目前基金管理业务的到账金额在 40 亿左右，已投资金额在 12 亿元左右，鲁信创投在这些基金中的所占份额在 30% 左右，同时，对于管理基金平均收取 1.5% 左右的基金管理费，目前基金管理费在百万量级，尚对公司业绩影响较弱。

这种投资平台的优势在于：

1、鲁信创投、高新投、山东科创这些已有平台由于国资背景，在项目的选择、公司业务拓展等方面都比较谨慎，一些事项需符合上级部门的规范，而与外部合作方共同建立的投资平台可以在一定程度上减少这种束缚，鲁信只是作为合作方的成员，持有的股权在 30%至 50%，投资行为上可以有更多的自由度。

2、一定程度起到了放大杠杆的作用，鲁信总资产 49.23 亿，净资产 33.97 亿，绝大多数的投资项目都是用自有资金进行投资，管理资产总额较少，相对于清科排名中的创投行业前几位的深创投 100 亿左右的资金管理规模、江苏高科技投资集团 200 亿左右的资金管理规模，仍规模较少，因此，与外部合作方共同设立基金，可以快速的增加公司运作杠杆水平，并且未来可以为公司贡献基金管理费收入。

基金平台中大致三分之一的资金来自于政府，这得益于公司的国资背景，公司的国有背景和良好的经营业绩以及多年来建立的信誉，使其不断得到政府资金的支持，也为其利用银行、信托等金融机构的资金奠定了良好的基础。

3、由于鲁信在基金中平均持有 30%左右的股权，因此相较于九鼎、中科等创投企业以收取基金管理费为主的盈利模式，公司可以更多的收益于基金投资项目未来退出时确认的投资收益。

表 5：鲁信 2010 年以来参与创立的投资基金平台项目

2010	<p>公司成功发起设立山东半岛蓝色经济投资基金并开始投资运作。蓝色基金募集资金规模计划为 3 亿美元，公司首期出资 1000 万美元已经到位。蓝色基金由鲁信投资、建银国际等联合组建的蓝色经济投资管理有限公司进行管理和运作。蓝色基金将重点投资于山东半岛蓝色经济区内的优质未上市企业，并培育已投资企业在境内外资本市场上市</p> <p>1、公司与深圳市东华实业（集团）有限公司合作设立了深圳市华信创业投资有限公司并成功运作，公司实施“走出去”战略迈出了第一步。目前华信创投运行良好，报告期内已通过其参股公司投资 2 个项目，投资金额达 0.31 亿元。</p>
2011	<p>2、公司积极加强与省内国家级高新区的战略合作，完成了济南科信创业投资有限公司的发起设立和济宁海达信科技创业投资有限公司的筹备工作。</p> <p>3、蓝色基金完成首期资金募集工作，基金规模达 1.1 亿美元，报告期内已通过其参股公司投资 4 个项目，投资金额达 2000 万美元。</p> <p>4、黄三角基金管理公司已完成注册成立并正式运营，资金募集工作积极推进，报告期内已投资 2 个项目，金额达 0.23 亿元。</p>
2012	<p>1、蓝色基金完成了江西正邦、宁夏共享、香港旭光等 3 个项目的出资，投资金额为 4000 万美元。</p> <p>2、黄三角基金完成了世纪之声、明仁福瑞达的出资，投资金额为 2500 万元。</p> <p>3、公司作为有限合伙人向深圳华信嘉诚创业投资基金合伙企业（有限合伙）（原名称为深圳华信一号创业投资基金）出资 2000 万元，持有其 20%的基金份额。2012 年，深圳华信积极运作，已通过其参股公司及深圳华信嘉诚创业投资基金投资了深圳日上光电、上海思路迪生物、深圳亚略特、河南绿能控股集团、深圳库贝尔生物等项目，投资金额达 7500 万元。</p> <p>4、完成了济宁海达信创业投资有限公司（原名称为济宁市高新创业投资有限公司）的设立。</p> <p>5、淄博高新投完成了对浩霖石化、迪浩耐磨管道等 2 个项目的出资，投资金额达 2740 万元。</p> <p>6、鲁创恒富完成了对万通液压、青岛惠城、恒泰万博等 3 个项目的出资，投资金额达 5790 万元。</p> <p>7、济南科信完成了对明仁福瑞达的出资，投资金额达 1000 万元。</p>
2013	<p>1、黄三角产业投资基金。在金融创新方面，设立博龙石油装备产业股权投资基金，优先投资于东营市石油装备制造制造业；与思科公司、国家开发银行金融公司（国开金融）共同设立国开思科新城镇发展基金，重点投向一级土地开发项目。年内完成对麒麟刹车片、阳光生态园林项目等 8 个项目的投资决策，完成对外投资 3.38 亿元。</p> <p>2、蓝色经济投资基金立足香港并向内地市场延伸，年内完成珠光控股、兆和集团、恒大集团等项目的投资工作；完成对匹克体育（HK01968）项目二级市场股份受让工作。</p> <p>3、淄博市高新技术创业投资有限公司完成对磊宝耐火材料公司的投资工作；公司发起设立的鲁信厚源基金、青岛鲁信康大基金均已完成管理公司设立。</p> <p>4、与济宁政府合作完成了济宁同泰股权投资中心（有限合伙），基金管理公司（济南通泰投资咨询有限公司）已完成设立注册。基金规模 1 亿元，首期 5000 万元已经到位。</p> <p>5、完成深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）的设立工作，基金规模 2 亿人民币，基金首期出资已经到位。完成对大洋泊车、绿能控股二轮增资、古鳌电子、亚略特等项目的投资决策，投资金额 5220 万元。</p>
2014H	<p>1、黄三角产业投资基金。融资方面，上半年对外发行金月季二号理财产品，实现融资 3620 万元。投资方面。一是，定向投</p>

资东营经济技术开发区国有资产运营有限公司（国资公司），用于支付东营经济技术开发区（开发区）基础设施工程款。项目投资规模为 5600 万元，投资期限为 6 个月，借款方具有较强的还款能力。二是，爱家地产为东营市政府招商引资项目。项目投资规模 5600 万元，投资期限 6 个月，项目公司用土地作为抵押，抵押物预评价值 1.4 亿元。三是，基金公司考察储备了东营泰恩斯动力、山东合力车轮股份、天津济润石油海运服务等多个优质项目。

2、蓝色基金。蓝色基金 2014 年上半年基金投资的 Pre-IPO 业务总体稳定：LDK 项目正在积极推进重组进程；江西正邦项目计划 2015 年 1 月递交上市申请以便在香港上市；宁夏共享项目进展正常，公司已同意按照投资条款进行提前赎回。截至 2014 年 6 月 30 日，蓝色基金已投资金额为 10,955 万美元（包含 SPC 投资的 873 万美元）。蓝色基金 2014 年上半年累计实现投资收益 365 万美元，净利润 233 万美元。

资料来源：公司年报

2.5、行业情况

整个创投行业的资金募集情况在 2012 和 2013 两年是处于萎缩期，根据私募通的数据统计，2012、2013 年新募集的创投基金的数额分别为 93.12 亿美元和 69.19 亿美元，相对于 2011 年 282.02 亿美元的高点有明显的下降。具体的原因是下面几点：

1、2012 年由于华夏银行事件，银监会年初会议决定各银行禁止出售股权投资类产品，使创业投资市场募集渠道受到一定程度堵塞；

2、境内 IPO 全年紧闭，退出严重受阻，部分 LP 资金周转遇到一定困难，对于新基金投资步伐放缓；

3、由于投资和退出的速度放缓，创投机构主动调整策略，放缓基金的募集工作。

但 2014 年以来，由于 IPO 重新开闸，新三板扩容推进，同时并购在退出渠道中所起的作用逐渐显著，创投基金的募集情况又在有所好转，上半年创投基金募集量为 67.62 亿元，同比增长 57.2%。

鲁信由于投资大多使用自有资金，而与外部合作的投资基金的资金来源中，三分之一以上来自于政府资金，因此并没有受 2012、2013 行业放慢的影响，一定程度上，鲁信的资金募集从自有资金、回笼资金、债券资金、基金平台这 4 个来源上，保持着稳定的运作节奏，足以满足经营中的投资资金需求。

图 5：创投行业基金募集总量



资料来源：私募通

图 6：创投行业基金募集个数

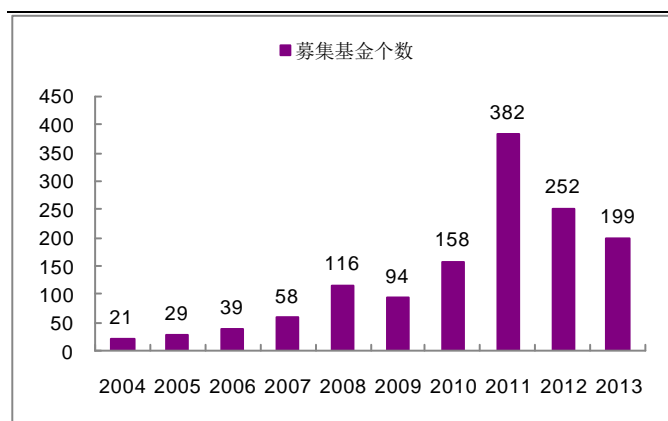
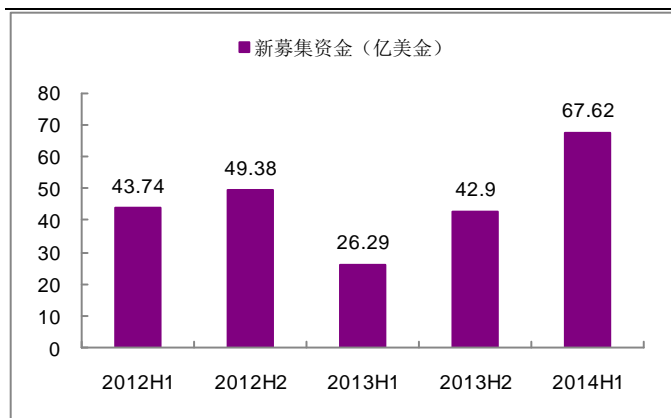


图 7：2014H 创投行业资金募集总量好转



资料来源：私募通

图 8：2014H 创投行业资金募集数好转



3、良好的投资表现

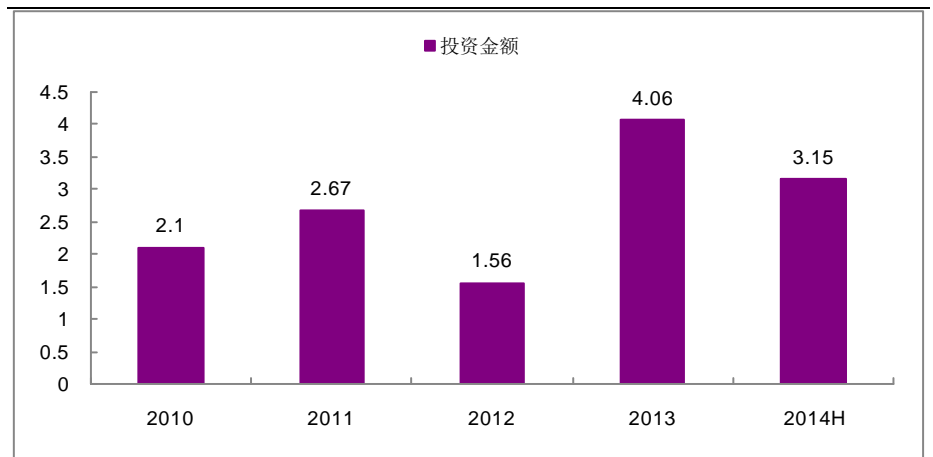
3.1、公司已投资项目分析

公司目前每年通过高新投投资的资金在 4 亿元左右，每年投资项目数量在 5-10 个，投资的项目大多是成长性的行业或是国家扶持的行业，预计将获得较好的投资回报水平。

从公司高新投交易时公布的投资项目及后来每年公告公布的投资项目的行业分布统计，56 个项目中，把投资平台类的剔除，剩余项目中，行业最集中的是电子元器件、机械设备、化工三类，占比分别达到了 26%、22%、18%，这一特征，与山东地区机械、电子企业集中的特点相吻合。

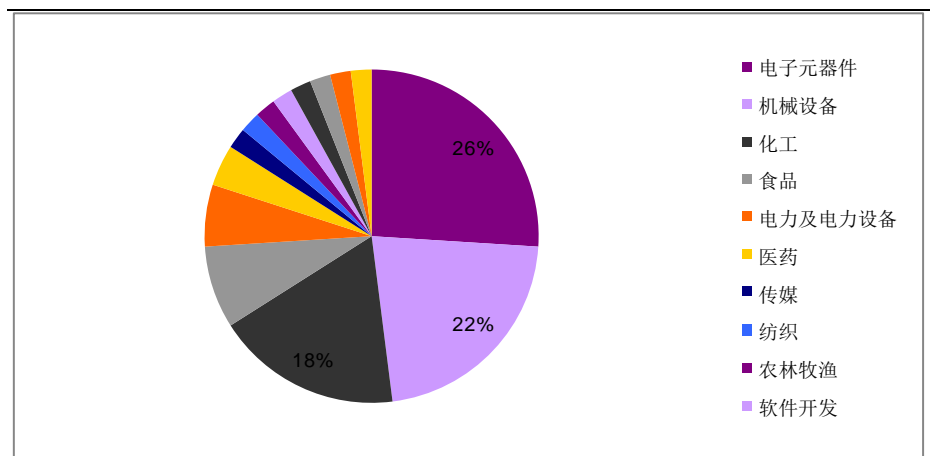
从整个创投行业的投资趋势来看，目前创投投资项目的集中行业在生物技术及健康产业、科技及通信行业、互联网及文化产业、新能源环保产业、化工、高端制造业、消费类行业。高新投之前投资了大量的电子元器件项目，近年来，公司除了传统的强项行业机械设备类外，也出现了医药类明仁福瑞达、传媒类世纪之声、通信类信威通信这些投资项目。同时鲁信的特点是自有资金投资占绝大部分，投资风格相对更加稳健，投资于自己擅长的机械、电子、化工类行业更为稳妥。

