

黑牡丹 (600510.SH)

2021 年 09 月 06 日

IDC 建设开启新基建业务，横向拓展助力公司发展
——公司首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）
赵良毕（分析师）

zhaoliangbi@kysec.cn

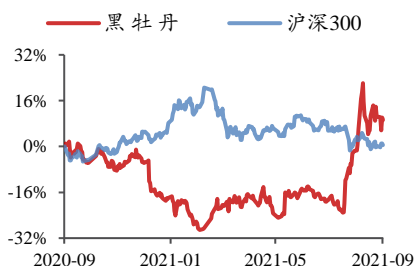
证书编号：S0790520030005

戴晶晶（联系人）

daijingjing@kysec.cn

证书编号：S0790120040005

日期	2021/9/3
当前股价(元)	8.72
一年最高最低(元)	10.19/5.70
总市值(亿元)	91.31
流通市值(亿元)	88.71
总股本(亿股)	10.47
流通股本(亿股)	10.17
近 3 个月换手率(%)	74.36

股价走势图


数据来源：聚源

● **新基建与新城镇形成共鸣，有望戴维斯双击，首次覆盖，给予“增持”评级**
黑牡丹（集团）股份有限公司是围绕新基建业务、新型城镇化建设业务和纺织服装业务的综合性全国百强企业。公司的新基建业务（艾特网能业务）有望快速增长，成为业绩增长的主要驱动力之一。新基建业务可以解决新型城镇化建设业务中电源、网络、数据中心等建设问题，与主营业务形成生态共鸣，有望给公司带来新一轮的戴维斯双击。我们预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润为 10.73/15.63/20.23 亿元，同比增长 34.5%/45.7%/29.5%，EPS 为 1.02/1.49/1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 8.5/5.8/4.5 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

● **艾特网能与艾默生和华为电气一脉相传，有望在 IDC 行业异军突起**
公司新基建业务的主要载体为艾特网能，于 2019 年斥资现金 10.5 亿元收购其 75% 的股权。公司核心骨干人员和重要技术专家都来自行业顶尖巨头艾默生和华为电气，具有行业稀缺属性。公司在 2019 年便在机房空调、模块化数据中心和模块化 UPS 三大细分行业均占据行业第三名的地位，未来有望在公司的加持下业绩突飞猛进。

● **得益于差异化、特色化和精品化发展的地产之路，公司房地产业务逆势上涨**
公司的房地产(新城镇化建设)业务主要为基础设施建设、房地产开发、特色产业科技园区开发运营等地产类业务，主要房地产业务为集中在长江三角洲区域一带的保障型住房、精品商业房、城市管道系统、道路建设和绿化面积建设。在房地产市场低迷的情况下，2021 年中报期间房地产业务依然取得了 47.05% 的同比增长。未来艾特网能有望弥补原队伍的数据中心和电源设施的修建能力，实现业绩的进一步提升。

● **风险提示：**温控/UPS/机柜产品竞争加剧；业务拓展不及预期；国家相关政策变动。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,777	10,212	13,847	17,946	23,114
YOY(%)	15.1	31.3	35.6	29.6	28.8
归母净利润(百万元)	781	798	1,073	1,563	2,023
YOY(%)	18.1	2.1	34.5	45.7	29.5
毛利率(%)	35.7	28.3	28.6	29.0	29.4
净利率(%)	10.0	7.8	7.7	8.7	8.8
ROE(%)	13.5	12.4	14.6	17.9	19.1
EPS(摊薄/元)	0.75	0.76	1.02	1.49	1.93
P/E(倍)	11.7	11.4	8.5	5.8	4.5
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 围绕新基建，公司在 IDC 建设行业有望异军突起.....	3
1.1、 励精图治八十余载，集团形成纺织、城镇建设和新基建三条业务线.....	3
1.2、 公司为国企，股权结构清晰.....	3
1.3、 公司营收增速加快，扣非归母净利润平均年化增长约 30%.....	4
1.4、 三费占比较低，公司治理杰出.....	5
1.5、 公司科研费用逐年增加，研发成果硕果累累.....	5
2、 三大业务协同发展，未来业绩增长可期.....	6
2.1、 目前新基建业务主要为 IDC 数字能源基础设施的建设，增长显著.....	7
2.1.1、 艾特网能产品丰富，市占率高，具备数据中心一体化交付能力.....	7
2.1.2、 艾特网能管理层经验丰富，具备艾默生和华为电气的背景属性.....	10
2.1.3、 政策助力，数字中心是国家未来数字经济发展的支撑.....	10
2.2、 不同于总体商业房地产的低迷，新城镇化建设业务逆势上涨显著.....	10
2.2.1、 新型城镇化建设业务呈现上升趋势，近 4 年平均年化增速为 25.43%.....	10
2.2.2、 新型城镇化建设业务主要包括基础设施、房地产开发、特色产业科技园区等.....	11
2.3、 受多重负面影响叠加，纺织营收下滑，2021 年业绩有望触底反弹.....	12
3、 盈利预测与投资建议.....	13
3.1、 关键假设.....	13
3.2、 盈利预测.....	13
4、 风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

图 1： 公司为国企，常州市新北区人民政府为实际控制人.....	4
图 2： 公司营收增速自 2017 年以来加快，扣非归母净利润平均年化增长 29.83%.....	4
图 3： 公司三费历年维持在较低比例.....	5
图 4： 公司科研费用自 2018 年以来小幅增加.....	6
图 5： 公司 2020 年数字能源业务增速明显.....	6
图 6： 公司 2019 年机房空调占市场份额 9.6%，排名行业第三.....	9
图 7： 公司 2020 年模块化 UPS 占比 10.5%，行业第三.....	9
图 8： 公司 2020 年模块化 IDC 占比 6%，行业第三.....	9
图 9： 公司房地产业和建筑业总体呈现上升趋势.....	11
图 10： 受多重因素影响公司 2020 年纺织服贸业务收入下降，2021 有望触底反弹.....	12
表 1： 风雨走过八十多年，集团先后开展了纺织服装、城镇化建设和新基建业务.....	3
表 2： 公司产品线丰富，具备数据中心一体化交付能力.....	7
表 3： 可比公司估值：黑牡丹存在一定估值优势.....	13

