

创业投资公司的拼搏与梦想

——创业板系列报告之二

投资摘要：

Ⅰ **创业投资是一种向创新企业提供股权资本的投资行为。**除资金投入外，投资者往往与投资对象共同管理企业，通过投资结束时的股权转让获取高额回报，过去几十年里，创业投资推动了全球技术创新和高新技术的迅猛发展。

Ⅰ **近年来国内大量创业投资公司成立，上市公司也纷纷参与其中。**据不完全统计，我国现有的创业投资公司有 974 家，其中既有国有的具有政府或者开发区背景的创业投资公司，也有企业自主创立的创业投资公司，还有以 IDG、红杉资本为代表的海外投资公司在国内设立的分公司，而大量上市公司也纷纷参与其中。

Ⅰ **我们尝试将上市公司的业务进行分解，从而分别进行估值。**目前市场上还没有成熟的对于创业投资公司的估值体系，本报告中我们尝试将公司的业务进行分解，分别对公司的主营业务与创投业务进行估值，从而提供一种对于创业投资公司乃至相关上市公司的估值参考方法。

Ⅰ **创业板有望在今年推出。**历经 10 年争论之后，创业板有望在今年推出，中国证监会在阐述 2009 年工作重点表示，近期将公布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，陆续发布实施细则。

Ⅰ **创业板的推出将给现有资本市场带来一些投资机会。**推出创业板给 A 股市场带来最大的机会是“创投”或“参股创投”上市公司价值的提升，本报告中对于大众公用主营业务分析充分说明了这一点；另一方面，创业板带来的承销收入增加和券商直投等业务的开展，券商也将受益匪浅。

Ⅰ **投资策略与重点：创投实力强、创投含量高、主业增长好**

创投行业重点上市公司推荐

简称	EPS（元）				PE（倍）		
	07	08E	09E	10E	08E	09E	10E
大众公用	0.20	0.17	0.20	0.21	58	49	47
复旦复华	0.06	0.08	0.12	0.15	128	85	68
同方股份	0.70	0.53	0.69	0.88	27	20	16
亚星客车	0.04	0.05	0.07	0.10	113	80	57

王玉泉

东兴证券研究所

010-66555239

wang@vip.eyou.com
wangyq@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街 5 号

新盛大厦 B 座 12 层

邮编：100140

创投行业指数走势图



相关研究报告

2009.2.18 纷繁的创投概念股中
寻觅投资机会——创业板系列报
告之一

目 录

1. 我国创业投资的发展	5
1.1 我国创业投资的发展	5
1.2 我国创业投资的现状	6
1.3 我国创业投资发展的主要问题	8
2. 我国主要创业投资公司及相关上市公司	10
2.1 深圳市创新投	11
2.2 山东省高新技术投资有限公司	13
2.3 达晨创投	15
2.4 中国风险投资公司	16
2.5 江苏高科技产业投资公司	16
2.6 武汉华工创投	17
2.7 盈富泰克创投	17
2.8 中科招商创投	18
2.9 天堂硅谷创业集团	18
2.10 清华紫光创业投资	18
2.11 其它主要创业投资公司	19
3. 创业投资公司与相关上市公司的估值	20
3.1 创业投资公司的估值	20
3.2 上市公司的估值	23
4. 投资策略与重点上市公司分析评级	25
4.1 大众公用（600635）	26
4.2 复旦复华（600624）	26
4.3 同方股份（600100）	27
4.4 亚星客车（600213）	27
附录 1：创业投资的内涵与国际发展历程	29
1.1 创业投资的基本理念	29
1.2 创业投资的主要特征	30
1.3 创业投资的实质	31
1.4 创业投资的产生与发展历程	32
附录 2：我国发展创业投资所需要的基础环境	34
2.1 政策环境	34
2.2 法制建设环境	36

2.3 市场环境	36
----------------	----

图目录

图 1 深圳市创新投的投资项目数的行业分布	13
图 2 深圳市创新投的投资额的行业分布	13
图 3 深圳市创新投的投资项目数与金额	21
图 4 创业投资的运作机理	29
图 5 创业投资的外部环境	34

表目录

表 1 2008 年我们创业投资公司排名	11
表 2 山东高投在投的发展前景良好的 23 个项目（百万元人民币）	14
表 3 山东高投投资的企业上市进程表	15
表 4 达晨创投投资参股未上市公司一览	16
表 5 我国主要创业投资公司与相关上市公司	19
表 6 深圳市创新投的资产变化	21
表 7 深圳市创新投的成功退出项目	21
表 8 大众公用的财务报表预测	23
表 9 大众公用的业绩预测	24
表 10 大众公用投资深圳创新投的资产变化	24
表 11 大众公用的股价估值	25

1. 我国创业投资的发展

建立中国的风险投资体系在有关决策层中已经酝酿多年，经过二十几年的实践和探索，目前我国的风险投资正处于发展的重要起步阶段。从创业投资目前面临的主要问题和环境来看，我国发展创业投资仍然任重道远。

1.1 我国创业投资的发展

我国早在 80 年代初期就开始了创业投资的实践与探索。但是，直到 1998 年政协一号提案提出以后，在政策扶持、舆论引导、各方积极参与以及国外风险投资成功示范下，我国才真正兴起了发展风险投资的热潮。

1.1.1 我国创业投资公司的建立

我国对创业投资的实践探索早在八十年代就已开始。1985 年 3 月，创业投资公司筹备组在对北京、广州、深圳、珠海等城市进行实地考察的基础上，就发展创业投资在我国现实经济生活中的可行性进行了论证，认为我国经济体制深入改革为金融改革奠定了基础，国内成立科技风险创业投资公司的条件已基本成熟。

中共中央在同年发布的《关于科学技术体制改革的决定》首次引入了“创业投资”的提法，在决定中指出：“对于变化迅速、风险较大的高科技开发工作，可以设立创业投资给予支持。”这使我国高技术风险投资的发展有了政策上的依据和保证，使我国创业投资有了一个开端。同年 9 月，国务院正式批准成立了我国第一家全国性创业投资机构——中国新技术创业投资公司（简称中创）。此后各地一批创业投资机构纷纷建立起来，如中国高技术有限公司、中国招商技术有限公司、广州技术创业公司、江苏省高新技术风险投资公司等。1999 年全国技术创新大会的召开和《中共中央、国务院关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》发布，表明了我国政府下大力气发展创业投资，推动高新技术产业化的决心。

1.1.2 高新技术开发区创业投资的建立

我国创业投资发展的另一条主线在高新技术产业开发区。自 1985 年我国第一个高新技术产业开发区——深圳科技工业园在深圳特区诞生以来，我国高新技术产业开发区发展很快。1991 年，国务院在《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》中指出：“有关部门可以在高新技术产业开发区建立风险投资基金，用于风险较大的高新技术产品开发。条件成熟的高新技术开发区可创办风险投资公司。”这标志着风险投资在我国已受到政府高度重视。到目前为止，全国高新技术产业开发区总数已达到 120 多个，其中国家级 53 个，省级 53 个，不少开发区还设立了不同形式的风险基金或创业投资机构，对我国创业投资业的发展起到了一定促进作用。

1.1.3 外资进入我国创业投资领域的情况

进入 90 年代以来,随着我国对外开放的进一步扩大和高技术产业的迅速发展,国外创业投资开始大量进入中国市场。1992 年,美国太平洋技术创业投资基金(中国)在中国成立,这是 IDG 在中国投资成立的第一个创业投资基金,主要投资于计算机软硬件、网络工程、通讯、电子产品、新材料、制药、生物工程等高科技企业。在我国创业投资处于学习和摸索的背景下,外资介入我国创业投资市场不仅具有完全的资金优势,而且,外资企业利用自己在世界高技术产业及创业投资管理方面的资源和经验,为国内创业企业提供市场分析、项目评估、科技产品开发和创业投资管理等方面的培训,因而已经在国内实施了一批的成功的著名案例,取得了明显效益。

1.1.4 上市公司对创业投资的参与

98 年以来上市公司掀起了一股投资高科技的热潮,投资于信息产业、网络业务的上市公司高达 70 多家,其中有高校和科研院所背景的有近 30 家,与大学、科研院所结盟的有 20 多家,成立企业技术开发中心和技术研究所的有 10 多家,上市公司成为高科技项目投资和产业发展的生力军。上市公司参与风险投资有四种模式:一是直接投资模式。上市公司直接投资于创业企业,实现科技成果的产业化,技术拥有方以技术折价入股,交易设计体现风险投资的特点;二是间接投资模式。指上市公司通过风险投资公司对创业项目进行投资,这是目前最常见的投资模式(参见本系列报告中的报告一:《*纷繁的创投概念股中寻觅投资机会—创业板系列报告之一*》);三是混合模式。指上市公司出资和大学、科研院所成立高科技投资公司从事某种技术产业化。据不完全统计有 20 多家公司采用这种模式。

上市公司参与风险投资在拓展风险投资资金渠道、营造创业投资氛围、促进公司产业调整和增强企业发展后劲等方面有着积极意义,但也存在一些问题,如投资资金主要来源于募集资金和银行借款;投资存在一窝蜂现象;人才和管理跟不上风险投资的要求;部分公司以制造二级市场题材为目标;存在政府拉配现象。为了克服上市公司参与风险投资的弊端,上市公司不应以二级市场炒作为参与风险投资的动机,应以调整产业结构、增强企业竞争力为主,项目选择要符合企业的发展方向和产业、经营优势,从企业长期战略投资考虑。采用直接投资模式时,应利用中介组织的力量加强对投资项目的评估和管理;加强风险控制。非高科技公司参与风险投资,或者高科技公司从事本领域以外的风险投资,不应采取直接投资模式。

1.2 我国创业投资的现状

自国务院正式批准成立“中国新技术创业投资公司”(CVIC)以来,我国的创业投资业已经走过了二十多年的历程。据统计,我国目前内外资风险

投资机构所管理的投资中国内地的风险资本总额在 2000 亿元人民币左右，每年度的投资额也在数百亿。

1.2.1 各方资金扎堆进入

据不完全统计，我国现有的创业投资公司已经有近 1000 家，在本土资金中，政府资金的比例已经迅速增长到了 35% 左右，但政府的角色却在发生转变——由直接投资者转变为间接投资者，不再直接投资设立风险投资公司，而是设立政府引导基金，引导更多的资金进入风险投资领域，并引导这些资金的投资方向。2007 年，财政部和科技部首先启动了一只国家级的引导基金，支持科技型中小企业创业投资。同时，山西省、江苏苏州、山东淄博、广东中山、云南昆明、辽宁沈阳、北京市海淀区、上海市浦东新区、天津市滨海新区等地区也分别设立了政府引导基金。

除政府资金之外，很多大型企业集团也积极分享风险投资的盛宴，来自大型企业集团的资金目前也占到了全部创业投资基金的三分之一左右。与此同时，券商直投业务也开始了试水。2007 年，中信证券出资 8.31 亿元人民币，设立全资子公司——金时投资有限公司。

