



Research and  
Development Center

# 私募股权龙头标的，经济动能切换赋能成长

—四川双马(000935)公司首次覆盖报告

2023年02月23日

王舫朝 非银金融行业首席分析师  
S1500519120002  
010-83326877  
wangfangzhao@cindasc.com

证券研究报告

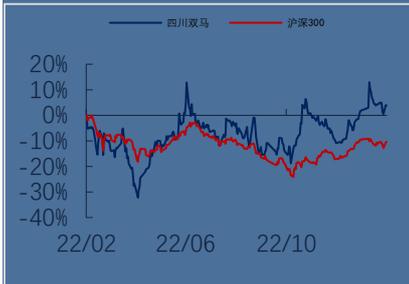
公司研究

公司首次覆盖报告

四川双马 (000935)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	23.74
52周内股价波动区间(元)	26.21-15.73
最近一月涨跌幅(%)	1.35
总股本(亿股)	7.63
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	183.91

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 私募股权龙头标的，经济动能切换赋能成长

2023年02月23日

## 本期内容提要：

- ◆ **成功实现转型的 PE+水泥双轮驱动公司。**四川双马早期长期专营建材业务，水泥生产工艺技术先进，从原材料供应到出售，经营管理体系成熟。2016年 IDG 资本入驻双马，自此公司向 PE 行业进军，旗下管理有和谐锦豫产业投资基金和和谐锦弘股权投资基金等私募基金经营 PE 业务，主要投资芯片、半导体和新能源等高新技术领域，经营利润逐年上升，增长势头明显，从 2017 年到 2021 年，PE 业务净利润增长高达 292%。同时，建材业务经过缩减，在规模和成本大幅下降的同时每年能够稳定贡献 3 亿左右的利润。
- ◆ **经济结构转变和注册制改革的东风，有望推动双马破浪远航。**随着中国经济结构转型的推进，直接融资占比提升，机构投资机遇增加。加上注册制改革不断深化，为企业上市和资金退出创造了良好条件。这些为资管行业兴起提供了动力。在市场和政策合力下，国资背景 LP、险资、银行资本 LP 活跃，这些 LP 投向追求头部机构，双马 PE 业务在 IDG 资本加持下对这些 LP 具有较强吸引力，双马有望借助这波“东风”实现 PE 业务的腾飞。
- ◆ **IDG 资本与双马珠联璧合，充分发挥各自优势，形成优势企业。**IDG 资本作为全球领先的头部私募股权投资机构之一，搭建上市平台主攻半导体、新能源等大制造方向，上市公司不断缩减低效水泥产业，具备较好的资金运转空间，为开拓 PE 业务、进行被投行业内部资源整合以及进一步跟投创造条件。IDG 资本对 PE 的独特理解、品牌资源与双马的平台优势持续“化学反应”，有望成为未来四川双马的最大亮点。
- ◆ **“瘦身”后的优质建材业务将继续稳定贡献业绩。**双马自 IDG 入驻以来，持续缩减低效建材业务，保留宜宾地区优质建材业务，2021 年即便面临疫情和环境政策带来的需求下降的不利影响，建材业务的毛利也比 2017 年增长 6%。当前的环境保护政策背景和运输距离限制形成了水泥行业准入的自然壁垒，已有宜宾地区水泥在区域内具有先入优势。在原料供给端坐拥充足采矿权，在生产端技术先进，在销售端具有长期经营积累的口碑。我们认为双马的建材业务将持续稳定贡献业绩。
- ◆ **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2022E、2023E 及 2024E 归属母公司净利润分别为 12.62 亿、22.83 亿及 27.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.65、2.99 以及 3.56 元。采用分部估值法 (SOTP)，根据行业可比公司的市盈率给予四川双马 PE 业务 PE 倍数 15、建材业务 PE 倍数 8。预测四川双马 2023E 目标市值 322.90 亿元，对应目标股价 42.29 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：宏观经济下滑；**竞争激烈导致优势业务市场份额下滑、投资收益不及预期、股价剧烈波动、跨市场选取可比公司可能存在估值差异、公司未来募资规模不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,473	1,224	1,279	2,203	2,632
增长率 YoY %	-18.7%	-16.9%	4.5%	72.2%	19.5%
归属母公司净利润(百万元)	889	989	1,262	2,283	2,717
增长率 YoY%	22.0%	11.2%	27.6%	81.0%	19.0%
营业利润率%	46.7%	48.5%	50.6%	70.8%	74.7%
净资产收益率ROE%	17.6%	16.7%	18.0%	24.6%	22.7%
EPS(摊薄)(元)	1.16	1.30	1.65	2.99	3.56
市盈率 P/E(倍)	20.39	18.33	14.37	7.94	6.67
市净率 P/B(倍)	3.58	3.06	2.59	1.95	1.51

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 02 月 23 日收盘价

## 目录

一、IDG 入驻，PE+建材双轮驱动	4
1.1 IDG 控股，水泥公司华丽转型	4
1.2 公司股权结构集中，管理层资本市场经验丰富	5
1.3 公司收入结构持续改善，PE 利润占比提升	6
二、私募股权投资或将迎来最好时代	8
2.1、募资端有望引入长期资金形成持续增量，行业已形成九一分化格局	8
2.2、投资端聚焦硬科技、科创行业，投早期或成为趋势	9
2.3、退出端受益于资本市场改革，IPO 退出比例提升	10
三、业务发展迅速，私募+水泥双轮驱动	11
3.1 PE 业务：以硬科技为主要方向，预计未来将迎来项目集中退出期	11
3.2 建材生产业务：受益于基建政策红利，持续贡献稳定业绩	14
四、盈利预测与估值	16
4.1 核心假设及盈利预测	16
4.2 对标与估值	17
五、风险提示	17

## 表目录

表 1：四川双马发展历史	5
表 2：四川双马高管信息	6
表 3：四川双马投资平台投向	13
表 4：近期四川双马下设基金部分投向标的	14
表 5：私募股权部分收入预测（单位：百万元）	16
表 6：建筑建材部分收入预测（单位：百万元）	16
表 7：可比公司市盈率	17
表 8：四川双马分部估值	17

## 图目录

图 1：四川双马股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）	5
图 2：IDG 资本部分投资成功案例	6
图 3：公司营业收入及增速	7
图 4：公司收入结构	7
图 5：业务毛利润	7
图 6：公司费用结构	7
图 7：归母净利润及增速	8
图 8：公司 ROE	8
图 9：2020 年后私募股权基金募集明显回暖	8
图 10：2017-2022 PE 募资情况	8
图 11：私募股权投资基金数量及规模	9
图 12：2022H1 中国股权投资市场基金募集金额分布	9
图 13：不同管理规模的管理人分布，按数量	9
图 14：不同管理规模的管理人分布，按规模	9
图 15：私募股权投资基金投向集中在计算机、半导体等领域	10
图 16：IPO 退出比例维持高位	10
图 17：2022 新募集基金类型分布（亿元）	10
图 18：PE 业务盈利构成	11
图 19：PE 业务收入及增速	12
图 20：公司 PE 业务组织结构	13
图 21：建材生产业务收入及增速	15
图 22：建材生产业务收入结构	15
图 23：骨料与水泥销售毛利率近年小幅下降	15
图 24：建材业务毛利及增长率	15

