

横向拓张转型，新基建定位进一步夯实

黑牡丹(600510)

1. 公司基本业务介绍:

公司主要业务布局为新基建、新型城镇化建设和纺织服装三大板块。大股东为常高新集团、海安瑞海等国资以及公司核心管理团队成员(尹大勇、蓝富坤等)，为公司传统业务及新业务发展同时保驾护航。

2020年底公司首发股票激励计划激励艾特网能在内公司主要团队，2021年5月艾特网能董事长蓝富坤任职集团副总裁，进入上市公司董监高层，标志公司对于新基建的支持力度加大。

2. 房地产等传统业务稳健，内生外边并举新基建业务亮眼

1) 新型城镇化建设板块项目进展顺利，经营稳健负债率逐季下降无经营性风险

2) 艾特网能整合效果显著，“全产品线”定位进一步夯实:收购前艾特网能业务集中在数据中心热能管理，并购后UPS产品品类拓展产能扩大，加强其“热能管理、电能管理、模块化、系统节能技术和智能节能方案”一体化解决方案优势。

并购后艾特网能拓展了数据中心一体化交付业务，从设备供应商向下游延伸进入机电集成业务领域，大幅提升业务体量。

3) 牡丹创投股权资产价值逐渐显现，外延布局支撑公司潜在新业务增长:先后投资中车新能源、中钢新型等十余家优质公司。

3. 新五年发展规划明确，新基建板块有望快速扩张:2021年4月底公司发布新五年发展规划，明确未来发展重点为新基建板块:业务上强调从数据中心设备到一体化交付和服务全面布局，业绩上强调扩大新基建经营规模，投资上强调产业链整合实现降本增效。

4. 投资建议

目前公司动态市盈率11.6倍，较同行业其他新基建公司市盈率偏低，PB为0.91倍低于同行业房地产公司，预计2021-2023年营收分别为109.63/116.78/122.98亿元，每股收益为0.95/1.10/1.13元，对应2021年11月15日收盘价8.09元/股PE分别为8.50/7.39/7.16倍，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

精密空调、UPS等产品价格竞争激烈，毛利大幅下滑，导致艾特网能商誉计提;公司房地产业务政策调控下，违约风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,777	10,212	10,963	11,678	12,298
YoY (%)	15.1%	31.3%	7.4%	6.5%	5.3%

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	8.09
股票代码:	600510
52周最高价/最低价:	10.19/5.7
总市值(亿)	84.92
自由流通市值(亿)	82.50
自由流通股数(百万)	1,017.28



分析师: 宋辉
邮箱: songhui@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080003
联系电话:

分析师: 柳珏廷
邮箱: liujt@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040002
联系电话:

分析师: 于子沛
邮箱: youzp@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100005
联系电话:

华西通信&地产联合覆盖

相关研究

归母净利润(百万元)	781	798	996	1,147	1,184
YoY (%)	18.1%	2.1%	24.9%	15.1%	3.2%
毛利率 (%)	35.7%	28.3%	34.8%	34.4%	33.8%
每股收益 (元)	0.75	0.76	0.95	1.10	1.13
ROE	9.3%	9.0%	10.1%	10.4%	9.7%
市盈率	10.84	10.62	8.50	7.39	7.16

资料来源: wind, 华西证券研究所

1. 公司基本业务及股东情况介绍

黑牡丹（集团）股份有限公司始建于 1940 年，经过 80 年的改革创新和锐意进取，已成为一家拥有新基建、新型城镇化建设、纺织服装和三大业务板块、下辖 40 多家全资及控股子公司的国有控股上市公司，总资产超 300 亿元。

