

众和股份(002070.sz)

量与质同步提高，有望缔造印染行业龙头

刘伟军 纺织服装行业 研究员
电话: 020-87555888-647
eMail: lwj5@gf.com.cn

公司竞争力优于国内企业，但与国际级印染企业仍有差距
从产品档次、市场反应速度及价格等方面考察，公司竞争力优于国内企业，但与国际级印染企业仍有一定差距。

收购提高量，保证业绩增长

公司沿纺织服装产业链纵向与横向收购，构建织造-印染-服装品牌一体化产业链，充分保证业绩增长。

拟公开增发与整合提高质，增强竞争优势

拟公开增发项目及对收购企业整合以增强公司竞争优势为目标，在收购导致公司业绩增长的同时，保证公司质的提高。

投资评级：合理价值 18.24 元，买入。建议关注现有、潜在收购及增发进展

考虑到公司量与质同步提高的发展策略及竞争力明显高于国内印染企业，参考印染行业及下游服装行业估值水平，公司 08 年合理 P/E 应为 32 倍。不考虑股本转增及公开增发摊薄影响，公司 08 年 EPS 为 0.57 元，合理价值 18.24 元。公司现有、在建及拟建项目全部投产后，产量将达 12600 万米，高于国内同行。在纺织服装行业增长方式转向附加值与品牌的背景下，质与量印染行业双龙头的地位，决定了公司可以充分分享行业成长。建议关注现有、潜在收购及增发进展，给予买入评级。

风险提示

环保风险、收购风险、搬迁风险、成本风险、增发风险、股权集中风险。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	355.10	470.26	840.88	995.67	1,183.53
EBITDA(百万元)	63.35	86.41	120.86	144.05	167.75
净利润(百万元)	54.83	46.85	73.40	88.50	106.28
净利润增长率	31.68%	-14.57%	57.21%	20.58%	20.08%
每股收益(元)	0.508	0.362	0.57	0.68	0.82
市盈率	27.18	46.39	27.46	22.77	18.96
市净率	3.29	4.59	3.68	3.17	2.72
EV/EBITDA	21.92	46.00	20.13	16.34	12.27
每股红利(元)	0.25	0.00	0.20	0.24	0.29
股息率(%)	1.81	0.00	1.27%	1.54%	1.85%

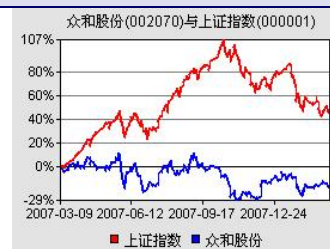
来源：福建众和股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.55
目标价格(元)	18.24
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.64%	-7.44%	-18.74%
上证综指	-.51%	3.89%	80.11%

股票数据

总股本(万股)	12,960.00
流通 A 股(万股)	6,455.08
主要股东:	
	许金和
主要股东持股比例	23.08%
流通 A 股比例	49.81%

财务比率

ROE	9.91%
ROA	3.73%
资产负债率	62.27%
每股净资产(元)	3.65

2007 年报数据

目录索引

一、公司背景.....	3
(一) 主营业务.....	3
(二) 股权与组织结构.....	3
二、行业背景.....	4
(一) 生产加工能力首屈一指.....	4
(二) 产品档次与市场反应速度亟待提高.....	4
(三) 中高档产品市场前景广阔.....	5
三、公司经营状况	5
(一) 竞争力优于国内企业，但与国际级印染企业仍有差距	5
(二) 成长源于国内自营业务，波动源于国外自营业务	6
(三) 期间费用率上升.....	7
(四) 国内自营业务提高毛利率，收购降低净利率与净资产收益率 ...	7
(五) 收购导致营运能力降低，	8
(六) 偿债能力下降.....	8
四、公司增长潜力	9
(一) 产业链纵向与横向收购：提高量，保证业绩增长	9
(二) 首次募集资金项目：效益逐渐释放.....	10
(三) 拟公开增发募集资金项目：提高质，增强竞争优势.....	10
五、公司业绩预测	10
六、公司风险分析	12
(一) 环保风险.....	12
(二) 收购风险.....	12
(三) 搬迁风险.....	12
(四) 成本上涨风险.....	12
(五) 增发摊薄风险.....	12
(六) 股权集中风险.....	12
七、公司估值分析	12
(一) 合理价值：18.24 元	12
(二) 投资建议：买入，建议关注现有、潜在收购及增发进展	12
附：公司财务报表	13

