

# 四川双马：专注中国科技制造，掘金私募股权黄金时代

买入（首次）

2022年01月10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

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	1,473	1,428	1,538	1,647
同比（%）	-19%	-3%	8%	7%
归母净利润（百万元）	889	1,052	1,435	1,978
同比（%）	22%	18%	36%	38%
每股收益（元/股）	1.16	1.38	1.88	2.59
P/E（倍）	11.07	18.74	13.74	9.96

## 投资要点

- **建材生产+私募股权，基本面好转且有望超预期。**四川双马成立于1998年，并于1999年在深交所主板上市。公司主营业务为建材生产和私募股权投资管理。私募股权投资管理业务正逐步进入投资回报期，有望带动基本面改善甚至超预期。**1) 增投资，减建材：**公司逐渐加码私募股权投资管理为主营业务，转移战略重心，同时剥离建材生产业务子公司，缩减水泥产能；**2) 股东背景加成投资实力：**公司实控人为IDG核心人物，私募股权投资实力雄厚；**3) 整体盈利稳健，且有望超预期：**建材生产业务盈利稳定，私募股权投资业务营收有望超预期。
- **资本市场迎利好，公司实力突出助力私募股权业务。**我国加速建立多层次资本市场，资本市场政策频频释放利好创投行业，私募股权行业发展环境不断优化，财富管理迎来好产品驱动时代。**1) 私募股权发展环境将不断优化：**近期央行等部门联合印发将着力打造成渝地区金融中心相关规划，证监会多次表示将推动私募股权及创投基金的发展；**2) 政策利好直击退出痛点，增强募资吸引力：**市场配套服务机构不断完善，私募股权迎来发展机遇，退出痛点将被有效解决，增强一级市场募资吸引力。**3) 财富管理市场扩容，私募管理规模快速发展：**截至2021年11月，国内私募基金管理规模已达19.73万亿元（同比2020年11月末增长约4万亿元），随着疫情管控及政策频出利好，我国私募股权投资基金将迎来更好的发展机遇。
- **核心团队背景雄厚，募资+投资+管理能力突出，构成护城河。**四川双马主要通过其子公司提供私募股权基金管理服务。**1) 私募股权盈利模式主要为管理费+超额收益分成，管理规模和收益率是核心影响因素。**四川双马的不同子公司各司其职，承担管理人、GP、LP角色并持有不同比例的私募股权基金份额，获取管理费、业绩报酬和超额收益。**2) 公司实力突出：募资能力、投资能力、管理能力均具优势。**公司核心团队经验丰富，IDG背景股东带来先天募资优势和投资团队优势，且公司有专业的管理团队和规范严谨的投资管理体系。**3) 已投资项目逐渐迈入退出期，我们预计未来将有新基金募集，值得关注。**我们预计公司的私募股权投资业务将从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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计私募股权管理业务超预期，首次覆盖给予“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，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) 私募股权业务相关监管政策收紧；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)	25.82
一年最低/最高价	12.05/29.80
市净率(倍)	3.54
流通 A 股市值(百万元)	19712.03

## 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

## 内容目录

<b>1. 四川双马：建材生产+私募股权，基本面好转且有望超预期.....</b>	<b>4</b>
1.1. 发展历程：起步于建材生产，战略重心逐渐转向私募股权业务 .....	4
1.2. 股东背景实力强劲，为转型私募股权业务奠定坚实基础 .....	5
1.3. 业务转型有效提升整体盈利效率，各项经营指标回暖 .....	8
<b>2. 资本市场迎利好，公司实力突出助力私募股权业务蓬勃发展.....</b>	<b>11</b>
2.1. 资本市场黄金发展时代，政策频频利好股权管理业务 .....	11
2.2. 核心团队背景雄厚，募资+投资+管理能力突出，构成护城河 .....	13
2.3. 专注科技领域，投资项目逐渐进入退出期 .....	17
<b>3. 盈利预测与投资评级 .....</b>	<b>18</b>
3.1. 盈利预测：我们预期公司建材生产业务将保持稳健，私募股权业务将贡献超预期业绩 .....	18
3.2. 估值 .....	19
3.3. 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	22
<b>4. 风险提示 .....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 四川双马发展历程重大事件 .....	4
图 2: 四川双马股权结构图 .....	6
图 3: 2016-2021Q1~3 四川双马营业总收入 .....	8
图 4: 2016-2021Q1~3 四川双马归母净利润 .....	8
图 5: 2016-2021H1 四川双马收入结构 .....	9
图 6: 2016-2021H1 四川双马主要业务营收 (百万元) .....	9
图 7: 2016-2021Q1~3 四川双马归母所有者权益合计&ROE .....	9
图 8: 2016-2021Q1~3 四川双马毛利率&销售净利率 .....	9
图 9: 水泥、骨料生产量 .....	10
图 10: 水泥、骨料销售收入 .....	10
图 11: 私募基金管理规模持续增加 (万亿元) .....	12
图 12: 私募基金规模结构中私募股权占最大比重 .....	12
图 13: 私募股权类基金规模及增速 .....	13
图 14: 创业投资基金规模及增速 .....	13
图 15: 私募股权投资管理业务盈利模式 .....	13
图 16: 四川双马通过子公司开展私募股权投资管理 (截至 2021 年第三季度) .....	14
图 17: IDG 资本发展历程 .....	16
图 18: 2010/01/04-2022/01/04 海外私募股权业务公司市值变化 (单位: 亿美元) .....	21
图 19: 2010/01/04-2022/01/04 黑石集团股价走势图 (单位: 美元) .....	21
图 20: 2010/01/04-2022/01/04 贝莱德股价走势图 (单位: 美元) .....	21
图 21: 2010/01/04-2022/01/04 KKR 股价走势图 (单位: 美元) .....	22
图 22: 2010/01/04-2022/01/04 凯雷集团股价走势图 (单位: 美元) .....	22
表 1: 四川双马重大事件梳理 .....	5
表 2: 四大实际受益股东背景 .....	7
表 3: 高管团队背景 .....	7
表 4: 骨料产品、水泥产品销售量 .....	10
表 5: 2021 年资本市场改革进程 .....	11
表 6: 河南省和谐锦豫产业投资基金 (有限合伙) 合伙人 .....	15
表 7: 义乌和谐锦弘股权投资合伙企业 (有限合伙) 合伙人 .....	15
表 8: 河南景睿股权投资基金合伙企业 (有限合伙) 合伙人 .....	16
表 9: 河南省和谐锦豫产业投资基金 (有限合伙) 投资公司 .....	17
表 10: 义乌和谐锦弘股权投资合伙企业 (有限合伙) 投资公司 .....	18
表 11: 2018-2021 年和谐锦弘投资项目上市情况 .....	18
表 12: 建材生产&私募股权投资管理业务盈利预测表 .....	19
表 13: 私募股权投资管理业务公司 P/E 估值表 .....	20
表 14: 建材生产业务公司 P/E 估值表 .....	20
表 15: 2010-2020 年 KKR、黑石集团、凯雷集团私募股权资金规模 (单位: 亿美元) .....	20
表 16: 四川双马盈利预测表 .....	22

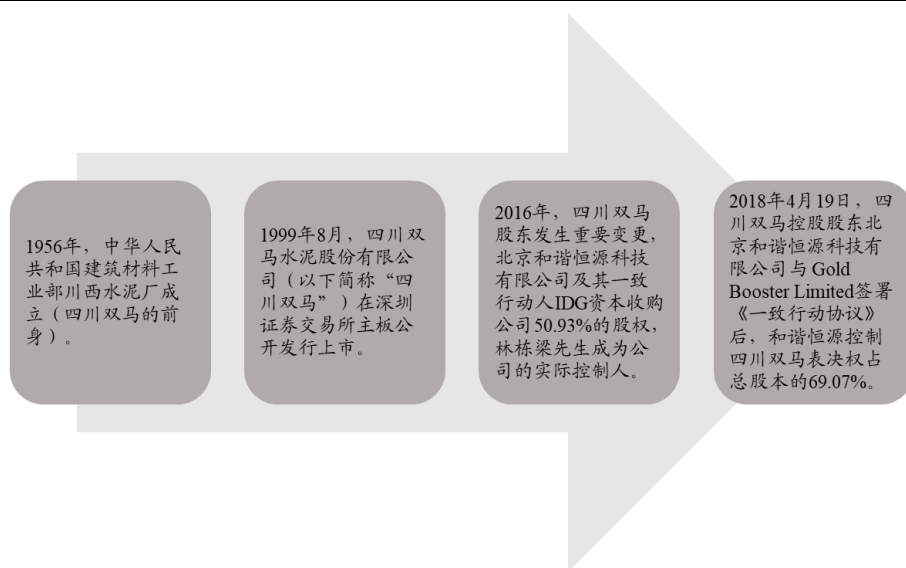
## 1. 四川双马：建材生产+私募股权，基本面好转且有望超预期

四川双马水泥股份有限公司（以下简称“四川双马”）成立于1998年，其前身为中华人民共和国建筑材料工业部川西水泥厂（始建于1956年），是我国“一五”期间156重点工程项目之一，也是当时亚洲最大的三家水泥企业之一。四川双马的主营业务有两个：建材生产业务和私募股权投资管理业务。建材生产业务主要通过袋装水泥、散装水泥和骨料三种产品的生产与销售实现盈利；私募股权投资管理的经营模式主要是向投资基金提供管理服务、收取管理费，目前正逐步进入投资回报期，有望带动基本面改善甚至超预期。