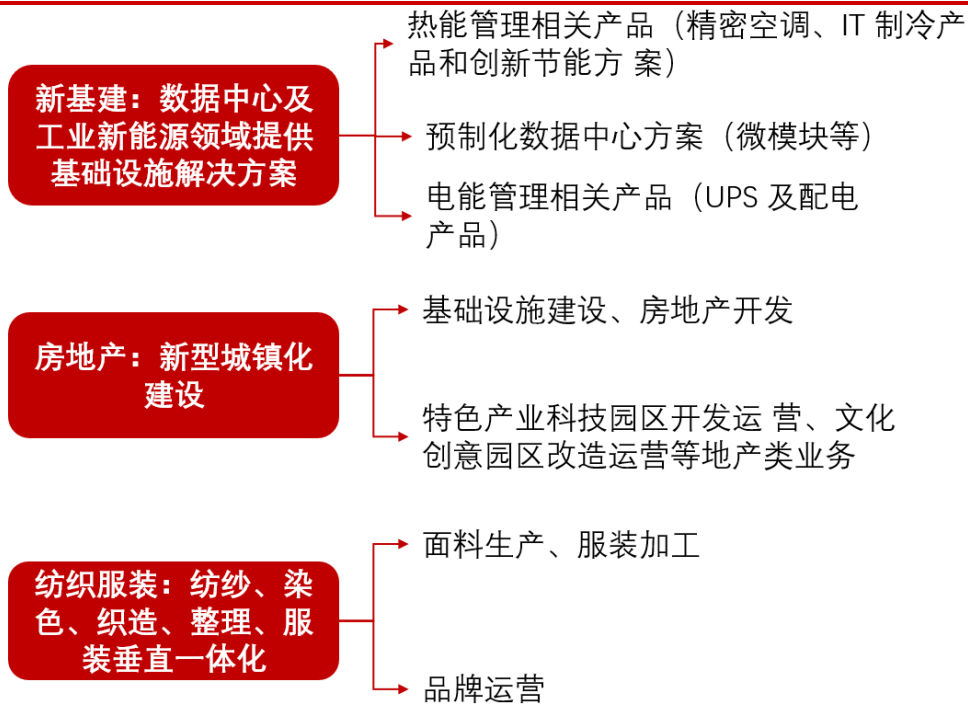
公司主要业务布局为新基建、新型城镇化建设和纺织服装三大板块：

1) 新基建：公司从事新基建业务的控股子公司——艾特网能目前主要为数据中心及工业新能源领域提供基础设施解决方案及相关核心产品的研发、生产、销售及服务，主要产品为热能管理相关产品（精密空调、IT 制冷产品和创新节能方案）、预制化数据中心方案（微模块等）及电能管理相关产品（UPS 及配电产品），可为不同规模的新一代数据中心提供高品质、低能耗的智能化数字能源基础设施完整产品解决方案及服务。主要直销客户为通信运营商、腾讯、阿里类互联网客户。

2) 新型城镇化建设业务：公司的新型城镇化建设业务主要包括基础设施建设（采用代建、施工总承包以及 EPC 等模式）、房地产开发（自主开发、合作开发以及产业园区综合开发，业务布局常州、苏州、无锡、南京、湖州、绍兴、常熟等长三角地区）、特色产业科技园区开发运营、文化创意园区改造运营等地产类业务。

3) 纺织服装业务：公司纺织服装业务具备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，致力于成为以牛仔面料为核心的产业链一体化服务提供商。

图 1 公司主要业务布局

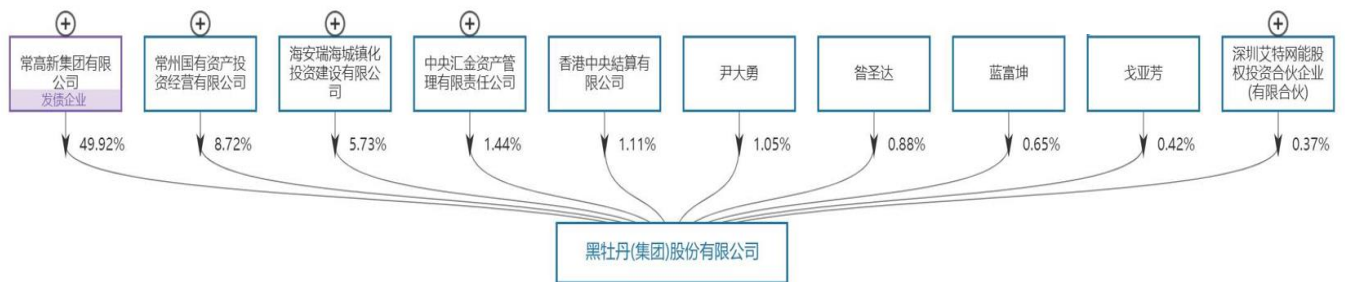


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司大股东为常高新集团、海安瑞海等国资以及公司核心管理团队核心成员（尹大勇、蓝富坤等），为公司传统业务及新业务发展同时保驾护航：2020 年底公司首发股票激励计划，最终授予包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干（含艾特网能）在内的 191 人，授予价格为 4.30 元/股。本次股票激励计划增强中长期激励机制，稳定核心队伍、发挥聚才引才效果。2021 年 5 月蓝富坤任职集团副总裁，进入上市公司董监高层。