1、围绕新基建，公司在 IDC 建设行业有望异军突起

1.1、励精图治八十余载，集团形成纺织、城镇建设和新基建三条业务线

始建于 1940 年，黑牡丹（集团）股份有限公司隶属于常州市新北区人民政府和江苏省财政厅，是围绕新基建业务、新型城镇化建设业务和精纺织服装业务的综合性全国百强企业。

表1：风雨走过八十多年，集团先后开展了纺织服装、城镇化和新基建业务

时间	事件
1940	吴嘉记布厂成立
1941	更名为嘉声布厂
1944	再度更名为嘉声染织厂
1955	经济改组试点，开始公私合营，成立公私合营嘉声染织厂
1966	改为国营，并更名为红卫色织厂
1984	更名为常州第二色织厂
1992	1992 年开始到 1999 年，兼并、收购了五家纺织企业
1993	以定向募集方式设立为股份有限公司，成立首家服装公司，进入服装领域
1995	公司正式定名为黑牡丹（集团）股份有限公司
1997	成立进出口公司
2002	公司在上海证券交易所 A 股上市
2007	成立首家房地产公司，进入房地产开发领域
2009	以非公开定向增发的形式进行了资产重组，注入了城市综合功能开发业务
2010	青龙生态工业园区正式落成并剪彩
2010	公司成立了专业的产业投资类子公司牡丹创投，投资集星科技
2013	开始投资中钢新材料股份有限公司（原名中钢集团新材料（浙江）有限公司）
2015	经中国证监会批复核准非公开发行股票，引进战略投资者
2016	“中国常州检验检测认证产业园”挂牌成立
2017	“黑牡丹牛仔产业技术研究院揭牌。SGS 全球业务支持中心及实验中心入驻中国常州检验检测认证产业园
2018	“邓建军科研组迎来三十周岁，全国纺织创新型班组学习基地揭牌
2019	收购艾特网能，进军数字领域。黑牡丹纺织智慧工厂建设项目启动
2019	艾特网能机房空调市占率位列第三
2020-2021	中标某公安系统大型数据中心氟泵节能项目、实现腾讯清远 TB 项目完整交付并拿到后续近亿元订单、以绝对优势份额中标阿里风冷集采项目，荣膺“2021 云计算中心科技奖”卓越奖

资料来源：公司官网、开源证券研究所

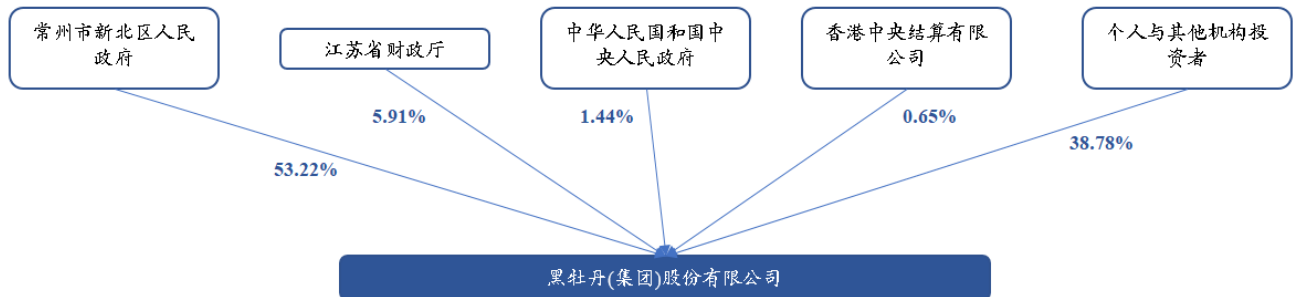
公司前身为 1940 年建立的吴嘉记布厂，1995 年正式更名为黑牡丹集团。公司于 2002 年在上海证券交易所 A 股上市，2007 年进入房地产市场，2019 年收购艾特网能，进军数字领域，从事新基建业务。

1.2、公司为国企，股权结构清晰

公司股权结构集中清晰。公司的直接控股实体为常高新集团有限公司（49.92%）和常州国有资产投资经营有限公司（9.21%），两者的股权控制上游为常州市新北区人民政府和江苏省财政厅。经过换算，常州市新北区人民政府股权占比 53.22%，江

苏省财政厅占比 5.91%，个人与其他机构投资者占比 38.78%，此股权结构保留了国企的优质特色，又增加了资本市场流动性。

图1：公司为国企，常州市新北区人民政府为实际控制人

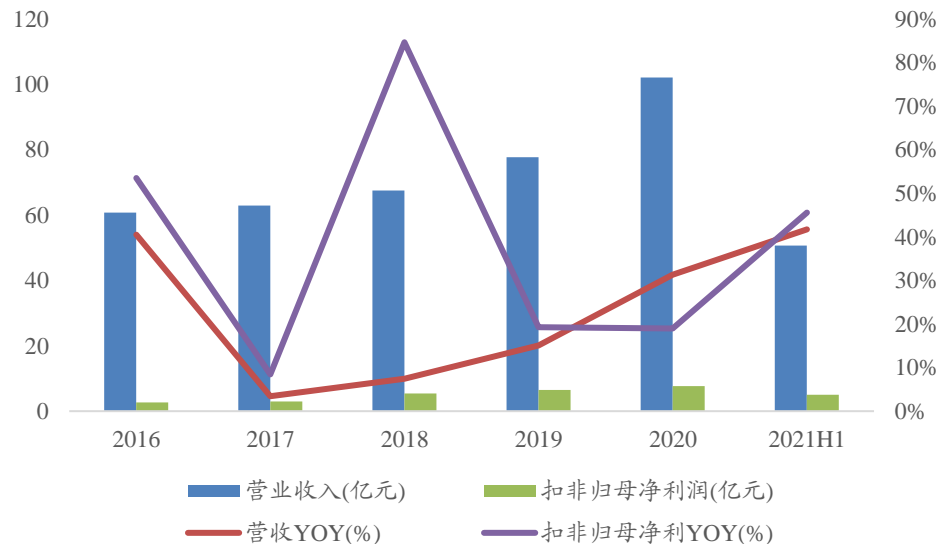


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、公司营收增速加快，扣非归母净利润平均年化增长约 30%

