

业务转型启动 控股权之争公开化

买入 首次

目标价格：12 元

投资要点：

- 地铁屏蔽门国内龙头，分享行业快速增长
- 以幕墙业务为依托，借协同效应开拓分布式光伏发电蓝海
- 股权高度分散，控股权之争公开化，后续争夺将进一步推高股价

报告摘要：

- 股权分散致控股权之争。**控股股东深圳邦林科技持股比例为 9.09%，实际控制人直接和间接持股比例之和为 12.5%。高度分散的股权结构使得控股权之争的可能性大大增加，实际上，公司这一股权结构形式由来已久，控股权之争已经公开化、激烈化，后续争夺将进一步推高股价。公司有发行 B 股，未来 B 股问题的解决将提升 A 股股东价值，并导致控股权争夺更加激烈。
- 幕墙业务、地铁屏蔽门业务将稳定发展。**公司在幕墙行业 50 强中排第 6 位，未来幕墙将随房地产行业以较快速度增长，公司作为行业内的优势企业，将与行业同步稳定发展。公司在国内地铁屏蔽门行业居于首位，根据各城市规划未来几年我国地铁投资还将快速增长，公司的地铁屏蔽门业务将受益于行业快速增长。
- 并购拓展 LED 照明业务，借协同效应开拓分布式光伏发电蓝海。**公司看好 LED 照明行业前景，通过收购索正照明及其两家关联公司进入这一领域。分布式光伏发电业务前景广阔，与公司主业幕墙业务存在较强协同效应，预计公司在该业务上将取得巨大成功。
- 风险分析：**房地产行业大幅下滑的风险；新业务拓展受阻的风险。
- 盈利预测及投资价值：**我们使用 SOP 估值法得到整个公司的市值为 64.98 亿元，当前公司 A、B 股市值之和为 50.73 亿元人民币，目标市值较之有 28.09% 的增幅，假设方大集团 A、B 股溢价率不变，则 A 股对应目标价为 12 元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1397.90	1747.62	2,277.04	3,865.10	5,079.58
增长率(%)	3.64	25.02	30.29	69.74	31.42
归母净利润(百万)	24.95	85.68	105.45	193.31	317.82
增长率(%)	-61.91	243.42	23.08	83.31	64.41
每股收益	0.03	0.11	0.14	0.26	0.42
市盈率	264.56	77.04	45.94	25.06	15.24

中小市值公司研究小组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

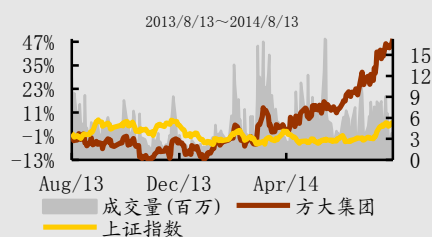
分析师：

何俊锋(S1180514070003)

电话：010-88085096

Email: hejunfeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《中文传媒》
2014/8/12
- 《量子高科：上半年业绩略降，期待新品爆发》
2014/8/12
- 《三力士：毛利率持续提升增厚公司业绩》
2014/8/12
- 《尚荣医疗：改善资本结构，引入卓越战略投资者》
2014/8/12
- 《超华科技：值得期待》
2014/8/12
- 《尚荣医疗：医建订单稳步推进，耗材板块爆发》
2014/8/12
- 《天通股份：蓝宝石发力，半年报扭亏》
2014/8/12

目录

一、多元化图谋转型，股权分散暗藏控股权之争	4
（一）主营建筑幕墙业务，拓展地铁屏蔽门、新能源业务图谋转型	4
（二）股权分散致控股权之争	5
二、幕墙业务作为核心业务，未来几年仍是利润贡献主力	7
（一）房地产持续繁荣带动幕墙业务快速发展	7
（二）公司的幕墙业务行业地位较高，将稳定较快发展	8
三、地铁屏蔽门是优势业务，国内市场份额第一	9
（一）国内地铁大发展推动地铁屏蔽门需求增长	9
（二）公司在地铁屏蔽门行业市场地位高	10
四、地产业务实现土地增值，为新业务提供现金流支持	12
（一）方大城更新单元规划获原则批准	12
（二）方大城更新项目经济效益良好	12
五、LED 照明、分布式光伏成未来利润增长点	12
（一）收购索正照明及其关联公司布局 LED 照明产业	12
（二）积极拓展分布式光伏发电项目	15
五、盈利预测及投资价值分析	19
六、风险因素分析	19

插图

图 1: 幕墙业务推动收入快速增长.....	4
图 2: 主要业务幕墙业务毛利率基本稳定.....	4
图 3: 公司股权结构高度分散.....	5
图 4: 近五年在建房屋施工面积持续大幅增长.....	7
图 5: 近五年建筑业增加值与同期 GDP 增速比较.....	7
图 6: 近十年来我国幕墙行业总产值快速增长.....	7
图 7: 我国 GDP 超千亿的城市已达 33 个.....	9
图 8: 方大承建北京地铁 5 号线屏蔽门.....	11
图 9: 方大承建新加坡地铁屏蔽门.....	11
图 10: 2012 年-2015 年全球 LED 照明市场快速发展.....	14
图 11: 2010 年-2017 年我国 LED 室内照明总产值快速增长.....	15
图 12: 欧洲光伏发电以分布式为主（2013 年）.....	16
图 13: 我国光伏发电以地面式为主（2013 年）.....	16
图 14: 珠海兴业太阳能从幕墙业务转型分布式光伏后进入高速成长期.....	18

表格

表 1: 公司主要参控股子公司 2013 年经营情况.....	4
表 2: 近年来政策导向支持开发节能型建筑.....	8
表 3: 2013 年中国建筑幕墙行业前十强.....	8
表 4: 2013 年内开通地铁的城市和线路.....	9
表 5: 拥有自主核心技术的独立国内供货商只有三家.....	10
表 6: 地铁概念股 2015 年动态市盈率均值为 28 倍.....	11
表 7: 方大城更新项目建设指标.....	12
表 8: 方大集团收购索正照明协议细则.....	13
表 9: 相当于 40W 的白炽灯的 LED 灯, 450-485 流明（\$美金），2014 年 6 月.....	14
表 10: LED 行业主要股票 2015 年动态市盈率均值为 22 倍.....	15
表 11: 分布式光伏电站较地面光伏电站更灵活，应用范围更广.....	16
表 12: 2009 年-2013 年“金太阳示范工程”项目发展统计.....	16
表 13: 浙江、江西、上海等地政府陆续出台地方光伏发电补贴政策.....	17
表 14: 分布式光伏发电业务市值对 2015 年总装机容量敏感性分析.....	17
表 15: 方大集团生产基地所属工业园区理论开发容量巨大（假设建筑占地面积占比 50%）.....	18
表 16: 方大集团分业务板块估值及合计值.....	19
表 17: 财务报表预测.....	20

