

四川双马 (000935)

双轮驱动，私募股权基金业务打开新成长空间

水泥+私募股权基金双轮驱动，业务结构优化，私募股权基金业务贡献度提升。公司原是一家纯水泥生产及销售公司，2016年北京和谐恒源科技有限公司取得公司26.52%股份，实际控制人变为林栋梁先生。此后，公司剥离部分水泥业务，开展私募股权基金业务。2020年公司实现净利润8.9亿元，公司私募投资管理营业收入占22.6%，但毛利润贡献达49%。

中国私募股权基金行业正处于“由量到质”的优化期，头部化趋势增强。私募股权基金业务的盈利主要来源于三方面：1)作为基金管理人，按照基金规模收取固定比例的管理费；2)作为LP获取基金投资收益；3)作为GP获取基金业绩报酬。近年来，我国私募股权投资数量及规模保持一定增长，且多层次资本市场的建立，拓宽了私募股权投资的退出渠道。截至2020年末，中国私募股权投资基金(含FOF)共2.94万只，规模达9.87万亿，同比增长11.3%。2020年当年新增退出案例6135个，发生退出行为9857次，实际退出金额6521.14亿元。

公司水泥业务稳步发展，私募股权基金业务潜力逐渐释放。1)水泥业务现金流良好，且每年可贡献稳定盈利。目前公司水泥业务市场集中于宜宾市，位于川渝经济圈，具备良好的区域优势，为公司水泥业务提供了保障。2)私募股权投资业务方面，看好后续潜力释放。公司拥有完善的投资管理团队，约有40位来自专业投资机构的专业人员负责投资业务，均具有丰富的行业经验。自2017年开展私募股权基金业务以来，该板块业务收入主要来源于固定的基金管理费。目前公司旗下共有三家基金和一家直投：①河南省和谐锦豫产业投资基金，基金规模66.74亿元，主要投资大消费方向；②义乌和谐锦弘股权投资合伙企业，投资规模为108.02亿元，投资方向主要是芯片、半导体等高端科技方面的先进制造；③天津爱奇鸿海河智慧出行股权投资基金，主要投资新能源、电池、电动车方向；④直投方面，公司投资了SaaS企业“慧算账”等。我们判断，未来公司有望扩大基金管理规模，驱动管理费收入提升，同时，随着管理的基金逐渐进入退出期，公司作为GP也会获得业绩报酬收入，私募股权基金业务潜力将逐渐释放。

盈利预测：预计公司2021-2023年营业收入分别为18.26/23.20/30.63亿元，净利润分别为10.09/14.73/21.87亿元。由于公司水泥业务和私募股权基金业务所处行业差异较大，我们采用分部估值法：1)水泥业务板块主要从事水泥、骨料的生产与销售，因此，我们选取华新水泥、海螺水泥作为可比公司，给予2022年6×PE，对应估值为18.6亿元；2)私募股权基金业务板块，我们选取作为鲁信创投、黑石集团、凯雷集团作为可比公司，给予2022年20×P/E，对应估值为232.6亿元。因此，整体给予公司2022年251.2亿元估值，对应目标价为32.92元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：骨料产能扩张速度不及预期；私募股权投资收益不及预期；大股东质押比例较高；公司历史股价波动较大。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,810.46	1,472.72	1,826.12	2,320.07	3,063.03
增长率(%)	-6.66%	-18.65%	24.00%	27.05%	32.02%
EBITDA(百万元)	801.56	607.61	955.52	1,253.26	1,742.80
净利润(百万元)	728.68	888.75	1,009.02	1,473.14	2,187.48
增长率(%)	4.75%	21.97%	13.53%	46.00%	48.49%
EPS(元/股)	0.95	1.16	1.32	1.93	2.87
市盈率(P/E)	18.51	15.18	13.37	9.16	6.17
市净率(P/B)	2.99	1.94	1.70	1.42	1.14
市销率(P/S)	7.45	9.16	7.39	5.81	4.40
EV/EBITDA	14.93	13.91	9.15	6.16	3.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	17.1元
目标价格	32.92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)	13,054.83
流通A股市值(百万元)	13,054.77
每股净资产(元)	6.90
资产负债率(%)	7.97
一年内最高/最低(元)	21.11/12.25

作者

夏昌盛	分析师
SAC执业证书编号：S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
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：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 四川双马：水泥制造+私募股权投资基金双轮驱动	4
1.1. 发展历史：剥离部分水泥业务，布局私募股权基金、教育多板块	4
1.2. 业务结构优化，私募股权基金业务贡献度提升	5
2. 由量到质，中国 PE 行业结构性优化	7
2.1. 私募股权投资基金业务的商业模式及盈利模式	7
2.2. 中国私募股权投资行业处于由量到质优化期	7
3. 水泥业务稳步发展，私募股权基金业务潜力逐渐释放	10
3.1. 私募股权投资基金业务：潜力逐渐释放	10
3.2. 水泥业务：区域优势保障水泥业务稳步发展	12
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1. 盈利预测	15
4.2. 投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