## 投资聚焦：

我们认为公司在私募股权业务方面的成长性和竞争优势显著，预计将把握资本市场发展机遇，在其擅长的硬科技领域加速发展，获得持续稳健的业绩增长。与市场不同之处在于我们将其成长性总结为三个方面：1) 好行业。在直接融资占比有望提升、“科技-产业-金融”良性循环重要性日渐增强的当下，我们预计公司所处私募股权行业将迎来快速发展，募资端和退出端利好凸显。2) 强背景。四川双马核心团队背靠 IDG 资本，其丰富的先进制造产业投资经验、强大的产业资源整合能力和卓越的品牌优势使公司在九一分化的行业格局中有望抢占先机。3) 优业务。公司旗下两只基金即将进入集中退出期，目前多个项目正在 IPO 或进行下一轮融资，公司这些项目的逐步退出将会为公司实现丰富的 Carry 回报，此外公司优秀的投资能力形成了良好的业内口碑，预计将利好公司未来管理规模的持续扩大，因此或将利好公司的管理费收入和自有资金投资收益。

## 一、IDG 入驻，PE+建材双轮驱动

### 1.1 IDG 控股，水泥公司华丽转型

公司原为水泥制造厂商，主要在四川地区销售水泥、骨料制品。公司成立之初主要从事水泥及其制品的生产和销售，1999 年 8 月，公司在深圳证券交易所主板挂牌上市（股票代码 000935.SZ）。公司上市后，通过兼并收购扩大水泥相关业务的产能，先后控股了都江堰拉法基水泥有限公司（以下简称“都江堰拉法基”）、收购遵义三岔拉法基水泥有限公司（后已更名为“遵义砺锋水泥有限公司”，以下简称“遵义砺锋”）100%股权。2016 年 IDG 系资本入驻，快速获取公司控制权。2016 年 8 月，四川双马原控股股东拉法基中国海外控股公司(LCOHC)分别与天津赛克环企业管理中心(有限合伙)(天津赛克环)和北京和谐恒源科技有限公司(和谐恒源)正式签署股份转让协议，股份转让完成后，和谐恒源持有四川双马 25.92%的股份，天津赛克环持有四川双马 25.01%的股份，和谐恒源作为天津赛克环唯一代理人行使股东权力，林栋梁成为四川双马的实际控制人。2018 年 5 月，和谐恒源与 LCOHC 签署《一致行动人协议》，和谐恒源与其一致行动人合计持股 69.07%。

2017 年起，公司业务战略重心转向私募股权业务，水泥产能逐步出清。公司于 2017 年出售了下辖的两家水泥子公司——都江堰拉法基和江油拉豪双马水泥有限公司，并于 7 月和 9 月分别通过一、二级子公司参与投资河南省和谐锦豫产业投资基金(有限合伙)(以下简称“和谐锦豫”)和义乌和谐锦弘股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“和谐锦弘”)，公司二级子公司西藏锦合创业投资管理有限公司同时担任了和谐锦豫和和谐锦弘的管理人，正式开始涉足私募股权投资管理业务。公司经营由原来的单一建材业务转变为 PE+建材生产双轮驱动。

随后公司业务重心逐渐向私募股权投资管理业务转向。2020 年公司继续将建材业务板块子公司“遵义砺锋”出售，建材业务仅保留双马宜宾水泥制造有限公司，2021H1 公司私募股权基金规模已经近 180 亿，投资方向主要为先进制造与新能源行业，包括 LED 太阳能、芯片设计制造、消费电子、智能装备、工业自动化、新能源汽车、无人驾驶、半导体设备等。

表 1：四川双马发展历史

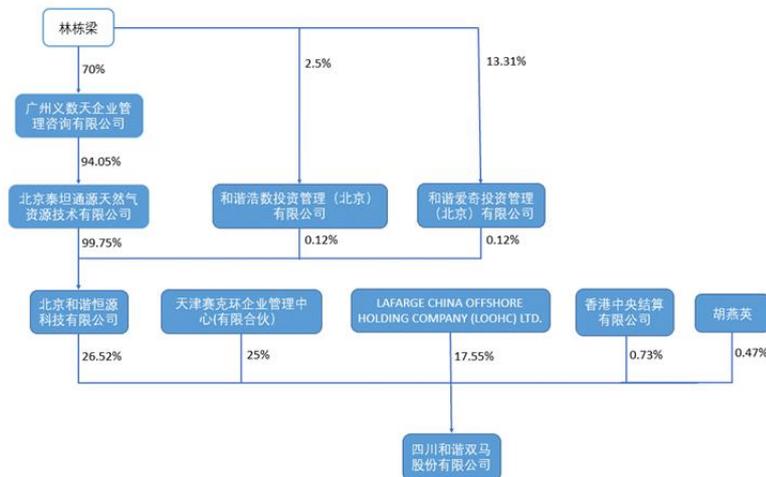
1998	于四川成立
1999	在深圳证券交易所主板挂牌上市
2011	控股都江堰拉法水泥有限公司
2015	现金收购遵义三岔拉法水泥有限公司（现已更名为“遵义砺锋水泥有限公司”，以下简称“遵义砺锋”）100%股权，遵义砺锋成为四川双马全资子公司
2017	出售了下辖的子公司都江堰拉法水泥有限公司和江油拉豪双马水泥有限公司
2017	参与投资了河南省和谐锦豫产业投资基金(有限合伙)(以下简称“和谐锦豫”)和义乌和谐锦弘股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“和谐锦弘”)，公司二级子公司西藏锦合创业投资管理有限公司同时担任了和谐锦豫和和谐锦弘的管理人。
2018	控股股东北京和谐恒源科技有限公司(以下简称“和谐恒源”)与 Gold Booster Limited 签署《一致行动协议》，协议签署后，和谐恒源控制四川双马 69.07%的股权。
2019	自有品牌的建立；布局教育，投资 SEG。
2020	向贵州西南水泥有限公司出售遵义砺锋水泥有限公司 100%股权。
2022	公司名称由四川双马水泥股份有限公司变更为四川和谐双马股份有限公司

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 1.2 公司股权结构集中，管理层资本市场经验丰富

公司股权结构集中，林栋梁先生为实际控制人，受益股东主要为 IDG 系成员。截至 2022 年三季度报，四川双马最大股东为和谐恒源，持股 26.52%，其一致行动人天津赛克环和 LCOHC 分别持股 25%、17.55%，三名一致行动人合计持股 69.07%，股权结构较为集中。主要受益股东林栋梁、王静波、牛奎光、杨飞等均为 IDG 资本合伙人。

图 1：四川双马股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：同花顺、信达证券研发中心

公司管理层资本市场经验丰富，具备证券、投资、财务背景。公司管理层成员背景涵盖一级市场投资、证券、信托、政府机构，董事长谢建平、董事林栋梁、董事联席总经理杨士佳均有 IDG 资本背景，具备 10 年以上一级市场经验，投资/投后管理经验丰富。