图 9：公司历年投资金额（亿元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 10：公司投资项目行业分布（从已公告项目数量统计）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 6：公司历年投资项目列表（已公告项目）

年份	项目名称	投资额 (万元)	股权占比
2010 年	潍坊胜达	2,430	18.00%
	莱芜金鼎	2,500	9.42%
	合力化工	3,500	20.00%
	胜达科技	2,430	18.00%
	双轮股份	4,980	15.09%
	圣阳股份	3,420	18.00%
	凯盛生物	1,760	16.00%
	2011	方圆有色	1,800
新煤机械		联信投资出资 2950 万元	10.00%
奔速电梯		2,000	20.40%
华夏茶联		2,000	10.26%
中农联合		4,000	12.12%
浪潮华光		1,900	1.67%
华东重装		10,000	10.00%
惠城公司		1,599	5.00%

年份	项目名称	投资额 (万元)	股权占比
2012	彼岸电力	2,000	16.00%
	双轮股份	529	15.09%
	连城集团	5,014	11.02%
	明仁福瑞达	3,000	4.29%
	泓奥电力	858	19.55%
	山东科创	2,000	16.00%
	世纪之声	1,500	3.46%
2013	青岛众和	1,800	22.30%
	明波水产	4,356	15.00%
	远大模具	390	1.83%
	信威通信	3,000	0.15%
	远大模具	2,644	13.82%
2014	远大模具	453	13.82%
	恒基达鑫	3,745	1.85%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

3.2、稳定的投资人才队伍

一定程度上，创投行业可理解为一个人力资源行业，投资人才对于公司有着至关重要的作用，鲁信旗下高新投专业投资团队现有 60 人左右，所有项目经理都具有从事创业投资行业所需的各类专业背景和丰富的投资经验，具备发现优质企业、把握投资机会、进行规范化投资运作、提供有效增值服务的能力。而且人才队伍一直保持较好的稳定性，离职人员相对数量非常少。

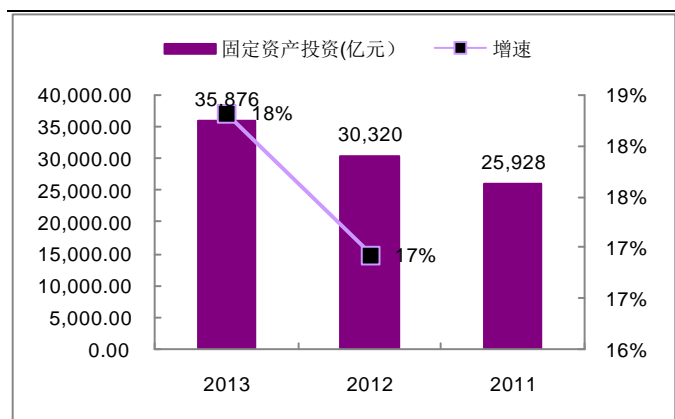
从领导层面来看，公司领导有着长时间在投资行业工作的经验。董事长崔剑波的任职经历为：曾任山东省国际信托投资公司项目评审部经理、基金总部副总经理兼基金投资管理部经理，山东省国际信托投资有限公司总经理，山东省鲁信投资控股公司总经理助理兼山东省国际信托投资有限公司总经理，山东省鲁信投资控股公司董事、党组成员、副总经理等职务。

3.3、山东地域优势

鲁信是山东省内具有国资背景的创投公司，控股股东鲁信集团是山东国资委全资控股，地区优势非常明显。山东省作为快速发展的经济大省，连续多年实现了全省生产总值平均 15% 以上的高增长。从山东省确定不但要做经济大省，而且要做经济强省的目标以来，科技型、创新型中小企业蓬勃发展，山东省内拥有大量的优质项目资源。高新投现阶段仍以山东省为主要投资区域，凭借强大的地缘优势，高新投将拥有大量优质的项目资源。

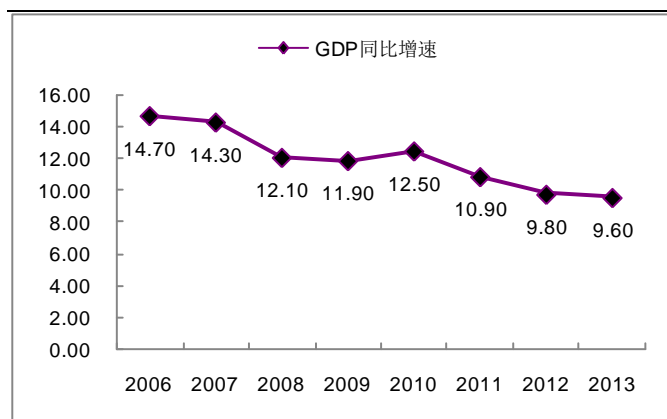
同时公司正在进行着向省外扩张的步骤，公司未来五年计划在北京、上海、深圳、重庆、西安等五个城市设立创投业务子公司及下属分支机构，加强在华北、长三角、珠三角及西南经济热点地区的业务拓展，扩大经营区域，进行“横向投资”，增强市场影响力。目前已在深圳设立了华信创投，在上海自贸区设立了上海隆奕。

图 11: 山东省固定资产投资累计增速



资料来源: Ifind

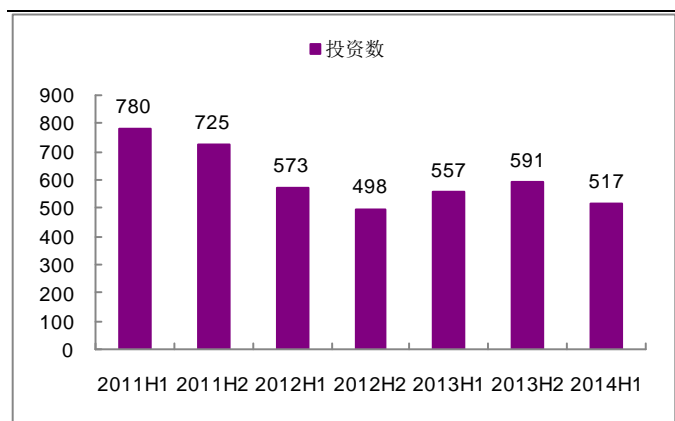
图 12: 山东省 GDP 增速 (单位%)



3.4、行业情况

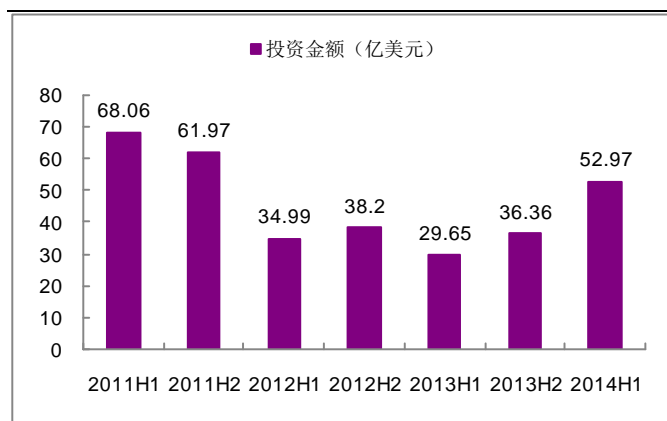
从整个创投行业的投资情况来看,根据私募通的数据,2014年上半年发生的投资案例是517起,披露的金额为52.96亿美元,投资金额同比上升78.6%,环比上升45.7%,可以看出,创投行业的投资速度实际是被退出情况倒逼的,2010、2011年当退出情况顺畅时,投资的数额较多,2012、2013年IPO暂停导致退出不畅,投资情况也直接萎缩,而现在IPO重启、新三板扩容、并购市场进入加速器,3种退出渠道一同发力,使投资情况跟随修复,这种从退出修复传导至融资和投资的推动效应是我们近期看好鲁信创投的重要理由。

图 13: 2014H 创投行业投资好转



资料来源: 私募通

图 14: 2014H 创投行业投资金额好转



4、投后管理和投资退出

投后管理和投资退出我们合并到一起分析,因为优秀的投后管理的直接显性指标就是成功的投资退出情况,两者是互相融合的。

4.1、退出渠道的扩展-IPO 重启至未来注册制

我们强调的观点是，对于创投行业来说，“募投管退”四个环节中，项目退出实现投资收益，是创投企业利益的实现，它的畅通与否，直接影响到“募投管”的动力，创投行业前两年整体的较低迷态势，是由于 IPO 暂停造成的，而现在从大势上来看，至少 3 点利好是肯定的：IPO 重启直到未来注册制的实现、新三板的扩容、并购退出的增多，我们从这三个方面进行分析。

创投行业主要的退出方式包含了 IPO、并购、股权转让、约定回购，当然还包括最差情况下的清算。

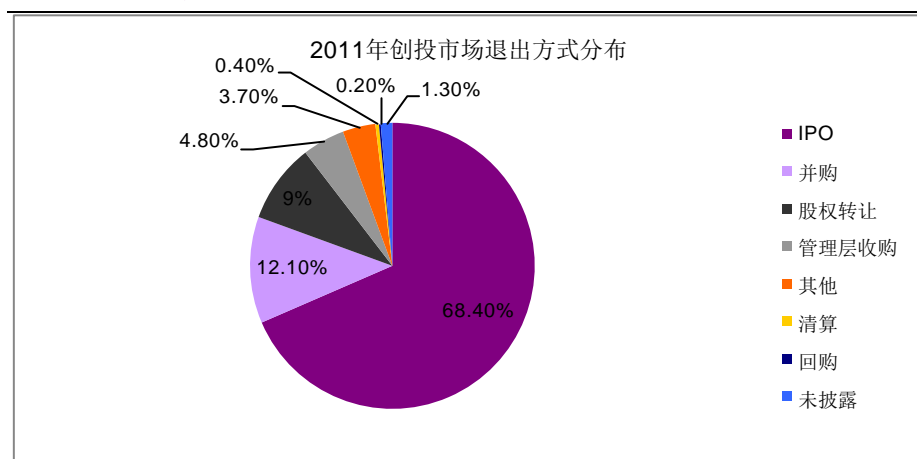
根据清科集团对已披露创投案例数据的统计，2011 年时，通过 IPO 退出的案例占当年总量的 68.4%，2012 年时这一数据为 58.5%，2013 年这一数据已经减退为 14.3%，在 IPO 暂停下的被逼无奈，创投行业只好寻求并购、回购等其他退出方式。

图 15：创投市场每年退出案例统计



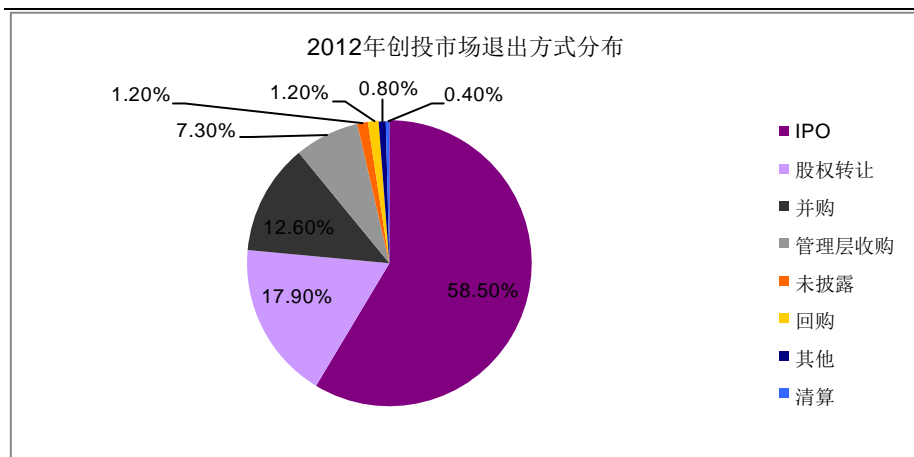
资料来源：私募通

图 16：2011 年创投市场退出方式构成



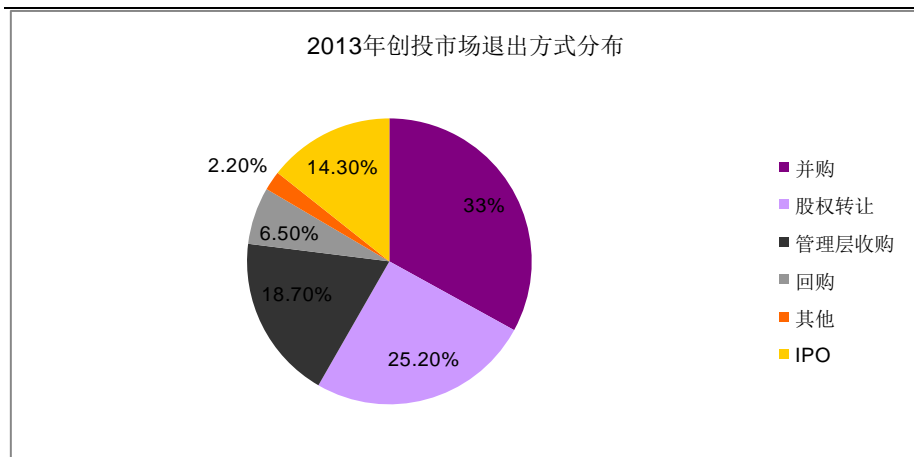
资料来源：私募通

图 17：2012 年创投市场退出方式构成



资料来源：私募通

图 18：2013 年创投市场退出方式构成



资料来源：私募通

首选的退出方式为 IPO，我们可以大致评估采用 IPO 退出的收益水平。评估的范围是创投行业投资较集中的互联网、生物医药、电信及服务、物流、清洁技术、传媒这 6 个行业（根据清科集团 2013 年统计结果）。创投行业起始于 2011 年至 2012 年附近，在初期由于市场竞争度低，创投入股的估值较低，通常是 1 倍 PB，至 2014 年，随着创投市场参与个体的增加，入股成本呈现上升趋势，根据我们的调研，目前入股的估值平均在 10 倍 PE 水平左右。我们在 Ifind 中提取了这 6 个行业用整体法计算的市盈率，互联网 61.9 倍、生物医药 45.0 倍、电信 65.2 倍、物流 24.5 倍、清洁技术 46.9 倍、传媒 55.7 倍。

