

2010年04月16日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 39.52 - 43.68 元

EAS 行业的领军企业

——中瑞思创(300078)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预测公司 2010、2011 年摊薄每股收益为 1.04 元和 1.40 元。我们认为公司发行后合理的 10 年动态 PE 区间为 38-42 倍, 对应公司二级市场股价的合理区间为 39.52 元-43.68 元。建议按照合理价格区间进行申购。

主要依据:

1、公司主营业务为 EAS 产品的研发、生产和销售, 细分产品为各类硬标签、射频软标签、声磁软标签等防盗标签和开锁器、解码器、检测器等配套设备。

2、公司是全球最大的 EAS 产品制造基地。公司产品 98% 以上出口, 在全球拥有近 200 个客户及代理商, 遍布欧洲、美洲、中东及东南亚等五十多个国家和地区。公司的客户主要为全球 EAS 系统集成商和 EAS 产品经销商。2008 年公司的硬标签产量超过 2 亿只, 全球市场占有率约为 30%, 居同行业第一; 同年公司实际出口额为 16936.75 万元, 占我国 EAS 产品出口市场 34.11% 的市场份额。

3、未来三年全球硬件标签、软件标签、源标签的市场规模将以超过 15% 的速度增长, 到 2012 年这三种标签的市场规模有望超过 317.3 亿美元, 市场空间广阔。

风险提示: 公司可能存在以下风险: (1) 实际控制人不当控制的风险。(2) EAS 应用技术面临的技术革新风险。(3) EAS 系统市场集中度较高的风险。

基础数据

总股本(万股)	5000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	2.00
每股净资产(元)	2.80
建议询价区间(元)	39.52-43.68

财务数据与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	22202.76	23248.53	29153.66	22202.76
同比增速(%)	27.44	4.71	25.40	26.50
净利润(百万)	4221.89	6073.68	7072.35	9548.76
同比增速(%)	33.41	43.86	16.44	35.02
EPS(元)	0.62	0.89	1.04	1.40

研究员: 曹源

电话: 010-84183292

Email: caoyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940210030003

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

1、本次发行一般情况

表1 公司此次发行概况

公司名称	杭州中瑞思创科技股份有限公司
公司简称	中瑞思创
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-4-21
申购代码	300078
本次发行股数(万股)	1700
发行方式	采取网下向询价对象配售与网上资金申购定价发行相结合的方式
正常发行后总股本(万股)	6700
每股收益(2009)年(元)	1.20
发行后全面摊薄每股收益(2009年)(元)	0.89
发行前每股净资产(元)	2.80

数据来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

2、公司概况

2.1 公司是全球最大的 EAS 产品制造基地

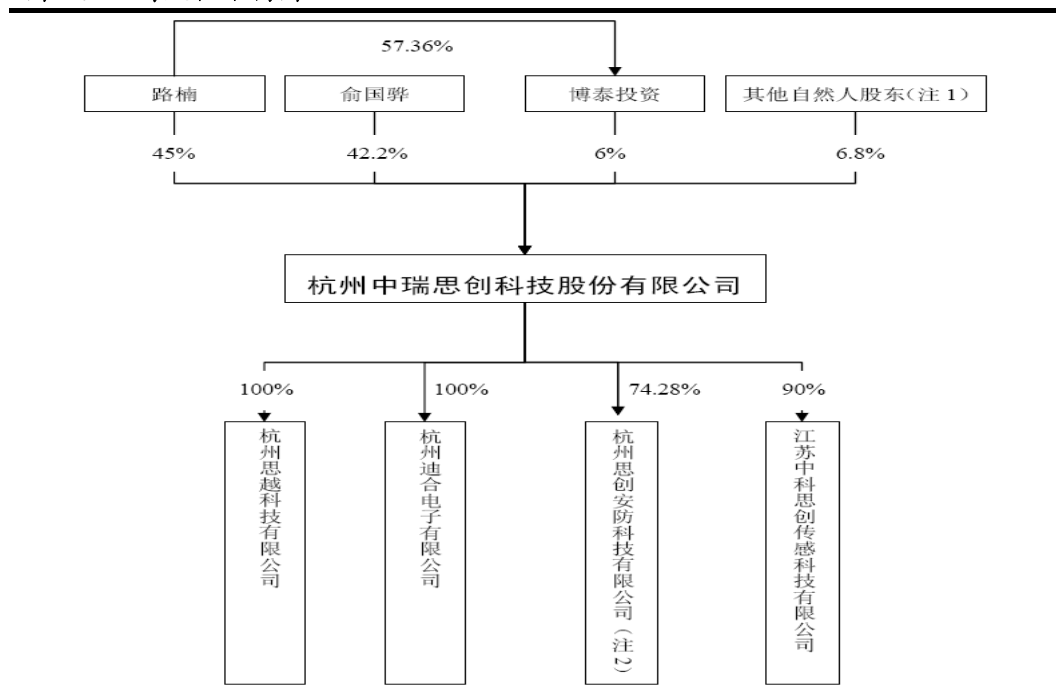
公司主营业务为 EAS 产品的研发、生产和销售, 细分产品为各类硬标签、射频软标签、声磁软标签等防盗标签和开锁器、解码器、检测器等配套设备。