### 1.1. 发展历程：起步于建材生产，战略重心逐渐转向私募股权业务

**逐步加码私募股权业务，剥离建材生产业务子公司。**四川双马于1999年8月在深圳证券交易所主板挂牌上市，主要从事建材生产制造，主营业务为水泥产品及建筑骨料的生产与销售。2016年，四川双马的股东发生重要变更，北京和谐恒源科技有限公司（以下简称“和谐恒源”）及其一致行动人天津赛克环企业管理中心（IDG资本）收购四川双马50.93%的股权，IDG资本合伙人及长期担任重要职务的林栋梁先生成为公司的实际控制人。2017年，四川双马通过出售水泥业务子公司（都江堰拉法基水泥有限公司和江油拉豪双马水泥有限公司），投资基金公司（和谐豫及和谐锦弘），逐步缩减水泥业务，增加私募股权投资管理业务。2018年，四川双马的第一大股东和谐恒源与Gold Booster Limited签署一致行动人协议后，和谐恒源控制四川双马的表决权占总股本的69.07%。2020年，四川双马再次出售水泥业务子公司股权（遵义砺锋），进一步缩减水泥产能。

图 1：四川双马发展历程重大事件



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1: 四川双马重大事件梳理

时间	重大事件	影响
1956 年	中华人民共和国建筑材料工业部川西水泥厂成立（四川双马的前身）。	为后续四川双马水泥股份有限公司的成立打下坚实的基础。
1999 年	四川双马水泥股份有限公司在 <b>深圳证券交易所</b> 主板公开发行上市。	增大公司规模，加速企业发展。
2011 年	四川双马完成对 <b>都江堰拉法基水泥</b> 有限公司的重大资产重组，并实现 <b>控股</b> 。	水泥产能得到提升。
2015 年	四川双马现金 <b>收购</b> 遵义三岔拉法基水泥有限公司（现已更名为“ <b>遵义砺锋水泥</b> 有限公司”）100%股权，成为四川双马 <b>全资子公司</b> 。	水泥产能进一步得到提升。
2016 年	<b>北京和谐恒源科技有限公司</b> 和 <b>天津塞克环企业管理中心（有限合伙）</b> 作为 <b>一致行动人</b> ，总计收购四川双马 <b>50.93%股份</b> 。	业务结构出现变化：增加了 <b>私募股权投资</b> 管理业务；IDG 资本合伙人及长期担任重要职务的林栋梁先生成为公司的 <b>实际控制人</b>
2017 年	四川双马实施重大资产重组，向拉豪（四川）企业管理有限公司 <b>出售</b> 子公司 <b>都江堰拉法基水泥有限公司</b> 和 <b>江油拉豪双马水泥有限公司</b> 。	缩减建材生产业务。
2017 年	四川双马参与 <b>投资河南省和谐锦豫产业投资基金（有限合伙）</b> 和 <b>义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）</b> ，四川双马子公司 <b>西藏锦合创业投资管理</b> 有限公司同时担任和谐锦豫及和谐锦弘的 <b>管理人</b> 。	业务转型加速，实现建材生产和 <b>私募股权投资</b> 管理双轮驱动。
2018 年	四川双马 <b>控股股东北京和谐恒源科技有限公司</b> 与 <b>Gold Booster Limited</b> 签署《一致行动协议》后，和谐恒源 <b>控制</b> 四川双马的 <b>表决权</b> 占总股本的 <b>69.07%</b> 。	私募股权业务进一步增加。
2019 年	四川双马建立自有品牌。	
2020 年	四川双马向贵州西南水泥有限公司出售子公司 <b>遵义砺锋水泥有限公司</b> 100% 股权。	再次缩减出清水泥业务。

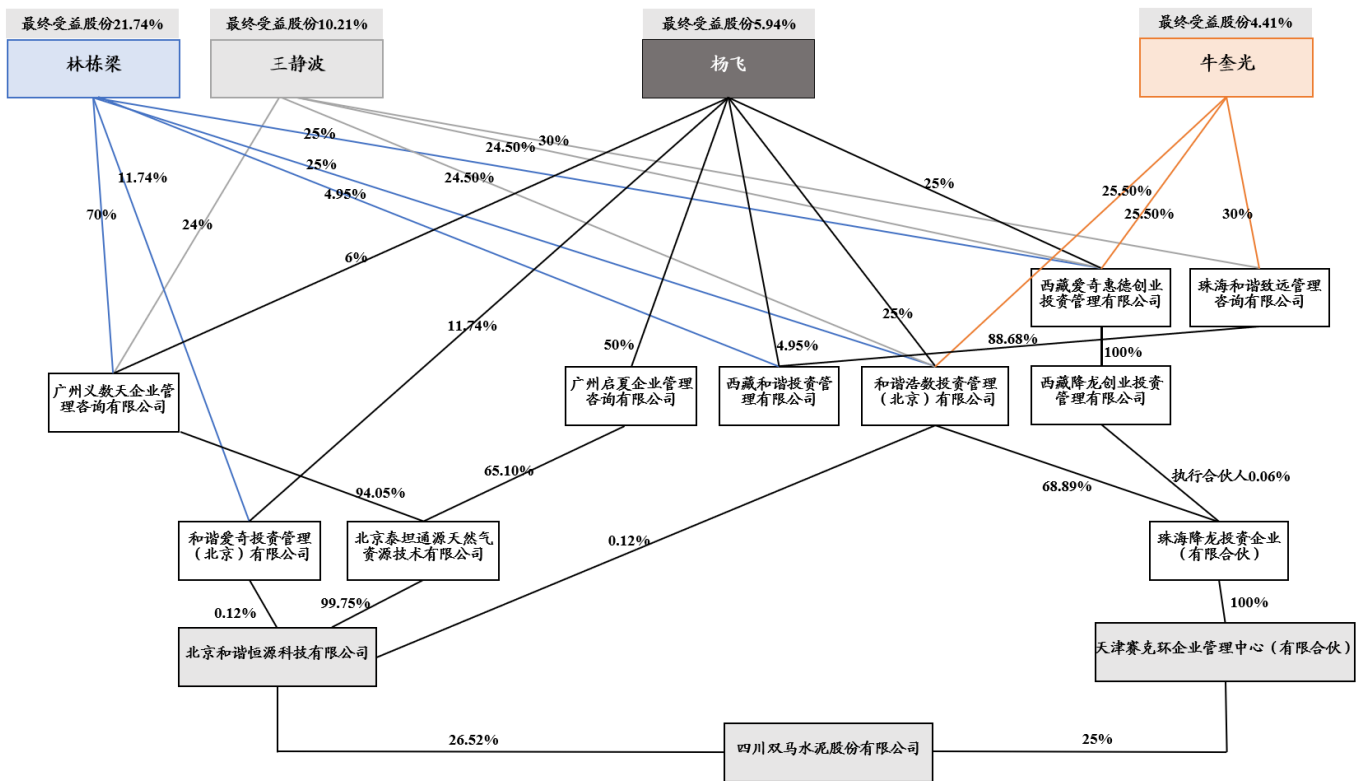
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

**拟变更公司名称及主营业务范围，未来将持续聚焦私募股权投资业务。**四川双马于 2021 年 12 月 16 日发布公告，拟将公司名称由“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”，同时变更公司主营业务范围，进一步打开公司的发展空间。公司上市之初的主营业务为水泥制造及销售，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。本次拟变更公司名称及主营业务范围，更加全面、准确地匹配公司的战略发展方向，也更加符合公司经营业务的实质。

## 1.2. 股东背景实力强劲，为转型私募股权业务奠定坚实基础

**名校班底奠定实力基础，丰富经验巩固投资能力。**截至 2021 年底，四川双马的前四大实际受益股东分别为林栋梁（最终受益股份 21.74%）、王静波（10.21%）、杨飞（5.94%）和牛奎光（4.41%），四人均为 IDG 资本领军人物，不仅是名校学历，他们更是有着丰富的工作及投资经验且在科技领域各有优势。1）林栋梁自 1995 年以来负责过 IT 领域内的多种投资项目，业绩显著；2）王静波专注于成长期和并购阶段投资；3）杨飞对国内证券市场演进过程熟悉，在资本经营、企业购并重组、上市融资方面有丰富的经验；4）牛奎光侧重大数据、云计算、企业服务和新兴技术等领域的投资。

图 2: 四川双马股权结构图



数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所整理 (截至 2021 年底)

表 2: 四大实际受益股东背景

姓名	工作经历	学历
林栋梁	<b>IDG 资本合伙人。</b> 1992-1993 年就职于纽约花旗银行。自 1995 年以来负责过 IT 领域内的多种投资项目, 业绩显著。曾任国务院发展研究中心高级研究员, 从事经济政策研究。	1984 年毕业于清华大学计算机系, 1986 年获清华大学 MBA。
王静波	<b>IDG 资本联席管理合伙人。</b> 曾就职于 D.E.Shaw and Co. 的北美成长投资与杠杆收购部门, 以及担任过埃克森美孚的战略研究中心高级研究员。拥有上游石油及天然气行业及其他能源领域 10 年研究、管理及投资经验和 5 年实践经验。	毕业于清华大学机械工程系并取得工学学士学位, 并获颁康乃尔大学机械工程理学硕士、博士学位及纽约大学工商管理硕士学位。
杨飞	<b>IDG 资本合伙人, 1997 年加入 IDG 资本。</b> 曾担任过广东省证券监督管理委员会上市发行部部长、广东联合期货交易所负责人、广东外经贸发展研究所咨询部主任。 杨飞是国家重点课题《中国地区发展战略研究》的主要研究人员之一, 在区域经济发展的研究方面有一定造诣。 侧重大数据, 云计算, 企业服务和新兴技术等领域的投资。	毕业于广州中山大学, 1982 年获理学学士, 1989 年获硕士学位。
牛奎光	曾任职于麦肯锡公司, 参与多家世界五百强企业的战略制定、市场进入、运营管理提升和政府关系战略咨询。	毕业于清华大学计算机系, 获本科和研究生学位。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 3: 高管团队背景