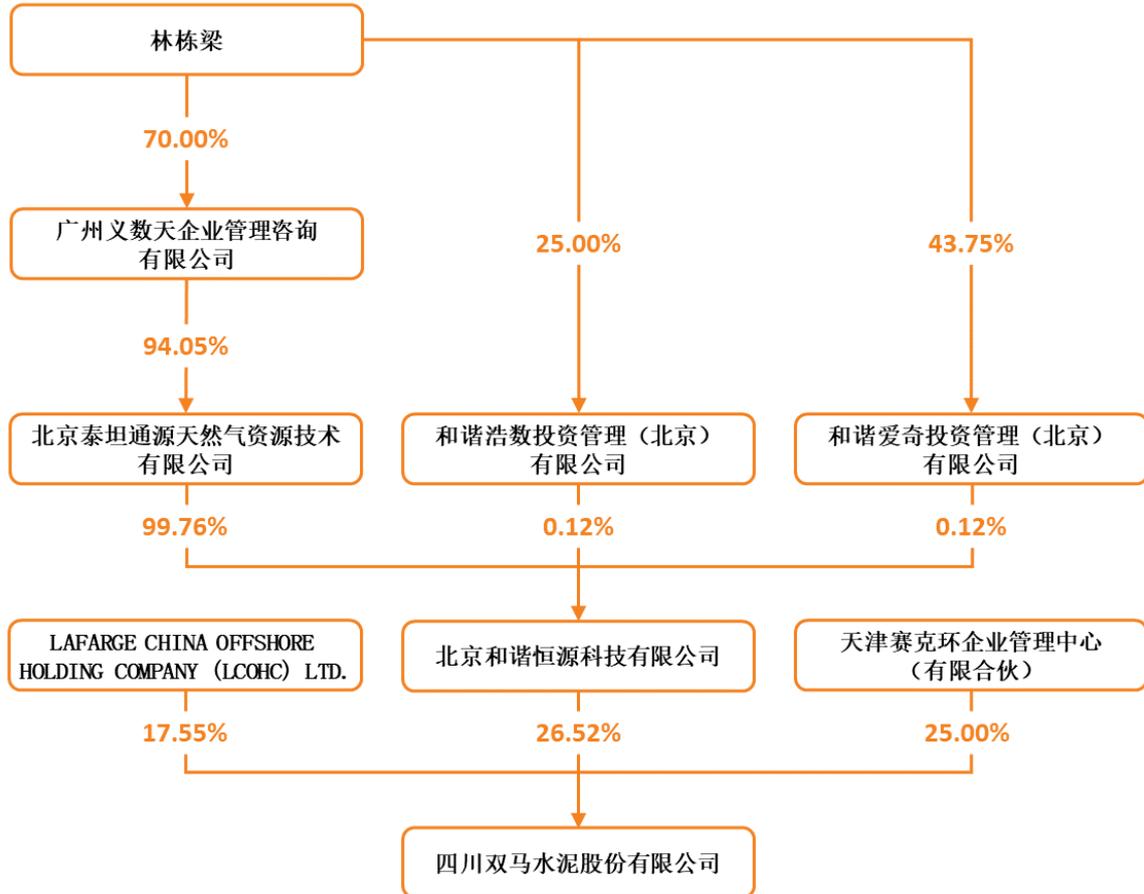
图 1：四川双马水泥股份有限公司股权结构图（截至 2020 年末）	4
图 2：公司营业收入情况（单位：百万元）	5
图 3：公司各业务收入占比	5
图 4：公司水泥业务收入及同比增速（单位：百万元）	6
图 5：公司水泥业务占比	6
图 6：公司水泥业务销量（单位：万吨）	6
图 7：公司水泥业务毛利率	6
图 8：公司毛利润及毛利率（单位：亿元）	6
图 9：公司各业务毛利润占比	6
图 10：公司净利润及 ROE	7
图 11：私募股权投资基金数量及规模	8
图 12：新备案基金数量及规模	8
图 13：中国私募股权市场募资结构	8
图 14：美国私募股权市场募资结构	8
图 15：私募股权投资基金在投案例数量行业分布情况（单位：个）	9
图 16：私募股权投资基金在投金额行业分布情况（单位：亿元）	9
图 17：私募股权投资基金退出数量及规模	9
图 18：2019 年全国各省份人口净增长情况	13
图 19：2020 年全国熟料产能分布	14
图 20：2020 年四川地区熟料产能分布	14
图 21：2020 年各省熟料产能前五企业市场占有率	14

表 1: 河南省和谐锦豫产业投资基金（有限合伙）股东信息.....	10
表 2: 乌和谐锦弘股权投资合伙企业(有限合伙)股东信息.....	10
表 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)股东信息.....	11
表 4: 成渝发展相关政策.....	12
表 5: 宜宾市十四五交通规划及变化.....	13
表 6: 水泥板块业务预测.....	15
表 7: 私募股权投资业务板块预测.....	15
表 8: 四川双马分部估值.....	16
表 9: 可比公司估值表（截止 7 月 27 日收盘价）.....	16

1. 四川双马：水泥制造+私募股权投资基金双轮驱动

四川双马水泥股份有限公司（以下简称“四川双马”）成立于 1998 年，主要从事生产、销售硅酸盐水泥系列产品。1999 年 8 月，四川双马在深圳证券交易所主板挂牌上市。2016 年 8 月，北京和谐恒源科技有限公司和天津赛克环企业管理中心（有限合伙）作为一致行动人，总计收购四川双马 50.93%股份。和谐恒源的实际控制人以及天津赛克环的共同实际控制人之一均为林栋梁先生，林栋梁先生成为四川双马的实际控制人及最终控制人。自此，四川双马由水泥制造转为水泥+私募股权投资基金双轮驱动。

图 1：四川双马水泥股份有限公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1. 发展历史：剥离部分水泥业务，布局私募股权基金、教育多板块

1999 年 8 月，四川双马水泥股份有限公司（以下简称“四川双马”）在深圳证券交易所主板挂牌上市。

2011 年，四川双马完成对都江堰拉法基水泥有限公司（以下简称“都江堰工厂”）的重大资产重组，控股都江堰工厂。

2015 年，四川双马现金收购遵义三岔拉法基水泥有限公司（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。

2016 年 8 月，北京和谐恒源科技有限公司和天津赛克环企业管理中心（有限合伙）作为一致行动人，总计收购四川双马 50.93%股份，林栋梁先生成为四川双马的实际控制人及最终

控制人。

2017 年，在水泥行业竞争态势下，结合公司自身发展战略的变化，四川双马实施了重大资产重组，向拉豪（四川）企业管理有限公司出售了下辖的两家子公司：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。

2017 年 7 月，四川双马参与投资了河南省和谐锦豫产业投资基金(有限合伙)和义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙），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 年 4 月 19 日，四川双马控股股东北京和谐恒源科技有限公司与 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。

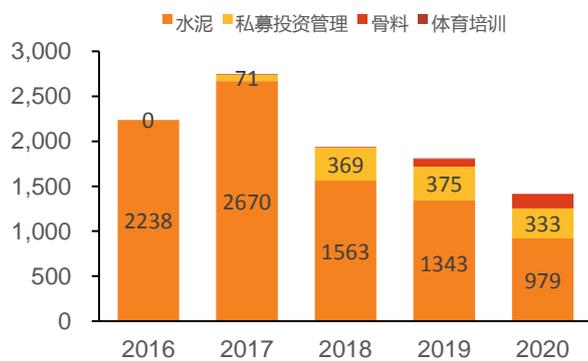
2019 年，自有品牌的建立；布局教育，投资 SEG。

2020 年，结合公司自身发展战略的变化，四川双马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；建立上海瑞识教育科技有限公司。

1.2. 业务结构优化，私募股权基金业务贡献度提升

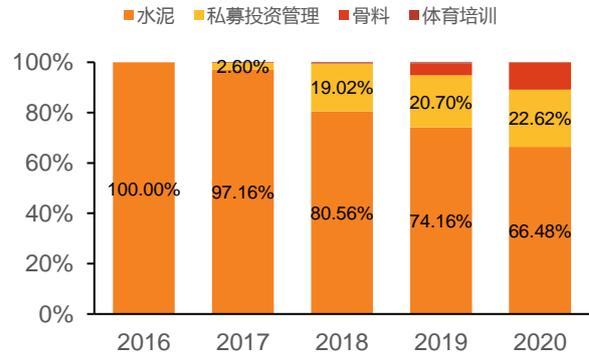
公司目前主要经营业务分两块：1) 水泥产品的生产与销售；2) 私募股权基金业务。2020 年，公司实现营业收入 14.73 亿元，其中水泥板块实现营业收入 9.79 亿元，占比 66.48%，同比下降个 7.68pct。私募股权基金板块实现营业收入 3.33 亿元，占比 22.62%，同比提升 1.92pct。

图 2：公司营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 3：公司各业务收入占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