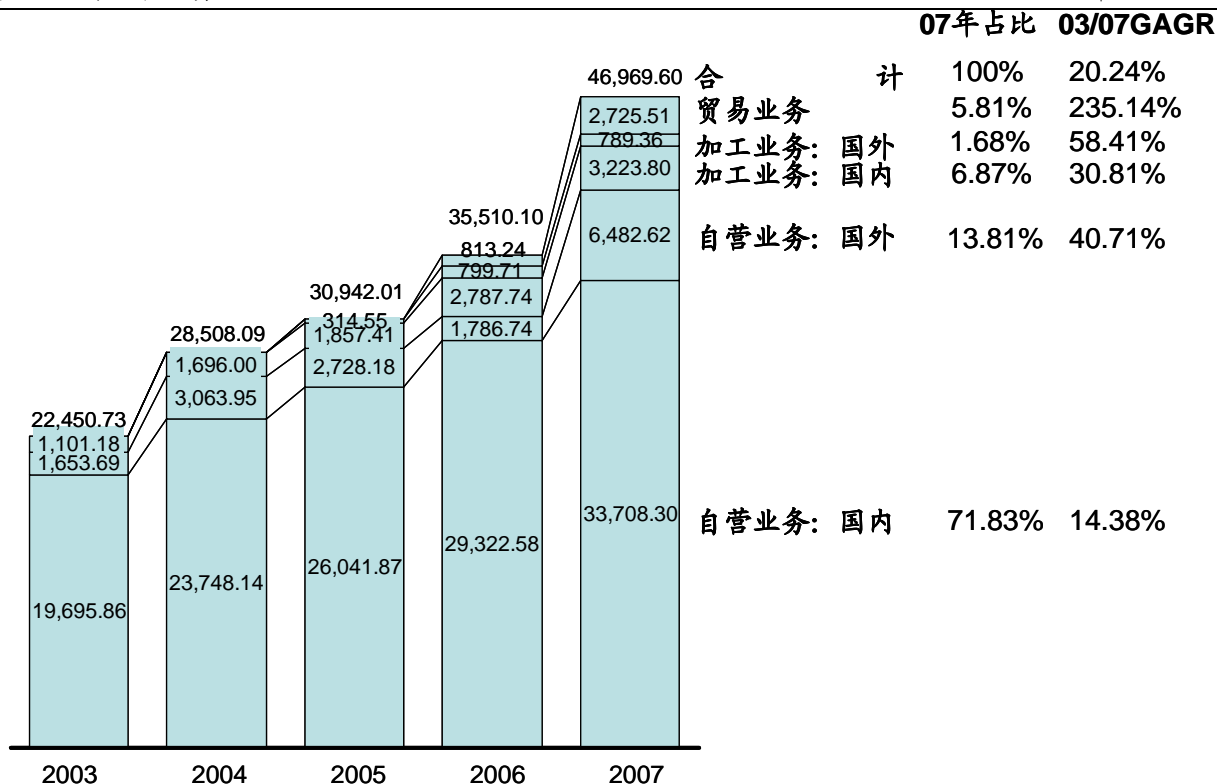
一、公司背景

（一）主营业务

公司主要产品为棉休闲服装面料，生产方式与产品分别为坯布印染与面料，属印染行业。公司自营业务所需坯布为对外采购；加工业务所需坯布由客户提供，公司收取加工费。

图1：公司主营业务

单位：万元

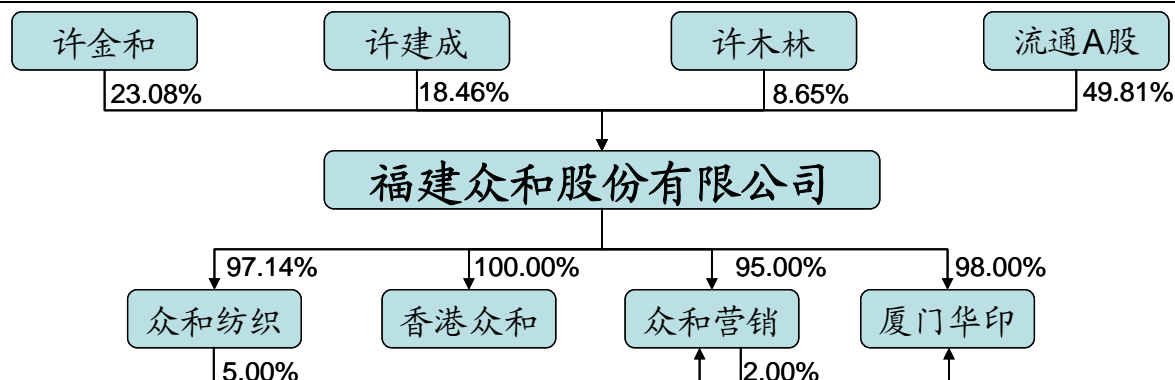


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（二）股权与组织结构

截至2008年2月23日公司总股本为129,600,000，许氏家族为公司实际控制人，持股比例为50.19%。

图2：公司股权与组织结构



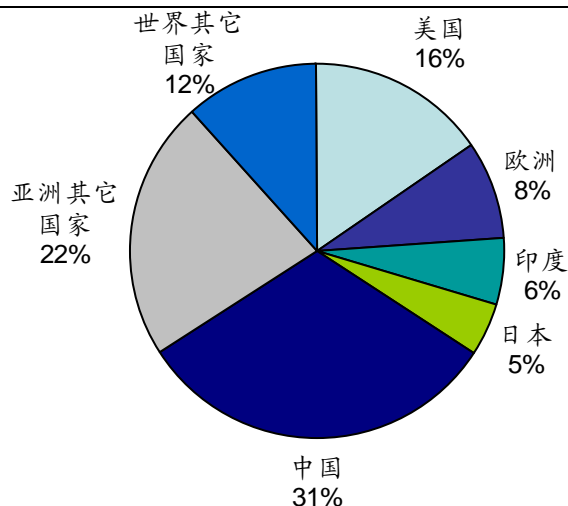
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