除此以外，为方便在国内进行投资和退出，很多外资机构开始设立人民币基金，逐渐扭转其外资形象。红杉资本与创新投达成协议，双方合资成立了一只名为“红杉创业资本”的人民币基金，用于国内的创业投资项目。另有很多机构，如智基创投等都在积极运作设立人民币基金。

1.2.2 合伙企业渐成趋势

在新《合伙企业法》生效之后，风险投资机构的组织形式也在进行着调整，很多早有准备的团队开始设立合伙企业。

目前在国内，已经有十多家有限合伙制的风险投资企业设立，其中以深圳市东方富海创业投资企业规模最大。东方富海首期募集并管理境内、境外两个基金，境内基金规模为 9 亿元人民币，境外基金规模为 1 亿美元。

合伙制创投企业除了具有决策效率高的特点，还具备税收优惠、不受资本金以及投资期限约束、清算程序简便，以及资金安排灵活等优势，相信会逐渐成为流行趋势。

1.2.3 投资行业进一步分散

近年来，中国的风险投资出现了多元化的投资趋势，互联网企业渐渐失去往日的光环，尽管 TMT 领域和能源环保类企业仍占据大部分的投资份额，但传统行业，尤其是一些连锁类企业已成为后起之秀。借助中国宏观经济的走强和消费市场的扩张，继如家、锦江之星等连锁酒店之后，7 天连锁、速 8、汉庭、深圳维也纳等酒店连锁分别获得风险投资的青睐，其中 7 天酒店的总

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

融资额超过了 1 亿美元；而真功夫、一茶一座、迪欧餐饮等餐饮连锁、ITAT 等服装连锁、佳美口腔、爱康国宾等医疗连锁、唯美度、千子莲等美容按摩服务性连锁、BigCafe 等网吧连锁企业也都得到了风险投资资本的青睐。

1.2.4 热点投资行业整合加速，产业链逐步完善

在风险投资背景企业的带动和风险投资机构的助推下，很多新兴的行业加快了整合速度，产业链条逐步完善。在动画制作领域，作为两大国产动画生产者，宏梦卡通和三辰卡通在收到红杉资本的追加投资后正式合并，合并之后，其原创动画生产量占到了国产原创创新节目的 40%。在传媒领域，继分众传媒收购玺诚传媒成为国内最大的户外数字媒体后，新浪又将分众传媒招于麾下，从而在户外数字传媒领域成为了具有垄断优势的媒体。在网络行业、在软件行业，借助于风险投资的力量，类似的并购事件更是屡屡发生，可以说，风险投资不但对新兴行业的企业起着很大的扶持作用，还有助于产业结构的调整和产业链的完善。

1.3 我国创业投资发展的主要问题

自国务院正式批准成立“中国新技术创业投资公司”（CVIC）以来，我国的创业投资业已经走过了二十多年的历程。但从总体上讲，我国的创业投资业无论是从规模、发展速度，还是从质量上与发达国家都有相当大的差距，我国的风险投资业仍处于初级阶段。

1.3.1 入口——投资主体问题

近几年我国各地的创业投资公司呈快速发展之势，但是我国发展创业投资的入口——投资主体问题没有解决，带来一系列派生问题，主要包括：创业投资总额不高，投资能力不强；政府资金比例过高，民间资金明显不足；以信贷或担保的方式搞风险投资。我国要解决创业投资的规模问题，必须解决投资主体机构的发展问题，应当尽快建立和发展一批创业投资公司或创业基金。资金短缺将是我国长期面临的问题。因此，如何进一步拓宽融资渠道，使风险投资基金不仅仅是在原有的投资总量中作横向转移，而是要带动更多的资金由储蓄转变为投资。初始投资主体应当是富有的个人与家庭。当创业投资发展到一定时期，风险投资业的最佳资金来源应该是包括保险公司、信托投资公司、养老基金和捐赠基金等在内的机构投资者。这些机构投资者资金实力雄厚，资金来源多为长期资金，正好可以满足风险投资的投资期限长、风险高的特点。

1.3.2 创业投资的运作问题

我国目前在创业投资运作过程中存在一系列问题。概括起来主要表现在三个方面：

创业投资公司的管理水平有限：风险投资对我国还是一个全新课题，如何运作需要探索。管理公司的管理者利益，一定要与投资项目即投资者、创业者的利益捆绑在一起，以保持一种全新的运作机制，保证创业投资的成功。目前我国创业投资公司的管理水平普遍不高，仅仅对高科技产业进行股权投资，但在参与经营管理方面比较欠缺。有的甚至不参与风险企业的经营管理，直接以发放贷款的形式进行投资，因此风险投资项目风险极高，投资回报率极难保证，投资收益率偏低。

缺少具有发展前景的创业企业，创业项目选择难：创业投资的关键是有好的高新技术项目成长，这是建立创业投资机制的基本出发点。创业企业是创业投资的核心方。目前的我国创业投资产生的热点在资金供给方，但是对于资金需求方——创业企业的成长，关心得明显不足。这就是为什么我国到目前位置，成功的创业投资项目还很少的主要原因。

创业企业的管理需要规范：纵观我们的大多数高科技企业，特别是民办科技企业，在企业的管理和运作上往往不大规范。许多企业是家族式、家长式的管理，管理特点是一人说了算，企业管理、用人等重大决策随意性过强。这种决策形式在企业发展初期也许还可以，但在企业成长和壮大时期是不可取的。中小高科技企业不仅要在管理上比较规范，而且要比比较透明，让投资方能有比较明晰的了解，这样才能吸引风险投资。按照国际惯例，投资者应该参与到所投资企业的管理之中。

1.3.3 出口—退出机制问题

创业投资是一个“投资——成长——退出——投资”的循环过程，而风险投资的出口通道是上市和股权转让。由于风险投资的投资成功率一般只有10%—20%，风险很高，因此风险投资在投资成功之后，要能迅速将投资变现，使其进入良性循环。风险投资的退出渠道通常有三种：公开上市、兼并和企业回购。其中公开上市是最佳的退出渠道，但是，日前我国的证券交易所对上市公司的资格作了许多规定，而高技术风险企业在建立初期，经营还不够稳定，财务状况不佳，风险过大难以满足证券交易所的要求。无法获得上市渠道已成为我国风险投资业发展的最大障碍之一。同时，对境外上市的审批要求以及对发起人股和法人股的限制等具体情况，使创业资本通过海外上市退出也非常困难；另一条退出途径——股权转让真正实施起来也并非易事，主要是缺少一个可供风险企业股权流动的市场。如果出口问题得不到很好的解决，势必阻碍风险投资在国内铺开，挫伤投资者的积极性。

1.3.4 发展环境问题

国外创业投资的迅速发展，除了高科技产业本身具有的“高风险、高收益”这一创业投资发展的内在动力之外，良好的外部环境也是一个重要因素。

风险投资运作的良好环境是风险投资业发展的外部条件。多渠道的资金来源，不仅解决了风险企业各发展阶段的资金来源问题，而且也形成了分散投资风险的体系；同时，完善的证券、股票市场和产权市场法制化的市场管理，发达的信息系统网络和技术、金融咨询服务机构，使风险投资得以高效顺利运行。而我国创业投资的发展还缺乏这样的良好市场环境，主要表现在：缺少鼓励长期投资的政策；现有的公司法在制定的时候没有考虑到风险投资；现有的财务制度不能适应风险投资的要求；缺乏中介服务体系。

从体制和政策环境看，中国长期实行科研开发经费由政府的财政或行政主管部门层层分配的管理体制，科研与生产尤其与商品生产相脱节。当时的企业和金融机构也不是独立经济实体，因此生产、金融部门一直没有对技术开发投资的热情，更谈不上风险投资，使大量科技发明成果不能及时推广转化为商品。在缺乏运作知识和环境的情况下，搞风险投资，结果可想而知。

从市场环境来看，国内外高科技产业发展的理论和实践证明，“需求拉动”是高科技产业化的根本动力。由于高科技产业化是一个高投入、高风险的过程，客观上需要有相应的高收益来支撑。而收益最终是要通过市场来实现的，因此，如果实现高收益所需要的市场路径不畅通，高科技的产业化是无法顺利进行的。在这种情况下，通过政府采购为高科技的产业化开辟初期市场，对于促进创业投资和高科技产业的发展是十分必要的。

从法律环境来看，目前我国有些法律法规的内容是不利于高科技产业和创业投资的发展的。风险投资与其他的投资行为有很多不同，由于我国现行法律缺乏必要的预见性、适应性，很难有效进行调控，所以在我国开展风险投资活动的当事人缺少法律保障。

1.3.5 人才问题

创业者既是企业的经营者，又是创新技术的持有者，其素质高低是风险投资能否成功的关键。引入创业投资，意味着股权稀释、利益分享和个人控制权的弱化，要接受风险投资家的监控，这对创业者来说不是件容易的事情。同时，搞风险投资还要有经验丰富的风险资本家。风险资本家和风险企业家不仅要求有专业技能和远见，更要有坚韧不拔的意志、科学管理和有效激励的能力，这就要求风险资本家和风险企业家有较高的个人素质。

2. 我国主要创业投资公司及相关上市公司

随着中国经济的飞速发展，一方面形成了良好的创业投资环境及条件，符合创业投资要求的企业大量涌现；另一方面，目前我国融资环境还不灵活，许多拥有“潜质”公司发展遇到资金瓶颈，渴望得到资金支持，对创业投资的需求日益强烈，因此近年来我国创业投资市场快速成长。

据不完全统计,我国现有的创业投资公司有 974 家,其中既有国有的具有政府或者开发区背景的创业投资公司,也有企业自主创立的创业投资公司、还有以 IDG、红杉资本为代表的海外投资公司在国内设立的分公司,大量的上市公司纷纷参与到创业投资公司的股权中(上市公司参与创业投资股权的列表请参加本系列报告中的报告一)。

2008 年我国创业投资公司的排名如下表所示:

表 1 2008 年我们创业投资公司排名

排名	机构名称	排名	机构名称
1	深圳市创新投资集团有限公司	11	苏州创业投资集团有限公司
2	IDG 创业投资基金	12	软银中国创业投资有限公司
3	红杉资本中国基金	13	经纬创投中国基金
4	软银赛富投资顾问有限公司	14	江苏高科技投资集团有限公司
5	联想投资有限公司	15	北极光风险投资
6	鼎晖创业投资	16	上海永宣创业投资管理有限公司
7	兰馨亚洲投资集团	17	启明创投
8	深圳达晨创业投资有限公司	18	智基创投
9	凯鹏华盈中国基金	19	纪源资本
10	德同资本管理有限公司	20	青云创投
以下排名不分先后 (21-50 名)			
	德丰杰投资咨询(上海)有限公司		美国中经合集团
	DoII 资本管理公司		日亚投资(上海)咨询有限公司(JAIC)
	恩颐投资		赛伯乐(中国)投资
	戈壁合伙人有限公司		山东省高新技术投资有限公司
	高能资本有限公司		上海创业投资有限公司
	光速创投		深圳市东方富海投资管理有限公司
	华登国际		深圳市松禾资本管理有限公司
	黑龙江辰能哈工大高科技风险投资		深圳市同创伟业创业投资有限公司
	华威科创投资管理顾问(北京)公司		天津创业投资管理有限公司
	集富亚洲投资有限公司		武汉华工创业投资有限责任公司
	今日资本		英特尔投资
	金沙江创业投资基金		永威投资有限公司
	KTB 投资集团		招商和腾创投
	凯旋创投		招商局科技集团有限公司
	蓝驰创投		浙江天堂硅谷创业集团有限公司