对 IPO 情形的评估假设为，如果创投按 10 倍 PE 入股，项目持有时间平均为 6 年（至 IPO 后解禁期结束），6 年里公司盈利每年按 10% 增长，公司顺利 IPO，6 年后公司估值水平按照我们统计出的表 8 水平，此时计算年平均投资回报率，最终的结果互联网 166%、生物医药 116%、电信及服务 176%。

对假设进行修改，创投投资的项目中，10% 最终实现了 IPO（从目前创投运行的结果来看，10% 的假设比较符合实际情况）。同时由于创投投资的公司大多处于成长期，盈利增速较快，因此将年利润增速调整为 30%，此时作为创投公司整体的回报水平，互联网 33%、生物医药 20%、电信及服务 36%。

IPO 情况下每年 30% 左右的投资回报水平意味着，目前 IPO 的重新放开，对未来创投行业的正常增长是一个极大的利好。

需要注意的是，30% 的评估结果是建立在目前 IPO 不畅，项目成功率为 10% 的假设基础上，未来随着 IPO 恢复至正常速度，10% 的成功率就是一种偏低假设，30% 的评估结果是非常保守的。

表 7：创投行业投资集中行业（2013）

2013 创投行业投资金额集中行业（亿美元）	
互联网	10.75
生物医药	8.76
电信及服务	6.36
物流	5.03
清洁技术	3.84
传媒	3.36

资料来源：私募通

表 8：创投集中行业市盈率水平及预测年平均投资回报率

	市盈率（整体法）	年平均投资回报率	年平均投资回报率(10% 的项目实现 IPO)
互联网	61.9	166%	33%
生物医药	45.0	116%	20%
电信及服务	65.2	176%	36%
物流	24.5	56%	3%
清洁技术	46.9	122%	21%
传媒	55.7	148%	28%

资料来源：私募通、光大证券研究所（年平均投资回报率=（收益-本金）/投资年限/本金）

2013 年 11 月 30 日，证监会在《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中明确，逐步贯彻三中全会关于“推进股票发行注册制改革”的要求。同时近期证监会发言人张晓军表示年底推出注册制改革方案。从改革方案的出台到最终注册制的实现，我们不认为是一个短期内可以达到的目标，但我们认为，如果未来中长期内能实现注册制，对创投行业是一个明显的利好作用。未来会实现注册制这一结论是确定的，至于它实现的时点对目前的鲁信创投来说并不重要，鲁信创投在未来 2 年左右的时间内依赖已上市项目的减持足够维持较好的业绩增速，因此并不对注册制短期内的实现形成依赖。

在之前的计算中有两项假设，我们根据目前的行业估值结果来模拟 IPO 后的估值水平；同时假设投资项目中有 10% 的成功 IPO 比例。我们认为，创投行业按 IPO 退出的最终业绩实现的简化公式为：

创投公司按 IPO 退出的业绩=退出时的项目估值水平*成功 IPO 的比例

注册制的实现会拉低股市的估值水平，这是市场的共识，由于股票的审批发行制度给股票带来了壳价值，注册制使壳价值消失，从而使整体的估值水平下降，具体的下降幅度我们难以预测，从 AH 股的溢价水平中可以模糊的估算一下壳价值，86 支 AH 股票，按整体法计算 AH 溢价率，大致在 20% 左右，尽管 AH 溢价并不一定完全是由于壳价值的原因，但我们只能尽可能的从相似的事情中建立假设，因此假设注册制实现后的估值水平会降低 20%。

但是此时，由于注册制下，满足条件的股票可以批量化的上市，和目前的 IPO 堰塞湖现象完全不同，也就是说，成功 IPO 的比例这一参数会大幅度上升，我们假设这一比例会提升至 30%。（我们认为注册制下 30% 的比例是一个保守估计）。在此种假设下计算投资回报率，我们会发现，投资回报率对于估值降低的敏感性远小于 IPO 成功率提升的敏感性，最后的投资回报率大幅提升。互联网、生物医药、电信服务的年平均投资回报率分别达到 88%、59%、93%。

敏感性分析：我们将业绩增速假设从 30% 降低至 20%（对于成长企业来说，20% 业绩增速是一种保守型估计），此时的投资回报率在 30% 左右。

这个测算的结果说明，一旦注册制实现，对于创投行业的退出业绩会构成确定性利好。

表 9：注册制情境下的模拟投资回报率测算

	市盈率假设（估值降低 20%）	20%业绩增速假设下的投资回报率	30%业绩增速假设下的投资回报率
互联网	43.3	48%	88%
生物医药	31.5	30%	59%
电信及服务	45.6	51%	93%
物流	17.2	9%	25%
清洁技术	32.8	32%	63%
传媒	39.0	41%	77%

资料来源：私募通、光大证券研究所

4.2、退出渠道的扩展-新三板扩容

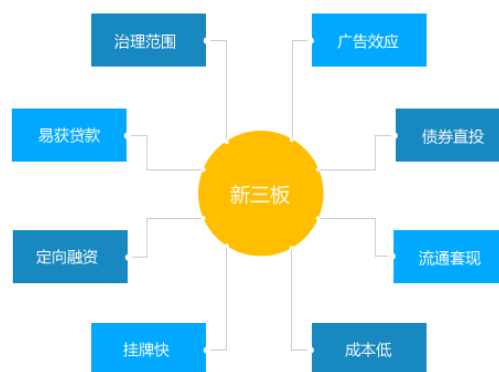
鲁信项目中的胜达科技已经在新三板挂牌，目前静态市盈率 38 倍，市净率 3.47 倍。

2012 年时，新三板挂牌企业共 127 家，总股本 39.36 亿股。现在，根据 Ifind 中的数据，新三板挂牌企业 1258 家，总股本 692.86 亿股，整体的发展速度是爆炸式的。

新三板由于目前交易还是不连续的，统计整体的估值水平没有意义，但我们可以挑选出几支股票看下其估值水平。从 Ifind 中提取数据，新三板 PB 估值大致在 4 倍左右。

对于鲁信来说，现在还没有对胜达科技进行减持，尚未通过退出实现投资收益。对于目前的新三板，企业挂牌的意义在于更市场化的定价、更方便的转让、以及更容易的融资。我们认为，对于创投基金，未来随着做市商的实现，新三板将提供新的退出通道，由于做市商承担着承接卖出股票的义务，因此创投基金完全可以抛出股票来实现退出。

图 19：新三板目前对于企业的意义



资料来源：光大证券研究所

4.3、退出渠道的扩展-并购退出

4.3.1、并购可以实现快速退出获利

公司近期的两笔并购退出案例代表着一个新的方向，通过已上市公司并购公司手中的项目，实现比直接 IPO 更为快速的退出。

并购退出 1:

2014 年 5 月 13 日，山高新投以所持凯盛新材股权置换已上市公司华邦颖泰股权，具体为华邦颖泰为购买凯盛新材 25% 的股权新发行 632.10 万股股份，占公司股权比例 0.93%，同时现金支付 17.98 百万元，鲁信通过这次交易实现投资收益 7 千万元。

凯盛股份 2010 年开始投资，投资成本为 31.1 百万元，按本次交易结果计算，投资年 IRR 高达 40%，简单年平均投资回报率（年平均投资回报率=收益/投资年限/本金）为 63%。

并购退出 2:

2014 年 9 月 26 日，高新投所持北京信威通信技术股份有限公司 0.15% 的股权由中创信测采用发行股份的方式购买，交易后，高新投持有信威集团（原中创）限售流通股 410.21 万股，持股比例为 0.14%，股份锁定期为 36 个月，高新投实现投资收益 5.28 百万元。

信威通信是公司 2013 年 9 月投资，投资成本 3 千万元，按交易结果计算，IRR 为 16.4%。

4.3.2、并购初始是被 IPO 暂停倒逼出的退出方案

并购退出已成为创投企业目前关注的退出方式，之前由于 IPO 暂停，创投企业不得不寻找新的退出方式，2011 年并购退出在总退出方式中的占比为 12.1%，2012 年的占比为 12.6%，而 2013 年这一比例已经上升为 33%。

根据清科集团的分析数据，2013 年，中国市场全年共完成并购 1,232 起，同比上升 24.3%，涉及的并购金额达 932.03 亿美元，同比涨幅为 83.6%。

根据清科集团的分析数据，行业方面，在并购金额方面，能源及矿产行业排名第一，披露金额的 142 起案例涉及交易额 295.18 亿美元，较 2012 年增长 32.8%；房地产行业在并购金额方面第二名，完成交易的金额为 142.75 亿美元，同比涨幅达 265.7%，第四季度绿地集团 50 亿美元收购布鲁克林大西洋广场地产项目，对该行业在 2013 年的表现造成很大影响；金融行业 2013 年第三，完成交易的金额为 135.44 亿美元，较 2012 年的 20.71 亿美元激增 554.0%。

4.3.3、政策利好是对并购的推动因素

2014 年 3 月 25 日，国务院下发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，其中的要点包括：

一，取消上市公司收购报告书事前审核，取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外），对上市公司要约收购义务豁免的部分情形取消审批。

二，地方国有股东所持上市公司股份的转让，下放地方政府审批。

三，允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式，研究推进定向权证等作为支付方式。

四，对上市公司发行股份实施兼并事项，不设发行数量下限，兼并非关联企业不再强制要求作出业绩承诺。

五，改革上市公司兼并重组的股份定价机制，增加定价弹性。

取消事前审批，不设发行数量下限，《意见》的下发大大增加了上市公司在购并时的灵活度，从政策上推进了上市公司购并重组的向前发展。

4.3.4、并购重组有着企业内在的需求

华泰联合总裁刘晓丹女士认为真正的并购是指围绕公司的战略，基于产业发展逻辑的并购。

以华邦颖泰与凯盛新材的案例来看，它就属于产业链整合的一种，华邦颖泰本身是一家化工公司，有着向大型精细化工企业发展的战略，凯盛新材主要产品为氯化亚砷、对/间苯二甲酰氯、氯醚、聚醚酮酮等，是细分化工行业中的领先企业，对其并购是华邦颖泰向上游产业链细分行业的扩张，符合公司的发展战略。

我们认为并购退出在目前 IPO 还处于堰塞湖状态下，是一种退出渠道的有力补充，可以使公司近几年投资的项目实现较快速退出，从收益情况来看，不同的案例结果差异较大，华邦颖泰的整合中收益率与 IPO 已经相差不多，而北京信威的案例，由于中创的目的是实现借壳上市，只是购买壳价值，因此收益相对较低，但无论是 40%IRR 还是 16.4%IRR，相比其他的退出方式低于 10% 的表现，都已经非常优异，而与实业经营相比，全部 A 股在没有剔除金融股状态下的 2013ROE 为 12.6%，并购退出具有明显优势。

4.4、鲁信持有的项目的投资收益情况

4.4.1、从持有股权的市值来分析

公司 2009 年之前的项目退出大多采用回购的方式，即使考虑到分红回报率也表较低，通常不高于 10%。

表 10: 2009 年之前的项目退出 (退出项目的年均收益率= (投资收益÷投资额) ÷ 资金占用时间) (万元)

年份	项目名称	累计投资额	累计分红	回收投资	投资收益	年均收益率
2004 年	国风药业	2,000	0	2,300	300	7.50%
2005 年	昌润纺织	500	436	824	760	76.00%
2006 年	玻璃纤维	6,000	521	9,732	4,253	14.18%
2007 年	视网联	655	238	602	185	4.71%
	大华大陆	12,000	0	12,834	834	1.74%
	大华投资	100	0	98	-2	-0.50%
	大众网通	850	0	850	0	0
	本年合计	13,605	238	14,384	1,017	
2008 年	天维膜	350	0	427.16	77.16	3.67%
	只楚股份	1,375	92.22	1,579.22	296.4	5.39%
	本年合计	1,725	92.22	2,006.38	373.56	
2009 年	滨化创投	750	0	854.87	104.87	4.00%
	康威通信	420.00	0	545.98	125.98	6.31%
	本年合计	1,170	0	1401	231	

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

之后随着一批企业的上市, 公司近两年的投资收益主要来自于已上市股票的减持。目前公司项目中已上市的股票有: 华东数控、新北洋、宝莫股份、圣阳股份、通裕重工、龙力生物、华邦颖泰这 7 支,

2014 年主要减持的股票是新北洋、宝莫生物、圣阳股份这 3 支, 2014 年下半年, 新北洋减持 2 次, 回笼资金 66.38 百万元; 宝莫股份减持 4 次, 回笼资金 118.37 百万元; 圣阳股份减持 1 次, 回笼资金 50.60 百万元。

以目前 2014 年 11 月情况来看, 鲁信手中持有的 7 家公司的股权, 按目前市值计算, 价值 27.40 亿元。如果我们假设将这些股份按目前市值全部减持, 按 2014H 账面价值计算, 可以实现投资收益 14.94 亿元。

这是我们对鲁信进行推荐的重要原因, 鲁信 2014 年 3 季报的业绩归属于上市公司股东的净利润 3.19 亿, 如果鲁信在 4 季度再对新北洋或是宝莫

股份进行 1 至 2 次的减持，按 3 季度的减持程度来看，预计回笼资金 7 千万元左右，实现投资收益 5 千万左右，考虑到税的影响，2014 年全年净利润预计达到 3.55 亿左右，同比增速可以达到 33% 左右。

在我们模拟情况下的 4 季度减持后，鲁信手中的 7 家公司的市值仍然达到 26.70 亿元，如果按 26.70 市值立刻变现的话，可实现投资收益 14.44 亿元左右，按 25% 税率影响假设，净利润 10.83 亿元。10.83 亿元净利润与 2013 年净利润 2.66 亿元，2014 年净利润 3.55 亿元相比，考虑到还有分红收入的影响，按 40% 业绩增速测算，也可以支撑公司 2015、2016 两年的业绩情况。这意味着，即使在公司什么都不做，没有新的项目实现 IPO 或是购并退出的情况下，也能在未来 2 年内保持 40% 左右的业绩增速增长。

