

## 四川双马 (000935)

# 2022 三季度报点评：业绩基本符合预期，继续看好私募股权业务长期发展

买入（维持）

2022 年 10 月 30 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

执业证书：S0600121060043

fangyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,224	1,378	1,605	1,819
同比	-16.90	12.61	16.48	13.28
归属母公司净利润（百万元）	989	1,092	1,548	2,065
同比	11.25	10.45	41.76	33.36
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.30	1.43	2.03	2.70
P/E（现价&最新股本摊薄）	14.55	13.18	9.30	6.97

#业绩符合预期

事件：公司发布 2022 三季度报，2022 前三季度/单三季度分别实现营业收入 8.91/2.70 亿元，同比+5.29%/-11.32%；实现归母净利润 7.65/2.43 亿元，同比+17.79%/+27.40%；扣除非经常性损益的净利润为 7.47/2.37 亿元，同比+17.04%/+26.42%。

### 投资要点

- 营业收入表现基本符合预期：2022 年 9 月，公司出售其全资子公司遵义砺锋（水泥公司）；截至 2022 年 6 月，公司私募股权业务分部收入占比已达 93%，我们预计随着建材业务的进一步剥离，公司私募股权业务的核心地位进一步凸显，未来营收增长主要受到管理费及业绩报酬（carry）的影响。2022Q1-3 公司私募股权业务收入表现稳定（营收同比+5.3%至 8.91 亿元），Q3 单季度营收同比下滑主要系投资项目（第一期基金）已进入退出期，管理费收入受到影响，且 carry 尚未兑现；我们预计未来基金规模扩张将有望抬升管理费收入中枢。
- 归母净利润稳定增长：1) 联营基金盈利，投资收益持续正反馈：2022Q1-3 公司投资收益同比+305.3%至 9.36 亿元，投资收益增长主要系联营基金盈利增加+子公司持有股权变动：①联营基金盈利增加：2022Q1-3 公司对联营和合营企业的投资收益同比+194.6%至 6.70 亿元；②子公司持有部分股权核算方式变更导致投资收益变动。2) 市场环境疲弱，直投资项目净值波动导致公允价值亏损：2022 前三季度 A 股及港股市场均有所震荡，公司持有已上市项目标的股价波动，导致私募股权基金净值受到影响（截至 2022 年 9 月末，公司持有的小鹏汽车 H 股收盘价较年初已下滑 75.3%）；直投资项目净值波动导致公司 2022Q1-3 公允价值亏损 3.14 亿元，较 2021Q1-3（收益 1.97 亿元）减少 5.11 亿元，我们预计公司将于 2023 年逐步减持相关标的，该项数据表现将出现改善。
- 盈利预测与投资评级：我们认为四川双马的直投及私募股权投资管理业务将成为新的业绩增长点，迎来超预期发展；但考虑到当前宏观环境疲弱，经济波动复苏，我们下调对公司 2022-2024 年的归母净利润预测为 10.92/15.48/20.65 亿元（前值为 14.41/19.96/22.89 亿元），分别对应 13.18/9.30/6.97 倍 P/E，维持“买入”评级。
- 风险提示：1) 私募股权相关监管政策收紧；2) 疫情反复致公司经营受到影响；3) 宏观经济不景气，私募股权管理业务募集不及预期；4) 资本市场景气度下降，项目退出不及预期；5) 水泥业务拖累公司业务。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.85
一年最低/最高价	15.60/26.85
市净率(倍)	2.24
流通 A 股市值(百万元)	14,390.85
总市值(百万元)	14,390.85

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.43
资产负债率(% ,LF)	8.36
总股本(百万股)	763.44
流通 A 股(百万股)	763.44

### 相关研究

《四川双马(000935)：2022 半年报点评：业绩基本符合预期，继续看好私募股权业务长期发展》

2022-08-25

四川双马三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,324	873	1,778	3,276	<b>营业总收入</b>	1,224	1,378	1,605	1,819
货币资金及交易性金融资产	1,142	669	1,576	3,054	营业成本(含金融类)	630	650	407	384
经营性应收款项	58	83	90	101	税金及附加	11	13	15	17
存货	64	45	22	21	销售费用	19	20	23	26
合同资产	0	0	0	0	管理费用	123	152	177	200
其他流动资产	60	76	89	100	研发费用	34	41	45	45
<b>非流动资产</b>	5,166	6,517	7,077	7,637	财务费用	-28	-31	-36	-41
长期股权投资	3,274	3,908	4,415	4,922	加:其他收益	17	17	19	22
固定资产及使用权资产	775	821	869	917	投资净收益	349	944	710	946
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	351	-212	78	221
无形资产	94	99	104	109	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	1,149	1,282	1,781	2,375
其他非流动资产	1,021	1,687	1,687	1,687	营业外净收支	-9	0	0	0
<b>资产总计</b>	6,490	7,390	8,855	10,914	<b>利润总额</b>	1,140	1,282	1,781	2,375
<b>流动负债</b>	400	289	205	199	减:所得税	155	192	237	316
短期借款及一年内到期的非流动负	30	24	24	24	<b>净利润</b>	985	1,089	1,544	2,059
经营性应付款项	148	125	78	74	减:少数股东损益	-3	-3	-4	-5
合同负债	116	52	33	31	<b>归属母公司净利润</b>	989	1,092	1,548	2,065
其他流动负债	106	88	70	71					
<b>非流动负债</b>	153	247	252	256	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.30	1.43	2.03	2.70
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	423	502	938	1,145
租赁负债	12	11	11	11	EBITDA	475	576	1,015	1,227
其他非流动负债	141	236	241	246					
<b>负债合计</b>	553	536	456	456	毛利率(%)	48.52	52.84	74.63	78.90
归属母公司股东权益	5,917	6,836	8,385	10,449	归母净利率(%)	80.79	79.24	96.44	113.53
少数股东权益	20	18	14	9					
<b>所有者权益合计</b>	5,937	6,854	8,398	10,458	收入增长率(%)	-16.90	12.61	16.48	13.28
<b>负债和股东权益</b>	6,490	7,390	8,855	10,914	归母净利润增长率(%)	11.25	10.45	41.76	33.36

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	441	395	756	952	每股净资产(元)	7.75	8.95	10.98	13.69
投资活动现金流	-988	-866	151	525	最新发行在外股份(百万股)	763	763	763	763
筹资活动现金流	-167	-2	0	0	ROIC(%)	6.59	6.63	10.61	10.49
现金净增加额	-713	-472	907	1,477	ROE-摊薄(%)	16.71	15.97	18.46	19.76
折旧和摊销	52	73	77	82	资产负债率(%)	8.53	7.25	5.15	4.18
资本开支	-101	-125	-130	-135	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.55	13.18	9.30	6.97
营运资本变动	-15	-93	-51	-16	P/B (现价)	2.43	2.11	1.72	1.38

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (数据截至 2022 年 10 月 28 日收盘)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