公司是全球最大的 EAS 产品制造基地。公司产品 98% 以上出口, 在全球拥有近 200 个客户及代理商, 遍布欧洲、美洲、中东及东南亚等五十多个国家和地区。公司的客户主要为全球 EAS 系统集成商和 EAS 产品经销商。2008 年公司的硬标签产量超过 2 亿只, 全球市场占有率约为 30%, 居同行业第一; 同年公司实际出口额为 16936.75 万元, 占我国 EAS 产品出口市场 34.11% 的市场份额。

2.2 路楠为公司控股股东及实际控制人

路楠直接持有公司发行前 45% 的股份, 同时还持有公司股东之博泰投资 57.36% 的股权(博泰投资持有公司发行前 6% 的股份)。路楠先生为公司的控股股东、实际控制人, 并任公司董事长兼总经理。

图 1: 公司股权结构图



数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

2.3 公司主要财务指标

表2 公司主要财务指标

财务指标	2009	2008	2007
流动比率（倍）	2.13	1.60	1.77
速动比率（倍）	1.85	1.35	1.59
资产负债率（%）（母公司）	30.99	45.75	47.27
应收账款周转率（次/年）	7.53	8.89	7.33
存货周转率（次/年）	8.32	10.55	9.36
息税折旧摊销前利润（万元）	7549.45	5168.79	4889.74
归属于公司股东的净利润（万元）	5976.13	4161.98	3136.34
归属于公司股东扣除非经常性损益后的净利润（万元）	5382.53	4059.95	2889.53
利息保障倍数（倍）	333.74	99.16	49.71
每股经营活动产生的现金流量（元）	1.21	0.62	4.58
每股净现金流量（元）	0.30	-1.87	4.12
归属于公司股东的每股净资产（元）	2.80	5.36	5.25

数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

3 募集资金投向

本次发行预计募集资金约 1.71 亿元，主要投向电子商务防盗射频软标签及 RFID 应答器技术改造、电子商务防盗硬标签技术改造等项目。

表3 公司募集资金投向（单位：万元）

项目名称	募集资金
电子商务防盗射频软标签及 RFID 应答器技术改造项目	9829
电子商务防盗硬标签技术改造项目	7246
合计	17075

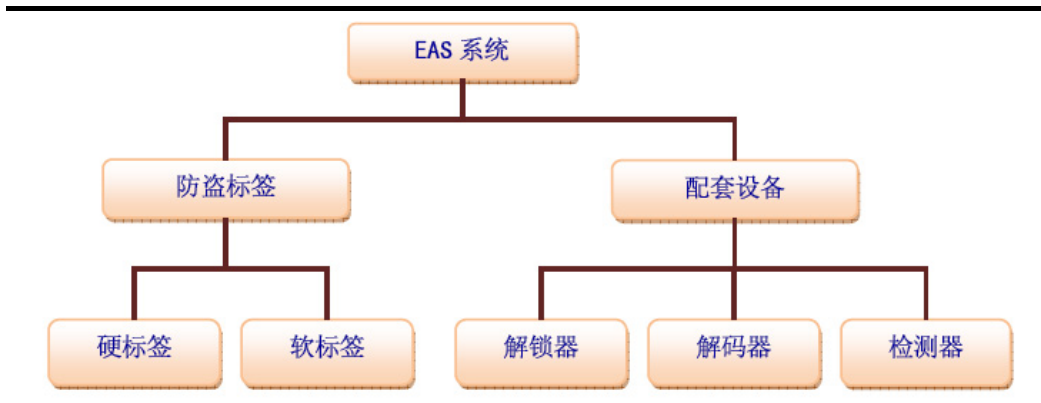
数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