2021 年 9 月 28 日，15 年定增股东咎圣达完成股份转让过户登记手续，海安瑞海（海安市国资控股）获转让的 6000 万股股票，占公司总股本 5.73%，转让价格 8.39 元/股。

图 2 公司股权架构



资料来源: wind, 华西证券研究所

2. 房地产等传统业务稳健，内生外边并举新基建业务亮眼

2.1. 新型城镇化建设板块项目进展顺利，经营稳健负债率逐季下降无经营性风险

公司围绕“成为集投资建设、开发运营于一体的城市综合运营服务商”的目标，在城镇化建设业务布局和运营中，紧跟长江三角洲区域一体化发展的国家战略，抓住国务院支持常州国家高新技术产业开发区在内的9个园区建设“苏南国家自主创新示范区”的历史性机遇，积极响应常州市大力推进高铁新城建设的部署，深入挖掘业务潜力，拓展业务类型和经营规模，使公司城镇化建设业务空间进一步扩大。

截止到 2021 年上半年公司新型城镇化建设板块各项目平稳交付及推进，公司与房地产相关度较大的指标存货、短期借款、长期借款、投资性房地产、应付债券等数据稳健，公司负债率持续下降。

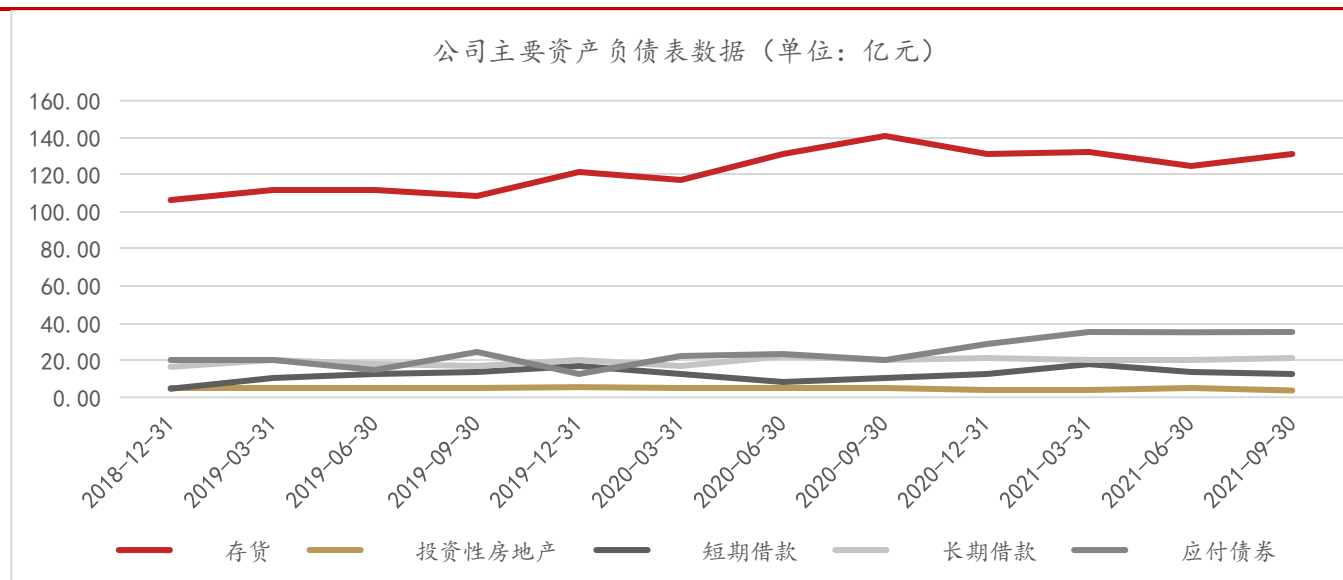
表 1 公司新型城镇化业务进展

公司新型城镇化建设业务类型	项目性质	项目进展情况 (截止到 2021 年 H1)
城市基础设施建设	PPP 项目	一期：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
		二期：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
		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：建筑主体工程施工完成，并有序推进内部装饰工程实施

