安信证券 ESSENCE SECURITIES

首次评级

公司快报 中瑞思创(300078) 电子设备与仪器/电子元器件

# 成长性与概念俱佳

## 中瑞思创投资快报

评级: 买入-A

上次评级:

目标价格: 84.50 元

期限: 6 个月 上次预测:

现价: 58.82 元

报告日期: 2010-06-01

### 报告关键点:

- 行业处于快速成长与技术变迁中
- 超募资金有助加速公司多个RFID储备项目产业化

### 报告摘要:

- **三因素促行业需求快速增长。**公司主要产品为电子防盗标签和配套系统产品，产品主要供应给下游的防盗系统集成商，最终用户是各类零售渠道商，目前发达国家商品渗透率大概为60-70%，新兴市场国家不足30%。未来三方面因素使行业需求呈快速增长态势：一是源标签的推广带来标签需求量的快速增长。二是新兴市场国家的市场正在启动中，新兴市场国家劳动力成本的提升使得自动防盗系统需求快速增长，成为未来几年市场需求重要的增长源。三是ESA与RFID的融合加速，RFID技术的引入使电子防盗系统技术更加完善。
- **优质客户利于新品推广。**公司主业集中，具有很强的盈利能力，毛利率高达45%，净利润率超过30%，海外业务占收入比重超过85%，公司在全球范围内已经形成220多家核心客户，排在前几位的电子防盗领域的知名跨国公司均是公司客户。优质的客户结构使公司能够掌握行业技术发展的最新动态，前瞻性的布局未来可能的主导性产品和技术，同时长期稳固的合作关系对于公司新产品推广极为有利。公司2009年软标签生产开始逐步放量，规模化的好处体现出来，毛利率得到快速提升，预计2010年仍将保持高速增长态势，公司募投项目RFID应答器已经形成部分产能，预计年内即可实现部分收入。
- **超募资金有助公司加快公司储备项目产业化进程。**公司目前正在进行多项储备技术和产品的开发，部分产品已经实现试生产，如ESL电子价格标签。公司超募资金高达7.6亿，这对于公司加快储备技术产品的研发与产业化极为有利，我们预期公司声磁软标签技改项目，有源RFID硬标签产业化、无源RFID软标签产业化项目将会提前启动，并且不排除通过并购获得更多相关技术和产品的研发生产能力，从而使得公司未来的成长空间更为广阔。
- **首次给予买入-A投资评级。**标签产品中软标签是一次性使用，属于快速消耗品，需求稳定性强，硬标签产品虽可重复使用，但更换周期也多为1年左右，此外，RFID标签产品是物联网发展过程中不可或缺的环节，市场爆发性增长只是时间问题，总体来看，公司产品特性非常具有做大规模的潜力。我们预测公司2010和2011年EPS分别为1.47和2.12元，给予公司2011年40倍PE，对应目标价格为84.5元，首次给予买入-A投资评级。

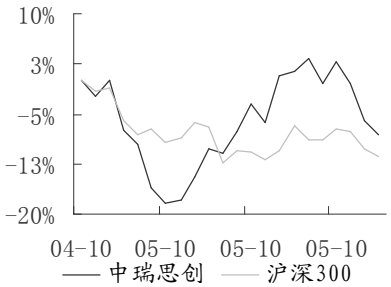
### 财务和估值数据摘要

| (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 222.0 | 232.5 | 335.7 | 474.8 | 652.1 |
| *Growth(%)* | *27.4%* | *4.7%* | *44.4%* | *41.4%* | *37.3%* |
| 净利润 | 41.6 | 59.8 | 98.4 | 141.7 | 192.1 |
| *Growth(%)* | *32.7%* | *43.6%* | *64.6%* | *44.0%* | *35.6%* |
| 毛利率(%) | 33.8% | 43.2% | 44.3% | 44.9% | 45.1% |
| 净利润率(%) | 18.7% | 25.7% | 29.3% | 29.8% | 29.5% |
| 每股收益(元) | 0.62 | 0.89 | 1.47 | 2.12 | 2.87 |
| 每股净资产(元) | 0.98 | 1.70 | 17.18 | 18.87 | 21.17 |
| 市盈率 | 94.7 | 65.9 | 40.1 | 27.8 | 20.5 |
| 市净率 | 60.3 | 34.6 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |
| 净资产收益率(%) | 51.5% | 42.6% | 8.5% | 11.2% | 13.5% |
| ROIC(%) | -3234.8% | 143.7% | 122.2% | 88.6% | 86.5% |
| EV/EBITDA | 17.1 | 42.8 | 26.1 | 17.8 | 12.4 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 0.7% | 1.0% |

### 市场数据

| | |
|---|---|
| 总市值(百万元) | 3,940.94 |
| 流通市值(百万元) | 799.95 |
| 总股本(百万股) | 67.00 |
| 流通股本(百万股) | 13.60 |
| 12 个月最高/最低 | 51.02/72.50 元 |
| 十大流通股东(%) | |
| 股东户数 | |

### 12 个月股价表现




| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 2.37 | 9.28 | (4.18) |
| 绝对收益 | (8.17) | (8.17) | (8.17) |