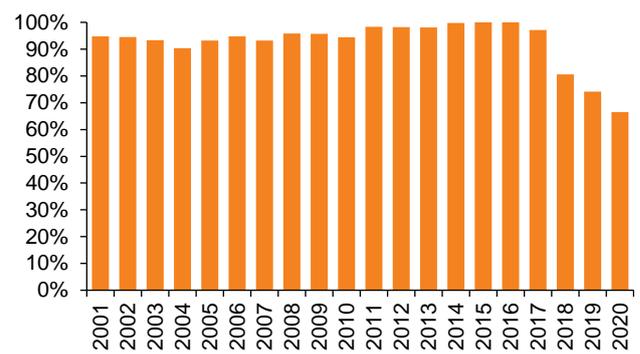
公司水泥业务占比自 18 年开始有所下降。公司水泥等建材业务的主要产品为水泥、商品熟料、骨料等，下游主要应用于房地产、市长基础设施及新农村建设项目等，2017 年以前，水泥业务作为公司的主要业务，占比基本接近 100%，18 年开始公司陆续将水泥资产出售，20 年水泥业务占比下降至 66%。截至目前，公司在四川省宜宾市拥有两条水泥熟料生产线，年产能约 155 万吨。20 年公司水泥产品销量 372 万吨，同比下滑 22.5%，受销售价格下滑影响，公司水泥业务毛利率 26%，同比下降 6pct。

图 4：公司水泥业务收入及同比增速（单位：百万元）



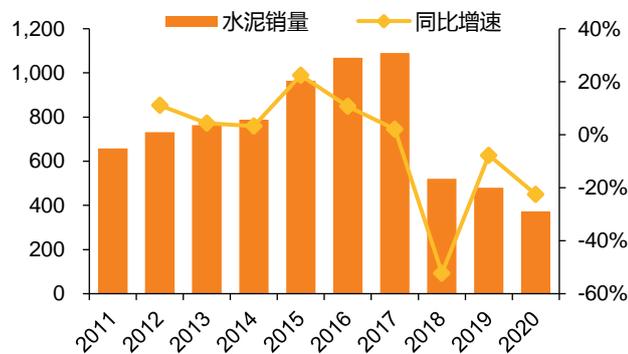
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：公司水泥业务占比



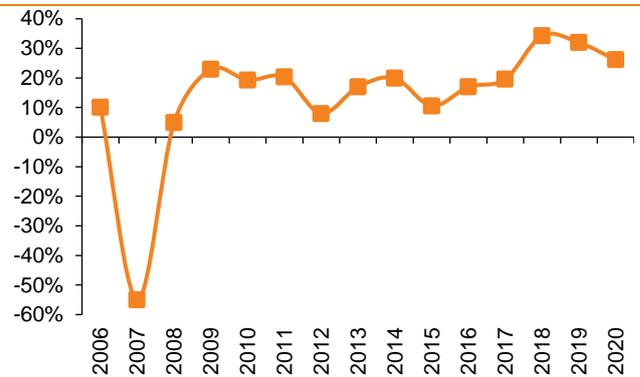
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：公司水泥业务销量（单位：万吨）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：公司水泥业务毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

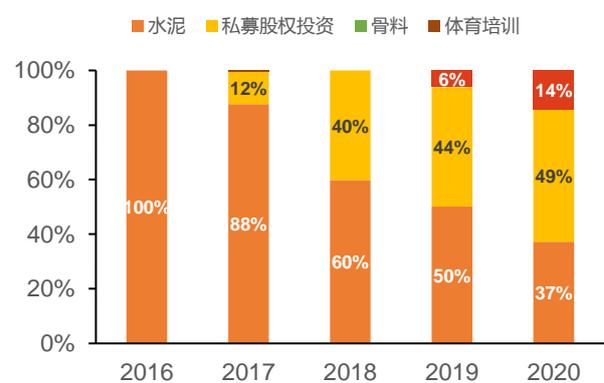
公司自 2017 年开展私募股权基金业务，利润贡献度持续提升。公司通过子公司作为私募基金的管理人、GP 和 LP 开展私募股权投资业务。目前私募股权基金业务收入主要来源于作为基金管理人收取的固定管理费，收入稳定且毛利率为 100%。2020 年，公司实现毛利润 6.87 亿元，其中，公司水泥业务毛利润 2.56 亿元，占比 37.23%，私募股权基金业务毛利为 3.33 亿元，占比 48.50%。

图 8：公司毛利润及毛利率（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 9：公司各业务毛利润占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

盈利改善，净利润不断攀升，ROE 显著提高。公司在开展私募股权基金业务前，2016 年净利润仅为 1.08 亿元，2015 年甚至出现亏损的情况，2017 年公司开展私募股权基金业务后，净利润逐年攀升，2020 年实现净利润 8.88 亿元，ROE 从 2016 年的 3% 提升至 2020 年的 19%。

图 10：公司净利润及 ROE



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 由量到质，中国 PE 行业结构性优化

2.1. 私募股权投资基金业务的商业模式及盈利模式

私募股权投资（Private Equity，简称 PE）指通过非公开形式募集资金，对非上市企业进行权益性投资，并在交易实施过程中附带考虑将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。

私募股权投资的商业模式主要分为四个阶段：**融资阶段、投资阶段、管理阶段、退出阶段。**

- 1) 融资阶段：**公司及其子公司作为基金管理人发起设立基金，并通过私募方式向出资人募集资金。
- 2) 投资阶段：**基金管理人通过对各行业细分领域进行研究、调查，发现具有投资价值的优质项目，筛选出优质投资标的，并将募集资金投资于企业，获得企业股权。
- 3) 管理阶段：**基金管理人通过向被投资企业委派董事，或通过投资协议约定的其他方式，对被投资企业进行管理，对投资企业的战略、管理、市场和财务进行全面提升，以提升投资企业价值。
- 4) 退出阶段：**基金所投资企业经过价值提升后，基金管理人通过 IPO、股权转让、并购等多种方式实现退出，获得投资收益。

公司开展私募股权投资基金业务，盈利主要来源于三个方面：

- 1) 基金管理费：**公司作为基金管理人，按照基金规模的收取固定比例的基金管理费。
- 2) 作为 LP 获取投资收益：**当基金存续期结束后，基金的回报首先返还给 LP 以清偿其全部本金出资及在基金成立时承诺的优先回报。超过优先回报率部分，LP 可按基金成立时制定的收益分配协议获取相应比例超额收益。
- 3) 作为 GP 获取业绩报酬：**超过优先回报率部分，GP 可按基金成立时制定的收益分配协议获取相应比例的业绩报酬。

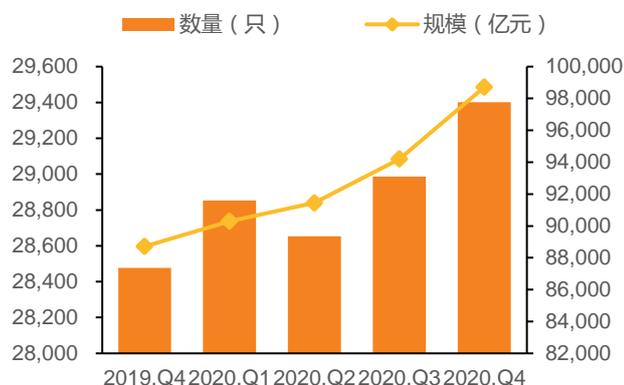
2.2. 中国私募股权投资行业处于由量到质优化期

近年来，中国大资管市场正在经历结构性变革，通道业务相关牌照收缩，公募、保险资管和私募股权等主动管理业务表现出强劲的增长趋势。随着私募股权投资行业监管环境与行业自律体系日益完善，中国私募股权投资市场进入从“量的增长”到“质的发展”的重要调整期。