二、行业背景

（一）生产加工能力首屈一指

染料消耗量直接反应下游印染行业的生产加工能力，2003年我国染料表观消费量约占世界染料表观消费总量的31%，远高于世界其它国家（地区）。由此可以推断，我国印染行业生产加工能力远高于其它国家（地区）。

图3：2003年世界染料表观消费分布



数据来源：SRI Consulting、广发证券发展研究中心

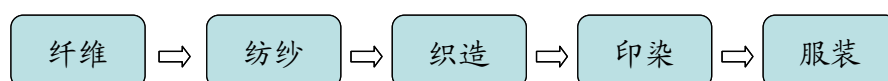
（二）产品档次与市场反应速度亟待提高

在纺织服装产业链中，印染介于织造与服装之间，主要原料为染料及织造环节提供的坯布，坯布经印染加工成为下游服装所需的面料。在坯布品质相同的情况下，面料档次差别主要由印染环节决定。相对于低档面料，高档面料拥有优良的质量、独特风格及功能。服装行业因具备受时尚特性，对面料的要求变化迅速且需符合流行趋势，故印染企业市场反应速度主要体现在交货期及能否与流行趋势符合。

低档面料为主。我国印染企业产品以加工为主，在研发投入方面严重不足，2004年我国印染行业研发费用仅占销售收入的0.65%，而国际印染企业的研发投入通常占销售收入的5%-10%。

市场反应速度与服装产业需求缺乏有效配合。低档面料为主的产品结构导致我国印染企业通常以量取胜，企业管理与工艺以量为前提，快速改变产品种类及对面料流行趋势的把握能力明显不足。

图4：纺织服装产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

（三）中高档产品市场前景广阔

低档产品泛滥、市场反应速度与服装产业需求缺乏有效配合，印染企业间恶性竞争严重，导致行业销售收入增速持续下降，出口交货值首次出现下降。出口市场，中高档产品需求受价格影响小且议价能力强，具备广阔上升空间。国内市场，在消费升级的大背景下，纺织服装零售总额增速高于社会消费品零售总额增速，服装价格指数走势与消费品零售价格指数明显背离，主要原因是国内服装企业竞争激烈，产品趋同现象严重。随着国内服装品牌的逐渐成熟，对面料的需求必然趋向多样与高档，中高档面料市场前景可观。根据《纺织工业“十一五”发展规划》，2010年我国高档面料比重应由2005年5%提高到10%，中高档面料比重应提高到60%，中高档面料市场前景广阔。

图5：印染行业销售收入增速

单位：%

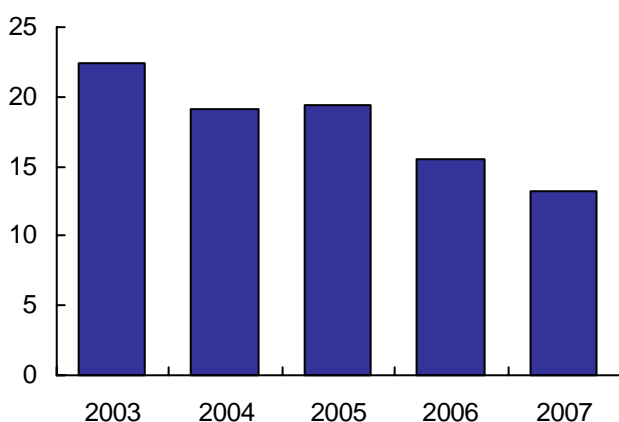
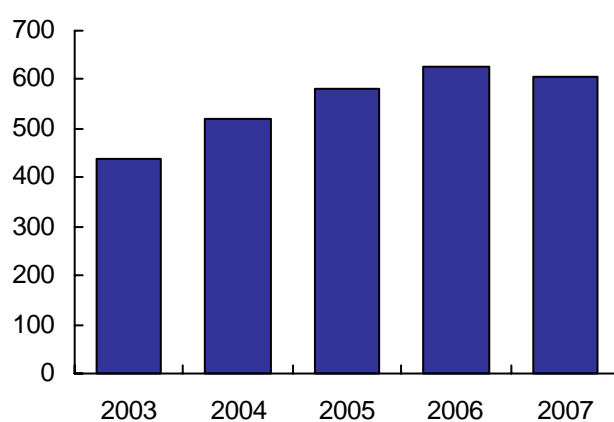