一、多元化图谋转型，股权分散暗藏控股权之争

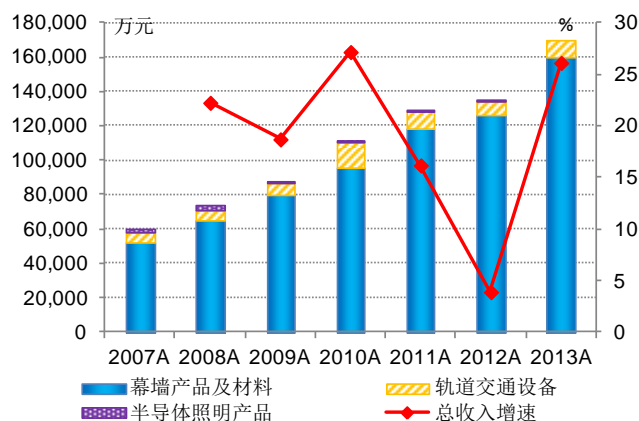
（一）主营建筑幕墙业务，拓展地铁屏蔽门、新能源业务图谋转型

公司主营幕墙材料及装饰施工业务和地铁屏蔽门业务，目前在大力拓展 LED 照明和分布式光伏发电业务。

公司在幕墙行业具有较高的市场地位，幕墙业务是公司收入、利润的主要来源，过去几年地产行业的高景气带动公司幕墙业务快速发展，推动了总收入的快速增长。公司在国内地铁屏蔽门行业处于领导者地位，但收入和利润规模较小，对公司总收入和利润影响不大。

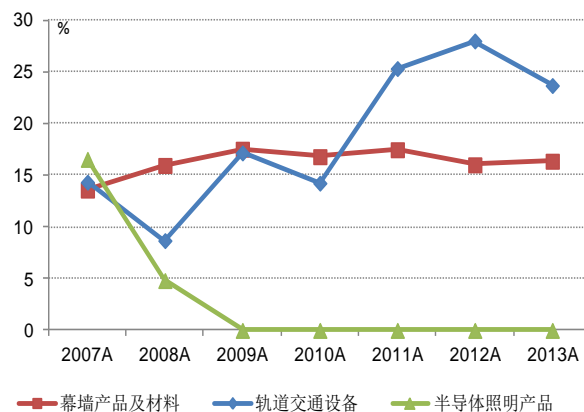
公司曾在 LED 照明行业布局，但经营不成功，由于看好 LED 照明的发展前景，公司于 2014 年通过收购的方式加大了在该行业的布局力度。分布式光伏发电受到国家政策大力支持，发展前景广阔，且和公司的传统主业幕墙业务有很强的协同效应，公司拟进入这一行业。

图 1：幕墙业务推动收入快速增长



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：主要业务幕墙业务毛利率基本稳定



资料来源：公司公告，宏源证券

2013 年主要参控股子公司经营情况如下表。

表 1：公司主要参控股子公司 2013 年经营情况

货币单位：万元

板块	被参控公司	直接持股比例 (%)	投资额	总资产	净资产	营业收入	净利润
建材板块	深圳市方大建科集团有限公司	100	31,000	1,723,27	42,280	145,089.82	5639.64
	方大新材料(江西)有限公司	100	7,316	29,589	11,771	21,191.97	1079.55
	江西方大新型铝业有限公司	100	2,000	—	—	—	—
	深圳方大德新材料有限公司	100	1,951	—	—	—	—
机械板块	深圳市方大自动化系统有限公司	100	18,378	30,783	19,508	10,938.65	468.93
金融板块	深圳市赣商联合投资股份有限公司	20.4	—	4,897	4,897	0.00	-2.66
	俊佳集团有限公司	100	0.79	—	—	—	—
家电板块	沈阳方大半导体照明有限公司	64.58	10,885	—	—	—	—
科技板块	深圳市科讯达软件有限公司	100	100	—	—	—	—
地产板块	深圳市方大置业发展有限公司	100	5,000	—	—	—	—

资料来源：公司公告，宏源证券

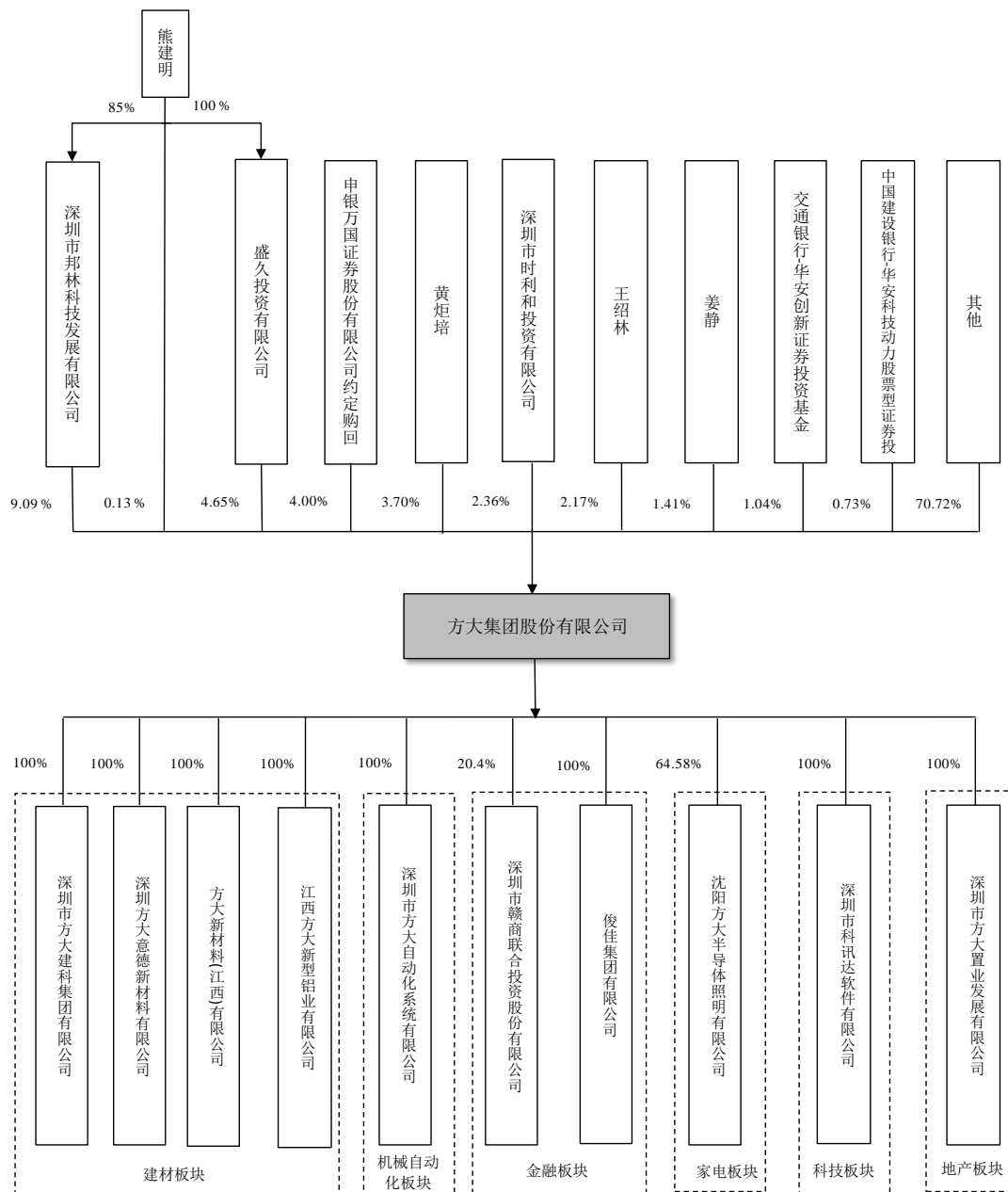
（二）股权分散致控股权之争

股权分散，暗藏控制权之争

公司控股股东为深圳市邦林科技发展有限公司，持有上市公司 9.09% 的股权。实际控制人为熊建明，熊建明通过深圳市邦林科技发展有限公司和盛久投资有限公司间接持有和直接持有上市公司 12.5% 的股权，熊建明过去五年一直担任上市公司董事长兼总裁。