动态的看，未来还有购并退出、新三板做市商交易、IPO 及 IPO 注册制实现这 3 类退出渠道扩容，因此公司业绩增速有较好保障。

表 11：7 支股票市值统计

代码	名称	2014H 持股比例	2014H 账面价值 (百万元)	最新持股比例	最新持股数量 (百万股)	总市值 (百万元)	持股市值 (百万元)	模拟最新账面价值 (百万元)	模拟投资收益 (按现时市值)
002376	新北洋	5%	88.76	4.19%	25.14	7,452.00	312.24	74.38	237.86
002248	华东数控	17.77%	179.67	17.77%	55.27	2,546.06	452.44	179.67	272.77
002476	宝莫生物	5%	50.47	3.27%	20.03	5,734.44	187.52	33.01	154.51
002580	圣阳股份	3.84%	63.61	1.82%	1.99	2,215.28	40.32	30.15	10.17
300185	通裕重工	15%	528.23	15%		5,787.00	868.05	528.23	339.82
002604	龙力生物	15.52%	284.38	15.52%		4,807.14	746.07	284.38	461.69
002004	华邦颖泰	0.96%	116.24	0.96%		13,851.03	132.97	116.24	16.73

资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.4.2、从持有项目角度分析

对于目前公司业绩贡献主力新北洋、宝莫股份、圣阳股份 3 个项目，我们可以从回报率的角度来分析，简化来看，我们不再考虑分红等因素，仅从现金流的角度来分析这 3 个项目的 IRR。

新北洋投资两次，2004 年 12 月投资 1017 万元，2008 年第二次投资 1542 万元，之后从 2011 年起进行了 11 次减持，我们仅用投资金额和回笼表资金构建出现金流，不考虑分红的情况下，新北洋项目 IRR 高达 164.9%。

需要强调的是，IRR 指标按复利计算，在中长时间里复利的影响是非常惊人的，如果只是按简单的年均收益率法计算的话，新北洋的收益率可以达到 521.0%。

表 12：新北洋项目 IRR

新北洋	(万元)
2014 年 12 月	-1017.00
2008 年 12 月	-1542.00
2011 年 6 月	13677.34
2013 年 4 月	3884.98
2013 年 5 月	4592.75
2013 年 5 月	4162.63

2013年8月	2676.52
2013年9月	3056.53
2013年9月	3399.26
2014年1月	3136.47
2014年2月	3242.78
2014年6月	2860.61
2014年8月	3396.11
2014年8月	3242.37
2014年11月	31224.00 (按目前市值计算)
IRR	164.90%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

宝莫股份2001年9月第一次投资1600万,2005年第二次投资800万,2012年之后进行了9次减持,由于初始投资时间在2001年,因此IRR较低,但也有32.09%。

表 13: 宝莫股份项目 IRR

宝莫股份	(万元)
2001年9月	-1600.00
2005年12月	-800.00
2012年8月	9209.43
2013年4月	4566.38
2013年5月	3799.69
2013年5月	4550.98
2013年6月	2853.71
2014年7月	2707.52
2014年8月	2943.56
2014年8月	2673.42
2014年8月	3512.88
2014年11月	18752.00 (按目前市值计算)
IRR	32.09%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

鲁信对圣阳股份2009年8月投资3420万元,按现金流计算出IRR为42.26%。

表 14: 圣阳股份项目 IRR

圣阳股份	(万元)
2009年8月	-3420.00
2013年5月	3405.03
2013年7月	3777.75
2014年7月	5059.58
2014年11月	4032.00 (按目前市值计算)
IRR	42.26%

资料来源：

4.4.3、从项目潜力的角度

公司项目具有较健全的梯队，已上市的 7 家公司，天力干燥目前正在过会阶段，第二梯队中，双轮股份、高新润农、惠城石化、宏艺科技等已启动上市程序。我们也可以更为直接的通过对公司项目财务数据的分析，来看哪些项目已达到主板、中小板、创业板、新三板的上市要求。

从公司披露数据的持有项目财务分析来看，目前符合主板\中小板上市条件的有 5 家，龙力生物、双轮股份、高新润农、中创中间件、理研泰山。符合创业板条件的有 6 家，泰华电讯、星华氨纶、华芯半导体、华天软件、胜达科技、奔速电梯。由于新三板没有设财务要求，主要条件是企业存续满 2 年，主营业务突出，这一点鲁信大多数的项目都符合要求，剩余项目可以大规模的在新三板挂牌，未来通过做市退出或协议退出。

因此从项目潜力来看，公司拥有健全的梯队，可以通过 IPO、新三板、并购等多种方式实现退出获益。

表 15：公司项目总资产、净资产（一些栏目没有数据是因为当时公司还未进行投资该项目）（万元）

	2011 总资产	2012 总资产	2013 总资产	2011 净资产	2012 净资产	2013 净资产
理研泰山	12,642	12,514	13,548	10,198	11,070	11,821
济南科信	3,023	3,047	3,089	3,016	3,048	3,090
黄三角基金	5,705	5,370	9,660	3,668	3,310	3,375
海达信	#N/A	1,844	1,870	#N/A	1,839	1,869
济南通泰	#N/A	100	103	#N/A	100	90
华信中诚	2,610	2,743	2,099	1,000	2,686	533
华信迅达	507	506	506	507	506	506
新北洋	152,552	170,658	236,537	129,088	143,738	164,991
青湖电子	13,509	12,212	10,496	9,622	8,940	7,342
华东数控	282,159	308,059	269,296	116,346	120,277	98,289
龙力生物	211,664	246,715	258,962	164,991	171,532	177,724
通裕重工	589,597	631,446	678,748	360,430	368,410	373,875
泰华电讯	21,113	19,508	29,167	14,100	12,261	15,907
中新消防	146	130	127	-587	-656	-669
中食都庆	4,288	3,657	3,037	3,474	3,415	2,997
宝莫股份	#N/A	105,298	111,883	#N/A	97,387	100,285
中创中间件	9,945	13,099	16,007	7,152	11,621	12,222
星华氨纶	35,074	28,587	28,766	28,893	25,338	25,952
淄博高新投	6,294	6,317	11,559	6,314	6,351	11,570
天一化学	45,183	51,518	61,435	13,164	14,460	14,452
华芯半导体	37,162	43,764	45,475	32,324	32,429	33,576
金宝电子	239,548	237,261	236,872	53,215	46,353	36,166
凯盛股份	17,448	21,163	24,974	14,899	15,997	18,884
圣阳股份	104,796	132,711	148,448	72,441	80,026	81,314
东岳氟硅	215,421	185,705	169,881	108,665	102,638	84,752
高新润农	42,571	73,660	93,543	13,508	23,023	25,134
双轮股份	63,934	71,409	84,628	23,923	34,290	36,260
福瑞达生物	9,924	10,465	11,348	8,969	9,572	8,421
胜达科技	10,629	15,058	15,754	8,713	9,694	10,387
方圆有色	13,136	12,644	28,735	12,483	12,650	12,746
威海联信	2,958	2,956	2,956	2,957	2,956	2,956

奔速电梯	10,361	12,126	12,503	6,979	7,702	8,211
齐思软件	689	155	736	520	-46	449
华天软件	8,251	9,453	10,142	6,441	6,964	7,710
健牧生物	1,873	1,899	1,755	610	443	300
蓝色基金	4,381	#N/A	13,780	4,197	#N/A	12,427
汇丰电子	11,678	11,913	10,297	3,436	3,490	2,257
鲁信海外	#N/A	29,665	26,047	#N/A	16,459	18,616
泓奥电力	#N/A	#N/A	8,379	#N/A	#N/A	6,106
鲁信金控	#N/A	#N/A	160,447	#N/A	#N/A	87,250
明波水产	#N/A	#N/A	18,529	#N/A	#N/A	9,296
众和恒业	#N/A	#N/A	20,500	#N/A	#N/A	5,479
康大投资	#N/A	#N/A	300	#N/A	#N/A	300
广发鲁信	#N/A	#N/A	5,450	#N/A	#N/A	5,450
齐鲁财务	#N/A	#N/A	200	#N/A	#N/A	200
厚远投资	#N/A	#N/A	200	#N/A	#N/A	200

资料来源：公司年报，光大证券研究所

表 16：公司项目营收、净利（一些栏目没有数据是因为当时公司还未进行投资该项目）（万元）

	2011 营收	2012 营收	2013 营收	2011 净利	2012 净利	2013 净利
理研泰山	13,923	14,504	14,691	1,753	1,313	1,082
济南科信	0	9	0	17	32	42
黄三角基金	0	0	745	-332	-359	66
海达信	#N/A	0	0	#N/A	9	30
济南通泰	#N/A	0	0	#N/A	0	-9
华信中诚	0	150	382	0	143	24
华信迅达	0	0	0	-3	0	0
新北洋	65,886	75,638	85,586	16,566	20,745	23,574
青湖电子	6,065	4,552	4,065	-397	-682	-1,598
华东数控	62,664	37,299	33,580	2,124	-12,508	-22,099
龙力生物	123,256	101,417	90,321	8,567	7,212	7,198
通裕重工	123,596	138,650	165,210	18,485	13,593	6,138
泰华电讯	16,200	12,473	21,401	2,795	-1,068	3,528
中新消防	0	0	0	-902	-69	-13
中食都庆	2,359	1,370	1,302	204	-59	-419
宝莫股份	#N/A	58,118	68,498	#N/A	5,117	4,698
中创中间件	5,514	6,054	6,704	759	1,553	1,234
星华氨纶	22,237	22,065	22,623	-12	-555	1,614
淄博高新投	0	0	0	81	37	219
天一化学	47,257	49,070	45,979	1,427	1,446	-26
华芯半导体	10,172	10,741	20,049	771	104	1,090
金宝电子	217,974	194,107	161,260	-3,018	-6,877	-10,232
凯盛股份	22,751	20,867	24,957	3,450	2,730	3,988
圣阳股份	95,900	119,179	101,774	4,861	5,283	1,838
东岳氟硅	225,843	148,599	138,929	41,604	712	-13,091
高新润农	17,695	32,235	33,364	1,388	3,154	2,111
双轮股份	42,215	48,673	51,208	2,775	3,540	2,596
福瑞达生物	2,424	3,424	2,349	521	603	-1,151

胜达科技	9,746	10,721	12,148	982	1,281	962
方圆有色	1,413	507	1,821	484	166	150
威海联信	0	0	0	-4	0	0
奔速电梯	3,611	4,520	5,213	372	722	509
齐思软件	58	118	63	-51	-566	-48
华天软件	5,735	7,495	10,069	651	826	1,088
健牧生物	489	570	581	-203	-167	-143
蓝色基金	0	#N/A	1,022	-203	#N/A	665
汇丰电子	9,529	6,941	6,371	683	57	-566
鲁信海外	#N/A	7,922	20,883	#N/A	1,121	2,158
泓奥电力	#N/A	#N/A	5,615	#N/A	#N/A	982
鲁信金控	#N/A	#N/A	12,294	#N/A	#N/A	6,376
明波水产	#N/A	#N/A	5,045	#N/A	#N/A	-1,202
众和恒业	#N/A	#N/A	14,352	#N/A	#N/A	445
康大投资	#N/A	#N/A	0	#N/A	#N/A	0
广发鲁信	#N/A	#N/A	0	#N/A	#N/A	0
齐鲁财务	#N/A	#N/A	0	#N/A	#N/A	0
厚远投资	#N/A	#N/A	0	#N/A	#N/A	0

资料来源：公司年报，光大证券研究所

表 17：各板上市财务要求

主板、中小板财务要求

最近 3 个会计年度净利润均为正数且净利润累计>3000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；
最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计>5000 万元；或最近 3 个会计年度营业收入累计>3 亿元；
发行前股本≥3000 万股；
最近一期末无形资产占净资产的比例≤20%；
最近一期末不存在未弥补亏损；
内部控制在所有重大方面有效，会计基础工作规范，财务会计报告无虚假记载；
不存在影响发行人持续盈利能力的情形。

创业板财务要求

最近两年连续盈利，最近两年净利润累计≥1000 万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润≥500 万元，最近一年营业收入≥5000 万元，最近两年营业收入增长率均≥30%；
最近一期末净资产≥2000 万元，且不存在未弥补亏损；
发行后股本总额≥3000 万元；
会计基础工作规范，内部控制制度健全有效，财务会计报告无虚假记载。

新三板财务要求

无财务要求

资料来源：光大证券研究所

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

鲁信创投作为唯一上市的创投公司，没有准确对应的参照物，我们选取业务上尽量相近的信托行业作为参照，新三板尽管有九鼎投资挂牌，但由于九鼎没有进行做市，缺乏连续的交易，因此参考的价值较差。

表 18：相对估值比较

证券代码	证券名称	收盘价 (11-5)	EPS2013	EPS2014E	EPS2015E	P/E2013	P/E2014	P/E2015	市净率 P/B2014H	总市值(亿 元)
600816.SH	安信信托	27.0	0.6	1.6	1.7	43.9	16.9	15.7	9.5	125.2
000563.SZ	陕国投 A	9.0	0.3	0.4	0.6	34.9	21.1	16.4	2.9	105.7
000666.SZ	经纬纺机	16.4	0.8	0.9	1.2	19.5	18.9	13.3	2.2	114.8
430719.OC	九鼎投资	4.9	2.8			980.0			3.7	255.0
600783.SH	鲁信创投	17.4	0.4	0.5	0.6	50.0	37.0	27.0	3.9	129.1

资料来源：Iifind 一致预期，光大证券研究所

5.1.1、P/E 估值

按目前股价计算,静态 P/E 倍数安信信托、陕国投、经纬纺机分别为 43.9 倍、34.9 倍、19.5 倍,九鼎 2014 年进行了大规模的增股动作,在此期间股价波动极大,由于其是协议交易,缺乏公开价格,因此其估值的参考意义较低。鲁信创投静态 P/E 估值为 50.0 倍。