姓名	职务	人物介绍
谢建平	董事长	本科学历, 2004 年加入 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司, 担任董事总经理职务。2013 年加入北京泰坦通源天然气资源技术有限公司, 担任副总经理职务。加入 IDG 资本投资顾问(北京)有限公司前, 先后在北京珠穆朗玛电子商务有限公司和青海庆泰信托北京分部工作。现任北京和谐恒源科技有限公司、北京泰坦通源天然气资源技术有限公司法定代表人、执行董事。
杨士佳	联席总经理	硕士学历, 目前和谐锦城投资管理(成都)有限公司担任副总经理兼风控负责人职务, 在上海瑞识教育科技有限公司担任公司法人及总经理职务, 在清控紫荆(北京)教育科技股份有限公司担任董事。在加入和谐锦城投资管理(成都)有限公司和上海瑞识教育科技有限公司之前, 杨士佳先生先后在中银国际证券有限责任公司及中国国际金融股份有限公司投资银行部、和谐卓睿(珠海)投资管理有限公司任职。
黄灿文	总经理	硕士学历, 高级会计师, 先后担任四川化工机械厂会计, 成都宝洁公司会计, 都江堰拉法基水泥有限公司财务主管, 重庆拉法基水泥有限公司财务经理, 拉法基瑞安水泥有限公司重庆分公司财务副总监, 四川双马水泥股份有限公司财务总监。现任政协珙县第十届委员会常务委员、四川双马水泥股份有限公司董事及总经理。
陈长春	副总经理	硕士学历, 曾在中国证监会担任干部、新时代证券股份有限公司担任场外市场部总经理、开源证券股份有限公司担任总经理助理、中原证券股份有限公司担任总裁助理。现任四川双马水泥股份有限公司副总经理。
罗娟	内部审计部门负责人	西南财经大学会计学学士。2006 年加入拉法基集团, 先后在拉法基瑞安水泥重庆片区、拉法基瑞安水泥共享服务中心、拉法基瑞安水泥四川片区等从事财务管理工作, 目前担任四川双马水泥股份有限公司审计总监职务。

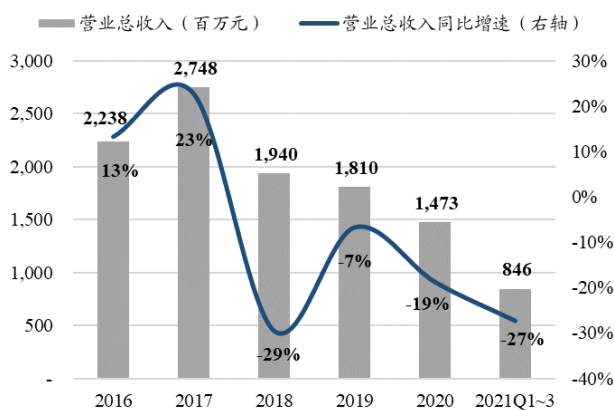
<b>胡军</b>	董事会秘书	大专学历。曾任职于四川双马投资集团公司，四川双马渝江水泥有限公司，四川双马水泥股份有限公司，现任公司董事会秘书。
<b>周凤</b>	财务总监	本科学历，注册会计师，2001 年加入拉法基集团后，先后担任都江堰拉法基水泥有限公司成本主管，四川双马水泥股份有限公司审计部负责人、四川双马水泥股份有限公司财务控制经理，拉法基瑞安水泥有限公司贵州运营单位财务总监，拉法基瑞安水泥有限公司公司部财务总监。现任四川双马水泥股份有限公司财务总监。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 业务转型有效提升整体盈利效率，各项经营指标回暖

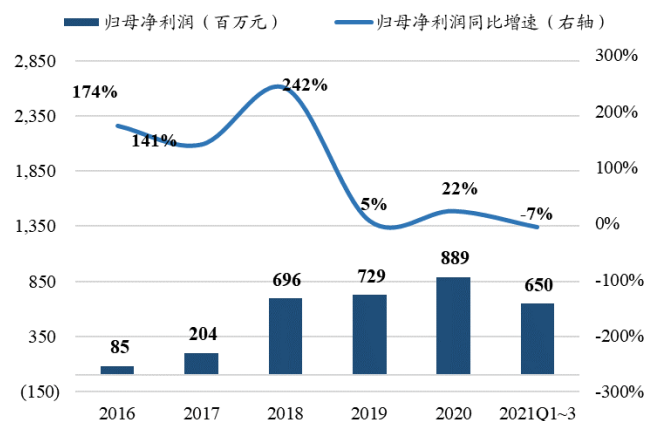
**业务战略转型，整体盈利稳健。1) 营收下降，归母净利润及 ROE 稳定增长。** 2016-2020 年，四川双马营业总收入有所下降，由 22.38 亿元下降至 14.73 亿元，（2016 年的同比增速为 13%，2020 年的同比增速为 -19%）；但公司归母净利润呈现稳定增长态势，由 0.85 亿元提升至 8.89 亿元，（2016 年的同比增速为 174%，2020 年的同比增速为 22%）。2016-2021Q1~3，公司年化 ROE 由 3% 增长至 17%，整体收益率稳定提升。**2) 扩张私募股权业务，缩减建材生产业务。** 截至 2021 上半年，四川双马的建材生产业务收入占比由 2016 年的 100% 下降至 73%，建材生产业务收入由 22.38 亿降低至 3.98 亿元（同比 2020H1 下降 39%）；私募股权业务收入占比由 2017 年的 3% 扩张至 27%，私募股权业务收入由 0.71 亿元提升至 1.45 亿元。**3) 毛利率及销售净利率稳定提升。** 2016-2021Q1~3，公司毛利率由 17% 提升至 48%，销售净利率由 5% 提升至 77%。公司毛利率和销售净利润的稳定提升主要受到业务转型的影响。2018-2020 年，公司私募股权业务的毛利率均为 100%，且业务收入占比不断增加；水泥业务毛利率整体较稳定。私募股权业务较高的毛利率且稳定增长的业务占比带动提升公司整体盈利能力。

图 3: 2016-2021Q1~3 四川双马营业总收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

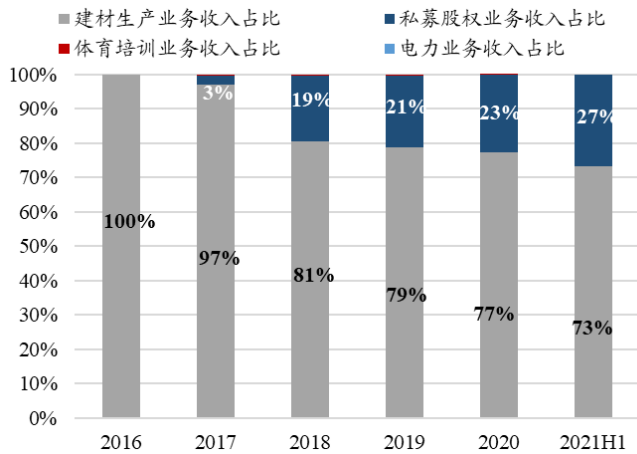
图 4: 2016-2021Q1~3 四川双马归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

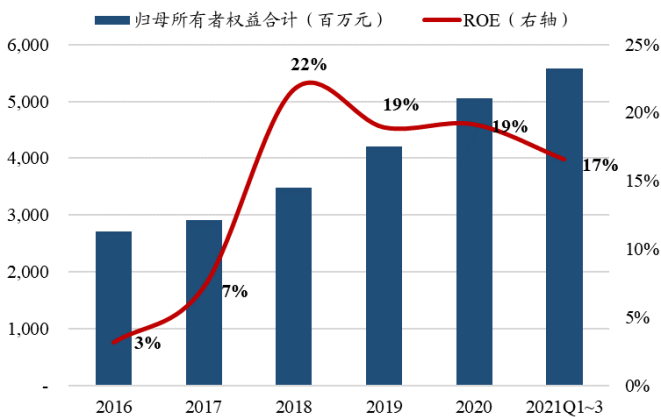


图 5: 2016-2021H1 四川双马收入结构



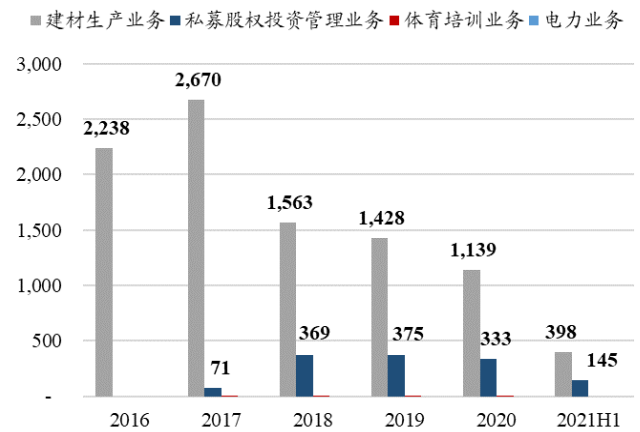
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7: 2016-2021Q1~3 四川双马归母所有者权益合计 & ROE