图6：印染行业出口交货值

单位：亿美元



数据来源：Webtextiles、广发证券发展研究中心

数据来源：Webtextiles、广发证券发展研究中心

图7：消费品零售增速

单位：%

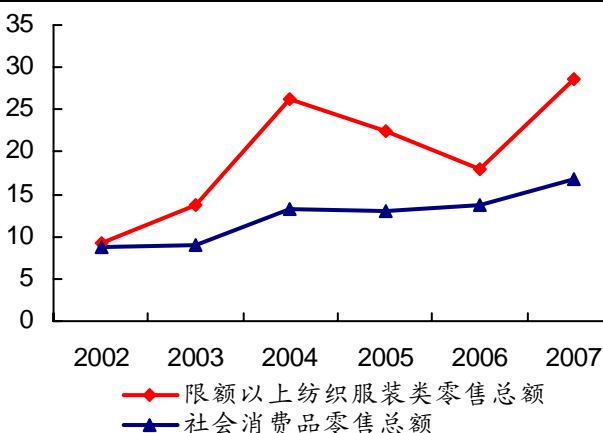
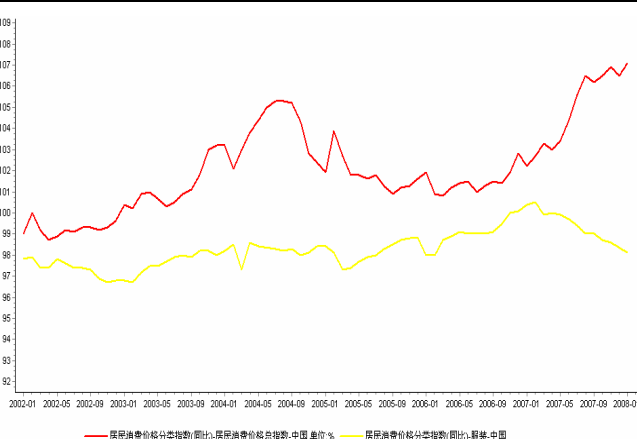


图8：消费品价格指数

单位：%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心 数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、公司经营状况

（一）竞争力优于国内企业，但与国际级印染企业仍有差距

表1: 竞争优势比较

	国际级印染企业	众和股份	国内印染企业
产品档次	研发能力一流，细分领域拥有高档产品绝对优势	研发能力、产品档次与国际级印染企业尚存在差距	研发能力薄弱，加工生产导致产品结构以低档产品为主
市场反应速度	交货期短，国际面料流行趋势倡导者	交货期短，国际面料流行趋势跟随者	交货期长，对流行趋势缺乏把握
价格策略	高价策略	低于国际级印染企业	普遍采用廉价策略

数据来源：广发证券发展研究中心

公司每年推出约400个新产品，研发投入约占销售收入的3-4%，远高于国内印染行业研发投入，与接近国际级印染企业5-10%的研发投入接近。公司整体研发能力与产品档次，与欧洲为代表的国际级印染企业相比仍有一定差距，但明显领先于国内企业，多个产品均入选中国流行面料。

表2: 部分入选中国流行面料产品

棉纬竹节涂层布	2004春夏中国流行面料
仿毛呢全棉面料系列	2004/2005 秋冬中国流行面料
双面灯芯绒色布	2004/2005 秋冬中国流行面料
天丝/棉系列	2004/2005 秋冬中国流行面料
仿毛呢棉纬弹力色布	2004/2005 秋冬中国流行面料
棉/羊绒色布	2006/2007 秋冬中国流行面料
棉/大豆混纺色布	2006/2007 秋冬中国流行面料
棉/粘/绢丝三合一色布	2005 春夏中国流行面料
棉/竹纤维混纺色布	2007 春夏中国流行面料

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

区别于国内印染企业普遍采用中间商式销售渠道及批量加工生产模式，公司通过在设立上海、深圳、温州、石狮、广州、中山、东莞、纽约及巴黎设立办事处，省略中间商直接面对服装企业，减少中间商带来市场信息延迟，更贴近市场的变化与客户需求。公司采用“小批量、多品种、快交货”生产模式，交货期与国际级印染企业接近。公司产品开发以跟随国际面料流行趋势为主，每年定期或不定期参加国内外专业展会搜集面料流行趋势，部分自主开发产品为国际品牌所采用，但与国际级印染企业面料流行趋势倡导者的地位仍有差距。

公司采用同质低价策略，相同种类与品质产品售价仅为国际级印染企业的1/5左右，但公司的毛利率仍高于国内印染行业平均值及同行业上市公司。

（二）成长源于国内自营业务，波动源于国外自营业务

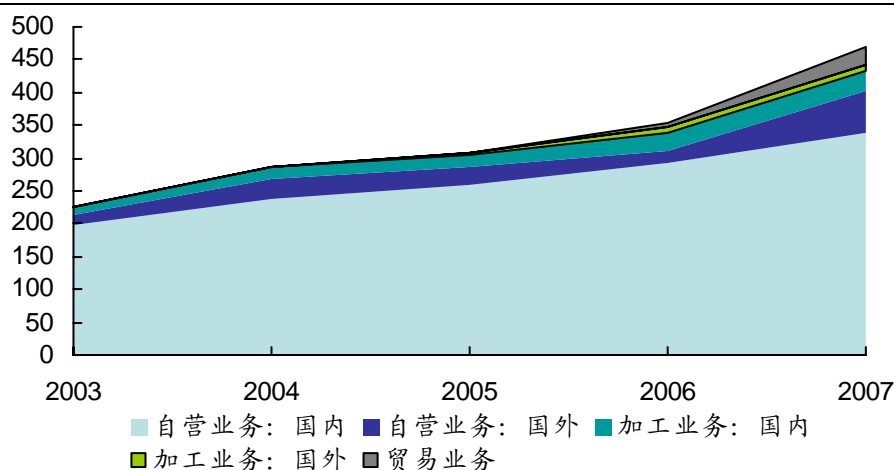
公司国内自营业务收入约占主营业务收入比例最大且成长稳定，国外自营业务收入波动较大。公司加工业务定位于淡季减少产能闲置，增加收入。公司贸易业务主要为方便下游服装品牌企业，提供服装加工服务。