房地产项目开发	商用住宅	牡丹三江公园项目（龙虎塘项目），完成一期、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
		苏州兰亭半岛生活广场项目（苏州独墅湖月亮湾项目）已全面竣工，住宅及商业均已售罄
		绿都万和城销售及交付情况良好，已开盘住宅全部售罄，12#地块完成交付；6#、7#、9#、11#地块正在建设中
		牡丹和府项目住宅已全部售罄，已顺利竣工交付；牡丹学府项目住宅已基本售罄，已顺利竣工交付
		牡丹水岸首府项目（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
		星月湾项目（推广名为“太湖天地”）以及望月湾项目（推广名为“枫丹壹号”）均已竣工交付，住宅已基本售罄；牡丹蓝光晶曜项目（仁和路项目）住宅已全部售罄，开发建设工作稳步推进中，进入建筑装饰工程施工阶段
		牡丹三江公馆项目（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
		牡丹招商公园学府项目（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
	保障性住房	百馨西苑五期开发建设工作稳步推进，实施建筑主体施工
		新景花苑五期开工建设，开始建筑主体施工

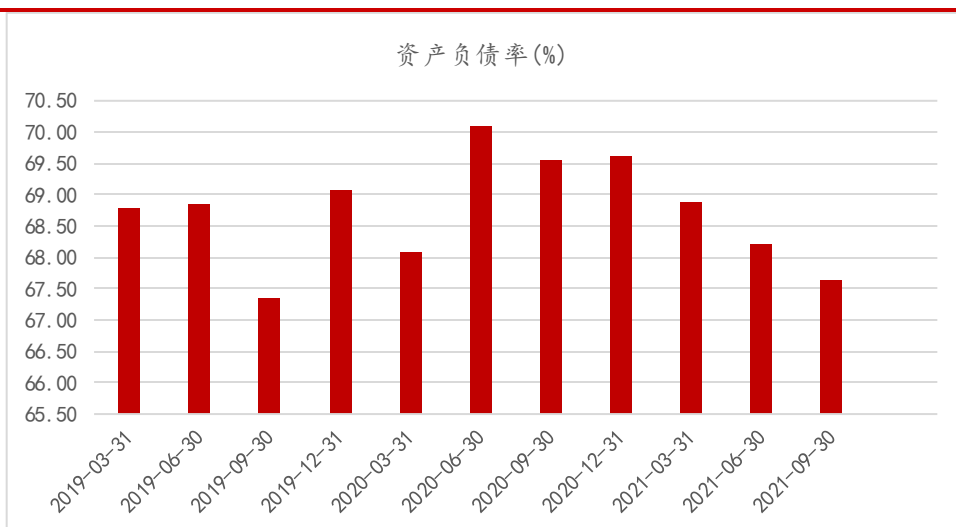
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司主要资产负债表数据（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 资产负债率(%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 艾特网能整合效果显著，“全产品线”定位进一步夯实

艾特网能团队具备稀缺的研发基因：艾特网能团队出自艾默生，依托自主研发优势不断丰富产品序列，实现“全产品线”差异布局。其蒸发冷热管冷机空调系统在南方炎热地区多数据中心实际应用中实现平均 PUE 低于 1.25 的节能目标。

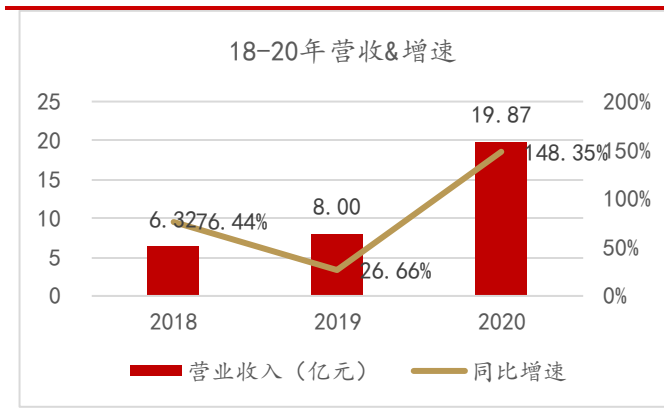
IDC 市场产销领先，自主研发丰富产品序列：收购前艾特网能业务集中在数据中心热能管理，并购后 UPS 产品品类拓宽产能扩大，加强其“热能管理、电能管理、模块化、系统节能技术和智能节能方案”一体化解决方案优势。