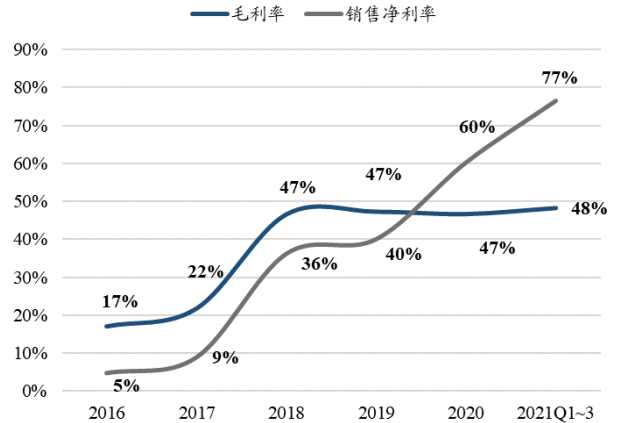
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 2016-2021H1 四川双马主要业务营收 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 2016-2021Q1~3 四川双马毛利率 & 销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

“十四五”规划提出: 优化行政区划设置, 发挥中心城市和城市群带动作用, 建设现代化都市圈, 带动水泥、骨料等建材需求。2021 年是“十四五”规划的开局之年, 规划建议稿提出要保持投资合理增长, 加快补齐基础设施、市政工程等领域短板, 推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设, 加快建设交通强国, 城市群及都市圈的建设将是未来数年的国内社会经济发展主基调。因此基建投资和地区中心城市的房地产开发将继续对经济形成支撑, 我们预计一定阶段内仍将保持相对稳健, 对应水泥、骨料等建材需求预期仍然乐观。

公司水泥业务目前处于区域内行业领先地位, 公司水泥业务以四川省宜宾市为中心, 辐射周边区域。公司主要从事生产、销售硅酸盐水泥系列产品, 主要产品为水泥、熟料等。1) 川南地区经济发展程度相对较低, 城镇化进程落后于全国平均水平, 当地基础设施建设仍有较大改善空间, 对水泥的潜在需求较为旺盛。川南区域的经济呈现加速发展、后发赶超的态势, 宜宾市着力打造川渝地区经济副中心, 具备较好的区位优势。2)

资源优势：公司拥有经营场所的土地使用权及石灰石、骨料矿山采矿权，丰富的矿山资源规避了原材料价格波动风险，并为公司的长期可持续发展奠定了坚实的基础。3) 技术创新和发展：公司成立了专门的技术研发与服务中心，同时还建立了自有的混凝土和材料实验室，并与国内知名大专院校开展长期战略合作，不断地引进和应用新技术、新工艺，扎实推进水泥智能化工厂建设，使得水泥生产技术始终保持在行业先进行列。公司具有自主研发新产品、新技术、新工艺能力，在新产品、新技术、新工艺的应用上处于行业内领先地位。截至 2021 年第二季度，公司已获得水基岩屑使用设备等 7 项实用新型专利及 1 项软件著作权登记证书。

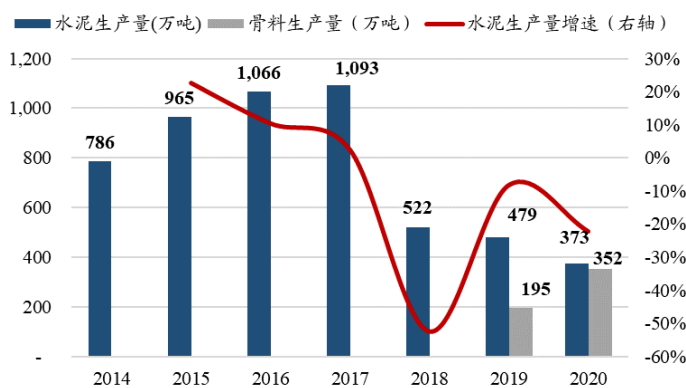
公司水泥产品逐渐缩减，骨料产品产量有所提升。截至 2021 年第二季度，公司建材生产业务年产能达 200 余万吨，骨料生产线年产能达 500 余万吨。2019-2020 年，公司水泥产品的销售量、生产量、库存量都有一定程度的缩减，但骨料产品的销售量和生产量的增长都超过 80%。

表 4: 骨料产品、水泥产品销售量

行业分类	项目	单位	2019 年	2020 年	2020 年同比 2019 年增减
水泥产品	销售量	万吨	480.49	372.34	-22.51%
	生产量	万吨	479.03	373.14	-22.11%
	库存量	万吨	3.32	1.62	-51.20%
骨料产品	销售量	万吨	194.6	352.03	80.90%
	生产量	万吨	195.44	352.02	80.12%
	库存量	万吨	0.38	0.37	-2.63%

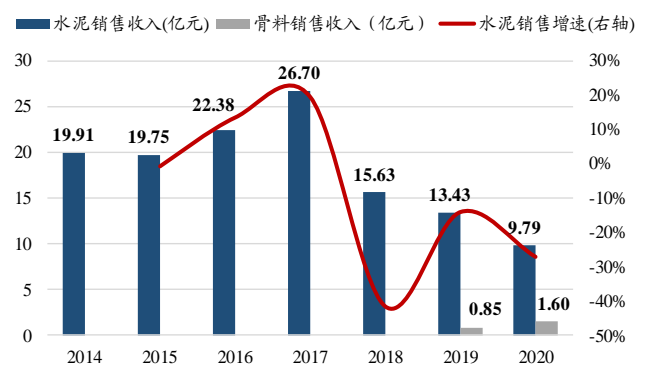
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9: 水泥、骨料生产量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10: 水泥、骨料销售收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 资本市场迎利好，公司实力突出助力私募股权业务蓬勃发展

### 2.1. 资本市场黄金发展时代，政策频频利好股权管理业务

我国加速建立多层次资本市场，创投行业迎利好政策。2021 年以来，我国资本市场重要性持续提升，北交所的设立进一步推动多层次资本市场的建设，具有较高的政治立意，创投类企业的发展环境不断优化。

表 5: 2021 年资本市场改革进程

类型	事件
北交所开板上市	2021 年 9 月，设立北京证券交易所，定位创新型中小企业主阵地，开启新一轮资本市场增量。 2021 年 11 月 15 日，北交所正式开市。
量化交易规范化发展	2021 年 1 月，证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 3 号——指数基金指引》，加强指数基金产品注册及投资运作监管，推动指数基金高质量发展。
资本市场供需结构优化	2021 年 12 月，中国银保监会发布了《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》，扩大融券业务市场规模。
注册制稳步推进	2021 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高上市公司质量。 2021 年 9 月，证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》，进一步规范辅导相关工作，积极为全市场稳步推进注册制改革创造条件。
财富管理如火如荼	2021 年 6 月，基金投顾试点再次扩容，财富管理进入快车道。 2021 年 12 月，中国证监会发布公告称“支持证券公司从建立综合客户账户、允许同名划转、分类账户管理等方面开展账户管理功能优化试点”，10 家 AA 券商率先获得试点。
互联网金融监管升级	2021 年 7 月，银保监会表示大型互联网平台向金融机构收取导客引流费或者信息服务费，推高了融资成本，要加大对大型互联网平台等市场主体在收费方面的监管力度。
坚持对外开放	2021 年 7 月，外汇局坚定不移推动外汇领域改革开放，进一步扩大私募股权投资基金跨境投资。
创投行业利好政策	2021 年 12 月 3 日，银保监会发布《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，支持商业银行子公司、保险机构、信托公司等出资创投基金。
成渝地区创投行业有望迎来黄金发展期	2021 年 12 月 24 日，央行、银保监会、证监会、外汇局等部门联合印发《成渝共建西部金融中心规划》，打造西部股权投资基金发展高地，成渝地区将成为面向东亚、东南亚和南亚，服务共建“一带一路”国家和地区的西部金融中心。近平总书记在中央财经委员会第六次会议上的重要讲话推进成渝地区双城经济圈建设的决策部署，支持开展私募基金管理模式创新试点，待条件成熟时，优先支持打造西部地区私募股权投资基金服务平台。鼓励以市场化方式设立私募股权投资基金，特别是创业投资基金，引导创业投资基金和天使投资人重点支持初创型企业和成长型企业。预计西部金融中心将在 2025 年初步建成，2035 年，西部金融中心地位将更加巩固。