造成国内与国外自营业务波动的原因如下：1、公司自营业务中销往国际与国内服装品牌的金额大约各占一半，造成国内自营业务高于国外自营业务的原因是非直接出口产品按国内业务统计。2、国内自营业务增长平稳的主要原因是国内服装流行趋势基本为跟随欧美流行趋势，选择在国内加工国际服装品牌基本为国际二线服装品牌，其品牌定位为跟随国际流

行趋势。公司同国际级印染企业接近的交货期、对国际面料流行趋势的跟随能力及相对较低的产品价格很好的满足了这些公司的需求。3、国外自营业务波动的主要原因是直接出口的客户中相当一部分是国际一线服装品牌，国际一线服装品牌作为国际服装流行趋势的倡导者，对面料的时尚性要求较高，公司流行趋势跟随者的市场地位与国际级印染企业流行趋势倡导者的市场地位尚有差距，故容易出现波动。

图9：公司主营业务增长情况

单位：百万元



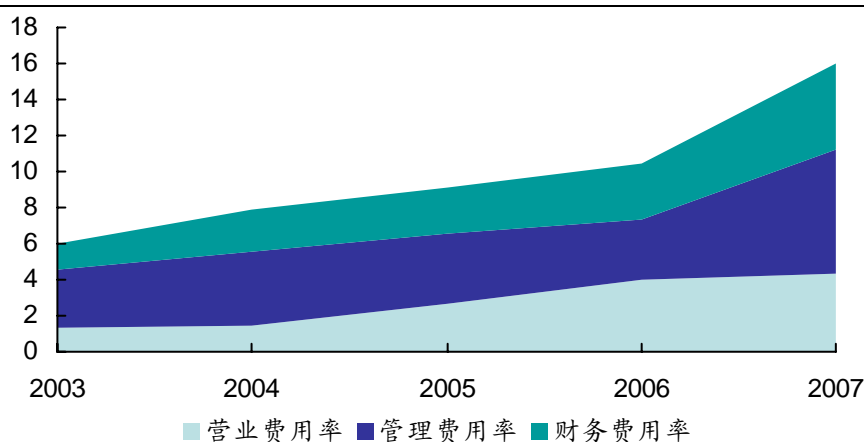
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（三）期间费用率上升

公司期间费用率上升，其中海外业务扩张导致营业费用率持续上升，汇兑损益持续上升导致财务费用率持续上升，根据新会计准则众和纺织长期待摊费用与开办费用计入管理费用导致2007年管理费用率大幅上涨。目前公司已采用新的绩效考核办法控制海外市场相关费用增长，并正在积极考虑采用相关措施降低汇兑损益。

