

关于广东德美精细化工股份有限公司 回购部分社会公众股份 之 独立财务顾问报告

独立财务顾问：上海申银万国证券研究所有限公司



签署日期：二〇一一年九月七日

一、释义

除非特别说明，下列简称在本报告中具有以下含义：

德美化工/公司/本公司	指广东德美精细化工股份有限公司
本次回购股份、本次回购、回购股份	指广东德美精细化工股份有限公司拟回购不超过 700.0 万股或不超过 5,500.0 万元等值的社会公众股份并依法予以注销的行为
深交所	指深圳证券交易所
回购办法	指《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》
本独立财务顾问	指上海申银万国证券研究所有限公司
本独立财务顾问报告、本报告	指本独立财务顾问为德美化工回购社会公众股份所出具的《关于广东德美精细化工股份有限公司回购部分社会公众股份之独立财务顾问报告》
元	指人民币元
天原集团	指宜宾天原集团股份有限公司，深圳交易所中小企业板上市公司，证券代码：002386.SZ
奥克股份	指辽宁奥克化学股份有限公司，深圳交易所创业板上市公司，证券代码：300082.SZ
DCF 模型	指折现现金流模型
FCFF 模型	指公司自由现金流量折现模型
PE	指股价/每股盈利，市盈率
PB	指股价/每股净资产，市净率

二、前言

上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“申万研究所”）接受广东德美精细化工股份有限公司（以下简称“德美化工”或“委托人”）的委托，担任本次德美化工回购部分社会公众股份的独立财务顾问。

本独立财务顾问报告依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》、《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》、《深圳证券交易所上市公司以集中竞价方式回购股份业务指引》等相关法律法规的规定，并根据公司所提供的相关资料及其它公开资料制作而成，目的在于对本次回购股份进行独立、客观、公正的评价，供广大投资者和相关各方参考。

- 1、本独立财务顾问旨在就本次回购股份的合规性、必要性以及可行性做出独立、客观、公正的评价；
- 2、本独立财务顾问报告不构成对德美化工的任何投资建议和意见，对于投资者根据本报告所做出的任何投资决策可能产生的风险，本独立财务顾问不承担任何责任；
- 3、本独立财务顾问没有委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中刊载的信息，也没有委托或授权其他任何机构和个人对本报告做出任何解释或说明；
- 4、本独立财务顾问报告所依据的公司资料由德美化工提供，提供方对资料的真实性、准确性、完整性和及时性负责，并保证资料无虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；
- 5、本独立财务顾问就本次回购股份事宜进行了尽职调查，调查的范围包括公司营业执照、历次董事会、股东大会决议、最近三年及一期公司财务报告、公司现有的股权结构、公司经营业务情况、公司经营发展规划等，并和公司管理层进行了必要的沟通；
- 6、在与委托人接触后到担任财务顾问期间，本独立财务顾问已采取严格的保密措施，严格执行风险控制和内部隔离制度，不存在内幕交易、操纵市场和证券欺诈问题；

7、在法律许可的情况下，与申万研究所相关联的法人可能持有本独立财务顾问报告中提及公司的证券或其衍生品的头寸或参与本独立财务顾问报告中提及公司的证券或其衍生品的交易，也可能为相关公司提供或获取服务；

8、本独立财务顾问特别提请德美化工的全体股东及其他投资者认真阅读德美化工董事会关于本次回购股份的公告。

三、本次回购股份方案要点

方案要点	主要内容
回购股份的种类	社会公众股份
回购股份的价格或价格区间、定价原则	参照国内证券市场和化学制品类上市公司整体市盈率、市净率水平以及公司股价以 2011 年 8 月 18 日为基准日的过去 30 个交易日的算术平均值,并结合公司经营状况,公司确定本次回购价格不超过每股 12.0 元。 若公司在回购期内发生资本公积转增股本、派发股票或现金红利、股票拆细、缩股、配股、或发行股本权证等事宜,自股价除权除息之日起,相应调整回购价格上限。
回购股份的种类、数量及占总股本的比例	回购股份的种类: 社会公众股份。 回购数量: 公司将在回购资金总额不超过 5,500.0 万元、回购股数不超过 700.0 万股、回购股份价格不高于 12.0 元/股的前提下在回购期内择机回购。 回购比例: 以公司完成回购 700.0 万股的数量上限计算,回购股份数量占目前公司已发行总股本的 2.20%。 若公司在回购期内发生资本公积转增股本、派发股票或现金红利、股票拆细、缩股、配股、或发行股本权证等事宜,自股价除权除息之日起,相应调整回购股份数量上限
回购的资金总额	不超过 5,500.0 万元
回购的资金来源	自有资金
回购股份方式	通过深圳证券交易所集中竞价交易方式回购公司社会公众股份
回购股份的期限	回购期限自回购报告书公告之日起至 2011 年 12 月 31 日。第一期回购期限为自回购报告书公告之日起 1 个月内拟回购不超过 100 万股的社会公众股;第二期自第一期结束日至 2011 年 12 月 31 日内根据市场情况拟回购不超过 600 万股的社会公众股。 如果在此期限内回购资金使用金额达到上限 5,500.0 万元或回购股份总量达到 700.0 万股,则回购方案实施完毕,并视同回购期限提前届满。公司将根据股东大会和董事会授权,在回购期限内根据市场情况择机做出回购决策,并依法予以实施。

四、公司基本情况

德美化工成立于 1989 年，是一家专门从事纺织印染助剂的研究、开发、生产和应用的专业化厂商。2006 年 6 月 21 日，德美化工获得中国证券监督管理委员会证监发行字[2006]25 号文批复，向社会公众公开发行 3400 万股新股，并于同年 7 月 25 日在深圳证券交易所中小企业板挂牌交易。

2009 年 9 月 10 日，公司召开 2009 年第一次临时股东大会审议通过了《公司 2009 年中期以资本公积金转增股本的方案》，向全体股东以资本公积金每 10 股转增 6 股，共计转增 80,400,000 元，转增后股本总额增至 214,400,000 股。

2008 年 8 月 18 日公司召开的第三次临时股东大会批准同意《公司 A 股股票期权激励计划（2008 年度）》并予以实施。2009 年 9 月 24 日，公司股票期权激励计划的第一期参与行权的 629.11 万份股票期权予以统一行权。行权完成后，股本总额增至 220,691,120 股。

