

## 新产品超募将继续扩大管理规模，自营投资或将承压

### 核心观点

- **2024 年老产品投资收益及业绩报酬将继续实现，公司加速向金融业务转型。** 1) 公司 2023 年从和谐锦弘及和谐锦豫投资组合实现权益法下确认的投资收益共 3.6 亿，2022 年为 6.6 亿，同比下降 45.5%。基于截至 2023 年底投资组合的公允价值，公司共产生投资收益约 16.31 亿元，首次确认超额业绩报酬 1.33 亿元。按照两只基金最长存续期限届满时分配收益计算，公司预计取得超额业绩报酬逾 11 亿元人民币。由于两只管理的基金的公允价值存在向下波动的可能性，该超额业绩报酬根据相关会计准则在公司 2023 年财报中未确认，随着已投资项目业绩的稳定增长及退出项目的增加，该部分业绩报酬有望于 2024 年及之后继续实现。2) 2023 年私募股权管理业务总收入为 4.66 亿元，同比增长 70.5%；占总业务收入 38.2%，达到历史新高（2022 年占总业务收入为 22.4%），未来受环保管控影响，水泥、骨料等建材业务营收及利润将进一步被压缩，公司将进一步加快发展私募投资业务。
- **新产品完成超募将进一步扩大管理规模，公司自营投资或将承压。** 1) 公司 2023 年管理费收入同比增长 21.59%，主因是和谐绿色产业基金募集扩大了管理规模，截至 23 年底，合伙企业的认缴总额为人民币 86.50 亿元，超出原定目标认缴总额 75 亿元。截至 2024 年 8 月，和谐绿色产业基金已募集完毕，认缴出资额合计 105 亿元，管理规模得到进一步扩大，未来管理费或将进一步稳定增长。2) 受资本市场波动影响，2024 年一季度公司总投资收入为-0.98 亿元，净利润为 0.08 亿元，半年业绩预告显示净利润大约在 1 亿元左右，均远小于去年同期值，因此公司 2024 年整体投资收入预计将明显降低。3) 截至 2024 年 7 月，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购 622 万股，占公司总股本的 0.81%，回购彰显公司对股价信心，未来将进一步稳健经营。

### 盈利预测与投资建议

- 受到已投资项目公允价值与投资收益的波动、建材业务需求整体疲软等影响，将 24-25EPS 预测由 2.62/3.55 元下调至 0.63/0.80 元，新增 26 年预测 0.97 元。采用分部估值法，1) 建材：参考可比公司估值，给予 24 年 11.0xPE，对应目标价值 6.11 亿元；2) 私募：参考可比公司估值，给予 24 年 21.0xPE，对应目标价值 89.12 亿元。合并目标价值 95.23 亿元，下调目标价至 12.47 元，维持公司买入评级。

### 风险提示

- 业绩报酬不及预期，投资收益/公允价值变动或将明显下跌，估值下滑风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,220	1,219	1,158	1,328	1,432
同比增长(%)	-0.3%	-0.0%	-5.0%	14.7%	7.8%
营业利润(百万元)	937	1,136	550	701	850
同比增长(%)	-18.5%	21.3%	-51.6%	27.5%	21.2%
归属母公司净利润(百万元)	825	985	480	614	741
同比增长(%)	-16.5%	19.4%	-51.3%	27.9%	20.8%
每股收益(元)	1.08	1.29	0.63	0.80	0.97
毛利率(%)	42.0%	50.8%	49.6%	53.9%	57.2%
净利率(%)	67.7%	80.8%	41.4%	46.2%	51.8%
净资产收益率(%)	13.3%	14.1%	6.3%	7.7%	8.7%
市盈率	9.7	8.1	16.6	13.0	10.7
市净率	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月22日）	10.43 元
目标价格	12.47 元
52 周最高价/最低价	18.52/10.34 元
总股本/流通 A 股（万股）	76,344/76,344
A 股市值（百万元）	7,963
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2024 年 08 月 23 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.99	-11.54	-27.94	-37.24
相对表现%	-8.13	-5.8	-17.86	-25.4
沪深 300%	-0.86	-5.74	-10.08	-11.84



### 证券分析师

王晶 021-63325888\*6072  
wangjing@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860510120030

### 相关报告

新产品有望于年内完成募集，投资收益/业绩报酬或于年内加速释放：——四川双马 2023-08-26  
2023 年业绩前瞻  
1H 直投贡献最大业绩增量，2H 重点关注 2022-08-25  
新产品落地及业绩报酬释放：——四川双马 1H2022 业绩点评

