

# 四川双马 (000935)

证券研究报告

2022年12月03日

## 重要投资项目古瑞瓦特、蜂巢能源上市进程再进一步，业绩释放加速

事件：近期，公司多个重要投资项目上市进程迎来新进展：1) 11月21日，古瑞瓦特港交所IPO通过聆讯，上市在即；2) 11月18日，“蜂巢能源”科创板IPO获受理。

**【古瑞瓦特上市在即，或成港交所年内第4大IPO项目】**1) 据彭博社报道，古瑞瓦特此次募资或达10亿美元，有望成为港交所今年以来第四大IPO。IPO前，Bateson Group 出资4亿，持有古瑞瓦特2.90%股份；Best Select 出资5亿，持股3.62%。穿透后，四川双马自有资金及旗下基金对古瑞瓦特共出资约2.61亿元，持股共1.89%；2) 古瑞瓦特专注于可持续能源发电、储电、用电以及能源数字化领域，2021年成为全球第三大光伏逆变器提供商，户用光伏逆变器及用户侧储能逆变器出货量排名均位列全球第一。公司业绩快速增长，2019-2022H1，营收10.01、18.93、31.94、23.45亿元；净利润0.92、3.66、5.73、3.95亿元。

**【蜂巢能源估值达600亿元，上市后四川双马持有市值约为出资额的14倍】**1) IPO前，天津和谐海河出资1408万元，持有蜂巢能源0.43%股份；珠海环宇出资4649万元，持股1.43%。穿透后，四川双马自有资金及旗下基金对蜂巢能源共出资约2811万元，持股共0.86%；IPO后持股比例稀释至0.65%，持有市值有望达3.92亿元，约为出资额的14倍。2) 蜂巢能源专注于新能源汽车动力电池及储能电池系统的研发、生产和销售，主要产品为锂离子电池系统。2019-2022H1，营收9.29、17.36、44.74、37.38亿元，增长迅猛；归母净利-3.26、-7.01、-11.54、-8.97亿元。

**【看好公司在管基金投资收益的进一步释放，关注新基金落地贡献增量收入】**公司一期基金多个重要项目已处于退出期，除上述项目外，中微公司、翱捷科技、华大智造已于此前上市，致欧科技、屹唐半导体已报送证监会，捷氢科技等IPO已获受理，预计明年公司所投项目有望集中上市，投资收益和业绩报酬正在逐步兑现。同时，第二期第一只新基金已落地，管理规模75亿，有望年内贡献管理费收入，我们判断，二期第二只基金也有望加速落地。我们预计四川双马2022-24年归母净利润分别达13.7、20.4、30.4亿，当前估值对应22年12xPE。随着一期基金业绩兑现+二期新基金落地，公司业绩高速增长有望逐步兑现，维持“买入”评级。

**风险提示：**资本市场大幅波动；新基金落地不及预期；Carry计提存在不确定性；所投项目上市存在不确定性

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	1,092.83	2,046.20	3,526.66
增长率(%)	(18.65)	(16.90)	(10.70)	87.24	72.35
EBITDA(百万元)	884.36	1,185.15	1,548.72	2,249.56	3,294.10
归属母公司净利润(百万元)	888.75	988.73	1,373.60	2,039.19	3,037.40
增长率(%)	21.97	11.25	38.93	48.46	48.95
EPS(元/股)	1.16	1.30	1.80	2.67	3.98
市盈率(P/E)	19.17	17.23	12.41	8.36	5.61
市净率(P/B)	3.37	2.88	2.45	1.98	1.55
市销率(P/S)	11.57	13.92	15.59	8.33	4.83
EV/EBITDA	8.50	13.85	9.03	5.45	2.93

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	22.32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)	17,039.99
流通A股市值(百万元)	17,039.99
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

**吴浩东** 联系人  
wuhaodong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《四川双马-公司点评：“中国先进制造”一级龙头起航，硬科技投资布局更进一步》2022-11-14
- 《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
- 《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