2010 年 9 月 13 日，公司召开 2010 年第一次临时股东大会审议通过了《公司 2010 年中期资本公积金转增股本的方案》，公司以现有总股本 220,691,120 股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，分红后总股本增至 308,967,568 股。

2011 年 5 月 26 日，公司股票期权激励计划的第二期参与行权的 861.80 万份股票期权予以统一行权。行权完成后，股本总额增至 317,585,632 股。

截至 2011 年 6 月 30 日，公司总股本为 317,585,632 股，其中有限售条件股份数量为 81,778,242 股，占总股本的 25.75%；无限售条件股份数量为 235,807,390 股，占总股本的 74.25%。公司的股权结构如下：

表 1：公司当前的股权结构

股票类别	数量（股）	所占比例
一、有限售条件股份	81,778,242	25.75%
1、高管股份	81,778,242	25.75%
二、无限售条件股份	235,807,390	74.25%
1、人民币普通股	235,807,390	74.25%
合计	317,585,632	100.00%

公司的控股股东和实际控制人为自然人黄冠雄先生，持有公司股份 70,390,880 股，占总股本的 22.16%；

目前，公司以纺织助剂及其它节能环保工艺和产品为重点开发对象，实现了主业的快速发展，同时，近几年公司注重资本经营，不断尝试在化学制品相关领域内进行股权投资，通过参股天原集团、奥克股份等企业，将产业链延伸至上游原料和中间体业务，不断提升公司在行业内的竞争力。2011 年上半年，公司实现营业收入 50,384.83 万元，较 2010 年同期增长 1.28%；由于受到上游原材料成本上升的影响，公司实现净利润 5,601.37 万元，较 2010 年同期下降 33.12%。公司近三年又一期的主要财务指标如下：

表 2：德美化工三年又一期的财务指标

单位：元

项目	2011 年上半年	2010 年	2009 年	2008 年
总资产	2,013,207,793.2	1,848,037,324.8	1,559,739,005.0	1,373,206,871.1
归属于上市公司股东所有者权益	1,245,509,211.7	1,175,925,750.3	861,572,983.8	643,750,715.2
营业收入	503,848,354.9	1,099,888,046.2	954,844,925.1	872,581,169.1
营业利润	63,746,077.9	396,918,152.0	220,023,153.8	140,695,329.8
利润总额	65,738,583.0	404,645,119.1	230,071,119.3	139,973,625.6
归属于上市公司股东净利润	41,117,567.1	345,773,110.4	160,081,792.1	98,250,705.4
扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东净利润	39,425,940.1	125,851,278.7	152,091,022.6	92,733,742.2
经营性活动现金流量净额	-15,393,687.8	77,378,629.9	174,947,820.1	53,288,627.1
基本每股收益（元/股）	0.13	1.12	0.53	0.33
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元/股）	0.13	0.41	0.50	0.31
归属上市公司股东的每股净资产	3.92	3.81	3.90	4.80

流动比率	1.75	1.66	1.79	1.26
速动比率	1.41	1.33	1.44	0.99
资产负债率	29.57%	28.29%	36.78%	45.94%
扣除非经常性 损益后的加权 平均净资产收 益率	3.28%	12.38%	20.72%	14.86%

资料来源：公司各（期）年报告

五、本次回购股份符合回购办法的有关规定

(一) 公司股票上市已满一年

2006 年 6 月 21 日, 经中国证监会证监发字[2006]25 号文《关于核准广东德美精细化工股份有限公司首次公开发行股票的通知》批准, 公司向社会公开发行人民币普通股 3400 万股。2006 年 7 月 25 日, 经深圳证券交易所《关于广东德美精细化工股份有限公司人民币普通股股票上市的通知》(深证上[2006]80 号文) 同意, 本公司发行的人民币普通股股票在深圳证券交易所中小企业板上市交易, 股票简称: 德美化工, 股票代码: 002054。经核查, 公司股票上市时间已满一年, 符合回购办法第八条第一款“公司股票上市已满一年”的规定。

(二) 公司最近一年无重大违法行为

经对证券监管部门及公司网站公开披露信息的查询, 并经公司核实, 未发现德美化工在最近一年内有重大违法违规的行为, 符合回购办法第八条第二款“公司最近一年无重大违法行为”的规定。

(三) 回购股份后, 公司具备持续经营能力

本次回购股份所需的资金来源为公司自有资金。回购股份占用资金总额不超过 5,500.0 万元, 资金总量在可控范围内, 且公司回购股份将采取择机方式、在自回购报告书公告之日起至 2011 年 12 月 31 日内分两期实施, 预计不会对公司的正常生产经营产生重大影响。本次回购股份实施后, 公司仍具备较强的持续经营能力, 符合回购办法第八条第三款“回购股份后, 上市公司具备持续经营能力”的规定。具体参见本报告“七、本次回购的可行性分析”中“(一) 公司日常经营能力分析”。

(四) 回购股份后, 公司的股权分布符合上市条件

本次回购公司股份的数量上限为 700.0 万股, 占目前公司已发行总股本比例的 2.20%, 若按上述回购股份数量上限计算, 公司股本结构变化如下表:

表 3：回购前后公司社会公众股和非社会公众股的变化对比

股权类别	股东名称	回购前		回购后	
		股数	比例	股数	比例
非社会公众股	黄冠雄	70,390,880	22.16%	70,390,880	22.66%
	佛山市顺德区昌连荣投资有限公司	42,291,505	13.32%	42,291,505	13.62%
	佛山市顺德区瑞奇投资有限公司	20,658,300	6.51%	20,658,300	6.65%
	何国英	35,992,410	11.33%	35,992,410	11.59%
	其他高管	2,210,848	0.70%	2,210,848	0.71%
社会公众股		146,041,689	45.98%	139,041,689	44.77%
合计		317,585,632	100.00%	310,585,632	100.00%

依据深交所 2006 年 8 月 30 日发布的《关于〈深圳证券交易所股票上市规则〉有关上市公司股权分布问题的补充通知》的相关规定：“一、上市公司股权分布发生变化不再具备上市条件是指：社会公众持有的股份低于公司股份总数的 25%，公司股本总额超过人民币 4 亿元的，社会公众持股的比例低于 10%；二、社会公众不包括：（一）持有上市公司 10%以上股份的股东及其一致行动人；（二）上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人。”

