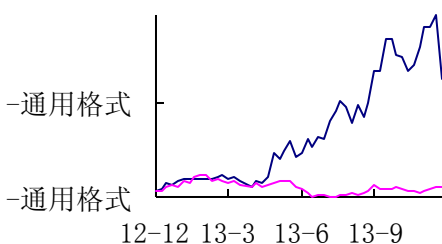


证券研究报告—深度报告
信息技术
IT 硬件与设备
中瑞思创(300078)
推荐

合理估值: 元 昨收盘: 22.54 元 (维持评级)

2013年12月12日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	168/79
总市值/流通(百万元)	3,775/1,772
上证综指/深圳成指	2,238/8,520
12个月最高/最低(元)	30.51/9.59

相关研究报告:

 《中瑞思创-300078-EAS龙头,RFID潜力大》
 ——2011-06-01

证券分析师: 刘翔

 电话: 021-60875160
 E-MAIL: liuxiang3@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512070002

证券分析师: 卢文汉

 电话: 021-60933164
 E-MAIL: luw h@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070004

证券分析师: 陈平

 电话: 021-60933151
 E-MAIL: chenping2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

公司分析

RFID 业务成为新的增长动力,公司转型初现成效

● 商品防盗需求促使 EAS 行业稳健成长

根据《全球零售盗窃晴雨表 2011》,2011 年全球零售货品损耗总额高达 1191 亿美元,占全球营业额的 1.45%。在各种损耗中,入店行窃和员工行窃是零售货品损耗的主要原因,分别占到损耗额的 43.2%和 35.0%,商品的防盗需要促使 EAS 行业稳健成长。

● 公司为硬标签行业龙头,软标签业务占比不断提升

完整的 EAS 系统有两部分组成:防盗标签和对应的配套设备,防盗标签分为硬标签和软标签。在硬标签领域,公司占据约 30%的市场份额,处于行业龙头定位;在软标签领域,公司软标签收入占比在不断提升,从 2009 年的 11%提升到 2013 年上半年的 25%。

● RFID 业务成为公司新的增长动力

2013 年中国 RFID 市场规模预计会达到 226 亿元,近年来行业增长一直在 20% 以上。公司重点发展服装鞋帽、零售以及烟草行业的 RFID 应用,帮助这些行业客户更好的管理供应链、存储和物流等环节,当前公司可以提供标签、读写机具到系统集成整体解决方案,如智慧门店管理系统、溯源管理系统、零售业 ESLs 系统等,这些业务正在成为新的增长动力。

● 公司转型初见成效,长期成长前景看好

公司上市之初主要是防盗标签设备供应商,近年来公司正在进行转型:一是大力开拓 RFID 业务,目前布局基本完成,开始进入收获期;二是从产品供应商转型为系统解决方案提供商和运营服务商转型,公司已经在部分行业获得突破。可以说公司的转型初现成效,长期成长前景看好。

● 风险提示

零售行业波动风险;新业务开拓的不确定性。

● 给予“推荐”评级

我们预计公司 2013/2014/2015, EPS 分别为 0.53/0.71/0.93 元,2013 年 12 月 9 日收盘价 22.54 元,对应的 PE 为 42.4/31.8/24.3 倍。当前估值不低,但考虑到公司良好的成长前景,我们给予公司“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	350	334	452	619	794
(+/-%)	12.8 %	-4.5 %	35.2 %	36.9 %	28.3 %
净利润(百万元)	93	71	89	119	156
(+/-%)	9.7 %	-23.6 %	25.2 %	33.1 %	31.2 %
摊薄每股收益(元)			0.53	0.71	0.93
EBIT Margin	25.9 %	17.6 %	17.2 %	18.4 %	19.9 %
净资产收益率(ROE)	8.0 %	6.1 %	7.3 %	9.1 %	11.0 %
市盈率(PE)	40.6	53.1	42.4	31.8	24.3
EV/EBITDA	38.7	54.2	43.3	30.3	22.3
市净率(PB)	3.3	3.2	3.1	2.9	2.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

中瑞思创简介

中瑞思创成立于 2003 年 11 月，2010 年 4 月在创业板上市，主营业务为电子商品防盗（EAS）、无线射频识别（RFID）产品及行业应用方案开发和服务，公司主要产品包括商品防盗硬标签、软标签及其配套附件和服务，各种 RFID 标签及配套产品和服务。