私募股权投资基金数量及规模仍保持一定增长，但增速进一步放缓。截至 2020 年末，私

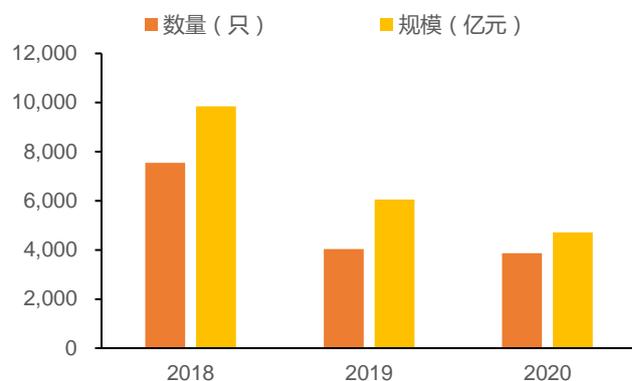
募股权投资基金（含 FOF）共 2.94 万只，规模达 9.87 万亿，同比增长 11.3%。新备案股权基金数量及规模逐年下降，2020 年新备案 3860 只，规模为 4705.37 亿元，同比下降 22.2%。

图 11：私募股权投资基金数量及规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

图 12：新备案基金数量及规模

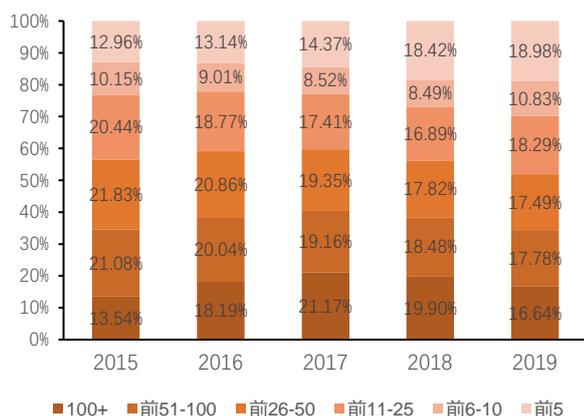


资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

投资者出资持续增长，机构投资者仍是主要资金来源。截至 2020 年末，私募股权投资基金各类投资者合计出资 9.42 万亿元，同比增长 7.8%。主要出资方为机构投资者（包括企业投资者和各类资管计划），出资金额 8.17 万亿元，占比达 86.7%。其中，企业投资者出资规模占比达 56.2%，各类资管计划出资规模占比为 30.6%。

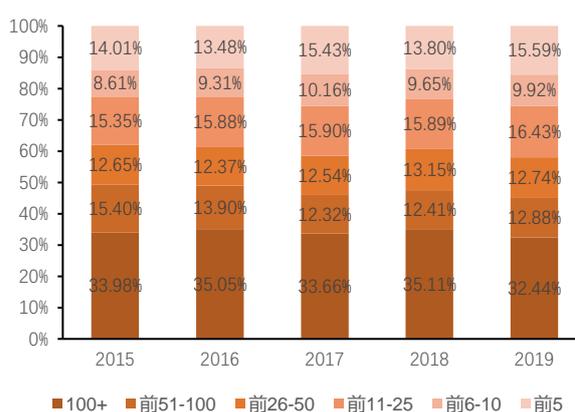
募集资金不断向少数头部机构聚集，行业集中度更加显著，高于美国市场。出资人对于基金管理人的筛选因素更为全面，管理团队、历史表现、风险管理及投资策略是出资人选择管理人最为看重的内容，因此募集资金向少数头部机构聚集。

图 13：中国私募股权市场募资结构



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

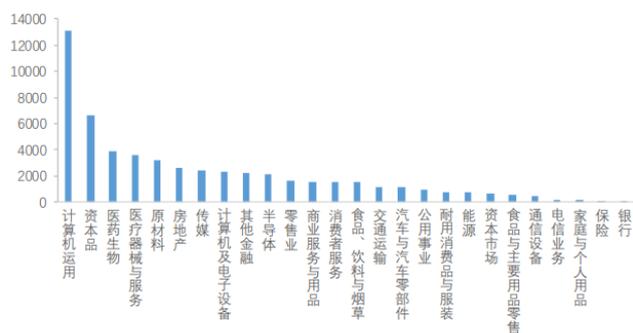
图 14：美国私募股权市场募资结构



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

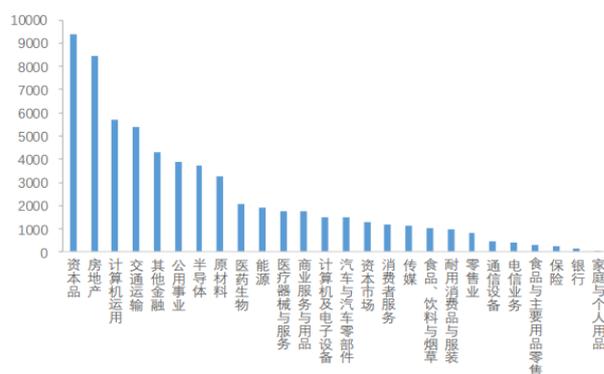
投向方面，被投资企业的高成长性投资策略的最核心驱动因素。热门行业和热门区域延续快速发展趋势，投向中小、高新、初创科技型企业增幅明显。截至 2020 年末，高新技术企业在投案例共 19181 个，规模为 1.23 万亿元，同比增长 13.5%，占比达 19.6%。初创科技型企业投案例 5179 个，规模为 1242.78 亿元，同比增长 34.2%，占比为 2%。科技、消费、大健康产业投资最受关注，增长较快。从行业分布看，在投金额前五大行业分别为“资本品”、“房地产”、“计算机运用”、“交通运输”和“其他金融”。

图 15：私募股权投资基金在投案例数量行业分布情况（单位：个）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

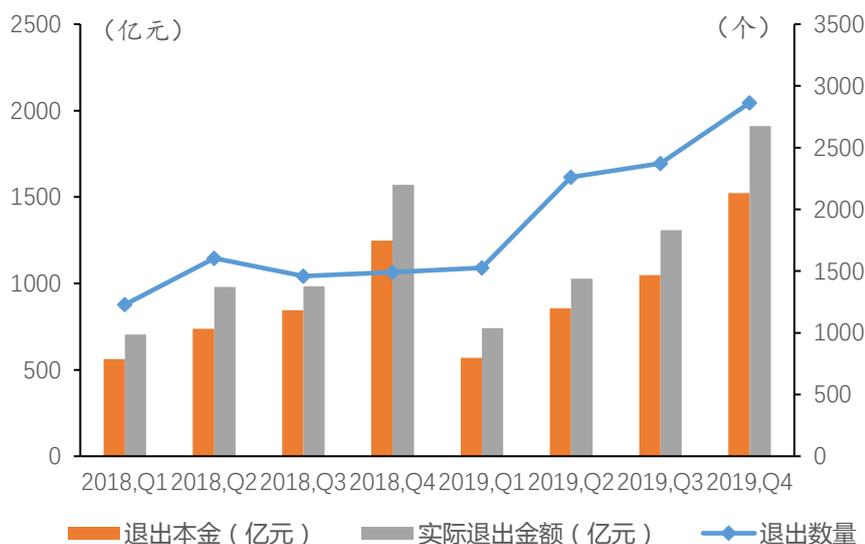
图 16：私募股权投资基金在投资额行业分布情况（单位：亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