近几年公司营业收入保持正向增长，营收增速自 2017 年以来呈现加速趋势。公司起家于纺织，积极创新转型，布局多个战略要点，抓住数个产业机遇，实现了营收年化 13.87% 的增长。公司 2020 年实现营业收入 102.12 亿元，同比增长 31.31%；2021 年 H1 实现营业收入 50.66 亿元，同比增长 41.73%。公司从 2017 年的营收同比增长 3.43% 加速到了 2021H1 营收同比增长 41.73%，呈现加速态势。

图2：公司营收增速自 2017 年以来加快，扣非归母净利润平均年化增长 29.83%



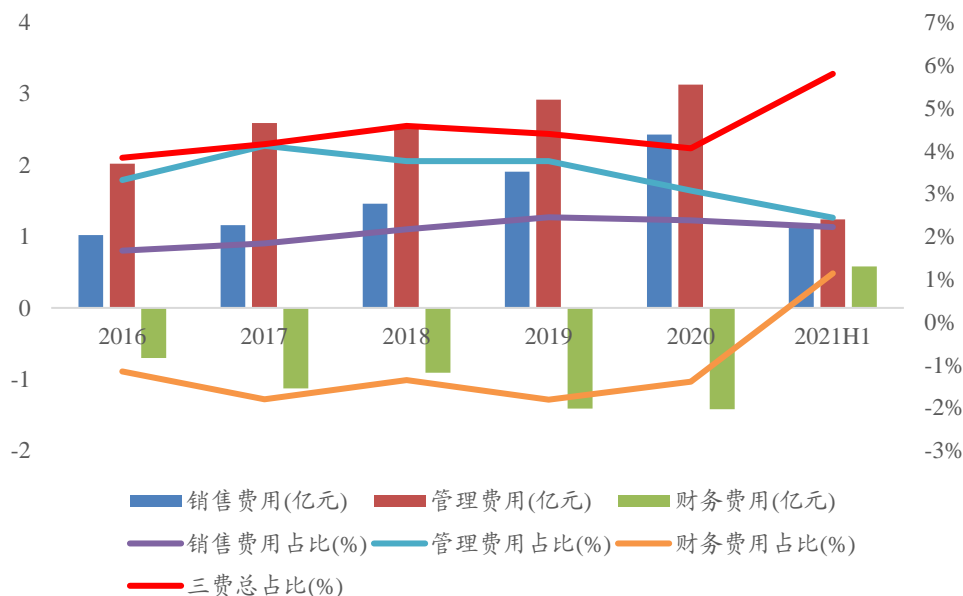
数据来源：Wind、开源证券研究所

扣非归母净利润方面，公司近 5 年保持了年化 29.83% 的增长。随着公司不断的产业转型以及公司治理的不断优化，扣非归母净利润增速快于营收增速。2020 年公司实现扣非归母净利润 7.7 亿元，同比增长 18.98%；2021 年 H1 公司实现归母扣非净利润 4.98 亿元，同比增长 45.6%。2016-2020 年，公司的扣非归母净利润实现了平均年化 29.83% 的增速。

1.4、三费占比较低，公司治理杰出

公司三费常年维持在较低水平，体现出公司优异的管理水平。2020 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 2.43 亿元、3.13 亿元和-1.42 亿元，占营业收入分别为 2.38%、3.07%和-1.39%，总占比约为 4.06%。相比于公司 2019 年三费总占比 4.4%，公司在业绩持续增长的情况下保持了总费用的占比下降，是公司精细化运作的体现。2021 年 H1 的总费用小幅上升主要因为费用化利息增加导致财务费用从负转正进而推动总费用增加，管理费用和销售费用的占比仍然出现下降趋势，且 1.14% 的财务费用占比不高，企业抵抗风险能力依旧较强，能够较好应对市场经济下滑带来的不利影响。

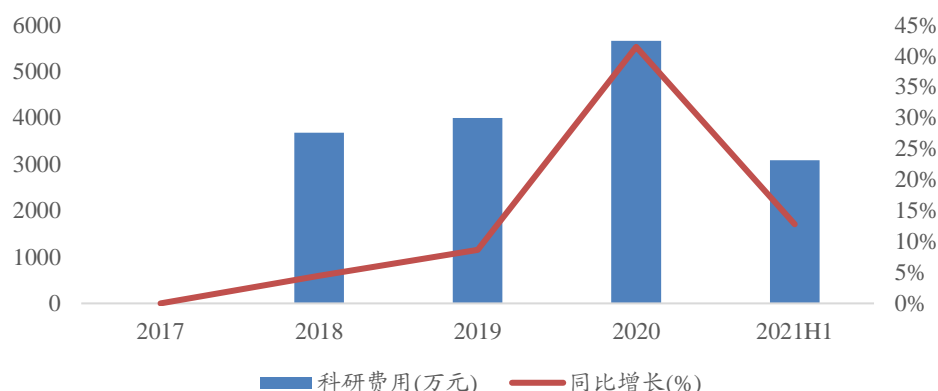
图3：公司三费历年维持在较低比例



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、公司科研费用逐年增加，研发成果硕果累累

公司在 2019 年收购艾特网能之后，研发费用逐年小额增加。因为科研费用主要来自于艾特网能，因此研发费用占集团公司的比例较小。公司 2018 年开始产生 3682 万的研发费用，公司收购艾特网能之后研发费用虽然增加不明显，但是成果显著。

