



黑牡丹 (600510)

目标价: 15

昨收盘: 9.38

房地产

黑牡丹 (600510): PPP 打开城投业务空间, 新兴产业突破值得期待

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,047/796
总市值/流通(百万元)	9,686/7,359
12 个月最高/最低(元)	9.83/7.57

证券分析师: 周炯

电话: 010-88321586

E-MAIL: zhoujiong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511040001

估值有安全边际, 新兴产业突破值得期待。公司目前 PB 1.3, 2016 年预计 PE 27, 估值具有一定安全边际。在 2015 年底完成增发后, 公司具有强烈的新兴产业拓展意愿, 而目前在手现金充足 (2016 年三季报 33 亿元), 实际控制人常州新北区政府合计持股 59%, 公司股权结构上有空间、财务上有能力取得新兴产业重大突破, 目前关注的主要方向是智能制造和大健康领域。

基建业务稳步发展。2015 年收入 14 亿元, 同比增长 43%, 2016 年上半年收入 11.3 亿元。毛利率逐年小幅上升, 基本稳定在 10% 左右。

保障房业务稳定。2015 年公司保障房业务收入 11.2 亿元, 同比增长 22%, 2016 年上半年收入 10 亿元, 同比大幅增长 115%。近 3 年, 公司保障房业务毛利率稳定在 13%-14% 区间。

PPP 新业务模式打开城投业务新空间。公司于 2016 年 4 月和 2016 年 10 月分别取得常州市新北区 2015-2016 年重点基础设施一期和二期 PPP 项目, 总投资分别为 12 亿元和 17 亿元, 总计约 30 亿元, 项目回报水平为 10%。公司 PPP 业务模式的成功拓展, 将为公司基建业务打开新的发展空间。

商品房业务: 2016 年签约销售 25 亿元, 有力保障未来两年公司业绩。常州市 2016 年商品房销售面积 1064 万平米, 商品住宅成交均价 7155 元/㎡, 同比分别增长 36% 和 11.12%。公司 2016 年房地产项目签约金额 25.29 亿元, 这将对公司商品房业务 2016-2017 年实现收入提供较好保障。

投资业务: 聚焦新材料等新兴行业, 投资项目逐渐进入回报期。公司此前投资的江苏银行、常熟汽饰、格蒂电力等项目已通过 IPO 或被上市公司并购等方式, 实现回报。目前所投项目包括集星科技 (超级电容)、中钢新型 (石墨材料) 和 Kateeva (OLED) 等优质项目, 未来有望获得较好回报。

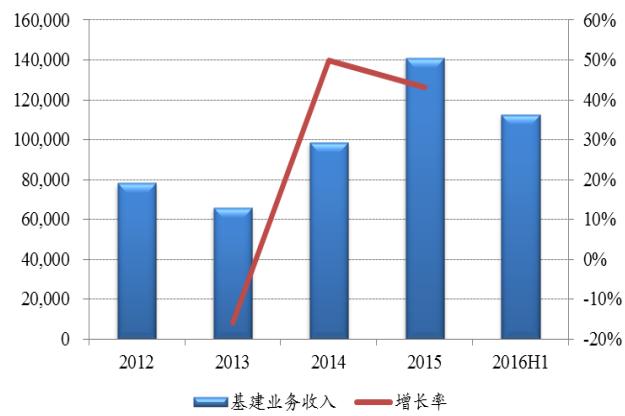
盈利预测和投资评级。预计公司 2016 年和 2017 年 EPS 分别为 0.34 元和 0.40 元, 动态 PE 分别为 27 倍和 23 倍, 首次给予公司买入评级。