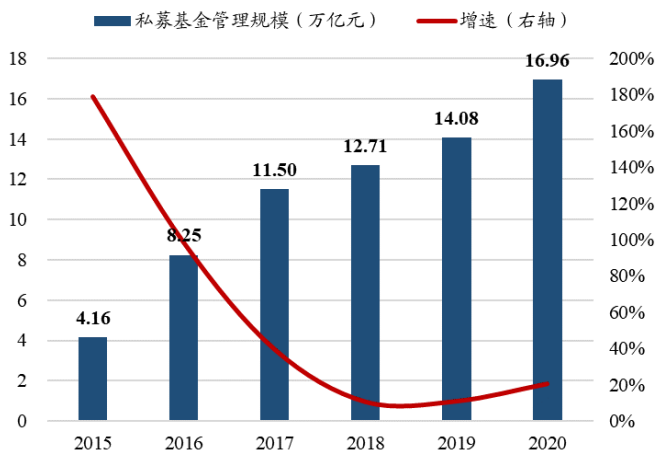
数据来源：Wind，证监会，基金业协会，东吴证券研究所

证监会多次表示将采取多种措施推动私募股权投资基金和创投基金的发展。包括支持政府引导基金发展、拓宽引导基金的募资渠道、推动出台私募投资基金行业公平合理

的税收政策等。快速增长的私募股权投资基金，为我国中小企业发展和创新创业活动提供了资本的源头活水。随着我国多层次资本市场体系健康发展及未来多项扶持政策的出台，我国私募股权投资基金将迎来更好的发展机遇。

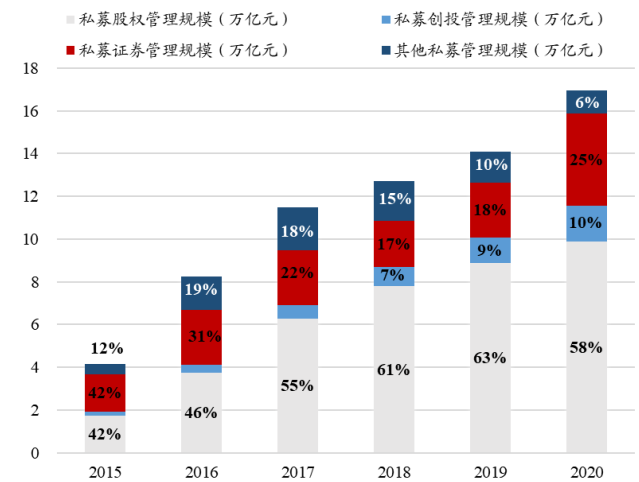
**近日创投行业迎来多项利好政策，直击募资端与退出端痛点。**12月24日，央行、银保监会、证监会、外汇局等部门联合印发《成渝共建西部金融中心规划》，将着力打造西部股权投资基金发展高地，并优先支持打造西部地区私募股权基金服务平台，鼓励以市场化方式设立私募股权投资基金服务平台，特别是创业投资基金。在募资端，允许合格的资产管理产品投资创业投资基金或私募股权投资基金，并拓宽科创企业的融资渠道；在退出端，优化区域多层次资本市场服务，同步探索创业投资和私募股权投资基金份额转让的可行性。12月3日，银保监会发布《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》，提到支持商业银行子公司、保险机构、信托公司等出资创业投资基金；以及11月30日，证监会批复同意上海开展私募股权和创业投资份额转让试点。前者拓宽了募资渠道，之前私募股权、创投基金的资金来源主要是非上市公司、政府机构、政府平台、富有的家族及个人为主，出资金占比合计超过60%，保险及其他机构出资比例相对较小。后者在退出端，继北京后，上海也将开展PE/VC份额转让试点，这意味着市场配套服务机构在不断完善，私募股权二级市场将迎来发展机遇，将有效解决退出难、退出时间长等痛点问题，也在一定程度上可以增加一级市场的募资吸引力。

图 11: 私募基金管理规模持续增加 (万亿元)



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

图 12: 私募基金规模结构中私募股权占最大比重

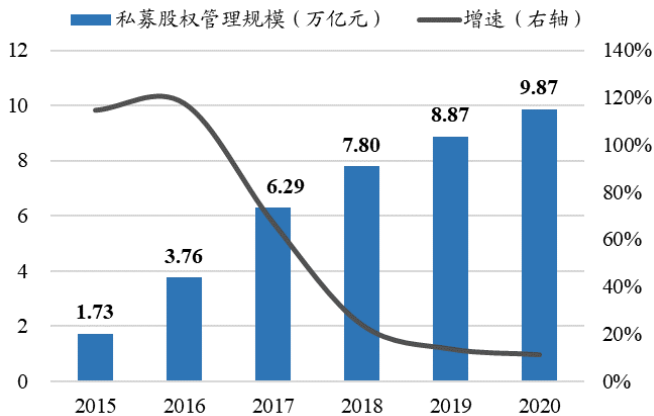


数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

随着政策利好和财富管理市场扩容，私募管理规模得到了快速发展。国内私募行业的快速发展和头部证券私募阵营的迅速扩张正在吸引着越来越多投资者的关注。根据中国证券投资基金业协会公开数据显示，截至2021年11月末，私募基金管理规模已达19.73万亿元，较2020年同期增长约4万亿元（私募证券投资基金管理人，私募股权、创业投资基金管理人，其他私募投资基金管理人，以及私募资产配置类管理人均包括在内）。截至2021年11月末，国内私募股权基金合计同比增长4.51%至30,630只，私募股权基金实缴规模合计较2020年同期增长11.45%至10.51万亿元。随着疫情的管控及

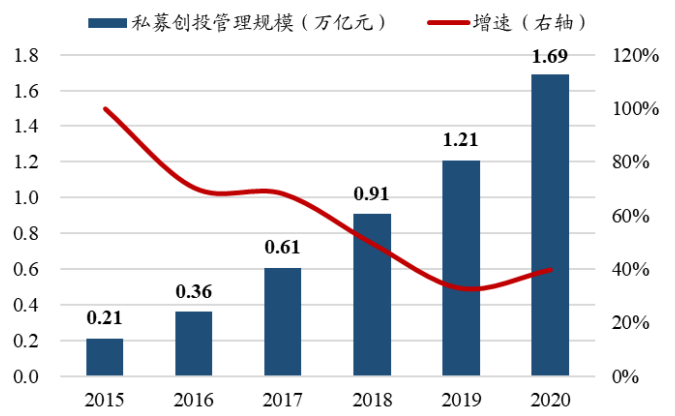
政策频出利好股权管理，我国私募股权投资基金将迎来更好的发展机遇。

图 13: 私募股权类基金规模及增速



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

图 14: 创业投资基金规模及增速



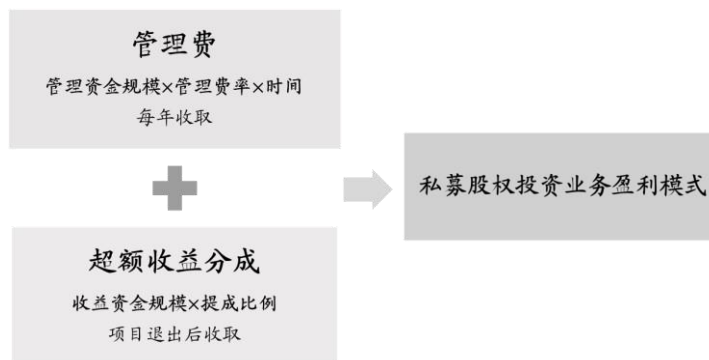
数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

## 2.2. 核心团队背景雄厚，募资+投资+管理能力突出，构成护城河

四川双马通过子公司提供私募股权基金管理服务获取收入。四川双马主要通过二级子公司西藏锦合创业投资管理有限公司（以下简称“西藏锦合”）管理河南省和谐锦豫产业投资基金(有限合伙)（以下简称“和谐锦豫”）和义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“和谐锦弘”）二只私募股权投资基金。西藏锦合主要负责向投资基金提供管理服务：寻找和筛选投资标的、执行尽职调查、提出投资分析及建议、风险管控、项目管理等投资工作服务。

私募股权业务的盈利主要包括两部分：管理费和超额收益分成。1) 管理费（公司担任私募股权基金管理人）：主要受到管理资金规模、管理费率和时间的影响。在投资期内，一般按照认缴出资总额的 2% 每年向合伙人收取管理费。2) 超额收益分成（公司担任私募股权基金的 LP 和 GP）：主要受到收益资金规模和提成比例的影响。基金到期并获得投资收益后，分别向有限合伙人（LP）和普通合伙人（GP）按其投资份额支付超额收益分成。一般情况下，超额收益的 80% 按合伙人投资实缴资本比例分配给 LP 和 GP，其余的 20% 归属于管理人。