多层次资本市场的建立，拓宽私募股权投资的退出渠道。退出机制是私募股权投资的重要组成部分，伴随着国内资本市场退出机制不断完善，私募股权市场存量投资风险正在加速化解，退出案例金额和数量明显增长。截至 2020 年末，投资案例共退出 15968 个，发行退出行为 32713 次，实际退出金额 1.83 万亿元，平均投资周期 36.65 个月。2020 年当年新增退出案例 6135 个，发生退出行为 9857 次，实际退出金额 6521.14 亿元。

图 17：私募股权投资基金退出数量及规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

3. 水泥业务稳步发展，私募股权基金业务潜力逐渐释放

3.1. 私募股权投资基金业务：潜力逐渐释放

私募股权基金方面，四川双马拥有完善的投资管理团队，约有 40 位来自专业投资机构的专业人员负责投资业务，均具有丰富的行业经验。目前公司共投资了三家基金和一家直投，投向主要聚焦消费+科技赛道。

- 1) **河南省和谐锦豫产业投资基金(有限合伙)**(以下简称“河南基金”), 基金规模为 66.74 亿元, 投资方向主要是大消费概念。四川双马通过二级子公司西藏锦合作为河南基金的管理人, 通过二级子公司西藏锦仁作为河南基金的 GP, 通过子公司西藏锦兴出资 6 亿元作为河南基金的 LP, 持股比例 8.99%。

表 1: 河南省和谐锦豫产业投资基金(有限合伙)股东信息

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资(万元)	持股比例
河南省现代服务业产业投资基金有限公司	有限合伙人	165000	24.72%
昆仑智云(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	100000	14.98%
北京和谐腾飞投资中心(有限合伙)	有限合伙人	100000	14.98%
宁波梅山保税港区昱驰股权投资合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	93300	13.98%
珠海歌斐玉尧股权投资基金(有限合伙)	有限合伙人	76500	11.46%
西藏锦兴创业投资管理有限公司	有限合伙人	60000	8.99%
中原豫资投资控股集团有限公司	有限合伙人	50000	7.49%
苏州工业园区国创开元二期投资中心(有限合伙)	有限合伙人	20000	3%
招商财富资产管理有限公司	有限合伙人	2425	0.36%
西藏锦仁创业投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.01%
西藏昱驰创业投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.01%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

- 2) **义乌和谐锦弘股权投资合伙企业(有限合伙)**(简称“义乌基金”), 投资规模为 108.02 亿元, 投资方向主要是先进制造, 芯片、半导体等高端科技方面的先进制造。四川双马通过子公司西藏锦凌作为义乌基金的 GP, 通过西藏锦旭出资 10.8 亿元作为义乌基金的 LP, 持股比例 10%。

表 2: 义乌和谐锦弘股权投资合伙企业(有限合伙)股东信息

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资(万元)	持股比例
义乌市金融控股公司	有限合伙人	320000	29.62%
天津市河海产业基金合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	300000	27.77%
西藏锦旭创业投资管理公司	有限合伙人	108000	10%
杭州璞致资产管理有限公司	有限合伙人	100000	9.26%
张家港市悦丰金创投资有限公司	有限合伙人	100000	9.26%
珠海华金同达股权投资基金合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	30000	2.78%
珠海华发实体产业投资控股有限公司	有限合伙人	30000	2.78%
珠海华实创业实体产业发展投资基金(有限合伙)	有限合伙人	20700	1.92%
珠海华金阿尔法丝毫股权投资基金合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	20000	1.85%
北京航锦睿盈投资发展有限公司	有限合伙人	20000	1.85%
宁波梅山保税港区亿盈投资中心(有限合伙)	有限合伙人	12000	1.11%
上海临港智兆股权投资基金合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	10000	0.93%
珠海华金丰盈十号股权投资基金合伙企业(有限合伙)	有限合伙人	9300	0.86%
义务睿腾投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.01%
西藏锦凌创业投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.01%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

- 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”), 主要投资新能源、电池、电动车方向。四川双马通过子公司出资 3.2 亿元作为智慧出行基金的 LP, 持股比例 4.92%。

表 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)股东信息

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资 (万元)	持股比例
天津和谐擎宇投资管理合伙企业 (有限合伙)	普通合伙人	100	0.02%
鸿驰咨询顾问 (深圳) 有限公司	普通合伙人	100	0.02%
鸿富成科技 (天津) 有限公司	有限合伙人	100000	15.38%
天津国康信用增进有限公司	有限合伙人	102800	15.82%
天津市海河产业基金合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	19500	30.00%
吉林市励志远宜投资中心 (有限合伙)	有限合伙人	10000	1.54%
天津盛创投资有限公司	有限合伙人	65000	10.00%
湖南省新兴产业引导投资合伙企业 (有限合伙)	有限合伙人	100000	15.38%
西藏锦川创业投资管理有限公司	有限合伙人	32000	4.92%
天津泰达产业投资引导基金有限公司	有限合伙人	30000	4.62%
北京和谐恒源科技有限公司	有限合伙人	15000	2.31%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

- 4) 在直投方面, 公司投资了 SaaS 软件企业“慧算账”(隶属于北京公瑾科技有限公司的财税服务平台)以及教育板块的企业。

公司管理的两只基金的收益分配主要方式为:

- 1) **返还合伙人之累计实缴资本:** 100%返还截止到分配时点合伙人的累计实缴资本, 直至各合伙人收回其实缴资本;
- 2) **支付有限合伙人优先回报:** 在返还截止到分配时点所有合伙人的累计实缴资本之后, 100%向有限合伙人进行分配, 直至各有限合伙人之实缴资本实现 8%的年化单利;
- 3) **弥补普通合伙人回报:** 如在向有限合伙人支付优先回报后仍有余额, 则应 100%向普通合伙人支付, 直至普通合伙人本轮分配取得的金额合计达到优先回报/80% × 20%的金额;
- 4) **80/20 分配:** 以上分配之后的余额的 80%归于所有合伙人, 在所有合伙人之间按照其实缴资本比例进行分配, 20%归于普通合伙人。

普通合伙人根据以上 (3) 和 (4) 中“20%归于普通合伙人”的所得金额应按各普通合伙人实缴出资占普通合伙人实缴出资额之和的比例同时向两名普通合伙人进行分配。

目前, 公司私募股权投资业务的收入主要来自于管理费, 公司管理的两只基金规模超 170 亿, 故公司现可获得约 3.4 亿元/年的固定收入。我们判断, 未来随着投资项目进入退出阶段, 公司盈利将逐步释放。