**表 2: 四川双马高管信息**

姓名	年龄	职位	主要经历
谢建平	57	董事长	2004 年加入 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司,担任董事总经理职务。加入 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司之前,其先后在北京珠穆朗玛电子商务有限公司和青海庆泰信托北京分部工作。现任北京和谐恒源科技有限公司,北京泰坦通源天然气资源技术有限公司法定代表人,执行董事
林栋梁	59	董事	1995 年加入 IDG 技术创业投资基金管理团队,历任爱奇高科技北京有限公司副总裁、国际数据中国投资有限公司副总裁、IDG 资本投资顾问(北京)有限公司任合伙人、和谐天明投资管理(北京)有限公司总经理,现为和谐爱奇投资管理(北京)有限公司合伙人,加入 IDG 中国基金管理团队之前曾在国务院发展研究中心任职
杨士佳	38	董事, 联席总经理	曾任上海瑞识教育科技有限公司法人及总经理,在清控紫荆(北京)教育科技有限公司担任董事。曾任中银国际证券有限责任公司及中国国际金融股份有限公司投资银行部、和谐卓睿(珠海)投资管理有限公司任职。
黄灿文	52	董事, 总经理	国际注册高级会计师,先后担任四川化工机械厂会计,成都宝洁公司会计,都江堰拉法基水泥有限公司财务主管,
陈长春	-	副总经理、董事会秘书	曾在证监会担任干部,历任新时代证券股份有限公司担任场外市场部总经理、开源证券股份有限公司担任总经理助理、中原证券股份有限公司担任总裁助理。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**IDG 资本于 1993 年率先在中国开展风险投资业务,与红杉、高瓴等同为全球领先的私募股权投资机构,拥有丰富的投资经验。重点关注消费品、连锁服务、互联网及无线应用、新媒体、教育、医疗健康、新能源、先进制造等领域,投资覆盖初创期、成长期、成熟期、Pre-IPO 各个阶段,投资规模从上百万美元到上千万美元不等。有 1400 家以上的企业获得 IDG 资本投资,共完成 400 次成功退出,几乎覆盖国内超一半的独角兽公司。IDG 资本团队成员具有多元化的行业背景以及全球化的投资视角和资源,教育及工作背景覆盖技术、市场、财务、法律、管理咨询、投资银行等多个行业。IDG 资本拥有“美元+人民币”平行基金架构,使其能够通过境外工具协助企业价值实现,而借助四川双马上市公司平台, IDG 资本的工具箱将更加充实,拥有深度参与硬科技投资领域的的能力。**

**图 2: IDG 资本部分投资成功案例**


资料来源: IDG 资本官网、信达证券研发中心

### 1.3 公司收入结构持续改善, PE 利润占比提升

**收入结构优化, 利润逐年攀升。**自 IDG 入驻四川双马, 公司主业发生变化后, 营业收入主要由骨料+水泥的建材生产与销售和私募股权业务 (PE) 两部分组成。2017 年以来, 四川双马不断缩减建材业务, 持续进行 PE 投资, 建材业务收入占公司总收入比重从 2017 年的 97%降低

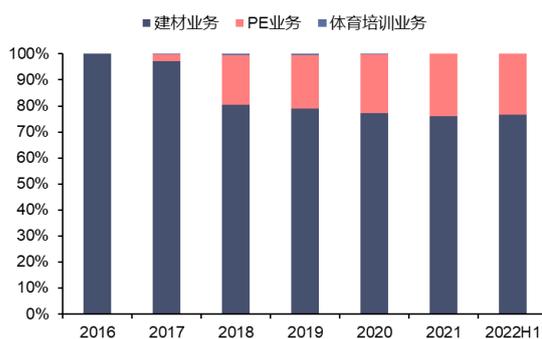
到 2022H1 的 77%。

图 3：公司营业收入及增速



资料来源：公司年报、信达证券研发中心

图 4：公司收入结构

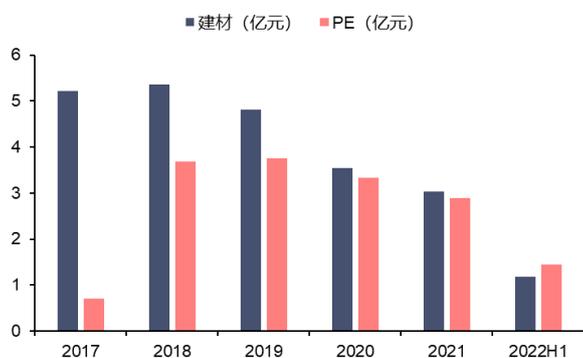


资料来源：公司年报、信达证券研发中心

**总成本逐年下降，费用结构优化。**自 IDG 资本入驻以来，四川双马成本持续降低，主要系剥离部分低效益水泥业务所致。同时公司费用结构不断优化，随着 PE 业务团队规模扩大，管理费占总营收比例从 2019 年的 3.80% 上升至 2021 年的 10.07%。公司注重加强建材、PE 业务核心竞争力，研发支出占总营收比例从 2019 年的 0.30% 上升至 2022 前三季度的 2.46%。

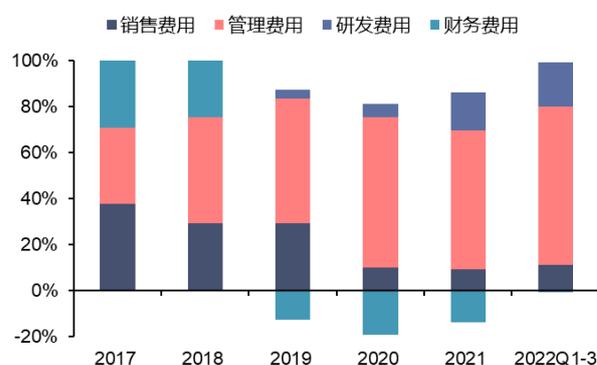
**建材稳定贡献利润，PE 业务贡献度提升。**随着公司不断剥离盈利质量较差的建材业务和加大 PE 业务投入，建材业务毛利润占总毛利润比重不断下降。2022H1 PE 业务已超过建材业务成为公司毛利润的主要来源。从业务发展来看，一方面，近年来由于“碳中和”政策背景，行业壁垒提高，叠加建材业务受运输限制，只能在局部区域展业，水泥行业具有天然进入壁垒，预计未来公司的建材业务规模将趋于稳定，为公司总利润提供稳定的利润。另一方面，由于近年来公司加大对 PE 业务投入，PE 业务带来的利润比不断升高。考虑到 PE 已成为上市公司未来发展的核心业务，预计 PE 业务利润占比有望进一步提升。

图 5：业务毛利润



资料来源：公司年报、信达证券研发中心

图 6：公司费用结构



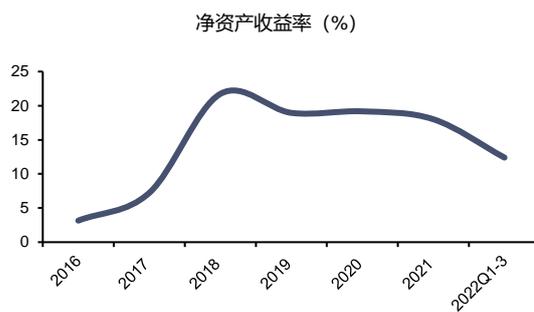
备注：2018 年及以前管理费用包含研发费用

资料来源：公司年报、信达证券研发中心

**盈利能力保持持续增长，ROE 水平较高。**公司近年来净利润不断提升，2016 年公司净利润仅为 1.08 亿元，到 2021 年已经增长至 9.85 亿元，CAGR55.6%，2022 前三季度归母净利润达到 7.65 亿元，同比增长 17.8%。公司 ROE 从 2016 年 3.2% 升至 12.39%，目前较为稳定。

**图 7：归母净利润及增速**


资料来源: wind、信达证券研发中心

**图 8：公司 ROE**


资料来源: wind、信达证券研发中心

## 二、私募股权投资或将迎来最好时代

**私募股权业务顺应趋势，或将迎来最好时代。**近年来伴随着中国经济结构转型，直接融资占比提升和构建“产业-科技-金融”良性循环成为资本市场支持未来经济发展的重要方向。资产端，随着全面注册制加速落地，多层次资本市场制度建设逐渐完善，企业上市通道更加通畅，优质资产未来将更加受到资本青睐。资金端，在金融资产规模占比提升的趋势下，以公募、保险和券商资管、私募股权基金为主体的资管行业发展迅速，或将在未来起到关键性的承接居民财富的重要作用。在此背景下，我们预计私募股权基金行业募资端、退出端将得到较大支持，行业或将迎来最好的发展时代。

### 2.1、募资端有望引入长期资金形成持续增量，行业已形成九一分化格局

**募资市场近年逐渐回暖，新募基金规模走高。**尽管 2018 年资管新规后，股权投资市场曾一度募资低迷，但 2020 年后随着疫情逐渐恢复，募资市场显著回暖，季度新募集资金规模从 2000 亿增至最高 7000 亿，新募集基金数量也从 500 支一度上升至 2000 支。