图 1: EAS 产品及配套设备

产品布局	产品名称	产品图示	产品构成	产品用途	
EAS 产品	防盗标签	硬标签		五金锁紧机构、线圈、塑壳、线路板，芯片二极管等	用于保护大卖场内服装、鞋帽、高档化妆品、剃须刀、箱包、皮革、红酒、电脑等物件。
		软标签（射频）		铝箔、电容、CPP 膜、不干胶粘贴纸、纸	体积较小，可以贴在各种商品上，用途广泛。
		软标签（声磁）		非晶片（2826MB）、碳钢片、薄膜、PVC 塑壳，不干胶贴	体积较小，可以贴在各种商品上，用途广泛。
	配套设备	解锁器		磁钢组件、塑壳、钢丝绳等	用于解除锁在各类商品的硬标签
		解码器		电感、线路板，集成电路	用于软标签的解码，使其丧失报警功能。
		检测器		铝杆、塑件、线路板、集成电路	当未解码的软标签或硬标签通过时，检测器报警。

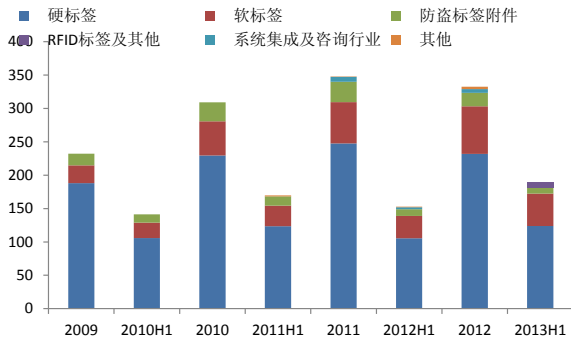
资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

公司的客户为 CheckPoint、Universal Surveillance Systems 等全球知名的 EAS 系统集成商和经销商。

从公司的历年收入看，硬标签和软标签的收入占到 90%，其中软标签的收入占比在不断提升，从 2009 年的 11% 提升到 2013 年上半年的 25%。

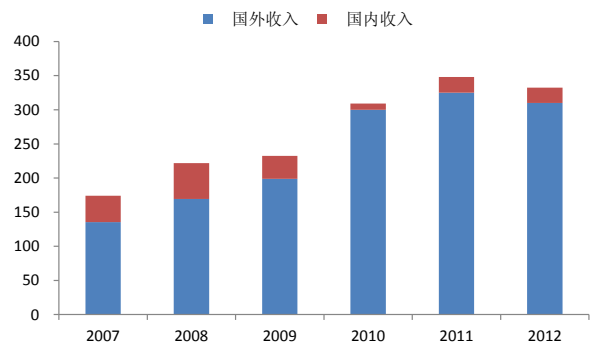
从收入的地区构成看，公司收入主要源于国外，国内收入占比当前不到 5%。

图 2: 中瑞思创收入结构 (产品, 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

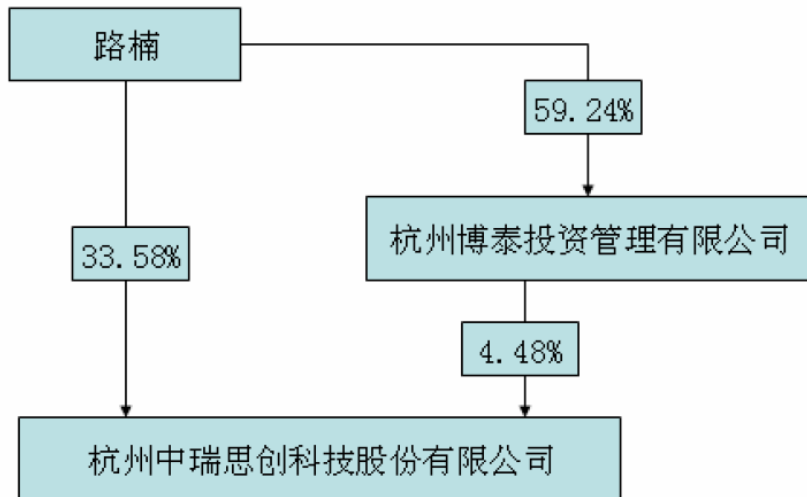
图 3: 中瑞思创收入结构 (地区, 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司的控股股东和实际控制人为自然人路楠先生, 直接持有公司 33.58% 的股份, 同时还持有博泰投资 59.24% 的股权, 博泰投资持有公司 4.48% 的股份。

