

# 四川双马 (000935)

证券研究报告

2022年11月14日

## “中国先进制造”一级龙头起航，硬科技投资布局更进一步

**事件：**11月13日，公司发布《关于参与投资和谐绿色产业基金暨关联交易的公告》，公司拟参与投资宜宾和谐绿色产业发展股权投资合伙企业（有限合伙）（下称“和谐绿色产业基金”）。

**控股股东大力支持，第二期第一只新基金落地，管理规模75亿，年内有望为公司贡献管理费收入。**和谐绿色产业基金设立于2022年10月，截至公告日，和谐绿色产业基金的执行事务合伙人为西藏锦坤创业投资管理有限公司（简称“西藏锦坤”），西藏锦坤的原实际控制人为IDG合伙人牛奎光、林栋梁、王静波。本公告后，四川双马的一级全资子公司成都和谐双马投资有限公司拟以自有或自筹资金向西藏锦坤新增注册资本5200万元，成为持有西藏锦坤50%股权的股东。同时，西藏锦坤作为普通合伙人向和谐绿色产业基金认缴出资2.25亿元。四川双马的一级全资子公司西藏锦旭创业投资管理有限公司拟以自有或自筹资金作为有限合伙人向和谐绿色产业基金认缴出资7.75亿元。四川双马的公司二级子公司西藏锦合创业投资管理有限公司担任基金管理人。目前和谐绿色产业基金实际认缴额为32.5亿，基金目标认缴金额（管理规模）75亿元，投资期内管理费率为合伙人认缴出资额的2%/年，合伙协议自相关方签署之日生效，预计年内将为公司贡献管理费收入。

**助力“中国智造”，硬科技投资布局更进一步。**和谐绿色产业基金专注于以产业为依托整合全球产业链、供应链，并通过集群效应汇集资金、技术、人才、资讯等优势，创新助力“中国智造”。基金重点关注智能制造、半导体、清洁能源及技术、消费和服务等行业中增长确定性高、市场空间大，且具备产业资源的核心领域。

**新基金落地速度有望加快，公司基金管理规模有望扩张，新老基金迭代下公司业绩提升或更加稳定。**我们判断，由于公司2017年成立的一期基金已进入退出期，新基金落地速度有望加快；参考一期基金的形式和募资规模（两只基金，总规模约175亿），我们判断公司二期基金的第二只基金有望加速落地，公司基金管理规模有望扩张。一期基金多个项目已处于退出期，投资收益和业绩报酬正在逐步兑现，我们认为二期基金的成立可延续公司的管理费收入；同时，待一期基金退出完成后，二期基金投资项目亦有望进入成熟期，继续为公司贡献投资收益和业绩报酬，新老基金逐步实现迭代，提升公司业绩的稳定性。

**投资建议：**考虑到公司新基金落地超预期，我们上调公司2022年管理费收入假设，预计公司2022-2024年净利润为13.27/20.04/30.89亿元（前值为12.89/20.19/30.66亿元），同比增速分别+34.2%/51.0%/54.1%。当前股价对应2022年14×PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司历史股价波动较大；项目投资收益不及预期；二期基金第二只基金募资及成立时间不及预期；水泥业务经营情况不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,472.72	1,223.80	1,105.33	2,046.20	3,526.66
增长率(%)	(18.65)	(16.90)	(9.68)	85.12	72.35
EBITDA(百万元)	884.36	1,185.15	1,497.54	2,212.52	3,352.91
归属母公司净利润(百万元)	888.75	988.73	1,327.17	2,004.37	3,088.64
增长率(%)	21.97	11.25	34.23	51.03	54.10
EPS(元/股)	1.16	1.30	1.74	2.63	4.05
市盈率(P/E)	20.47	18.40	13.71	9.08	5.89
市净率(P/B)	3.59	3.07	2.63	2.14	1.66
市销率(P/S)	12.35	14.87	16.46	8.89	5.16
EV/EBITDA	8.50	13.85	10.13	6.10	3.23