根据 Iifind 的一致预期数据,动态 P/E 倍数安信信托、陕国投、经纬纺机分别为 16.9 倍、21.1 倍、18.9 倍,鲁信创投动态 P/E 倍数为 37.0 倍。

需要强调的是,选取信托行业做参照物也仅是因为它在业务上尽可能的相近,但细化到业务上,信托仍是以收取服务费为主,自有资金参与投资的部分很少,而鲁信的主要模式是自有资金参与投资,因此相对估值对于鲁信的估值定位并不好。

5.1.2、P/B 估值

按目前股价计算,安信信托、陕国投、经纬纺机 P/B 分别为 9.5 倍、2.9 倍、2.2 倍,鲁信创投 P/B 估值为 3.9 倍。

5.1.3、P/AUM 相对估值

创投行业、基金行业、信托行业相对估值时也有采用市值与管理资金规模比例的方法,以体现其对资金运作的的能力,我们提取的参考样本是产权交易中心今年发生的 2 起基金股权转让数据,其中华安基金股权转让对应 P/AUM 为 3.58%,东吴基金股权转让对应 P/AUM 为 7.08%。以鲁信目前项目投资账面价值 36 亿左右,管理基金到账金额 40 亿左右估算,鲁信 P/AUM 为 170.0%。九鼎目前市值 255 亿,其收取了管理费 3.1 亿元,按 2%的管理费收取率假设倒算其管理规模,大致在 150 亿元左右,P/AUM 为 165.0%。

从 P/AUM 的估值情况来看,鲁信与九鼎的估值相近,但两者的模式极大不同,九鼎以收取基金管理费为主,其非常依赖于 P/AUM 中的 AUM,而鲁信长期是以自有资金投资为主,近两年才开始扩张基金管理,其在管理的基金中也平均占高达 30%左右的股权,因此,从 P/AUM 相对估值的角度来说,鲁信的估值从业务原理上解释应显著高于九鼎,目前的估值水平显然低估了鲁信的价值。

表 19: 近期发生的基金公司股权转让案例

公司名称	华安基金	东吴基金
成交日期	2014年3月	2014年2月
股权比例	20%	21%
成交价(亿元)	6	1.19
管理规模(亿元, 成交时)	838.62	80
P/AUM	3.58%	7.08%

数据来源: 公司公告、光大证券研究所

5.1.4、海外估值

我们同时也参考了海外主要市场(包含北美、欧洲、日本、亚太新兴市场等)对创投行业的相对估值情况,发现各公司之间区别较大。按 P/B 估值比较,从加拿大高商投资(Onex) 5.39 倍 P/B 估值,到新加坡 Symphony 公司 0.68 倍 P/B 估值,整体平均 P/B 估值低于 1 倍。按 P/E 估值比较,同样差距巨大,有加拿大 Alaris Royalty Corp 36.29 倍的 P/E 估值,但整体来看 P/E 估值普遍低于 10 倍。

整体而言,由于仍受金融危机的影响,海外创投行业整体的估值情况偏低,超过一半的公司 P/B 估值低于 1 倍,大部分公司 P/E 估值低于 10 倍,显著低于国内市场估值,对鲁信的参考价值较低。

表 20: 海外公司相对估值结果对比

名称	交易所	市值(美元)	国家	P/B	P/E	股权价格 涨跌幅(6 个月)	营业收入增 长率(近 5 年平均)
The Fantastic Company AG	Frankfurt Stock Exchange	4,095,290.00	瑞士	33.00	--	(7.14)	89.84
Japan Asia Investment Co Ltd	Tokyo Stock Exchange	93,839,777.00	日本	7.16	238.05	(15.00)	(23.92)
Onex Corp	The Toronto Stock Exchange	6,225,631,659.00	加拿大	5.39	--	1.85	2.00
Mastermind Capital Ltd	The Stock Exchange of Hong Kong Ltd	23,797,348.00	香港	3.46	10.82	1.43	190.08
Future Venture Capital Co Ltd	Tokyo Stock Exchange	11,039,773.00	日本	3.33	--	45.52	3.93
MBB Industries AG	Frankfurt Stock Exchange	214,201,944.00	德国	2.57	11.96	10.29	19.17
Alaris Royalty Corp	The Toronto Stock Exchange	948,234,781.00	加拿大	2.42	36.29	10.07	27.89
TIH Ltd	Singapore Exchange Securities Trading Ltd	219,330,930.00	新加坡	2.40	--	(31.36)	(13.25)
European Wealth Group Ltd	London Stock Exchange	32,257,334.00	根西岛	1.83	5.24	35.42	--
Blue Cap AG	Xetra	25,230,110.00	德国	1.66	9.18	19.20	--
Siparex Croissance SCA	Euronext Paris	40,916,782.00	法国	1.66	12.78	7.06	--
Zeder Investments Ltd	Johannesburg Stock Exchange	513,349,796.00	南非	1.58	19.53	40.10	199.72
Octopus Titan VCT 3 PLC	London Stock Exchange	51,258,181.00	英国	1.36	8.60	3.58	--
Dinamia Capital Privado Sociedad de Capital Riesgo SA	SIBE - Mercado continuo Espanol	161,842,922.00	西班牙	1.08	15.16	4.73	(12.31)
Deutsche Beteiligungs AG	Xetra	382,459,926.00	德国	1.07	5.91	0.02	--

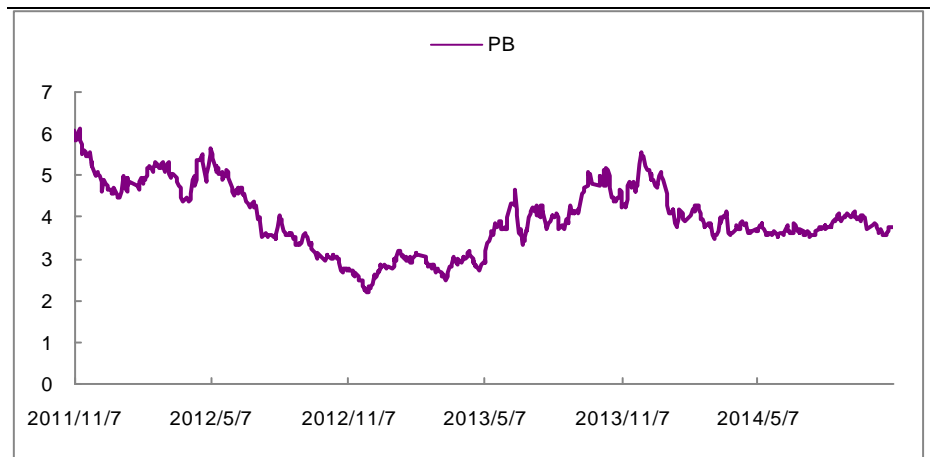
Deutsche Technologie Beteiligungen AG	Frankfurt Stock Exchange	4,233,240.00	德国	0.99	2.10	(18.48)	106.73
Fifth Street Finance Corp	NASDAQ Global Select Consolidated	1,311,164,609.00	美国	0.96	11.74	0.43	46.16
Clairvest Group Inc	The Toronto Stock Exchange	345,732,815.00	加拿大	0.95	10.53	6.79	3.91
Downing Planned Exit VCT 6 PLC	London Stock Exchange	5,171,263.00	英国	0.90	--	7.55	12.71
Schaeffer Dufour SA	Euronext Paris	25,110,354.00	法国	0.88	11.37	(4.12)	(100.00)
Starvest PLC	London Stock Exchange	3,551,388.00	英国	0.87	--	(11.32)	(100.00)
Altira AG	Xetra	20,261,276.00	德国	0.86	--	12.29	(40.00)
Deutsche Effecten und Wechsel Beteiligungs-gesellschaft AG	Frankfurt Stock Exchange	34,189,827.00	德国	0.85	--	(7.75)	(46.49)
Candover Investments PLC	London Stock Exchange	205,363,167.00	英国	0.81	5.41	9.35	--
Harris and Harris Group Inc	NASDAQ Global Market Consolidated	96,861,558.00	美国	0.79	--	(11.43)	(25.02)
Sociedade Comercial Orey Antunes SA	Euronext Lisbon	26,630,928.00	葡萄牙	0.78	7.34	(18.40)	(26.43)
Sprott Resource Corp	The Toronto Stock Exchange	256,951,806.00	加拿大	0.77	--	16.19	313.79
Rand Capital Corp	NASDAQ Capital Market Consolidated	19,556,270.00	美国	0.70	6.20	(6.15)	8.03
IDI SCA	Euronext Paris	217,699,763.00	法国	0.70	18.95	3.64	42.55
Symphony International Holdings Ltd	London Stock Exchange	409,684,133.00	新加坡	0.68	63.67	7.93	6.89
Mic AG	Frankfurt Stock Exchange	26,779,899.00	德国	0.61	--	(6.61)	71.38
Greenwich Beteiligungen AG	Frankfurt Stock Exchange	3,755,127.00	德国	0.57	6.58	(45.82)	--
Ceps PLC	London Stock Exchange	3,346,315.00	英国	0.57	--	31.03	(1.44)
Promethean PLC	London Stock Exchange	7,726,968.00	英国	0.50	2.09	5.00	--
Ventus 2 VCT PLC	London Stock Exchange	26,086,534.00	英国	0.48	6.27	0.66	41.59
Nanostart AG	Frankfurt Stock Exchange	20,908,203.00	德国	0.48	48.52	(14.64)	(100.00)
Beluga NV	Euronext Brussels	3,419,470.00	比利时	0.46	--	(8.45)	(4.63)
Leaf Clean Energy Co	London Stock Exchange	80,724,986.00	开曼群岛	0.44	--	(29.36)	(13.90)
Elephant Capital PLC	London Stock Exchange	5,733,461.00	英国	0.43	--	2.94	--
EIH PLC	London Stock Exchange	20,317,500.00	马恩岛	0.42	7.78	33.52	--
PME African Infrastructure Opportunities PLC	London Stock Exchange	13,431,931.00	马恩岛	0.38	4.05	(7.89)	150.11
Amphion Innovations PLC	London Stock Exchange	5,407,654.00	美国	0.38	--	(41.94)	(32.18)
Downing Three VCT PLC	London Stock Exchange	38,820,022.00	英国	0.11	4.09	0.00	14.96

数据来源：汤森路透、光大证券研究所

5.1.5、公司历史估值走势

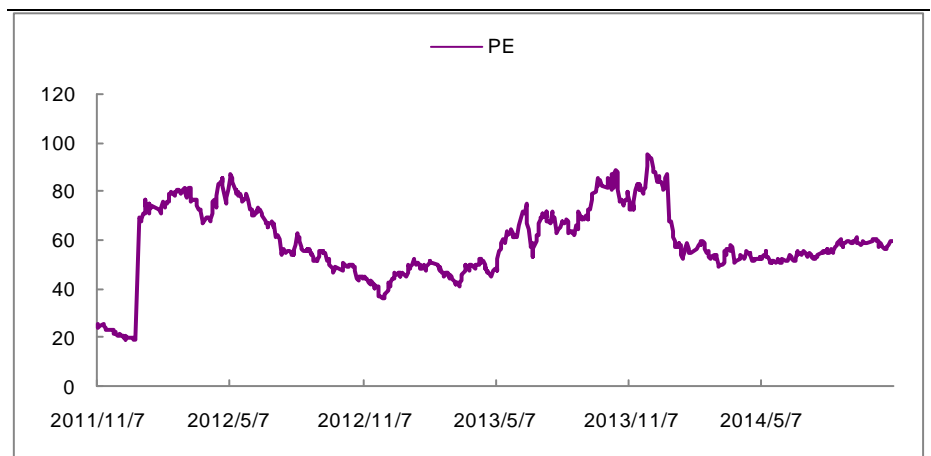
公司 P/E 估值的历史波动区间在 18 倍至 95 倍，P/B 估值历史波动区间在 2.2 倍至 6.1 倍，目前的估值位置处于区间中位附近。

图 20: P/B 历史走势



资料来源：光大证券研究所

图 21: P/E 历史走势



资料来源：光大证券研究所

5.1.6、相对估值结论

预测公司 2014、2015、2016EPS 分别为 0.47 元、0.63 元、0.85 元，P/E 分别为 37 倍、27 倍、20 倍。

5.2、绝对估值

对于创投企业其未来现金流预测波动大，因此传统的 FCFF 等估值方法的参考性很差，我们这里采用分部估值法。

我们将公司分成了存量项目和未来增量项目以及剩余的磨具磨料业务这三块来分析。

5.2.1、存量项目价值

按照项目的梯队分析，首先是已上市的 7 个项目，可以直接按它们的公允价值来评估，结果为 27.4 亿元。

表 21：已上市项目价值

		2014H 持股比例	2014H 账面价值(百万元)	最新持股比例	总市值(百万元)	持股市值(百万元)
002376	新北洋	5%	88.76	4.19%	7,452.00	312.24
002248	华东数控	17.77%	179.67	17.77%	2,546.06	452.44
002476	宝莫生物	5%	50.47	3.27%	5,734.44	187.52
002580	圣阳股份	3.84%	63.61	1.82%	2,215.28	40.32
300185	通裕重工	15%	528.23	15%	5,787.00	868.05
002604	龙力生物	15.52%	284.38	15.52%	4,807.14	746.07
002004	华邦颖泰	0.96%	116.24	0.96%	13,851.03	132.97
	总计					2,739.60

资料来源：光大证券研究所

对于第二梯队，根据公司的财务表现，目前符合主板\中小板上市条件的有 5 家，龙力生物、双轮股份、高新润农、中创中间件、理研泰山。符合创业板条件的有 6 家，泰华电讯、星华氨纶、华芯半导体、华天软件、胜达科技、奔速电梯。

对于这 11 个项目，我们预计项目上市并最终实现退出确认收益的时点是 5 年后（考虑到禁售期），假设公司业绩增速为 20%，退出时的估值水平参考目前中小板和创业板的水平，目前中小板整体 PE 为 31.7 倍，创业板为 46.5 倍，我们假设退出时中小板 PE 为 30 倍，创业板为 46 倍，根据持股比例计算出公司持有价值，并按 10% 贴现率贴现回现在，估值结果为 29.8 亿元。