3.2. 水泥业务：区域优势保障水泥业务稳步发展

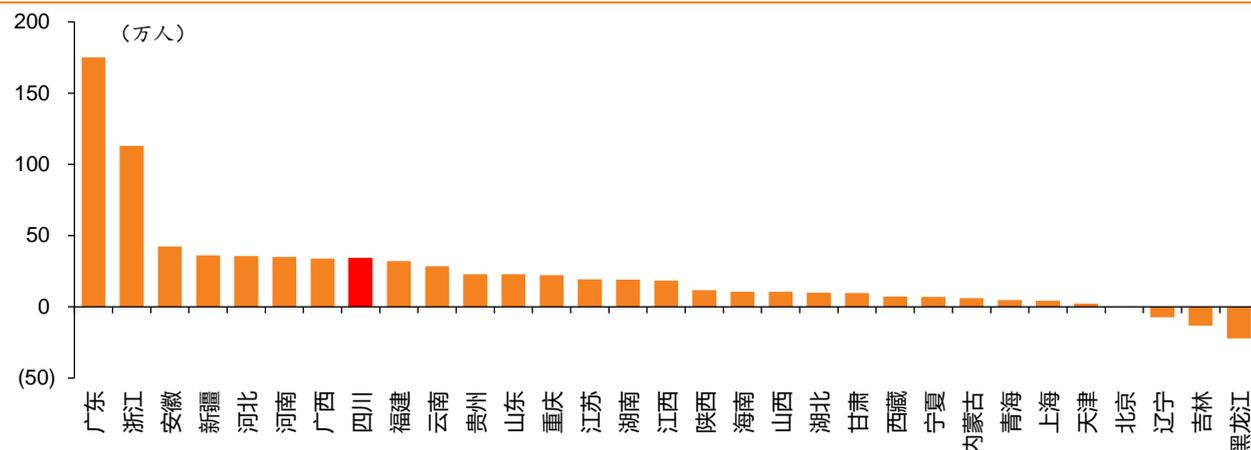
成渝双城经济圈建设有望加快，区域水泥需求增长可期。成渝地区双城经济圈位于长江上游，是我国西部地区发展水平最高、发展潜力较大的城镇化区域，是实施长江经济带和一带一路战略的重要组成部分。2011年，国家发展改革委正式印发《成渝经济区区域规划》，提出形成以重庆、成都为核心，沿江、沿线为发展带的“双核五带”空间格局，推动区域协调发展，2016年，国家发展改革委、住房和城乡建设部联合印发的《成渝城市群发展规划》明确，到2020年，成渝城市群要基本建成经济充满活力、生活品质优良、生态环境优美的国家级城市群；2030年，成渝城市群完成由国家级城市群向世界级城市群的跨越。2019年四川省城镇化率仅53.79%，在全国各省份中排24位，城镇化率仍有较大的提升空间，而城镇化的发展将带动区域房地产及配套基础设施建设需求增长，人均水泥产量有望提升；长期来看，水泥需求和人口流动较为密切，2019年四川省人口净流入34万人，排全国第八位，人口流入将进一步提振水泥需求，综上所述，我们认为未来川渝水泥需求仍有看点。

表 4：成渝发展相关政策

时间	部门	文件	内容
2011-05-01	发改委	《成渝经济区区域规划》	将成渝地区建成西部地区重要经济中心、现代化产业基地、统筹城乡发展试验区。
2011-06-08	国务院	《全国主体功能区规划》	1. 推进成渝等地区的重点开发，形成若干新的大城市群和区域性的城市群。 2. 成渝区域的功能定位是：全国统筹城乡发展的示范区，全国重要的高新技术产业、先进制造业和现代服务业基地，科技教育、商贸物流、金融中心和综合交通枢纽，西南地区科技创新基地。
2016-04-12	发改委、住房和城乡建设部	《成渝城市群发展规划》	1. 培育发展成渝城市群，建设引领西部开发开放的国家级城市群，打造成渝发展主轴。 3. 壮大装备制造产业集群；培育战略性新兴产业集群； 4. 以长江上游航运中心和重庆、成都两大综合交通枢纽建设为核心，以高速铁路、城际铁路和高速公路为骨干，构建综合交通运输网络。
2019-03-31	发改委	《2019年新型城镇化建设重点任务》	有序实施城市群发展规划。加快京津冀协同发展、长江三角洲区域一体化发展、粤港澳大湾区建设。扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估，研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极。
2020-10-01	国务院	《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	推动成渝地区双城经济圈建设，突出重庆、成都两个中心城市的协同带动，使成渝地区成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、带动全国高质量发展的重要增长极和新的动力源。
2020-10-29	国务院	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	推进成渝地区双城经济圈建设
2021-02-24	国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	1. 建设面向世界的京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈 4 大国际性综合交通枢纽集群，在上述重点城市群率先建成城际铁路网。 2. 加快构建 6 条主轴和 7 条走廊，加强京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈 4 极的辐射作用。
2021-06-07	交通部	《成渝地区双城经济圈综合交通运输发展规划》	到 2025 年，基本建成“轨道上的双城经济圈”，一体衔接联通设施网络总体形成，对外运输大通道、城际交通主骨架、都市圈通勤网基本完善，世界级机场群航线网络通达全球。

资料来源：发改委、交通部、中国政府网，天风证券研究所

图 18：2019 年全国各省份人口净增长情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

宜宾市交通基础设施建设将进一步提振水泥需求。公司水泥业务主要覆盖以宜宾市为中心的四川省南部以及周边地区。十四五期间，四川省宜宾市基建投资仍有较大潜力。根据《宜宾市十四五交通规划》发布的信息，宜宾市计划到 2025 年，基本建成全国性综合交通枢纽、现代化交通强市，规划建设四条高铁、六条普铁，一条山地轨道线，铁路网总里程 900 公里，较十三五增长 33 公里，规划建设 6 条高速公路，新增里程 264 公里，较十三五增长 37 公里；规划建设 5 条普通国道、13 条普通省道、12 条拟调整省道，新建普通国道 630 公里，普通省道 1770 公里；规划建设四个港口和 11 个作业区，5 个通用机场，2020 年宜宾市基建投资同比增速达 21%，增速环比增长 6pct，我们预计十四五期间在城市交通建设带动下，基建投资有望继续保持较快增长，水泥下游需求具有一定支撑。