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.83元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	763.44
流通A股股本(百万股)	763.44
A股总市值(百万元)	18,192.78
流通A股市值(百万元)	18,192.78
每股净资产(元)	8.43
资产负债率(%)	8.36
一年内最高/最低(元)	26.85/15.60

### 作者

**周颖婕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521060002  
zhouyingjie@tfzq.com

**鲍荣富** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**刘金金** 联系人  
liujinjin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《四川双马-季报点评:2022Q3业绩略低于预期，看好公司长期业绩弹性》 2022-10-30
- 2 《四川双马-半年报点评:看好三四季度私募股权业绩加速释放，全年仍维持+50%业绩增速预期》 2022-08-25
- 3 《四川双马-年报点评报告:2021&2022Q1业绩点评：利润高速增长，优质资产内生增长抵御市场下行》 2022-05-01

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,391.76	690.35	1,375.37	2,863.61	5,318.90
应收票据及应收账款	2.63	3.39	67.89	31.16	86.23
预付账款	9.90	12.58	3.77	14.66	4.85
存货	30.75	64.25	15.45	67.35	20.75
其他	250.24	553.52	661.65	762.15	806.91
<b>流动资产合计</b>	<b>1,685.28</b>	<b>1,324.08</b>	<b>2,124.14</b>	<b>3,738.93</b>	<b>6,237.63</b>
长期股权投资	2,176.63	3,274.12	3,274.12	3,274.12	3,274.12
固定资产	681.52	754.93	709.71	664.50	619.28
在建工程	45.42	0.13	0.13	0.13	0.13
无形资产	48.10	94.22	90.50	86.78	83.06
其他	880.11	1,042.91	1,197.76	1,376.33	1,582.78
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,831.78</b>	<b>5,166.31</b>	<b>5,272.22</b>	<b>5,401.86</b>	<b>5,559.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,517.06</b>	<b>6,490.39</b>	<b>7,396.37</b>	<b>9,140.79</b>	<b>11,797.00</b>
短期借款	39.39	24.40	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	126.99	147.93	132.19	155.09	134.92
其他	126.09	111.48	254.52	347.68	523.24
<b>流动负债合计</b>	<b>292.47</b>	<b>283.80</b>	<b>386.70</b>	<b>502.77</b>	<b>658.16</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	31.69	153.47	67.38	84.18	101.68
<b>非流动负债合计</b>	<b>31.69</b>	<b>153.47</b>	<b>67.38</b>	<b>84.18</b>	<b>101.68</b>
<b>负债合计</b>	<b>435.77</b>	<b>553.39</b>	<b>454.08</b>	<b>586.95</b>	<b>759.84</b>
少数股东权益	19.21	20.37	25.71	33.76	46.18
股本	763.44	763.44	763.44	763.44	763.44
资本公积	1,029.42	1,056.59	992.83	992.83	992.83
留存收益	3,270.15	4,098.57	5,160.30	6,763.80	9,234.71
其他	(0.94)	(1.96)	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>5,081.29</b>	<b>5,937.00</b>	<b>6,942.28</b>	<b>8,553.83</b>	<b>11,037.16</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,517.06</b>	<b>6,490.39</b>	<b>7,396.37</b>	<b>9,140.79</b>	<b>11,797.00</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	888.33	985.42	1,327.17	2,004.37	3,088.64
折旧摊销	64.27	46.82	48.94	48.94	48.94
财务费用	5.04	9.29	(33.44)	(74.69)	(145.10)
投资损失	(188.44)	(348.57)	(1,194.57)	(988.46)	(1,254.67)
营运资金变动	272.75	(31.26)	(316.53)	(148.55)	(52.09)
其它	(440.93)	(220.49)	(149.26)	172.77	263.91
<b>经营活动现金流</b>	<b>601.02</b>	<b>441.22</b>	<b>(317.69)</b>	<b>1,014.38</b>	<b>1,949.62</b>
资本支出	238.81	1,095.78	86.09	(16.80)	(17.50)
长期投资	1,100.89	1,097.48	0.00	0.00	0.00
其他	(1,160.46)	(3,181.14)	1,241.84	818.85	998.90
<b>投资活动现金流</b>	<b>179.25</b>	<b>(987.88)</b>	<b>1,327.92</b>	<b>802.05</b>	<b>981.40</b>
债权融资	69.12	18.22	3.35	74.69	145.10
股权融资	(122.84)	(157.08)	(328.56)	(402.89)	(620.83)
其他	38.50	(27.82)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(15.23)</b>	<b>(166.68)</b>	<b>(325.22)</b>	<b>(328.20)</b>	<b>(475.73)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>765.03</b>	<b>(713.34)</b>	<b>685.02</b>	<b>1,488.24</b>	<b>2,455.29</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,472.72</b>	<b>1,223.80</b>	<b>1,105.33</b>	<b>2,046.20</b>	<b>3,526.66</b>
营业成本	785.28	630.03	524.16	562.57	587.30
营业税金及附加	15.65	11.40	11.73	20.84	35.40
销售费用	16.39	18.87	16.42	15.58	17.80
管理费用	102.84	123.28	110.53	409.24	1,058.00
研发费用	9.23	33.76	32.53	25.56	27.26
财务费用	(29.73)	(27.51)	(33.44)	(74.69)	(145.10)
资产/信用减值损失	(0.16)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	79.50	350.54	(155.93)	162.70	248.39
投资净收益	188.44	348.57	1,194.57	988.46	1,254.67
其他	(564.29)	(1,414.12)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>869.57</b>	<b>1,149.00</b>	<b>1,482.05</b>	<b>2,238.26</b>	<b>3,449.07</b>
营业外收入	113.98	0.79	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.88	9.39	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>981.68</b>	<b>1,140.40</b>	<b>1,482.05</b>	<b>2,238.26</b>	<b>3,449.07</b>
所得税	93.35	154.99	148.20	223.83	344.91
<b>净利润</b>	<b>888.33</b>	<b>985.42</b>	<b>1,333.84</b>	<b>2,014.44</b>	<b>3,104.16</b>
少数股东损益	(0.43)	(3.32)	6.67	10.07	15.52
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>888.75</b>	<b>988.73</b>	<b>1,327.17</b>	<b>2,004.37</b>	<b>3,088.64</b>
每股收益(元)	1.16	1.30	1.74	2.63	4.05

