

四川双马 (000935)

2022&1Q23 点评: Carry 或逐步释放, 成长性或在于在管基金退出回报+新基金落地

事件: 公司公布 2022 年年报&23Q1 季报, 22FY 营收 12.2 亿/同比-0.3%, 归母净利润 8.3 亿/同比-17%, 其中 Q4 单季营收 3.3 亿/同比-13%, 归母净利润 0.6 亿/同比-82%。23Q1 营收 2.3 亿/同比-18%, 归母净利润 2.1 亿/同比-20%, 扣非后归母净利润 2.1 亿/同比+227%。

■私募股权管理业务: Carry 因会计谨慎性暂未计提, 低基数下看好在管基金退出回报释放+新基金管理费贡献盈利成长性。

1) Carry/业绩报酬: 22 年末计提业绩报酬约 8.2 亿元, 未来有望逐步释放。公司在财报中首次披露 Carry 收入预计规模, 按照 22 年末和谐锦弘和和谐锦豫投资组合的公允价值, 公司预计业绩报酬约 8.2 亿元, 但出于会计谨慎性尚未开始计提 (若 22 年计提全部 Carry, 对应归母净利润为 16.5 亿/同比+66%)。展望 23 年, 随着翱捷科技等项目逐步退出、以及古瑞瓦特、蜂巢能源等项目陆续上市, 可计提 Carry 有望持续增长并逐步释放。

2) 管理费: 新基金落地持续推进, 管理费有望迈上新台阶。22 年私募股权投资业务收入 2.7 亿, 同比-7%, 我们判断主要原因为管基金进入退出期后, 实际管理规模下降所致; 随着“和谐绿色产业基金”落地加速 (截至 4/28, 认缴总额已达 46.5 亿元, 目标 75 亿元), 管理费收入有望稳定增长 (按照管理费率 2%/认缴规模 75 亿计算, 为 1.5 亿元/年)。

3) 跟投收益: 在管基金进入退出期, 投资收益加速释放。22 年公司实现投资收益 9.0 亿元, 同比+157%, 主要为跟投在管基金贡献, 其中和谐锦弘贡献 4.4 亿元, 和谐锦豫贡献 2.2 亿, 其余约 2.2 亿并表盈利主要来自直投项目慧算账等的投资收益。

4) 第三方基金投资回撤拖累业绩, 低基数有望凸显盈利成长性。22 年公司公允价值录得亏损 3.0 亿元, 较去年同期 3.5 亿大幅下滑, 主因为公司投资的第三方基金资产损益计入公允价值变动损益, 如智慧出行基金亏损 3.0 亿元。我们判断随着风险释放, 第三方基金投资收益有望企稳回升, 低基数有望凸显公司盈利成长性。

■建材业务稳健增长, 有望持续贡献稳定收益。公司 22 年建材业务收入 9.5 亿元, 同比+2%, 占同期营收 78%; 子公司宜宾水泥净利润 1.8 亿元, 占同期归母净利润 21%。向前看, 随着四川地区经济复苏及基建发力, 公司建材业务有望持续贡献稳定收益。(公司预计 23 年水泥销量同比持平, 骨料销量增长+3.4%)

■Q1 业绩符合预期, 扣非后利润高增主要源于低基数。公司于去年 3 月实现直投项目慧算账的退出, 22Q1 未计提一次性的退出收益 1.9 亿元, 列入非经常性损益, 叠加智慧出行基金当季公允价值亏损约 1.8 亿元, 导致 22Q1 扣非后利润仅 0.6 亿元, 低基数下实现业绩高增。

■盈利预测&投资建议: 公司在管基金、直投项目陆续进入收获期, 投资收益、业绩报酬有望进一步释放; 同时, 叠加新基金带来的管理费收入增长及第三方基金投资回撤带来的低基数, 23 年盈利成长性有望凸显。预计公司 23-25 年归母净利润 15.8、17.7、20.4 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 投资项目上市进程不及预期; 资本市场大幅波动; 新基金募集进程不及预期

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	19.22 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)	14,673.32
流通 A 股市值(百万元)	14,673.32
每股净资产(元)	8.79
资产负债率(%)	8.77
一年内最高/最低(元)	26.92/16.13

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
周颖婕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060002	
zhouyingjie@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: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》 2022-12-03
- 《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

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,223.80	1,219.59	1,839.02	1,924.12	1,967.63
增长率(%)	(16.90)	(0.34)	50.79	4.63	2.26
EBITDA(百万元)	1,185.15	1,018.89	1,853.52	2,061.31	2,359.68
归属母公司净利润(百万元)	988.73	825.47	1,584.94	1,774.03	2,038.56
增长率(%)	11.25	(16.51)	92.01	11.93	14.91
EPS(元/股)	1.30	1.08	2.08	2.32	2.67
市盈率(P/E)	14.84	17.78	9.26	8.27	7.20
市净率(P/B)	2.48	2.26	1.91	1.61	1.36
市销率(P/S)	11.99	12.03	7.98	7.63	7.46
EV/EBITDA	13.85	13.62	6.17	4.74	3.50