**政策和市场形成合力。**政策端，2021 年《建设高标准市场体系行动方案》发布，鼓励银行理财和险资参与股权投资。在此之下市场端国资背景 LP 活跃，产业资金设立的市场化母基金等新兴 LP 崭露头角，银保监会有望进一步放宽保险资金运用监管，险资有望成为长期资本活水。LP 市场方面，2022 年中国股权投资市场(包括早期投资、VC、PE)募资总规模达 2.16 万亿元，维持了较高水平，新募基金数约 7061 支，较 2021 年小幅增长 1.2%。其中 PE 新募资 1.60 万亿，占比 75%。

**图 9：2020 年后私募股权基金募集明显回暖**


资料来源: 清科研究中心、信达证券研发中心

**图 10：2017-2022 PE 募资情况**

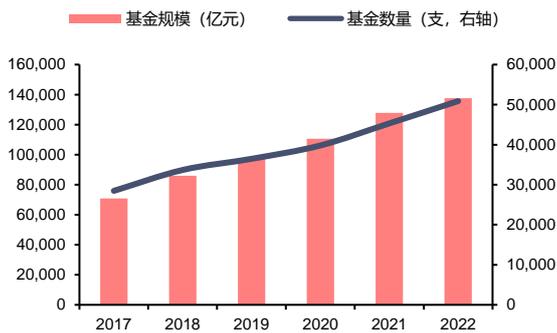

资料来源: 清科研究中心、信达证券研发中心

**从资金来源看，机构投资者（包括企业投资者和各类资管计划）仍是主要出资方，险资成为新的源头活水。**从存量规模来看，中国私募股权私募、创业基金存量规模持续攀升。截至 2022

年末存续基金 50878 支，存续规模 13.77 万亿元，同比+7.73%。从出资人结构来看，机构投资人为主要的投资方。截至 2020 年末，机构出资金额 8.17 万亿元，占比达 86.7%，其中企业投资者占 56.2%，而各类资管产品出资规模占 30.6%。同时，由机构投资者 100% 出资的基金规模占比 82%。

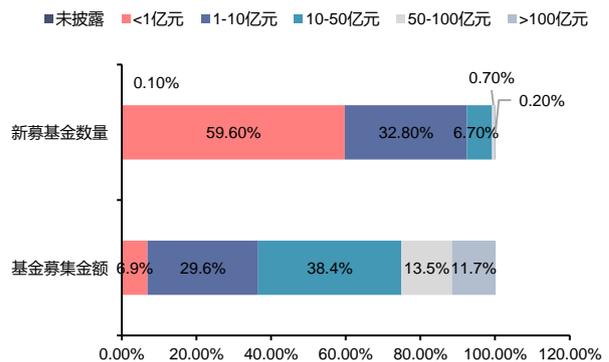
2021 年 12 月，《中国银保监会关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》取消了保险资金进入私募投资市场的限制，私募行业有望获得来自保险资管机构的丰富资金，行业规模有望进一步扩大。险资募资情况改善已有初步体现，截至 2022H1，中国保险资产管理协会登记的险资股权投资计划达到 11 支，资金规模达到 377 亿元，数量规模同比分别增长 267%、826%，保险私募基金则达到 9 支，资金规模 562 亿元，同比分别增加 125% 和 112%。

图 11：私募股权投资基金数量及规模



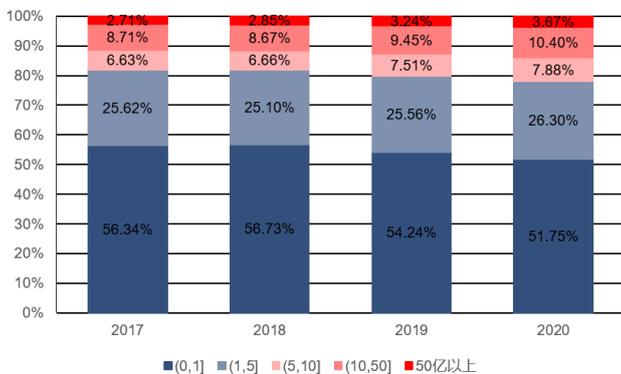
资料来源：基金业协会、信达证券研发中心

图 12：2022H1 中国股权投资市场基金募集金额分布



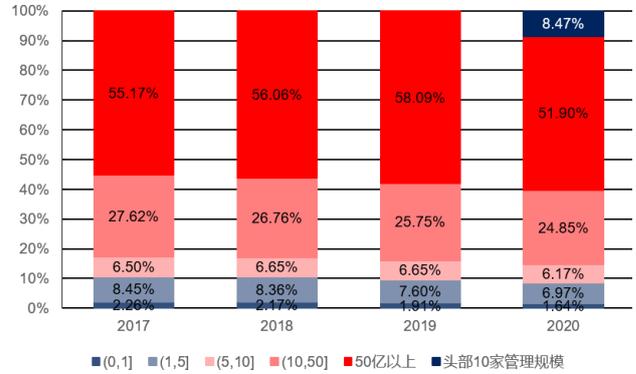
资料来源：清科研究中心、信达证券研发中心

图 13：不同管理规模的管理人分布，按数量



资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

图 14：不同管理规模的管理人分布，按规模



资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

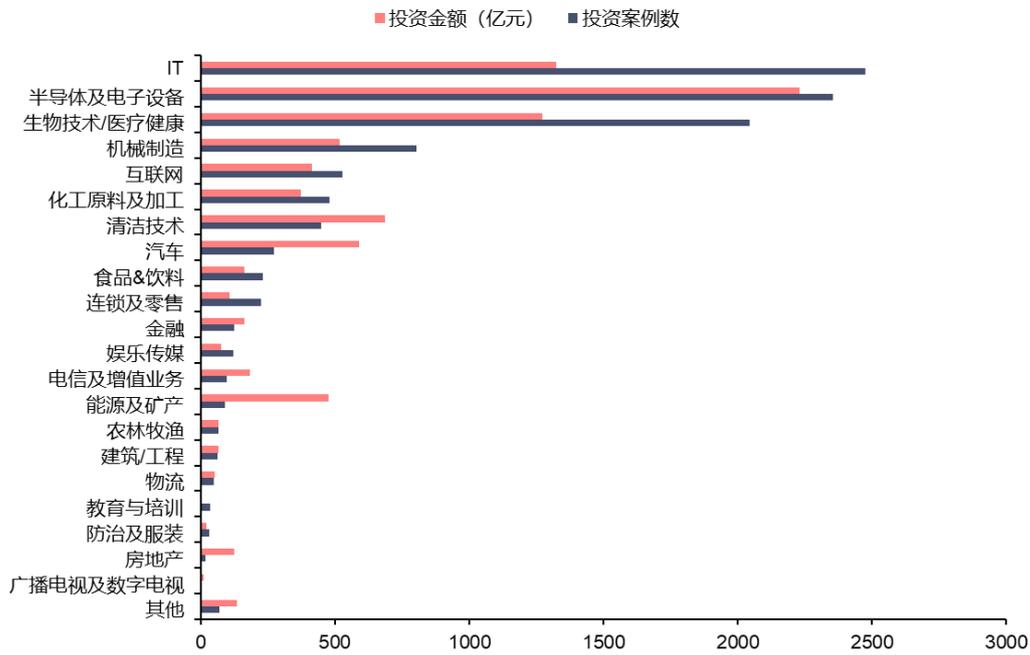
**行业进入九一分化，集中度持续提升。**尽管存续规模稳步增长，但机构投资者对管理人的历史业绩、管理能力、投资策略等愈发看重，因此大额募资较多出现在头部基金。在险资、银行等机构作为 LP 参与股权投资政策“松绑”，国有资本、产业资本加速入场的背景下，行业集中度不降反升。截至 2020 年末，从存量规模来看，管理规模排名前 15% 的管理人在管理超过 85% 的基金规模，行业从二八分化走向九一分化。2021 年这一趋势延续，数量占比不到 1% 的 50 亿规模以上基金新募规模占比超过 20%。