资料来源:东兴证券研究所

下面的 2.1-2.11 节将介绍我国目前几家比较重点的创业投资公司。

2.1 深圳市创新投

深圳市创新投资集团是以资本为主要联结纽带的大型投资企业集团,于 2002 年正式成立,其前身为深圳市政府于 1999 年发起设立的深圳市创新科技

投资有限公司。深圳市创新投资集团股份有限公司具有 16 亿元人民币注册资本和高达 80 亿元人民币的可投资能力，是目前中国资本规模最大的本土创业投资机构。主要股东包括深圳市国有资产监督管理委员会、深圳市投资控股有限公司、上海大众公用事业集团股份有限公司、广东电力发展股份有限公司、深圳能源投资股份有限公司、中兴通讯股份有限公司等。公司拥有国内创投行业唯一一家博士后工作站，为投资决策提供研究支持与人才补充。

深圳创新投近十年投资情况介绍：深圳创新投在十年间接洽项目逾万个，已投资项目 208 个，领域涉及 IT、通讯、新材料、生物医药、能源环保、化工、消费品、连锁、高端服务等，累计投资金额逾三十七亿元人民币。

丰富的创业投资经验成就众多经典案例，境内外资本市场成功上市的企业包括潍柴动力、海陆重工、福晶科技、特尔佳、同洲电子、中材科技、科陆电子、西部材料、远望谷、怡亚通、A8 音乐集团、丰泉环保、易居中国、橡果国际、三诺电子、网龙网络、慧视国际、东方纪元、珠海炬力、九城数码和中芯国际等。

在由德勤评出的 08 年高科技高成长 100 强中，深圳创新投所投资的 12 家企业位列其中，其中有 5 家名列前 50 强，预计在今后的 3-5 年中，这些企业中有相当比例将会有成功上市的可能，而一旦创业板推出，这些企业更是最直接的候选企业，将给深圳市创新投提供良好的退出机会。

图 1 深圳市创新投的投资项目数的行业分布

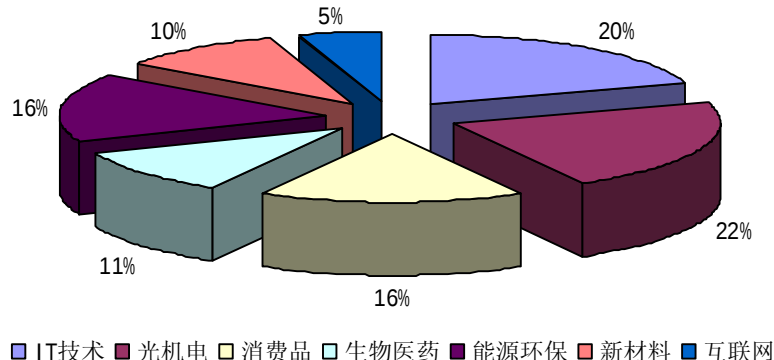
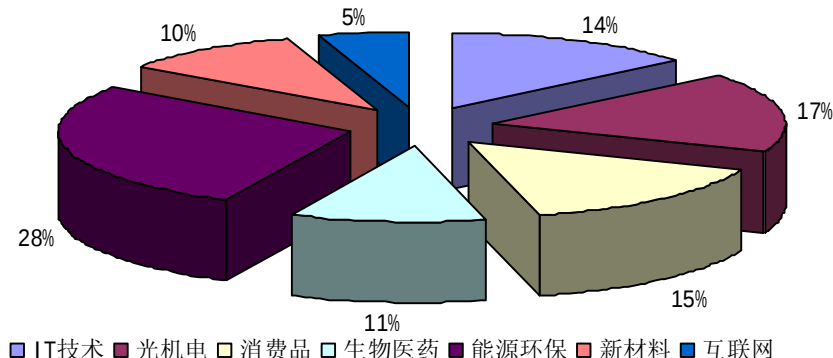


图 2 深圳市创新投的投资额的行业分布



资料来源：东兴证券研究所

目前在 A 股市场，参股深圳市创新投的上市公司有大众公用、盐田港、深圳机场和唐钢股份等四家。当深圳市创新投成功退出项目后，每获得 1 亿的利润时，将使得大众公用、盐田港、深圳机场和唐钢股份的每股收益分别增加 0.013、0.003、0.012 和 0.006 元。

2.2 山东省高新技术投资有限公司

山东高新技术投资有限公司成立于 2000 年，注册资本 6 亿元，2003 年增资至 11.66 亿元，是山东省第一家出资兴办的专门从事高新技术领域风险投资的公司，是目前国内出资组建的规模最大的风险投资公司之一。成立 8 年来，累计投资的项目共计 42 个，投资额为 10 亿元，一度是中国最优秀的风投公司。

山东省作为经济强省，近年来一大批优秀企业迅速成长，为山东高新提供了源源不断的优质项目资源。山东高新的专业化运作能力以及良好的口碑

在山东企业中也具有很高的认同度。

山东省高新技术投资有限公司(即高新投)与新加坡大华银行集团, ChinaVest、摩根士丹利和国家开发银行等建立了合资基金或战略合作关系, 目前已累计对 50 余个高新技术项目进行了投资, 累计投资额达 13 亿元, 在山东高新已投资的 42 个项目中, 23 个项目的发展前景良好, 准备继续持的项目共计投资 7 亿元, 按股权比例折算应享有收益为 2 亿元左右。

表 2 山东高投在投的发展前景良好的 23 个项目 (百万元人民币)

序号	名称	初始投资额	现投资额	被投资企业净利润	高新投享有收益
1	星华氨纶	63.15	63.15	101.47	20.29
2	通裕集团	12.00	24.00	100.08	20.02
3	金宝电子	33.80	47.88	76.86	15.37
4	新北洋	9.52	19.68	47.55	8.07
5	华东数控	15.00	27.63	44.55	15.63
6	龙力科技	10.21	24.50	41.79	14.22
7	宝莫生物	8.00	16.00	27.16	4.83
8	如意集团	25.00	30.00	14.13	2.83
9	兴亚新材	8.50	8.50	11.82	3.35
10	山大华天	4.50	4.50	9.72	0.80
11	中创软件	10.50	10.50	9.56	3.35
12	汇丰电子	7.50	7.50	7.51	3.13
13	泰华电讯	9.00	9.00	5.70	1.28
14	神思电子	11.50	11.50	4.45	1.02
15	青岛电子	96.00	43.85	4.09	1.45
16	双凤股份	20.00	20.32	3.75	0.94
17	鲁信药业	8.00	8.00	0.69	0.39
18	淄博高新投	20.00	20.00	0.57	0.23
19	中食都庆	11.00	11.00	-0.34	-0.11
20	欧华蛋业	9.00	9.00	-0.59	-0.24
21	金鼎印染	10.00	10.00	-1.46	-0.51
22	民生证券	207.72	207.72	545.32	88.34
23	山东国托	80.00	80.00	53.30	3.33
合计		689.89	714.23	1107.69	208.01

资料来源: 东兴证券研究所

目前, 山东省高新已经培育出了华东数控、新北洋、金宝电子、龙力科技、通裕集团、宝莫生物等国内有影响力的行业龙头企业, 已有 1 家实现上市(华东数控), 3 家上报了材料, 2 家正在进行股份制改造, 可以预见未来山东高新将通过资本市场实现稳定的项目退出收益。据统计, 2008 年山东高新总计投资 2 亿元, 预计到 2012 年山东高新管理资产规模将达到 100 亿元; 2008—2012 年累计新投资项目数量 30-40 个, 投资额 10-15 亿元; 2012 年项目保有量约 50 个; 投资项目上市数量 10-15 家。

表 3 山东高投投资的企业上市进程表

序号	公司名称	上市计划
1	威海华东数控股份有限公司	已于 2008 年 6 月 12 日上市
2	山东新北洋信息技术股份有限公司	2008 年 3 月 28 日已报材料
3	山东金宝电子股份有限公司	2008 年 3 月 28 日已报材料
4	山东宝莫生物化工股份有限公司	2008 年 7 月 11 日已报材料
5	山东通裕集团有限公司	股份制改造过程中
6	山东龙力生物科技有限公司	股份制改造过程中

资料来源：东兴证券研究所

由于鲁信高新对于山东省高新技术投资公司的收购仍然在进行中，预计收购完成后，山东省高新技术投资公司每退出 1 个项目获得 1 亿的利润后，鲁信高新的每股收益将增加 0.005 元。

2.3 达晨创投

深圳市达晨创业投资有限公司于 2000 年 4 月 19 日成立，专注于创业投资与股权投资，注册资本为人民币 1 亿元，目前受委托管理资金近 20 亿元，资金来源包括：股东资金、信托基金、其他机构委托基金。该公司的主要投资领域包括广电行业、消费品、新材料、现代农业、节能环保。

目前，达晨创投已经投资了 17 家公司，其中同洲电子已于 2006 年成功在深交所上市，就此一单就带来了近 30 倍的投资回报，达到 3 亿元，目前达晨创投拥有该公司 10% 的股份。达晨创投除利用自有资金进行 PE 投资外，还开始发行针对创业投资的有限合伙基金，截止 2009 年 1 月已发行五期基金，受托管理资金 20 亿元，共投资了 40 多家有潜力的企业，其中 9 家企业分别荣获 2007、2008 年度“清科——中国最具投资价值企业 50 强”。

公司创投业务中未上市储备项目较多，主要投资与自身主业相关的信息技术等企业，据统计截止 2009 年 1 月对储备项目投资金额达 1.3 亿元，约占公司 2008 年三季报净资产的 7.6%。另据达晨创投网站披露已上报上市材料的有和而泰电子科技有限公司、华工百川自控科技公司、福建圣农发展股份公司、郑州威科姆电子公司等 4 家公司，进入上市辅导期的有爱尔眼科医药集团和浙江华友钴镍材料公司等 2 家公司。公司通过达晨创投所投储备上市项目金额为 1.3 亿元。

公司投资收益是近三年业绩主要支撑，预计未来仍具持续性。公司业务五大块——广告代理、有线网络、旅游地产、节目制作和创投，广告代理业务受与大股东分成比例制约贡献收入多但贡献利润少；有线网络业务正成为盈利支撑之一；旅游业务毛利高稳定增长但只占总收入的 3.7%；节目制作与地产业务处于收缩状态，特别是与地产相关的会展业务不产生效应反而巨额摊销吞噬了大量盈利，因此公司近三年业绩主要靠投资收益支撑。