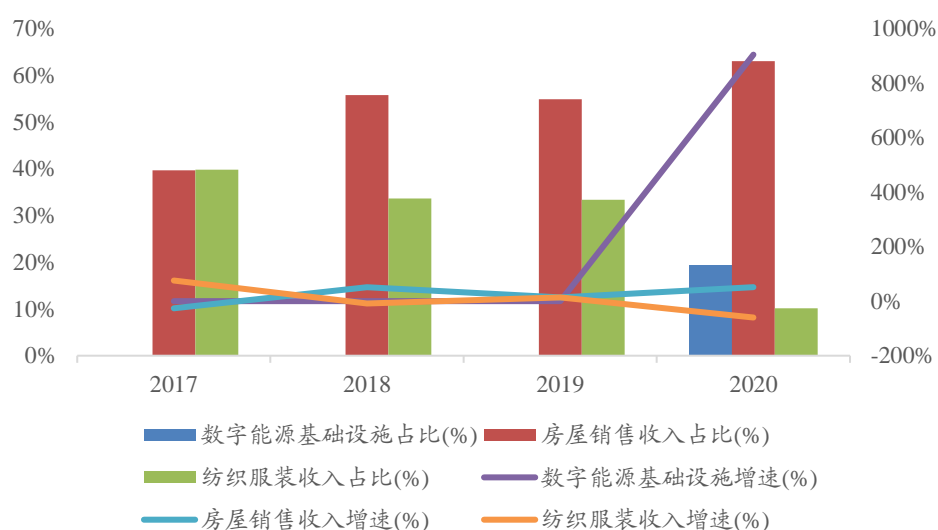
图4：公司科研费用自 2018 年以来小幅增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

截至 2021H1，艾特网能在间接蒸发自然冷节能技术研发、微模块数据中心研发等方面共申请专利 344 件，获批 263 件。公司自主研发的创新节能利器“蒸发冷热泵冷机空调机组”获中国计算机用户协会颁发的“年度创新产品”奖；“变频氟泵列间空调”荣膺“2021 云计算中心科技奖”卓越奖；受邀参编行业内权威标准《数据中心蒸发冷却空调设备》；参与了《信息技术设备用不间断电源通用规范》和《集装箱式数据中心机房通用规范》2 项国家标准的制定，《通信局站用热管空调一体机》、《计算机和数据处理机房用双循环单元式空气调节机》等 4 项行业标准的制定。

2、三大业务协同发展，未来业绩增长可期

公司的主要收入构成为新城镇化建设行业、新基建行业以及纺织服贸行业。其中新城镇化建设行业主要包括房地产业和建筑行业；新基建行业主要来自数字能源基础设施；纺织服贸行业收入主要为纺织品自营收入和贸易收入。

图5：公司 2020 年数字能源业务增速明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

IDC 业务进展迅速，2020 年收入同比增长明显，在公司总收入中占比 19.46%，有望成为公司新的业务驱动主力。从产品结构角度看，公司的纺织服装收入占比从

2017 年的 39.8%降低到了 2020 年的 10.14%，成为公司第三大业务。房屋销售收入占比近 3 年维持在 60%上下波动。IDC 类业务增长最为显著，2020 年收入占公司的 19.46%，成为公司第二大主业，有望成为公司新的业务驱动主力。

2.1、目前新基建业务主要为 IDC 数字能源基础设施的建设，增长显著

新基建业务的主要载体为艾特网能，成立于 2008 年，是国家级高新技术企业。2019 年公司斥资 10.5 亿元收购艾特网能 75%的股权，艾特网能吸引了诸多业内世界 500 强精英，包括研发、市场、制造、服务等大批专业人士的加盟。

2.1.1、艾特网能产品丰富，市占率高，具备数据中心一体化交付能力

公司主要产品为热能管理方案、模块化数据中心、电能管理方案、智能监控方案、运维服务以及工业能源。公司集产品研发制造、工程设计施工、售前售后服务于一体的整体解决方案供应商，通过打造全网能业务系统，并进行全生命周期服务和管理，持续为客户创造价值。

表2: 公司产品线丰富，具备数据中心一体化交付能力

产品	图片	备注
中大 型机 房空 调		主要应用于计算机房、通讯机房、数据中心（IDC）；压缩机制冷能效比 3.2 以上，冷冻水供冷能效 25 以上；R410A 系列机组冷媒压力高，使得系统可适应高回风温度下运行，效率更高
列间 机房 空调		适用于单机架 3kW 以上的数据中心；压缩机制冷能效比 3.3 以上，冷冻水供冷能效 25 以上；空调回风温度提高 6 度左右，空调制冷节能在 12%左右；风机节能 5%以上；冷媒型式多：R22、R407C、R410A 均可选择，性能参数无影响性变化
模块 化集 中式 冷凝 器		适用于传统数据中心机房、模块化设计，可实现现场快速拼接，规模部署时占地面积节约 50%以上、兼容氟泵内置设计和类蒸发冷凝的喷淋或湿膜设计，具备 CoolFree 氟泵自然冷节能功能，节约运营成本、单组散热量 50kW~1000kW

