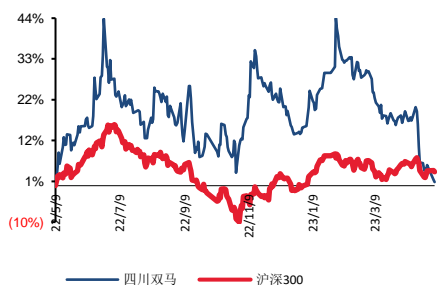


建筑材料 水泥

四川双马 22&23Q1 点评: 关注超额收益计提带动净利润增长机会

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	763/763
总市值/流通(百万元)	14,055/14,055
12 个月最高/最低(元)	26.21/18.41

相关研究报告:

《中国人寿 2023Q1 点评: NBV 实现由负转正, 投资收益同比提升》-- 2023/05/02

《中国人保 2023Q1 点评: 新准则下净利高增, 财险 COR 同比改善》-- 2023/05/01

《海德股份年报点评: 主业稳定扩张, 个贷不良初试锋芒》-- 2023/04/28

证券分析师: 夏聿印

电话: 18600332068

E-MAIL: xiami@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523030003

事件: 四川双马发布 2022 年年报与 2023Q1 季报显示, 2022 年公司实现营收 12.20 亿元, 同比-0.35%; 实现归母净利润 8.25 亿元, 同比-16.52%。2023Q1 公司实现营收 2.33 亿元, 同比-17.62%; 实现归母净利润 2.12 亿, 同比-20%; 扣除非经常性损益后公司归母净利润为 2.07 亿元, 同比+226.70%。

点评:

逾 8 亿 Carry 未计提, 所投项目上市有望带动利润高增。超额收益方面, 公司基于企业会计准则, 未在 2022 年财报中计提和谐锦弘及和谐锦豫基金预计取得的超额业绩报酬逾 8 亿元, 若 2022 年计提全部 Carry, 则对应归母净利润为 16.46 亿元, 同比+66.44%。2022 年, 和谐锦豫实现净利润 14.93 亿元, 同比-15.81%; 和谐锦弘实现净利润 52.62 亿元, 同比+305.31%。2022 年公司多个待 IPO 项目延期上市, 而随着注册制落地, 在投资项目逐步上市与退出加速, 且和谐锦弘、和谐锦豫项目已逐步进入集中退出期, 预计 2023 年起公司将开始计提 Carry, 且 Carry 有望高增带动净利润大幅增长。

图表 1: 公司在投项目持股比例与上市进程情况

基金名称	项目名称	持股比例	上市进程
和谐锦弘	中微公司	2.50%	2019 年 7 月 22 日已上市
和谐锦弘	翱捷科技	5.05%	2022 年 1 月 14 日已上市
和谐锦弘	屹唐半导体	2.50%	2021 年 8 月 30 日科创板 IPO 申报已过会, 2022 年 2 月 15 日上交所恢复屹唐股份科创板 IPO 发行上市审核。
和谐锦弘	捷氢科技	0.73%	2023 年 3 月 31 日因捷氢科技发行上市申请文件中记载的财务资料已过有效期需要补充提交, 上交所中止其发行上市审核。
和谐锦弘	蜂巢能源	1.65%	2023 年 3 月 31 日因捷氢科技发行上市申请文件中记载的财务资料已过有效期需要补充提交, 上交所中止其发行上市审核。4 月 25 日公司已经向上海证券交易所补交了 2022 年最新财务资料。
和谐锦弘	古瑞瓦特	1.74%	2023 年 3 月 20 日公司已递交招股书, 并获得港交所受理
和谐锦豫	致欧科技	2.49%	2023 年 4 月 18 日创业板 IPO 已获准注册

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

项目退出致管理费下滑, 二期基金运行未来可期。管理费方面, 2022 年公司私募股权业务实现营收 2.73 亿元, 同比-6.92%, 是总营收下滑的主因, 主要是公司私募项目逐步退出, 在管基金规模减少, 管理费下降。其中, 和谐锦豫管理费为 0.85 亿元, 同比-3.65%; 和谐锦弘管理费 1.85 亿元, 同比-9.03%。随着公司二期基金和谐绿色产业