公司股权结构高度分散，实际控制人持股比例低，暗藏控股权之争。

图 3：公司股权结构高度分散



资料来源：公司公告，宏源证券

1996 年方大集团 A 股上市时，发起人深圳方大集团股份占比为 53.33%；2001 年深圳方大经济发展股份有限公司（原深圳方大集团）将股份转让给深圳市邦林科技和深圳市时利和投资，两者分别持有上市公司 17.01%、13.36% 的股权；此后，两者在 2008 年至 2010 年通过二级市场

场减持了方大集团股权超过 15%，而深圳市邦林科技的股东公司熊建明持有的盛久投资则买入并增持了方大集团少量股权，当前股权结构由来如此。

控股权之争已然公开化、激烈化

2012 年 3 月，方大集团提出非公开发行预案，向第一大股东深圳邦林科技定向增发 3500 万股 A 股，但该预案被公司股东大会否决，未能实施。

2014 年 3 月 21 日，方大集团自然人股东黄炬培联合另一自然人股东王雪向上市公司提交了包括《关于提名公司第七届董事会董事的议案》在内的七项临时提案，此时距离董事会换届选举还有 10 天时间。

3 月 24 日，黄炬培在媒体公开发布《方大集团股份有限公司股东黄炬培公开征集委托投票权通知》，就上市公司拟于 2014 年 3 月 31 日召开的 2013 年度股东大会的临时提案向公司全体股东征集投票权。

3 月 25 日，方大集团发布公告，称黄炬培、王雪于 2014 年 3 月 21 日向公司董事会提交的《关于向方大集团股份有限公司 2013 年度股东大会提出的临时提案》，经公司董事会审查，该临时提案提交人的股东资格、临时提案的提交时间不符合法律、行政法规和《公司章程》的有关规定，决定不提交公司 2013 年度股东大会审议。

从公司定期公告可以看到，黄炬培和“申银万国证券股份有限公司约定购回专用账”均为 2013 年新进股东，截至 2013 年 12 月 31 日，黄炬培共持有方大集团 24,917,200 股，占上市公司总股本的 3.29%， “申银万国证券股份有限公司约定购回专用账”待购回股份为 30,270,000 股，占方大集团总股份的 4%。“申银万国证券股份有限公司约定购回专用账”的相关股东为王雪。

B 股若处置，控股权争夺将更激烈

由于 B 股交投不活跃，流动性差，作为特殊历史阶段的产物其存在的意义已不大。对于 B 股公司的出路，主要有三条：

➤ B 转 H

B 股转 H 股有一定的门槛，上市公司在财务测试、最低市值、公众持股量、流通比率等指标上必须符合港交所的规则，难度较大。

中集集团 B 和万科 B 都已经成功实现了转 H 股。

➤ 上市公司回购注销

B 股由于流动性差，股价往往严重低估，对于这样的股票，公司通过回购可以提高公司的净资产收益率，增加每股收益，增加 A 股股东价值。

➤ B 转 A

由于会对 A 股市场形成冲击，难度较大。

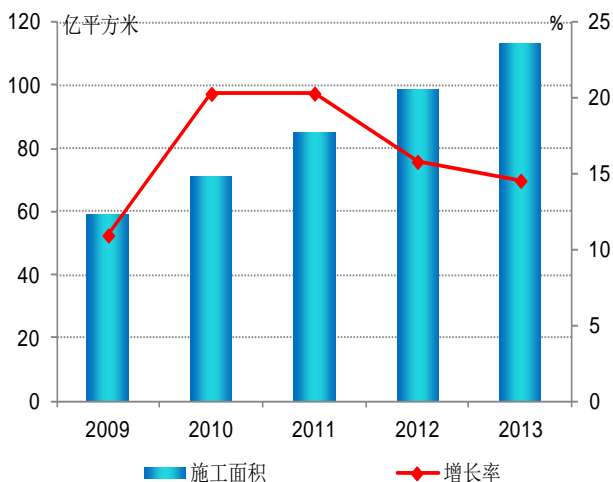
对于方大 B，处置只是时间问题，若实施 B 转 H 或 B 股回购注销，一方面会带来 A 股股东价值的提升，另一方面也会使得控股权之争更加激烈。

二、幕墙业务作为核心业务，未来几年仍是利润贡献主力

（一）房地产持续繁荣带动幕墙业务快速发展

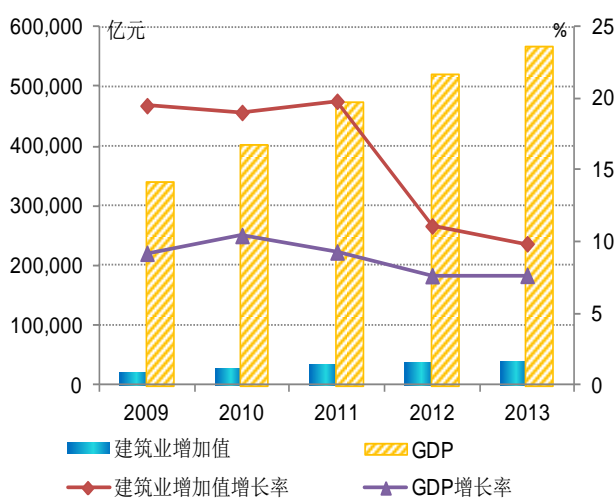
过去的十余年间，我国房地产业和 GDP 同步持续高速增长，房地产业的支柱产业地位被做实。从总体布局上来看，虽然日后房地产行业再现“胡温十年”黄金发展时期的高速增长可能性不大，但要维持 GDP 较快增长，房地产业也必须保持较快增长。未来新型城镇化、棚户区改造都是房地产业发展的动力，我们预计房地产业将维持较快增长。