若本次回购公司股份数量达到上限，公司股本总额则下降至 310,585,632 元，其中向社会公众发行的股份占股本总额的比例为 44.77%，仍然高于 25%，因此，本次回购股份实施后，公司的股权分布将仍然符合上市条件，符合回购办法第八条第四款“回购股份后，上市公司的股权分布原则上应当符合上市条件”的规定。

综上所述，本独立财务顾问认为公司本次回购股份符合回购办法的相关规定。

六、本次回购的必要性分析

（一）最近一年公司股价跌幅较大，已造成公司股价低于内在价值，不利于维护公司资本市场的形象和广大社会公众股东的利益。

作为国内纺织印染助剂行业的龙头企业，德美化工在过去三年中实现了较快的发展，其中营业收入和归属于上市公司股东的净利润分别由 2007 年的 8.14 亿元和 1.18 亿元增长至 2010 年的 10.99 亿元和 3.45 亿元，实现年复合增长率 10.52%以及 42.86%。同时在原材料大幅涨价等外部不利因素的影响下，公司通过提升产品层次来应对毛利率下滑的压力，保持了较好的盈利能力。

以下我们选择了与德美化工业务类型相似的 4 家上市公司作为参照，通过与可比上市公司经营业绩的分析和比较，我们可以看到德美化工近三年不仅保持了较快的业绩增长速度，同时获取了高于其他可比上市公司平均水平的盈利能力。

表 4：可比上市公司的概况

单位：亿元

证券名称	德美化工	浙江龙盛	闰土股份	传化股份	安诺其
证券代码	002054	600352	002440	002010	300067
上市时间	2006 年	2003 年	2010 年	2004 年	2010 年
主营业务	纺织、印染、造纸助剂、印刷助剂、环戊烷等	染料、中间体、减水剂、纯碱和合成氨等无机化工产	纺织染料、中间体、化工原料	纺织印染助剂、皮革化纤油剂、染料	纺织染料、助剂
收入规模（2010 年）	10.99	66.77	23.17	22.81	1.87
总资产规模（2010 年）	18.48	133.89	40.04	19.35	7.46

数据来源：WIND 资讯

表 5：最近三年与同行业可比上市公司的经营业绩比较

项目	可比上市公司	过去三年复合增长率
营业收入	闰土股份	5.25%
	安诺其	11.03%
	传化股份	28.44%

	浙江龙盛	25.91%
	可比上市公司平均	20.53%
	德美化工	10.52%
归属于上市公司股东的净利润	闰土股份	22.23%
	安诺其	-6.84%
	传化股份	20.16%
	浙江龙盛	27.58%
	可比上市公司平均	23.93%
	德美化工	42.86%
扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润	闰土股份	22.87%
	安诺其	-6.96%
	传化股份	20.51%
	浙江龙盛	19.19%
	可比上市公司平均	19.69%
	德美化工	19.14%
项目	可比上市公司	过去三年平均值
销售毛利率	闰土股份	26.97%
	安诺其	39.34%
	传化股份	21.31%
	浙江龙盛	24.80%
	可比上市公司平均	28.11%
	德美化工	34.38%
净资产收益率 ROE(扣非 / 加权)	闰土股份	29.59%
	安诺其	21.72%
	传化股份	14.33%
	浙江龙盛	14.10%
	可比上市公司平均	14.22%
	德美化工	15.89%

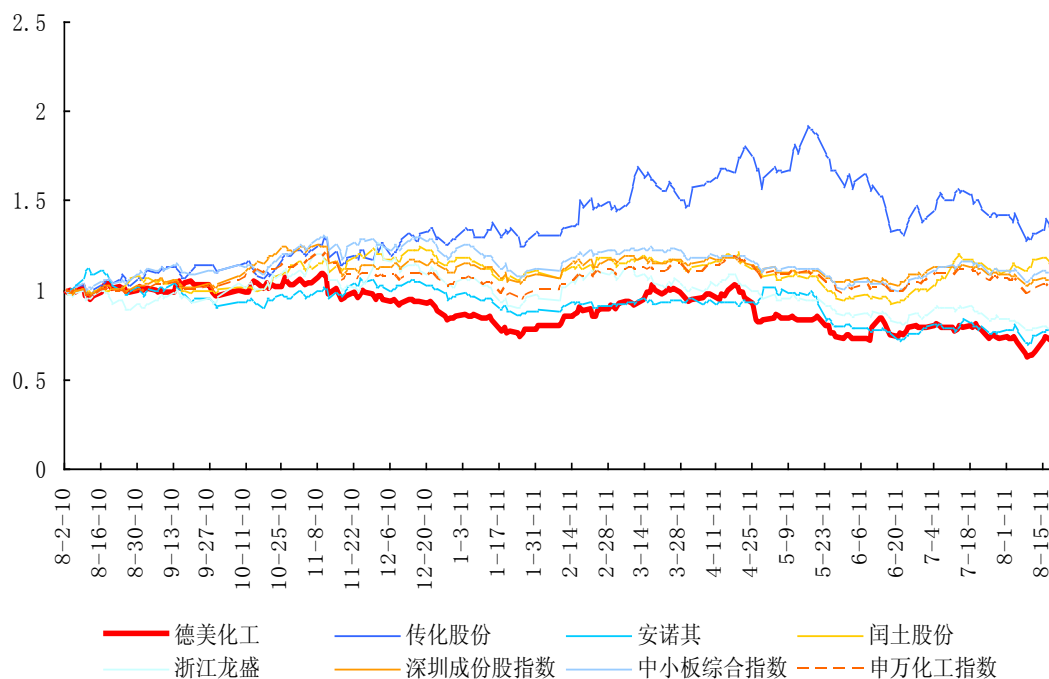
数据来源：WIND 资讯

注：闰土股份与安诺其均为 2010 年上市的企业，其去过三年的净资产收益率数据不具可比性，因此在测算可比上市公司净资产收益率（扣非/加权）平均值时未将闰土股份与安诺其计算在内。