表 22：第二梯队估值

预计上市地点	公司名称	持股比例	2014 年净利润	预计 5 年后净利润	预计 5 年后市值(万元)	预计公司持有价值(亿元)
中小板	龙力生物	15.5	7198.3	17911.7	823939.3	12.8
创业板	泰华电讯	21.4	3527.8	8778.3	263350.4	5.6
中小板	双轮股份	15.1	2596.4	6460.5	297185.3	4.5
中小板	高新润农	16.4	2111.0	5252.9	241634.2	4.0
创业板	星华氨纶	45.0	1613.7	4015.3	120459.1	5.4
中小板	中创中间件	24.8	1234.0	3070.6	141248.1	3.5
创业板	华芯半导体	33.3	1089.8	2711.8	81354.6	2.7
创业板	华天软件	15.0	1088.0	2707.3	81218.8	1.2
中小板	理研泰山	47.0	1082.4	2693.4	123896.7	5.8
创业板	胜达科技	18.0	962.0	2393.8	71812.9	1.3
创业板	奔速电梯	30.6	509.3	1267.2	38015.3	1.2

资料来源：光大证券研究所

剩余的所有项目，我们把其看成一个资金池，假设其 IRR 为 30%，根据鲁信已退出项目的情况，以及整个创投行业的资金回报水平来看，30% 较为合理。作为一个整体资金池，假设其初始投资时间点统一在 2 年以前，而退出时间平均在 5 年后，这样计算出的 5 年以后的价值为 93.6 亿元，10% 贴现回目前时点的资金池总价值为 58.1 亿元。

资金池的概念意味着是看创投公司整体资金的平均回报水平，项目的失败率等因素打包考虑进去。

表 23：第三梯队估值

被投资单位	投资成本	持股比例	假设其 5 年后价值 (亿元)
黄三角基金	100,000,000	31.9	6.3
华信嘉诚	44,000,000	44.0	2.8
鲁创恒富	28,400,000	47.3	1.8
中农联合	45,000,000	13.6	2.8
新风光电子	12,160,000	9.6	0.8
山东国托	80,000,000	6.3	5.0
横店草业	27,000,000	20.0	1.7
农星种业	5,000,000	40.0	0.3
创新投资	2,400,000	10.7	0.2
科汇电力	10,000,000	9.6	0.6
民生证券	207,715,300	9.5	13.0
宏艺科技	5,107,250	4.4	0.3
莱芜金鼎	25,000,000	8.6	1.6
浪潮华光	19,000,000	1.7	1.2
华夏茶联	20,000,000	10.3	1.3
惠城石化	15,990,000	4.6	1.0
明仁福瑞达	30,000,000	4.3	1.9
彼岸电力	20,000,000	16.0	1.3
世纪之声	15,000,000	3.5	0.9
联诚集团	50,141,000	11.0	3.1
中汇威海	1,000,000	25.0	0.1
天力干燥	20,000,000	6.3	1.3
济宁通泰	19,775,000	39.6	1.2
华信睿诚	31,900,000	45.6	2.0
鲁信康大	21,000,000	35.0	1.3
远大模具	3,900,000	1.8	0.2
理研泰山	17,674,763	47.0	1.1
济南科信	12,000,000	40.0	0.8
黄三角基金	14,000,000	35.0	0.9
海达信	9,000,000	49.2	0.6
济南通泰	450,000	45.0	0.0
华信中诚	2,124,500	42.5	0.1
华信迅达	2,040,000	40.0	0.1
青湖电子	43,850,500	35.5	2.8
烟台高盈	7,000,000	42.4	0.4
中新消防	4,800,000	48.0	0.3
中食都庆	11,600,000	34.4	0.7
欧华蛋业	9,450,000	47.6	0.6
仁康药业	11,500,000	38.4	0.7
淄博高新投	40,000,000	40.0	2.5
天一化学	25,000,000	25.3	1.6
金宝电子	47,883,333	17.3	3.0
东岳氟硅	50,000,000	16.8	3.1
高新润农	35,000,000	16.4	2.2
山东福瑞达	37,450,000	30.0	2.3
方圆有色	24,000,000	20.0	1.5
威海联信	14,504,000	49.0	0.9

齐思软件	2,200,000	31.1	0.1
健牧生物	3,560,000	30.4	0.2
蓝色基金	30,000,000	27.3	1.9
汇丰电子	8,000,000	33.3	0.5
鲁信海外	7,601,750	32.5	0.5
泓奥电力	11,093,110	19.9	0.7
鲁信金控	60,000,000	20.0	3.8
明波水产	43,560,000	15.0	2.7
众和恒业	18,000,000	22.3	1.1
康大投资	350,000	35.0	0.0
广发鲁信	26,705,000	49.0	1.7
齐鲁财务管理	700,000	35.0	0.0
厚远投资	700,000	35.0	0.0
总计	1,491,285,506		93.6

资料来源：光大证券研究所

3个梯队的估值总和为115.3亿元，这仅是对公司存量项目的估值。

5.2.2、增量项目估值

鲁信并不是一个静态清算状态的公司，它仍在以每年5至10个项目，4亿元左右的资金来进行投资，这个动态过程的估值主要假设如下：

1、假设公司2015年新投资项目资金为4亿元，之后每年按5%的增速增长，中长期内随着我们分析的3个退出渠道的扩容，而创投行业的“投”是被“退”反制的，退的畅通会导致投的增多，出于谨慎考虑，我们只使用5%增速；

2、不进行永续假设，仅估算至2025年；

3、每年投资项目的持有期假设为5年；

4、资金IRR在之前假设30%的基础上增加谨慎考虑，下调到20%；

5、贴现率10%；

6、资金来源上，公司资金来源于项目回笼资金、发债、注资，由于在前两部分的估值中包含了项目的全部价值，此处的投资资金来源不适合再考虑回笼资金。债资的成本公司第一期5亿的成本是6.5%，第二期5亿元的成本是7.35%。如果是来自股东注资的话，从原理上看，其期望成本应该和贴现率是一致的，都为10%。因此，我们资金成本选用最高的一种，按10%计算。

最终增量项目估值结果为51.6亿元。

公司磨料磨具业务、生物制药业务我们假设其增长缓慢，维持2013年报时的业绩，EPS0.019元，根据Iifind数据，磨料磨具静态P/E估值43.4倍，按30倍对其估值，估值结果4.4亿元。

将投资与磨料磨具业务汇总得公司总估值结果为171.3亿元，每股23.01元。

表 24：增量价值评估

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
投入资金	4.0	4.2	4.4	4.6	4.9	5.1	5.4	5.6	5.9	6.2	6.5
资金退出价值	6.4	6.8	7.1	7.5	7.8	8.2	8.6	9.1	9.5	10.0	10.5
贴现因子	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
贴现价值	5.9	5.6	5.3	5.1	4.9	4.6	4.4	4.2	4.0	3.9	3.7

资料来源：资料来源：光大证券研究所

5.3、估值结论与投资评级

公司总估值结果为 171.3 亿元，每股 23.01 元，与目前股价相比，有较大的安全边际空间，因此我们给出“买入”评级。

5.4、股价驱动因素

公司业绩持续保持较好增速；

IPO、新三板、并购市场这 3 项退出渠道的政策性利好对公司的推动作用。

6、风险分析

项目成功实现退出的节奏慢于预期；

已投资项目失败概率提升。

7、附录

公司 2011 年之后公告投资项目资料：

1、方圆有色

山东方圆成立于 2010 年 12 月，位于山东省东营经济技术开发区，注册资本为 3000 万元，其中东营方圆有色金属有限公司（以下简称“东营方圆”）以现金出资人民币 2000 万元，持有 66.67% 的股权，该公司高管等自然人以现金出资人民币 1000 万元，持有 33.33% 的股权，法人代表为崔志祥。该公司经营范围为：有色金属工程设计、咨询及技术服务；节能工程项目技术推广服务、节能成果转化和技术推广服务、合同能源管理项目的服务及应用。

主要产品、技术情况

在国家大力推进节能减排、加快淘汰落后工艺技术和设备，提高能源资源综合利用水平的政策背景下，公司一方面利用其控股股东东营方圆投入该公司的氧气底吹熔炼多金属捕集技术和铜精炼技术等相关专利和专有技术，向客户提供有色金属工程设计、咨询及技术服务，节能工程改造、节能技术推广、节能成果转化及合同能源管理等生产性服务；条件成熟后，利用掌握的专利技术生产铜冶炼和铜精炼关键非标设备，开展设备系统集成业务，向客户提供编制项目建议书、编制项目可行性研究报告，进行工程设计、工程监理、工程项目管理，以及开展合同能源管理等服务。另一方面，山东方圆正规划建设资源综合提取利用项目，提取金、银、铜、铅、锌、铋、镉等有价金属，开展资源的综合回收利用。

2、新煤机械

新煤机械成立于 2001 年 12 月，位于山东省泰安市新泰市新汶办事处孙村西路中段，最新注册资本为 8930 万元，公司法人代表为高瑞芝，经营范围为：单体液压支柱、三用阀、金属顶梁、液压支架、液压支架立柱、摩擦式金属支柱、乳化液泵、矿用刮板输送机、锚杆机、矿车、铁路救援机具等的生产、销售；高低压成套电器的制造销售；橡胶软管、软管组合件、高压胶管总成的加工、销售等。

主要产品、技术情况

新煤机械的发展目标是成为领先的中小矿山成套设备方案提供商，主要是为中小矿山提供支护设备及运输设备的技术支持与产品配套服务，主要产品包括液压支架和液压支柱等煤炭支护产品及刮板输送机、皮带运输机等煤炭运输设备。液压支架及支柱，是煤炭综合采掘成套装备的基础性设备，起支撑保护采煤机和刮板机的作用，一般一个采煤工作面需用液压支架几十台到二百多台不等，用量很大。液压支架及支柱作为公司的主要产品，占整个销售收入的 70% 左右，其中单体液压支柱的销售额位居全国前列。

皮带机、刮板机作为附加值较高的煤炭开采运输设备，具有易损耗的特点，市场需求较大，未来发展前景广阔。随着新煤机械新厂区的建成，皮带机与刮板机将会作为公司的重点项目大力发展。此外，新煤机械还不断加大研发力度，积极研制针对矿山自然灾害事故发生后人员安全自救而设计的专用救生舱，力争在这个新生市场中确立先发优势。

3、奔速电梯

奔速电梯成立于2007年1月10日,公司住所在山东省莱芜市莱城工业区。公司经营范围:乘客电梯、载货电梯、自动扶梯的制造;杂物电梯、自动扶梯、自动人行道、乘客电梯、载货电梯的安装、改造、维修;电梯配件的销售;进出口业务。

主要产品、技术情况

奔速电梯在各项电梯关键技术及生产工艺上,均采用了国际最先进技术,产品符合国家标准(GB7588-2003)和欧洲EN81标准,通过了国家电梯检测部门的认定,持有电梯制造、安装改造维修资质,是一家具有自主知识产权、科技先导型的高新技术企业。企业专有技术“永磁同步电机”“配电补偿系统”和“电梯远程监控”等系国内首创,已经申请了中国专利。

4、中农联合

中农联合成立于2006年12月,注册资本5000万元。

主要产品、技术情况

公司主要生产啉虫脒原药、吡虫啉原药、哒螨灵原药、霜霉威盐酸盐原药、噻虫啉原药、联苯菊酯原药、啮螨酯原药、腈菌唑原药、乙霉威原药等;制剂产品涵盖杀虫剂、杀螨剂、杀菌剂三大系列百余个产品;化工中间体有二氯五氯甲基吡啶、乙基氯化物、乙酯、咪唑烷、环氧化物、特丁基胍等重要精细化工中间体。公司主要产品均为“高效、低毒、低残留”农药产品。

5、浪潮华光

浪潮华光成立于2004年9月18日,公司注册地址为山东省潍坊市高新区金马路9号;本次增资前该公司注册资本为25000万元,法定代表人为辛卫华;公司经营范围:主要从事全色域LED、民用LD外延材料制备及管芯生产,是国内专业从事化合物半导体外延片及光电子器件研发与生产的高新技术企业。

主要产品、技术情况

浪潮华光是目前国内光电子行业少数同时具有LED、民用LD外延材料制备、管芯生产、器件封装及应用产品生产技术的公司。公司产品广泛应用于户内外显示、交通信号灯、通信、信息存储、医疗、检测、指示及照明等领域,其中超高亮度发光二极管性能指标已达到国内领先水平,半导体激光二极管管芯产量和市场占有率均居国内前列。

6、华东重装

华东重装于2010年8月注册成立,注册地址为威海经济技术开发区,法定代表人汤世贤,注册资本3亿元,全部为华东数控出资。

主要产品、技术情况

华东重装经营范围:核电、石油、化工、海洋工程的重型精密零部件及成套设备的生产、加工、销售;经营本企业自产产品及技术的进出口业务;经营本企业生产科研所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进出口业务;经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。

华东重装发起设立后，新上核电及重型容器锻件制造项目（以下简称“项目”），预计总投资 30 亿元人民币。项目一期建设以形成锻造热处理、冶炼生产能力为主，分阶段逐步形成核电容器锻件加工、焊接以及核电蒸发器、稳压器、堆内构件的综合生产能力。

项目正式投产后，华东重装将与华东数控控股子公司威海华东重工有限公司形成较为完整的产业链，凭借拥有国内外先进的大重型精密装备生产技术和大型零部件冷加工及焊接技术，以及机械加工、装配、焊接等工序的制造能力和人力资源优势，建成国际最先进、生产能力最强的核电、石化行业所需重型精密装备及中大型精密轴类、筒体等锻铸零部件生产制造基地，形成成套、批量生产能力。

7、彼岸电力

彼岸电力成立于 1999 年 9 月 14 日，注册地在济南市高新区新泺路 1500 号，法定代表人为罗融，是一家从事电力测试仪器仪表、计算机监控设备及软件、新型电力设备的开发、生产、销售及技术咨询服务的高新技术企业。

