

收益稳步兑现，看好公司长期发展 买入（维持）

2022年03月17日

证券分析师 胡翔

执业证号: S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件: 公司发布公告, 基于公司对投资企业的管理及统筹安排, 公司子公司和谐锦锋拟逐步减少对慧算账开曼公司及新开曼公司的持股比例, 并且不再享有向慧算账开曼公司董事会委派董事的权利, 公司将变更对慧算账开曼公司的会计核算方法, 本次变更将增加公司当期投资收益约 2.5 亿元。

投资要点

■ **历史事件梳理:** 和谐锦锋直接投资新开曼公司, 对特定运营事项享有表决权。2021 年 10 月 12 日, 公司披露了《关于参股公司重组暨关联交易的公告》: 1) 公司全资子公司西藏锦川创业投资管理有限公司 (以下简称“西藏锦川”) 对其参与投资的北京公瑾科技有限公司 (以下简称“北京公瑾”) 进行全额减资; 2) 进而, 西藏锦川失去通过 VIE 协议间接持有的北京公瑾下属公司 Huisuanzhang Cayman Holding Inc. (注册于开曼群岛的, 以下简称“慧算账开曼公司”) 股份。3) 其后, 西藏锦川下属的境外投资主体 Hexie Jinfeng Holdings Limited (和谐锦锋控股有限公司, 以下简称“和谐锦锋”) 以该减资款对新开曼公司 (由慧算账开曼公司在开曼群岛设立的子公司) 进行投资, 并向慧算账开曼公司委派一位董事, 对特定运营事项享有表决权。交易完成后, 西藏锦川通过和谐锦锋持有新开曼公司 10.7121% 股权, 且公司拥有的实体权益没有实质变化。

■ **直投项目进入退出节奏, 2021 年投资收益增加 2.5 亿元。** 子公司和谐锦锋开始逐步减少对投资标的慧算账开曼公司及新开曼公司的持股比例, 且失去对慧算账开曼公司的委派董事权及重大影响能力; 本次退出影响四川双马财务报表, 会计核算方法变更将使公司合并资产负债表长期股权投资-1.735 亿元, 其他非流动金融资产+3.588 亿元, 2021 年投资收益+2.5 亿。公司的投资项目的已逐渐进入退出节奏, 投资预期开始逐步兑现。

■ **已投项目逐渐进入退出阶段, 且未来将有新基金募集。** 四川双马主要通过其子公司提供私募股权基金管理服务及对项目标的进行直接投资。我们预计, 目前公司的直投及私募股权投资业务开始由投资阶段逐渐进入退出阶段, 同时私募投资业务营收将由单一固定的管理费收入新增业绩报酬收入, 且未来将有新基金募集, 值得关注。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司私募股权管理业务超预期, 给予“买入”评级。1) 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。2) 我们分别给予 2022 年私募股权投资业务净利润为 11.8 亿元, 建材生产业务归母净利润为 2.9 亿元。3) 我们预测 2021-2023 年四川双马归母净利润分别为 10.52/14.35/19.78 亿元, 分别对应 18.74/13.74/9.96 倍 P/E。

■ **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)	21.30
一年最低/最高价	12.45/29.80
市净率(倍)	2.92
流通 A 股市值(百万元)	16261.28

基础数据

每股净资产(元)	7.30
资产负债率(%)	7.54
总股本(百万股)	763.44
流通 A 股(百万股)	763.44

相关研究

1、《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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,685	1,756	2,829	4,448	营业总收入	1,473	1,428	1,538	1,647
现金	1,392	775	1,746	3,255	减:营业总成本	785	680	665	655
应收账款	2.6	2.7	2.9	3.2	营业税金及附加	16	14	15	16
存货	31	47	36	36	营业费用	16	21	22	24
其他流动资产	260	932	1,043	1,155	管理费用	103	157	169	181
非流动资产	3,832	4,759	5,029	5,294	研发费用	9	15	17	18
长期股权投资	2,177	2,677	2,877	3,077	财务费用	-30	-29	-31	-33
固定资产	682	732	783	836	资产减值损失	0.16	0.00	0.00	0.00
在建工程	45	45	45	45	加:投资净收益	188	519	756	1,092
无形资产	47	52	57	62	公允价值变动损益	80	104	196	378
其他非流动资产	881	1,253	1,267	1,275	资产处置收益	-0.17	0	0	0
资产总计	5,517	6,515	7,858	9,743	营业利润	870	1,210	1,651	2,276
流动负债	404	311	307	304	加:营业外净收支	112	0	0	0
短期借款	39	39	39	39	利润总额	982	1,210	1,651	2,276
应付账款	45	47	46	45	减:所得税费用	93	161	220	303
其他流动负债	319	225	222	219	少数股东损益	0	-3	-4	-5
非流动负债	32	149	155	159	归属母公司净利润	889	1,052	1,435	1,978
长期借款	0	32	34	36	EBIT	603	541	650	753
其他非流动负债	32	116	120	122	EBITDA	667	611	723	831
负债合计	436	460	461	463	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	19	47	43	38	每股收益(元)	1.16	1.38	1.88	2.59
归属母公司股东权益	5,062	6,009	7,354	9,242	每股净资产(元)	6.63	7.87	9.63	12.11
负债和股东权益	5,517	6,515	7,858	9,743	发行在外股份(百万股)	763	763	763	763
					ROIC(%)	10.7%	7.6%	7.5%	7.0%
					ROE(%)	17.6%	17.5%	19.5%	21.4%
					毛利率(%)	46.7%	52.4%	56.7%	60.2%
					销售净利率(%)	60.3%	73.7%	93.3%	120.1%
					资产负债率(%)	7.9%	7.1%	5.9%	4.7%
					收入增长率(%)	-18.7%	-3.1%	7.7%	7.1%
					净利润增长率(%)	22.0%	18.3%	36.4%	37.9%
					P/E	11.07	18.74	13.74	9.96
					P/B	1.94	3.28	2.68	2.13
					EV/EBITDA	12.66	31.14	24.96	19.92

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (数据截至 2022 年 3 月 17 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>