图 4: 公司控股股东和实际控制人



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所整理

公司当前的业务以 EAS 业务为主, 但是 RFID 正在快速成长, 同时公司正在从产品供应商转型为系统解决方案提供商和运营服务商转型。

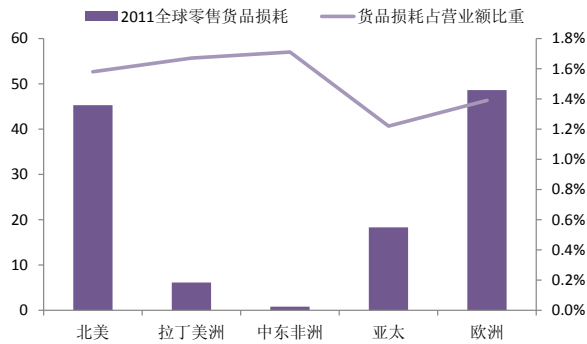
EAS 业务稳定成长

商品防盗催生 EAS 行业稳步成长

根据《全球零售盗窃晴雨表 2011》, 2011 年全球零售货品损耗总额高达 1191 亿美元, 占全球营业额的 1.45%。与 2010 年相比, 损耗率上升了 6.6%; 而 2010 年的损耗额为 1081 亿美元, 占营业额的 1.36%。

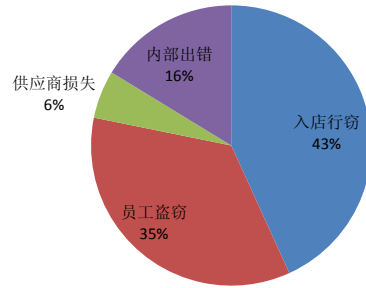
在各种损耗中, 入店行窃和员工行窃是零售货品损耗的主要原因, 分别占到损耗额的 43.2% 和 35.0%。

图 5: 2011 年全球各地区零售业货品损耗额



资料来源:《全球零售盗窃晴雨表 2011》, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2011 年零售业货品损耗来源

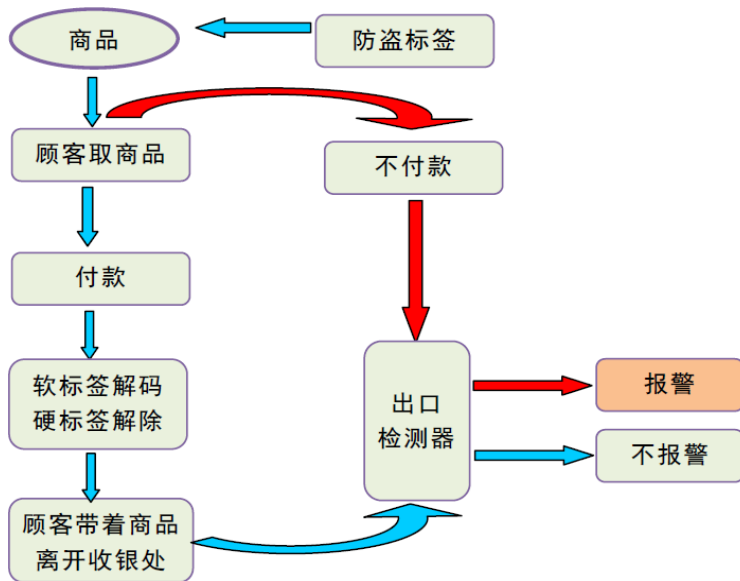


资料来源:《全球零售盗窃晴雨表 2011》, 国信证券经济研究所整理

对于零售行业而言, 行业的利润率本来就比较薄, 所以如何降低商品损耗, 尤其是降低商品被行窃就非常重要。正是这种背景下, 电子商品防盗系统 (Electronic Article Surveillance System, EAS) 获得了快速发展, 成为零售行业普遍使用的防盗方法。