主要产品、技术情况

彼岸电力在电流、电压互感器、高压套管开发方面有一定优势，2002 年通过了 ISO9001:2000 质量体系认证，2007 年 12 月被评为 AAAA 级标准化良好行为企业，主要产品有复合绝缘 SF6 电流、电压互感器、大型电机调速装置、复合绝缘氧化锌避雷器、全冷缩电缆附件、电缆分支箱几大系列。彼岸电力具有较强的技术优势和研发团队，自主创新能力强。该公司拥有实用新型专利 35 项、外观设计专利 1 项，发明专利 2 项，正在申请待授权的发明专利 10 项。随着电流、电压互感器产品竞争激烈、利润走低，彼岸电力自 2011 年起利用自己特高压技术优势转型生产特高压套管类产品。目前彼岸电力已经有能力生产大部分类别的特高压套管产品，该公司研制的交流 GIS 进出线套管，光纤套管、以及特高压支柱绝缘子得到了国外大型公司和国家电网公司的认可。

8、双轮股份

双轮股份成立于 2009 年 12 月，法定代表人姚洪纯，注册地址为山东省威海市，注册资本 5500 万元。该公司的经营范围为设计、开发、生产、经营各种泵类产品、各种铸件、泵产品配件、与泵类产品相配套的产品，高、低压成套设备和自动控制设备，给排水、消防设备、压力容器等。双轮股份是中国泵行业重点骨干企业、中国通用机械行业协会常务理事单位、中国通用机械协会泵业分会副理事长单位。2010 年 12 月，山东高新投以现金出资 4980 万元认购双轮股份的新增股份 830 万股，占双轮股份总股本的 15.09%。

主要产品、技术情况

双轮股份的主要产品是单级双吸中开式离心泵、铝工业流程泵、钢铁和有色冶金行业循环泵、长距离管线输油泵等系列产品。产品广泛应用于城建、市政、核电、火电、水利、冶金矿山、管线输油和石油化工、环境保护及治理、消防供水及自动化控制等领域。

9、联诚集团

山东联诚集团有限公司成立于 1995 年，注册地址为山东省兖州经济开发区创业路 6 号，法人代表为郭元强，注册资本 5377 万元。该公司经营范围为设计、开发、制造各种汽车零部件、拖拉机及其他机械零部件；水处理系统、商用空调、液压系统、工业阀门、减速机用零部件；黑色及有色金属铸造、精密铸造、压铸、重力铸造；精密模锻及合金钢锻造；机电自动化设备的研发、制造；工装及模具的设计、制造；技术咨询服务；自由房屋出租；物业管理；从事公司自制产品的销售。

联诚集团是一家集设计研发、铸造、机加工于一体的机械加工企业，主要产品涉及汽车、卡车、柴油机、工程机械、农业机械、商用压缩机、液压系统、新能源、环保及医疗设备等几大系列的零部件产品，为国际国内一线品牌和世界 500 强企业提供服务。2001 年起联诚集团先后通过了 ISO9001、ISO/TS16949 认证。2010 年获得“中国铸造企业综合实力百强企业”和“中国铸造行业汽车分行业排头兵”等荣誉称号。联诚集团连续 3 年被评为济宁市“十强私营企业”，并被评为山东省“科技创新先进企业”、“优秀民营企业”。

10、明仁福瑞达

明仁福瑞达成立于 2004 年 4 月，注册地为济南市高新区大正路 3333 号，法定代表人为凌沛学，注册资本 5000 万元。主要从事生物药物、天然药物、化学合成药物、医疗器械、保健食品、化妆品及卫生用品的研发、生产与销售。

主要产品、技术情况

明仁福瑞达隶属山东省商业集团有限公司下属的山东福瑞达医药集团公司，属国有控股企业。公司拥有国内一流的厂房设施和生产线，建有前处理车间、提取车间、口服固体车间（颗粒剂、片剂、胶囊剂）、口服液车间、外用制剂车间、包装车间，并已全部通过了国家药品 GMP 认证、保健食品 GMP 认证。

明仁福瑞达产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域，公司主打产品——颈痛系列产品是国家唯一治疗神经根型颈椎病的中成药（专利号：03112032.6），入选山东省火炬计划，被列为国家重点新产品，并被国家发改委列为生物医药高技术产业化示范工程。

明仁福瑞达成立七年来，先后被认定为“国家高新技术企业”、“山东省中药现代化科技示范企业”、“济南市知识产权试点企业”、“山东省专利创造能力培育单位”、“国家山东创新药物孵化基地”、“济南市创新型企业”、“济南市安全生产先进单位”，“明仁”商标被评为“山东省著名商标”。

11、泓奥电力

泓奥电力成立于 2004 年 7 月，注册地址为济南市高新开发区舜华路 1 号齐鲁软件园创业广场 E 座-A515，主营业务为以火力发电领域的节能、环保改造工程设计、施工为主，涉及火电机组的锅炉侧、汽轮机侧两大系统节能领域。泓奥电力注册资本为 1000 万元人民币，其中普联软件持有注册资本的 55.01%，田智慧持有注册资本的 38.14%，郑彦持有注册资本的 2.74%，郭忠君持有注册资本的 2.055%，王欣兰持有注册资本的 2.055%。本次投资完成后，泓奥电力注册资本仍为 1000 万元人民币，其中鲁信能源持有注册资

本的 70%，山东高新投持有注册资本的 19.55%，济南科信创业投资有限公司持有注册资本的 5%，田智慧持有注册资本的 5.45%。

12、世纪之声

世纪之声成立于 2007 年 7 月，注册地为南京市玄武区中央路 258 号，法定代表人为郭年芳，注册资本 4344.24 万元。经营范围为设计、制作、代理、发布国内各类广告；展览展示；企业营销策划及信息咨询服务；电子产品、文化用品、工艺美术品、鲜花、礼品销售；网站建设；电子商务服务；实业投资及投资管理。

主要产品、技术情况

世纪之声主营业务为向各行各业的客户提供电台广告综合服务，即依托电台等签约媒体为客户提供包括创意策划、广告制作、广告投放等一站式电台广告综合服务。

公司核心竞争力为整频代理的频道资源，团队通过整频代理总结及拓展的可复制运作模式，通过世纪联播网实现频道资源的规模化效应及通过乐橙网对移动终端的渗透，实现对客户的整合营销功能。

13、青岛众和

青岛众和成立于 2003 年，注册地为山东省青岛市，法定代表人为孙丕举，注册资本 1045 万元。主要从事蜂窝纸板制品及生产设备的研发、生产、销售，为社会提供绿色环保的缓冲包装材料等产品。

主要产品、技术情况

青岛众和致力于蜂窝纸板制品及相关生产设备的研发、生产和销售。蜂窝纸制品是近年来兴起的一种节约资源、保护生态环境、成本低廉的新型仿生绿色环保材料，广泛应用于包装、家具、建材等领域。青岛众和经过几年的发展，已拥有领先的行业地位。2008 年被青岛市认定高新技术企业，被信息产业部包装办公室认定为全国电子信息产品纸蜂窝包装研发基地、2011 年被工信部确定为节材代木项目试点单位，公司通过了 ISO9000 和 QC080000 认证，分设合肥、无锡两个子公司。目前公司拥有 3 项发明专利，12 项实用新型专利，12 项已立项研发项目，此外还有 2 项专利正在申请之中。

14、明波水产

明波水产成立于 2000 年，注册地为山东省莱州市，法定代表人为翟介明，注册资本 1980 万元。经营范围为半滑舌鲷、多种石斑、东方鲀等名贵鱼的育苗、养成、销售以及海参、海螺的养成和销售。

主要产品、技术情况

明波水产生产模式为循环水工厂化养殖、网箱养殖、海底牧场养殖。目前公司的主要产品包括半滑舌鲷、红鳍东方鲀（河豚）、赤点石斑鱼、云纹石斑鱼、七带石斑鱼、东星斑、珍珠龙胆等多种名贵鱼苗和成鱼。多年来明波水产一直秉承“创新为先”的产品发展理念，积极整合行业专家项目资源，同时密切关注市场需求的变化，不断丰富自主创新和具有市场竞争力的新产品，取得了很好的经

济效益和社会效益。公司与中国水产科学研究院黄海水产研究所、中国海洋大学等科研院所密切合作，先后承担国家 863 计划、十二五科技攻关、山东省科技攻关等国家级、省级重大课题，多项成果达到国际领先、国际先进水平。公司是世界上首家突破半滑舌鲷繁育技术的高科技企业。公司现为农业部国家级水产原（良）种场、农业部水产健康养殖示范场、农业部循环水示范试点场、农业部工厂化循环水养殖试点场、高新技术企业、山东省院士工作站、山东省农业产业化重点龙头企业、山东省半滑舌鲷育苗与养成技术研究推广中心、中国水产科学研究院黄海水产研究所莱州海水养殖苗种研发基地。

15、济宁通泰

济宁通泰是按有限合伙形式组建的合伙制企业，通泰咨询是基金的普通合伙人和管理人。通泰咨询是由公司出资 45 万元（占 45%）、自然人左正三出资 40 万元（占 40%）、自然人马兴霞出资 15 万元（占 15%）共同出资组建的一家投资管理公司，公司注册资金 100 万元。

济宁通泰总认缴金额为 1 亿元人民币，其中公司认缴 3955 万元，占比 39.55%；通泰咨询认缴 100 万元，占比 1%，济宁市惠达投资有限公司认缴 2900 万元，占比 29%，自然人合计认缴 3045 万元，占比 30.45%。

济宁通泰经营期限为 5 年，到期后经全体合伙人同意可以最多延长 2 年。该基金将投资具有上市潜力的高成长性企业，重点关注新能源、新农业、新材料、环保、生物医药、电子信息、装备制造等行业。

16、远大模具

远大模具成立于 2006 年，注册地为山东省德州市，法定代表人为曹衍学，注册资本 14,854,966 元。

主要产品、技术情况

远大模具所处行业为金属材料及其制品制造中的特种材料制造业，主要产品包括：模具钢（热作模具钢、冷作模具钢、塑料模具钢）、成品模具（锻造模具、挤压模具、压铸模具等）、高铁配件（高铁轨道焊接介质、粒状贝氏体心轨、粒状贝氏体翼轨等）、非晶带材及铁芯、石油机械用 TGL 钢。

远大模具已于 2011 年 8 月顺利通过 ISO9001:2008 质量管理体系、ISO14001:1996 环境管理体系的认证工作。公司核心产品均具有自主知识产权，公司设有独立的科技研究开发中心，并积极和国内知名院校及科研院所建立良好的合作关系，2011 年 3 月与中国科学院金属研究所、铁道部金属与化学研究所、山东省科学院新材料研究所联合举办“高速铁路特种金属材料研究开发中心”，针对高速铁路建设的实际需要，研究开发适用于我国高速铁路建设的特种金属材料。

17、信威通信

信威通信成立于 1995 年 11 月，位于北京海淀区东北旺西路 8 号中关村软件园 7 号楼，法定代表人王靖，注册资本 20 亿元人民币。

主要产品、技术情况

信威通信致力于我国自主知识产权的无线通信技术的研发和产业化，创立了SCDMA（中国通信标准）、TD-SCDMA（ITU 国际标准）、McWiLL 宽带多媒体集群系统（ITU 国际标准）等多项国家和国际通信标准。信威通信先后荣获国家科技进步一等奖、中国专利金奖、信息产业重大技术发明奖等多项殊荣，当选为国家首批创新型企业，是“无线移动通信国家重点实验室”依托单位，得到“新一代宽带无线移动通信网”国家科技重大专项以及国家电子信息产业振兴规划的重点支持。

18、上海隆奕

上海隆奕成立于 2014 年，注册地为上海自由贸易试验区，法定代表人赵国昂，注册资本 100 万元（已缴足），经营范围为投资管理、投资咨询、企业管理咨询、商务咨询（以上咨询均除经纪）、财务咨询（不含代理记账）、市场营销策划、从事货物及技术的进出口业务。

上海隆奕计划在原注册资本 100 万元的基础上增资至 65,000 万元，公司出资 32,500 万元认购上海隆奕新增注册资本 32,500 万元，占上海隆奕增资完成后注册资本的 50%。

19、华信润城

华信润城基金拟由公司及其控股子公司深圳市华信创业投资有限公司（“华信创投”）联合云南龙宇房地产开发有限公司（“龙宇房地产”）共同发起，并按照财政部、国家发改委《关于印发〈新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法〉的通知》（财建【2011】668 号）的要求申请国家发改委、云南省发改委新兴产业创投引导基金参与共同设立，基金总规模 2.5 亿元人民币。其中公司作为有限合伙人出资 8150 万元，持有基金 32.6% 的出资份额；华信创投作为有限合伙人出资 1000 万元，持有基金 4% 的出资份额；国家发改委及云南省发改委新兴产业创投引导基金各出资 5000 万元，分别持有基金 20% 的出资份额；云南龙宇房地产开发有限公司出资 5350 万元，持有基金 21.4% 的出资份额；云南华信润城股

权投资基金管理有限公司作为基金普通合伙人和基金管理人出资 500 万元，持有基金 2% 的出资份额。

20、上海盛保

上海盛保注册地为上海自贸区，注册资本为人民币 5000 万元，其中公司以现金出资人民币 2500 万元，持有上海盛保注册资本比例 50%；保利上海以现金出资人民币 2500 万元，持有上海盛保注册资本比例 50%。上海盛保设董事会，董事会由 4 名成员组成，公司和保利上海各推荐 2 名，董事长由保利上海推荐，总理由公司推荐。上海盛保主要从事对外投资、投资管理与投资咨询业务。

21、鲁信厚源

鲁信厚源总规模 2 亿元人民币，其中公司作为有限合伙人以现金出资 7000 万元，持有基金 35% 的出资份额；潍坊高新技术产业开发区投融资管理中心作为有限合伙人以现金出资 7000 万元，持有基金 35% 的出资份额；潍坊鲁信厚