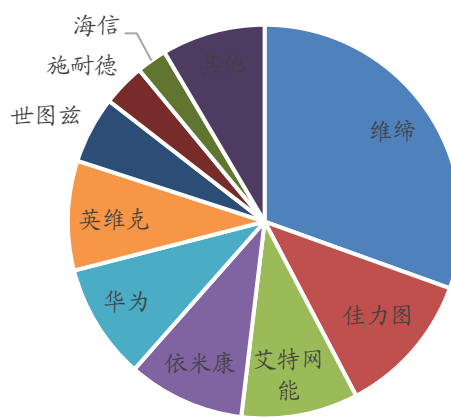
产品	图片	备注
北斗 BM 模 块化 数据 中心		模块化数据中心，支持拼装，灵活适应各应用面积。集成了机柜、精密配电柜（链接）、列间机房专用空调（链接）、综合布线、iTM 机房监控（链接）等子系统于一体，是典型的模块化数据中心解决方案，是当前最前沿的数据中心建设模式之一
北斗 天玑 Phecda 系列 机柜		模块化数据中心的组成单位；19 寸安装框架的静态负载高达 1600kg，动态负载高达 1100kg；机柜大部分采用快卸结构，仅需要抬起即可装拆，方便某些需要拆卸柜门的场景；防护等级 IP20，机柜整体焊接，强度更优，规范多点接地，高达 75% 通孔率，提供更加可靠使用环境
太行 UR 系 列高 频机 架式 UPS		基于在线式双变换技术，为小容量场景的理想供电解决方案，可全面消除各类电网问题。太行 UR 系列涵盖了 3-20kVA 的容量范围，机架塔式兼容，效率最高可达 95%，并以其优异的效率特性获得了中国质量认证中心 CQC 节能产品认证
SBMS 智能 蓄电 池管 理系 统		交直流自适应内阻测试方法，适应各种测试场合，系统测量精度高，避免充电纹波对系统影响；系统采用分散式控制原理，电池检测单元采用工业机高速处理器完成对电池的电压、温度和内阻检测。每个模块通过通讯总线连接在一起，为提高通讯可靠性采用环形总线方式，避免线路断电造成通讯失效

资料来源：公司官网、开源证券研究所

当前，艾特网能主要通过三种模式进行销售：直销、分销及 OEM，并开展数据中心一体化交付。对于通信运营商、腾讯、阿里类互联网客户等直销客户以直接竞标拓展业务；对于企业、政府及公共事业客户等主要通过行业代理商进行销售覆盖；此外还存在部分 OEM 销售。

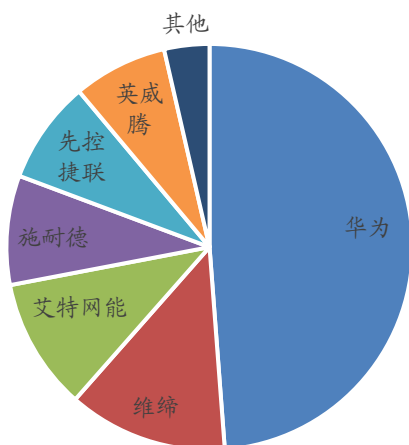
根据 ICT research 对 2018-2019 年机房空调市场测算数据，目前公司在机房空调、模块化 UPS、模块化数据中心市占率均位列第三。2019 年公司在机房空调中的占比约为 9.6%，行业排名第三，仅次于佳力图和维谛。根据 ICT research 的《2020-2021 年度数据中心蒸发冷却空调产品市场报告》，艾特网能在 2020 年数据中心蒸发冷却空调市场销售占比 15.8%，排名第三。

图6：公司 2019 年机房空调占市场份额 9.6%，排名行业第三



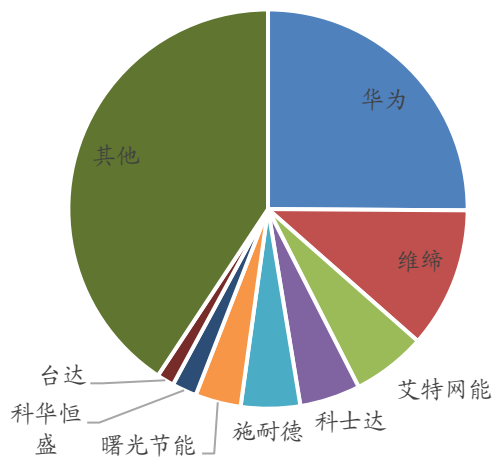
数据来源：ICT research、开源证券研究所

图7：公司 2020 年模块化 UPS 占比 10.5%，行业第三



数据来源：ICT research、开源证券研究所

图8：公司 2020 年模块化 IDC 占比 6%，行业第三



数据来源：ICT research、开源证券研究所

2.1.2、艾特网能管理层经验丰富，具备艾默生和华为电气的背景属性

艾特网能高层来自于华为电气和艾默生的原班团队，具备丰富的技术、管理经验。艾特网能近年来发展迅速，吸引了诸多业内世界 500 强精英，包括研发、市场、制造、服务等大批专业人士的加盟。管理层主要骨干为：

蓝富坤(董事长)：1997-2001 年华为电气产品部片区总经理、办事处主任、移动系统部总经理、营销副总监、销售管理部&市场计划处总监等；2001-2014 年艾默生大中华区销售&计划管理部高级总监、行业销售部高级总监、大中华区销售副总裁。

尹大勇(总经理)：1997-2001 年华为电气开发部工程师、项目经理、部门经理；2001-2014 年艾默生部门经理、产品线总监、产品线高级总监、亚太区副总裁。

温顺理(中层管理人员)：中国数据中心产业联盟供配电技术委员会副主任委员，中国计算机协会数据中心分会专家委员，深圳市政府发改委创新中心专家库专家。

彭少华(中层管理人员)：中国数据中心产业联盟技术委员会副主任，美国注册能源工程师，中国计算机用户协会数据中心分会专家，中国数据中心节能技术委员会专家，深圳市发改委创新中心专家库专家，拥有数据中心热管理和制冷领域二十多项专利。