由于公司同时拥有建材与私募股权投资管理两个业务板块，且彼此之间并不存在内部协同与业务关系，因此我们采取分部估值法对公司进行估值。

#### 1) 建材分部

采用可比公司估值法，参考指标为市盈率。我们选取 A 股来自于不同地区的具有较强代表性的水泥骨料标的华新水泥、祁连山、海螺水泥、塔牌集团、冀东水泥作为可比公司，其调整后平均 2024PE 为 11.0x。参考可比公司估值，我们给予公司建材分部 2024 年 11.0xPE（我们预计 2024 年公司建材分部实现净利润 0.56 亿元），对应分部价值 6.11 亿元。

表 1：公司建材分部可比公司估值表（2024/8/22）

代码	可比公司	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2024/8/22	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600801.SH	华新水泥	11.45	1.33	1.41	1.64	8.61	8.12	6.98
600720.SH	祁连山	8.35	0.86	0.90	0.98	9.71	9.28	8.52
600585.SH	海螺水泥	21.26	1.97	1.74	1.95	10.79	12.22	10.90
002233.SZ	塔牌集团	6.75	0.62	0.56	0.64	10.89	12.05	10.55
000401.SZ	冀东水泥	4.29	-0.56	0.10	0.23	-7.66	42.90	18.65
	<b>调整后平均</b>					<b>10.00</b>	<b>11.00</b>	<b>10.00</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

#### 2) 私募股权投资管理分部

同样采用可比公司估值法，参考指标为市盈率。考虑到 A 股没有可比的 PE 投资管理可比标的，因此我们选取美股中最具代表性的典型头部 PE 投资管理标的黑石集团（Blackstone）、KKR & Co、普信金融、阿波罗全球、阿瑞斯管理有限合伙、凯雷投资作为可比公司，其调整后平均 2024PE 为 21.0x。参考可比公司估值，我们给予公司 PE 投资管理分部 2024 年 21.0xPE（我们预计 2024 年公司私募股权投资管理分部实现净利润 4.24 亿元），对应分部价值 89.12 亿元。

表 2：公司私募股权投资管理分部分部可比公司估值表（2024/8/22）

代码	可比公司	最新价格(美元)	每股收益(美元)			市盈率		
		2024/8/22	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
BX.N	黑石集团	134.79	3.95	4.54	5.94	34.12	29.69	22.69
KKR.N	KKR & Co	118.73	3.42	4.65	6.15	34.72	25.53	19.31
TROW.O	普信金融	109.23	7.59	9.04	9.05	14.39	12.08	12.07
APO.N	阿波罗全球	108.47	6.74	7.01	8.56	16.09	15.47	12.67
ARES.N	阿瑞斯管理	143.50	3.65	4.15	5.80	39.32	34.58	24.74
CG.O	凯雷投资	39.65	3.24	3.77	4.38	12.24	10.52	9.05
	<b>调整后平均</b>					<b>25.00</b>	<b>21.00</b>	<b>17.00</b>

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

我们合并建材分部与私募股权投资管理分部价值，最终得出公司 2024 年的目标价值为 95.23 元，对应目标价 12.47 元，维持公司买入评级。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 3：公司分部估值汇总表**

指标	数据	备注说明
<b>1.建材分部估值</b>		
分部目标估值	11.00	可比公司调整后平均 24PE 为 11.0x，剔除最高值与最低值
24 年分部净利润	0.56	利润预测拆分，单位：亿元
分部目标价值	6.11	估值参考指标为 PE，单位：亿元
<b>2.PE 管理分部估值</b>		
分部目标估值	21.00	可比公司调整后平均 24PE 为 21.0x，剔除最高值与最低值
24 年分部净利润	4.24	利润预测拆分，单位：亿元
分部目标价值	89.12	估值参考指标为 PE，单位：亿元
<b>3.总目标价值</b>		
公司目标市值	95.23	两分部目标价值合并计算
目标价格	12.47	单位：元