远创业投资管理有限公司作为基金普通合伙人和基金管理人以现金出资 200 万元，持有基金 1% 的出资份额；潍坊嘉实投资有限公司作为有限合伙人以现金出资 5800 万元，持有基金 29% 的出资份额。

潍坊鲁信厚远创业投资管理有限公司为基金的普通合伙人和基金管理人。该公司注册资本为 200 万元人民币，其中：公司全资子公司山东省高新技术创业投资有限公司出资 70 万元，占其公司注册资本比例 35%；管理团队出资 40 万元，占其注册资本比例 20%，其他股东出资 90 万元，占其注册资本比例 45%。

鲁信厚源经营期限为自本合伙企业成立之日（即本合伙企业营业执照签发之日）起满七年之日止，其中投资期三年，培育期两年，退出期两年。经合伙人大会决议通过，投资期及经营期限均可延长，其中投资期最多可延长一次，可延长一年；经营期限最多可延长二次，每次延长一年。基金经营范围为创业投资和股权投资业务，代理其他创业投资机构、股权投资机构或个人的创业投资和股权投资业务，创业投资咨询业务，参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问业务（不含国家法律、行政法规、国务院决定限制和禁止的项目）。基金将充分借鉴国际成熟市场创业投资基金的运作模式，主要侧重于未上市成长性企业的投资，旨在为投资者创造优异回报。

22、远大模具

远大模具成立于 2006 年，注册地为山东省德州市，法定代表人为曹衍学，注册资本 18,696,200 元。

主要产品、技术情况

远大模具所处行业为金属材料及其制品制造中的特种材料制造业，主要产品包括：模具钢（热作模具钢、冷作模具钢、塑料模具钢）、成品模具（锻造模具、挤压模具、压铸模具等）、高铁配件（高铁轨道焊接介质、粒状贝氏体心轨、粒状贝氏体翼轨等）、非晶带材及铁芯、石油机械用 TGL 钢。

远大模具已于 2011 年 8 月顺利通过 ISO9001:2008 质量管理体系、ISO14001:1996 环境管理体系的认证工作。公司核心产品均具有自主知识产权，公司设有独立的科技研究开发中心，并积极和国内知名院校及科研院所建立良好的合作关系，2011 年 3 月与中国科学院金属研究所、铁道部科学研究院金属与化学研究所、山东省科学院新材料研究所联合创办“高速铁路特种金属材料研究开发中心”，针对高速铁路建设的实际需要，研究开发适用于我国高速铁路建设的特种金属材料。

23、恒基达鑫

恒基达鑫为深交所上市公司，股票代码 002492，法人代表王青运，注册资本为 24,000 万元。主营散装液体石油化工品的码头装卸、仓储、驳运中转、管道运输及保税业务。

根据恒基达鑫公告的 2014 年半年报（未经审计），截至 2014 年 6 月 30 日，总资产 111,374.23 万元，归属于上市公司股东的净资产 86,946.45 万元。2014 年 1-6 月，公司实现营业收入 9556.12 万元，归属于上市公司股东的净利润 2382.19 万元。

24、华信创投

华信创投成立于 2011 年 4 月，是公司与深圳市东华实业（集团）有限公司（以下简称“东华集团”）合资成立的以创业投资和投资咨询为主营业务的创业投资公司，注册地为深圳，法定代表人为王飏，注册资本 1 亿元，其中公司持有其注册资本的 60%。

根据大华会计师事务所出具的审计报告（大华审字（2014）006158 号），截至 2014 年 6 月 30 日，华信创投总资产为 6809.71 万元，净资产为 6009.71 万元，2014 年 1-6 月实现净利润 53.22 万元。

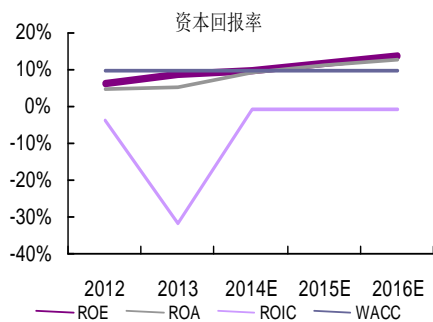
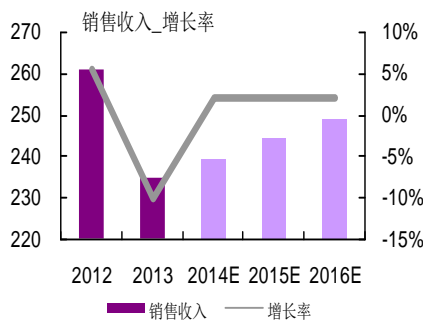
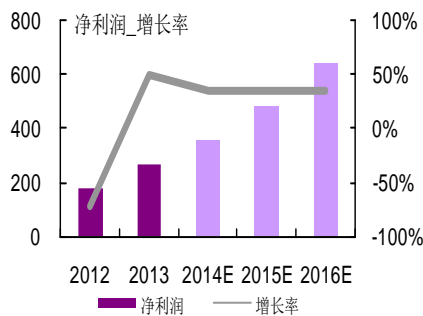
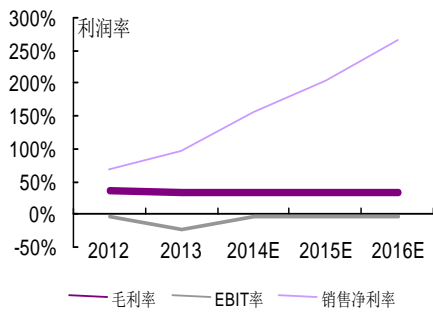
25、广发鲁信

广发鲁信注册地为新疆乌鲁木齐，注册资本 5450 万元，其中山东高新投以现金出资人民币 2670.5 万元，占广发鲁信注册资本的 49%；广发信德以现金出资人民币 2779.5 万元，占广发鲁信注册资本的 51%。广发鲁信不设董事会，设执行董事一名，执行董事由山东高新投推荐，设总经理一名，由广发信德推荐。

广发鲁信主要投资于具备长期可持续增长能力的高新技术创业企业，通过提供资本支持和全方位的增值服务，帮助其做大做强，逐步实现在创业板或中小企业板公开发行股票并上市。

26、鲁信康大

鲁信康大是按有限合伙形式组建的合伙制企业。康大投资是鲁信康大的普通合伙人和管理人。康大投资是由公司全资子公司山东省高新技术创业投资有限公司出资 105 万元（占 35%）、山东康大恒远投资管理有限公司出资 105 万元（占 35%）、自然人康培强等出资 90 万元（占 30%）共同出资组建的一家投资管理公司，公司注册资本 300 万元。鲁信康大总认缴金额为 2 亿元人民币，其中公司认缴 7000 万元，占比 35%，潍坊控股认缴 4000 万元，占比 20%，青岛康鲁认缴 8700 万元，占比 43.5%，康大投资认缴 300 万元，占比 1.5%。鲁信康大经营期限 6 年，到期后经全体合伙人同意可以最多延长 2 年。该投资中心将投资于具有上市潜力的高成长性企业，主要以成长期项目为主，并兼顾有投资价值的初创期和成熟期项目。重点关注节能环保、新材料、高端装备制造、海洋经济等新兴产业。鲁信康大主要投资于山东省境内企业，总规模的 30% 需投入潍坊地区，并适当关注省外条件较好的企业。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	261	235	239	244	249
营业成本	166	156	158	161	164
折旧和摊销	12	12	4	7	9
营业税费	4	20	5	5	5
销售费用	14	14	13	13	14
管理费用	76	70	69	71	72
财务费用	53	37	12	4	-15
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	280	385	477	620	806
营业利润	221	292	459	610	815
利润总额	226	293	490	649	862
少数股东损益	2	7	22	20	17
归属母公司净利润	177.96	265.78	355.03	479.11	646.40

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	4067	4377	4374	4716	5396
流动资产	459	328	317	553	1131
货币资金	270	132	144	376	951
交易型金融资产	2	9	0	0	0
应收帐款	49	37	36	37	37
应收票据	14	11	10	10	10
其他应收款	50	37	36	37	37
存货	63	72	63	64	66
可供出售投资	0	70	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3328	3530	3578	3640	3720
固定资产	117	109	152	193	217
无形资产	35	53	50	48	45
总负债	1039	1209	582	424	440
无息负债	504	641	371	385	402
有息负债	535	568	210	38	38
股东权益	3028	3168	3793	4292	4956
股本	744	744	758	758	758
公积金	840	881	1151	1198	1263
未分配利润	1332	1429	1749	2180	2762
少数股东权益	110	118	140	160	178

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-21	-91	-326	-99	-136
净利润	178	266	355	479	646
折旧摊销	12	12	4	7	9
净营运资金增加	-98	-160	121	-8	-10
其他	-112	-208	-806	-577	-781
投资活动产生现金流	94	-67	459	508	696
净资本支出	-22	-28	-49	-50	-30
长期投资变化	3328	3530	-48	-62	-81
其他资产变化	-3212	-3569	556	620	806
融资活动现金流	-53	20	-122	-176	15
股本变化	0	0	14	0	0
债务净变化	-40	33	-358	-172	0
无息负债变化	46	136	-269	14	16
净现金流	20	-137	11	233	575

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.41%	-10.08%	2.00%	2.00%	2.00%
净利润增长率	-73.08%	49.35%	33.58%	34.95%	34.92%
EBITDA 增长率	-114.61%	-909.10%	-95.47%	-119.67%	499.85%
EBIT 增长率	-87.22%	797.17%	-89.37%	2.00%	2.00%
估值指标					
PE	74	50	37	27	20
PB	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	1852	-226	-4971	24205	3777
EV/EBIT	-1630	-180	-1683	-1581	-1451
EV/NOPLAT	-2047	-233	-2186	-2053	-1884
EV/Sales	39	43	42	40	36
EV/IC	85	74	24	21	19
盈利能力 (%)					
毛利率	36.20%	33.54%	34.00%	34.00%	34.00%
EBITDA 率	2.12%	-19.04%	-0.85%	0.16%	0.96%
EBIT 率	-2.41%	-24.00%	-2.50%	-2.50%	-2.50%
税前净利润率	86.61%	124.72%	204.54%	265.73%	346.23%
税后净利润率 (归属母公司)	68.20%	113.27%	148.34%	196.25%	259.59%
ROA	4.42%	5.15%	8.62%	10.59%	12.30%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.10%	8.71%	9.72%	11.59%	13.53%
经营性 ROIC	-4.17%	-31.94%	-1.08%	-1.02%	-1.01%
偿债能力					
流动比率	1.49	0.69	0.82	2.41	4.60
速动比率	1.28	0.54	0.66	2.13	4.33
归属母公司权益/有息债务	5.45	5.37	17.37	107.95	124.84
有形资产/有息债务	7.51	7.58	20.56	121.96	139.79
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.35	0.47	0.63	0.85
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.03	-0.12	-0.43	-0.13	-0.18
每股自由现金流(FCFF)	0.12	0.17	-0.23	-0.05	-0.02
每股净资产	3.85	4.02	4.82	5.45	6.30
每股销售收入	0.34	0.31	0.32	0.32	0.33

资料来源：光大证券、上市公司

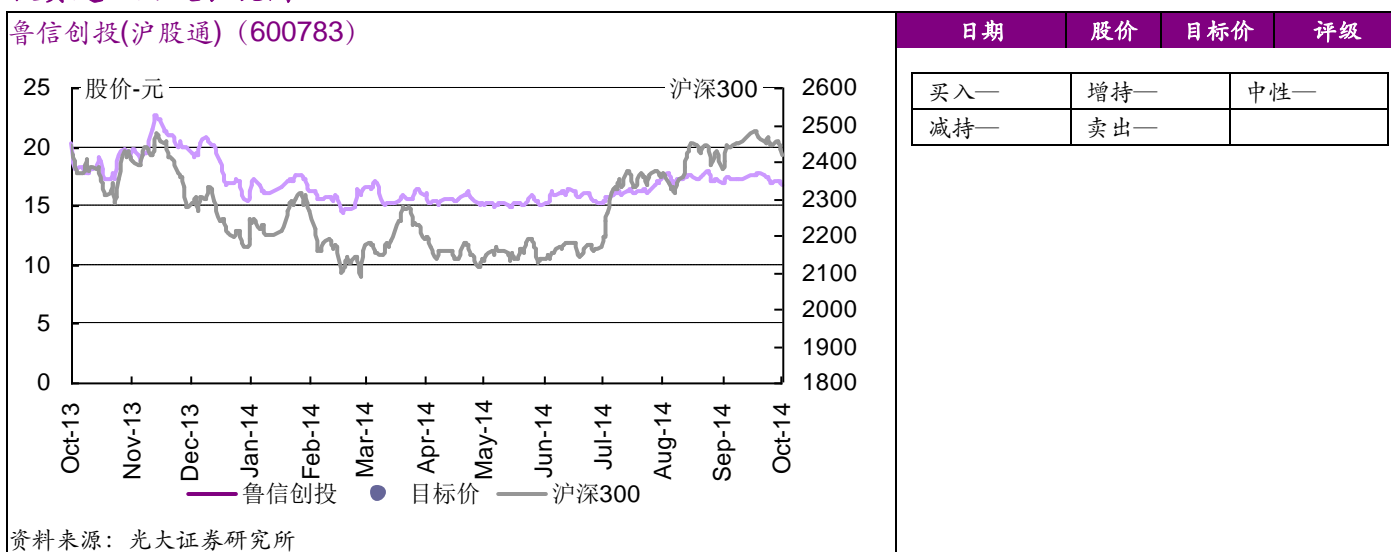
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

威海鹏，上海财经大学保险精算学硕士，曾供职于平安人寿精算中心，太平洋人寿产品开发部，现为光大证券非银行金融组分析师，覆盖保险行业及部分证券公司。熟悉公司：中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险等。曾获金融界“慧眼识券商”2013年中国最佳分析师量化评选保险行业第三名与餐饮旅游行业第一名。所做专题研究报告曾获中国证券业协会2013年度、2014年度重点研究课题优秀表彰奖。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
	机构客户业务部	姓名	办公电话	手机
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	威德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com