表 4 达晨创投投资参股未上市公司一览

投资名称	投资时间	投资金额	拥有权益	拥有股份	所投公司主营方向
和而泰电子科技	2004 年	673 万元	20%	1000 万股	白色家电智能控制系统龙头
金百泽电路板	2005 年	40 万元	0.45%		国内第二大 PCB 板服务企业
华工百川自控科技	2005 年	40 万元	0.42%		高分子材料领域技术龙头
福建圣农	2006 年	2115 万元	2.75%	1014 万股	国家优秀重点养殖龙头
天派电子	2007 年	575 万元			车载多媒体、GPS、导航系统
北京东方广视	2007 年	995 万元			新一代有线网络方案提供商
北京拓尔思信息	2007 年	513 万元			国内最大的搜索技术供应商
爱尔眼科医药集团	2007 年	90 万元			眼科医疗研究开发
浙江华友钴镍材料	2007 年	510 万元			钴、镍、铜等新材料
郑州威科姆电子	2007 年	805 万元			IPTV 软硬件提供商
广州宏昌电子材料	2007 年	2295 万元			电子级环氧树脂的专业生产商
辽宁优格生物科技	2007 年	20 万元			从事乳饮料及塑料瓶制造
深圳时代赢客网络	2008 年	1000 万元			数字广告服务提供商
瑞达信息安全产业	2008 年	406 万元			计算机软硬件、光机电产品
湖南多喜爱	2008 年	900 万元			国内家纺龙头企业
雅鹿集团	2008 年	2025 万元			羽绒服系列产品
合计		13002 万元			

资料来源：东兴证券研究所

目前在 A 股中，电广传媒持有达晨创投 75% 的股份，达晨创投每成功退出 1 亿的利润，电广传媒将直接增厚 0.184 元的每股收益。

2.4 中国风险投资公司

中国风险投资有限公司是由民建中央发起，在全国人大副委员长、民建中央主席、被誉为“中国风险投资之父”的成思危直接支持下，由民建会员企业参股成立。公司的资源优势令同行望尘莫及。一是依托各级民建组织，从而使公司具有了深厚的商业背景和广大的社会资源；二是与欧美和东南亚等地的证券市场或风险投资协会建立了紧密的合作关系；三是该公司举办中国风险投资论坛，创办了中国风险投资研究院，出版发行专业研究刊物。从而中国风险投资公司掌握了业内很大的话语权。

中国风投公司投资方向主要为环保产业、医药、新能源、新材料等领域的高新技术项目。公司一些项目已在香港创业板上市。

2.5 江苏高科技产业投资公司

江苏省高科技产业投资公司由江苏省发改委、江苏综艺股份有限公司、江苏省信息中心以及江苏省国际经济合作有限公司共同发起成立，注册资本 3000 万元。

公司的投资重点在于重大高新技术产业化项目和优势企业高新技术化项

目, 以及一些快速成长的科技型中小企业和拟上市的备选企业, 涉及行业包括现代医药和生物工程、精细化工、新材料新技术、农业产业化、光机电一体化、电子信息、环保及资源综合利用等。

到目前为止, 江苏省高投通过股权投资方式, 已累计投资各类高科技项目 18 个, 另有储备项目 300 个, 目前已经成功上市企业即有 6 家, 分别是康缘药业、联环药业、华星化工、南大苏富特, 常铝股份以及红宝丽。

目前, 综艺股份持有江苏省高投近 54% 的股份, 故当江苏省高投成功退出 1 亿的利润, 综艺股份将增厚 0.133 元的每股收益。

2.6 武汉华工创投

武汉华工创业投资有限责任公司成立于 2000 年 9 月, 是中南地区第一家具有高校背景的投资公司, 也是华中地区最具影响力的风险投资机构。

华工创投最大的资源优势在于高校背景带来的对华中地区高校及其辐射区内项目源。据其网站资料显示, 2004 年, 华工创投的投资金额仅有 7400 万元, 至 2007 年, 其管理资本的规模已经增长到 11 亿元。到目前为止, 华工创投已投项目 20 余个, 包括 4 个 PRE- IPO。

华工创投所投的企业大多数位于武汉市。从其投资对象的行业看, 华工创投似乎更为青睐电子与信息技术、生物技术领域和一系列新材料等行业。除了对项目企业除风险资金的注入以外, 华工创投还直接参与和融入到所投企业的实际运营中。

目前在 A 股市场, 参股华工创投的上市公司有武钢股份、华工科技和长源电力等三家。当华工创投成功退出项目后, 每获得 1 亿的利润时, 将使得武钢股份、华工科技和长源电力的每股收益分别增加 0.002、0.049 和 0.030 元。

2.7 盈富泰克创投

盈富泰克创业投资有限公司成立于 2000 年 4 月, 由十家大型信息产业企业集团出资设立, 从事电子信息产业的基金管理、创业投资和咨询服务。1999 年以创业投资的模式投资中星微电子 1000 万元, 2005 年中星微登陆纳斯达克后, 获得 20 余倍的回报; 2007 年 8 月 13 日在中小板上市的广电运通, 给予盈富泰克的回报超过了 25 倍。

盈富泰克受信息产业部的委托, 是信息产业部电子信息产业发展基金的管理者。到 2006 年底, 盈富泰克所管理的电子信息产业基金共投资了 24 家企业, 投资金额 2.66 亿元, 在未来的 18 个月内, 还有 5-6 家企业将在国内外上市。而来自权威渠道的消息称, 国家发改委有关基金托管机构的招标已经落定, 作为第一个成功试点的创投基金, 盈富泰克成为中标者之一。

在 A 股市场，南天信息持有盈富泰克 10% 的股份，当盈富泰克的项目退出后，每获得 1 亿的利润时，南天信息将获得 0.048 元的每股收益。

2.8 中科招商创投

中科招商创业投资有限公司成立于 2000 年 12 月，是中国首家经批准设立的直接投资基金(创业投资基金、产业投资基金、重组并购基金)专业管理机构。团队精良，在业内备受尊敬。

中科招商已发起设立和管理的创业投资基金在全国达到 7 支，包括：中科招商、中科中远、中科先锋、中科汇银、中科汇商、中科华艺、中科尼盛等，总规模已达 30 亿元。同时发起设立的大型产业投资基金 4 支：山西能源产业投资基金、内蒙古矿产资源产业投资基金、国企改革重组投资基金、江苏新兴产业投资基金等，具有国内最完备的基金发起设立和管理的经验。

目前在 A 股市场，参股中科招商的上市公司有唐钢股份和北京城建，分别都持有中科招商 20%。当中科招商项目成功退出后，每获得 1 亿的利润时，将使得唐钢股份和北京城建的每股收益分别增加 0.006 和 0.027 元。

2.9 天堂硅谷创业集团

天堂硅谷创业投资有限公司是浙江省投资控股、多家上市公司联合组建的一家专门从事高新技术产业创业投资的全新投资机构，注册资本 1.618 亿元。主要从事的是实业项目投资开发；高新技术项目、高成长中小企业的创业投资等，其创投主要方向为生物、信息、新材料、环保工业等项目。截止 2007 年 6 月底，控股及参股公司共 16 家，管理资产超过 20 个亿人民币。其已经投资上市的企业包括莱宝高科、鑫富药业等。

浙江是中国民营经济最发达的地区之一，给天堂硅谷提供了丰厚的投资资源。未来三年至五年天堂硅谷的计划是管理 100 个亿左右基金规模，其中政策性资金 10 亿元左右，成立 30 至 50 家创业投资基金，支持 500 家以上中小企业的直接融资问题。

由于民丰特纸、升华拜克等 8 家上市公司均已通过协议将所持有的天堂硅谷的股权转让给钱江水利，所以目前钱江水利成为控股天堂硅谷 87% 的控股公司，未来天堂硅谷在创业投资方面的产出将由钱江水利独享，当天堂硅谷的创业投资项目成功退出后，每取得 1 亿的利润时，将使得钱江水利的每股收益增加高达 0.306 元。

2.10 清华紫光创业投资

清华紫光创投注册资本 2.5 亿元，受托管管的资产规模超过数亿元人民币，主要投资方向为电子信息、生物工程、中西药业、环境保护和新材料、新能源等国家认定的高新技术产业产业化项目。

依托清华大学的研发实力，目前该公司在 IT 和生物等领域有较强的竞争力。紫光创投开创了“上市公司探索进入风险投资的紫光模式”，曾被评为“中国十大产业风险投资机构”。

目前，清华紫光所投 15 个项目中，华海医药已于 2003 年成功上市，华海医药上市后给清华紫光带来了 7150 万元的投资回报，收益近 14 倍，也给清华紫光的最大股东紫光股份带去了 1144 万元的投资收益。

在 A 股市场中，除大股东紫光股份持有紫光创投 16% 的股份之外，天茂集团、常山股份、路桥建设、凌钢股份、中海海盛、中天城投、燕京啤酒、首钢股份等 8 家上市公司也分别持有紫光创投 8% 的股份，另外，中钨高新持有 6% 的股份，当紫光创投的项目成功退出后，每获得 1 亿的利润时，将使得上述 10 家上市公司的每股收益分别增加 0.078 元（紫光股份）、0.012 元（天茂集团）、0.011 元（常山股份）、0.020 元（路桥建设）、0.010 元（凌钢股份）、0.014 元（中海海盛）、0.022 元（中天城投）、0.007 元（燕京啤酒）、0.003 元（首钢股份）和 0.027 元（中钨高新）。

2.11 其它主要创业投资公司

其它国内主要的创业投资公司还有：由清华大学和珠海市人民政府共同创办的珠海清华科技园、几乎有紫江企业全资控股的紫江创业投资有限公司、坐落于上海嘉定并经国务院授权和科技部批准建设的国家级复华高新技术园、由红塔集团发起设立的红塔创业投资有限公司、由同方股份成立的数家创业投资公司和由丝绸股份与亚星客车参股的天骄科技创业投资公司等。

将前述 4.1 节至 4.11 节所有创投公司与上市公司的关联情况与上市公司的享有收益列于表 4，如下：

表 5 我国主要创业投资公司与相关上市公司

创投公司	相关上市公司	股份比例 %	享有收益（创投公司每获得 1 个亿的利润时，eps 增加值）
深圳市创新投	大众公用	20	0.013
	盐田港	3.13	0.003
	深圳机场	20	0.012
	唐钢股份	20	0.006
山东省高新	鲁信高新	100（拟）	0.005
达晨创投	电广传媒	75	0.184
江苏省高投	综艺股份	54	0.133
华工创投	武钢股份	16.68	0.002
	华工科技	16.16	0.049
	长源电力	16.66	0.030
盈富泰克	南天信息	10	0.048
中科招商	唐钢股份	20	0.006