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	690.35	581.82	1,394.22	2,800.68	4,012.71
应收票据及应收账款	3.39	50.54	21.79	24.92	35.55
预付账款	12.58	6.44	15.22	6.69	15.19
存货	64.25	42.94	58.71	46.14	63.46
其他	553.52	163.03	304.10	197.44	289.29
流动资产合计	1,324.08	844.78	1,794.04	3,075.88	4,416.20
长期股权投资	3,274.12	3,966.06	3,966.06	3,966.06	3,966.06
固定资产	754.93	766.25	717.99	669.72	621.45
在建工程	0.13	4.47	4.47	4.47	4.47
无形资产	94.22	91.11	82.79	74.47	66.15
其他	1,042.91	1,538.03	1,767.33	2,031.81	2,336.58
非流动资产合计	5,166.31	6,365.94	6,538.65	6,746.53	6,994.72
资产总计	6,490.39	7,210.71	8,332.69	9,822.41	11,410.91
短期借款	24.40	43.04	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	147.93	255.66	105.75	251.20	140.71
其他	111.48	91.37	366.66	251.02	306.81
流动负债合计	283.80	390.08	472.41	502.22	447.53
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	153.47	211.94	132.37	165.92	170.08
非流动负债合计	153.47	211.94	132.37	165.92	170.08
负债合计	553.39	694.04	604.77	668.14	617.60
少数股东权益	20.37	20.28	26.65	33.78	41.98
股本	763.44	763.44	763.44	763.44	763.44
资本公积	1,056.59	992.83	929.07	929.07	929.07
留存收益	4,098.57	4,740.81	6,008.76	7,427.98	9,058.83
其他	(1.96)	(0.68)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,937.00	6,516.67	7,727.92	9,154.27	10,793.31
负债和股东权益总计	6,490.39	7,210.71	8,332.69	9,822.41	11,410.91

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	985.42	823.40	1,584.94	1,774.03	2,038.56
折旧摊销	46.82	57.70	56.59	56.59	56.59
财务费用	9.29	10.78	27.03	23.68	26.64
投资损失	(348.57)	(895.19)	(689.38)	(817.19)	(939.00)
营运资金变动	(31.26)	(396.07)	(400.83)	(71.20)	(478.06)
其它	(220.49)	813.29	216.46	232.41	407.74
经营活动现金流	441.22	413.92	794.82	1,198.32	1,112.48
资本支出	1,095.78	702.41	79.57	(33.56)	(4.15)
长期投资	1,097.48	691.95	0.00	0.00	0.00
其他	(3,181.14)	(1,736.37)	396.28	621.97	540.11
投资活动现金流	(987.88)	(342.02)	475.85	588.41	535.96
债权融资	18.22	19.69	(76.60)	(23.68)	(26.64)
股权融资	(157.08)	(62.48)	(381.67)	(356.59)	(409.76)
其他	(27.82)	(128.22)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(166.68)	(171.01)	(458.27)	(380.27)	(436.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(713.34)	(99.12)	812.40	1,406.46	1,212.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,223.80	1,219.59	1,839.02	1,924.12	1,967.63
营业成本	630.03	707.46	691.46	700.13	733.48
营业税金及附加	11.40	11.52	17.99	18.27	18.81
销售费用	18.87	15.99	17.65	19.46	20.39
管理费用	123.28	118.47	183.90	192.41	196.76
研发费用	33.76	46.26	28.96	29.81	31.61
财务费用	(27.51)	(0.21)	27.03	23.68	26.64
资产/信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	350.54	(298.83)	208.50	223.50	397.50
投资净收益	348.57	895.19	689.38	817.19	939.00
其他	(1,414.12)	(1,213.22)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,149.00	936.97	1,769.90	1,981.04	2,276.45
营业外收入	0.79	0.27	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.39	8.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,140.40	929.17	1,769.90	1,981.04	2,276.45
所得税	154.99	105.76	176.99	198.10	227.64
净利润	985.42	823.40	1,592.91	1,782.94	2,048.80
少数股东损益	(3.32)	(2.06)	7.96	8.91	10.24
归属于母公司净利润	988.73	825.47	1,584.94	1,774.03	2,038.56
每股收益(元)	1.30	1.08	2.08	2.32	2.67

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-16.90%	-0.34%	50.79%	4.63%	2.26%
营业利润	32.13%	-18.45%	88.90%	11.93%	14.91%
归属于母公司净利润	11.25%	-16.51%	92.01%	11.93%	14.91%
获利能力					
毛利率	48.52%	41.99%	62.40%	63.61%	62.72%
净利率	80.79%	67.68%	86.18%	92.20%	103.60%
ROE	16.71%	12.71%	20.58%	19.45%	18.96%
ROIC	34.88%	21.95%	37.21%	40.45%	49.22%
偿债能力					
资产负债率	8.53%	9.63%	7.26%	6.80%	5.41%
净负债率	-11.12%	-8.17%	-18.04%	-30.59%	-37.18%
流动比率	3.31	1.75	3.80	6.12	9.87
速动比率	3.15	1.66	3.67	6.03	9.73
营运能力					
应收账款周转率	406.94	45.23	50.85	82.38	65.08
存货周转率	25.77	22.76	36.18	36.70	35.90
总资产周转率	0.20	0.18	0.24	0.21	0.19
每股指标(元)					
每股收益	1.30	1.08	2.08	2.32	2.67
每股经营现金流	0.58	0.54	1.04	1.57	1.46
每股净资产	7.75	8.51	10.09	11.95	14.08
估值比率					
市盈率	14.84	17.78	9.26	8.27	7.20
市净率	2.48	2.26	1.91	1.61	1.36
EV/EBITDA	13.85	13.62	6.17	4.74	3.50
EV/EBIT	14.41	14.42	6.36	4.87	3.58

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