苗华(中层管理人员)：全国冷冻空调设备标准化技术委员会委员，拥有制冷空调领域十余项专利。

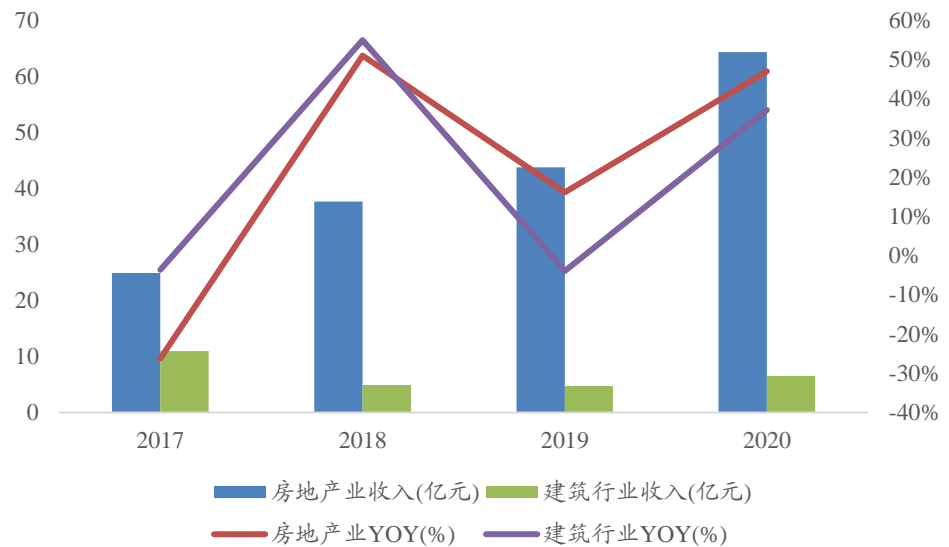
2.1.3、政策助力，数字中心是国家未来数字经济发展的的重要支撑

数据中心等新基础设施是国家未来数字经济发展的的重要支撑。2020 年政府工作报告中提出，要加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设数据中心等，激发新消费需求、助力产业升级。电商网购、在线服务等新业态在疫情防控期间发挥了重要作用，也加速推动了数字经济的发展，以 5G 网络、数据中心为代表的新型基础设施，将成为工业互联网、物联网、人工智能等运用的重要支撑，释放出必要而普遍的社会需求。2020 年 2 月 14 日，中央全面深化改革委员会第十二次会议提出，要统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。2020 年 3 月 4 日，中共中央政治局常务委员会召开会议指出，要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 7 月 30 日，中共中央政治局会议要求，要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。

2.2、不同于总体商业房地产的低迷，新城镇化建设业务逆势上涨显著

2.2.1、新型城镇化建设业务呈现上升趋势，近 4 年平均年化增速为 25.43%

得益于公司紧跟长江三角洲区域一体化发展的国家战略，黑牡丹布局各类业务，打造互补、互促的新型城镇化建设产业链，实现了差异化、特色化和精品化发展的地产之路，促使了公司在低迷房市的大环境情况下实现了 2021 上半年 53.45% 的房屋销售收入增速。

图9：公司房地产业和建筑业总体呈现上升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020年公司房地产营收达64.35亿元，同比增长47.05%，相较于2017年，建筑行业营收达6.52亿元，同比增长37.13%。房地产与建筑2020年收入达70.87亿元，相较于2017年的35.91亿元，增长近97.35%，平均年化增速为25.43%。

2.2.2、新型城镇化建设业务主要包括基础设施、房地产开发、特色产业科技园区等

公司的新型城镇化建设业务主要包括基础设施建设、房地产开发、特色产业科技园区开发运营等地产类业务，报告期内成果颇丰。2021H1报告期内竣工房屋建筑总面积33.37万平方米，新增竣工道路1.23公里、新增绿化面积4.60公顷；实施城市基础设施、保障性住房、商品房等工程建设总面积达253.40万平方米；建筑工程施工总量40万平方米。

基础设施建设领域：主要采用代建、施工总承包以及EPC等模式，代建公共基础设施及其他项目建设总面积达10.7万平方米。**A.**报告期内，已签署4个PPP项目协议，总金额约42亿元。PPP一期项目中的春江路、瀛平路、中央艺术公园一期等21个子项目已完工，目前进入运维阶段，运维期7年。PPP二期项目中的乐山路、富腾路等12个子项目已完工，其余项目均在稳步推进中。PPP三期紫金山路施工继续推进，路基已施工8.3公里，污水管道完成11,900米，雨水管道完成5,400米。新北区两馆两中心PPP项目完成建筑主体工程施工，并有序推进内部装饰工程实施。**B.**达辉建设施工总量40万平方米；八达路桥承接的大明路工程项目、常州市新北区污水收集与治理全覆盖项目（奔牛集镇）七标段等项目均稳步推进中；峨眉山路（珠江路-河海路）、常州滨江经济开发区污水收集及处理系统提升工程总承包项目、西源厂尾水管和廖沟污水输送管项目（EPC一体化）等项目已竣工验收。**C.**代建公共基础设施及其他项目建设总面积达10.7万平方米。截至报告期末，云河路（K0+360-通江路）等3个已完工；循礼路（红河路-嫩江路）等10个项目在建；新北生态绿道系统串联工程等11个项目均在前期准备工作。

房地产开发领域：采用自主开发、合作开发以及产业园区综合开发模式，业务布局常州、苏州、湖州、绍兴、常熟等地区。报告期内，公司保障性住房项目施工

面积约 101.75 万平方米。A. 龙虎塘项目已完成项目一期、二期建设，部分竣工交付业主；第三期进入工程施工收尾阶段。B. 苏州独墅湖月亮湾项目已全面竣工，住宅及商业均已售罄。C. 牡丹学府项目住宅已基本售罄，已顺利竣工交付。D. 罗溪地块项目住宅已售罄，完成建筑主体验收，进入建筑装饰工程施工和外场施工。E. 太湖天地以及在同一旅游度假区开发的枫丹壹号均已竣工交付，住宅已基本售罄。F. 仁和路项目住宅已全部售罄，开发建设稳步推进中，进入建筑装饰工程施工阶段。G. 三江公园南侧项目预售情况良好，项目建设稳步推进，部分建筑主体施工，部分进入装饰工程施工。H. 常州丁塘河 C 地块项目预售情况良好，项目建筑主体工程建设已全面展开。

