

四川双马 (000935)

证券研究报告

2021年08月30日

扣非后净利润同比+41%，看好私募股权投资业务发力！

扣非后利润高增，利润增速较低系去年一次性收益拖累。

2021年上半年，公司实现营业收入5.4亿，同比-34.7%；实现归母净利润4.6亿，同比+19.6%，其中Q2单季2.55亿，同比+1.7%，Q2增速较低主要源于去年同期非经常性损益较高的影响。去年同期，公司出售水泥资产取得的处置收益959万（今年同期计提资产减值冲销-1.6万）；此外，去年同期，公司受让和谐锦弘1.85%份额，投资成本小于可辨认净资产公允价值的差额4155万（今年同期无）。上半年，公司扣非后归母净利润4.51亿，同比+41.1%，Q2单季同比+26.5%至2.51亿。

分业务来看：

1) 水泥业务：建材板块收入3.97亿，同比-39%。其中，水泥业务收入同比-47%至3.04亿，主要源于去年下半年公司出售水泥资产，导致合并范围的营收相应减少所致；骨料业务收入同比+15%至0.87亿，主要源于今年投产一条年产能200万吨的骨料生产线，提升整体骨料产能至年产500万吨。今年1-4月，水泥需求较好，但5、6月受持续强降雨和大宗商品价格上涨影响，需求有所回落；上半年，水泥均价同比+2%。我们预计下半年水泥产量环比将提升，全年同比持平。骨料业务受益于地区内供需结构的优化，上半年整体供需平衡并逐渐呈现供不应求的局面，预计下半年价格有望整体企稳并有上涨潜力。

2) 私募股权投资业务：私募股权投资业务收入1.45亿，同比-18%，我们判断下滑主要源于去年管理费多收所致，后续有望恢复正常。业务毛利率同比-4.1pct至99.59%，主要源于H1新增利息费用支出5688万。公司旗下有和谐锦豫和和谐锦弘两支投资基金。其中和谐锦豫2021H1实现营业收入7.78亿，同比+93%；净利润7.34亿，同比+111%，公司实现权益法下确认的投资收益1.07亿。和谐锦弘2021H1实现营业收入-0.68亿，净利润-1.7亿，权益法下确认投资收益-0.17亿，我们判断负增主要源于对基金投资者的返还，且部分今年旗下项目未进行净值调整，该基金主要投资于半导体、新能源等方向，预计下半年利润有望释放。此外，上半年公司对旗下智慧出行股权投资基金增资2亿，实现公允价值变动收益2.14亿。

投资企业陆续上市，业绩报酬和自有资金投资收益有望体现。公司目前投资企业里有1家已上市，1家已过会，1家待上会：1) 屹唐半导体，持股2.5%，待过会；2) 翱捷科技，持股5.05%（IPO后），已过会待上市；3) 中微半导体，持股2.39%（2020年中），已上市。除以上公司外，四川双马的投资项目还包括：卫蓝新能源科技、蜂巢能源、重塑能源集团、时空电动、高景太阳能、数智星辰科技、格盛科技等40余家企业。我们判断，后续仍有公司可以实现二级市场上市。此前，由于项目处于成长期，公司利润表内基本仅有“管理费收入”，今年起，随着投资企业陆续上市，后续业绩报酬和自有资金投资收益将陆续体现。

投资建议：长期角度，我们看好公司在半导体、新能源等细分赛道的投资，并成为受益于“中国先进制造”发展的一级市场投资龙头；短期角度，看好公司业绩报酬随着项目上市释放，且后续管理费收入亦有望随着管理规模增长。我们预计公司2021-2023年的归母净利润分别为10.1亿元、14.73亿元、21.87亿元；同比增速分别为+13.5%、+46.0%、+48.5%。按照分部估值法（水泥业务6XPE、私募股权投资20XPE），给予公司2022年251.2亿元估值，继续维持“买入”评级。

风险提示：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

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.94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)	15,986.44
流通A股市值(百万元)	15,986.44
每股净资产(元)	7.05
资产负债率(%)	8.68
一年内最高/最低(元)	26.10/12.25

作者

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

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《四川双马-公司点评:投资项目上会在即，看好》2021-08-27
- 《四川双马-首次覆盖报告:双轮驱动，私募股权基金业务打开新成长空间》2021-07-28

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

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