然而，自 2010 年下半年以来，由于受到外围宏观环境和证券市场波动的双重压力，公司股价持续走低。自 2010 年 8 月 1 日至 2011 年 8 月 18 日，以复权后的收盘价计算，德美化工的累计跌幅达到 28.53%，是 5 家可比上市公司中跌幅最大的，而同期的深圳成份股指数、中小板综合指数以及申万化工指数则分别累计上涨 3.72%、7.69%以及 2.01%。公司股价的持续下跌不仅影响了公司在资本

市场中的形象，也造成公司股东利益的大幅缩水，损害了包括中小投资者在内的公司全体股东的共同利益。

图 1：德美化工与可比上市公司及行业指数的股价走势比较



数据来源：WIND 资讯

通过 DCF 模型绝对估值法（其中的 FCFF 模型）、PE 和 PB 相对估值法的分析和对比，本独立财务顾问认为公司当前的股价低于其内在价值，具体情况分析如下：

1、绝对估值法——三阶段的自由现金流折现估值法（FCFF 模型）

依据三阶段 FCFF 估值模型预测，第一阶段为 2011 年至 2013 年，结合公司实际经营情况和未来发展规划进行预测，第二阶段为 2014 年至 2017 年，公司自由现金流增长率为 9.00%，第三阶段永续增长率为 1.00%，按照 8.13% 的折现率进行测算，FCFF 估值模型计算出的公司股票的内在价值为 12.18 元/股，而公司近期的股价水平（基准日前 1 日、5 日、15 日、30 日、45 日以及 60 日的平均股价）低于该估价水平，说明公司股份的价值已被低估。

表 6：公司股价表现情况（基准日为 2011 年 08 月 18 日）

单位：元/股

	当前 价格	前 5 日平 均价格	前 15 日平 均价格	前 30 日平 均价格	前 45 日平 均价格	前 60 日平 均价格
公司股价	10.17	10.09	9.89	10.45	10.66	10.69

数据来源：WIND 资讯

表 7：FCFF 模型的基本参数

模型参数	数值	备注
第二阶段自由现金流增长率（G2）	9.00%	参考第一阶段企业自由现金流的增长情况
永续自由现金流增长率（G3）	1.00%	
无风险收益率（Rf）	3.60%	依据申万研究对无风险收益率的预测
β	1.031	取自 Bloomberg
风险溢价（Rm-Rf）	6.82%	依据申万研究对市场长期风险溢价的跟踪数据
股权成本（Ke）	10.63%	
所得税率（T）	16.00%	依据企业历史所得税率
债务成本实际数（Kd）	6.70%	参照当前长、短期银行贷款基准利率综合所得
目标股权比例	50.00%	
目标债权比例	50.00%	
加权平均资本成本（WACC）	8.13%	

根据自由现金流折现法（FCFF）的估值模型计算的股价敏感性分析见下表：

表 8：FCFF 估值敏感性测试分析

永续增长率		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
加权平均 资本成本 WACC	6.60%	13.84	14.57	15.42	16.44	17.69
	7.10%	12.88	13.48	14.19	15.02	16.01
	7.60%	12.03	12.54	13.13	13.82	14.63
	8.10%	11.29	11.73	12.23	12.80	13.47
	8.60%	10.63	11.01	11.43	11.92	12.47
	9.10%	10.05	10.37	10.74	11.15	11.62
	9.60%	9.52	9.80	10.12	10.47	10.87

2、相对估值法——PE、PB 对比模型

本独立财务顾问采取 PE 和 PB 两种相对估值法，就德美化工目前估值情况，

分别同 A 股同行业可比上市公司的平均水平进行了比较。从扣除非经常性损益后的静态市盈率角度看，可比上市公司的平均水平在 35.75 倍左右，而德美化工的静态市盈率仅有 25.66 倍，低于可比上市公司平均 PE 水平近 28.22%。从静态市净率的角度看，公司市净率水平为 2.59 倍，与可比上市公司的平均水平基本持平。

截至 2011 年 6 月 30 日，德美化工所拥有的长期股权投资账面价值为 8.10 亿元，占总资产额的 40.23%，远高于其他可比上市公司，其中公司所持有的已上市的奥克股份和天原集团股份的账面价值占到德美化工总体长期股权投资账面价值的 83.49%，因此剔除已上市的股权公允价值能够更真实地反映公司主业的相对估值水平。在剔除已上市的股权公允价值的前提下，可比上市公司的市盈率（扣除非经常性损益后）平均值为 34.21 倍，而德美化工的市盈率（扣除非经常性损益后）仅为 19.04 倍，低于可比上市公司平均 PE 水平 44.33%。

表 9：可比上市公司股权投资情况

	投资成本	期末余额	持股比例	占总资产比例
德美化工				
权益法				40.23%
辽宁奥克化学（已上市）	11,249,595.0	192,924,005.2	6.94%	
宜宾天原集团（已上市）	259,871,408.3	483,299,415.0	11.77%	
湖南尤特尔生化	37,800,000.0	62,173,373.4	27%	
佛山市顺德区德和恒信投资	10,000,000.0	9,934,319.6	25%	
佛山市顺德德美德鑫产业投资	15,000,000.0	14,991,263.9	30%	
成本法				
佛山市禅城区农村信用合作	6,050,000.0	6,050,000.0	1%	
佛山顺德农村商业银行	38,940,000.0	38,940,000.0	0.62%	
福建省海天纺织技术	250,000.0	250,000.0	5%	
黑龙江龙涤股份	1,405,482.3	1,405,482.3	0.51%	
浙江龙盛				
可供出售权益工具				7.87%
滨化股份（已上市）		834,359,625.00	7.16%	
权益法				
中轻化工股份	21,510,677.12	27,281,401.87	25%	
江西金龙化工	28,000,000.00	23,126,357.22	23.33%	
龙盛玖智投资	2,400,000.00	2,400,000.00	40%	
申银龙盛投资	4,000,000.00	4,000,000.00	40%	
成本法				