4、行业概况

公司属于安防行业中的安防产品供应商，安防产品属于信息技术产品的范围，是现代电子技术、信息技术的综合利用。根据中国安防产品网对安防产品的分类：安防产品包括防盗报警设备、视频监控设备、门禁对讲巡更设备、公共广播系统、生物识别技术产品、消防防灾设备、信息安全产品、人体防护设备、智能交通设备、防雷电技术设备、智能楼宇产品、警用器材装备、安全检查设备、保安器材及其他等。EAS 产品是防盗报警设备的一种。

EAS 系统主要由两部分组成：防盗标签（Tag/Label）和其对应的配套设备，如图 2 所示。

图 2: EAS 系统构成



数据来源：公司招股意向书、国都证券研究所

目前，声磁 EAS 系统和射频 EAS 系统是市场主流 EAS 系统，其全球市场上的主流产品供应商和系统集成商已近百家，其中先讯美资和保点规模最大，他们既是产品供应商又是系统集成商，先讯美资主要提供声磁 EAS 产品和系统解决方案，占据了全球约 80% 的声磁 EAS 系统市场份额；保点主要提供射频 EAS 产品和系统解决方案，占据了全球约 50% 的射频 EAS 系统市场份额。先讯美资和保点的产品价格远高于国内同类产品，但国际知名品牌进入国内市场的时间较早，市场知名度较高，因此虽然产品价格较为昂贵但仍占领了大部分市场。但是，先讯美资、保点等国外厂商只自主生产小部分 EAS 产品，主要是作为系统集成商为零售业提供 EAS 系统解决方案，所需防盗标签尤其是硬标签及配套设备等 EAS 产品则基本都在中国 OEM 或 ODM 生产。因此，目前国内企业生产的 EAS 产品主要以出口为主，近几年我国 EAS 产品出口销售金额迅速增加。2008 年我国 EAS 产品出口额为 7265.37 万美元，04 至 08 年我国 EAS 产品出口额的年均复合增长率高达 45.14%。

汉鼎咨询预测，未来三年全球硬件标签、软件标签、源标签的市场规模将以超过 15% 的速度增长，到 2012 年这三种标签的市场规模有望超过 317.3 亿美元，市场空间广阔。

5、盈利预测

表 4 公司业绩预测（单位：万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	17422.41	22202.76	23248.53	29153.66	36879.38
营业收入	17422.41	22202.76	23248.53	29153.66	36879.38
二、营业总成本	13077.26	17417.40	16799.52	21267.81	26195.36
营业成本	11143.53	14687.36	13200.28	17919.30	21803.82
营业税金及附加	190.62	168.72	203.54	238.38	312.21
销售费用	416.69	423.94	597.91	653.22	887.40
管理费用	1240.68	2058.69	2646.30	3010.82	4003.27
财务费用	94.34	49.74	21.38	-553.92	-811.35
资产减值损失	-8.60	28.95	130.11	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	149.40	-151.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	44.19	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	4494.55	4677.98	6449.02	7885.85	10684.02

加：营业外收入	130.23	222.18	687.33	454.76	571.04
减：营业外支出	28.97	18.11	22.27	20.19	21.23
五、利润总额	4595.80	4882.05	7114.08	8320.42	11233.83
减：所得税	1431.18	660.15	1040.40	1248.06	1685.07
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	3164.62	4221.89	6073.68	7072.35	9548.76
减：少数股东损益	28.28	59.91	97.55	106.98	148.90
归属于母公司所有者的净利润	3136.34	4161.98	5976.13	6965.37	9399.85
七、每股收益					
每股收益（摊薄）	0.47	0.62	0.89	1.04	1.40

