

四川双马 (000935)

公司名称及主营业务变更, 将进一步打开发展空间

事件: 四川双马发布公告, 拟将公司名称从“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”。

公司名称变更+主营业务范围变更, 有望催化市场对于公司的认知变化。

为全面、准确地体现公司战略发展方向和经营业务, 公司拟变更公司名称, 将从“四川双马水泥股份有限公司”变为“四川和谐双马股份有限公司”。凸显公司的主营业务已发生变化。公司上市之初的主营业务为水泥的制造和销售, 随着经营业务的逐步发展, 公司已成为一家从事产业投资及管理 and 股权投资基金管理的上市公司。虽然营收角度水泥仍贡献主要部分, 但我们判断, 私募股权投资已成为公司利源贡献的主要来源, 考虑未来公司的业绩报酬将逐步释放, 主营业务收入结构也有望实现转型。我们认为, 此次变更将使得投资者更好地理解公司发展情况, 对估值有正向提升效应。

主营业务范围发生变化, 将进一步打开公司的发展空间。公司经营范围从“水泥、水泥处理、技术服务”变为“企业总部管理; 技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广; 大数据服务; 人工智能应用软件开发; 智能控制系统集成; 建筑材料销售”。此次变更扩大企业经营范围, 为未来的创投管理、产投结合和产业综合发展进一步铺平道路。

底层新能源+半导体项目优质, 前期投资的企业正陆续上市。

目前公司投资企业里有 1 家已上市 (中微公司, 2020 年 6 月末持股 2.39%, 目前降至 1.58% 以下), 2 家已过会待上市 (屹唐股份, 持股 2.5%; 翱捷科技, 持股 5.61%); 1 家待上市 (捷氢科技, 11 月 25 日上汽集团公告拟分拆旗下捷氢科技单独至科创板上市)。除以上四家公司外, 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, 均为半导体、新能源等“先进制造”高度景气赛道、且处于快速发展期。我们判断, 后续仍有公司可以实现二级市场上市。

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。此前, 由于项目处于成长期, 公司的利润表内投资板块基本仅体现“管理费收入”(即按照 175 亿的管理规模, 每年收取 2% 管理费率), 今年起随着项目陆续上市, 我们判断, 二级市场退出股权后将为公司贡献利润增量。

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 年净利润为 10.09/14.73/21.87 亿元; 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 亿元目标市值, 对应目标价为 32.92 元, 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; 变更公司名称和经营范围的事项仍存在不确定性。

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)	25.75	21.11	18.60	12.74	8.58
市净率(P/B)	2.99	1.94	1.70	1.42	1.14
市销率(P/S)	10.36	12.74	10.28	8.09	6.13
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 (维持评级)
当前价格	24.58 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)	18,765.36
流通 A 股市值(百万元)	18,765.36
每股净资产(元)	7.30
资产负债率(%)	7.54
一年内最高/最低(元)	29.80/12.25

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: 聚源数据

相关报告

- 《四川双马-公司点评:捷氢科技拟上市, 看好“中国先进制造”一级龙头》 2021-11-28
- 《四川双马-公司点评:拟受让控股股东持有的优质 PE 基金的 LP 认缴出资额 (8.7 亿), 表明控股股东对 PE 业务的支持!》 2021-10-14
- 《四川双马-半年报点评:扣非后净利润同比+41%, 看好私募股权投资业务发力!》 2021-08-30

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	25.75	21.11	18.60	12.74	8.58
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