1. 城投业务：PPP 新业务模式展开基建业务新空间，园区开发业务蓬勃发展

公司城投业务主要包括城市基础设施建设、保障房和代建以及产业园区开发及运营等。

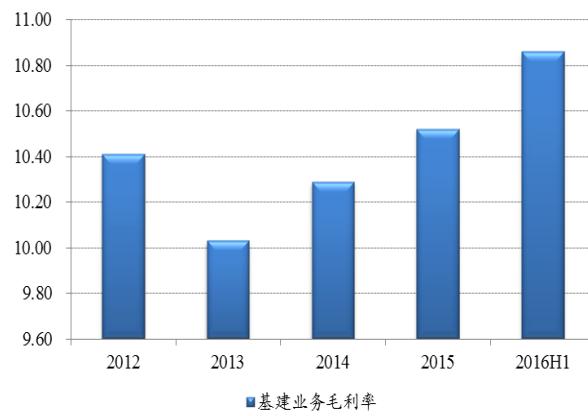
基建业务稳步发展。2015 年收入 14 亿元，同比增长 43%，2016 年上半年收入 11.3 亿元。毛利率逐年小幅上升，基本稳定在 10%左右。

图表 1：基建业务稳步发展（万元）



资料来源：WIND, 太平洋证券

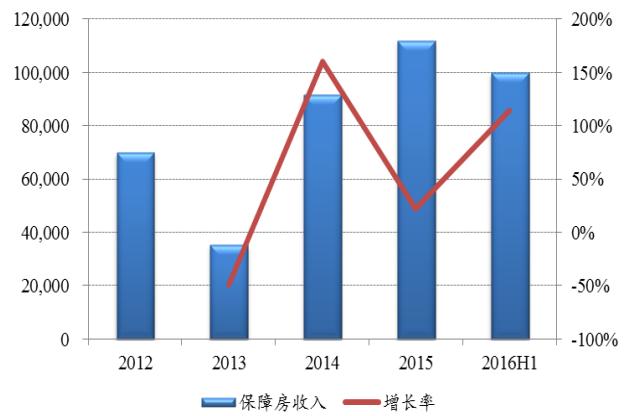
图表 2：基建业务毛利率稳定在 10%左右 (%)



资料来源：WIND, 太平洋证券

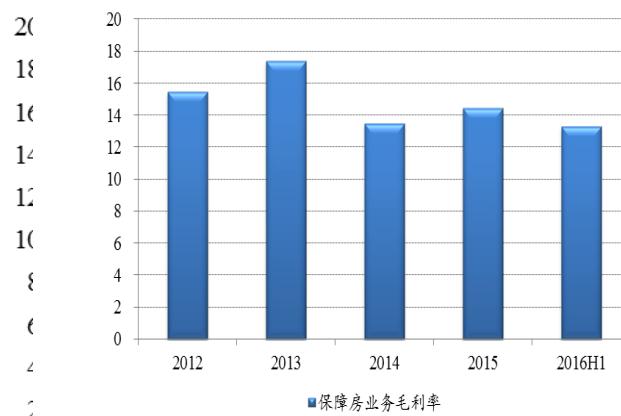
保障房业务稳定。2015 年公司保障性住房项目施工面积 83.77 万平米，收入 11.2 亿元，同比增长 22%，2016 年上半年收入 10 亿元，同比大幅增长 115%。近 3 年，公司保障房业务毛利率稳定在 13%-14% 区间，2016 年上半年为 13.29%。

图表 3：保障房业务稳定（万元）



资料来源：WIND, 太平洋证券

图表 4：保障房业务毛利率稳定在 13%左右 (%)



资料来源：WIND, 太平洋证券

园区开发业务蓬勃发展。2016年公司园区开发业务取得重大突破，黑牡丹常州科技园将产业主题定位为“打造立足常州、辐射长三角的全产业链检验检测产业园”，上半年突破性完成了“中国常州检验检测认证产业园”的挂牌成立和首批8家入驻企业的签约，包括在检测行业世界排名第一的世界500强公司SGS。园区占地面积960亩，总投资约45亿元，总建筑面积约100万平方米。