基金已获多家 LP 参与认缴合计 14 亿元，认缴总额已达到 46.5 亿元。公司将从 2023 年起收取管理费，按目标认缴总额 75 亿元、管理费率 2% 计算，和谐绿色产业基金管理费将达到 1.5 亿元左右，公司管理费收入有望实现大幅增长。

在管基金跟投收益高增长，第三方基金收益实现由负转正。跟投收益方面，2022 年公司实现对联营企业和合营企业的投资收益 6.26 亿元，同比+83.66%，主要为公司跟投和谐锦弘及和谐锦豫基金取得的收益，其中和谐锦豫贡献 2.19 亿元，同比-15.89%；和谐锦弘贡献 4.42 亿元，同比+241.50%。2023Q1 公司实现对联营企业和合营企业的投资收益 1.60 亿元，同比+4.98%。

其他基金投资方面，2022 年公司公允价值变动损益-2.99 亿元，同比-185.25%，主要由公司投资的智慧出行基金（持有比例 4.92%）收益大幅下滑所致。2022 年，公司对智慧出行基金投资产生的公允价值变动损失为 3.07 亿元。2023Q1 公司公允价值变动损益 0.33 亿元，相比于去年同期-1.84 亿元由负转正，或因公司投资的智慧出行基金业绩逐渐企稳所致。

建材业务业绩稳定，持续贡献稳定现金流。2022 年公司建材业务实现营收 9.46 亿元，同比+1.73%，营收占比 77.61%。子公司宜宾水泥实现净利润 1.76 亿元，同比-24.53%。随着国内经济复苏，川渝地区基础建设增加，建材业务有望继续为公司贡献稳定现金流。

低基数下 23Q1 扣非净利润大增，市场波动影响公司业绩。受 22Q1 公司对慧算账的股权投资的会计核算方式从权益法核算转为按公允价值计量，将该项投资收益计入非经常性损益，因此 22Q1 扣除非经常性损益后归母净利润仅为 0.63 亿元，致使 23Q1 扣除非经常性损益后归母净利润大幅增长。23Q1 公司实现投资收益 1.61 亿元，同比-61.33%；公允价值变动损益 0.33 亿元，由负转正，主要是公司超额业绩报酬没有在报表中体现，叠加已投资的项目受资本市场波动影响所致。

经济复苏、产业升级为私募股权投资提供新机遇。随着注册制落地，私募股权行业将更加规范化和透明化，推动行业向着更加专业化和稳健的方向发展。相对于其他金融产品，私募股权投资更注重投资价值的挖掘，以及企业的经营管理和战略规划等方面的支持，这使得私募股权行业在长期稳健的资产配置上拥有不可替代的优势，有望领跑整个多元金融领域。2023 年经济复苏、产业升级、科技创新等因素将为私募股权投资提供更多的投资机会和价值创造空间，产业升级背景下私募股权行业将继续发挥重要作用。2023 年长端利率波动有限，私募股权行业的融资成本相对可控，伴随货币政策维持稳健宽松格局将增加市场流动性，私募股权投资的退出难度或将下降，同时提高投资收益。

盈利预测与投资建议：公司有望持续受益于全面注册制带来的退出渠道的进一步畅通，实现“募投管退”的正向循环，投资收益有望

得到更快释放。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.33/2.61/2.87 元，对应 2023 年 PE 为 7.87x，予以“买入”评级。

风险提示：宏观经济恢复不及预期、投资项目上市进程延后、监管政策收紧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1219.59	1844.49	1999.78	2124.08
(+/-%)	-0.34%	51.24%	8.42%	6.22%
净利润(百万元)	825.47	1781.99	1993.16	2193.74
(+/-%)	-16.23%	115.88%	11.85%	10.06%
摊薄每股收益(元)	1.08	2.33	2.61	2.87
市盈率(PE)	16.98	7.87	7.03	6.39

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。