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

	北京城建	20	0.027
天堂硅谷	钱江水利	87	0.306
紫光创投	紫光股份	16	0.078
	天茂集团	8	0.012
	常山股份	8	0.011
	路桥建设	8	0.020
	凌钢股份	8	0.010
	中海海盛	8	0.014
	中天城投	8	0.022
	燕京啤酒	8	0.007
	首钢股份	8	0.003
	中钨高新	6	0.027
珠海清华园	力合股份	57.15	0.166
紫江创业投资	紫江企业	98.28	0.068
复华高新技术园	复旦复华	100	0.290
红塔创投	云南白药	2.5	0.005
	烟台万华	5	0.003
	烟台冰轮	5	0.029
同方华清等	同方股份	50	0.051
天骄创投	丝绸股份	33	0.027
	亚星客车	25	0.113
上海慧谷高投	龙头股份	21.3	0.050
江苏弘瑞科创	南纺股份	12.6	0.049
	弘业股份	36.36	0.147
	东北高速		
张江汉世纪等	张江高科	30	0.019

资料来源：东兴证券研究所

3. 创业投资公司与相关上市公司的估值

由于目前我国创业投资公司的退出机制还不成熟，创业投资公司的收入增长很大程度受制于国内资本市场的活跃程度。因而，近几年，创业投资公司的收入波动都比较大，目前也没有成熟完善的对于创业投资公司的估值体系。这里我们尝试将公司的业务进行分解，分别对公司的主营业务与创投业务进行估值，来提供一种对于创业投资公司乃至相关上市公司的估值方法的参考。

本节以深圳市创新投和大众公用作为例子来进行分析，其它创投企业和创业投资公司可做类似分析。

3.1 创业投资公司的估值

创业投资公司除自有资金外，也经常采用募集资金的方式进行投资（相当于使用杠杆放大投资的收益比），因此在估值时我们需要将创业投资公司的

自有资产单独提取出来进行计算。

无论是对于资本市场来说，还是对于创业投资市场来说，目前我国还处于不太成熟的发展阶段，创业投资公司的收入增长变化受整个资本市场的活跃程度影响很大，在 A 股出现极大不景气的 2004 年与 2005 年，创业投资公司都碰到了很大的困难，而在 A 股出现大牛市的 2006 年与 2007 年，创业投资公司的收入也增加的很快。

3.1.1 深圳市创新投的收入变化

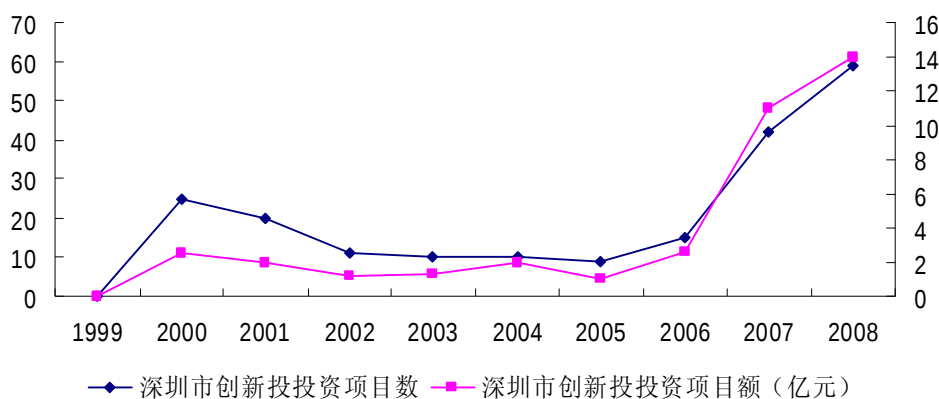
1999 年至 2008 年底，深圳市创新投在 IT 技术/芯片、光机电/先进制造、消费品/物流/连锁服务、生物医药、能源/环保、新材料/化工、互联网/新媒体等领域共投资了 208 个项目，总投资额为 37 亿元人民币左右，与此同时，深圳市创新投的自有资产也从注册时的 16 亿增加到了 2007 年底的 25 亿元。

表 6 深圳市创新投的资产变化

	注册时	投资时	2002	2003	2004	2005	2006	2007
资产（亿元）	16	16.8	17.32	18.05	14.14	12.19	12.90	25.09
资产增速(%)			8.25	4.21	-21.7	-13.79	5.82	94.50

资料来源：东兴证券研究所

图 3 深圳市创新投的投资项目数与金额



资料来源：东兴证券研究所

3.1.2 对深圳市创新投的估值

从 1999 到 2008 年深圳市创新投所投资的 208 家企业中，总投资额为 37 亿元，平均每家投资为 1800 万元；从 2001 年至今，共有 37 家公司成功退出，其中 31 家以成功上市的方式得到资金的退出，以上市发行价计算，其平均获利倍数为 14.34 倍。

表 7 深圳市创新投的成功退出项目

年份	投资企业数量	投资金额总计	成功退出项目	获利倍数
----	--------	--------	--------	------

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

1999	7	7000 万元		
2000	19	1 亿 6000 万元		
2001	20	2 亿元	亿胜生物	5
2002	11	1 亿 8000 万元	贵州汉方	7.7
2003	10	2 亿元	金证科技	13.11
2004	10	2 亿元	朗科科技	
			上海微创	
			九城数码	17
			中芯国际	26.9
			潍柴动力	20.5
2005	9	1 亿 5000 万元	西安皓天	
			德信无线	16.25
			珠海炬力	8
2006	18	2 亿 8000 万元	视得安	
			同洲电子	16
			华拓医药	
			东方纪元	
			慧视通讯	15
			中材科技	8.98
			科陆电子	11
2007	42	11 亿元	橡果国际	15.5
			远望谷	13.3
			易居中国	13.8
			西部材料	8.48
			三诺数码	25
			丰泉环保	26
			网龙网络	13.18
			怡亚通	24.89
			特尔佳	4.70
			福晶科技	7.79
2008	59	13 亿元	A8 电媒	19
			海陆重工	10.46
			中电光伏	11
			世联地产	
统计	202 家	共 37 亿元	共 37 家退出	平均为 14.34

资料来源：东兴证券研究所

从上面的列表数据中，我们可以估算出，在接近 10 年的投资过程中，深圳市创新投所投资的 37 亿资金中，目前成功退出的项目约为 80 亿，也即 10 年的年均复合增长率为 8.01%。

我们有理由相信，今后资本市场和创业投资市场的情况要好于过去的 10 年，所以预期今后 10 年深圳市创新投的复合增长率将会高于 10%；而如果创业板能够在今年顺利推出的话，由于创业板的推出将会给资本市场每年至少

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

第 22 页 共 38 页

带来 50-60 家的上市公司,深圳市创新投作为目前国内排名第一的创业投资公司,其未来 10 年的复合增长率有望超过 20%。

3.2 上市公司的估值

对于投资创业投资公司的上市来说,我们需要将其主营业务与投资于创业投资公司的资产分离开进行分析,这里我们以投资深圳市创新投的大众公用为例进行分析。由于大众公用是一个进行天然气等公用事业的上市公司,所以我们将主营业务和创投业务部分分开进行估值分析。

3.2.1 大众公用的主营业务的分析

大众公用的主营业务是投资城市的公用事业的基础设施,我们预测公司在未来几年公用事业的业务的年均复合增长率在 6%左右。

表 8 大众公用的财务报表预测

利润表(百万元)	2006A	2007A	2008E	增长率%	2009E	增长率%	2010E	增长率%
营业收入	2,429.66	2,590.21	2,743.61	5.92%	2,907.09	5.96%	3,081.38	6.00%
营业成本	2,093.55	2,297.85	2,429.55	5.73%	2,569.52	5.76%	2,718.34	5.79%
营业费用	61.99	75.44	82.31	9.11%	87.21	5.96%	92.44	6.00%
管理费用	166.48	184.67	205.77	11.43%	218.03	5.96%	231.10	6.00%
财务费用	76.44	135.50	100.93	-25.51%	54.47	-46.03%	47.93	-12.00%
投资收益	175.04	484.94	500.00	3.11%	500.00	0.00%	500.00	0.00%
营业利润	116.29	351.06	400.85	14.18%	452.51	12.89%	464.99	2.76%
利润总额	150.59	380.31	430.85	13.29%	490.51	13.85%	509.99	3.97%
所得税	44.59	61.16	107.71	76.12%	122.63	13.85%	127.50	3.97%
净利润	106.00	319.15	323.14	1.25%	367.88	13.85%	382.49	3.97%
归属母公司所有者的净利润	51.17	250.10	254.09	1.59%	298.83	17.61%	313.44	4.89%
NOPLAT	135.67	408.31	376.34	-7.83%	380.23	1.04%	384.69	1.17%
资产负债表	2006A	2007A	2008E	增长率%	2009E	增长率%	2010E	增长率%
货币资金	885.13	1,068.62	1,395.17	30.56%	2,041.86	46.35%	2,702.75	32.37%
交易性金融资产	4.06	9.68	10.00	3.28%	10.00	0.00%	10.00	0.00%
应收帐款	154.47	221.94	225.50	1.60%	238.94	5.96%	253.26	6.00%
预付款项	78.63	76.15	85.87	12.76%	96.15	11.97%	107.02	11.31%
存货	437.69	484.81	512.53	5.72%	542.06	5.76%	573.46	5.79%
流动资产合计	1,693.51	1,928.51	2,298.78	19.20%	3,002.86	30.63%	3,724.78	24.04%
非流动资产	5,271.59	6,255.98	6,082.24	-2.78%	5,775.74	-5.04%	5,469.24	-5.31%
资产总计	6,965.11	8,184.49	8,381.02	2.40%	8,778.60	4.74%	9,194.02	4.73%
短期借款	1,132.00	1,386.44	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	257.65	280.79	465.94	65.94%	492.78	5.76%	521.32	5.79%
预收款项	505.47	655.10	792.28	20.94%	937.63	18.35%	1,091.70	16.43%
流动负债合计	3,361.84	4,046.22	2,956.50	-26.93%	3,135.61	6.06%	3,325.26	6.05%
非流动负债	1,164.26	1,085.51	1,048.64	-3.40%	1,048.64	0.00%	1,048.64	0.00%

少数股东权益	670.59	702.53	771.58	9.83%	840.63	8.95%	909.68	8.21%
母公司股东权益	1,768.42	2,350.23	3,604.29	53.36%	3,753.71	4.15%	3,910.43	4.18%
净营运资本	(1,668.33)	(2,117.70)	(657.72)	N/A	(132.75)	N/A	399.52	N/A
投入资本 IC	67.59	630.79	234.35	-62.85%	(193.87)	N/A	2,971.00	N/A
现金流量表	2006A	2007A	2008E	增长率%	2009E	增长率%	2010E	增长率%
净利润	106.00	319.15	323.14	1.25%	367.88	13.85%	382.49	3.97%
折旧摊销	175.86	186.44	0.00	N/A	306.50	N/A	306.50	0.00%
净营运资金增加	(470.03)	(449.37)	1,459.99	N/A	524.96	-64.04%	532.27	1.39%
经营活动现金流	258.40	266.40	471.67	77.05%	355.57	-24.62%	370.55	4.21%
投资活动现金流	(995.01)	(199.91)	385.45	N/A	495.00	28.42%	495.00	0.00%
融资活动现金流	223.62	(19.51)	(530.57)	N/A	(203.88)	N/A	(204.65)	N/A
现金净增(减)	(513.00)	46.98	326.55	595.12%	646.68	98.03%	660.90	2.20%