另一方面，并购后艾特网能拓展了数据中心一体化交付业务，从设备供应商向下游延伸进入机电集成业务领域，大幅提升业务体量。

艾特网能 2021 年上半年实现营收 3.52 亿元，同比增长 13.61%。整体净利润亏损，主要系收入结算原因所致，艾特确认收入的政策比较严格，其下游最终客户上半年主要进行数据中心建设的招投标工作，下半年主要进行建设及验收，使其收入确认主要集中在下半年，业绩存在季节性波动。

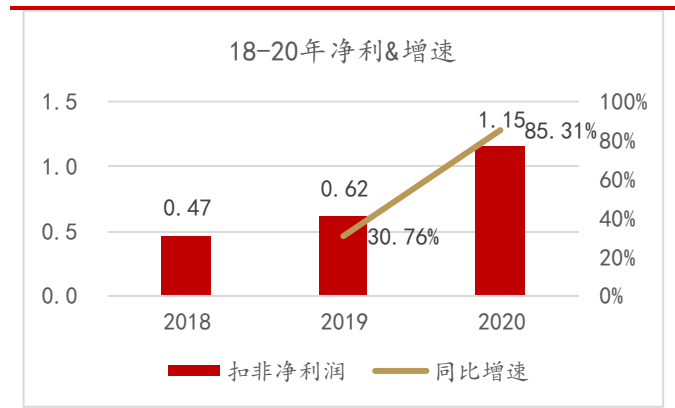
产品线拓张短期毛利率承压：2020 年艾特网能毛利率下滑，主要系一体化交付业务集成模式毛利率较低，因此整体毛利率出现下降。

图 5 艾特网能收入及增速（单位：亿元）



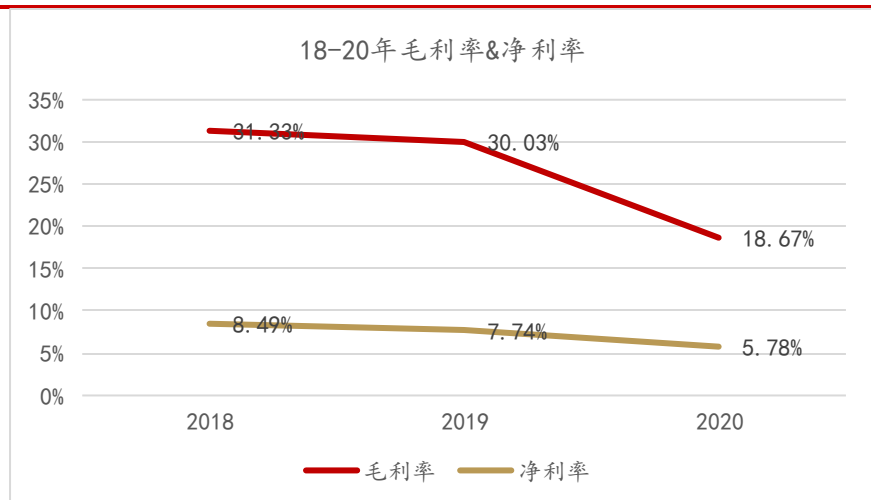
资料来源：wind，华西证券研究所

图 6 艾特网能净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 7 艾特网能毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3. 牡丹创投股权资产价值逐渐显现，外延布局支撑公司潜在新业务增长

2010 年开始，公司成立了专业的产业投资类子公司牡丹创投，寻找或者孵化符合未来发展战略、契合黑牡丹实业基因的新产业、新业务。目前全资子公司牡丹创投共投资三家创投基金、一家股权投资基金，考虑直接投资标的，先后投资中车新能源、中钢新型等十余家公司。

中车新能源，主要为客户提供超级电容等功率型储能器件及储能系统综合解决方案：在超级电容技术上布局了双电层和混合电容两个技术体系，并已取得超 200 项国内外专利，产品应用于城市公共交通、风力发电、混合动力大巴、智能电网、重型工程机械、发电侧及用户侧储能等领域。在轨道交通领域为细分行业龙头；在风电领