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-18.65%	-16.90%	-9.68%	85.12%	72.35%
营业利润	5.40%	32.13%	28.99%	51.03%	54.10%
归属于母公司净利润	21.97%	11.25%	34.23%	51.03%	54.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.68%	48.52%	52.58%	72.51%	83.35%
净利率	60.35%	80.79%	120.07%	97.96%	87.58%
ROE	17.56%	16.71%	19.19%	23.53%	28.10%
ROIC	28.95%	34.88%	34.47%	49.99%	77.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.90%	8.53%	6.14%	6.42%	6.44%
净负债率	-26.61%	-11.12%	-19.81%	-33.48%	-48.19%
流动比率	4.17	3.31	5.49	7.44	9.48
速动比率	4.09	3.15	5.45	7.30	9.45
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	91.05	406.94	31.01	41.32	60.09
存货周转率	27.04	25.77	27.74	49.42	80.06
总资产周转率	0.28	0.20	0.16	0.25	0.34
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.16	1.30	1.74	2.63	4.05
每股经营现金流	0.79	0.58	-0.42	1.33	2.55
每股净资产	6.63	7.75	9.06	11.16	14.40
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.47	18.40	13.71	9.08	5.89
市净率	3.59	3.07	2.63	2.14	1.66
EV/EBITDA	8.50	13.85	10.13	6.10	3.23
EV/EBIT	9.16	14.41	10.47	6.23	3.27

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com