图10：公司期间费用率

单位：%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

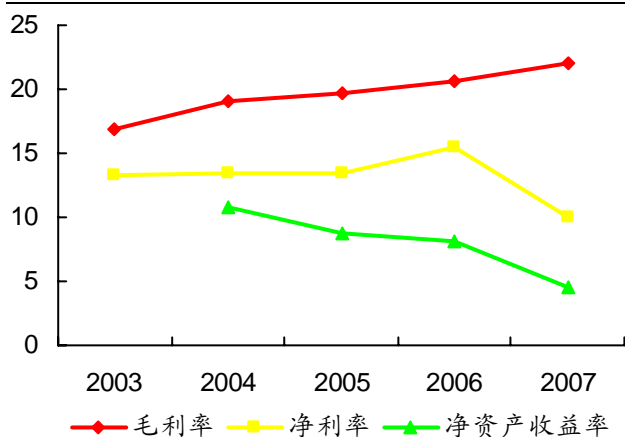
（四）国内自营业务提高毛利率，收购降低净利率与净资产收益率

公司毛利率持续上升，通过分析公司各项业务毛利率变化发现，国内自营业务毛利率上升带动整体毛利率上升，公司历年推出的新产品在国内

市场广受欢迎且毛利率较高，带动了国内业务整体毛利率的提升。2007年公司并购厦门华印导致净利率与净资产收益率持续下降。

图8: 公司盈利能力变化

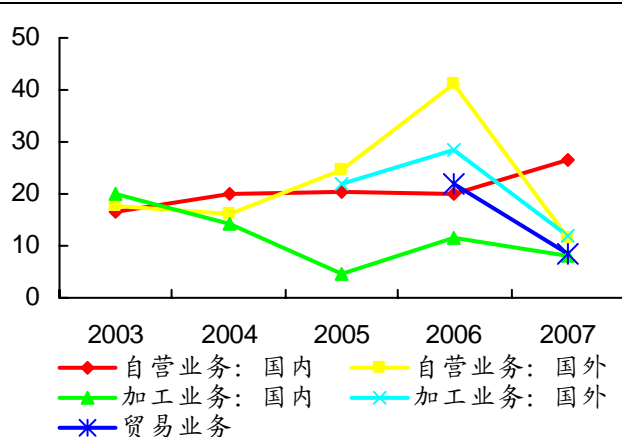
单位: %



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图9: 公司各项业务毛利率

单位: %

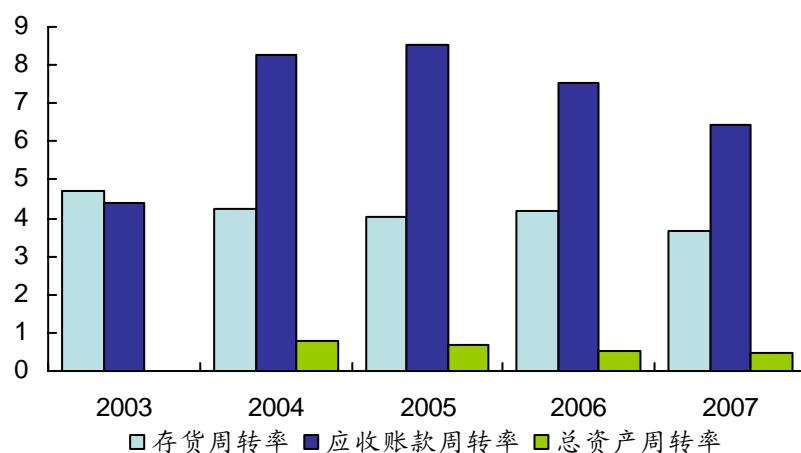


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(五) 收购导致营运能力降低,

公司存货周转率、应收账款周转率及总资产周转率持续下降, 厦门华印营运能力相对公司较低, 2007年厦门华印存货周转率与应收账款周转率分别为5.6与9.3, 收购导致合并报表后公司营运能力下降。目前厦门华印整合进展顺利, 原厦门华印管理层继续保留, 设备改造与升级方面逐渐投入, 预计厦门华印整合完成后, 公司营业能力将逐渐改善。

图10: 公司营业能力变化

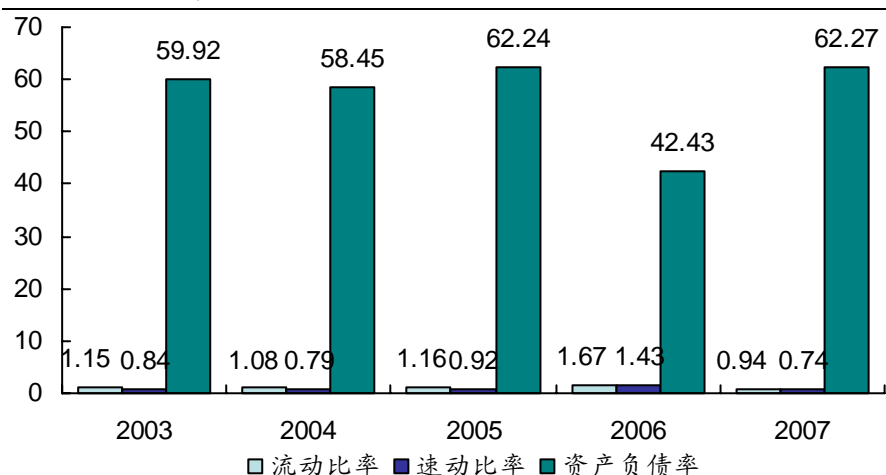


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(六) 偿债能力下降

2007年公司资产负债率大幅上升, 流动比率与速度比率大幅下降, 主要原因是长期借款增加。

图11：公司偿债能力变化



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

四、公司增长潜力

（一）产业链纵向与横向收购：提高量，保证业绩增长

根据公司收购战略，将分别沿纺织服装产业链纵向与横向扩张，构建织造-印染-服装品牌一体化产业链。收购目标的筛选标准：1、被收购企业管理层与公司经营思路接近。2、被收购企业处于盈利状况。3、被收购企业与公司优势互补。

收购的短期收益来自于财务报表合并带来的业绩增长，收购的长期收益来自于整合带来的竞争能力提升。公司竞争力提升来源于以下方面：1、收购产业链上游织造企业，缩短公司交货期提高市场反应速度。由于时尚流行周期逐渐缩短，下游服装品牌企业逐渐倾向小批量、短周期生产，面料供货期也逐渐缩短。以公司客户ZARA为例，产品季节由2季/年增加到12季/年，个别面料供货期甚至在25-30天左右。收购产业链上游织造企业，坯布采购时间将大幅缩短，进而缩短公司交货期限。2、收购产业链相同环节优势互补印染企业，扩大市场份额。收购印染企业的标准是互补，收购后在企业管理与经营理念方面逐步向公司靠拢，在技术方面持续投入提升产品档次，提升被收购公司的竞争能力，利用互补优势扩大公司市场份额。3、收购产业链下游服装品牌企业，提升盈利能力减少业绩波动。收购服装品牌企业的标准是与目前客户品牌定位不同，通过向下游服装品牌企业扩张，稀释淡季多余产能减少业务波动。