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 1) 新产品业绩报酬回报不及预期。
- 2) PE 管理收入不及预期、投资收益/公允价值变动或将明显下跌。
- 3) 私募股权管理业绩增速不及预期，导致估值下滑风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	582	466	672	770	830	营业收入	1,220	1,219	1,158	1,328	1,432
应收票据、账款及款项融资	88	82	75	86	92	营业成本	707	600	583	613	613
预付账款	6	6	8	9	10	销售费用	16	7	13	14	13
存货	43	52	48	51	51	管理费用	118	121	127	133	140
其他	125	970	1,069	1,389	1,803	研发费用	46	21	23	25	26
<b>流动资产合计</b>	<b>845</b>	<b>1,575</b>	<b>1,872</b>	<b>2,305</b>	<b>2,787</b>	财务费用	(0)	(1)	15	52	90
长期股权投资	3,966	4,224	5,106	6,128	7,353	资产、信用减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	766	732	743	718	687	公允价值变动收益	(299)	267	53	80	120
在建工程	4	30	0	0	0	投资净收益	895	369	78	112	166
无形资产	91	85	86	86	85	其他	9	29	22	17	14
其他	1,538	1,548	1,626	1,706	1,789	<b>营业利润</b>	<b>937</b>	<b>1,136</b>	<b>550</b>	<b>701</b>	<b>850</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,366</b>	<b>6,619</b>	<b>7,561</b>	<b>8,637</b>	<b>9,915</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,211</b>	<b>8,195</b>	<b>9,434</b>	<b>10,942</b>	<b>12,702</b>	营业外支出	8	7	7	7	7
短期借款	43	10	1,049	1,983	3,065	<b>利润总额</b>	<b>929</b>	<b>1,130</b>	<b>543</b>	<b>694</b>	<b>843</b>
应付票据及应付账款	256	198	172	175	179	所得税	106	147	64	82	104
其他	183	226	174	188	199	<b>净利润</b>	<b>823</b>	<b>983</b>	<b>479</b>	<b>612</b>	<b>739</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>482</b>	<b>434</b>	<b>1,395</b>	<b>2,346</b>	<b>3,442</b>	少数股东损益	(2)	(3)	(1)	(2)	(2)
长期借款	0	0	7	10	13	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>825</b>	<b>985</b>	<b>480</b>	<b>614</b>	<b>741</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.08	1.29	0.63	0.80	0.97
其他	213	302	315	346	380						
<b>非流动负债合计</b>	<b>213</b>	<b>302</b>	<b>321</b>	<b>355</b>	<b>393</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>695</b>	<b>736</b>	<b>1,716</b>	<b>2,701</b>	<b>3,835</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	20	17	16	14	12	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	763	763	763	763	763	营业收入	-0.3%	-0.0%	-5.0%	14.7%	7.8%
资本公积	993	952	993	993	993	营业利润	-18.5%	21.3%	-51.6%	27.5%	21.2%
留存收益	4,740	5,726	5,945	6,470	7,098	归属于母公司净利润	-16.5%	19.4%	-51.3%	27.9%	20.8%
其他	(1)	(0)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,516</b>	<b>7,459</b>	<b>7,718</b>	<b>8,241</b>	<b>8,866</b>	毛利率	42.0%	50.8%	49.6%	53.9%	57.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,211</b>	<b>8,195</b>	<b>9,434</b>	<b>10,942</b>	<b>12,702</b>	净利率	67.7%	80.8%	41.4%	46.2%	51.8%
						ROE	13.3%	14.1%	6.3%	7.7%	8.7%
						ROIC	13.2%	14.1%	6.1%	7.0%	7.4%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	9.6%	9.0%	18.2%	24.7%	30.2%
净利润	823	983	479	612	739	净负债率	0.0%	0.0%	5.1%	14.9%	25.4%
折旧摊销	57	61	83	90	97	流动比率	1.75	3.63	1.34	0.98	0.81
财务费用	(0)	(1)	15	52	90	速动比率	1.66	3.51	1.31	0.96	0.79
投资损失	(895)	(369)	(78)	(112)	(166)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	83	(146)	76	1	6	应收账款周转率	112.0	30.3	19.1	21.0	20.4
其它	346	(219)	(119)	(129)	(170)	存货周转率	13.2	12.7	11.7	12.4	12.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>414</b>	<b>309</b>	<b>455</b>	<b>514</b>	<b>596</b>	总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
资本支出	(59)	(32)	(65)	(65)	(65)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(692)	(258)	(882)	(1,021)	(1,226)	每股收益	1.08	1.29	0.63	0.80	0.97
其他	409	(44)	(113)	(126)	(127)	每股经营现金流	0.54	0.41	0.60	0.67	0.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>(342)</b>	<b>(334)</b>	<b>(1,061)</b>	<b>(1,213)</b>	<b>(1,418)</b>	每股净资产	8.51	9.75	10.09	10.78	11.60
债权融资	1	(1)	7	4	4	<b>估值比率</b>					
股权融资	(64)	(41)	41	0	0	市盈率	9.7	8.1	16.6	13.0	10.7
其他	(108)	(42)	764	793	878	市净率	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(171)</b>	<b>(83)</b>	<b>811</b>	<b>797</b>	<b>882</b>	EV/EBITDA	5.2	4.3	8.0	6.1	5.0
汇率变动影响	(0)	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.5	4.5	9.1	6.8	5.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(99)</b>	<b>(107)</b>	<b>206</b>	<b>99</b>	<b>60</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。