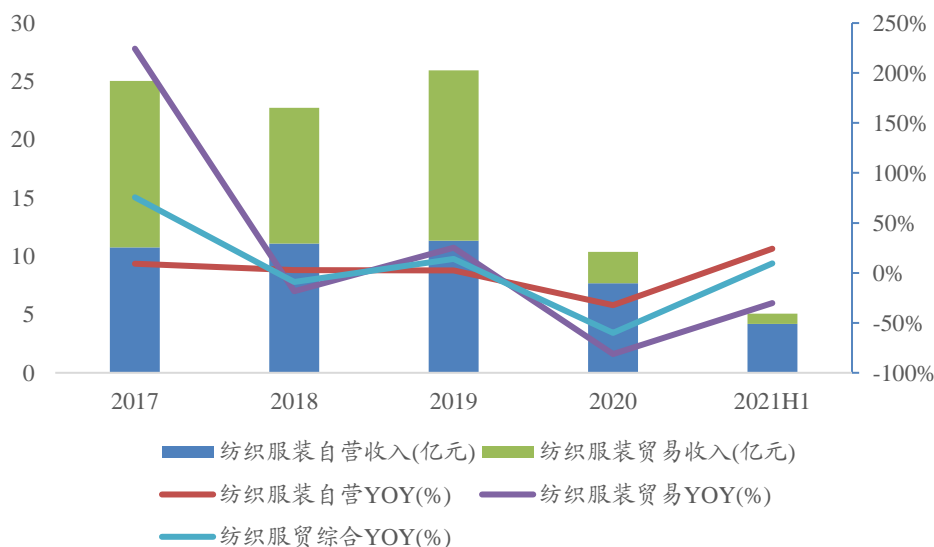
特色产业科技园区开发运营：包括开发运营特色产业科技园区、文化创意园区改造和运营，并探索健康养老产业新型特色项目等。报告期内建成载体面积约 32.10 万平方米，在建载体约 6.5 万平方米，共入驻及注册包括行业世界排名第一的 SGS 通标等在内的检验检测相关机构 100 余家，获评“国家检验检测公共服务示范平台”、“国家检验检测高技术服务业集聚区”等国家级荣誉。位于黑牡丹老厂房原址、依托大运河文化带建设的文创园区“南城脚·牡丹里”项目正按定位规划、计划节点有序推进修缮工程。

2.3、受多重负面影响叠加，纺织营收下滑，2021 年业绩有望触底反弹

公司纺织服装业务具备从纺纱、染色、织造、整理、服装垂直一体化的生产体系，涉及面料生产、服装加工、品牌运营的全产业链。

我国纺织行业发展正处于深度调整转型时期，受经济总量增速持续放缓、贸易环境恶化、2020 年新冠疫情在全球蔓延等多方面因素影响，公司纺织业务收入大幅同比下降。

图10：受多重因素影响公司 2020 年纺织服贸业务收入下降，2021 有望触底反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司纺织服贸业务同比下降趋势反转，2021 年有望实现稳健上升。公司 2020 年纺织服装自营收入 7.68 亿元，同比下降 32.32%，纺织服装贸易收入为 2.68 亿元，同比下降 81.26%。公司积极进取，适应新形势，谋求新突破、实现新发展，开发了

羊绒牛仔、桑蚕丝牛仔、胶原蛋白保湿牛仔、暖姜牛仔、E 氧美妍牛仔、乳木果牛仔、安泰贝抗菌牛仔等新品；环保棉、环保涤纶、再生海洋涤纶、可降解涤纶、可降解氨纶、零碳天丝等环保类新品种，并利用环保染色工艺开发了具有视觉冲击感的香味牛仔面料。2021 年中期公司实现纺织服装自营收入 4.2 亿元，同比增长 32.32%，拉动整体纺织服贸业务同比增长 9.47%。

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

得益于公司紧跟长江三角洲区域一体化发展的国家战略，黑牡丹集团布局各类业务，打造互补、互促的新型城镇化建设产业链，实现了差异化、特色化和精品化发展的地产之路，促使了公司在低迷房市的大环境情况下实现了 2021 上半年 53.45% 的房屋销售收入增速，我们预期房地产业务 2021/2022/2023 三年增速分别为 37.9%、30.7% 和 30.2%；

根据 ICTresearch 对 2018-2019 年机房空调市场测算，公司在机房空调、模块化 UPS、模块化数据中心市占率均位列第三，未来公司仍将重点发力新基建业务，我们预测 2021/2022/2023 三年公司新基建业务增速分别为 55.2%、41.3% 和 29.9%；

公司的纺织业务虽然 2020 年业绩下滑，但是集团积极创新：羊绒牛仔、桑蚕丝牛仔、胶原蛋白保湿牛仔、暖姜牛仔、E 氧美妍牛仔、乳木果牛仔、安泰贝抗菌牛仔等新品；环保棉、环保涤纶、再生海洋涤纶、可降解涤纶、可降解氨纶、零碳天丝等环保类新品种使得业绩下滑趋势减缓，有望触底回升，我们预期纺织业务 2021/2022/2023 三年增速分别为 10.8%、11.2% 和 21.1%。

3.2、盈利预测

我们预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润为 10.73/15.63/20.23 亿元，同比增长 34.5%/45.7%/29.5%，EPS 为 1.02/1.49/1.93 元，当前股价对应 PE 为 8.5/5.8/4.5 倍，相对可比公司（选取主营业务为房地产业务和数据中心业务的可比公司），存在一定估值优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