## 2.2、投资端聚焦硬科技、科创行业，投早期或成为趋势

私募股权基金已成为我国融资体系的重要力量，且向中小、高新、初创科技型企业集中。在经历 2021 年的补足式增长后，2022 年中国股权投资市场回归平稳，据清科研究中心统计，2022 年，中国股权投资市场共发生 10,650 起投资案例，同比下降 13.6%；投资总金额共 9,076.79 亿元人民币，同比减少 36.2%。投资案例数排名前五的区域集中在东部发达省市，70% 分布在

“计算机运用”、“半导体及电子设备”和“生物基数/医疗健康”等，占比分别为 14.6%、24.6%、14.0%，体现了对高端制造和硬科技行业的支持。从投资数量上来看，投向种子期、初创期企业案例数占比同比分别增加 1.2 个和 1.0 个百分点达 16.3%、22.7%。

图 15：私募股权投资基金投向集中在计算机、半导体等领域

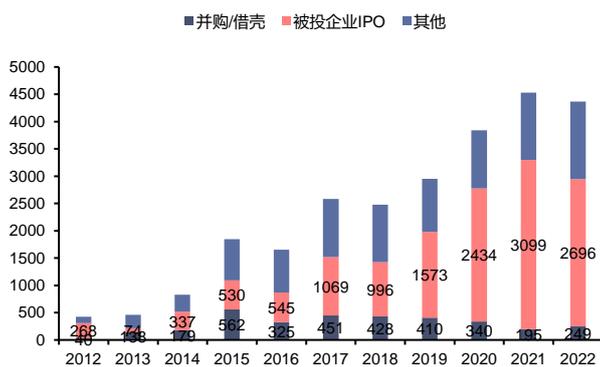


资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

### 2.3、退出端受益于资本市场改革，IPO 退出比例提升

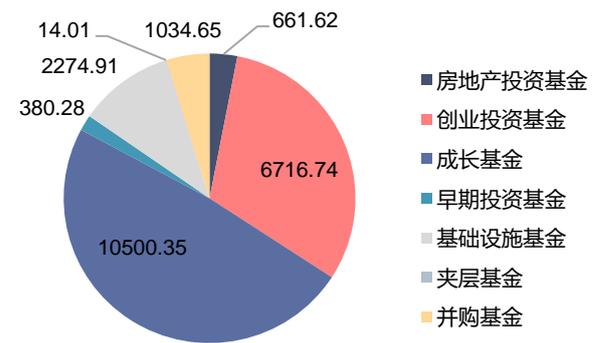
多层次资本市场建设持续优化退出渠道。受益于注册制持续推进和北交所开市，2022 年股权投资行业退出渠道较为畅通，据清科研究中心统计，全年共发生 4365 笔退出案例，同比下降 3.7%。IPO 常态化背景下，公开市场退出成为主要的退出方式，平均退出时限缩短至 3.7 年。退出畅通、收回投资期限缩短，是股权投资行业大发展的重要因素。

图 16：IPO 退出比例维持高位



资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

图 17：2022 新募集基金类型分布 (亿元)



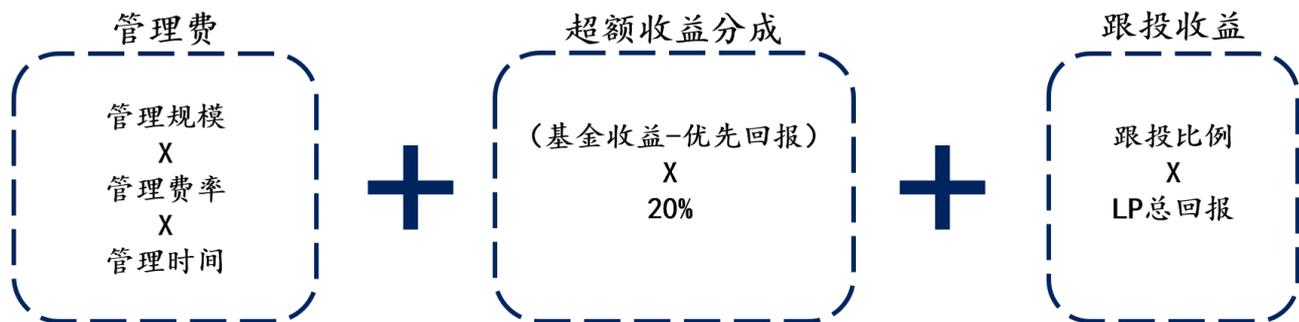
资料来源：清科研究中心，信达证券研发中心

### 三、业务发展迅速，私募+水泥双轮驱动

#### 3.1 PE 业务：以硬科技为主要方向，预计未来将迎来项目集中退出期

**私募股权投资（PE）业务主要包括募集、投资、管理和退出四个部分。**1) 募集：私募基金的资金一般通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集，募集对象一般都是资金实力雄厚、资本构成质量较高的机构或个人，管理人基于管理规模一般收取约 2% 管理费；2) 投资：私募股权基金对高成长性初创期或其他阶段未上市公司以私募方式进行权益性投资，获得一定数额的股份，另外，基金管理公司通常会作为 LP 对项目进行跟投；3) 管理和退出：该过程是基金管理者发挥其优势促进所投项目公司价值提升，并最终促成公司首次公开发行股票（IPO），私募基金则通过转移股份撤出资金，实现所管理资金的价值增值过程。基金管理公司从中收取一定的超额收益，如果有跟投的情况则会获得投资收益。当然，除了 IPO 退出外，资金退出方式还包括兼并与收购（M&A）、标的公司管理层回购（MBO）等。私募股权基金的投资期限大概是 10 年左右，属于中长期投资，一般情况下，从第四年开始就有项目陆续进入退出阶段，到第十年左右大概都能完成退出。所以 PE 业务的盈利构成是：管理费+超额收益分成+投资或跟投收益。

图 18：PE 业务盈利构成



资料来源：信达证券研发中心

**1) 管理费。**私募股权基金的管理公司每年都会对所管理的资金收取固定比例的管理费用，具体费用多少主要受管理资金规模和管理费率的影响。截至 22H1 四川双马管理基金规模约 180 亿，管理费率约 2%，由此计算的管理费收入约 3.6 亿元/年。

**2) 超额收益。**扣除了门槛收益后的剩余收益，俗称“Carry”。超额收益分成主要受到资金规模和提成比例的影响。一般而言，私募基金管理者获得超额收益中的 20% 分成，剩余的 80% 按合伙人投资实缴资本比例分配给有限合伙人（LP）和普通合伙人（GP）。对于优秀的私募基金管理者，超额收益才是重要的收入来源。由于两只基金募集时间较晚，出于审慎考虑，四川双马目前尚未在其报表中实现超额收益。

**3) 投资或跟投收益。**一般情况下，私募股权投资业务管理公司不仅会作为 GP 管理项目，也会作为 LP 跟投的项目，取得部分股份。公司通过跟投的方式带动更多资金投入，以合伙人的身份根据实缴资本比例最终获得收益分成。四川双马管理旗下两只基金的同时，也作为 LP 进行了 10%-15% 的跟投。另外，上市公司除自管基金之外也可能运用自有资金投资优质标的或基金。四川双马使用自有资金进行了慧算账、智慧出行基金等投资。