图 4：近五年在建房屋施工面积持续大幅增长



资料来源：国家统计局，宏源证券

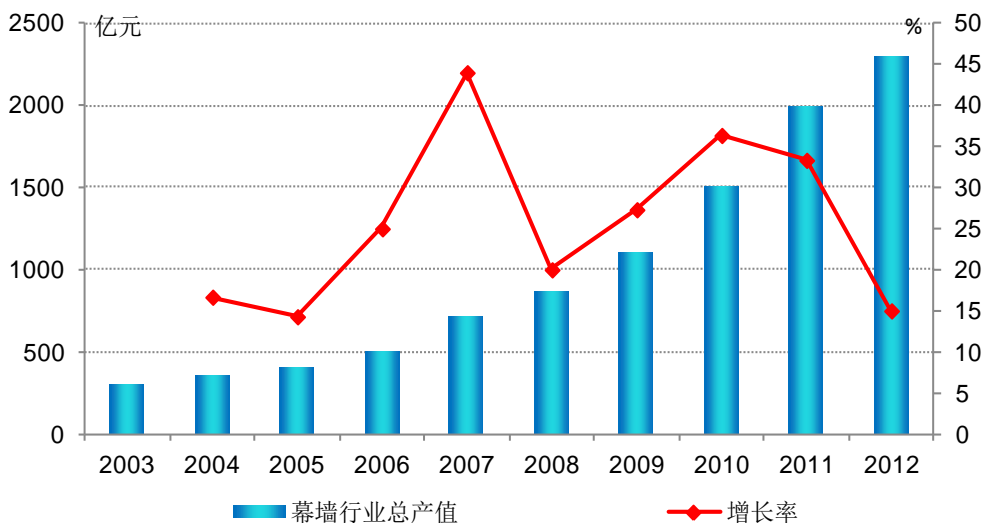
图 5：近五年建筑业增加值与同期 GDP 增速比较



资料来源：国家统计局，宏源证券

房地产的持续繁荣也同样带动了相关产业的发展。作为幕墙行业的下游产业，房地产建设开发的加速，直接拉动了对建筑幕墙及建材产品的需求，幕墙行业整体也随之扩张。

图 6：近十年来我国幕墙行业总产值快速增长



资料来源：《中国建筑装饰行业年鉴 2012》，宏源证券

在政策导向上,“十二五”规划纲要明确指出,在建筑业未来的发展上,要推广绿色建筑、绿色施工,着力使用先进建造、材料、信息技术优化结构和服务模式。为此,有关部门的相关文件出台,也为幕墙行业的发展侧重指明了方向。

我们判断节能幕墙的逐步普及应用是我国建筑幕墙产业的发展趋势,其对应业务也具有广阔的发展前景和巨大的增长潜力。

表 2: 近年来政策导向支持开发节能型建筑

时间	规定	相关要点
2007	《节能减排综合性方案》	制定并实施绿色建筑行动方案,从规划、法规、技术、标准、设计等方面全面推进建筑节能
2007	《关于我国建筑幕墙行业可持续和谐发展的指导意见》	推动幕墙向安全、节能、节水、节材、节地、绿色、智能化发展;提高幕墙企业产品标准化程度和水平。
2008	《公共机构节能条例》	通过立法的形式,将建筑节能政策规范化、标准化
2010	《关于切实加强政府办公和大型公共建筑节能管理工作的通知》	将公共建筑节能管理工作和 2010 年公共机构能源消耗指标在 2009 年基出上降低 5% 的目标
2011	《建筑业发展“十二五”规划》	建筑产品施工过程的单位增加值能耗下降 10%
2012	《绿色节能建筑行动方案》	面积超过 2 万平方米的机场、车站、宾馆、饭店、商场等大型公共建筑要在 2014 年起执行绿色建筑标准

资料来源: 国务院, 住建部, 宏源证券

(二) 公司的幕墙业务行业地位较高, 将稳定较快发展

在过去的几年中,国内幕墙行业的市场集中度不断提高,因而市场逐步向大型骨干建筑幕墙企业集中。根据思纬咨询统计的数据和上市公司的有关公告,我们发现高端建筑幕墙市场的市场份额已经集中在包括几家国际幕墙企业巨头在内的十几家幕墙企业。

表 3: 2013 年中国建筑幕墙行业前十强

序号	公司名称
1	沈阳远大铝业工程有限公司
2	北京江河幕墙股份有限公司
3	浙江中南建设集团有限公司
4	深圳市科源建设集团有限公司
5	无锡王兴幕墙装饰工程有限公司
6	深圳市方大装饰工程有限公司
7	浙江亚厦幕墙有限公司
8	中建三局装饰有限公司
9	深圳市瑞华建设股份有限公司
10	深圳市三鑫幕墙工程有限公司

资料来源: 中国建筑装饰协会幕墙工程委员会, 宏源证券

方大集团是国内最早从事建筑幕墙业务的企业之一,目前该业务由方大集团全资子公司方大装饰公司负责。在技术上,公司先后拥有幕墙产品及材料相关专利一百余项。同时,公司是国内为数不多的率先掌握节能幕墙系统的设计、制造和集成并具备自主知识产权的企业。

在品牌上，经过近 20 年的发展，方大集团已成长为国内承做节能幕墙方向独一无二的企业，并通过国内外数百项大型工程幕墙建设项目巩固了自己的行业龙头地位。迄今为止，公司在建筑幕墙领域累计获得诸多奖项和殊荣，包括“中国幕墙行业最具竞争力十强”、“中国幕墙行业 50 强”等称号。

公司在幕墙业务领域的侧重方向是和国家整体的政策导向相契合的。我们认为公司已经在技术上和品牌上积累了强大的竞争实力，未来幕墙业务收入、利润将维持较快增长。

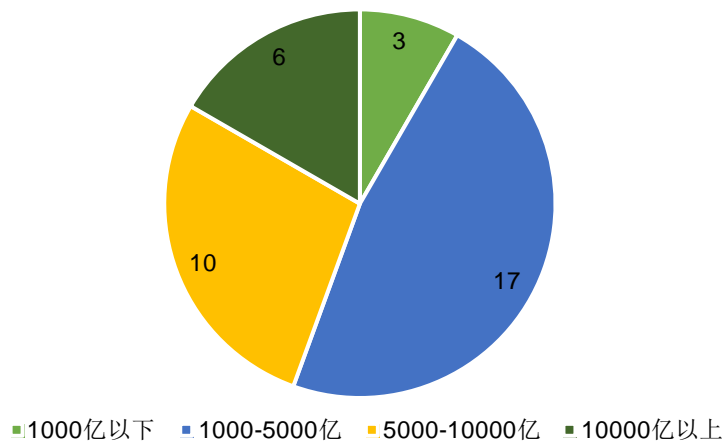
公司 2013 年幕墙业务贡献净利润约 8000 万元，我们预计 2014 年净利润 9600 万元，参考可比公司江河创建、亚厦股份等估值水平，给予 2014 年 15 倍的 PE，对应市值 14.4 亿元。

三、地铁屏蔽门是优势业务，国内市场份额第一

（一）国内地铁大发展推动地铁屏蔽门需求增长

地下轨道交通是一个城市发展达到一定规模的必然产物。根据国家统计局提供的数据，2013 年我国 36 座主要城市中，GDP 超过千亿的达到 33 个，其中 16 个 GDP 在 5000 亿元以上。随着我国城市化进程不断加快，在可以预见的未来，我们认为像这样的国内城市会越来越多，现有大城市的规模也越来越大。

图 7：我国 GDP 超千亿的城市已达 33 个



资料来源：国家统计局，宏源证券

同时，全国各地具备规模经济的城市，纷纷向国家上报了地铁项目的规划。目前，国务院已经批准和将要批准的城市已经达到 30 多个，预计 2020 年之前轨道交通投资规模将超过 1 万亿元。2013 年，许多城市都迎来了自己的地铁大发展，其中哈尔滨、郑州、宁波、青岛、长沙、无锡、南昌、合肥等城市都相继进入“地铁时代”。

表 4：2013 年内开通地铁的城市和线路

城市	地铁线路	备注说明
北京市	8 号线	二期南段南延，北段北延
天津市	2 号线	东南角至天津站贯通运行
	3 号线	南延至京沪高铁天津南站
上海市	12 号线	一期工程开通

	16 号线	“滴水湖-罗山路”段开通
	11 号线	二期工程、向西延伸段通车试运营
杭州市	2 号线	东南段开通
长沙市	2 号线	开通
哈尔滨市	1 号线	开通
郑州市	1 号线	开通
武汉市	1 号线	三期工程开通
	4 号线	开通
广州市	6 号线(萝岗线)	开通
苏州市	2 号线	开通
沈阳市	浑南有轨电车	开通
	2 号线	北延段开通
西安市	1 号线	开通

