

## 四川双马 (000935)

# 2021 年报及 2022 一季报点评: 私募股权业务持续扩张, 抬升净利润稳定增长

买入 (维持)

2022 年 04 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

zhujiayu@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)       | 1,224   | 1,479  | 1,640  | 1,786  |
| 同比                | -16.90% | 20.82% | 10.89% | 8.91%  |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 989     | 1,441  | 1,996  | 2,289  |
| 同比                | 11.25   | 45.77% | 38.49% | 14.68% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.30    | 1.89   | 2.61   | 3.00   |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 13.53   | 9.28   | 6.70   | 5.84   |

事件: 公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报, 2021 年及 2022 年一季度分别实现营业收入 12.2/2.8 亿元, 同比-16.9%/+14.8%; 归母净利润分别为 9.9/2.7 亿元, 分别同比+11.2%/+30.3%; 扣除非经常性损益的净利润分别为 9.8/2.6 亿元, 分别同比+58.7%/+28.8%。

### 投资要点

- **私募股权业务持续扩张: 1) 管理费收入基本符合预期, 智能化平台搭建将提升私募股权业务效率:** 2021 年公司私募股权业务分部收入同比-11.93%至 2.9 亿元, 该项收入主要为公司私募股权业务管理费收入, 但因公司同期私募股权业务管理费用 (成本端) 同比+19.9%至 1.2 亿元, 导致管理费收入 (收入端) 有所波动。管理费用增长主要系公司为提高投资研究环节的信息获取效率及募投管退环节的数字化决策水平, 投入搭建智能投资管理平台, 研发费用同比+265.6%至 0.34 亿元, 同时研发人员数量增长为 32 人 (2020 年: 12 人)。2) **投资收益、公允价值变动收益正反馈, 抬升私募股权业务总收入:** 2021 年私募股权业务总收入 (含私募股权投资管理费及业绩报酬、投资净收益及公允价值变动净收益) 同比+65.1%至 9.9 亿元。①2021 年及 2022Q1 公司投资收益分别同比+30.6%/+8435%至 3.5/4.2 亿元, 投资收益增长主要系联营公司盈利: 公司持有长期股权投资之被投资单位向四川双马转移资金的能力未受到限制, 并对私募股权投资基金和谐锦豫、和谐锦弘及直投公司和谐汇一等采用权益法核算。2021 及 2022Q1 对联营和合营企业的投资收益分别同比+748%/+2985%至 3.4/1.5 亿元, ②2021 年及 2022Q1 公司公允价值变动损益分别同比+30.7%/-233.3%, 收益 3.5 亿元/亏损 1.8 亿元; 2021 年公司公允价值变动损益增长主要系公司保本浮动收益型结构性存款增加, 导致交易性金融资产占比总资产较 2021 年初增加 5.69pct; 2022Q1 该项亏损主要系子公司金融资产变动。3) **长期股权投资稳定增长, 私募股权业务规模有序扩张:** 截至 2021 年末, 公司长期股权投资占比总资产较 2021 年初提升 11pct 至 50.5%, 长期股权投资金额达 32.7 亿元, 主要系公司持有天津瑾育可转债全额转股及联营公司盈利增加。
- **建材生产业务持续缩减:** 公司建材生产制造企业业务的产品包括水泥、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、乡村振兴相关建设等项目; 但公司建材生产业务逐步出清, 2021 年公司水泥业务分部收入同比-18.3%至 9.3 亿元, 占营收比重由 2020 年的 77.3%下降至 76.0%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为四川双马的建材生产业务将维持稳定的盈利, 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。我们上调 2022-2023 年公司归母净利润分别为 14.41/19.96 亿元, 前值为 14.35/19.78 亿元, 我们预测 2024 年归母净利润为 22.89 亿元, 分别对应 9.28/6.70/5.84 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)        | 17.52       |
| 一年最低/最高价      | 12.56/27.20 |
| 市净率(倍)        | 2.19        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13,375.47   |
| 总市值(百万元)      | 13,375.47   |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 8.02   |
| 资产负债率(% ,LF) | 7.87   |
| 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): 收益稳步兑现, 看好公司长期发展》  
2022-03-17
- 《四川双马(000935): 四川双马: 专注中国科技制造, 掘金私募股权黄金时代》  
2022-01-10