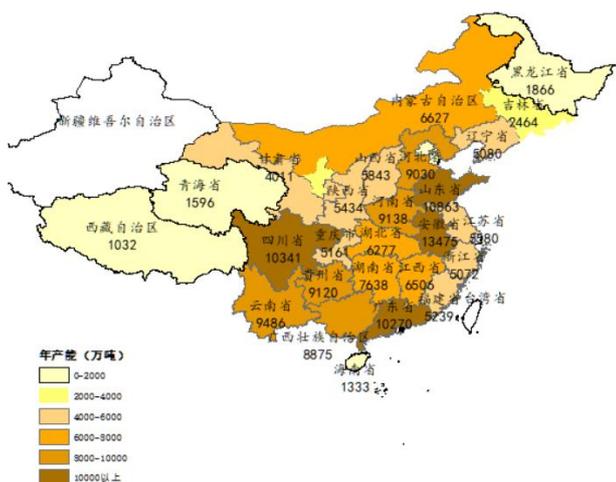
表 5：宜宾市十四五交通规划及变化

	十三五规划目标	十三五规划新增	十三五未完成量	十三五实际新增量	十四五规划新增
铁路总规模 (公里)	847	424	867	434	900
高速公路总里程 (公里)	734	227	628	119	264
公路项目投资 (亿元)			566		
国省干线 (公里)		1942		1997	2400
国道 (公里)		620		787	630
省道 (公里)		1322		1210	1770
农村公路网 (公里)	8700		6798		9429
航空客运吞吐量 (万)	达到 100				达到 300 万
机场 (个)	达到 1		1		达到 5 个
港口个数 (个)					达到 11 个

资料来源：宜宾市交通局、天风证券研究所

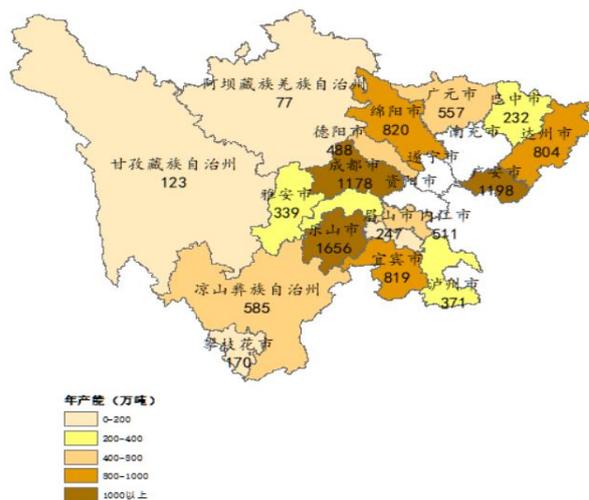
宜宾市水泥产能居四川省第四位。根据卓创资讯数据，截至 2020 年底，四川省共有水泥熟料产能 10341 万吨，产能主要分布在中西部地区，其中宜宾市共 7 条熟料生产线，合计产能 819 万吨，占比 7.9%，低于乐山、成都、广安，与绵阳基本同列全省第四位。

图 19：2020 年全国熟料产能分布



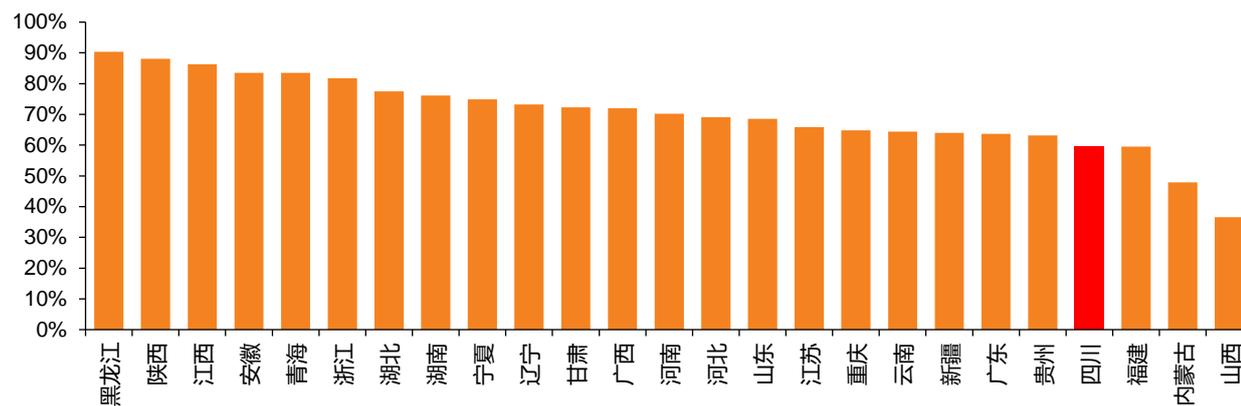
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 20：2020 年四川地区熟料产能分布



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 21：2020 年各省熟料产能前五企业市场占有率



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

水泥业务板块保持平稳增长。2020 年，公司出售遵义砺锋 100%股权后，公司水泥等建材业务市场集中于以宜宾市为中心的四川省南部并辐射周边。宜宾市位于川渝经济圈，具备良好的区域优势，为公司水泥业务提供了保障。同时，公司下属水泥业务子公司双马宜宾于地方政府盒子新建一条设计年产能 200 万吨的骨料生产线正在建设中，预计 2021 年投产，骨料业务收入将有所提升。

表 6：水泥板块业务预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
水泥	1342.57	979.01	873.35	972.32	1109.09
骨料	85.02	159.58	222.55	247.07	268.29
合计	1427.59	1138.59	1095.90	1219.39	1377.38
水泥毛利率	32.00%	26.10%	29.05%	27.58%	28.31%
骨料毛利率	62.10%	61.50%	61.8%	61.65%	61.73%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

私募股权基金业务板块有望快速增长。公司自 2017 年开展私募股权基金业务以来，该板块业务收入主要来源于固定的基金管理费。未来随着私募股权基金业务的不断发展，我们判断，公司将扩大基金管理规模，管理费收入也会随之增加，同时，随着管理的基金逐渐进入退出期，公司作为 GP 也会获得业绩报酬收入。

表 7：私募股权投资业务板块预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
管理费收入	375.00	333.00	454.38	590.69	767.90
业绩报酬收入	0.00	0.00	274.84	509.00	916.75
合计	375.00	333.00	729.22	1,099.69	1,684.65

资料来源：公司年报，天风证券研究所

综合公司营业收入、毛利率、投资收益及各项费用，我们预计，公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.09 亿元、14.73 亿元、21.87 亿元，同比分别增长+13.5%、+46.0%、+48.5%；EPS 分别为 1.32 元、1.93 元、2.87 元。

4.2. 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 32.92 元。由于公司水泥业务和私募股权基金业务所处行业差异较大，我们采用分部估值法：1) 水泥业务板块主要从事水泥、骨料的生产与销售，因此，我们选取华新水泥、海螺水泥作为可比公司，考虑到公司 2022 年骨料产能陆续释放，骨料毛利率远高于水泥，有望带动水泥业务板块盈利提升。给予 2022 年 6 × PE，对应估值为 18.6 亿元；2) 私募股权基金业务板块，我们选取作为鲁信创投、黑石集团、凯雷集团作为可比公司，给予 2022 年 20 × P/E，对应估值为 232.6 亿元。因此，整体给予公司 2022 年 251.2 亿元估值，对应目标价为 32.92 元。

表 8：四川双马分部估值

2022 年估值测算	水泥业务板块	私募股权投资业务板块
P/E	6	20
净利润（亿元）	3.1	11.63
估值（亿元）	18.6	232.6
合计估值		251.2
总股本（亿股）		7.63
对应股价（元）		32.92