Airway Communications	71,452,000.00	71,452,000.00	3.38%	
旭辉集团	33,825,000.00	33,825,000.00	2.05%	
广东依顿电子科技	27,200,000.00	27,200,000.00	1.60%	
杭州临江环保热电	27,000,000.00	27,000,000.00	15%	
山东国瓷功能材料	18,000,000.00	18,360,000.00	20%	
淄博鲁华泓锦	15,000,000.00	15,000,000.00	2.78%	
深圳市云海通讯	10,200,000.00	10,200,000.00	3.45%	
浙江安盛化工	1,116,718.00	1,116,718.00	10%	
北京中昊碱业	500,000.00	500,000.00	3.44%	
上海同捷科技	12,250,000.00	12,250,000.00	2.68%	
中化化肥原料	100,000.00	100,000.00	0.66%	
锦州银行股份	200,000,000.00	200,000,000.00	2.65%	
KIRI Holding	48.59	48.59		
临安汇锦金昕房地产	10,000,000.00	10,000,000.00	10%	
传化股份				
成本法			3.63%	
西部新时代能源投资	45,000,000.00	45,000,000.00		15%
权益法				
泰兴锦汇化工	18,774,121.08	21,476,818.54		40%
杭州环特生物技术	12,600,000.00	11,323,808.83		42%
闰土股份				
成本法			0.02%	
道墟信用社	800,000.00	800,000.00		
安诺其				
	0.00	0.00		0.00%

数据来源：各上市公司 2011 年半年报

表 10：同行业可比上市公司的估值水平

项目	德美化工	浙江龙盛	传化股份	闰土股份	安诺其	
股价（元/股）	10.17	8.60	9.27	24.00	9.83	平均值
总股本（百万股）	317.59	1468.42	487.98	383.50	160.50	
扣除非经常性损益后的每股收益（元/股）	0.396	0.443	0.264	1.014	0.131	
每股净资产（元/股）	3.92	4.54	2.82	9.56	4.43	
静态市盈率（PE）	25.66	19.40	35.05	23.66	74.98	35.75
静态市净率（PB）	2.59	1.90	3.29	2.51	2.22	2.50
静态市盈率（PE）（扣除已上市的股权价值）	19.04	18.29	35.05	23.66	74.98	34.21

数据来源：WIND 资讯

注：1、上述股价和总股本的基准日为 2011 年 8 月 18 日；2、扣除非经常性损益后的每股收益=2010 年扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润/期末的总股本（2011 年 8 月 18 日的总股本）；3、可比上市公司的静态市盈率=基准日每股价格/扣除非经常性损益后的每股收益；4、可比上市公司的每股净资产=2011 年上半年归属于上市公司股东的所有者权益/期末总股本（2011 年 8 月 18 日的总股本）；5、可比上市公司的静态市净率=基准日每股价格/每股净资产；6、在测算扣除已上市股权价值后的静态市盈率（PE）时，德美化工应剔除的已上市股权分别为奥克股份和天原集团，浙江龙盛应剔除的已上市股权为滨化股份，上述已上市股权市值所对应的时点为 2011 年 8 月 18 日。

作为全球纺织第一大国，我国染料产量已占全球总产量 60%，但印染助剂产量仅占全球的 10%。我国纺织印染助剂产量仅占纤维产量的 4%，与发达国家 15% 和全球平均 7% 的水平相比差距不小。随着国内纺织品档次的提升以及对性能的新要求，未来单位纺织品消耗助剂量的将会持续上升。据预测，到 2012 年中国纺织助剂的产量可望达到约 116.0 万吨，年复合增长率约 21.8%，销售额约 232.9 亿元，年复合增长率约 14.9%。同时，目前世界纺织印染助剂中的环保型印染助剂约占二分之一，而我国环保型纺织印染助剂仅占现有纺织印染助剂的三分之一，在政策的推动下，国内环保印染助剂市场更具发展潜力。作为国内印染助剂行业的龙头企业，德美化工在顺应市场发展趋势的同时，通过提升技术水平以及调整产品结构等方式，不断增强行业竞争力，在市场容量快速增长的背景下，公司未来将获得更广阔的发展空间。综上所述，本独立财务顾问认为相对于同行业可比上市公司，公司的价值被低估。

（二）本次回购将提升德美化工的每股收益及净资产收益率，并对股价形成稳定预期，有利于实现公司价值的合理回归并增强广大投资者对公司未来发展的信心

依据本次回购方案，本次回购股份数量上限为 700.0 万股，公司现有的股本为 31,758.6 万股，故回购后公司股本将最低降至 31,058.6 万股，下降 2.20%。相应地，公司 2011 年上半年归属于上市公司股东的全面摊薄每股收益将由 0.129 元/股上升至 0.132 元/股，升幅为 2.25%，同时净资产收益率将由 3.30% 上升至

3.45%，提高 4.62%。本次回购后公司每股收益和净资产收益率的提升将有利于维护股价。

本次德美化工拟回购股份的价格上限为 12.0 元/股，按照 2011 年 8 月 18 日公司股票收盘价每股 10.17 元计算，回购价格上限超过当前市场价格约 17.99%，一方面表明了管理层对公司未来发展的积极预期，可有效增强投资者信心，另一方面，通过影响市场供求，能够切实起到促进公司价值回归的重要作用。

此外，目前公司的债务成本约为 4.67%（2010 年公司的利息支出费用为 1,894.04 万元，2010 年公司平均的有息负债金额为 40,535.00 万元，公司当前综合的债务成本为 4.67%），即便以当前银行贷款基准利率测算（3-5 年的贷款基准利率为 6.90%），公司的债务成本也要远低于股权融资成本 10.63%，通过本次股份回购，能够适当地提升资产负债率，有利于增加公司的财务杠杆，进而降低公司的加权资本成本以及提升公司的内在价值。

（三）本次股份回购有利于提高公司资金运营的效益

一般而言，公司所产生的富余资金可以用于包括向股东发放红利、偿还债务、投资项目以及回购公司本身股份等用途。公司在考虑富余资金使用用途时，一般会以资金使用收益率作为最优决策的参考。参考当前的市场环境以及德美化工实际的经营情况，我们认为回购股份是公司目前提升资金运营效率的较优方式。

表 11：四种资金使用方式的收益率比较

用途	收益率	备注
回购股份	10.63%	回购股份收益率即为公司当前的股权融资成本
投资项目	15.17%	公司过去 5 年平均的净资产收益率
向股东发放红利	4.40%	假设红利的再投资收益率为五年期银行定期存款利率
偿还债务	3.50%	偿还债务收益率即为当前公司的债务成本减去税盾效应