资料来源：东兴证券研究所

与此相应,我们预测公司 08-10 年除去创投部分的业务的每股收益分别为 0.17 元、0.20 元和 0.21 元。对应于这部分的股价估值,我们利用自由现金流折现模型,预测公司的股价为 8.35 元左右。

表 9 大众公用的业绩预测

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2,429.66	2,590.21	2,743.61	2,907.09	3,081.38
主营收入增长率	15.13%	6.61%	5.92%	5.96%	6.00%
EBITDA(百万元)	368.59	673.00	778.87	813.48	819.42
EBITDA 增长率	25.69%	82.59%	15.73%	4.44%	0.73%
净利润(百万元)	51.17	250.10	254.09	298.83	313.44
净利润增长率	41.24%	388.72%	1.59%	17.61%	4.89%
ROE	2.89%	10.64%	7.05%	7.96%	8.02%
EPS(元)	0.060	0.200	0.170	0.200	0.210
P/E	154.83	46.45	54.67	46.49	44.32
P/B	4.85	4.93	3.85	3.70	3.55
EV/EBITDA	26.94	19.19	17.36	15.83	14.90

资料来源：东兴证券研究所

3.2.2 大众公用的创投业务估值分析

大众公用向深圳市创新投共投资 3.36 亿元,分数年来摊销完成,占深圳市创新投股权资本的 20%,注册资本的 21.6%,这里我们忽略这笔投资的时间成本,而直接计算投资资本的收益变化情况。

表 10 大众公用投资深圳创新投的资产变化

	投资时	2002	2003	2004	2005	2006	2007
投资资产(亿元)	3.36	3.46	3.61	2.83	2.44	2.58	5.02
每股净资产(元)	0.62	0.63	0.66	0.40	0.26	0.28	0.40
增速(%)		1.61	4.76	-39.39	-35.00	7.69	42.86
摊薄净资产(元)	0.27	0.28	0.29	0.23	0.20	0.21	0.40

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

增速(%)	3.70	3.57	-20.69	-13.04	5.00	90.48
每股收益(元)	0.02	0.03	-0.11	-0.04	0.02	0.20
增速(%)		50.00	-466.67	-63.64	-150.00	900.00
摊薄收益(元)	0.01	0.01	-0.06	-0.03	0.01	0.20
增速(%)		0.00	-700.00	-50.00	-133.33	1900.00

资料来源：东兴证券研究所

从上表中可以看到，这笔投资在从 2002 年-2008 年产生的投资收益的变动很大，在资本市场较差的 04-06 年，公司一度曾经想把这笔投资转让，而在 07 年公司的这笔投资终于得到了丰厚的回报。

假定公司的创业投资投入不再另外增加的情况下，公司的这笔投资从 2002 年投入，到 2007 年 5 年的时间里，年均复合摊薄收益为 0.03 元，我们认为这部分收入可以给予对应的 PE 为 50-70 倍，从而对应 12 个月的每股股价为 1.5-2.1 元；如果创业板在今年可以顺利推出的话，则这部分收入可享有的 PE 将增加到 100-120 倍，从而对应的 12 个月内的每股股价为 3.0 元-3.6 元。

3.2.3 大众公用的总体估值分析

我们将大众公用的主营业务股价估值与创投业务部分的股价估值进行加和，则可以得到，如果创业板未能在今年顺利推出的话，大众公用的 12 个月内的股价估值为 9.85-10.45 元，而如果今年可以顺利推出创业板的话，大众公用的股价有望提升到 11.35-11.95 元。

表 11 大众公用的股价估值

	主营业务	创投部分		总计	
		创业板未推出	推出创业板	创业板未推出	推出创业板
对应股价（元）	8.35	1.5-2.1	3.0-3.6	9.85-10.45	11.35-11.95

资料来源：东兴证券研究所

4. 投资策略与重点上市公司分析评级

对于参股创投的上市公司的投资策略，我们依然重点推荐“创投实力强、创投含量高和主业增长好”这三点：

“创投实力强”指参股的创业投资公司的实力强，有能力将孵化出的企业成功退出；

“创投含量高”是指参股的比例大，在系列报告一中我们具体核算了各上市公司的每千股的创投含量，在本报告中我们更进一步分析了上市公司从创业投资公司所分享的收益（见表 4）；

“主业增长好”是指公司除创投部分外，自己的主业也具有足够的竞争实力，从而有能力抵御风险和稳定增长。

在以上三个投资策略的选择基础上，我们推荐以下 4 个创投公司：大众公用、复旦复华、同方股份和亚星客车。

4.1 大众公用（600635）

（1）**燃气航母，垄断优势突出。**公司是上海乃至华东地区最重要的燃气供应商，其控股 50% 的上海大众燃气占据着上海燃气销售市场 40% 的市场份额，公司还斥资 10 亿元相继并购了南昌、南通等燃气公司，具备突出的垄断资源优势，而其稳定的现金收入则使其具备了强劲的抗风险能力，因此其燃气航母形象已呼之欲出。

（2）**公司的市政环境产业得到迅速发展。**公司投资建设的上海黄浦江翔殷路越江隧道，是唯一东西贯穿并跨越浦西和浦东快速道路的重要枢纽，该工程总投资近 10 亿元，大众公用拥有其 25 年的经营权，而上海市为此每年将给公司 8700 万元的巨额补贴，由此公司每年可提高收益 0.12 元/股，另外，25 年的总补贴额高达 21.75 亿元，这将给公司的持续发展提供强有力的保证。

（3）**公司是两市最大的创投企业之一。**共斥资 3.07 亿元持有深圳创新投资集团 20% 股权，深圳创新是中国目前最大、前景最好、实力最强的创业投资公司，随着公司众多创投项目的孵化成功，公司有望获取巨大的投资收益。

（4）**业绩预测与投资评级：**综合我们对公司进行的调研和所了解的其他情况，我们预计 2008-2010 年公司 EPS 分别为 0.17 元、0.20 元、0.21 元，对应市盈率分别为 58 倍、49 倍和 47 倍。

4.2 复旦复华（600624）

（1）**是上海乃至全国的软件产业基地。**公司持有上海复旦软件园是国家重点发展的国家火炬计划软件产业基地，下属复华高新技术园区以复旦大学软件基地为依托，由周边 15 所高校和 100 多家科研机构和企业加盟，是一个集计算机硬件研发、成果孵化、产业化、风险投资与管理功能于一体的高校科技产业园区，未来发展潜力巨大。

（2）**拥有我国唯一的专用集成电路和芯片国家重点实验室。**由复旦大学微电子研究所自主设计的具有完整自主知识产权的“中视一号”数字电视地面传输芯片，在上海成功投片，填补了国产化数字电视地面传输芯片的空白，实现了国内百万门级专用芯片设计的重大突破。

（3）**在医药生物方面，公司同样出色。**公司依靠复旦大学生命科学院、复旦大学药学院的雄厚学科优势，大力拓宽了生物医药等领域的发展空间。复华生物医药产业已具备了强大的竞争力，目前已基本形成拥有自主知识产权。

（4）**是创投概念股的龙头之一。**公司持有复旦复华科技创业投资公司

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

100%股权，还投资 7118 万元持有上海复旦软件园 100%股权，目前在高科技产业孵化、风险投资等方面已初具规模。

(5) 业绩预测与投资评级：综合我们对公司进行的调研和所了解的其他情况，我们预计 2008-2010 年公司 EPS 分别为 0.08 元、0.12 元、0.15 元，对应市盈率分别为 128 倍、85 倍和 68 倍。

4.3 同方股份（600100）

(1) 公司在北斗导航应用方面优势突出。2009 年预计将发射一定规模的二代北斗导航卫星，由于二代北斗实现机制与 GPS 类似，随着军民用市场的逐渐发育，未来终端发展空间非常大。

(2) 同方威视安防业务稳定。同方威视的安防业务稳居世界前三位，是全球最大的集装箱检测设备供货商，已进入 86 个国家。

(3) LED 项目基本实现产业化。清芯光电具有高亮度 LED 自主知识产权的 MOCVD 核心装备设计与制造能力，其产业化技术达到世界先进水平。公司通过实现高亮度 LED 在国内的规模生产，填补了我国高亮度 LED 市场空白，也成为今后重要的利润增长点。

(4) 数字城市业务符合建筑节能需求。同方股份的建筑节能项目是由子公司泰豪科技运作，面向智能建筑及电力设备行业，4 万亿投资及电网改造都有利于公司该项业务的发展，该项业务的增长符合建筑节能的需求。

(5) 盈利预测与投资评级：我们认为，公司的多元化发展有助于抵御经济危机，新兴业务基本处于政府投资或景气度高的行业，09 年预计保持稳定增长，预测 08-10 年 EPS 分别为 0.53 元、0.69 元和 0.88 元，对应市盈率分别为 27 倍、20 倍和 16 倍。

4.4 亚星客车（600213）

(1) 公司是我国客车行业少数几家上市公司之一。历年的产销量、销售收入等主要经济指标均位于全国客车行业前列。是全国率先通过“CCC”的客车企业之一。目前公司具有年产 7000 辆客车和 12000 辆客车专用底盘的生产能力，生产设备水平与生产工艺水平均处于行业先进水平。

(2) 公司积极拓展海外市场。近年来公司面对海外市场客户的个性化需要和区域市场的适应性需求，专注于产品品质的不断提升和售后服务体系的完善，来增强产品品质、品牌竞争力。

(3) 积极投资创投行业。公司投资天骄科技创业有限公司 1 亿元，从而持有天骄 25%的股权。天骄的经营范围主要是：实业投资、高科技产业投资、资本经营和风险投资等。其收购的复星实业持有的金瑞四方医药科技投资有

限责任公司全部股权，质地优良，有望成为新的业绩增长点。

（4）**业绩预测与投资评级：**综合我们对公司进行的调研和所了解的其他情况，我们预计 2008-2010 年公司 EPS 分别为 0.05 元、0.07 元、0.10 元，对应市盈率分别为 113 倍、80 倍和 57 倍。