EAS 系统的工作原理, 是通过放置是商场、超市的出入口或收银通道的检测器, 侦测商品上的防盗标签, 当有未经收银员处理的防盗标签通过检测器时, 检测器就会报警。

图 7: EAS 的工作原理



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

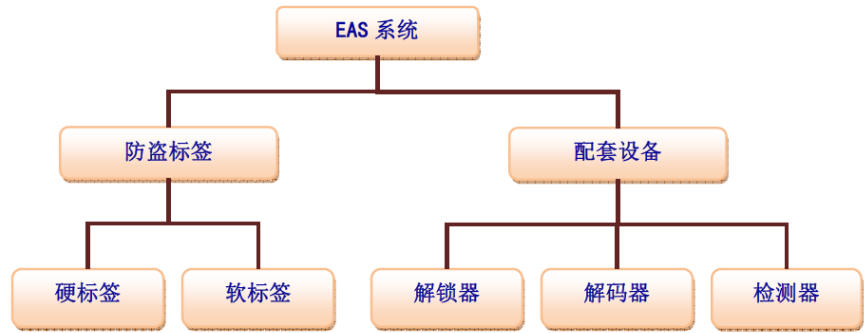
完整的 EAS 系统有两部分组成: 防盗标签和对应的配套设备。

防盗标签分为硬标签和软标签: 硬标签成本较高, 订在商品上, 多用于服装鞋帽等柔软的、易穿透的商品, 可以重复使用; 软标签成本较低, 直接粘附在较硬的物品上, 多为一次性使用。

配套设备主要包括解锁器、解码器和检测器: 解锁器用于解除钉在服装鞋帽上的硬标签; 解码器多为非接触设备, 当收银员收银或装袋时, 软标签进入解码

区即可解码；检测器，多为门状，可以检测未经解码的标签。

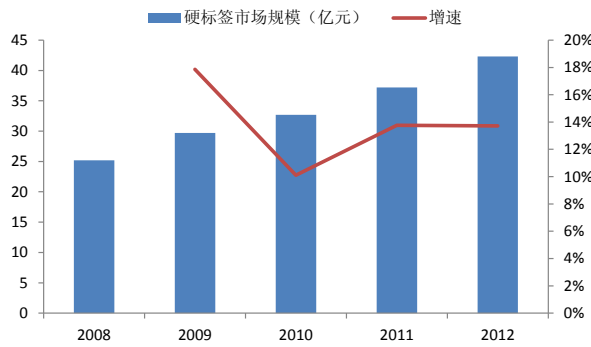
图 8: EAS 系统的组成部分



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

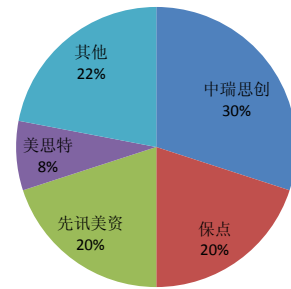
公司是硬标签市场的龙头，占据 30% 的市场份额。在硬标签领域，中瑞思创处于行业第一的位置，2008 年的全球硬标签市场需求约 7 亿只，公司销售了 2 亿只，约占行业 30% 的市场份额。

图 9: 全球硬标签市场规模



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 10: 2008 年硬标签市场竞争格局

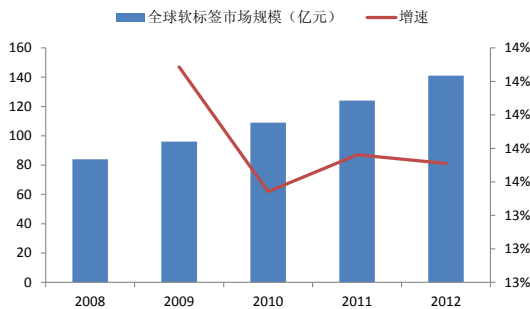


资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

全球软标签市场规模超过 140 亿元。软标签的可以分为声磁系统、射频系统、电磁波系统、微波系统、分频系统，其中最主要的是声磁系统（占比 52%）和射频系统（占比 30%）。