注：1、现金股利分红需要按照 20% 的税率缴纳个人所得税；2、2010 年公司的利息支出费用为 1,894.04 万元，2010 年公司平均的有息负债金额为 40,535.00 万元，公司当前综合的债务成本为 4.67%，考虑 25% 的企业所得税，因此税后的偿

还债务的收益率约为 3.50%。

综上所述，本独立财务顾问认为，德美化工目前的股价低于其内在价值以及同行业可比上市公司平均的估值水平，公司的资本市场形象及投资者利益已受到一定程度的损害，公司有必要通过回购部分社会公众股份，向资本市场传达公司对未来经营发展的信心，从而促使股票投资价值真实回归，进而使得全体股东利益最大化。

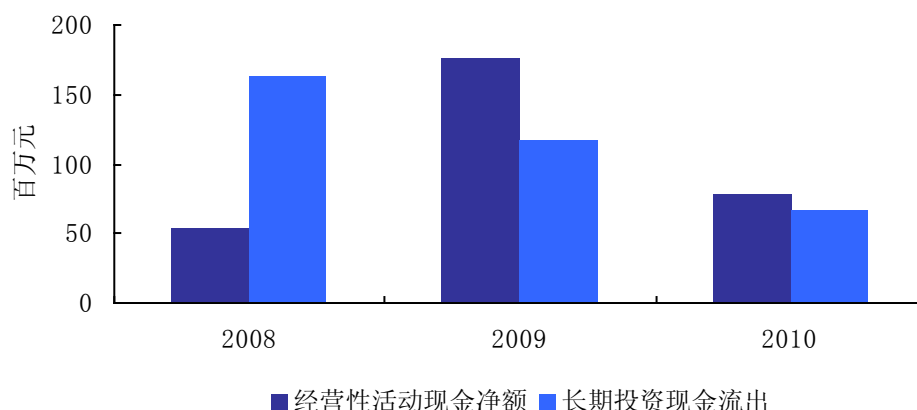
七、本次回购的可行性分析

（一）公司日常经营能力分析

公司本次回购资金不超过 5,500.0 万元，占 2011 年 6 月 30 日公司资产总额的 2.73%、流动资产总额的 7.16%、股东权益的 3.88%，所占比例较小。截至 2011 年 6 月 30 日，公司货币资金合并口径为 13,060.4 万元，母公司口径为 5,405.6 万元。同时，公司于 2011 年 7 月处置了部分天原集团的股份获得现金 7,989.2 万元，足以支付公司拟在自有资金中安排上限不超过 5,500.0 万元的回购价款。

公司近三年的经营性活动所获得的现金流较为稳定，2008 年至 2010 年经营性活动所获现金流净额分别为 5,328.9 万元、17,494.8 万元以及 7,737.9 万元。受到原材料成本上涨的不利影响，公司 2011 年上半年经营性活动现金流净额出现负值，但伴随着 2011 年 5 月石油等原材料价格的回落，预计下半年公司经营性活动现金流将逐步改善。此外，在不考虑公司所取得的投资收益及处置固定资产、无形资产和其他长期资产的现金净流入的前提下，近三年，公司经营性现金净额基本可以匹配其购买长期资产以及投资方面所支付的现金，即公司可以通过正常经营的内部积累为长期投资提供足够的资金支持。

图 2：德美化工近三年经营性现金流与投资活动现金流的情况



数据来源：公司各年报告

另一方面，公司近三年又一期的资产负债率较低且呈不断下降趋势，2008年至2011年上半年各期末资产负债率分别为45.94%、36.78%、28.29%和29.57%，同时，公司2011年上半年的资产负债率低于同行业可比上市公司的平均水平38.06%（由于闰土股份和安诺其为2010年上市企业，其资产负债率不具有可比性，因此在测算时将其剔除）。此外，公司满足公开发行债券的各种基本条件，若公司存在新的项目投资需求，公司有能力在以自有资金完成回购股份后，利用外部融资及自有资金等方式满足公司新的投资需要。

此外，公司近三年的资产运营效率不断提升，应收账款周转天数和存货周转天数分别由2008年的95天、89天下降到2010年的84天、64天，良好的资产运营效率能够加快公司资金的回笼速度，为公司日常的营运提供了有利的资金保障。

表 12：德美化工资产运营效率

	2008 年	2009 年	2010 年
应收账款周转天数	95 天	93 天	84 天
存货周转天数	89 天	79 天	64 天

数据来源：公司各年报告

公司本次回购股份将在回购报告书公布之日起至2011年12月31日内分两期择机实施，预计回购股份过程中及回购股份完成后公司都将保持良好的流动性，

可以满足正常的生产经营活动需要。

(二) 公司偿债能力的分析

表 13：德美化工偿债能力分析

	2011 年 6 月	2010 年	2009 年	2008 年
有息负债占总负债比例	77.60%	76.90%	71.24%	76.41%
资产负债率	29.57%	28.29%	36.78%	45.94%
流动比率	1.75	1.66	1.79	1.26
速动比率	1.41	1.33	1.44	0.99
利息保障倍数	6.23	33.34	10.29	5.53

数据来源：公司各年（期）报告

注：由于公司 2011 年半年报中未披露具体的利息保障倍数，因此上述 2011 年 6 月的利息保障倍数仅通过简单模拟测算，利息保障倍数=（利润总额+财务费用）/财务费用。

公司目前的负债结构中以银行借款为主，2011 年 6 月 30 日，公司有息负债总额为 46,200.0 万元，占到总负债比例的 77.60%。尽管有息负债的相对比例较高，但公司具备良好的银行贷款利息支付能力，利息保障倍数由 2008 年的 5.53 倍增加到 2010 年的 33.34 倍，2011 年上半年公司的利息保障倍数仍然处于安全水平，公司并无较大的支付贷款利息压力。同时，公司整体的资产负债结构合理，资产负债率较低，并呈现逐年下降的趋势，2011 年 6 月 30 日的资产负债率为 29.57%，低于可比上市公司资产负债率均值 38.06%。公司流动比率以及速动比率不断提升，分别由 2008 年的 1.26 和 0.99 上升至 2011 年 6 月的 1.75 和 1.41。公司未来若发生更大的资金需求，可通过增加银行借款、发行债券等方式进行融资。因此公司目前的资产负债结构合理，具有较强的偿债能力。