PPP新业务模式展开基建业务新空间。公司于2016年4月和2016年10月分别取得常州市新北区2015-2016年重点基础设施一期和二期PPP项目，总投资分别为12亿元和17亿元，总计约30亿元，项目回报水平为10%。公司PPP业务模式的成功拓展，将为公司基建业务打开新的发展空间。

2. 商品房业务：2016年签约销售25亿元，有力保障未来两年公司业绩

公司目前商品房项目储备214万方，除苏州项目10万方外，其他约200万方均位于常州市。

图表5：公司商品房项目储备（万平米）

项目	权益建面	类型
青龙地块	55	住宅
万和城	102	住宅、商业
怡盛花园	15	住宅、商业
待开发项目1	22	住宅
待开发项目2	10	住宅
苏州月亮湖	10	住宅
合计	214	

资料来源：WIND，太平洋证券

常州商品房市场由于2014-2016年投资持续萎缩，预计2017年开始销量和价格均有较好支撑。常州市2016年商品房销售面积1064万平米，商品住宅成交均价7155元/m²，同比分别增长36%和11.12%。公司2016年房地产项目签约金额25.29亿元，这将对公司商品房业务2016-2017年实现收入提供较好保障。

图表 6: 常州商品房销售大幅反弹 (万元)



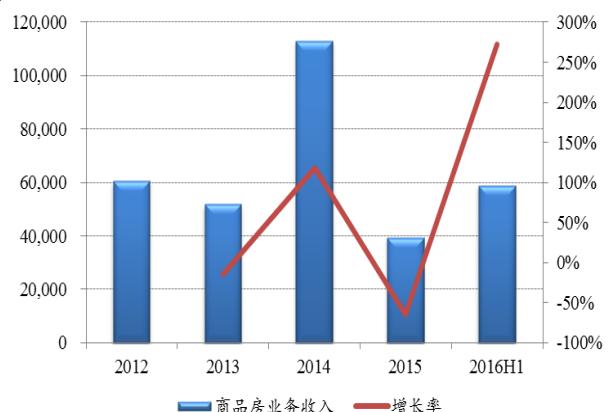
资料来源：WIND，太平洋证券

图表 7: 常州房地产开发投资持续下降



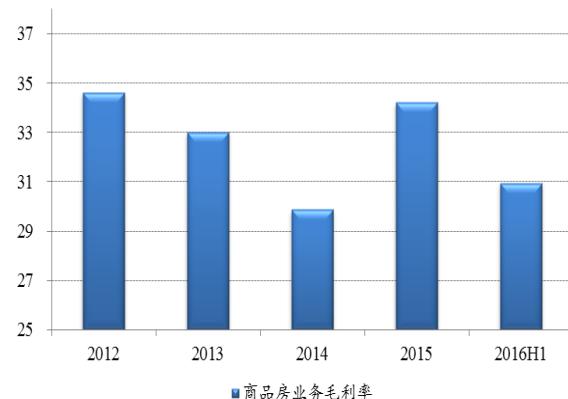
资料来源：WIND，太平洋证券

图表 8: 商品房业务促底反弹 (万元)



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 9: 2016H1 商品房业务毛利率 31% (%)



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 10：万和城位置图



资料来源：房天下，太平洋证券

图表 11：万和城实景图



资料来源：房天下，太平洋证券

3. 投资业务：聚焦新材料等新兴行业，投资项目逐渐进入回报期

聚焦新材料等新兴行业，投资项目逐渐进入回报期。公司此前投资的江苏银行、常熟汽饰、格蒂电力等项目已通过 IPO 或被上市公司并购等方式，实现回报。目前所投项目包括集星科技（超级电容）、中钢新型（石墨材料）和 Kateeva（OLED）等优质项目，未来有望获得较好回报。

图表 12：主要投资项目

主要投资项目	持股比例	行业
集星科技	12.78%	超级电容
德凯医疗	10.15%	医疗
金瑞碳材料	40%	创投基金
众合投资	10%	创投基金
宜兴基金	30%	创投基金
Kateeva		OLED
中钢新型		石墨材料