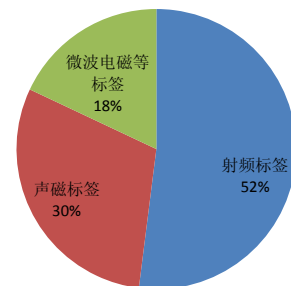
近年来公司在不断往软标签领域拓展，软标签的收入占比不断提升，从 2009 年的 11% 提升到 2012 年的 21%、2013 年上半年的 25%。相比与上百亿的行业空间，公司在软标签领域的收入规模还非常小，尚具备很大的成长空间。

图 11: 全球软标签市场规模



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 12: 2008 年各类软标签市场份额



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

在射频标签领域，保点公司占据 50%的市场份额；声磁标签领域，先讯美资占据 80%的市场份额。保点和先讯美资既是公司的竞争对手，也是公司的客户。

随着零售行业开架销售比例的不断增长，推动 EAS 行业的不断成长。另外，源标签有望促进标签在零售行业的应用。

源标签是零售商与产品制造商通力合作，由制造商在商品的生产、包装过程中加上电子防盗标签，改变以往防盗标签在店内上架时粘贴的做法。这样的话，防盗标签不但可以放置得更加隐蔽，不易被发现和破坏，从而减低货品损失；而且，那些原来不适合开架销售的商品因使用了防盗标签受保护而开架销售，提高了顾客的购买欲，从而促进销售额的大幅增加，使零售商与生产制造商共同获益。根据先讯美资的统计，采用源标签和开架销售的零售产品在 4 周内增长幅度超过一倍。

图 13: 源标签案例



资料来源：先讯美资，国信证券经济研究所整理

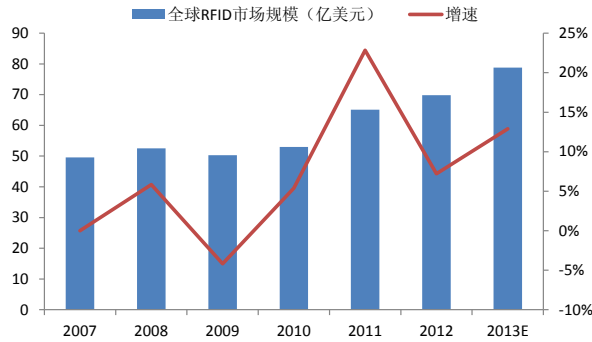
RFID 业务成为公司新的成长动力

根据公司的战略，上市后公司一直将 RFID 业务作为拓展的重点，至今已经获得初步成果。目前，公司已经有思创里德、上海绿泰、思创宣道三家专注于 RFID 物联网系统集成应用的子公司，并有上扬无线和思创汇联两大 RFID 研发制造基地，其 RFID 业务在服装鞋帽类、零售服务类及烟草行业已经取得较好的成果。

RFID 行业前景广阔，处于快速发展状态。根据 IDTechEx 的数据，2013 年全球 RFID 市场规模约为 78.8 亿美元，同比增长约 13%；IDTechEx 预计 RFID 及应用市场在未来十年会继续稳步增长，保持约 20%的增长率，到 2022 年市场价值翻四倍达到 261.9 亿美元。

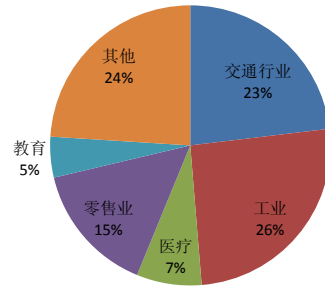
根据 Frost & Sullivan 的预测，到 2016 年，RFID 下游应用行业中工业、交通、零售也占据前三，占比分别为 26%、23%和 15%。