按照本次预计使用的回购资金总额上限 5,500.0 万元计算，回购后公司净资产将减少 5,500.0 万元。以公司 2011 年 6 月 30 日的报表数据为基础进行测算，则流动比率由回购前 1.75 降低至回购后的 1.62，速动比率由 1.41 降低至回购后的 1.29，公司短期偿债能力指标有所下降，但整体偿债能力仍然在合理的水平范围内；公司资产负债率由回购前 29.57% 上升至回购后的 30.40%，提高 0.83

个百分点，但仍然低于可比上市公司平均 38.06%的资产负债率水平。

表 14：回购前后德美化工偿债能力变化对比

	回购前	回购后
流动比率	1.75	1.62
速动比率	1.41	1.29
资产负债率	29.57%	30.40%

数据来源：公司 2011 年半年报

公司当前的资产负债状况以及偿债能力良好，虽然本次回购后公司的短期偿债能力指标有所下降，但仍然处于相对合理的水平范围之内，公司可以通过提高财务杠杆比率继续融资来满足未来的资金需求，因此本次回购股份不会对公司的偿债能力造成重大影响。

（三）公司盈利能力的分析

公司近三年的经营情况良好，2010 年归属于上市公司股东的净利润为 3.45 亿元，较 2009 年增长 115.99%；虽然受到上游成本涨价的不利影响，毛利率由 2009 年的 38.41%下降至 2010 年的 32.62%，但仍然高于同行业可比上市公司平均水平。同时，受益于投资业务，公司的净资产收益率由 2009 年的 21.81%上升至 2010 年的 34.01%，提高了 12.2 个百分点；基本每股收益由 0.74 元/股，提高到 1.12 元/股，增幅为 51.35%。

本次回购股份将直接减少公司的总股本和股东权益，使得公司的每股收益和净资产收益率相应提高。2011 年上半年公司全面摊薄的每股收益 0.129 元/股，净资产收益率为 3.30%，以回购资金最高限额 5,500.0 万元及最高回购股份数量 700.0 万股计算，本次回购股份完成后，公司全面摊薄的每股收益将会增至 0.132 元，提高 0.003 元/股；净资产收益率将增至 3.45%，提高 0.15 个百分点。在其他条件不变的前提下，回购股份将对公司的盈利能力产生一定的正向提升作用。回购前后公司盈利能力指标对比如下：

表 15：回购前后德美化工盈利能力对比

盈利指标	回购前	回购后	变化幅度
全面摊薄每股盈利（元/股）	0.129	0.132	2.25%
净资产收益率	3.30%	3.45%	4.62%

数据来源：公司 2011 年半年报

注：1、全面摊薄每股收益、净资产收益率以公司 2011 年上半年的财务数据为基础计算得出；2、全面摊薄每股收益=当期归属于上市公司股东净利润/期末总股本；3、净资产收益率=当期归属于上市公司股东净利润/期末归属于上市公司股东的所有者权益

（四）回购的市场环境分析

表 16：德美化工 2011 年 1 月 1 日至 8 月 18 日股价表现

最高价（元/股）	15.20
最低价（元/股）	8.40
股票收盘价算数平均价（元/股）	11.84
股票收盘价中位值（元/股）	11.73
交易均价（元/股）	12.18
股票收盘价不超过 12.0 元/股的交易日所占比例	59.48%
日交易均价不超过 12.0 元/股的交易日所占比例	58.82%
日均交易量（万股）	277.51
日均交易金额（万元）	3399.44

数据来源：WIND 资讯

注：1、上述股价均为复权价；2、交易均价=期间交易金额总额/期间交易量总额。

自 2011 年以来，德美化工股票的历史最高价为 15.20 元/股，最低价为 8.40 元/股，其中以收盘价计算的股价算术平均价以及中位值分别为 11.84 元/股以及 11.73 元/股，历史的交易均价为 12.18 元/股。2011 年 1 月 1 日至 8 月 18 日的交易期间内，以收盘价计算的公司股价不超过 12.0 元/股的交易日占到整个交易期间的 59.48%，以交易均价计算的公司股价不超过 12.0 元/股的交易日占到整个交易期间的 58.82%。同时，自 2011 年以来，公司股票的日均交易量为 277.51 万股，日均交易金额为 3,399.44 万元，本次回购的金额上限为 5,500.0 万元，

股份数量上限为 700.0 万股，预计的回购周期约为 65 个交易日（假设从 2011 年 9 月 26 日起实施），因此本次回购具备可实施的市场环境。

综上所述，本独立财务顾问认为，本次股份回购后公司仍能保持良好的资金流动性，以满足正常生产经营活动需求。尽管本次回购后公司的短期偿债能力指标有所下降以及整体的资产负债水平提高，但仍处于相对合理的范围之内，本次回购不会对公司的偿债能力造成重大影响。同时，本次回购将对公司的盈利能力产生一定的正向提升作用。

八、回购股份方案的影响分析

（一）回购股份对公司股价的影响

本次回购股份将增加公司的每股收益，若回购后公司的市盈率水平保持不变，则公司的股价将获得上升。回购期内公司将择机买入股票并向市场传递公司股价被低估的信号，同时有利于活跃公司股票二级市场的交易，对公司股价形成一定的支撑作用，有利于维护公司全体股东的利益。

以下为部分上市公司在回购社会公众股后一年的股价表现情况，仅作参考。

表 17：部分国内上市公司回购社会公众股后一年的股价表现

证券名称	证券代码	股东大会审议通过日期	股东大会审议通过日/证监会批准日价格	回购价格上限	占总股本比例	回购后一年的累积股价涨幅
九 芝 堂	000989	2006 年 7 月 28 日（证监会批准日）	5.1 元/股	5.3 元/股	13.75%	160.78%
深证成指（同期）						258.13%
华 海 药业	600521	2006 年 4 月 21 日（证监会批准日）	10.61 元/股	12.1 元/股	4.27%	87.37%
上证指数（同期）						152.98%
天 音 控股	000829	2008 年 11 月 17 日	3.47 元/股	3.5 元/股	2.11%	152.16%
深证成指（同期）						101.97%