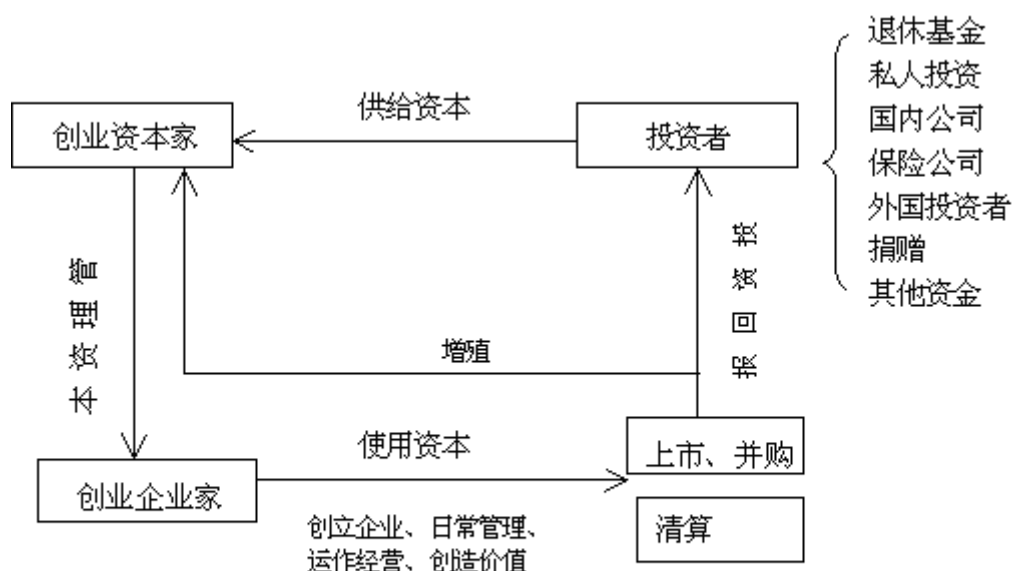
附录 1：创业投资的内涵与国际发展历程

创业投资起源于美国，是一种向极具发展潜力的创新企业或中小企业提供股权资本的投资行为。除资金投入外，投资者还与投资对象共同管理企业，通过投资结束时的股权转让获取高额回报。过去几十年里，创业投资推动了全球技术创新和高新技术的迅猛发展。闻名世界的微软、苹果、谷歌等，无一不是借助创业投资起家。

1.1 创业投资的基本理念

创业投资，又称为风险投资，国内还译为创业资本，风险资本，创业投资的概念可以分为广义和狭义两种。广义的创业投资概念，包括对一切具有开拓性和创业性特征的经济活动进行的投资；狭义的创业投资概念，专指以股权方式投资于新兴的、有巨大成长潜力的中小企业的投资活动。

图 4 创业投资的运作机理



投资者——提供资本；创业资本家——管理资本；创业企业家——使用资本

资料来源：东兴证券研究所

创业投资与商业银行贷款有很大不同。由于创业资本的投资对象主要集中于进行新技术开发和处于拓展市场阶段的高成长企业，投资方式与众不同，因此创业投资与传统的银行融资有很大区别，主要表现在：投资对象审核、投资及支付方式、与投资企业的关系、投资和撤资时机等四个方面。

1.1.1 投资对象审核

一般来说，银行在风险和收益的平衡中，更注重风险大小，其传统现金流量评估方法以企业是否具有还本付息能力作为项目选择标准，投资审查重

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

点放在财务分析与物质保证方面，考核指标主要是实物资产，强调对方信誉和自身资产安全；讲求贷款的安全性、流动性，而创业投资偏爱高风险项目，追逐高风险后隐藏的高收益，志在管理风险，考核的主要是被投资企业的管理队伍是否具有管理水平和企业精神、创业投资企业无形资产，即智力和科技成果的先进性和适应性，管理水平和技术先进性无法用货币计量。在对待风险上，银行力求回避风险，而创业资本甘冒风险。

1.1.2 投资及支付方式

银行主要采用贷款形式，投入的是借贷资金，无论属流动资金贷款还是固定资产贷款，都有一定的偿还期，并以利息收入为主。而创业投资主要以购买股份的形式，属于股权投资，且投资没有固定偿还期，尤其在投资的前些年，只有现金流出，没有现金流入，在创业企业取得完全成功之后，创业投资公司才能按股份取得利润收入。在支付上，银行通常一次性确定融资额，在额度较大的情况下，分期支付。而创业资本则根据创业投资企业的发展，分段追加投资和支付款项，这主要是由创业投资企业的生命周期所决定的。

1.1.3 与投资企业的关系

银行贷款看到的是企业现状，是现有的有利状况和偿债能力，而创业投资着眼于未来，看中的是企业未来的收益和高速增长潜力。银行在要求抵押和担保的情况下，一般不直接过问公司经营，只关心投资的收回和所得利息。创业投资公司在投资后，要参与公司的一切活动，如提供咨询、建议，进行财务和人事管理等。在创业投资过程中，创业家和投资家必须密切合作和充分信任，以保证投资计划顺利进行，二者是共担风险、患难与共的关系。创业投资通过投资家评估技术的眼光和对金融及市场行情的精通，帮助企业制定发展规划、提供咨询服务，并直接参与管理，将有发展潜力的创业计划和充裕的资本有机结合，促成创业投资企业的成长，实现资源优化配置和优势互补，最终形成经济上的高效益。

1.1.4 投资和撤资时机

银行是在有关公司的技术、产品市场、管理等方面较为成熟时提供融资，根据约定的期限收回投资，也可在对象企业经营状况不好时撤回投资。而创业投资公司可能是在创业投资企业最困难的时候开始投资（比如对新创企业、处于破产边缘的企业及资金周转不灵的企业的投资），此时创业投资企业的技术虽有潜力，但还不太成熟，有待进一步开发。市场只是潜在的，有待开拓。创业投资收回是在创业企业获得成功之后，撤资形式主要是股权转让。

1.2 创业投资的主要特征

作为连接创新与金融的“桥梁”，创业投资与传统金融不同，是单向或专

业投资，致力于发现新的科技突破口、新的经济增长点。对于有市场潜力的技术、产品或企业，创业投资都会表现出兴趣，并在资金、技术或企业发展的各阶段提供全方位支持。创业投资也不同于传统投资，它是一种将创新与金融结合起来的新型现代投资。以技术密集部门为投资领域，以科技企业为主要投资对象，形成了“高风险、高收益、高度专业化和低流动性”的主要特征。

1.2.1 高风险性

创业投资具有很高的投资风险，因为它的投资对象在技术和市场方面都具有很大的不确定性，因而投资失败的可能性很大。对于创业投资，如吴敬琏教授所指出的，虽然总体上看风险和收益是对称的，但与一般产业比较，创业投资的收益者更集中，失败者的面更大。所以在美国硅谷，成功的创业投资看上去不少，但失败率和淘汰率也相当高。由于创业企业或项目具有高成长性，如果投资成功，则可获得极高的投资回报，这正是创业投资的吸引力所在。

1.2.2 高收益性

创业投资是一种着眼于未来的战略性投资，创业投资家并非对于所投资项目的高风险性视而不见，而是因为风险背后蕴含着获取巨额利润的机会。依靠创业资本建立起来的高技术企业生产的产品，成本低、效益高、性能好、附加值高、市场竞争能力强，企业一旦成功，其投资利润率远远高于传统产业和产品。预期企业的高成长、高增值是创业投资的内在动因。

1.2.3 高度专业化

由于创业投资主要投向高新技术产业，加上投资风险较大，要求创业资本管理者具有很高的专业水准，在项目选择上要求高度专业化和程序化，精心组织、安排和挑选，尽可能降低投资风险。创业投资项目一般须经过专家咨询委员会严格评选、充分论证后才加以确定，目标项目属于潜在市场规模巨大、高成长的新创事业。

1.2.4 低流动性

创业资本是一种长期投资，其投资周期要经历研究开发、产品试制、正式生产、扩大生产到盈利规模进一步扩大、生产销售进一步增加等阶段。直到企业股票上市、股价上升时，投资者才能回收创业资本获得投资利润，所以流动性很低，为此人们常将创业资本称为“有耐心和勇敢”的资金。

1.3 创业投资的实质

创业投资是在比较完善的市场经济条件下，在经济发展繁荣时期比较活跃的高级投资方式。这种投资方式将技术创新与金融工具有机地结合起来，

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

第 31 页 共 38 页

最大限度地调动了技术创新者和创业投资家的积极性。这种投资方式不再是单纯的投资或者融资，而是投资与融资的结合。

1.3.1 创业投资是投资与融资的结合

由于创业投资拥有创业企业的股权，并参与经营管理，创业投资就成为融资与投资相结合的一个过程。有时融资比投资更困难。创业投资是以融资为首的投资与融资的有机结合。没有一定的投资方向或目标很难融得资金。而投资过程中又需要新的融资，投资过程往往伴随着第二轮或第三轮的融资，融资和投资构成了不可分割的整体。

1.3.2 创业资本是一种金融与创新相结合的投资

形成创业资本投资机制的两大主要要素是资金与创新，两者缺一不可。创业资本的投资主要集中于创新领域，创新是当今世界经济发展的主要动力。创业资本就是为了支持创新产业而产生的，当今世界的创业资本几乎就是创新的代名词。高技术产业是主要的创新领域，具有知识密集、技术密集和人才密集的特点，与之相应，创业资本行业也是知识密集、技术密集、人才密集的行业，因此，创业资本是一种金融与创新相结合的融资、投资机制。

1.3.3 创业资本是一种资金与管理相结合的投资

创业资本家将创业资本投入某个企业后，并非像其他投资者那样不参与该公司经营活动，而是自始至终参与公司的管理，参与重大问题决策，甚至在必要的情况下解雇公司总经理，亲自接管公司，直至找到新的总经理。创业资本家之所以参与创业企业董事会，最重要的原因是为了降低投资风险，提高投资成功率。由于创业资本家通晓金融及市场行情，而创业家往往在技术上较为擅长，而对金融及市场方面较为生疏，因此创业资本家参与企业的管理对创业企业的发展、壮大都是有很大贡献的。

1.4 创业投资的产生与发展历程

创业投资本世纪二、三十年代出现于美国，起初只是几个有项目无资金和有资金找项目的人聚在一起形成的一种新的投资方式，但经过半个多世纪的发展，已风靡全国。在美国，其规模已达数亿美元，已形成一套比较完善的运行机制。从美国创业投资的发展可以看出整个创业投资业的历史进程，美国创业投资的发展历程大致可划分为四个阶段：

发展初期（20 世纪 40 年代—60 年代末期）：严格意义上的创业投资始于二战以后，1946 年，J.H.Whitey 成立了第一个私人创业投资公司，初始资本约 1000 万美元，他为这笔资金想出一个新名词叫创业投资（Venture Capital），他是以共享股份的方式进行创业投资的第一人。事实证明，共享股份对于创新企业产生和保持活力，甚至对于保持国家的科技实力至关重要，股权投资

由此成为创业投资的精髓。

徘徊停滞时期（20 世纪 70 年代）：60 年代末创业投资业的快速发展很快就步入了低谷。1970 年创业投资额减至 0.97 亿美元，1975 年减至 0.10 亿美元。越战巨额军费开支给政府带来沉重压力，为增加政府收入，在 1969 年的税制改革中，美国政府将长期资本收益税的最高税率从 29% 增加到 49%；同时，1969 年和 1973 年的经济危机以及这期间的石油危机，造成了美国工商业的大萧条。创业资本所投资企业的经营状况不景气，资本市场疲软，使合伙企业筹集新资金困难重重。最后，首次公开发行市场（IPO）基本消失，企业收购和兼并活动急剧减少，合伙企业很难收回原有创业投资，就更不愿进行新的创业投资。这一时期全美国创业投资协会成立和 NASDAQ 市场的建立为创业投资的发展奠定了基础。