资料来源：WIND，太平洋证券

4. 估值有安全边际，新兴产业突破值得期待

估值有安全边际，新兴产业突破值得期待。公司目前 PB 1.3，2016 年预计 PE 27，估值具有一定安全边际。在 2015 年底完成增发后，公司具有强烈的新兴产业拓展意愿，而目前在手现金充足（2016 年三季报 33 亿元），实际控制人常州新北区政府合计持股 59%，公司股权结构上有空间、财务上有能力取得新兴产业重大突破，目前关注的主要方向是智能制造和大健康领域。

盈利预测和投资评级。预计公司 2016 年和 2017 年 EPS 分别为 0.34 元和 0.40 元，动态 PE 分别为 27 倍和 23 倍，首次给予公司买入评级。

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1764	3071	3524	2875	3684	营业收入	5275	4323	5525	6528	7855
应收和预付款项	1968	3029	4394	995	5397	营业成本	4393	3556	4420	5353	6441
存货	6762	6633	6000	5500	5800	营业税金及附加	186	152	195	230	277
其他流动资产	2704	3233	506	506	506	销售费用	72	73	81	96	115
流动资产合计	13198	15967	14424	9876	15388	管理费用	182	172	219	259	312
长期股权投资	243	8	8	8	8	财务费用	(17)	(31)	84	(23)	(32)
投资性房地产	21	345	349	311	272	资产减值损失	35	41	42	42	42
固定资产	400	384	249	113	(22)	投资收益	9	9	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	33	31	27	23	18	营业利润	432	368	484	571	700
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	2	20	7	7	7
其他非流动资产	247	2914	2904	2894	2894	利润总额	434	388	491	579	708
资产总计	15822	18111	16880	17985	18609	所得税	115	106	123	145	177
短期借款	2434	412	1545	0	0	净利润	319	282	369	434	531
应付和预收款项	2707	2671	2736	3548	3813	少数股东损益	78	11	14	17	20
长期借款	2831	3619	3619	3619	3619	归母股东净利润	241	271	354	417	510
其他负债	4876	3298	3298	3298	3298						
负债合计	10825	11132	9653	10464	10729						
股本	796	1047	1047	1047	1047						
资本公积	1671	2991	2991	2991	2991						
留存收益	2183	2585	2820	3096	3434						
归母公司股东权益	4650	6623	6858	7134	7472						
少数股东权益	268	347	356	370	387						
股东权益合计	4997	6979	7228	7521	7879						
负债和股东权益	15822	18111	16880	17985	18609						
现金流量表(百万)						预测指标					
经营性现金流	(961)	179	536	253	987	毛利率	16.7%	17.7%	20.0%	18.0%	18.0%
投资性现金流	(3)	(120)	6	6	6	销售净利率	6.0%	6.5%	6.7%	6.6%	6.8%
融资性现金流	523	1039	1000	1000	1000	销售收入增长率	15.7%	-18.0	27.8%	18.2%	20.3%
现金增加额	(441)	1107	1536	1253	1987	EBIT 增长率	-32.3	-12.0	57.5%	-3.4%	21.6%
						净利润增长率	-25.5	-11.7	30.8%	17.8%	22.3%
						ROE	5.2%	4.1%	5.2%	5.9%	6.8%
						ROA	2.6%	2.0%	3.4%	3.1%	3.6%
						ROIC	3.4%	4.0%	4.8%	-31.0	24.0%
						EPS(X)	0.23	0.26	0.34	0.40	0.49
						PE(X)	40.8	36.3	27.7	23.5	19.2
						PB(X)	2.1	1.5	1.4	1.4	1.3
						PS(X)	1.9	2.3	1.8	1.5	1.3
						EV/EBITDA(X)	19.4	28.1	2.3	6.8	1.1

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

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。