数据来源：Wind、国都证券研究所

6、估值定价

我们预测公司 2010、2011 年摊薄每股收益为 1.04 元和 1.40 元。

我们选取行业内 5 家可比上市公司进行估值比较。这 5 家公司 10 年 PE 均值为 59.91 倍，11 年动态 PE 均值为 47.86 倍。我们认为公司发行后合理的 10 年动态 PE 区间为 38-42 倍，对应公司二级市场股价的合理区间为 39.52 元-43.68 元。建议按照合理价格区间进行申购。

表 5 可比上市公司市盈率（按 2010 年 4 月 15 日收盘价计算）

证券简代码	证券简称	09PE	10PE(E)	11PE(E)
300007	汉威电子	95.66	69.02	53.75
002161	远望谷	68.23	72.14	56.60
002376	新北洋	59.88	61.18	46.89
000997	新大陆	87.01	58.15	53.62
002197	证通电子	50.32	39.07	28.46
-	平均	72.22	59.91	47.86

数据来源：国都证券研究所

7、风险提示

实际控制人不当控制的风险。路楠先生直接持有公司本次发行前 45% 的股份，同时还持有公司股东之博泰投资 57.36% 的股权，博泰投资持有公司本次发行前 6% 的股份。本次发行前，路楠先生能够控制公司 51% 的表决权，是公司的控股股东、实际控制人。虽然公司建立了关联交易回避表决制度、独立董事制度等，但公司的实际控制人路楠先生仍可凭借其控股地位，通过行使表决权等方式对本公司的人事任免、生产和经营决策等进行不当控制，从而损害公司及公司中小股东的利益。

EAS 应用技术面临的技术革新风险。随着新兴零售业态的多元化发展和开架销售商品的普及率提高，零售商对防盗装置的要求越来越高，不仅要求低成本、低误报、高精度，而且要求外形美观、隐蔽，并附着识别等其他功能。因此，EAS 应用技术未来将向一次性使用射频软标签、RFID 技术、源标签计划等方向发展。目前，公司的主导产品是硬标签，同时射频软标签、声磁软标签等产品已实现量产。公司未来将通过“电子商品防盗射频软标签及 RFID 应答器技术改造项目”和“电子商品防盗硬标签技术改造项目”巩固硬标签市场、提升射频软标签市场和进军 RFID 市场。同时，根据公司中长期发展战略规划，公司将秉承“严谨规范铸安防精品，科技领先创一流企业”的企业

创新理念，建立 RFID 技术研发平台，为 RFID 应答器、无源 RFID 纸标签、有源 RFID 硬标签提供技术支持，推动研发成果尽快地市场化和应用化；积极推进源标签计划，在现有各类防盗标签的基础上，针对未来市场需求迫切的源标签产品，积极探索直接面向零售商和制造商的源标签盈利模式。而实现上述创新计划，需要大量的研发资金投入和准确的产品开发策略，公司可能面临因研发投入有限、科研难题、策略失当等原因使研发停滞或陷入暂时困难，不能及时根据日新月异的 EAS 应用技术及应用需求而相应研发，或者可能面临因未来市场判断不准确导致前瞻性的技术研发成果偏离用户的实际需求的技术革新风险。

EAS 系统市场集中度较高的风险。公司主要向 CHECKPOINT、UNIVERSAL SURVEILLANCE SYSTEMS、MOD SECURITY、NEDAP 等全球知名 EAS 系统集成商和经销商供应 EAS 产品。全球 EAS 系统市场上，CHECKPOINT 和 SENSORMATIC 占据了半数以上的市场份额。近三年，公司向销售前五名客户的销售金额合计占当期营业收入的比例分别为 69.71%、62.12%和 58.49%。如果未来公司的主要客户的需求发生较大不利波动，将可能对公司的经营造成一定的不利影响。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜琪	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			