资料来源：各地政府网站，宏源证券

在“十二五”期间，我国计划建成投运地铁里程 2,500 公里左右，年均修建里程在 500 公里左右。我们认为，我国已经成为全世界最大的城市轨道交通建设市场，而且未来 10 年将会是地铁建设发展高峰期。作为地铁建设的配套产业，地铁屏蔽门行业也会迎来发展高峰期。

（二）公司在地铁屏蔽门行业市场地位高

地铁屏蔽门作为国内新兴行业，正引起越来越多制造业企业的积极关注和介入。目前，在国内供货商中，只有包括方大集团在内的 3 家公司掌握了核心技术。根据中国交通运输协会城市轨道交通专业委员会统计，目前方大集团屏蔽门产品在国内市场占有率约 20%，处于行业第一位。

表 5：拥有自主核心技术的独立国内供货商只有三家

供货商类型	公司名称
独立的国外供货商	法国法维莱交通车辆设备公司
	英国西屋轨道系统公司
	瑞士卡巴自动门公司
	日本纳博特斯克公司
	西子奥的斯公司
与国外供货商合作的国内供货商	重庆川仪工程技术公司
	广州广日电梯公司
	今创集团公司
	上海轨发公司
	北京北控电信公司
独立的国内供货商	沈阳远大公司
	方大集团
	南京康尼机电新技术有限公司
	上海嘉诚有限公司

资料来源：方大集团 2012 年度第一期短期融资券募集说明书，宏源证券

方大集团经过多年的发展和积累,已经开发出拥有完全自主知识产权的整套地铁屏蔽门系统解决方案。公司自主研发的屏蔽门系统于2005年通过了国家建设部的鉴定,2006年通过了中国交通运输协会城市轨道交通专业委员会“轨道交通站台屏蔽门/安全门系统”的评审,从技术角度而言,方大集团在地铁屏蔽门行业有巨大的优势。作为该市场的领跑者,方大集团也是国家行业标准的制定者。

通过公司业绩报告可以发现,该公司先后承建了国内十余座城市的地铁屏蔽门业务。目前全国已有的地铁运营城市中,有60%的城市都应用了该公司的地铁屏蔽门产品。

图 8: 方大承建北京地铁 5 号线屏蔽门



资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 9: 方大承建新加坡地铁屏蔽门



资料来源: 公司网站, 宏源证券

地铁屏蔽门配套服务属于高附加值的高端服务业。随着轨道交通系统不断发展,城市轨道交通日渐成为主要的交通工具,对地铁屏蔽门的配套服务需求也会相应增长,其中就蕴含巨大的商机。目前,方大集团正努力延伸轨道交通设备产业链,拓宽自己的附加值平台。

公司2013年地铁屏蔽门业务贡献净利润约460万元,我们预计未来两年净利润增速不低于30%,2015年净利润不低于777万元,参考地铁概念股估值水平,给予2015年28倍的PE,对应市值2.18亿元。

表 6: 地铁概念股 2015 年动态市盈率均值为 28 倍

股票代码	股票简称	EPS			PE		
		TTM	2014E	2015E	TTM	2014E	2015E
002296	辉煌科技	0.38	0.69	0.95	77.33	42.24	30.65
300150	世纪瑞尔	0.23	0.38	0.55	67.22	41.00	28.25
300011	鼎汉技术	0.15	0.27	0.45	92.88	51.45	30.68
002480	新筑股份	0.02	0.14	0.30	343.85	54.77	25.28
均值							28.72

资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

四、地产业务实现土地增值，为新业务提供现金流支持

（一）方大城更新单元规划获原则批准

公司申报的《南山区桃源街道方大城更新单元规划》已经深圳市城市规划委员会建筑与环境艺术委员会审议并获原则通过。

新方大城的功能定位与改造目标为：以高新技术产业、高端新兴产业研发型总部聚集区为核心功能，集研发用房、配套商业服务设施等功能为一体的产业社区，项目总投资 25 亿元，建设资金来源于自有资金和银行贷款，目前已获得中国建设银行深圳市分行 15 亿元贷款意向，计划于 2014 年开工，2016 年底完工。

表 7：方大城更新项目建设指标

指标	数值
拆迁用地范围总面积（平方米）	44,004.50
开发建设用地面积（平方米）	35,397.90
容积率	6
绿地覆盖率	35%
计入容积率建筑面积（平方米）	212,400.00
其中：产业研发用房	187,680.00
商业配套设施	20,000.00
公共配套设施	4,720.00
地下停车位（个）	2,000.00

资料来源：公司公告，宏源证券

（二）方大城更新项目经济效益良好

公司公告指出，公司计划除部分产业用房自用外，项目中共约 10 万平方米的产业用房用于出售，配套商业面积 2 万平方米和产业用房约 7 万平方米用于出租。项目预计于 2015 年第四季度开始预售，2017 年出售完毕。根据国家法规以及深圳市现行政策和《可研报告》预测，计划出售部分预计可实现销售收入约 44.13 亿元，租赁部分预计未来每年可实现租赁收入 1.47 亿元，税后财务内部收益率 107.45%，静态回收期 3.25 年，动态回收期 3.41 年。

对于方大城项目的价值，我们可以先假设全部用于出售，在 2016 年年底收到预售款，算出一个价值，作为方大城项目价值的合理估计值。依据安居客等网站的数据，目前南山区西丽镇的甲级写字楼的售价约 2 万元/平方米，我们保守估计 2016 年公司写字楼售价为 2.2 万元/平方米，根据世联地产的研究报告《世联-深圳写字楼物业停车位调研报告》，国内大城市的停车位售价在 20 万元-30 万元，我们以底价 20 万元计，由此我们计算出 2016 年年底公司回收现金 46 亿元，扣除借款本息 17 亿元，再折现到 2014 年年底得到 26 亿元。

五、LED 照明、分布式光伏成未来利润增长点

（一）收购索正照明及其关联公司布局 LED 照明产业

对赌条款收购索正照明及其关联公司

2014 年 7 月 22 日，方大集团发布公告，宣布收购中山市索正光电照明有限公司及其关联公司，这也标志着方大集团正式进军 LED 照明领域。

索正照明是一家集研发、生产和销售于一体的综合型照明企业，涵盖光源、灯具、照明控制等领域，目前已经具备规模化的生产能力与广覆盖的渠道布局。索正照明主打 LED 球泡灯产品，拥有“索正”和“节派”两大品牌。

方大集团以对赌条款实现对索正照明的收购，是希冀于早早布局 LED 照明产品市场，从而在 LED 光源替代传统光源的产品更迭浪潮中获利。对于索正照明这一成长性企业，对赌协议也提供了一项财务激励，有助于公司业务的进一步发展，保障了方大集团作为投资方的利益。