稳步发展时期（20 世纪 70 年代末—90 年代初）：70 年代创业投资的低迷最终影响了高技术园区和高技术的发展。在此情况下，硅谷和其他地方的高技术公司对国会做了大量工作。1978 年，美国国会终于撤消了 1969 年的决定，把长期资本收益税的最高税率从 49% 又降到了 28%。同年 9 月美国劳动部对《雇员退休收入保障法》中关于养老基金投资的“谨慎人”条款做出了新的解释，在不危及养老基金整个投资组合安全性的前提下，不再禁止养老基金购买小企业、新企业和创业基金所发行的证券。新规定很快为创业投资带来了大量的养老基金，使小企业股票市场和首次公开发行市场迅速恢复了活力。在这种情况下，创业投资公司收回了大量投资，向投资者返还了本金、付以高额回报，进而又吸引和筹集了大量新资金，并开始增加对新企业的投资。创业投资的净增值从 1977 年的 0.39 亿美元猛增至 1978 年的 5.70 亿美元，形成创业投资业发展的第二次高潮。

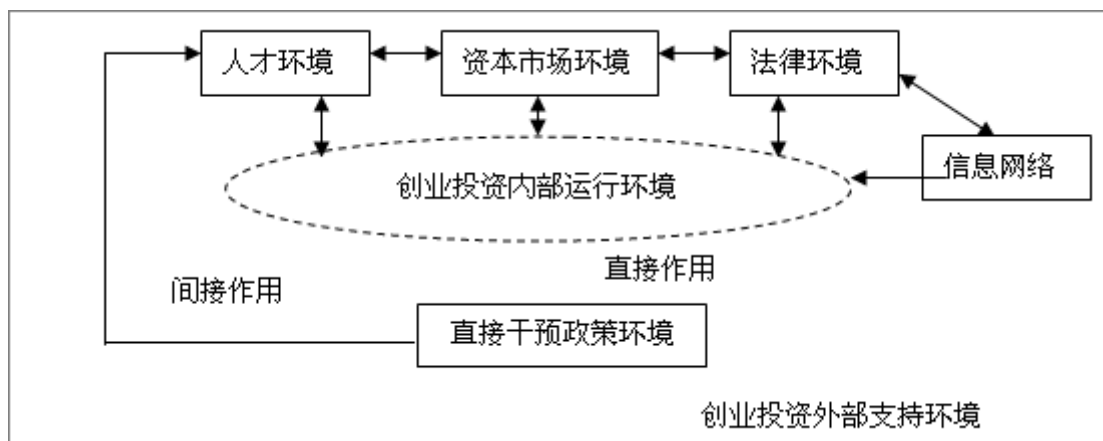
快速增长时期（90 年代至今）：进入九十年代，美国风险企业的数量不断上升，投资规模不断增加。随着新增创业投资额的增大，美国创业投资额平均每年递增 10% 以上，为美国高科技产业的发展起到巨大作用。据估计，美国新增就业机会的 80% 以上都是由小企业提供的。此外，小企业的成功和发展壮大有一个重要标志，那就是让小企业，尤其是科技创新企业在纳斯达克上市。目前，Nasdaq 市场在上市公司总市值和上市公司总数均超过纽约证券交易所。

在短短几十年历史中，创业投资经历了 50-60 年代的兴起、70 年代的衰退、80 年代复兴和 90 年代后蓬勃发展这样一些阶段。过去 20 年，美国创业投资业本身已形成一个新兴金融产业。创业投资公司成批涌现，许多创业投资拥有一亿，甚至十亿美元资产。激烈的市场竞争使创业投资公司走出狭义的创业投资模式，转向更广泛的资金需求市场。

附录 2：我国发展创业投资所需要的基础环境

一个良好的基础环境，包括政策环境、法制建设环境、市场与制度环境等，是发展创业投资的关键条件之一。过去由于我国处于经济体制改革的初期，外部环境条件比较差，不适于创业投资的健康发展，这是导致一些探索性的创业投资公司失败的一个主要原因。从国际经验看，优惠政策、法律支持、良好的市场环境是创业投资发展的重要基础。

图 5 创业投资的外部环境



资料来源：东兴证券研究所

2.1 政策环境

发展创业投资，特别是在发展初期，很重要的一条就是从财税、金融、投资等方面给予必要的优惠政策。国际经验表明，根据国外的经验，政府的政策支持对于创业投资的发展极为重要，政府的宏观调控措施为创业投资的发展创造了良好的外部运行环境。政府可制定的宏观调控政策可分为以下几类。

2.1.1 政府宏观政策的引导

以发展高新技术为杠杆谋求国家的经济发展和综合国力的增强，已成为世界各国政府的共识。各国政府通过制定高新技术产业发展战略与规划等，创造了良好的创业投资环境，直接推动了高新技术产业的迅速发展。

我国在《关于科学技术体制改革的决定》中首次引入了“创业投资”的提法，指出“对于高科技可以设立创业投资给予支持。”这使我国高技术创业投资的发展有了政策上的依据和保证。全国技术创新大会确立了我国建立国家创新体系的重大突破方向：一是企业成为创新主体；二是重视创业投资机制的建立。在发展高新技术产业的过程中，人们比较多地看见其高收益，而忽视其高风险。实际上，高技术企业之所以有高收益，就是因为有高风险相随。这种资金的运作与计划经济体制下向国家伸手要钱完全不是一回事；三

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

第 34 页 共 38 页

是鼓励知识分子在产权问题上大胆探索。原来考虑将知识产权所占比例控制在 35% 以内，但在综合分析全国的情况后，没有把具体的产权比例写进文件。

总体上看，我国对于发展创业投资的宏观政策导向已经非常明确，国家有关部门和地方政府应当在充分认识创业投资的前提下，把创业投资的发展纳入国家科教兴国战略予以实施。

2.1.2 税收优惠政策

目前中国创业投资者是否对高科技产业投资，取决于对创业投资预期收益和投资风险的权衡。只有当预期收益大于风险代价时，创业投资者才愿意投资，而创业投资者的预期收益和风险的大小在很大程度上取决于有关税收政策。创业投资所以能成为发展高新科技企业的发动机，税收机制是重要刺激手段。通过给予投资者、资金管理者、资金使用者税收优惠，刺激创业投资以及高科技企业的发展。要在我国大力推动创业投资，不深入研究用以刺激创业投资发展的税收机制是不行的。优惠的税收政策是政府对创业投资的直接推动，是发展创业投资的最有力的措施和最有效的工具。我国目前还没有针对发展创业投资出台专项税收优惠政策，这方面的力度显得明显不足。

2.1.3 政府担保

由于银行在积聚社会闲散资金方面的独特地位，同时也由于银行风险承受能力不足的现实，世界各国为了鼓励银行支持创业投资业的发展，普遍选择了政府担保的手段。在提供贷款担保方面，可以适量设立创业投资担保公司，或设立贷款担保基金，为技术企业向银行提供贷款担保。通过政府担保，国家能够以少量资金带动大量民间资本投向高技术风险企业，因此，政府担保在国外被称为创业投资的“放大器”。

2.1.4 以政府采购政策支持创业企业的发展

政府采购对创业企业的发展具有很大作用，它可以减少创业投资的回收风险和创业企业产品的市场风险。由于有了订单，企业也可通过银行贷款解决发展资金的不足。随着我国国民经济水平的不断提高，我国的政府采购规模也变的越来越大，政府采购活动也日益频繁。在科学技术日新月异的今天，我国政府采购物品的科技含量也越来越高，许多创业企业的产品符合政府采购的需要。因此，我国政府完全可以通过政府采购这一环节，为创业企业提供市场需求，并进一步解决其资金需求，从而有力地推动创业企业的发展。

对于国家需要直接参与和控制、关系国家经济发展大局和产业安全的高新技术项目，可以由国家通过政府直接采购的方式给予扶持。政府采购后的科技成果，可以向社会有偿转让，扩散推广，也可以直接注入国有创新企业，还可以以参股形式向民营企业投放。

2.2 法制建设环境

经过几十年的发展，创业投资已成为高新技术产业发展的强有力的助推器，成为经济增长的发动机，而完善健全的法规制度对这台机器高速运转起着至关重要的作用。

发达国家为了促进本国高新技术产业的发展，制定了一系列关于创业投资的专项法规制度，如美国的《银行法》、《小企业发展法》，英国的“贷款担保计划”，韩国的《中小企业创立支持法案》和《新技术财政资助条例》等都规定了关于鼓励、保护创业投资的有关条款。创业投资的法规体系包括四个方面的内容：一是关于知识产权保护的法律，主要有专利法、反不正当竞争法、“著作权法”、“商业机密保护条例”、“计算机软件登记法”等，这是创业投资事业赖以发展的前提，二是涉及企业制度方面，特别是有关股份有限公司方面的法律，这是创业投资赖以存在的基础；三是有关创业投资公司（基金）的专项法律，这是创业投资公司（基金）的存在依据和操作指南；四是有关保障创业投资事业发展的相关法律。发达国家经过近几十年的努力，创业投资立法已经相当完善，它们已经建立起一整套有利于创业投资发展的法律体系。

2.3 市场环境

良好的市场环境是创业投资顺利进入和退出的重要条件，是创业投资业健康发展的基础。促使创业投资大量形成和实现规模扩张的市场环境，离不开发达的人才市场、产权市场、技术市场和金融市场。

2.3.1 人才市场

创业投资业的健康发展是技术专家、创业投资家和企业管理专家之间的对话，它与风险企业之间不是简单的债权债务关系，而是集资金投入、管理咨询、营销策划、资本营运等为一体的“集合性投资”，这就是说，创业投资要想取得成功，既要有天才的企业家，又要有高水平的创业投资家。创业投资不仅需要风险资本和高新技术，而且还需要一批具有创新意识、市场意识、风险意识及开拓进取精神的创业投资专家。创业投资业的迅速发展需要优秀的人才，因此，建立合理的人才流动机制显得尤为重要。

2.3.2 产权交易市场和技术交易市场

从创业投资的运作来看，产权在产权市场上能迅速流动和转让是创业投资运作的重要基础。创业投资者的投资收益有多种回报形式。如与所投资公司分享利润、占有所投资公司的股份以及获得该公司某项许可证的转让权与使用权。这些都以产权能够流动为前提。因此，要加快产权市场的培育和建设。关于技术市场，从创业投资的投放对象来看，完善和充分竞争的技术市

场是高新技术从开发走向应用的纽带和桥梁。

2.3.3 金融市场

创业投资的运作规律和创业企业的发展特点决定了它对完善的金融市场有很大的依赖性。创业投资股权运作的目的就是走向资本市场，而发达的资本市场保障了创业投资的正常循环。发达的金融市场对发展创业投资的重要意义主要有以下几个方面：一是金融市场提供了风险资本的源泉，既取得较高收益，又避免投资风险过度集中；二是创业企业要取得超常规的发展速度，必须依靠资本营运实现低成本扩张；三是金融市场对创业投资的回收并取得回报至关重要。创业投资的发展在于资本的循环增殖，没有完善的金融市场，创业投资无法及时变现并转向新领域，就会失去创业投资的意义。

研究员简介:

王玉泉，清华大学学士、硕士、博士，计算机行业研究员，2008年加盟东兴证券研究所。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。