**私募股权业务对团队经验、素质有较高的要求。**从 PE 投资几个关键的环节来看，募集端要求管理团队具有相应的资金渠道资源；投资端要求团队具备敏锐的市场嗅觉，擅于发掘有潜力的优秀标的；管理端要求团队能够整合资源，通过影响公司关键决策等方式推动开发企业价值；

退出端要求团队具有推动企业充分释放价值，并且能够把握时机适时退出的能力。所以 PE 业务对于管理团队具有较高的要求，既需要经验丰富的专业人才，也需要品牌效应受到客户信任，也需要产业链资源整合能力。公司作为头部 PE 机构，或将受益于 IDG 系的丰富资源，在成长性显著的“硬科技”赛道中取得较快进步。

2018 年，公司 PE 业务收入同比增长 420%至 3.69 亿元，随后维持在 3 亿元左右。2022H1，公司实现 PE 业务收入 1.46 亿元与去年基本持平。

图 19：PE 业务收入及增速



资料来源: wind、信达证券研发中心

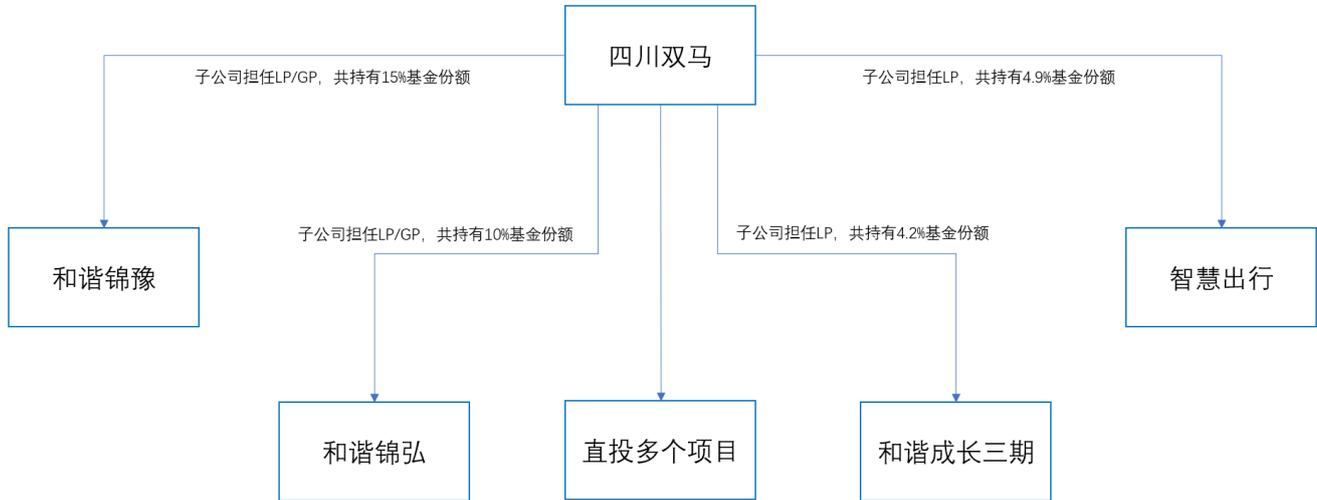
公司主要通过和谐锦弘、和谐锦豫两家下设基金和数个投资平台进行投资。在 IDG 资本实控公司后，双马 PE 业务快速发展，先后投资多家基金进行私募股权投资业务。经历几次增资后，主要投资平台信息如下：

1. 河南省和谐锦豫产业投资基金（有限合伙）（以下简称和谐锦豫），规模 66.74 亿元。公司旗下子公司西藏锦合担任管理人，并通过一级子公司西藏锦兴参与投资担任有限合伙人，总持股比例为 15.0%。和谐锦豫投资方向包括但不限于互联网、泛文化、先进制造、跨境电商物流等。
2. 义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称和谐锦弘），规模 108.02 亿，公司二级子公司西藏锦合作为管理人，公司一级子公司西藏锦旭投资 10.8 亿元作为有限合伙人，持股比例为 10.00%。投资方向重点关注先进制造与新能源行业，包括 LED 太阳能、芯片设计制造、消费电子、智能装备、工业自动化、新能源汽车、无人驾驶、半导体设备等。
3. 天津爱奇鸿海河智慧出行股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称智慧出行基金），规模 65 亿，公司一级子公司西藏锦川创业投资有限公司投资 3.2 亿元成为基金有限合伙人，持股比例 4.92%。投资方向主要为无人驾驶、智能交通等高新技术领域。
4. 深圳和谐成长三期科技发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称和谐成长三期基金），规模 204.3 亿。公司一级子公司西藏锦兴投资 8.7 亿元成为基金有限合伙人，持股比例 4.26%。投资方向主要为智能制造、人工智能、精准医疗等硬科技领域。
5. 公司亦通过直投方式直接参与了部分项目，正在不断释放价值：互联网+财税服务商慧算账已经完成境外架构，意图赴海外上市。22Q1 四川双马公告拟逐渐退出慧算账，并调整会计计

量方法，贡献公司当年投资收益 2.5 亿元。

6. 2022 年 11 月 22 日，公司发布公告称公司二级子公司西藏锦凌、一级子公司西藏锦旭向和谐绿色产业基金分别出资 1.05 亿元和 7.75 亿元分别担任普通合伙人和有限合伙人，西藏锦合担任管理人。和谐绿色产业基金认缴总额为 32.5 亿元，目标认缴总额为 75 亿元。

图 20：公司 PE 业务组织结构



资料来源：企查查、信达证券研发中心

表 3：四川双马投资平台投向

平台名称	主要投向
和谐锦豫	互联网、泛文化、先进制造、跨境电商物流等
和谐锦弘	重点关注先进制造与新能源行业，包括 LED 太阳能、芯片设计制造、消费电子、智能装备、工业自动化、新能源汽车、无人驾驶、半导体设备等
和谐成长三期基金	聚焦具有比较优势的新一代科技领域，包括芯片设计制造、光电硬件开发、机器人、信息技术、生物医药、医疗科技、精密仪器、新材料等
智慧出行基金	新能源汽车、智能交通、自动驾驶、智能公交、芯片开发等
直接投资	互联网企业财税服务及职业教育等

资料来源：公司年报，公司公告，信达证券研发中心

我们判断，公司 PE 业务正处于项目集中退出期，预计所投项目上市退出可贡献丰厚的业绩报酬和投资收益。据我们不完全统计，当前四川双马已投标的中已有部分处于上市准备阶段，此外当前四川双马仍有半导体、能源、新材料等行业的投资项目 6 个，后续仍有希望实现二级市场上市。

**表 4：近期四川双马下设基金部分投向标的**

公司	行业	介绍	持股方式	投资占比	上市阶段
屹唐半导体	半导体	屹唐半导体面向全球经营的集成电路设备公司，主要从事集成电路制造中所需晶圆加工设备的研发、生产和销售。屹唐半导体主要为全球集成电路芯片制造厂商提供干法去胶、干法刻蚀、快速热处理、毫秒级退火等设备及应用解决方案，其中干法去胶、快速热处理、毫秒级退火设备在各自细分领域的市场份额均处于世界前列，主要客户涵盖全球主要芯片制造厂商。	通过和谐锦弘投资	2.50%	科创板-报送证监会
Growatt 古瑞瓦特	分布式能源	公司专注于可持续能源发电、储电、用电以及能源数字化领域。公司设计、研发、制造光伏逆变器、储能系统、智能能源管理系统及其他。公司是全球最大的户用光伏逆变器提供商，占全球市场份额的 19.9%。	通过和谐锦弘投资	2.9%	港交所递交招股书
致欧家居	跨境电商	公司是欧美市场销量最大的互联网家居企业之一，主要在海外 B2C 电商平台售卖家居产品。	通过和谐锦豫投资	2.49%	创业板-报送证监会
蜂巢能源	电气机械和器材制造	公司前身是长城汽车动力电池事业部，自 2018 年 2 月独立为蜂巢能源科技有限公司。公司致力于下一代电池材料、电芯、模组、电池系统、BMS 储能系统和太阳能技术的研发、制造及创新。	通过和谐锦弘投资	0.43%	科创板-已问询
华大智造	生物科技	公司专注于生命科学与生物技术领域，以仪器设备、试剂耗材等相关产品的研发、生产和销售为主要业务，为精准医疗、精准农业和精准健康等行业提供服务	通过和谐成长三期基金投资	2.57%	科创板已上市