表 8：方大集团收购索正照明协议细则

	2014 年 7 月-12 月	2015 年	2016 年
投资额（百万）	6	6	6
支付条件	股权转让达成	2014 年下半年完成销售目标或净利润目标的 90%以上	2015 年完成销售目标或净利润目标的 90%以上
未达条件结果	—	无需支付	无需支付
承诺销售目标（百万）	150	600	1000
承诺净利润目标（百万）	3	36	60
净利润率	2%	6%	6%
方大股权占比	60%	60%	60%
增资额（百万）	0	0	30
增资形式	方大集团于股权转让后以无息借款方式提供 3000 万元借款		
增资条件	—	—	2014 年 7 月至 2016 年底完成累计销售目标或累计净利润目标的 90%以上，则借款无需归还
未达条件结果	—	—	归还借款，同时索正以 1 元每股价格向方大集团转让目标公司 30%股权
当年度累计最大投资（百万）	6	6	36
总计最大投资额度（百万）		48	

资料来源：公司公告，宏源证券

LED 照明处于渗透率快速提高的爆发期，市场空间广阔

LED 灯具利用内置的发光二极管芯片实现电能向光能的转化，相比于传统的照明设备，优势在于：

- 节能，单管 0.03-0.06W，电光功率转换接近 100%
- 使用寿命长，理论寿命可达 6 万至 10 万小时，是传统灯具的 10 倍以上
- 环保，不含有汞等有害物质

LED 灯具未来的市场来自于对传统灯具如白炽灯、节能灯的替代，其市场空间巨大。

但 LED 灯具制造成本和售价较高，阻碍了其应用。近几年世界各国普遍推出了淘汰白炽灯的计划，并对 LED 照明产品给予财政补贴，这些计划和政策推动了 LED 照明产品的普及应用。

2013 年 LED 照明整体渗透率约为 15%（LED 室内照明渗透率 10% 左右），正处于渗透率 15%-60% 的快速增长时期。

随着 LED 照明技术的提升和规模化生产，LED 照明产品的制造成本和售价将不断下降，从而推动市场规模做大。当国际市场 LED 照明灯泡达到价格甜蜜点（40W，10 美金），市场将进入快速增长阶段。

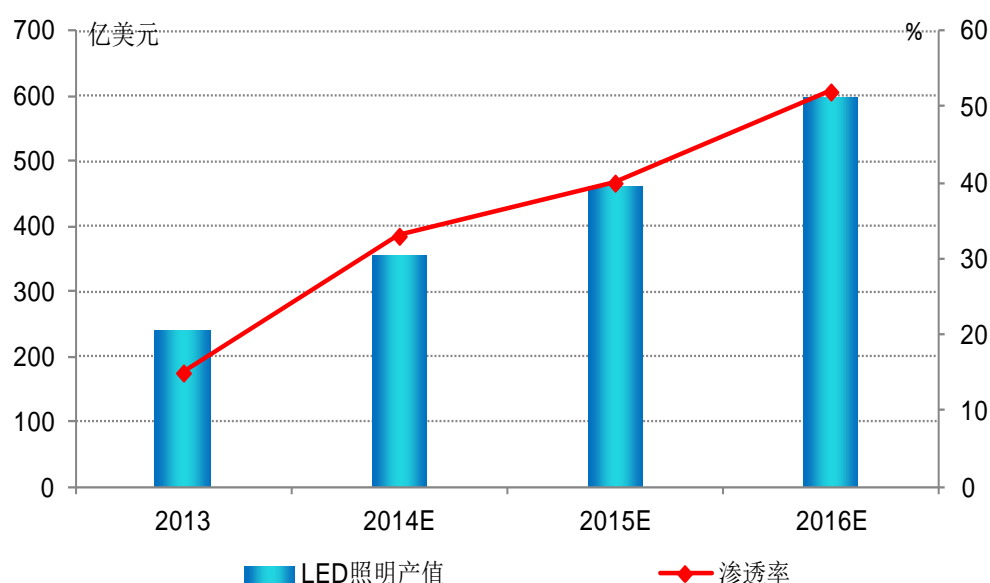
表 9：相当于 40W 的白炽灯的 LED 灯，450-485 流明（\$美金），2014 年 6 月

国家和地区	高点	低点	主流价格	月环比涨跌幅	千流明平均价
中国	17.2	2.3	6.5	0%	14.1
全球	43.8	2.3	14.4	1%	30.3

数据来源：LEDinside，宏源证券

预计 LED 照明渗透率 2016 年将超过 50%，未来几年行业产值年均增速超过 30%。

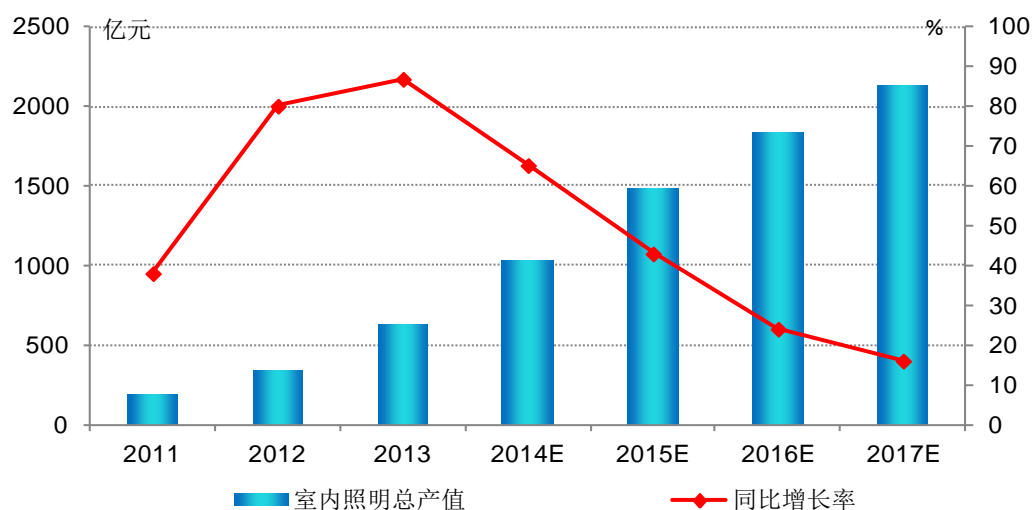
图 10：2012 年-2015 年全球 LED 照明市场快速发展



资料来源：LEDinside，宏源证券

国内方面，在本身性能优势与国家政策支持的双重动力下，LED 照明设备行业在过去数年内发展迅速。GLII 的研究数据显示，国内的 LED 照明市场实现了产值的飞跃。仅以室内照明市场为例，其市场总产值从 2011 年至 2013 年已经上涨了 237%，GLII 预测未来几年国内的 LED 照明市场仍将维持一定的增长速度。

图 11: 2010 年-2017 年我国 LED 室内照明总产值快速增长



资料来源: GLII, 宏源证券

LED 照明业务估值

依据以上我们对 LED 照明行业和索正照明的分析, 我们预计索正照明能实现对赌条款中约定中承诺的收入和净利润, 索正照明 2015 年净利润以最低净利润计为 3600 万元, 方大集团可得投资收益为 2160 万元, 给予 2015 年 22 倍 PE, 对应市值 4.8 亿元。

表 10: LED 行业主要股票 2015 年动态市盈率均值为 22 倍

股票代码	股票简称	EPS			PE		
		TTM	2014E	2015E	TTM	2014E	2015E
600703	三安光电	0.52	0.60	0.79	27.35	23.55	17.90
002638	勤上光电	0.27	0.39	0.62	61.81	42.61	26.61
300323	华灿光电	(0.03)	0.33	0.81	(506.11)	38.65	15.87
300241	瑞丰光电	0.25	0.37	0.61	66.25	45.56	27.59
300303	聚飞光电	0.49	0.65	0.88	35.01	26.73	19.69
300232	洲明科技	0.33	0.65	0.99	82.36	42.40	27.78
均值							22.57

资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

(二) 积极拓展分布式光伏发电项目

分布式光伏受到政策支持, 发展前景看好

光伏发电以其清洁、范围广、可持续的优势, 在近年来的新能源浪潮中占据了重要的地位。在光伏发电的两种主要形态中, 分布式光伏电站可以更好地利用城镇空间环境, 占地面积小, 可以减小用户对于电网的依赖, 应用范围更加灵活, 还可以有效解决边远地区用电不便的情况, 发展空间更大。

表 11: 分布式光伏电站较地面光伏电站更灵活, 应用范围更广

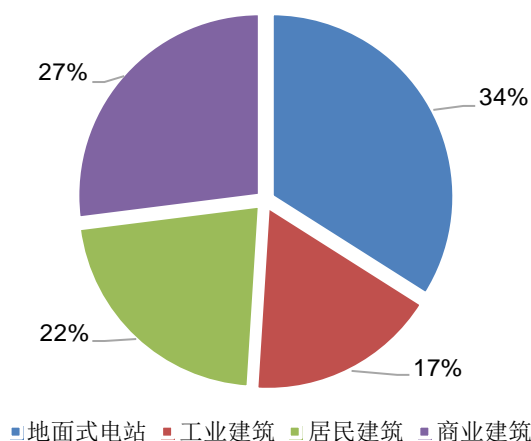
	分布式光伏电站	地面式光伏电站
地域	城镇建筑物	多为荒山、荒漠
规模	小而多	规模大, 总体数量有限
初始投资	小	大
占地	有效利用建筑物外层	需要专门的区域建设
发电使用情况	直接供给用户侧	需要升压介入输电网

资料来源: 公开资料, 宏源证券

在欧洲, 地面式光伏电站的容量仅占到总量的 34%, 分布式光伏电站占据了 66% 的总装机容量。其中, 分布式电站又划分依照建筑类型划分为工业建筑、居民建筑与商业建筑三类。分布式光伏电站在三者中的分配比例也是相对均衡的。欧洲的分布式发电发展到了相对完善的程度, 分布式电站可以充分发挥其“无处不在”的优势, 为工商业与居民提供生产生活用电, 这也正是光伏发电行业未来的发展趋势。

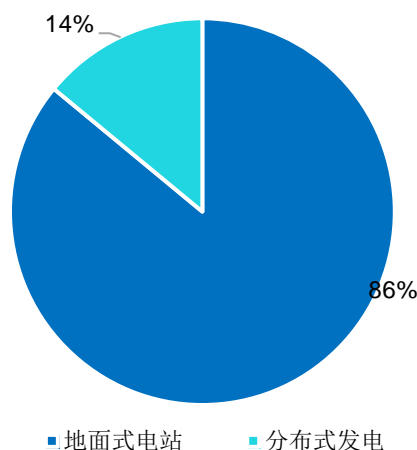
目前我国的光伏发电仍然以地面电站为主, 分布式发电还没有形成占优规模。我国的房屋总建筑面积达到了 500 亿平方米以上, 其中可以用于光伏发电的至少有上百亿平方米之多, 对比欧洲地区分布式光伏发电, 可以看出我国在分布式发电领域还有相当大的发展空间。

图 12: 欧洲光伏发电以分布式为主 (2013 年)



资料来源: EPIA, 宏源证券

图 13: 我国光伏发电以地面式为主 (2013 年)



资料来源: 国家能源局, 宏源证券

针对分布式光伏电站, 自 2009 年以来, 我国主要是通过“金太阳工程”, 对分布式光伏电站的建设提供事前补贴, 补贴的金额大致覆盖了初始投资的 50%-70%。在财政补贴的支持下, 从 2009 年开始, 国内的光电建筑项目实现了数量上的快速增长。

表 12: 2009 年-2013 年“金太阳示范工程”项目发展统计

时间	示范工程项目个数	项目总规模/MW	补贴标准 (元/W)
2009 年	140	304	BIPV20; BAPV15
2010 年	46	272	BIPV17; BAPV13
2011 年	129	692	BIPV12
2012 年	155	1709	BIPV9; BAPV7.5
2013 年	228	2834	—

资料来源: 财政部, 发改委, 宏源证券

然而,“金太阳工程”事前补贴的方式,可能会带来利用光伏设备先建后拆从而骗取补助的现象。基于这种现象的愈演愈烈等诸多原因,国家终止了“金太阳工程”的运作,转而采用了对于发电量补贴的方式。

2013年8月,发改委颁布《关于完善光伏发电价格政策通知》,通知规定未来对于光伏电站的补贴额将以各个电站的实际发电量为考量标准。地面光伏发电补贴额为0.75-1元/千瓦时,分布式光伏发电补贴额为0.42元/千瓦时,补贴资金来源于可再生能源发展基金。补贴方式的改变可以缓解分布式光伏电站建设数量虚高的局面,使得真正从事光伏发电的企业可以获得更多的政策支援,从而赢得更好的发展局面。

除了国家补贴外,光伏发电较为发达的地区也纷纷推出了省市级的补贴政策。

表 13: 浙江、江西、上海等地政府陆续出台地方光伏发电补贴政策

地区	发布时间	补贴额度(元/千瓦时)	累计补贴(元/千瓦时)	备注
浙江省	2013年10月	0.1	0.52	省补贴与国家补贴同期,下同
绍兴市	2014年3月	0.2	0.72	1、补贴对象为在绍注册企业于2015年底前建成并网发电的项目;2、补贴为期五年
江西省	2014年4月	0.2	0.62	1、适用于2014年度计划项目;2、补贴为期20年
上海市	2014年5月	0.25(工商业用户) 0.4(个人、学校)	0.67 0.82	补贴为期5年

资料来源:地方政府公告、宏源证券

在国家政策的支持下,我国的光伏发电产业增长迅速,尤其是分布式发电项目,在补贴模式改革之后呈现出了明显的增长态势。能源局在今年年初下发的对于2014年光伏发电年度新增建设规模的通知显示,2014年计划新增光伏发电规模1400万千瓦,其中分布式光伏发电要占到600万千瓦。我们认为,分布式光伏发电已进入黄金增长期。

公司有望以所在工业园区为起点布局分布式光伏发电项目

依据公司公告的调研记录,公司正组建团队和与东莞松山湖管委会等相关单位进行商洽。

根据相关资料,光伏电池每平方米发电功率在100-120W。公司东莞松山湖基地厂区占地6.67万平方米,理论装机容量6.67-8MW;整个松山湖工业园区占地面积7200万平方米,假设建筑占地面积占50%,理论装机容量3600MW。

假设2015年开发200MW分布式光伏项目,其中80MW采用BT的模式,净利润6400万元,给予20倍PE,对应市值12.8亿元;120MW自主运营,16年净利润3200万元,给予2016年15倍PE,对应市值4.8亿元。我们以2015年开发200MW为中性假设做敏感性分析如下:

表 14: 分布式光伏发电业务市值对 2015 年总装机功率敏感性分析

15年总装机容量 (MW)	BT装机 (MW)	15年BT模式净利润 (万元)	BT模式市值 (亿元)	自营装机 (MW)	16年自营净利润 (万元)	自营模式市值 (亿元)	合计市值 (亿元)
100	40	3200	6.4	60	1600	2.4	8.8
200	80	6400	12.8	120	3200	4.8	17.6
300	120	9600	19.2	180	4800	7.2	26.4

资料来源:宏源证券

公司在深圳、北京、南昌、沈阳、东莞等地建有大型生产基地，基于公司与基地所属工业园区的合作关系，公司有望在这些工业园区实施分布式光伏发电项目。

表 15：方大集团生产基地所属工业园区理论开发容量巨大（假设建筑占地面积占比 50%）

区域	产业园名称	园区面积（万平方米）	理论装机容量（MW）
北京	北京市丰台区中关村丰台园总部基地	65	32.5
沈阳	沈阳方大半导体照明产业园	30	15
深圳	深圳市高新技术产业园区	1150	575
南昌	江西省南昌市高新技术产业开发区	6000	3000
东莞	东莞松山湖科技产业园区	7200	3600
成都	成都市新材料产业功能区	3300	1650
上海	上海虹桥经济技术开发区	65	32.5
合计		17810	8905

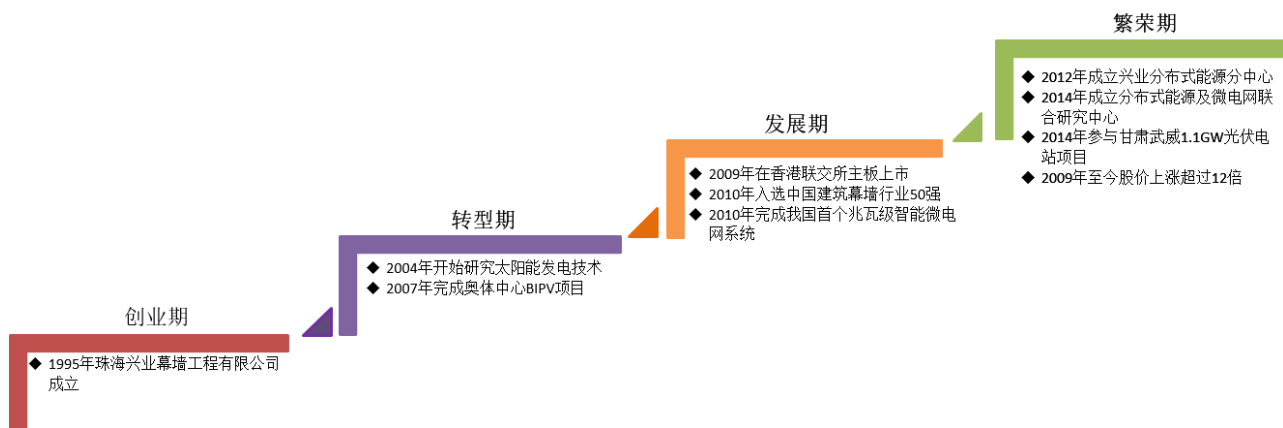
资料来源：政府网站，公开资料，宏源证券

协同效应明显，珠海兴业太阳能成功经验可作借鉴

幕墙业务的客户可能成为分布式发电业务的客户，幕墙也可以和光伏电池合二为一而成为 BIPV，因而两项业务的协同效应明显。公司主业为幕墙业务，具有客户资源和渠道资源，未来发展分布式光伏发电业务，前景看好。

珠海兴业太阳能(750.HK)2007 年从幕墙业务转型进入分布式光伏发电领域，2007 年-2013 年净利润复合增速达到 38%，2009 年 1 月上市以来股价翻了 10 多倍。方大集团有望复制珠海兴业太阳能的成功路径。

图 14：珠海兴业太阳能从幕墙业务转型分布式光伏后进入高速成长期



资料来源：公司公告，宏源证券

五、盈利预测及投资价值分析

根据前文分析计算的结果，采用 SOP 估值法得到整个公司的市值为 64.98 亿元，列示如下表：

表 16：方大集团分业务板块估值及合计值

业务板块	估值（亿元）
幕墙	14.4
地铁屏蔽门	2.18
房地产	26
LED 照明	4.8
分布式光伏发电	17.6
合计	64.98

资料来源：宏源证券

当前公司 A、B 股市值之和为 50.73 亿元人民币，我们计算得出的目标市值较之有 28.09% 的增幅，假设方大集团 A、B 股溢价率不变，则 A 股对应目标价为 12 元，首次给予“买入”评级。

六、风险因素分析

我们认为，主要风险有两个：

1. 房地产行业大幅下滑的风险；
2. 新业务拓展受阻的风险。

附录

表 17: 财务报表预测

(货币单位: 百万元人民币)

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	278	334	455	773	1,016	营业收入	1,398	1,748	2,277	3,865	5,080
应收和预付款项	805	949	1,102	1,391	1,829	减: 营业成本	1,145	1,425	1,893	3,164	4,086
存货	269	429	454	580	762	营业税金及附加	24	23	30	51	68
其他流动资产	57	66	80	116	152	销售费用	35	37	49	83	109
流动资产合计	1,409	1,778	2,092	2,860	3,759	管理费用	123	127	166	290	381
长期股权投资	-	10	10	10	10	财务费用	25	23	20	19	13
投资性房地产	258	195	211	211	211	资产减值损失	51	34	10	10	10
固定资产和在建工程	517	464	470	473	465	加: 投资收益	3	0	-	-	-
无形资产和开发支出	102	92	97	102	109	公允价值变动损益	12	17	16	-	-
其他非流动资产	41	61	61	61	61	汇兑净收益	-	-	-	-	-
非流动资产合计	918	822	849	857	856	营业利润	11	94	125	248	414
资产总计	2,328	2,600	2,941	3,717	4,615	加: 其他非经营损益	8	6	8	8	8
短期借款	182	369	484	363	413	利润总额	20	101	133	255	421
应付和预收款项	650	846	889	1,508	1,982	减: 所得税	13	19	27	62	103
其他流动负债	301	117	144	245	322	净利润	6	81	105	193	318
短期负债合计	1,133	1,333	1,517	2,117	2,717	减: 少数股东损益	-19	-4	-	-	-
长期借款	-	-	74	74	82	归母股东净利润	25	86	105	193	318
其他长期负债	36	51	51	51	51						
长期负债合计	36	51	124	124	133						
负债合计	1,169	1,383	1,642	2,241	2,849	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1,099	1,161	1,243	1,421	1,710	盈利能力					
少数股东权益	60	55	55	55	55	加权 ROE	51.36%	21.44%	8.31%	13.85%	19.44%
股东权益合计	1,158	1,216	1,299	1,476	1,765	销售毛利率	18.09%	18.44%	16.87%	18.13%	19.57%
负债和股东权益总计	2,328	2,600	2,941	3,717	4,615	销售净利率	3.32%	6.36%	5.23%	6.67%	8.34%
						成长能力					
						营业收入增长率	3.64%	25.02%	30.29%	69.74%	31.42%
						净利润增长率	-61.91%	243.42%	23.08%	83.31%	64.41%
						每股和估值指标					
						EPS (元)	0.03	0.11	0.14	0.26	0.42
						每股经营性现金流(元)	0.08	0.21	0.04	0.70	0.34
						PE	264.56	77.04	46	25	15

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 方大集团、天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。