资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：可比公司估值表（截止 7 月 27 日收盘价）

代码	公司	股价（元）	总市值（亿元）	PE（2022E）
000935.SZ	四川双马	17.10	130	17.0
水泥业务				
600585.SH	海螺水泥	35.52	1827	4.9
600801.SH	华新水泥	14.95	278	4.0
均值				4.46
私募股权投资业务				
600783.SH	鲁信创投	10.91	80	34.1
BX.N	黑石集团	114.21	781	11.9
CG.O	凯雷集团	46.86	166	8.4
均值				18.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 骨料产能扩张速度不及预期：**水泥板块方面，骨料产能扩张速度不及预期，跨市选择可比标的可能存在估值不准确。
- 私募股权投资收益不及预期：**私募股权投资受国内外宏观经济金融形势、经济运行周期、国内外资本市场环境变化、政策变化、疫情冲击等多种因素综合影响，投资收益不及预期。
- 大股东质押比例较高：**公司第一大股东和谐恒源质押了总股本的 20%，占其持股比例达 75%，若公司股价下跌导致质押方（券商、银行等）平仓卖出会导致流动性风险。
- 公司历史股价波动较大：**公司股价在近年波动较大，今年 6 月初至上周上涨约 55%，7 月初存在股价异动（连续 3 个交易日波动超 20%）。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	619.11	1,391.76	1,479.27	2,539.79	4,093.86
应收票据及应收账款	29.72	2.63	15.01	12.71	8.39
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	78.20	30.75	46.77	49.93	50.28
其他	527.77	260.14	257.82	285.59	324.08
流动资产合计	1,254.80	1,685.28	1,798.88	2,888.03	4,476.62
长期股权投资	1,075.74	2,176.63	2,376.63	2,576.63	2,776.63
固定资产	1,528.17	681.52	719.80	597.24	474.68
在建工程	10.53	45.42	0.00	0.00	0.00
无形资产	147.42	46.84	42.70	38.36	33.80
其他	836.49	881.37	1,489.89	1,571.57	1,661.57
非流动资产合计	3,598.34	3,831.78	4,629.02	4,783.81	4,946.68
资产总计	4,853.14	5,517.06	6,427.90	7,671.83	9,423.30
短期借款	0.00	39.39	60.00	70.00	80.00
应付票据及应付账款	313.71	126.99	175.11	196.81	196.48
其他	310.51	237.71	243.72	310.33	352.57
流动负债合计	624.22	404.08	478.83	577.14	629.05
长期借款	0.00	0.00	40.00	70.00	90.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.99	31.69	77.93	85.56	93.84
非流动负债合计	16.99	31.69	117.93	155.56	183.84
负债合计	641.20	435.77	596.76	732.70	812.89
少数股东权益	2.80	19.21	21.84	21.32	22.61
股本	763.44	763.44	763.44	763.44	763.44
资本公积	992.83	1,029.42	1,029.42	1,029.42	1,029.42
留存收益	2,452.87	3,269.21	4,016.43	5,124.95	6,794.93
其他	(2.51)	(0.94)	(0.94)	(0.94)	(0.94)
股东权益合计	4,211.94	5,081.29	5,830.20	6,938.19	8,609.47
负债和股东权益总计	4,853.14	5,517.06	6,427.90	7,671.83	9,423.30

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	728.68	888.75	785.74	1,138.00	1,745.97
折旧摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	78.13	64.43	130.62	131.04	131.49
投资损失	29.02	240.97	242.10	592.22	1,147.50
营运资金变动	123.17	(110.76)	(16.92)	22.99	(13.85)
其它	(2.31)	(0.43)	2.05	(0.40)	1.03
经营活动现金流	898.64	601.02	659.39	699.42	717.13
资本支出	(35.69)	(92.59)	(119.13)	(5.09)	(5.36)
长期投资	(478.74)	89.81	(197.72)	(198.66)	(199.65)
其他	18.79	182.02	(317.99)	525.29	1,075.55
投资活动现金流	(495.65)	179.25	(634.83)	321.54	870.54
债权融资	0.49	19.11	0.00	0.00	0.00
股权融资	(200.00)	39.39	8.61	(28.00)	(49.00)
其他	(1.72)	(73.73)	(159.52)	(233.75)	(357.74)
筹资活动现金流	(201.23)	(15.23)	(150.91)	(261.75)	(406.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	201.76	765.03	(126.35)	759.21	1,180.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,810.46	1,472.72	1,826.12	2,320.07	3,063.03
营业成本	954.12	785.28	704.66	798.95	897.77
营业税金及附加	21.51	15.65	22.58	26.97	35.35
营业费用	37.17	16.39	30.94	37.59	45.20
管理费用	68.80	102.84	237.40	324.81	459.45
研发费用	5.36	9.23	5.62	9.51	13.73
财务费用	(16.49)	(29.73)	(15.90)	(12.85)	(18.43)
资产减值损失	(0.00)	0.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.79	79.50	2.81	2.80	0.00
投资净收益	37.24	188.44	290.65	523.74	849.38
其他	43.11	28.89	43.33	51.94	67.12
营业利润	825.04	869.57	1,177.34	1,713.35	2,546.08
营业外收入	1.14	113.98	1.00	1.50	2.00
营业外支出	3.42	1.88	2.00	2.50	3.00
利润总额	822.76	981.68	1,176.34	1,712.35	2,545.08
所得税	96.38	93.35	164.69	239.73	356.31
净利润	726.37	888.33	1,011.66	1,472.62	2,188.77
少数股东损益	(2.31)	(0.43)	2.63	(0.52)	1.29
归属于母公司净利润	728.68	888.75	1,009.02	1,473.14	2,187.48
每股收益(元)	0.95	1.16	1.32	1.93	2.87

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-6.66%	-18.65%	24.00%	27.05%	32.02%
营业利润	-7.32%	-24.90%	51.83%	36.04%	43.60%
归属于母公司净利润	4.75%	21.97%	13.53%	46.00%	48.49%
获利能力					
毛利率	47.30%	46.68%	61.41%	65.56%	70.69%
净利率	40.25%	60.35%	55.25%	63.50%	71.42%
ROE	17.31%	17.56%	16.96%	20.67%	24.64%
ROIC	15.17%	9.60%	11.67%	13.22%	15.26%
偿债能力					
资产负债率	13.21%	7.90%	9.28%	9.55%	8.63%
净负债率	-17.81%	-28.00%	-24.10%	-34.36%	-44.68%
流动比率	2.01	4.17	3.76	5.00	7.12
速动比率	1.83	4.07	3.64	4.90	7.02
营运能力					
应收账款周转率	60.92	560.50	121.67	182.50	365.00
存货周转率	12.20	25.54	15.07	16.00	17.85
总资产周转率	0.37	0.27	0.28	0.30	0.33
每股指标(元)					
每股收益	0.95	1.16	1.32	1.93	2.87
每股经营现金流	1.18	0.79	1.20	1.50	1.95
每股净资产	5.51	6.63	7.79	9.34	11.63
估值比率					
市盈率	18.51	15.18	13.37	9.16	6.17
市净率	2.99	1.94	1.70	1.42	1.14
EV/EBITDA	14.93	13.91	9.15	6.16	3.56
EV/EBIT	16.54	15.55	10.60	6.88	3.85

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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