图 14: 全球 RFID 市场规模及增速



资料来源: IDTechEx, 国信证券经济研究所整理

图 15: 全球 RFID 行业下游应用细分领域

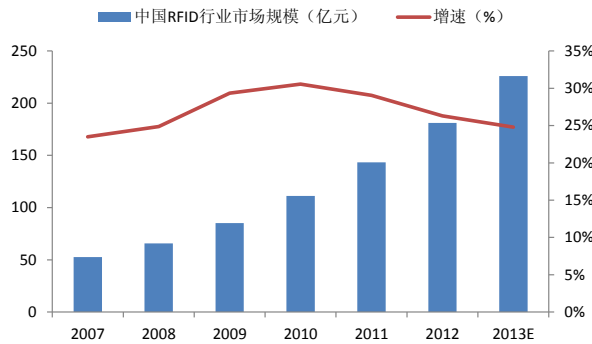


资料来源: IIPA 告, 国信证券经济研究所整理

2013 年中国 RFID 市场规模预计将达到 226 亿元, 近年来行业增长一直在 20% 以上。

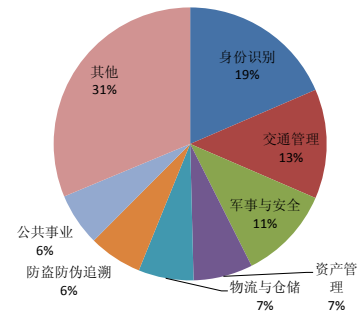
2012 年, 中国 RFID 市场下游应用领域中, 身份识别占比近 19%, 是最大的应用市场; 其次分别为交通管理 (13%)、军事与安全 (11%), 其中物流仓储和防盗防伪追溯共占据 13% 的市场份额, 约 29 亿的市场空间。

图 16: 中国 RFID 市场规模及增速



资料来源: IIPA, 国信证券经济研究所整理

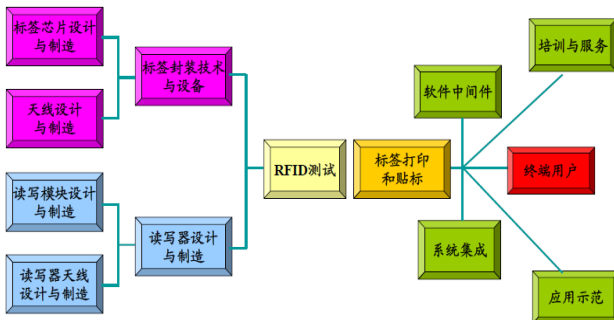
图 17: 2012 年中国 RFID 下游应用细分行业领域



资料来源: IIPA, 国信证券经济研究所整理

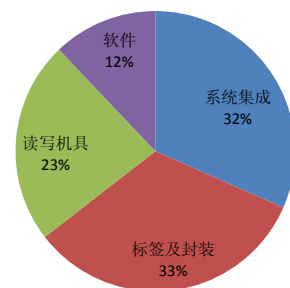
RFID 产业链中板块 4 个环节, 标签及封装占比 33%, 其次是系统集成占比 32%, 读写机具和软件占比分别为 23% 和 12%。

图 18: RFID 产业链结构



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 19: 中国 RFID 产业链各环节产值占比



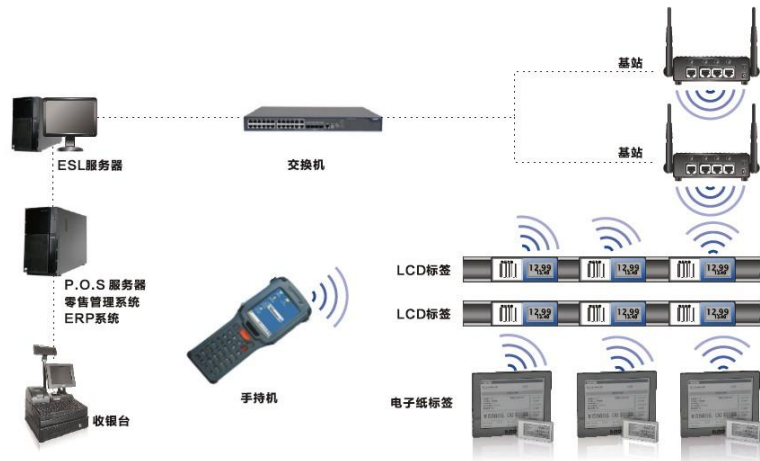
资料来源: IIPA, 国信证券经济研究所整理

在 RFID 领域, 公司目前将重点定位于服装鞋帽、零售以及烟草行业, 帮助这些行业客户更好的管理供应链、存储和物流等环节。公司可以提供标签、读写机具到系统集成整体解决方案, 已经推出智慧门店管理系统、溯源管理系统、零