公司2007年11月30日完成厦门华印剩余60%股权收购，计划今年内完成福建翔升100%股权收购。厦门华印1992年成立，主要从事印染，产能4000万米，2007年销售收入与净利润分别为25,206.43万元、763.32万元。厦门华印在印花产品方面优势明显，“飘叶花”、“褐底郁金香”印花面料分别被中国印染行业协会印花专业委员评为2005/06年度中国优秀印花面料。厦门华印定位于承接较大订单与印花面料领域，母公司定位于承接小订单与新产品研发。福建翔升2006年投产，主要从事织造，拥有国际先进喷气织机324台，产能3500万米，2007年销售收入与净利润分

别为17,290万元、1,263万元。公司计划收购后将利用福建翔升产能30%满足内部需求，缩短交货期。

（二）首次募集资金项目：效益逐渐释放

首次募集资金项目的效益将在达产后逐渐释放。2007年高档服装面料开发及印染后整理设备引进项目贡献利润1,371.41万元，保守预计2008年贡献利润2,000万元。国家级企业技术中心项目不仅可以提升新产品研发能力，其附带的面料分析功能将帮助更加有效的跟随国际面料流行趋势。中高档休闲面料织造建设项目不仅可以缩短供货时间，而且对外销售坯布，鉴于公司此前尚未涉足坯布销售领域，保守预计2008年该项目可实现盈亏平衡。

表3：首次募集资金项目

项目	预计达产时间	07年贡献利润
高档服装面料开发及印染后整理设备引进项目	2008年2月21日	1,371.41万元
国家级企业技术中心项目	2008年3月15日	0
中高档休闲面料织造建设项目	2008年3月21日	0

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（三）拟公开增发募集资金项目：提高质，增强竞争优势

公司初步计划公开增发8000万股，募集资金6.55亿元。拟公开增发项目除收购福建翔升纺织有限公司100%股权与年产1000万米高档织造面料生产设备扩建项目属公司收购计划外，其余均以提高公司整体竞争力为目标。年产1320万米液氨潮交联整理高档面料建设项目主要产品液氨+潮交联高档免烫面料，国内产能仅为6000 万米。全球营销网络建设项目与企业信息化管理系统建设项目可以提高公司市场反应速度。鉴于公司在国内外良好的客户基础，拟公开增发项目应能顺利达到预期收益。

表4：拟公开增发募集资金项目

项目	预计利润	预计建设期
年产1320万米液氨潮交联整理高档面料建设项目	2155.79万元	1年
年产2200万米高档印染面料生产设备技术改造项目	4541.47万元	1年
收购福建翔升纺织有限公司100%股权	1263万元（2007年）	1年
年产1000万米高档织造面料生产设备扩建项目	1284万元	1年
全球营销网络建设项目		1年
企业信息化管理系统建设项目		16个月

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

五、公司业绩预测

1、收购进展假设。鉴于收购过程中的不确定性，不考虑福建翔升及类似收购行为对公司业绩的影响。

2、公开增发假设。不考虑公开增发对公司业绩的影响。

3、主营业务假设。鉴于公司竞争优势主要体现在国内自营业务及首次募集资金项目效益逐渐释放，假设国内自营业务未来3年增长率分别为

35%、25%、25%，国外自营业务未来3年增长率均为15%。鉴于厦门华印收购完成及加工业务定位为减少淡季产能闲置，假设加工业务未来3年增长率分别为600%、10%、10%。鉴于贸易业务定位为方便服装品牌企业采购，将保持相对稳定，假设贸易业务未来3年增长率均为5%。

4、毛利率假设。鉴于公司议价能力主要体现在国内市场及公司策略倾向于同客户共同成长，假设国内自营业务、国外自营业务、加工业务及贸易业务未来毛利率分别为28%、12%、9%、8%。

5、期间费用率假设。鉴于公司改变考核方式控制海外销售费用的增长，假设未来3年公司营业费用率均为4%。鉴于2007年众和纺织长期待摊费用与开办费用计入管理费用，导致管理费用率大幅增长，假设未来3年公司管理费用率均为3%。鉴于公司汇兑损益有望得到有效控制，厦门华印技术改造逐步完成，公司长期借款有望逐步减少，假设未来3年公司财务费用率分别为2.8%、2.71%、2.55%。

6、税率假设。假设国家残疾人就业税收优惠政策不发生变化，公司维持现有残疾员工数量，未来3年所得实际税税率分别为16.25%、18.43%、21.56%，增值税返还计入公司营业外收入。

7、股本假设。不考虑股本转增与公开增发摊薄影响。

表5: 公司业绩预测假设及结果（不考虑股本转增与公开增发）					单位: %
	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
增长率					
国内自营业务	12.60	14.96	35.00	25.00	25.00
国外自营业务	-34.51	262.82	15.00	15.00	15.00
加工业务	65.17	11.87	600.00	10.00	10.00
贸易业务	0.00	235.14	5.00	5.00	5.00
合计	14.76	32.16	78.81	18.41	18.87
毛利率					
国内自营业务	19.98	26.39	28.00	28.00	28.00
国外自营业务	41.20	11.62	12.00	12.00	12.00
加工业务	15.15	8.99	9.00	9.00	9.00
贸易业务	21.93	8.45	8.00	8.00	8.00
合计	20.60	21.82	19.54	20.11	20.66
期间费用率					
营业费用率	3.99	4.37	4.00	4.00	4.00
管理费用率	3.32	6.81	3.00	3.00	3.00
财务费用率	3.08	4.79	2.80	2.71	2.55
合计	10.39	15.97	9.80	9.71	9.55
所得税税率	0.01	9.29	16.25	18.43	13.00
EPS（元/股）	0.51	0.36	0.57	0.68	0.82