表3：可比公司估值：黑牡丹存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值（亿元） (2021/09/03)	收盘价（元） (2021/09/03)	EPS(元)		PE（倍）	
				2021E	2022E	2021E	2022E
000002.SZ	万科 A	2376	20.93	3.71	4.00	5.64	5.23
000615.SZ	奥园美谷	105	13.38	0.22	0.40	60.82	33.45
001979.SZ	招商蛇口	830	10.48	1.77	2.02	5.92	5.19
002837.SZ	英维克	105	32.44	0.94	1.21	34.51	26.81
002335.SZ	科华数据	168	36.48	1.08	1.42	33.78	25.69
603912.SH	佳力图	38.2	17.60	0.78	1.04	22.56	16.92
平均值						27.21	18.88
600510.SH	黑牡丹	91.31	8.72	1.02	1.49	8.5	5.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/09/03，万科 A、奥园美谷、招商蛇口为使用 Wind 一致预期）

4、风险提示

温控/UPS/机柜产品竞争加剧。公司所处行业市场规模发展迅速，但行业需求变

化较快，对技术、产品更新换代速度要求较高，若公司战略规划与市场发展不符，将对公司业务产生不利影响，同时市场竞争加剧或将压缩公司利润空间，使盈利能力等相关指标降低。

业务拓展不及预期。公司基于原华为电气和艾默生的技术平台进行多领域布局，保证产品持续性投入和新业务的开发，若业务拓展不及预期，可能出现投入产出不平衡的情况，影响整体业绩表现。

国家相关政策变动。公司业务板块受国家政策影响较大，目前均为产业政策大力发展、扶持领域，相关政策的调整或将对公司业务、战略稳定性造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	25081	28463	45392	39493	50338
现金	4070	5077	6646	8727	11272
应收票据及应收账款	5202	5385	10001	2817	8740
其他应收款	2307	2504	4419	3556	4148
预付账款	381	531	728	1030	1071
存货	12185	13109	22201	21735	23594
其他流动资产	937	1857	1397	1627	1512
非流动资产	5670	5282	5554	6083	6352
长期投资	251	200	190	177	152
固定资产	779	766	980	1215	1501
无形资产	106	137	175	201	227
其他非流动资产	4535	4178	4208	4490	4471
资产总计	30751	33745	50946	45575	56690
流动负债	17584	18384	34705	27578	36651
短期借款	1677	1293	1485	1389	1437
应付票据及应付账款	1707	2098	4493	8248	2631
其他流动负债	14200	14993	28726	17941	32583
非流动负债	3658	5106	4510	4007	3053
长期借款	3271	4946	4217	3727	2808
其他非流动负债	387	159	294	280	244
负债合计	21242	23489	39215	31585	39703
少数股东权益	1072	1356	1999	2937	4150
股本	1047	1047	1047	1047	1047
资本公积	2987	2987	2987	2987	2987
留存收益	4110	4692	5890	7636	9895
归属母公司股东权益	8438	8900	9732	11054	12836
负债和股东权益	30751	33745	50946	45575	56690

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4154	928	2760	3154	3853
净利润	1282	1276	1716	2500	3237
折旧摊销	126	114	123	165	216
财务费用	-141	-142	-107	-264	-222
投资损失	-39	-31	-33	-40	-36
营运资金变动	2851	-748	1015	809	655
其他经营现金流	76	458	46	-17	4
投资活动现金流	-982	-189	-405	-630	-458
资本支出	24	73	390	349	383
长期投资	-54	10	10	22	25
其他投资现金流	-1012	-106	-4	-259	-50
筹资活动现金流	-2135	369	-787	-442	-850
短期借款	1217	-384	192	-96	48
长期借款	-406	1675	-730	-490	-918
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2946	-922	-249	144	20
现金净增加额	1048	1093	1569	2081	2545

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7777	10212	13847	17946	23114
营业成本	5001	7318	9887	12741	16318
营业税金及附加	678	547	762	951	1202
营业费用	191	243	346	395	551
管理费用	292	313	509	637	812
研发费用	40	57	111	108	143
财务费用	-141	-142	-107	-264	-222
资产减值损失	-13	-91	-14	-33	-78
其他收益	17	11	10	10	12
公允价值变动收益	0	0	0	1	0
投资净收益	39	31	33	40	36
资产处置收益	0	7	1	1	2
营业利润	1723	1722	2397	3461	4438
营业外收入	13	37	16	18	21
营业外支出	14	15	12	14	14
利润总额	1722	1744	2401	3465	4445
所得税	440	468	685	965	1209
净利润	1282	1276	1716	2500	3237
少数股东损益	501	479	644	937	1213
归母净利润	781	798	1073	1563	2023
EBITDA	2044	2111	2584	3617	4554
EPS(元)	0.75	0.76	1.02	1.49	1.93

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.1	31.3	35.6	29.6	28.8
营业利润(%)	56.2	-0.0	39.2	44.4	28.2
归属于母公司净利润(%)	18.1	2.1	34.5	45.7	29.5
获利能力					
毛利率(%)	35.7	28.3	28.6	29.0	29.4
净利率(%)	10.0	7.8	7.7	8.7	8.8
ROE(%)	13.5	12.4	14.6	17.9	19.1
ROIC(%)	9.1	8.9	10.6	14.3	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	69.1	69.6	77.0	69.3	70.0
净负债比率(%)	34.0	24.0	2.1	-16.4	-33.4
流动比率	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	1.5	1.9	1.8	2.8	4.0
应付账款周转率	3.2	3.8	3.0	2.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.76	1.02	1.49	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	3.97	0.89	2.64	3.01	3.68
每股净资产(最新摊薄)	8.06	8.50	9.29	10.56	12.26
估值比率					
P/E	11.7	11.4	8.5	5.8	4.5
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.6	6.1	4.4	2.7	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

15 / 17

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn