

ST甘化（000576）投资价值分析

（机密文件）

2011年3月

广州万隆 成长投资顾问群

最大投资亮点：

1、重组压力大，急迫性强，已经公开了潜在重组方。公司 07、08 年连续两年亏损，09 年通过资产出售维持上市地位，但不是长久之计。大股东重组意愿强烈，在 09 年就有意向重组，且已经公开了潜在重组方。

2、潜在重组方实力强大，重组后股价可以达到 12 元以上，考虑预期有望达到 14-15 元，上涨空间极大。潜在重组方广业公司，预期注入环保类资产，保守估计甘化总市值达到 70 亿以上，考虑增发方案总股本增大因素，重组后公司股价可以达到 12 元以上，距离目前还有 50%的空间。此外考虑到未来不断的资产注入预期，我们认为可以给多一些的溢价，可能可以达到 14-15 元附近，上涨空间极大。

3、公司整体市值较小，重组障碍不存在，壳资源比较干净。公司总股本 3.23 亿股，目前估价 7.8 元，总市值 25 亿，观察 2010 年中报公司最新的资产负债表，帐上现金 2660 万，固定资产 5 亿，短期借款 3.08 亿，长期借款 1000 万，资产负债率 63%，每股净资产 1.22 元，整体来看资产负债表算干净，负担不重，同时中报显示没有任何委托理财，对外担保，资金占用，法律纠纷的问题。

4、公司股本结构非常简单，无存量小非，有利于推动重组的进展。目前甘化股东结构中，江门市资产管理局持股 6400 万，为国有股，占总股本 19.82%，其它都是个人股东，且比例很低，公司股东中无存量小非与基金，大股东与游资极为容易形成利益共同体。大股东的意愿基本左右了公司的重组前景，我们认为这种简单的股权结构有利于推动重组的进程。

（一）2010 年 10 月 21 日 ST 甘化（000576）重组前景分析报告

第一部分、简述并购空间和利益、风险

投资亮点：

1、潜在重组方实力强大，重组后股价可以达到 12 元以上，考虑预期到 14-15 元

潜在重组方广业公司，预期注入环保类资产，保守估计甘化总市值达到 70 亿以上，考虑增发方案总股本增大因素，重组后公司股价可以达到 12 元以上，距离目前还有 50%的空间。

此外考虑到未来不断的资产注入预期，我们认为可以给多一些的溢价，可能可以达到 14-15 元附近。

2、重组压力大，急迫性强，已经公开了潜在重组方

公司 07、08 年连续两年亏损，09 年通过资产出售维持上市地位，但不是长久之计。大股东重组意愿强烈，09 年有意向重组，且已经公开了潜在重组方。

3、重组障碍不存在，壳资源较为干净。

公司总股本 3.23 亿股，目前估价 7.8 元，总市值 25 亿，观察 2010 年中报公司最新的资产负债表，帐上现金 2660 万，固定资产 5 亿，短期借款 3.08 亿，长期借款 1000 万，资产负债率 63%，每股净资产 1.22 元，整体来看资产负债表算干净，负担不重，同时中报显示没有任何委托理财，对外担保，资金占用，法律纠纷的问题。

跟踪点

主要关于广业公司的一些最新动向

2010 年 7 月 16 日，广业投资集团（以下简称集团）在江门市新会区召开 2010 年上半年经济运行情况分析暨上市动员现场会。集团领导班子成员、监事会主席、各部（室）负责人以及二级企业总经理、财务部长等共 40 余人参加了会议，广业公司副总经理姚小平受吕业升董事长委托到会指导工作。

我们的解读：广业集团的会议地点是在江门开的，广业投资作为广业资产经营公司的一级子公司，已经召开整体上市动员现场会，由此可以判断，广业的上市可能是不久的将来就会发生的事情。从广业的上市决心看，借壳 ST 甘化，ST 甘化停牌重组可能也是不久的将来就会发生的事情。

提示：本文后面附注我们跟踪江门市国资委和广业公司近两年以来的一些动作，供参考。

第二部分、基本面的简要介绍和大股东利益分析

1、公司 09 年通过资产转让实现保壳，2010 年全年还是亏损

公司主营造纸+制糖，部分建材业务，前三年收入在 6-7 亿左右，没有原料优势，规模较小，毛利率很低，亏损是难以避免，07，08 年连续亏损 2700 万和 4800 万，09 年 4 季度通过资产转让扭亏保住上市地位，但 2010 年继续亏损，如此下去不是长久之计，未来重组的概率很大。

2、公司实际控制人江门市国资委一直推动公司的资产重组

目前甘化股东结构中，江门市资产管理局持股 6400 万，占比 19.82%，一半已经流通，另一半将于 11 年 3 月上市，类似很多地方国资委对旗下弱势的上市公司的做法，都是通过引入重组方来重组，一方面可以让上市公司重生，更加重要的是相关利益人可以得到更大的利益，09 年大股东重组的意愿较强，动作较多。

09 年 4 月 14 日公司停牌，宣布重大资产重组，没有公布重组方。

09 年 5 月 12 日公告，由于各种原因，公司与广东江粉磁材公司（江门本地民营企业）的重大资产重组中止，同时公布，又接到控股股东江门市资产管理局转来**广业资产经营有限公司**提交的关于参与广东甘化重组的方案，感觉是第三方插足的抢壳行为。

3、公司股本结构非常简单，无存量小非，有利于推动重组的进展

目前甘化股东结构中，江门市资产管理局持股 6400 万，占比 19.82%，其它都是个人股东，且比例很低。

大股东的意愿基本左右了公司的重组前景,我们认为这种简单的股权结构有利于推动重组的进程。

从大股东的角度来看,考虑到江门市国资没什么强大的资产,依靠自身的资产来重组空间不大,还不如利用外部的企业来重组,实现企业,职工,私人利益的多方共赢。

4、公司整体市值较小,重组障碍不存在,属于较为干净的壳资源。

公司总股本 3.23 亿股,目前估价 7.8 元,总市值 25 亿,观察 2010 年中报公司最新的资产负债表,帐上现金 2660 万,固定资产 5 亿,短期借款 3.08 亿,长期借款 1000 万,资产负债率 63%,每股净资产 1.22 元,整体来看资产负债表算干净,负担不重,同时中报显示没有任何委托理财,对外担保,资金占用,法律纠纷的问题。

第三部分、并购空间和其它基本面

我们在此猜测最终是广业公司进行重组,不管这种猜测是否准确,我们都分析对上市公司有什么影响:

1、广业的背景和实力

广业全称广东省广业资产经营有限公司,是广东省国资委旗下国资管理公司三广之一(广业,广弘,广晟),成立于 2001 年,目前注册资本 12.8 亿,净资产 85 亿,总资产 200 亿,08 年收入 183 亿,利润 6.6 亿,公司近几年发展势头强悍,收入从 01 年的 32 亿到 2008 年 183 亿,复合增长率 25%,实现利润从亏损到 6.6 亿,复合增长 43%,绝对是罕见的发展速度。

目前广业公司的业务目标是以环保工程装备(污水处理厂)、清洁再生能源(LPG 液化气)、新型高效材料和电子机械设备四大主业为依托,通过主业产业链延伸和聚合,建设成为拥有较强核心竞争力的广东省绿色环保产业龙头企业。

2、如果重组甘化会注入什么资产?

从公司网站的介绍来看,公司 4 大业务的发展战略目标是:

1.环保工程装备主业以发展污水处理、垃圾处理为重点,提升“一条龙”服务水平和装备生产能力,向区域性中心城市整体发展;通过收购污水处理厂和建设营运城市垃圾处理综合利用工程,并成立合资公司,形成规模效应及技术优势,争取尽快上市。

2.清洁再生能源主业以发展清洁再生能源为重点,充分利用资源联合、利用生产、储运与网络资源优势,实现清洁再生能源产业规模化经营发展;

3.新型高效材料主业以资源开发综合利用、精细化工材料为重点,以科研力量为依托,加快科研成果的产业化进程,打造知名产品,带动产业链发展;

4.电子机械设备主业以汽车贸易和电子机械零部件生产延伸为重点,实现进口与出口贸易结合、产品与装备生产结合,促进主业产业链延伸发展。

从上面的表述来看,我们基本可以确定是注入环保工程设备业务了。

3、注入的环保资产盈利猜测和潜在重组空间

资产项目包括:广东省工程技术研究所,广州机械设计研究所,广东省力拓民爆器材厂,广东明华机械有限公司,广东省农业机械物资供应公司,广东物资

协作开发公司，广东省煤炭工业物资供应公司，广东宏大爆破工程有限公司（控股公司）。

盈利指标：公司没有披露任何信息，我们根据一些经验猜测，从公司网站的介绍来看，环保工程业务排在第一位，而且表述最多，应该是重点，如此来看，08 年利润占比应该超过 25%（4 分天下），我们按照 30%的比例来看，利润应该在 2 亿左右，按照目前环保设备的市盈率 35 倍以上，市值应该可以到 70 亿以上。

综合来看，如果广业注入环保资产，保守估计甘化总市值达到 60 亿以上，相比目前能翻番。

考虑到目前总股本 3.23 亿，预计将采取资产置换+定向增发相结合，把公司全面变成一个环保设备的公司，总股本将达到 5 亿附近，总市值 70 亿，股价应该可以达到 12 元附近，还有 50%的空间。

第四部分、风险分析

- 1、公司重组未必在 2010 年发生，因为即便今年亏损，明年继续戴星继续交易
公司 09 年通过资产出售进行了保壳，2010 年继续交易，从这个角度来看重组的时间点难以把握。
- 2、目前潜在重组方仅是我们的猜测，未来注入什么资产，资产盈利存在不确定性，此外时间点上也难以把握。

附注：甘化重组的资料积累

截至目前我们认为跟踪甘化的角度转移到两大主力——江门市国资委和广业公司在近年来的动向，以及两者的交集，这是判断未来甘化重组的时间点关键因素。

一、江门国资委

08 年 8 月 18 日，市人大常委会副主任陈照平召开座谈会，对市直国有企业改革与发展情况进行调研。市人大常委会财经工作委员会领导和市政府国有资产监督管理委员会有关领导参加了座谈。

市国资委上半年重点抓好了中旅大厦等三项资产的处置和职工安置工作，大力推进江门造纸厂及市电池厂破产处置工作、省七建集团公司改制启动工作及市直国企的经营发展工作。市直国有企业今年上半年经济发展加快和效益继续提高，在去年整体扭亏为盈的基础上，在煤电汽等原材料价格大幅攀升的情况下，虽然实现的净利润略为下降 7%，但销售收入同比仍保持有 12%的增长。

09 年 2 月 10 日，去年，市直国企在逆境中奋勇前行，克服了国际金融海啸冲击、能源价格上涨等诸多不利因素的影响，实现改革与发展同步推进，成效显著，亮点纷呈，突出体现在八个方面：

亮点三 一批历史遗留问题得到妥善解决和处理，国企改革发展和生产经营的经济社会环境进一步改善。北街联营电厂借款担保关系得到理顺，顺利完成了股权变更工作。旧城改造公司的历史遗留问题得到妥善解决。**通过协调美雅公司重组债务，甘化股份公司的担保责任得到解除。**据统计，2008 年共回购企业债权 2.9 亿元，化解了 11 户企业的债务问题和担保责任风险。江门浮法玻璃企业（集团）公司、市电化厂职工货币分房问题得到妥善解决，市农药厂职工集资余

款全部清退。

09 年 4 月 2 日，市国资委在开展深入学习实践科学发展观活动中，根据市委市政府的要求，积极做好**招商引资的谋划和推进**工作。结合我市实施《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》的实际，和今年政府工作报告中提出的密切关注**中央企业和省属企业**在华南地区战略布点的要求，主动出击，加强与相关企业沟通联系，**争取引进能推动我市产业优化升级和促进市直国有企业发展的项目**。3 月 26 日市国资委主任唐宇霖同志带领市国资委及市直有关国有企业领导同志一行四人，专程前往省国资委属下企业广东广业资产经营有限公司（下称广业公司），拜访了该公司的董事长。唐宇霖同志与同行人员向广业公司介绍了我市 2008 年经济发展情况、市直国有企业的改革发展情况以及江门市招商引资方面的优惠政策，诚意邀请广业公司能够前来江门投资，或与市直国有企业合作，实现战略投资者的优势资源与市直国企产业优势的强强联合，推动我市传统产业发展，实现我市国企改革重组和优化转型升级。

广业公司董事长**伍亮同志（09 年 9 月份以后吕业升接管）**热情接待了唐宇霖等同志一行，并表现出对投资江门的浓厚兴趣，期望通过进一步的沟通和调查研究，选取合适的投资合作方式，努力实现省属国企和市属国有企业双赢的目的。

点评：正是这次会谈导致甘化的重组 4 月 9 日停牌，5 月 13 日复牌，但后来没有任何进展，这是江门市主动去找广业。

二、广业资产管理公司

2010 年 5 月 7 日上午，省委、省政府在广州白云国际会议中心召开全省科学技术奖励大会暨国家技术创新工程广东试点工作动员大会，表彰奖励 2009 年度我省优秀科技成果和杰出科技工作者，部署推进国家技术创新工程广东试点建设工作。广业公司共有三个项目获得 2009 年度广东省科学技术奖三等奖，分别是：

广东省造纸研究所的“冷压自粘结胶带纸的研制与产业化”项目；

广东省广业信息产业集团有限公司“广业信息化平台”；

肇庆市风华锂电池有限公司(与武大共同完成)“聚合物锂离子电池的新型制备方法”。

2010 年 7 月 16 日，广业投资集团（以下简称集团）在江门市新会区召开 2010 年上半年经济运行情况及上市动员现场会。集团领导班子成员、监事会主席、各部（室）负责人以及二级企业总经理、财务部长等共 40 余人参加了会议，广业公司副总经理姚小平受吕业升董事长委托到会指导工作。

会议全面分析了上半年经营情况，经石、凯旋、锂电、能捷、九丰作了专题发言。黄国祥董事长传达了广业公司上半年经营分析会精神并作**集团上市工作动员**报告，对集团整体上市工作提出要求和目标。金涛总经理对会议进行了总结评价并就下半年经营工作提出意见和要求。广业公司副总经理姚小平高调评价了集团务实、求真、高效的会风，认为会议形势好、取得了预期成效，对集团下阶段工作提出了四点建议：一是赞成投资集团的**上市动员**报告精神，但上市牵涉面广、工作难度大，集团上下各级领导班子必须自我加压，增强责任感和紧迫感；二是赞成对整体上市所做**整体工作计划安排**，建议上市工作小组制定实施《工作手册》工作制度，同时配套落实专项奖惩机制予以保障；三是要有当仁不让、攻坚克难的勇气推进上市工作，争当**广业系统“突围”的排头兵**；四是要有前瞻性思维，创造性开展工作，资源共享，敢想敢干，**实现上市目标**。

解读：广业的会议地点是在江门开的，广业投资作为广业资产经营公司的一级子公司，已经召开上市动员现场会，由此可以判断，广业的上市可能是不久的将来就会发生的事情，这是广业公司主动去江门开会所致。

广业人事变动分析

董事长，书记：吕业升，此前担任广东中旅集团董事长，搞企业重组是老手（08 年 5 月份企业座谈会，在吕业升看来，广东中旅获得发展资金的途径有三个，一是做大现金流，借力现金流资源；二是吸引战略投资者；三是上市，进入资本市场。）09 年 8，9 月份调换广业公司董事长。

总经理：聂周荣，09 年 7，8 月份已经担任，此前广弘董事长（10 年 7 月份免去），也运作过广弘控股借壳上市，资本市场经验丰富。

（二）2010 年 12 月 03 日第一次跟踪分析报告

基本亮点：

2011 年进行重组的概率较大，股价具备一定的安全边际，值得参与博弈。

操作建议：

目前价格可以考虑买入或者加仓持有。

事件：

近期 ST 甘化消息面非常平静，除了 10 月 23 日公布的 2010 年三季度报告显示 2010 年将亏损 4000 万元以外，没有太多信息，股价走势随波逐流重新回落到 7 元附近的价位。

分析：

2011 年进行重组的概率较大，股价具备一定的安全边际，值得参与博弈。

根据目前我们掌握的资料来看，公司在 2011 年进行重组的概率较大，目前价格具备部分安全边际，我们认为值得参与博弈，主要理由如下：

1、2011 年公司将再次戴星，重组压力进一步增大，不可能老玩一年亏损，一年盈利的把戏，严重影响政府形象和公信力，而且对当地经济结构调整不利。

2、地方国资委资产证券化的趋势日益明显，从我们分析的格局来看，考虑明年开始地方政府的债务压力开始凸现，广业作为省政府直属的资产管理公司，在“广系”公司中资产证券化落后甚多，也就是对地方政府的自有资本增加的贡献度不够，相关领导人的压力和动力估计都比较强。而广业在 2010 年 7 月份就召开过会议就整体上市进行过探讨和分析，我们认为随着各种条件的成熟，2011 年启动甘化的重组应该水到渠成了。

3、目前公司股价 7 元附近，作为一个总股本 3.23 亿，总市值 20 多亿，壳资源相对干净，又具备较强的重组预期，从资本市场的重组股评估体系来看，具备一定的安全边际。

综合来看，考虑到 2011 年重组预期较高，目前价格具备一定的安全边际，可以考虑买入或者加仓持有。

（三）2011 年 01 月 14 日第二次跟踪分析报告

基本观点：

- 1、ST 甘化停牌进行重组**
- 2、广业借壳 ST 甘化是大概率事件**
- 3、2010 年预亏成了 ST 甘化重组的催化剂**

事件：

今日，ST 甘化发布重大事项停牌公告，我们对其进行跟踪分析。

详细分析：

1、ST 甘化停牌进行重组

今日，ST 甘化发布重大事项停牌公告，ST 甘化控股股东正在筹划有关本公司重大事项，公司股票自 2011 年 1 月 14 日起连续停牌。我们估计广业开始有动作了，启动了 ST 甘化重组。

2、广业借壳 ST 甘化是大概率事件

2009 年 4 月 14 日公司停牌，宣布重大资产重组，没有公布重组方。09 年 5 月 12 日公告，由于各种原因，公司与广东江粉磁材公司（江门本地民营企业）的重大资产重组中止，同时公布，又接到控股股东江门市资产管理局转来广业资产经营有限公司提交的关于参与广东甘化重组的方案，但是后续一直没有下文，这个事情不可能一直拖下去，毕竟 ST 甘化年报后将戴星有退市压力，广业应该是凭借自己省属大型国企的优势来抢壳的。公司整体市值较小，重组障碍不存在，属于较为干净的壳资源。既然省政府大型国企出马，估计作为地方国企的 ST 甘化大股东估计也不敢把甘化的壳资源卖给别人了，其他借壳方也不敢来找甘化了，所以广业重组 ST 甘化是大概率事件。

3、2010 年预亏成了 ST 甘化重组的催化剂

根据 ST 甘化 2010 年全年预亏-4000 万元，其 2007 年亏损-2726 万元、2008 年亏损-4863 万元，连续 2 年亏损于 2009 年披星戴帽，2009 年通过出售公司主要资产而扭亏保壳摘星，2010 年公司预亏损-4000 万元，那么意味着 2010 年报公布后 ST 甘化将再披星，将有退市压力，2010 年全年亏损的业绩是 ST 甘化重组的催化剂，这在我们上一篇分析中已经提到，ST 甘化全年预亏果然促使了广业加快对 ST 甘化的重组进程。

（四）2011 年 02 月 09 日第三次跟踪分析报告

基本观点：

- 1、ST 甘化发布股权受让方条件，接盘方可能生变，受让方可能不是广业**
- 2、ST 甘化转型光电产业，参照其他光电企业估值，ST 甘化估值保守有 50-80% 左右的提升空间。**

事件：

2011 年 2 月 1 日, ST 甘化发布公开征集股权受让方公告, 提出了受让方条件, 我们对其进行分析点评。

详细分析:

1、ST 甘化发布股权受让方条件, 接盘方可能生变, 受让方可能不是广业

根据 ST 甘化 2011 年 2 月 1 日发布的公告, 提出了受让方的条件, 其中包括 (简略版):

6、意向受让方 2009 年末或最近一期末经审计的合并报表总资产不低于 70 亿元人民币, 净资产不低于 15 亿元人民币;

10、意向受让方承诺 ST 甘化注册地不迁离江门市区;

12、意向受让方受让股份后承诺 ST 甘化五年内通过增发等融资渠道筹集资金在江门市区投资光电产业规模不低于 15 亿元人民币; 若 ST 甘化投资不足 15 亿元, 受让方承诺以自有资金追加投资补足 15 亿元在江门的投资;

我们来对比一下广业的基本情况, 广业全称广东省广业资产经营有限公司, 是广东省国资委旗下国资管理公司三广之一 (广业, 广弘, 广晟), 成立于 2001 年, 目前注册资本 12.8 亿, 净资产 85 亿, 总资产 200 亿, 08 年收入 183 亿, 利润 6.6 亿, 公司近几年发展势头强悍, 2008 年收入 183 亿, 实现利润 6.6 亿。广业公司的业务目标是以环保工程装备 (污水处理厂)、清洁再生能源 (LPG 液化气)、新型高效材料和电子机械设备四大主业为依托, 通过主业产业链延伸和聚合, 建设成为拥有较强核心竞争力的广东省绿色环保产业龙头企业。

从总资产和净资产的情况来看, 广业总资产 200 亿、净资产 85 亿, ST 甘化意向受让方总资产不低于 70 亿元、净资产不低于 15 亿元, 数据相差比较大, 接盘方可能生变, 接盘方非常可能不是广业。从发展方向来看, 广业的目标是把环保工程装备上市, 而 ST 甘化受让后发展方向是光电产业, 与广业计划上市资产不一致。所以综合来看, 受让方可能不是广业。

2、ST 甘化转型光电产业该如何定价?

根据 ST 甘化提出的条件, 意向受让方受让股份后承诺 ST 甘化五年内通过增发等融资渠道筹集资金在江门市区投资光电产业规模不低于 15 亿元人民币。那么, 假设新股东对 ST 甘化投资 15 亿元光电的话, ST 甘化应该如何定价呢? 我们参考电子元器件板块的平均市净率 (剔除亏损股和 ST 股, 有 80 只股票), 平均市净率是 5.7 倍, 三安光电市净率 6.4 倍、浙江阳光市净率 8.3 倍、中航光电市净率 6.3 倍、大族激光市净率 5.95 倍, 我们保守取 5 倍市净率, 那么, 以目前的市场定价, ST 甘化 15 亿元投资到位后的合理市值是 75 亿元。目前 ST 甘化市值是 25 亿元, 增发一般是 1 倍 PB, 投资 15 亿元增发稀释是 15 亿元, 那么 ST 甘化增发后市值是 40 亿元, 距离合理市值 75 亿元还有 35 亿元的增长空间, 也就是距离目前股价有 85% 左右的增长空间。当然, 因为投资是分 5 年内, 所以考虑时间上的折价, 保守 ST 甘化有 50-80% 左右的上升空间。

(五) 2011 年 02 月 11 日第四次跟踪分析报告

基本观点:

1、ST 甘化明确民企德力西为股权受让方, 并将在 5 个交易日内进行定向增发,

股权转让和增发一并完成

2、德力西集团实力强大，资产质量优质，增发后市值（摊薄后）增长空间约 80%

事件：

2011年2月11日，ST甘化明确了股权受让方为民营企业德力西集团，并拟在五个交易日内对该股权转让受让方非公开发行股票，我们对其进行跟踪点评。

详细分析：

1、ST 甘化明确民营德力西为股权受让方，并将在 5 个交易日内进行定向增发，股权转让和增发一并完成

根据 ST 甘化 2011 年 2 月 11 日的公告，ST 甘化明确德力西集团为江门甘蔗化工厂股份公司 6400 万股（占本公司股份总数的 19.82%）协议转让受让方，转让价格为每股 6.59 元，转让价款合计人民币 4.2 亿元。本次股份转让完成后，江门资管局将不再持有本公司股份，德力西集团将成为 ST 甘化第一大股东。根据控股股东提议，公司拟对该股权转让受让方非公开发行股票，公司将于**五个交易日内**公告非公开发行股票预案及其它相关事项并复牌。

2、德力西电气资产质量优质，想象空间大，增发后市值（摊薄后）增长空间约 80%

中国德力西控股集团有限公司是一个集资本营运、品牌营运、产业营运为一体的大型集团，注册资本 20 亿元。集团公司现有员工 20000 余人，综合实力荣登中国企业 500 强，位居中国民营企业 500 强前列。主要产业有电气制造、**LED 光电**、能源矿业、PE 投资、综合物流等。主要下属企业有：温州、上海、杭州三地的德力西电气制造基地，鑫德国际矿业集团有限公司，上海龙德芯光电股份有限公司，德力西新疆投资集团有限公司，德信丰益资本管理中心（有限合伙），德力西集团再生资源物流有限公司，南充、南阳德美奥翔置业有限公司等。德力西的电气制造，二十多年来一直是我国电气行业的龙头企业，拥有温州、杭州、上海三大生产基地，下属企业 70 多家，协作企业 1000 多家，在国内外设有销售网点 1600 多家。

根据ST甘化提出的条件，意向受让方受让股份后承诺ST甘化五年内通过增发等融资渠道筹集资金在江门市区投资光电产业规模不低于15亿元人民币。我们参考智能电网板块平均市净率，平均市净率是6.2倍，电子元器件板块的平均市净率，平均市净率是5.7倍，因为重组存在不确定性，德力西目前为止未明确注入何种光电资产或者电气资产，我们综合保守取5倍市净率，以目前的市场定价，ST甘化15亿元投资到位后的合理市值是75亿元。目前ST甘化市值是25亿元，增发一般是1倍PB，投资15亿元增发稀释是15亿元，那么ST甘化增发后市值是40亿元，距离合理市值75亿元还有35亿元的增长空间，距离目前股价有85%左右的增长空间（考虑增发摊薄后）。因为ST甘化增发方案在5日内公告预案，我们将根据具体的预案来修正我们的估值预测。

（六）2011 年 02 月 15 日 ST 甘化非公开发行股票预案的分析报告

基本观点：

一、此方案低于市场预期，属于一个很平淡无味的方案

二、短期市场可能对此方案反应热烈，复牌后股价看到 10 元以上，但中长期我们继续保持关注

操作建议：

考虑到方案低于预期，而根据两种估值方案看到 10 元，我们认为在 10 元以上可以逢高减持。

事件：

昨晚，ST 甘化如期公布了公司的重大重组方案（上周五公告说明 5 个交易日出台方案）该方案的要点如下：

- 1、ST 甘化向大股东德力西集团现金定向发行 12000 万股，发行价格 6.78 元，融资 7.9 亿，大股东持股 3 年后上市；
- 2、本次募集的资金其中 6 亿投向 LED 外延片，这是公司第一次进军光电产业，另外 1.9 亿投向此前公司就存在的酵母行业，计划 5 年内成为国内龙头。

详细分析：

一、此方案低于市场预期，属于一个很平淡无味的方案

上周五公司公告，德力西受让江门市国资局目前所持有的 6400 万股（比例 19.80%）每股价格 6.59 元，市场是对作为实力强大的浙江电气龙头的资本运作平台的甘化是相对看好的，本次公布的方案并没有具体资产置换和注入，而此前甘化自身的甘蔗，造纸，建材业务继续保存，未来如此处理还不明确。

本次方案本质是一个上市公司向大股东融资的方案，背后的实质是此前在国有股转让的征集条件要求的满足（江门国资部门要求股权受让方 5 年内在江门市投资 15 亿投资光电产业）。

发行完毕后，公司总股本变为 4.428 亿，其中德力西持有 18400 万股（耗资 12 亿），持股比例 41.54%，公司总资产变为 15 亿左右，净资产为 11.8 亿左右，每股净资产为 2.66 元，相对此前大为改善（毕竟真金白银 8 亿注入上市公司）。

二、短期市场可能对此方案反应热烈，短期高看至 10 元以上，中长期我们继续保持关注

从投资的角度来看，我们对此方案导致的甘化股价进行一个简要分析，从公司公布的盈利数据来看：

1、LED 外延片，投资额 6 亿，投资建设期限 1.5 年，建成后收入 9.6 亿，利润 1.3 亿，预计贡献利润在 2012 年；

2、酵母扩产项目，投资额 1.9 亿，投资期限 1.5 年，这是公司此前就有的业务，建成后收入 3.3 亿，利润 3900 万，预计贡献利润在 2012 年。

综合来看，考虑到投资的两个项目利润贡献均不在 2011 年，市场短期内难以对此进行有效估值，如果按照 2012 年的盈利来计算，两项合计利润在 1.7 亿附近，根据总股本 4.428 亿，每股业绩在 0.38 元，目前三安光电市盈率 40 倍，安琪酵母接近 40 倍，我们按照这个标准来看，考虑到时间因素（2012 年才贡献利润）和行业地位（相对龙头来看差）打 7 折来计算，股价在 10.6 附近。

而根据同行的三安光电市净率 6.5 倍，光电行业的 5 倍，安琪酵母市净率 8 倍（甘化的规模和盈利相差较大），我们对此进行了平衡，根据增发完毕后净资

产 2.66 元来计算，4 倍市净率基本合理大约股价在 10.6 元附近。

我们对甘化复牌后的股价预期在 10 元附近，具体停牌前的 7.76 元大约有 28% 的上涨空间。但由于近期游资活跃度较高，不排除游资将其推升至高于合理估值的位置，但这属于不可控的行情性质。比较稳妥的做法，是等待连续涨停打开后，套现离场。

从中长期角度来看，考虑到实力强大的德力西耗巨资（12 亿）运作甘化，未来的资产注入预期可能比较强烈，但短期内将比较平淡。

（七）2011 年 02 月 16 日第五次跟踪分析报告

主力行为分析：

1、筹码持续七个季度集中

公司最新公布的是 2010 年三季报，从该季度报告中显示，三季度末公司股东户数为 30267 户，户均持股 8276 股，而在 2009 年一季度末是 76035 户，户均持股是 3295 股，而且在这 7 个季度中股东户数是呈持续缩减状态，也就是说主力们已经早在 09 年就开始入场布局，接近两年的时间。

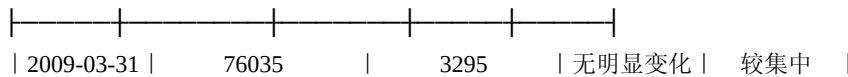
另外在十大流通股东名册上主要以自然人股东为主，唯一一家机构是中国建银投资证券有限公司，该机构也是在 2010 年三季度才介入。显然机构的介入背后或是事先收到重组风声，方能如此准确的把握时间点。

2、主力入场成本大约在 6~8 元区间

从该股自 09 年以来的主力资金流向监测可以发现，主力集中入场几个时间点分别是 2009 年 4 月至 7 月、2009 年 10 月至 2010 年 1 月、2010 年 3 月和 4 月、2010 年 7 月至 9 月这四个时间区间。那么可以从行情走势图很清晰的判断主力入场成本主要集中在 6 元至 8 元这个区间，而目前股价是 8.56，还处于主力上方不远位置，而主力们经过两年这么长一个时间来布局的长庄，获取两倍以上利润空间是保守估计，那么也就是说至少要拉到 14 元至 16 元以上方可达到主力的目的。

附表如下：

截止日期	股东户数	户均持股	较上期变化	筹码集中度
2010-09-30	30267	8276	无明显变化	非常集中
2010-06-30	33205	7544	无明显变化	非常集中
2010-03-31	32772	7644	趋向集中	非常集中
2009-12-31	40550	6180	趋向集中	非常集中
2009-09-30	46902	5343	无明显变化	非常集中
2009-06-30	47456	5280	趋向集中	非常集中



（八）2011 年 03 月 02 日第六次跟踪分析报告

基本观点：

特停后的信息澄清基本符合预期，而公告中公布的厂区收储计划将再次刺激公司股价上行。

操作建议：

继续耐心持有，预计股价目标超预期。

事件：

ST 甘化公布股价异常波动公告，并提示公司目前的厂区土地大约在 862 亩纳入了江门市三旧改造的计划中，未来将由市政府收储，具体补偿计划还没有明确时间表。

分析：

特停后的信息澄清基本符合预期，而公告中公布的厂区收储计划将再次刺激公司股价上行。

我们在 2 月 23 日公司遭遇交易所特停的处理后有一个简要的评论，认为“考虑到公司股价在停牌前异常波动不明显，也就是在目前最为顾忌的内幕交易方面不存在问题，预计对公司股价和重组进程不构成影响”，今天的公告显示了这一点。

而与此同时公布的大约 862 亩厂区土地（折合接近 60 万平米，超过广州天河体育中心）纳入江门市“三旧改造”土地收储计划，具体计算方法和最终公司收益还需要进一步分析。

从一个简单测算来看，当前江门市区平均房价大约在 5000 元附近，公司所处的甘化路属于旧城区，预计补偿给上市公司在 800-1000 元左右，我们保守估计在 800 元，预计增加收益在 4.8 亿元，目前公司股本 3.23 亿股，折合每股收益在 1.5 元附近。

客观而言，考虑到本次定向增发募资投入的项目要产生收益要 1.5-2 年以后，公司 2010 年已经亏损，2011 年能否扭亏成为市场关注的焦点，因为依靠主营业务很难有作为，本次公布的土地收储计划将直接有利于公司增加利润和现金流，预计本则信息再次刺激公司股价上行。

【免责声明】

- 1、本报告仅供万隆证券咨询顾问有限公司（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本公司的当然客户。
- 2、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。
- 3、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

4、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。

5、客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。

6、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。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。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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为万隆证券咨询顾问有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。