资料来源：企查查，公司官网，信达证券研发中心

### 3.2 建材生产业务：受益于基建政策红利，持续贡献稳定业绩

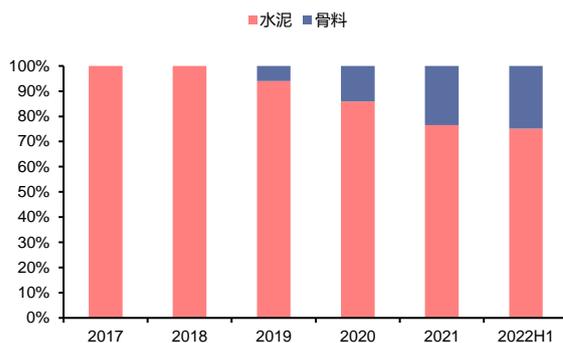
**建材生产业务包括水泥和骨料两部分，是成熟的生产行业。**公司的建材生产业务的主要产品为水泥、商品熟料、骨料等，广泛应用于公路、铁路、机场、电站、房地产、市政基础设施、新农村建设等项目。建材生产业务相关产品在区域市场内具有较高的品牌知名度和市场认可度。公司建材业务收入分为水泥收入和骨料收入，水泥收入占主要部分，骨料收入由 2019 年占比 6.0% 提升至 2021 年 23.4%。由于水泥和骨料使用量高、密度大，运输成本成为建材市场销售中的重要制约条件，所在区域基础建设密集、建材需求量大是建材业务的主要利好因素。

**水泥业务完成“瘦身”，盈利能力提升后保持稳定。**公司经过资产重组后，结合自身发展战略于 2017 年出售了都江堰拉法基水泥有限公司和江油拉豪双马水泥有限公司，2020 年出售遵义砺锋，完成公司水泥业务“瘦身”。“瘦身”之后的四川双马仅保留在国家重点建设的西南地区的优质水泥业务：四川双马宜宾水泥制造有限公司。

**建材生产业务去粗取精，持续贡献稳定业绩。**公司建材业务由全资子公司四川双马宜宾水泥制造有限公司（简称双马宜宾）负责，双马宜宾注册资本 5 亿元，水泥年产能 200 余万吨，骨料生产线年产能 500 余万吨。公司 2021 年预计销售水泥 240 万吨、骨料 400 万吨，实际销售水泥 233.66 万吨、骨料 481.70 万吨，水泥销量低于预计销量的原因为执行 2021 年错峰停窑政策。由于公司战略安排，2017 年后公司建材业务收入逐渐下降，经过几年对低效益建材业务的剥离，四川双马建材业务收入于 2022H1 转为增长。

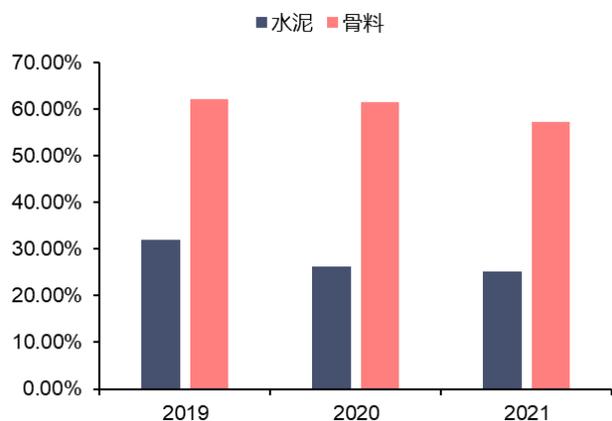
**图 21：建材生产业务收入及增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 22：建材生产业务收入结构**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**骨料业绩持续增长，助推建材生产业务增长。**从产品分类看公司建材业务，2019-2021 年建材收入不断下降，分别为 14.3/11.4/9.3 亿，除疫情影响外主要系遵义地区水泥销量下降所致。骨料收入增长势头明显，且骨料毛利保持高位，2021 年骨料毛利率 57.35%，较上年同期下降 4.12%，主要由于 2020 年 9 月开始骨料资源税政策发生变化，由原来的从量征收改为从价征收，导致成本增加。2020-2021 公司骨料毛利润为 0.98/1.25 亿元，同比增速分别为 84%/27%。2021 年公司骨料生产量 486.06 万吨，增长 38.08%；销售量 484.53 万吨，增长 37.64%，并且公司新投入运营的骨料生产线产能尚有开发空间，预计未来骨料收入将进一步增长，因此我们认为骨料有望成为建材生产业务利润企稳的助推剂。

**图 23：骨料与水泥销售毛利率近年小幅下降**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 24：建材业务毛利及增长率**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**以四川宜宾市为中心，辐射周边区域的建材业务优势公司。**公司的主要优势体现在品质和品牌、原料资源、安全环保以及技术创新方面。1) 公司曾长期以经营建材业务为主，在水泥生产工艺方面技术相对先进，产品质量稳定，根据近年来“碳中和”目标的要求，水泥行业准入壁垒提升。2) 公司拥有经营场所的土地使用权及石灰石、骨料矿山采矿权，拥有丰富的生产原料；原料地点和销售市场距离较近降低运输成本。3) 公司较早把握国家环保提倡，在水泥生产过程中重视产生污染物处理，环保经营广受认可，2019 年至今公司被四川省经济和信息化厅认定为“绿色工厂”单位。4) 公司专门成立技术研发与服务中心，具有自主研发新产品、新技术、新工艺能力，在新产品、新技术、新工艺的应用上处于业内领先地位。公司已获得水基岩屑处理设备 8 项使用新型专利及 1 项软件著作权等级证书。

川南区域发展空间充足，公司水泥有望享受基建政策红利。目前公司主要的建材生产业务覆盖区域为四川省南部，该地区经济发展和基础设施建设仍然相对落后，城镇化水平较低，存在发展空间。2021年，中央经济工作会议具体明确了基础设施投资适度超前等与建材产品需求行情相关的会议精神。结合疫情之下新基建对稳住经济大盘起到的基础性作用，我们认为，后续基建投资有望继续对经济形成支撑。预计市场行情好于2021年，对应水泥、骨料等建材需求预期仍然乐观。另外，尤其是围绕四川省政府打通川南“一小时经济圈”而配套的大量基础设施项目规划和建设进度正在有条不紊地推进，我们认为，公司建材业务前景乐观。

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 核心假设及盈利预测

**PE 业务核心假设：**我们对四川双马旗下主要基金的基金资产、投资收益率、管理费率等关键指标给出假设，以预测2022-2024年公司业绩表现：1) 假设基金资产持续增长，与认缴规模之比介于130%-150%；2) 基金投资收益率参考2022年前三季度水平，约为35%-40%；3) 基金利润率预计随基金营收增长提升至95%。4) 以认缴规模为基数，管理费率为2%；5) 对新成立基金相关指标单独假设。