数据来源：各公司披露的公开信息；WIND 资讯

(二) 回购对公司财务状况的影响

假定本次回购资金最高限额为 5,500.0 万元及最高回购股份数量 700.0 万股,则回购方案全部实施后,公司股东权益以 2011 年 6 月 30 日计算,预计将减少 5,500.0 万元,股本总额减少到 31,058.6 万股。回购前后公司主要财务指标如下:

表 18: 回购前后德美化工财务状况的变化对比

主要财务指标	回购前	回购后	增减幅度
全面摊薄每股收益(元)	0.129	0.132	2.25%
每股净资产(元)	3.92	3.83	-2.26%
净资产收益率	3.30%	3.45%	4.62%
资产总额(万元)	201,320.78	195,820.78	-2.73%
负债总额(万元)	59,537.16	59,537.16	0.00%
所有者权益(万元)	141,783.62	136,283.62	-3.88%
归属于上市公司股东所有者权益(万元)	124,550.92	119,050.92	-4.42%
资产负债率	29.57%	30.40%	2.82%
流动比率	1.75	1.62	-7.15%
速动比率	1.41	1.29	-8.67%

数据来源: 公司2011年半年报

注: 1、上述数据根据公司2011年半年报为基础计算; 2、全面摊薄每股收益=当期归属于上市公司股东净利润/期末总股本; 净资产收益率=当期归属于上市公司股东的净利润/期末归属于上市公司股东的所有者权益。

预计本次回购完成后每股收益提高 2.25%, 净资产收益率提高约 4.62%, 盈利能力得到提升。同时, 公司资产负债率提高约 2.82%, 仍然低于同行业可比上市公司平均水平, 债权人利益仍然能够得到保护。回购后公司的流动比率为 1.62, 速动比率为 1.29, 仍能保持较好的流动性和偿债能力。本次回购预计现金支出不超过 5,500.0 万元, 相对于公司当前的货币资金、偿债能力以及融资能力, 不会影响公司正常的经营和投资对于资金的需求。

(三) 回购对公司股本结构的影响

以回购方案上限计算, 公司回购股份为 700.0 万股, 则回购股份前后, 公司股本结构变化如下表:

表 19: 回购前后德美化工股本结构的变化对比

股份	回购前		回购后		变动情况
	数量(股)	比例	数量(股)	比例	
一、有限售条件股份	81,778,242	25.75%	81,778,242	26.33%	增加 0.58%
1、高管股份	81,778,242	25.75%	81,778,242	26.33%	增加 0.58%
二、无限售条件股份	235,807,390	74.25%	228,807,390	73.67%	减少 0.58%
1、人民币普通股	235,807,390	74.25%	228,807,390	73.67%	减少 0.58%
三、股份总数	317,585,632	100.00%	310,585,632	100.00%	减少 700 万股

从本次回购股份前后公司股本的变化情况来看, 若回购 700.0 万股, 公司有限售条件股份的比例将增加 0.58 个百分点, 无限售条件股份将减少 0.58 个百分点, 本次回购股份将一定程度地减少社会公众股的数量。因此, 尽管公司的股本结构由于本次回购股份将发生一定变化, 但总体上各类别股份的变动幅度较小。

(四) 回购对其他债权人的影响

本次回购股份客观上造成公司总资产、股东权益的减少, 但本次回购股份将使用的自有资金占公司当前的资产总额、净资产以及流动资产总额的比例较小。同时, 本次回购也会造成资产负债率有所上升, 流动比率和速动比率有所下降, 但总体上对公司的偿债能力影响较小, 且公司当前资产负债率较低, 并拥有多种融资渠道, 回购股份不是一次性实施而是自回购报告书公告之日起至 2011 年 12 月 31 日内分两期择机实施。因此, 债权人的利益不会因为本次回购股份而受到重大的影响。

九、独立财务顾问意见

根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》、《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》、《深圳证券交易所上市公司以集中竞价方式回购股份业务指引》等相关文件的规定，本独立财务顾问认为德美化工本次回购股份符合上市公司回购社会公众股份要求的相关规定。

过去一年，由于受到外围宏观环境和证券市场低迷的双重压力，公司股价持续下跌，估值水平低于同行业可比上市公司平均水平和公司长期内在价值，导致包括社会公众股东在内的公司全体股东的利益受到损害，并对公司的资本市场形象造成了负面影响。本独立财务顾问认为，本次回购将有利于提升德美化工的每股收益及净资产收益率，并对股价形成稳定预期，有利于实现公司价值的合理回归并增强广大投资者对公司未来发展的信心。

本次回购股份的资金将全部来源于公司自有资金，占总资产及净资产的比例较小，从公司最近三年的财务状况来看，公司经营性现金流较稳定、偿债能力较强以及具备一定的筹资空间。本独立财务顾问预计公司实施本次回购股份后，依然将保持较好的流动性和稳健的财务结构，有能力确保公司的生产经营活动不因本次回购股份而受到重大影响。

十、特别提醒广大投资者注意的问题

- 1、本次回购股份预案尚须德美化工股东大会审议通过，并报中国证监会备案后方可实施。
- 2、公司股票价格将可能因本次回购股份的影响而有所波动，因此提请广大投资者注意股价短期波动的风险。
- 3、本独立财务顾问报告仅供投资者参考，不作为投资者买卖德美化工股票的依据。

十一、本财务顾问联系方式

名 称：上海申银万国证券研究所有限公司

法定代表人：丁国荣

注册地址：上海市鲁班路 402 号

电 话：021-23297253 021-23297570

传 真： 021-23297648

联 系 人： 虞晓华、杜燕

十二、备查文件

- 1、广东德美精细化工股份有限公司第三届董事会第二十二次会议决议
- 2、广东德美精细化工股份有限公司关于回购部分社会公众股份的预案
- 3、广东德美精细化工股份有限公司独立董事有关公司回购部分社会公众股份的独立意见
- 4、广东德美精细化工股份有限公司 2008 年度、2009 年度、2010 年度财务报告
- 5、广东德美精细化工股份有限公司 2011 年半年度财务报告

（本页无正文，仅为上海申银万国证券研究所有限公司《关于广东德美精细化工股份有限公司回购部分社会公众股份之独立财务顾问报告》的签章页）

上海申银万国证券研究所有限公司

2011 年 9 月 7 日