## 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 | 2,522 | 4,174 | 6,117  | <b>营业总收入</b>    | 1,224  | 1,479 | 1,640  | 1,786  |
| 货币资金及交易性金融资产   | 1,142 | 2,310 | 3,954 | 5,881  | 营业成本(含金融类)      | 630    | 618   | 615    | 619    |
| 经营性应收款项        | 58    | 87    | 96    | 103    | 税金及附加           | 11     | 14    | 16     | 17     |
| 存货             | 64    | 42    | 34    | 34     | 销售费用            | 19     | 21    | 24     | 26     |
| 合同资产           | 0     | 0     | 0     | 0      | 管理费用            | 123    | 163   | 180    | 196    |
| 其他流动资产         | 60    | 82    | 91    | 99     | 研发费用            | 34     | 16    | 18     | 19     |
| <b>非流动资产</b>   | 5,166 | 4,885 | 5,138 | 5,393  | 财务费用            | -28    | -33   | -37    | -40    |
| 长期股权投资         | 3,274 | 3,601 | 3,801 | 4,001  | 加:其他收益          | 17     | 18    | 20     | 21     |
| 固定资产及使用权资产     | 775   | 821   | 869   | 917    | 投资净收益           | 349    | 725   | 982    | 979    |
| 在建工程           | 0     | 0     | 0     | 0      | 公允价值变动          | 351    | 235   | 471    | 685    |
| 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     | 4     | 5     | 6      | <b>营业利润</b>     | 1,149  | 1,658 | 2,296  | 2,634  |
| 其他非流动资产        | 1,021 | 360   | 360   | 360    | 营业外净收支          | -9     | 0     | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 6,490 | 7,407 | 9,312 | 11,510 | <b>利润总额</b>     | 1,140  | 1,658 | 2,296  | 2,634  |
| <b>流动负债</b>    | 400   | 275   | 275   | 278    | 减:所得税           | 155    | 221   | 305    | 350    |
| 短期借款及一年内到期的非流动 | 30    | 24    | 24    | 24     | <b>净利润</b>      | 985    | 1,438 | 1,991  | 2,283  |
| 经营性应付款项        | 148   | 118   | 118   | 119    | 减:少数股东损益        | -3     | -4    | -5     | -6     |
| 合同负债           | 116   | 49    | 49    | 50     | <b>归属母公司净利润</b> | 989    | 1,441 | 1,996  | 2,289  |
| 其他流动负债         | 106   | 82    | 83    | 85     |                 |        |       |        |        |
| <b>非流动负债</b>   | 153   | 4     | 8     | 10     | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.30   | 1.89  | 2.61   | 3.00   |
| 长期借款           | 0     | 2     | 4     | 6      |                 |        |       |        |        |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0      | <b>EBIT</b>     | 406    | 647   | 787    | 908    |
| 租赁负债           | 12    | 2     | 4     | 4      | <b>EBITDA</b>   | 459    | 720   | 864    | 990    |
| 其他非流动负债        | 141   | 0     | 0     | 0      |                 |        |       |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 553   | 279   | 283   | 288    | 毛利率(%)          | 48.52  | 58.22 | 62.49  | 65.34  |
| 归属母公司股东权益      | 5,917 | 7,081 | 8,987 | 11,186 | 归母净利率(%)        | 80.79  | 97.47 | 121.74 | 128.19 |
| 少数股东权益         | 20    | 47    | 42    | 36     |                 |        |       |        |        |
| <b>所有者权益合计</b> | 5,937 | 7,128 | 9,029 | 11,222 | 收入增长率(%)        | -16.90 | 20.82 | 10.89  | 8.91   |
| <b>负债和股东权益</b> | 6,490 | 7,407 | 9,312 | 11,510 | 归母净利润增长率(%)     | 11.25  | 45.77 | 38.49  | 14.68  |

  

| 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   | 268   | 607   | 687   | 每股净资产(元)       | 7.75  | 9.28  | 11.77 | 14.65 |
| 投资活动现金流    | -988  | 295   | 1,022 | 1,228 | 最新发行在外股份(百万股)  | 763   | 763   | 763   | 763   |
| 筹资活动现金流    | -167  | -95   | -86   | -88   | ROIC(%)        | 6.33  | 8.53  | 8.41  | 7.75  |
| 现金净增加额     | -713  | 469   | 1,543 | 1,827 | ROE-摊薄(%)      | 16.71 | 20.35 | 22.21 | 20.46 |
| 折旧和摊销      | 52    | 73    | 77    | 82    | 资产负债率(%)       | 8.53  | 3.76  | 3.04  | 2.50  |
| 资本开支       | -101  | -125  | -130  | -135  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 13.53 | 9.28  | 6.70  | 5.84  |
| 营运资本变动     | -15   | -104  | 0     | -7    | P/B(现价)        | 2.26  | 1.89  | 1.49  | 1.20  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所(数据截至2022年4月29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>