**预计超额收益分成加速实现。**由于公司旗下两只基金开始逐步退出，公司所投多个标的进入收获期，项目退出将会为公司带来丰厚的回报，超额收益分成将为利润表现做出重要贡献。随着全面注册制落地，我们预计未来被投公司通过IPO退出比例将提升。超额收益有望在未来加速实现。

**投资收益渐入佳境。**四川双马目前的投资和跟投项目已经产生了较好的收益，公司投资四只基金的跟投收益将会在退出期快速释放，我们预计主要受基金利润增长影响，公司投资收益将增长至11.43/11.31/12.53亿元。

表 5：私募股权部分收入预测（单位：百万元）

收入预测	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
私募股权投资部分：	333.15	293.41	349.52	1,269.37	1,682.31
管理规模合计	17,476	17,476	24,976	26,476	28,276
管理费收入	333.15	293.41	349.52	349.52	349.52
业绩报酬	0.00	0.00	0.00	919.85	1,332.79
投资收益（和谐锦弘、和谐锦豫、和谐绿色）	116.07	396.04	743.35	1,031.41	1,153.02
投资收益预测	188.44	348.57	1,143.35	1,131.41	1,253.02

资料来源：wind，信达证券研发中心

**建材业务核心假设：**我们以过往的水泥、骨料销售数据为基础，假设未来的建材单价水平为过往三年的平均数，水泥、骨料销量参考公司当前产能水平分别为250、500万吨。预计2022-2024年营收分别为9.29/9.33/9.50亿元。

表 6：建筑建材部分收入预测（单位：百万元）

收入预测	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
水泥业务部分：	1,427.59	1,138.59	930.40	929.35	933.47	950.00
水泥	1,342.57	979.01	712.30	705.96	708.43	725.50
单价（元/吨）	279.41	262.89	304.84	282.38	283.37	290.20
销量（万吨）	480.50	372.40	233.66	250.00	250.00	250.00
骨料	85.02	159.58	218.10	223.39	225.04	224.50
单价（元/吨）	43.69	45.33	45.01	44.68	45.01	44.90

销量 (万吨)	194.60	352.03	484.53	500.00	500.00	500.00
---------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: wind, 信达证券研发中心

因此, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入/净利润分别为 12.79/22.03/26.32 亿元和 12.62/22.83/27.17 亿元。

## 4.2 对标与估值

考虑到公司的发展战略是“水泥+PE 双轮驱动”, 2021 年 PE 业务与建材业务的毛利润占比分别为 49%与 51%。采用分部估值法 (SOTP), 根据行业可比公司的市盈率给予四川双马 PE 业务 PE 倍数 15X、建材业务 PE 倍数 6X, 预计公司 2023 年目标市值为 322.9 亿元。对应目标价 42.29 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 可比公司市盈率

名称	代码	股价(USD/RMB)	EPS 2023E	PE(x) 2023E
KKR	KKR.N	57.18	4.00	14.28
黑石集团	BX.N	93.52	4.81	19.44
凯雷集团	CG.O	35.04	3.72	9.42
ARES	ARES.N	83.11	4.12	20.17
PE 行业平均				15.83
上峰水泥	000672.SZ	14.10	2.03	6.96
冀东水泥	000401.SZ	9.08	1.05	8.67
天山股份	000877.SZ	9.99	1.09	9.14
水泥行业平均				8.26

资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心。注: 对标企业股价为 2023 年 2 月 20 日收盘价, 盈利预测及估值参考 wind 一致预期和 Bloomberg 一致预期

表 8: 四川双马分部估值

	2023E 净利润 (百万元)	PE (倍)	2023E 市值 (亿元)	目标价 (元)
建筑建材	279	8	22.33	
私募股权	2,004	15	300.57	42.29
合理市值			322.90	

资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 五、风险提示

1. 私募股权投资业务收益不及预期: 宏观经济因素或其他原因可能导致公司投资标的收益下降。
2. 建材业务拖累整体利润: 建材部分业务或受到环保政策的影响, 致销量下行, 导致整体业绩表现不佳。
3. 私募股权行业发展不及预期: 私募股权行业政策利好释放不足, 行业发展速度慢于预测。
4. 跨市场选取可比公司可能存在估值差异: 选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市, 存在一定的估值体系差异风险。
5. 公司未来募资规模不及预期: 若公司未来募集资金规模不及预期则可能影响后续的业绩实现。

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,685	1,324	1,532	2,859	4,555	
货币资金	1,392	690	1,298	2,470	4,213	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	3	3	19	20	27	
预付账款	10	13	10	10	12	
存货	31	64	76	67	81	
其他	250	554	128	292	223	
非流动资产	3,832	5,166	6,016	7,055	8,044	
长期股权投资	2,177	3,274	4,074	5,074	6,039	
固定资产(合计)	682	755	792	841	856	
无形资产	47	94	104	89	103	
其他	927	1,043	1,046	1,051	1,045	
资产总计	5,517	6,490	7,549	9,914	12,599	
流动负债	404	400	383	470	445	
短期借款	39	24	37	49	52	
应付票据	82	93	71	113	70	
应付账款	45	55	60	65	54	
其他	238	228	215	244	269	
非流动负债	32	153	153	153	153	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	32	153	153	153	153	
负债合计	436	553	536	623	598	
少数股东权益	19	20	17	13	6	
归属母公司股东权益	5,062	5,917	6,995	9,278	11,995	
负债和股东权益	5,517	6,490	7,549	9,914	12,599	

重要财务指标		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,473	1,224	1,279	2,203	2,632	
同比(%)	-18.7%	-16.9%	4.5%	72.2%	19.5%	
归属母公司净利润	889	989	1,262	2,283	2,717	
同比(%)	22.0%	11.2%	27.6%	81.0%	19.0%	
毛利率(%)	46.7%	48.5%	50.6%	70.8%	74.7%	
ROE(%)	17.6%	16.7%	18.0%	24.6%	22.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.16	1.30	1.65	2.99	3.56	
P/E	20.39	18.33	14.37	7.94	6.67	
P/B	3.58	3.06	2.59	1.95	1.51	
EV/EBITDA	13.28	37.66	26.04	9.47	6.28	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,473	1,224	1,279	2,203	2,632	
营业成本	785	630	631	643	665	
营业税金及附加	16	11	8	19	21	
销售费用	16	19	10	25	31	
管理费用	103	123	64	110	132	
研发费用	9	34	16	34	48	
财务费用	-30	-28	0	0	0	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	188	349	1,143	1,131	1,253	
其他	108	366	-340	30	30	
营业利润	870	1,149	1,353	2,532	3,018	
营业外收支	112	-9	0	0	0	
利润总额	982	1,140	1,353	2,532	3,018	
所得税	93	155	95	254	308	
净利润	888	985	1,259	2,278	2,710	
少数股东损益	0	-3	-3	-5	-7	
归属母公司净利润	889	989	1,262	2,283	2,717	
EBITDA	637	475	535	1,350	1,758	
EPS(当年)(元)	1.16	1.30	1.65	2.99	3.56	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	601	441	461	1,016	1,468	
净利润	888	985	1,259	2,278	2,710	
折旧摊销	64	52	-25	-51	-9	
财务费用	5	9	0	0	0	
投资损失	-188	-349	-1,143	-1,131	-1,253	
营运资金变动	-111	-15	20	-80	19	
其它	-57	-242	350	1	1	
投资活动现金流	179	-988	318	143	272	
资本支出	-93	-101	-25	11	-15	
长期投资	90	-915	-450	-999	-966	
其他	182	29	793	1,131	1,253	
筹资活动现金流	-15	-167	-171	12	3	
吸收投资	19	4	0	0	0	
借款	53	103	12	12	3	
支付利息或股息	-74	-162	-183	0	0	
现金净增加额	765	-713	608	1,172	1,743	

## 研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。