域近两年增长迅速；在储能领域中已经与三峡集团等达成合作。2021 年，中车新能源完成战略引资 4.95 亿元，本轮增资工商变更完成后，公司持股比例将变为 5.69%。

中钢新型主要从事特种石墨材料及复合材料的研发、生产、加工，产品应用领域包括光伏新能源、核电、半导体等：中钢新型已实现高温气冷堆、快堆等新一代核电站的关键材料——核石墨的国产化，产品顺利通过国际权威机构测试，使我国核电领域自主可控能力得到进一步提升。报告期内，中钢新型完成股份制改造；受益于下游行业高景气度，经营业绩大幅提升；其全资子公司在宁夏银川市永宁县新建的特种石墨产能项目正在推进中。

2019 年底，公司将原有产业投资业务转型升级为“IDC 基础设施制造（产业投资）业务”，重点围绕艾特网能所处数字产业方向相关项目进行挖掘和投资。同时强化艾特网能核心竞争力和护城河，并支持其向下游延伸，构建数字经济产业生态链。

3. 新五年发展规划明确，新基建板块有望快速扩张

2021 年 4 月底公司发布新五年发展规划，明确未来发展重点为新基建板块：业务上强调从数据中心设备到一体化交付和服务全面布局，业绩上强调扩大新基建经营规模，投资上强调开展产业链整合降本增效，应用上强调向工业新能源场景延伸。

公司新型城镇化建设业务系新北区开发主力军，资源禀赋、竞争优势强，为新基建战略转型提供稳定现金流。

艾特网能电能管理业务&产品拓展迅速：艾特网能完成原电能事业部升级、并扩大专业团队成立控股子公司——深圳市艾特网能电能有限公司深化研发、扩大生产，进一步强化艾特网能“热能管理+电能管理+预制化数据中心方案”全产品线能力；据艾特网能官微，公司大功率模块化 UPS 已助力北京冬奥会、中国人民银行总行、国家健康医疗大数据中心等场景和系统稳定、高效的运营。

4. 未来业务展望、盈利预测及投资建议

4.1. 公司收入及毛利预测

1) 未来 3 年新基建行业依旧是政策的热点，公司自主研发产品序列丰富，同时垂直及横向整合资源，公司新基建业务收入预计将会保持 30%左右增长，由于公司产品竞争力比较明显，毛利率预计稳定。

2) 公司在长三角地区资源丰富，实现了精品化、差异化的竞争策略，但是宏观偏软情况下，我们保守预计公司房地产板块收入维持稳定。

3) 产品创新支持公司纺织业务收入触底，我们依旧保守预期公司未来纺织业务收入不再持续增长。

表 2 公司收入及毛利预测

黑牡丹[600510.SH] - 主营构成(按指标)	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
营业总收入	67.58	77.77	102.12	109.63	116.78	122.98
		15.08%	31.31%	7.35%	6.52%	5.31%
房地产业	37.66	43.76	64.35	70.79	70.79	70.79
新基建行业			19.87	23.84	31.00	37.20
纺织行业	22.74	25.94	10.36	10.00	10.00	10.00

建筑行业	4.94	4.75	6.52	5.00	5.00	5.00
营业成本	45.38	50.01	73.18	71.46	76.57	81.40
房地产业	19.53	20.54	42.32	39.64	39.64	39.64
新基建行业			16.16	19.08	24.18	29.01
纺织行业	20.34	23.58	8.87	8.80	8.80	8.80
建筑行业	4.10	3.60	5.01	3.95	3.95	3.95
毛利率(%)	32.85	35.69	28.34	34.81	34.44	33.81
房地产业	48.14	53.07	32.24	44.00	44.00	44.00
新基建行业			18.67	20.00	22.00	22.00
纺织行业	10.55	9.11	14.41	12.00	12.00	12.00
建筑行业	17.01	24.25	23.11	21.00	21.00	21.00

资料来源: wind, 华西证券研究所

4.2. 公司可比估值分析及投资建议

目前公司动态市盈率 11.6 倍, 较同行业其他新基建公司市盈率偏低, PB 为 0.91 倍低于同行业房地产公司, 预计 2021-2023 年营收分别为 109.63/116.78/122.98 亿元, 每股收益为 0.95/1.10/1.13 元, 对应 2021 年 11 月 15 日收盘价 8.09 元/股 PE 分别为 8.50/7.39/7.16 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 3 可比公司估值 (根据 2021 年 11 月 14 日数据)