图 15: 私募股权投资管理业务盈利模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

四川双马主要通过 100%控股的子公司开展私募股权投资业务。

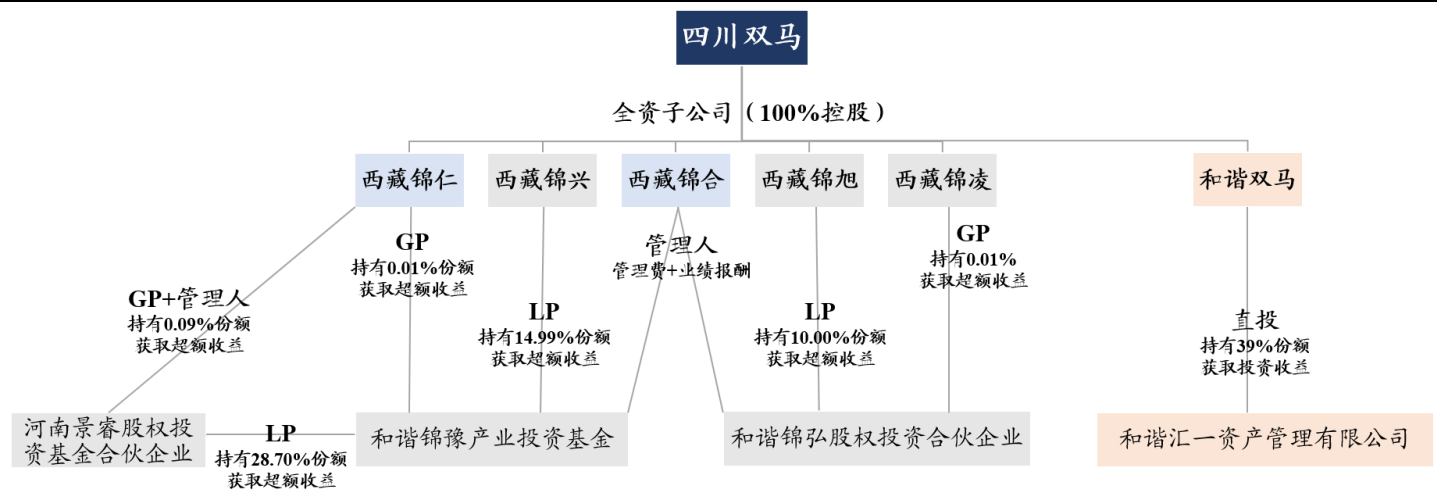
1) 截至 2021 年第三季度，四川双马子公司西藏锦合为管理人获取管理费和业绩报酬，公司子公司西藏锦仁为 GP、西藏锦兴为 LP 分别持有和谐锦豫 0.01% 和 14.99% 的份额（合计持股占比 15%），并按其持有的份额占比来获取超额收益。

2) 截至 2021 年第三季度，四川双马子公司西藏锦合为管理人获取管理费和业绩报酬，公司子公司西藏锦凌为 GP、西藏锦旭为 LP，分别持有和谐锦弘 0.01% 和 10.00% 的份额（合计持股占比 10.01%），按各自的持股占比来获取超额收益分成。

3) 截至 2021 年第三季度，西藏锦仁为管理人及 GP，河南景睿为 LP 分别持有和谐锦豫 0.09% 和 28.70% 的份额（合计持股占比 28.79%），按各自持有的基金份额占比来获取超额收益。

4) 截至 2021 年第三季度，四川双马子公司和谐双马直接投资和谐汇一获取投资收益，持股占比 39.00%。

图 16: 四川双马通过子公司开展私募股权投资管理（截至 2021 年第三季度）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

私募股权管理业务的核心在于是否有募集资金的能力，卓越的投资能力，丰富的管理能力和适时的退出能力，而这些能力的关键就在于管理团队，团队的稳定性和延展性直接构成了公司发展的护城河。

募集能力突出：四川双马核心团队经验丰富，IDG 背景股东带来募集资金先天优势。1) 四川双马子公司西藏锦合为和谐锦弘和和谐锦豫的管理人。截至 2021 年第三季度，和谐锦豫和和谐锦弘的基金规模分别为 66.74 亿元和 108.02 亿元（合计资金规模约为 175 亿元）。2) 四川双马四大实际受益股东分别为林栋梁、王静波、杨飞和牛奎光，四人均为 IDG 资本领军人物，与 IDG 关系密切。3) IDG 资本拥有经验丰富的专业团队：IDG 团队成员具有多元化的行业背景以及全球化的投资视角和资源，教育及工作背景覆盖技术、市场、财务、法律、管理咨询、投资银行等多个行业。截至 2021 年底，IDG

有 90 位团队成员，12 家办公室（全球），以及 20 多年的团队合作经验。4）资管新规后，财富管理行业格局重新划分，具有核心竞争力的产品团队优势逐渐凸显，在优秀的股东背景和团队的驱动下，我们预计品牌力使得新基金的募集难度较低。

**表 6: 河南省和谐锦豫产业投资基金（有限合伙）合伙人**

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资（万元）	持股比例
	合计（募集资金规模）		667,425
河南省现代服务业产业投资基金有限公司	有限合伙人	165,000	24.72%
昆仑智云（天津）股权投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	100,000	14.98%
北京和谐腾飞投资中心（有限合伙）	有限合伙人	100,000	14.98%
宁波梅山保税港区昱驰股权投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	93,300	13.98%
珠海歌斐玉尧股权投资基金（有限合伙）	有限合伙人	76,500	11.46%
中原豫资投资控股集团有限公司	有限合伙人	50,000	7.49%
广州越秀金信二期投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	28,000	4.20%
苏州工业园区国创开元二期投资中心（有限合伙）	有限合伙人	20,000	3.00%
焦作市投资集团有限公司	有限合伙人	10,000	1.50%
普洛斯建发（厦门）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	10,000	1.50%
招商财富资产管理有限公司	有限合伙人	2,425	0.36%
西藏锦仁创业投资管理有限公司	有限合伙人	100	0.01%
西藏昱驰创业投资管理有限公司	有限合伙人	100	0.01%

数据来源：天眼查，东吴证券研究所（截至 2021 年底）

**表 7: 义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）合伙人**

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资（万元）	持股比例
	合计（募集资金规模）		1,080,200
义乌市金融控股公司	有限合伙人	320,000	29.62%
天津市河海产业基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	300,000	27.77%
西藏锦旭创业投资管理公司	有限合伙人	108,000	10.00%
杭州璞致资产管理有限公司	有限合伙人	100,000	9.26%
张家港市悦丰金创投资有限公司	有限合伙人	100,000	9.26%
珠海华金同达股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	30,000	2.78%
珠海华发实体产业投资控股有限公司	有限合伙人	30,000	2.78%
珠海华实创业实体产业发展投资基金（有限合伙）	有限合伙人	20,700	1.92%
珠海华金阿尔法丝毫股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	20,000	1.85%
北京航锦睿盈投资发展有限公司	有限合伙人	20,000	1.85%
宁波梅山保税港区亿盈投资中心（有限合伙）	有限合伙人	12,000	1.11%
上海临港智兆股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	10,000	0.93%
珠海华金丰盈十号股权投资基金合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	9,300	0.86%
义务睿腾投资管理有限公司	有限合伙人	100	0.01%

西藏锦凌创业投资管理有限公司 有限合伙人 100 0.01%

数据来源：天眼查，东吴证券研究所（截至 2021 年底）

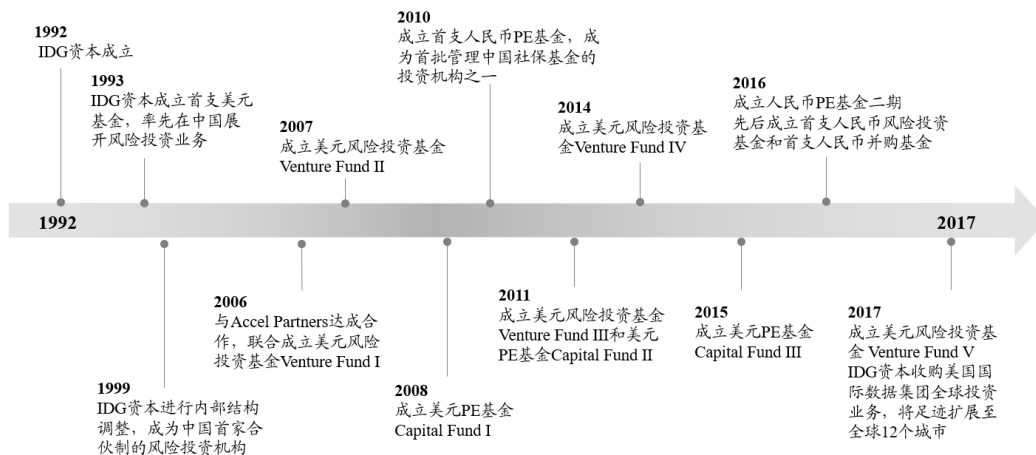
表 8：河南景睿股权投资基金合伙企业（有限合伙）合伙人

合伙人名称	合伙人方式	认缴出资（万元）	持股比例
合计（募集资金规模）		106,150	100.00%
中国人寿保险股份有限公司	-	71050	66.93%
河南省和谐锦豫产业投资基金	有限合伙人	30463	28.70%
珠海歌斐玉雅股权投资基金	有限合伙人	4000	3.77%
苏州爱奇锦苏股权投资合伙企业	有限合伙人	179	0.17%
苏州锦吴股权投资基金合伙企业	有限合伙人	179	0.17%
苏州锦虞股权投资基金合伙企业	有限合伙人	179	0.17%
西藏锦仁创业投资管理有限公司	-	100	0.10%

数据来源：天眼查，东吴证券研究所（截至 2021 年底）

**投资能力突出：四川双马投资团队继承 IDG 资本，科技领域投资风格，投资能力出众。**1993 年，IDG 资本率先在国内开展风险投资业务。IDG 资本在风险投资、私募股权和收购兼并领域均积累了丰富的投资经验。公司约有 40 位专业人员负责投资业务，多位高管及董事在 IDG 资本任职超过 10 年。IDG 资本专注于追求长期价值投资，与来自世界各地多样化的投资伙伴保持长期合作关系。IDG 重点关注消费品、连锁服务、互联网及无线应用、新媒体、教育、医疗健康、新能源、先进制造等领域，投资覆盖初创期、成长期、成熟期、Pre-IPO 各个阶段。目前已在中国投资超过 600 家技术型、以技术和创新为驱动的企业，投资回报率优于同业。

图 17：IDG 资本发展历程



数据来源：IDG Capital 官网，东吴证券研究所



**管理能力突出：四川双马有专业的管理团队和规范严谨的投资管理体系。**作为和谐锦豫和和谐锦弘的管理人，西藏锦合始终积极谨慎地履行管理职责，严格遵守私募基金相关法律法规，目前已建立了一套规范严谨的投资管理体系和风险控制体系，具备了一支高素质专业化的投资团队。西藏锦合的投资团队始终坚持严格的投资标准，最大限度控制项目的投资风险，持续提升专业投资和价值创造能力，在为公司创造收益的同时也支持了实体经济的发展。

### 2.3. 专注科技领域，投资项目逐渐进入退出期

西藏锦合的投资团队重点关注 LED 太阳能、芯片设计制造、消费电子、半导体、互联网等科技投资领域。1) 和谐锦豫的投资方向主要为大消费。和谐锦豫的投资标的所属行业主要有商务服务、金融、科技、文化及物流；被投资企业关联产品有锋物科技、知行太极、准时达等。2) 和谐锦弘的投资方向主要为高端科技及先进制造。和谐锦弘的投资标的所属行业主要为科学研究和技术服务业、集成电路和泛半导体行业、金融业及商务服务业；被投资企业关联产品有翱捷科技、时空电动、中微公司、捷氢科技和重塑集团等。

**投资项目逐渐迈入退出期。**截至 2021 年底，在和谐锦豫和和谐锦弘所投资项目中已有一家上市（中微公司）并已完成项目退出，以及一家通过审核（翱捷科技）。我们预计公司的私募股权投资业务将从投资阶段逐渐进入退出阶段，私募股权投资业务收入将由固定的管理费收入增加业绩报酬收入。

表 9：河南省和谐锦豫产业投资基金（有限合伙）投资公司

被投资企业名称	投资数额 (万元)	投资比例	关联产品	所属行业	关联机构
上海砚佰企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	99999	100.00%	-	商务服务业	IDG 资本
珠海康东股权投资合伙企业（有限合伙）	100000	99.90%	-	金融业	-
上海瑾芝企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	49900	99.80%	-	商务服务业	IDG 资本
上海荟澜企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	198000	99.00%	-	商务服务业	IDG 资本
天津锋杰管理咨询合伙企业（有限合伙）	99	99.00%	-	商务服务业	IDG 资本
珠海佰晨管理咨询合伙企业（有限合伙）	7888	98.28%	-	商务服务业	-
天津智宸恒宇投资管理合伙企业（有限合伙）	38834	98.04%	-	金融业	IDG 资本
天津富邦凯瑞股权投资合伙企业（有限合伙）	29734	97.97%	-	商务服务业	IDG 资本
珠海景微管理咨询企业（有限合伙）	29503	97.97%	-	商务服务业	IDG 资本
天津瑾育管理咨询有限公司	219900	69.92%	瑾育管理	商务服务业	-
上海成誉信息技术合伙企业（有限合伙）	17500	50.00%	-	软件和信息技术服务	IDG 资本
天津悦享创新股权投资合伙企业（有限合伙）	19659	39.16%	-	金融业	IDG 资本
河南景睿股权投资基金合伙企业（有限合伙）	30463	28.69%	-	金融业	四川双马
天津锋物科技有限公司	881	12.95%	锋物科技	智能楼宇	-

河南省知行太极文化旅游有限公司	2000	3.85%	知行太极	文化及旅游业	-
准时达国际供应链管理有限公司	410	2.23%	准时达	物流服务	-

数据来源：天眼查，东吴证券研究所（截至 2021 年底）

表 10: 义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）投资公司

被投资企业名称	投资数额 (万元)	投资比例	关联产品	所属行业	关联机构
上海砚久企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	99999	100.00%	-	商务服务业	四川双马
天津和谐海河股权投资合伙企业（有限合伙）	300000	99.93%	-	金融业	IDG 资本
天津皓天中佳股权投资合伙企业（有限合伙）	30050	99.67%	-	金融业	IDG 资本
天津惠泽创兴股权投资合伙企业（有限合伙）	9900	99.00%	-	金融业	IDG 资本
天津慧通鑫达投资管理合伙企业（有限合伙）	900	90.00%	-	商务服务业	IDG 资本
张家港创科股权投资合伙企业（有限合伙）	100000	49.98%	-	金融业	IDG 资本
翱捷科技股份有限公司	2668	7.34%	翱捷科技	科学研究和技术服务业	-
时空电动汽车股份有限公司	2993	2.91%	时空电动	科学研究和技术服务业	-
中微半导体设备（上海）股份有限公司	1280	2.84%	中微公司	集成电路和泛半导体行业	-
上海捷氢科技股份有限公司	536	0.73%	捷氢科技	科学研究和技术服务业	-
上海重塑能源集团股份有限公司	37	0.58%	重塑集团	科学研究和技术服务业	-

数据来源：天眼查，东吴证券研究所（截至 2021 年底）

表 11: 2018-2021 年和谐锦弘投资项目上市情况

项目名称	代码	时间	状态	直接出资方	投资比例	持股比例
中微公司	688012.SH	2019/6/20	已上市	和谐锦弘	2.84%	-
翱捷科技	688220.SH	2021/6/25	已通过	和谐锦弘	7.34%	5.61%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：“投资比例”为和谐锦弘对该项目标的的出资额/项目募集总规模，“持股比例”为截至 2021 年底和谐锦弘对该项目的持股比例。

### 3. 盈利预测与投资评级

#### 3.1. 盈利预测：我们预期公司建材生产业务将保持稳健，私募股权业务将贡献超预期业绩

我们认为四川双马的建材生产业务将维持稳定的盈利。建材生产业务的盈利主要受到水泥产品和骨料产品销售量的影响。1) 我们预计 2021-2023 年公司的建材生产业务营收可达 9.72/9.71/9.80 亿元，总体维持稳定；2) 水泥销售量将逐渐下降，骨料产品销售量将逐渐提升。

我们认为四川双马的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。私募股权投资管理业务主要受到公司子公司和谐锦豫、和谐锦弘、河南景睿、新基

金的年末实缴规模和管理费率的影响，2022年至2023年将逐渐步入投资退出期。1) 我们预计2021-2023年公司的私募股权投资管理业务营收可达4.55/5.66/6.67亿元，将呈现持续增长的态势；2) 和谐锦豫、和谐锦弘、河南景睿年末实缴规模将维持稳定，2022年起将出现新基金提升总体年末实缴规模；3) 管理费率将维持稳定。

我们认为四川双马的体育培训业务将逐渐剥离。公司体育培训业务不断收缩，截至2021年第三季度，该项业务的营收为0，我们预计2021-2023年公司体育培训业务的收入将持续为50万元。

表 12: 建材生产&私募股权投资管理业务盈利预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>建材业务 (百万元)</b>	<b>1427.59</b>	<b>1138.59</b>	<b>972.03</b>	<b>971.30</b>	<b>980.19</b>
水泥产品销售量(万吨)	480.49	372.34	302.92	287.77	273.38
骨料产品销售量(万吨)	194.60	352.03	422.44	506.92	608.31
<b>私募股权投资管理业务 (百万元)</b>	<b>374.81</b>	<b>333.15</b>	<b>455.18</b>	<b>565.98</b>	<b>666.71</b>
<b>年末实缴规模-合计</b>					
和谐锦豫(亿元)	80.24	66.74	66.74	53.39	42.72
和谐锦弘(亿元)	108.02	108.02	108.02	86.42	69.13
河南景睿(亿元)		10.62	10.62	10.62	10.62
新基金(亿元)				100.00	100.00
管理费率	2.08%	1.93%	2.00%	2.00%	2.00%
私募股权业务总收入 (百万元)					
注: 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	416.84	601.09	1078.04	1517.65	2136.57
私募股权业务净利润 (百万元)	284.80	445.09	808.33	1180.80	1709.31
<b>体育培训业务 (百万元)</b>	<b>8.06</b>	<b>0.98</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>

数据来源: 公司定期报告, 东吴证券研究所

### 3.2. 估值

**私募股权投资管理业务:** 我们选取海外与四川双马具有相似商业模式的4家股权管理公司黑石集团、凯雷集团、KKR和贝莱德进行分析, 该4家公司的私募股权基金业务都是公司重要业务之一。黑石集团、凯雷集团、KKR和贝莱德2021E-2023E的P/E估值平均数分别为15.36/15.49/13.59(市值对应时间为最新收盘日2022年1月7日), 对应4家公司的历史P/E(2011-2021年)平均值中枢为20-25倍; 2021年, 四川双马处于业绩快速上升期(私募股权业务快速成长期), 根据公司的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, 我们估算2022年公司私募股权投资管

理业务（含投资收益）的收入和净利润分别为 15.2 和 11.8 亿元。

**建材生产业务：**我们选取国内 2 家以水泥生产制造为主要业务的建材生产公司的 P/E 估值平均数进行研究分析，其 P/E 平均值在 6 倍左右（2020A 及 2021E-2022E，市值对应时间为最新收盘日 2022 年 1 月 7 日）。根据四川双马 2018-2020 年建材生产业务的营业利润率（34%/33%/31%）整体的下降趋势，我们给予四川双马 2022 年建材生产业务 30% 的营业利润率，我们估算公司建材生产业务 2022 年的归母净利润为 2.9 亿元。

表 13: 私募股权投资管理业务公司 P/E 估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润&P/E	2020	2021E	2022E	2023E
BX.N	黑石集团	5,107	归母净利润 (亿元)	230.50	345.40	337.40	360.3
			P/E	22.16	14.79	15.14	14.17
CG.O	凯雷集团	1,159	归母净利润 (亿元)	52.60	94.80	82.82	102.8
			P/E	22.04	12.23	14.00	11.28
KKR.N	KKR	2,592	归母净利润 (亿元)	105.00	224.50	224.70	270.3
			P/E	24.68	11.54	11.53	9.59
BLK.N	贝莱德	8,640	归母净利润 (亿元)	328.70	377.60	405.90	447
			P/E	26.29	22.88	21.29	19.33
<b>P/E 平均值</b>				<b>23.79</b>	<b>15.36</b>	<b>15.49</b>	<b>13.59</b>

数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所（截至 2022 年 1 月 7 日，估值对应日期为 2022 年 1 月 7 日；海外公司相关数据单位均为人民币，按 2022 年 1 月 7 日 USD/CNY 汇率 6.39 换算）

注：黑石、凯雷、KKR、贝莱德的盈利预测数据均来源于 Bloomberg 一致预期

表 14: 建材生产业务公司 P/E 估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润&P/E	2020	2021E	2022E	2023E
600585.SH	海螺水泥	2,203	归母净利润 (亿元)	351.30	343.92	360.99	369.30
			P/E	6.27	6.41	6.10	5.97
600801.SH	华新水泥	385	归母净利润 (亿元)	56.31	60.05	71.17	79.69
			P/E	6.83	6.40	5.40	4.82
<b>P/E 平均值</b>				<b>6.55</b>	<b>6.40</b>	<b>5.75</b>	<b>5.40</b>

数据来源：Wind, 东吴证券研究所（截至 2022 年 1 月 7 日，估值对应日期为 2022 年 1 月 7 日）

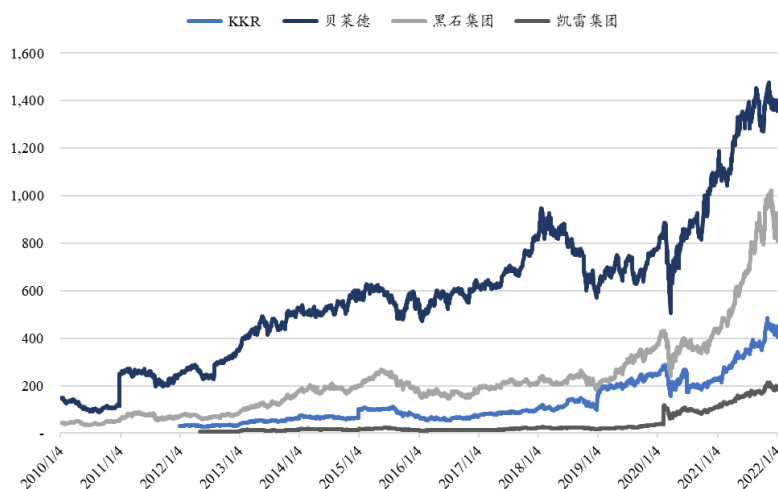
注：海螺水泥、华新水泥的盈利预测数据均来源于 Wind 一致预期

表 15: 2010-2020 年 KKR、黑石集团、凯雷集团私募股权资金规模 (单位: 亿美元)

公司名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
KKR	-	-	-	-	-	-	120	110	-	-	100
黑石集团	293	459	510	657	731	943	1,002	1,056	1,307	1,829	1,975
凯雷集团	-	-	530	650	650	630	510	730	810	860	907

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 18: 2010/01/04-2022/01/04 海外私募股权业务公司市值变化(单位: 亿美元)



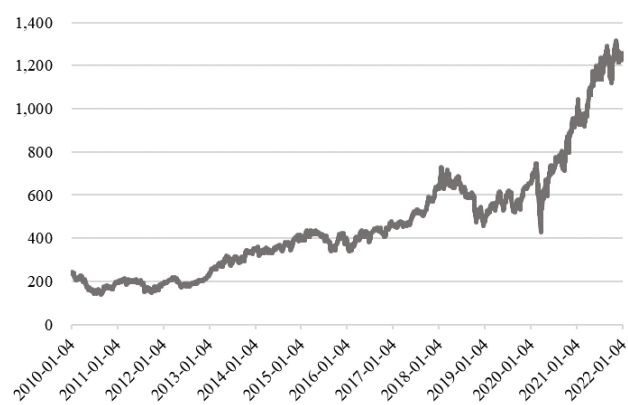
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2010/01/04-2022/01/04 黑石集团股价走势图(单位: 美元)



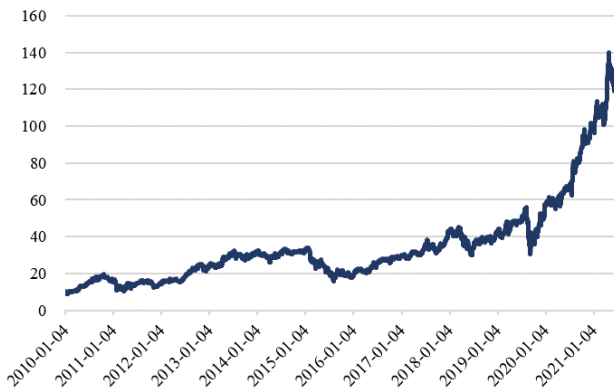
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 20: 2010/01/04-2022/01/04 贝莱德股价走势图(单位: 美元)



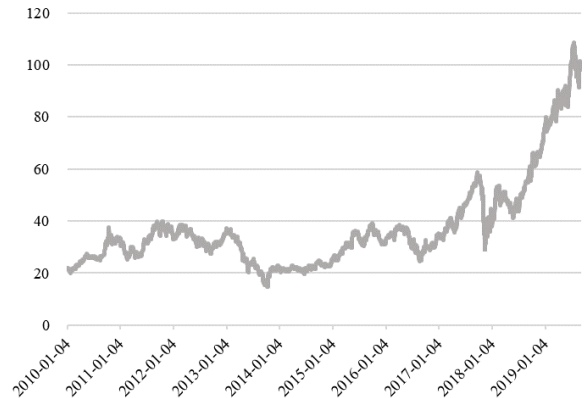
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 2010/01/04-2022/01/04 KKR 股价走势图 (单位: 美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 2010/01/04-2022/01/04 凯雷集团股价走势图 (单位: 美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

我们基于对四川双马私募股权投资管理业务处于快速成长期和建材生产业务较为稳健的营收预测, 我们预计 2021-2023 年四川双马营业总收入分别为 14.28/15.38/16.47 亿元, 投资净收益和公允价值变动净收益都将稳步提升; 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.52/14.35/19.78 亿元, 同比+18%/+36%/+38%, 分别对应 18.74/13.74/9.96 倍 P/E。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 16: 四川双马盈利预测表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,810	1,473	1,428	1,538	1,647
营业总成本	1,071	785	680	665	655
投资净收益	37	188	519	756	1,092
公允价值变动净收益	5	80	104	196	378
归母净利润	729	889	1,052	1,435	1,978

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 风险提示

### 4.1. 私募股权业务相关监管政策收紧

国内私募股权相关监管政策正处于完善阶段, 私募股权投资市场可能会面临更严格的监管, 资金募集、项目退出难度可能会加大。

### 4.2. 疫情反复致公司经营受到影响

受国内零星疫情反复影响, 经济恢复速度相对缓慢, 生产需求不及预期, 将制约水泥企业的生产经营及下游工程项目的正常建设。

#### 4.3. 宏观经济不景气，私募股权管理业务募集不及预期

疫情影响下全球政治经济失衡，货币金融环境发生变化，资本市场和机构投资者面临考验，私募股权市场可能面临更大的波动，对私募股权投资管理行业的募资难度增大。

#### 4.4. 资本场景气度下降，项目退出不及预期

随着注册制推行，上市企业将直面市场的考验，资本市场活跃度下降，将直接对退出等环节产生不利影响。

#### 4.5. 水泥业务不及预期拖累公司业绩

水泥生产量或销售量不及预期，水泥运输成本提高或导致毛利率降低，公司生产所需原材料价格上涨对成本有一定的影响，将拖累整体业绩。

## 四川双马财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,685</b>	<b>1,756</b>	<b>2,829</b>	<b>4,448</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,473</b>	<b>1,428</b>	<b>1,538</b>	<b>1,647</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>3,832</b>	<b>4,759</b>	<b>5,029</b>	<b>5,294</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>5,517</b>	<b>6,515</b>	<b>7,858</b>	<b>9,743</b>	<b>营业利润</b>	<b>870</b>	<b>1,210</b>	<b>1,651</b>	<b>2,276</b>
<b>流动负债</b>	<b>404</b>	<b>311</b>	<b>307</b>	<b>304</b>	加:营业外净收支	112	0	0	0
短期借款	39	39	39	39	<b>利润总额</b>	<b>982</b>	<b>1,210</b>	<b>1,651</b>	<b>2,276</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>32</b>	<b>149</b>	<b>155</b>	<b>159</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>889</b>	<b>1,052</b>	<b>1,435</b>	<b>1,978</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>436</b>	<b>460</b>	<b>461</b>	<b>463</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
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
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,517</b>	<b>6,515</b>	<b>7,858</b>	<b>9,743</b>	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



## 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>