售业 ESLs 系统等多种解决方案。

公司推出的电子货架系统 (ESLs)，目前已经在北京、上海、广州、南京等地的苏宁旗舰店完成验收并运行稳定。

图 20: ESL 系统架构



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

RFID 业务方面，公司在营销、客户、产能等方面的布局已经完成，并开始进入收获阶段。首先，营销网络方面，截止 2013 上半年，公司已经开拓 30 多个营销网点，覆盖全国的营销网络基本建成。客户方面，公司已经开拓苏宁电器、华润万家、苏果超市、家乐福、物美、易初莲花、新华都、拉夏贝尔等终端零售商和服装品牌商客户，为后继业务的增长打好了基础。公司上扬无线和思创汇联两大 RFID 研发制造基地即将发挥作用，预计年底会实现月 4000 万张 RFID 标签产能。伴随 RFID 行业的快速发展，公司 RFID 业务将进入快速成长阶段，成为公司成长的又一推动力。

给予“推荐”评级

随着公司在 RFID 行业的布局完成，公司将进入新一轮成长期；而且，商品防盗需求促使 EAS 业务稳健成长；公司的未来成长空间无忧。从公司层面看，公司正在从产品供应商转型为整体方案供应商和运营服务商，商业模式在不断优化，并已经在部分行业的整体方案商获得收获。公司长期发展前景良好。

我们预计公司 2013/2014/2015 年实现营收 4.52/6.19/7.94 亿元、同比增长 35.2%/36.9%/28.3%，实现净利润 0.89/1.19/1.56 亿元，同比增长 25.2%/33.1%/31.2%，EPS 分别为 0.53/0.71/0.93 元，2013 年 12 月 9 日收盘价 22.54 元，对应的 PE 为 42.4/31.8/24.3 倍。当前估值不低，考虑到公司具备良好的成长前景，我们给予公司“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	942	936	949	988	营业收入	334	452	619	794
应收款项	60	82	112	144	营业成本	201	274	381	492
存货净额	44	57	80	103	营业税金及附加	4	5	6	8
其他流动资产	35	47	64	83	销售费用	19	27	37	48
流动资产合计	1080	1122	1205	1317	管理费用	56	69	81	88
固定资产	92	131	158	182	财务费用	(25)	(23)	(24)	(24)
无形资产及其他	42	41	40	39	投资收益	2	2	2	2
投资性房地产	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1219	1298	1407	1543	营业利润	81	104	140	185
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	3	5	5	5
应付款项	30	40	56	73	利润总额	84	109	145	190
其他流动负债	22	29	39	49	所得税费用	16	20	26	34
流动负债合计	52	69	95	122	少数股东损益	(3)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	71	89	119	156
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	4	4	4	4	现金流量表 (百万元)				
负债合计	56	73	98	125	净利润	71	89	119	156
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	9	(9)	0	0
股东权益	1164	1226	1309	1418	折旧摊销	3	11	14	17
负债和股东权益总计	1219	1298	1407	1543	公允价值变动损失	2	0	0	0
					财务费用	(25)	(23)	(24)	(24)
					营运资本变动	1	(40)	(44)	(47)
					其它	(9)	9	0	0
					经营活动现金流	77	60	89	126
					资本开支	(21)	(40)	(40)	(40)
					其它投资现金流	1	0	0	0
					投资活动现金流	(20)	(40)	(40)	(40)
					权益性融资	1	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(67)	(27)	(36)	(47)
					其它融资现金流	43	0	0	0
					融资活动现金流	(90)	(27)	(36)	(47)
					现金净变动	(33)	(6)	13	39
					货币资金的期初余额	975	942	936	949
					货币资金的期末余额	942	936	949	988
					企业自由现金流	37	(5)	23	60
					权益自由现金流	80	14	43	80

关键财务与估值指标				
	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.42	0.53	0.71	0.93
每股红利	0.40	0.16	0.21	0.28
每股净资产	6.95	7.32	7.82	8.47
ROIC	4%	8%	18%	22%
ROE	6%	7%	9%	11%
毛利率	40%	39%	39%	38%
EBIT Margin	16%	17%	18%	20%
EBITDA Margin	17%	20%	21%	22%
收入增长	-5%	35%	37%	28%
净利润增长率	-24%	25%	33%	31%
资产负债率	5%	6%	7%	8%
息率	2%	1%	1%	1%
P/E	53.1	42.4	31.8	24.3
P/B	3.2	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	66.6	43.3	30.3	22.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