证券简称	市盈率 PE			市净率 PB
	TTM	21E	22E	
英维克	69.23	61.91	46.4	8.1
佳力图	28.02	20.52	15.18	3.1
科华数据	52.07	44.96	33.06	6.3
万科 A	5.99	5.75	5.47	1.01
保利发展	6.07	5.79	5.33	1.08
招商蛇口	5.38	6.51	5.81	1.09
黑牡丹	11.64	7.91	5.43	0.91

资料来源: wind, 华西证券研究所

5. 风险提示

精密空调、UPS 等产品价格竞争激烈, 毛利大幅下滑, 导致艾特网能商誉计提; 公司房地产业务政策调控下, 违约风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,212	10,963	11,678	12,298	净利润	1,276	1,594	1,835	1,894
YoY (%)	31.3%	7.4%	6.5%	5.3%	折旧和摊销	114	63	57	59
营业成本	7,318	7,146	7,657	8,140	营运资金变动	-663	-2,476	-216	-651
营业税金及附加	547	587	626	659	经营活动现金流	928	-614	1,854	1,482
销售费用	243	292	311	327	资本开支	-64	-75	-71	-72
管理费用	313	444	348	366	投资	-52	0	0	0
财务费用	-142	194	170	154	投资活动现金流	-189	-42	-36	-34
资产减值损失	-91	0	0	0	股权募资	88	0	0	0
投资收益	31	34	36	38	债务募资	3,085	-1,193	100	100
营业利润	1,722	2,178	2,507	2,588	筹资活动现金流	369	-1,441	-122	-126
营业外收支	22	0	0	0	现金净流量	1,093	-2,096	1,696	1,322
利润总额	1,744	2,178	2,507	2,588					
所得税	468	584	672	694	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,276	1,594	1,835	1,894	成长能力				
归属于母公司净利润	798	996	1,147	1,184	营业收入增长率	31.3%	7.4%	6.5%	5.3%
YoY (%)	2.1%	24.9%	15.1%	3.2%	净利润增长率	2.1%	24.9%	15.1%	3.2%
每股收益	0.76	0.95	1.10	1.13	盈利能力				
					毛利率	28.3%	34.8%	34.4%	33.8%
					净利率	12.5%	14.5%	15.7%	15.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	2.4%	2.8%	3.0%	2.9%
货币资金	5,077	2,981	4,677	5,999	净资产收益率 ROE	9.0%	10.1%	10.4%	9.7%
预付款项	531	583	595	636	偿债能力				
存货	13,109	14,997	15,715	16,478	流动比率	1.55	1.65	1.72	1.79
其他流动资产	9,746	11,350	11,750	12,258	速动比率	0.77	0.77	0.84	0.90
流动资产合计	28,463	29,912	32,737	35,371	现金比率	0.28	0.16	0.25	0.30
长期股权投资	200	200	200	200	资产负债率	69.6%	66.4%	64.0%	61.7%
固定资产	766	752	738	724	经营效率				
无形资产	137	182	223	265	总资产周转率	0.30	0.31	0.31	0.30
非流动资产合计	5,282	5,303	5,326	5,349	每股指标 (元)				
资产合计	33,745	35,215	38,063	40,720	每股收益	0.76	0.95	1.10	1.13
短期借款	1,293	0	0	0	每股净资产	8.50	9.45	10.55	11.68
应付账款及票据	2,098	2,206	2,349	2,476	每股经营现金流	0.89	-0.59	1.77	1.42
其他流动负债	14,993	15,953	16,723	17,259	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	18,384	18,159	19,072	19,735	估值分析				
长期借款	2,110	2,210	2,310	2,410	PE	10.62	8.50	7.39	7.16
其他长期负债	2,996	2,996	2,996	2,996	PB	0.80	0.86	0.77	0.69
非流动负债合计	5,106	5,206	5,306	5,406					
负债合计	23,489	23,365	24,378	25,141					
股本	1,047	1,047	1,047	1,047					
少数股东权益	1,356	1,953	2,641	3,351					
股东权益合计	10,255	11,850	13,685	15,580					
负债和股东权益合计	33,745	35,215	38,063	40,720					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。