## 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	1,412.77	2,929.67	5,342.29
应收票据及应收账款	2.63	3.39	67.09	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	660.71	763.10	805.96
<b>流动资产合计</b>	<b>1,685.28</b>	<b>1,324.08</b>	<b>2,159.79</b>	<b>3,805.94</b>	<b>6,260.08</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>7,432.01</b>	<b>9,207.80</b>	<b>11,819.45</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	252.83	349.37	521.56
<b>流动负债合计</b>	<b>292.47</b>	<b>283.80</b>	<b>385.02</b>	<b>504.46</b>	<b>656.48</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>452.40</b>	<b>588.64</b>	<b>758.15</b>
少数股东权益	19.21	20.37	25.89	34.09	46.30
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	5,197.45	6,828.80	9,258.72
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>6,979.61</b>	<b>8,619.16</b>	<b>11,061.29</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,517.06</b>	<b>6,490.39</b>	<b>7,432.01</b>	<b>9,207.80</b>	<b>11,819.45</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	888.33	985.42	1,373.60	2,039.19	3,037.40
折旧摊销	64.27	46.82	48.94	48.94	48.94
财务费用	5.04	9.29	(34.11)	(76.53)	(146.70)
投资损失	(188.44)	(348.57)	(1,203.46)	(956.00)	(1,195.86)
营运资金变动	272.75	(31.26)	(316.46)	(147.88)	(53.57)
其它	(440.93)	(220.49)	(95.62)	242.45	263.65
<b>经营活动现金流</b>	<b>601.02</b>	<b>441.22</b>	<b>(227.12)</b>	<b>1,150.17</b>	<b>1,953.87</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)	1,197.33	716.89	940.09
<b>投资活动现金流</b>	<b>179.25</b>	<b>(987.88)</b>	<b>1,283.42</b>	<b>700.09</b>	<b>922.59</b>
债权融资	69.12	18.22	4.01	76.53	146.70
股权融资	(122.84)	(157.08)	(337.90)	(409.89)	(610.53)
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>(333.88)</b>	<b>(333.35)</b>	<b>(463.84)</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>722.42</b>	<b>1,516.91</b>	<b>2,412.62</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>1,092.83</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	11.59	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	109.28	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)	(34.11)	(76.53)	(146.70)
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	(102.53)	232.20	248.39
投资净收益	188.44	348.57	1,203.46	956.00	1,195.86
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>1,533.89</b>	<b>2,277.15</b>	<b>3,391.85</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>1,533.89</b>	<b>2,277.15</b>	<b>3,391.85</b>
所得税	93.35	154.99	153.39	227.72	339.19
<b>净利润</b>	<b>888.33</b>	<b>985.42</b>	<b>1,380.50</b>	<b>2,049.44</b>	<b>3,052.67</b>
少数股东损益	(0.43)	(3.32)	6.90	10.25	15.26
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>888.75</b>	<b>988.73</b>	<b>1,373.60</b>	<b>2,039.19</b>	<b>3,037.40</b>
每股收益(元)	1.16	1.30	1.80	2.67	3.98

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%	-10.70%	87.24%	72.35%
营业利润	5.40%	32.13%	33.50%	48.46%	48.95%
归属于母公司净利润	21.97%	11.25%	38.93%	48.46%	48.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.68%	48.52%	52.04%	72.51%	83.35%
净利率	60.35%	80.79%	125.69%	99.66%	86.13%
ROE	17.56%	16.71%	19.75%	23.75%	27.58%
ROIC	28.95%	34.88%	35.69%	50.85%	76.55%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.90%	8.53%	6.09%	6.39%	6.41%
净负债率	-26.61%	-11.12%	-20.24%	-33.99%	-48.30%
流动比率	4.17	3.31	5.61	7.54	9.54
速动比率	4.09	3.15	5.57	7.41	9.50
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	91.05	406.94	31.01	41.65	60.09
存货周转率	27.04	25.77	27.42	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	1.80	2.67	3.98
每股经营现金流	0.79	0.58	-0.30	1.51	2.56
每股净资产	6.63	7.75	9.11	11.25	14.43
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.17	17.23	12.41	8.36	5.61
市净率	3.37	2.88	2.45	1.98	1.55
EV/EBITDA	8.50	13.85	9.03	5.45	2.93
EV/EBIT	9.16	14.41	9.32	5.58	2.97

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