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

六、公司风险分析

（一）环保风险

印染行业属高污染行业，国家相关环保标准及政策的变化，将对公司盈利能力造成影响。

（二）收购风险

考虑到收购进展的不确定性 & 收购后的整合风险，公司现有及未来的收购行为可能影响盈利能力。

（三）搬迁风险

根据厦门市政府规划，厦门华印将搬迁至漳州，虽然公司可获得搬迁补偿，但仍可能影响盈利能力。

（四）成本上涨风险

公司主要原料坯布价格受棉花价格影响较大，虽然公司的产品档次较高，但棉花价格上涨仍可能影响盈利能力。

（五）增发摊薄风险

考虑到公司拟公开增发额度较大，摊薄作用明显，可能造成股价波动。

（六）股权集中风险

许氏家族合计持股比例为50.19%，存在股权集中风险。

七、公司估值分析

（一）合理价值：18.24元

印染行业上市公司如下：ST中冠、美欣达、航民、华纺纺织、三房巷及凤竹纺织。ST中冠、美欣达、航民、华纺纺织、三房巷缺乏业绩预测，凤竹纺织08年P/E为28倍，但属针织面料印染，与公司缺乏可比性。考虑到公司量与质共同提高的发展策略及竞争力优于国内印染企业，P/E水平应高于行业平均。公司受下游服装品牌需求影响明显，参考服装类上市公司08年P/E35倍，08年合理P/E应为32倍。不考虑股本转增及公开增发摊薄影响，公司08年EPS为0.57元，合理价值18.24元。

（二）投资建议：买入，建议关注现有、潜在收购及增发进展

公司现有、在建及拟建项目全部投产后，产量将达12600万米，领先与国内同类企业。鉴于公司竞争力明显高于国内印染企业，公司有望成为印染行业名副其实的龙头企业。在纺织服装行业增长转向附加值与品牌的背景下，质与量印染行业双龙头的地位，决定了公司可以充分分享行业成长，建议关注现有、潜在收购及增发进展，给予买入评级。

附：公司财务报表

表6：利润表

单位：百万元

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	355.10	470.26	840.88	995.67	1,183.53
营业收入	355.10	470.26	840.88	995.67	1,183.53
营业总成本	320.37	443.08	763.24	897.17	1,058.04
营业成本	281.94	366.98	676.61	795.48	938.99
营业税金及附加	1.53	2.09	4.20	4.98	5.92
销售费用	14.17	20.57	33.64	39.83	47.34
管理费用	11.78	32.05	25.23	29.87	35.51
财务费用	10.95	22.54	23.57	27.01	30.29
资产减值损失	0.00	-1.15	0.00	0.00	0.00
其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.70	3.83	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	39.85	31.01	77.64	98.51	125.49
加：营业外收入	0.70	21.25	10.50	10.50	10.50
减：营业外支出	0.23	0.79	0.50	0.50	0.50
利润总额	54.84	51.47	87.64	108.51	135.49
减：所得税	0.01	4.78	14.25	20.00	29.21
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	54.83	46.69	73.40	88.50	106.28
减：少数股东损益	-0.00	-0.16	0.00	0.00	0.00
母公司所有者净利润	54.83	46.85	73.40	88.50	106.28
EPS（元/股）	0.51	0.36	0.57	0.68	0.82

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表7：资产负债表

单位：百万元

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	242.34	154.97	462.78	672.74	1,106.38
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项	163.49	327.22	394.44	428.63	468.38
存货	70.16	129.30	184.99	219.05	260.38
其他流动资产	1.06	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	477.06	611.48	1,042.21	1,320.42	1,835.14
非流动资产	312.56	643.15	385.00	327.00	56.00
资产总计	789.62	1,254.63	1,427.21	1,647.42	1,891.14
短期借款	132.80	351.28	519.80	637.73	766.46
应付款项	152.12	297.84	250.32	274.10	302.80
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

长期负债	50.11	130.91	110.00	100.00	80.00
其他长期负债	0.00	1.21	0.00	0.00	0.00
负债	335.03	781.24	880.12	1,011.83	1,149.26
少数股东权益	1.00	0.84	1.00	1.00	1.00
股东权益	454.60	473.40	547.09	635.60	741.87
负债股东权益合计	789.62	1,254.63	1,427.21	1,647.42	1,891.14

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表8: 现金流量表	单位: 百万元				
	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营活动产生的现金流量	36.94	21.31	123.31	161.97	182.64
投资活动产生的现金流量	-125.44	-284.42	252.19	58.00	271.00
筹资活动产生的现金流量	199.86	168.67	-20.00	-10.00	-20.00
现金及现金等价物增加额	111.35	-94.44	355.50	209.97	433.64
现金及现金等价物期初	88.99	202.60	107.28	462.78	672.74
现金及现金等价物期末	200.33	107.28	462.78	672.74	1,106.38

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。