### 研究员

侯利 行业分析师
021-68763972 houli@essence.com.cn
证书编号 S1450209070220

### 前期研究成果

敬请参阅报告结尾处免责声明

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-6-1

| 利润表 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **222.0** | **232.5** | **335.7** | **474.8** | **652.1** |
| 减: 营业成本 | 146.9 | 132.0 | 187.0 | 261.7 | 357.8 |
| 营业税费 | 1.7 | 2.0 | 3.0 | 4.2 | 5.7 |
| 销售费用 | 4.2 | 6.0 | 8.4 | 11.9 | 15.7 |
| 管理费用 | 20.6 | 26.5 | 31.9 | 45.1 | 62.0 |
| 财务费用 | 0.5 | 0.2 | -3.3 | -8.5 | -9.1 |
| 资产减值损失 | 0.3 | 1.3 | 0.8 | 1.5 | 1.9 |
| 加: 公允价值变动收益 | -1.5 | - | - | - | - |
| 投资和汇兑收益 | 0.4 | - | - | - | - |
| **营业利润** | **46.8** | **64.5** | **108.0** | **158.9** | **218.2** |
| 加: 营业外净收支 | 2.0 | 6.7 | 7.8 | 7.8 | 7.8 |
| **利润总额** | **48.8** | **71.1** | **115.8** | **166.7** | **226.0** |
| 减: 所得税 | 6.6 | 10.4 | 17.4 | 25.0 | 33.9 |
| **净利润** | **41.6** | **59.8** | **98.4** | **141.7** | **192.1** |

| 资产负债表 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 49.5 | 64.4 | 1,026.0 | 1,089.3 | 1,193.6 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 28.9 | 37.2 | 56.2 | 79.5 | 109.2 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - |
| 预付帐款 | 2.9 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| 存货 | 15.5 | 16.2 | 25.6 | 35.9 | 49.0 |
| 其他流动资产 | -0.0 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.0 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 25.5 | 27.0 | 78.4 | 117.9 | 152.7 |
| 在建工程 | 3.9 | 35.2 | 6.5 | 5.7 | 5.6 |
| 无形资产 | 15.9 | 15.6 | 14.6 | 13.8 | 12.9 |
| 其他非流动资产 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| **资产总额** | **142.3** | **199.5** | **1,211.3** | **1,346.0** | **1,527.1** |
| 短期债务 | 10.0 | - | - | - | - |
| 应付帐款 | 34.3 | 45.6 | 53.3 | 74.6 | 101.9 |
| 应付票据 | - | - | - | - | - |
| 其他流动负债 | 6.1 | 11.3 | 10.5 | 10.5 | 10.5 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - |
| **负债总额** | **60.4** | **56.9** | **60.3** | **81.6** | **109.0** |
| **少数股东权益** | **1.5** | **2.5** | **2.5** | **2.5** | **2.5** |
| 股本 | 15.0 | 50.0 | 67.0 | 67.0 | 67.0 |
| 留存收益 | 65.4 | 90.2 | 1,081.5 | 1,194.9 | 1,348.6 |
| **股东权益** | **82.0** | **142.7** | **1,151.0** | **1,264.4** | **1,418.1** |

| 现金流量表 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 42.2 | 60.7 | 98.4 | 141.7 | 192.1 |
| 加: 折旧和摊销 | 2.4 | 4.1 | 8.3 | 12.3 | 16.2 |
| 资产减值准备 | 0.3 | 1.3 | 0.8 | 1.5 | 1.9 |
| 公允价值变动损失 | 1.5 | - | - | - | - |
| 财务费用 | -0.7 | -1.3 | -0.4 | -3.3 | -8.5 |
| 投资收益 | -0.4 | - | - | - | - |
| 少数股东损益 | 0.6 | 1.0 | - | - | - |
| 营运资金的变动 | -25.3 | -15.5 | -22.3 | -13.7 | -17.4 |
| **经营活动产生现金流量** | **9.4** | **60.3** | **81.9** | **133.3** | **183.7** |
| **投资活动产生现金流量** | **-17.4** | **-24.7** | **-30.1** | **-50.1** | **-50.1** |
| **融资活动产生现金流量** | **-20.0** | **-20.8** | **913.2** | **-19.9** | **-29.3** |

| 财务指标 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 27.4% | 4.7% | 44.4% | 41.4% | 37.3% |
| 营业利润增长率 | 4.1% | 37.9% | 67.4% | 47.2% | 37.3% |
| 净利润增长率 | 32.7% | 43.6% | 64.6% | 44.0% | 35.6% |
| EBITDA 增长率 | 3.3% | 36.6% | 67.9% | 44.0% | 38.4% |
| EBIT 增长率 | 3.0% | 36.9% | 61.8% | 43.7% | 39.0% |
| NOPLAT 增长率 | 31.1% | 42.7% | 56.9% | 40.7% | 37.1% |
| 投资资本增长率 | -3312.8% | 84.5% | 94.1% | 40.3% | 29.8% |
| 净资产增长率 | 2.8% | 74.1% | 706.6% | 9.8% | 12.2% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 33.8% | 43.2% | 44.3% | 44.9% | 45.1% |
| 营业利润率 | 21.1% | 27.7% | 32.2% | 33.5% | 33.5% |
| 净利润率 | 18.7% | 25.7% | 29.3% | 29.8% | 29.5% |
| EBITDA/营业收入 | 22.2% | 29.0% | 33.7% | 34.3% | 34.6% |
| EBIT/营业收入 | 21.3% | 27.8% | 31.2% | 31.7% | 32.1% |
| **运营效率** | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 38 | 41 | 57 | 74 | 75 |
| 流动营业资本周转天数 | -26 | -2 | 28 | 48 | 50 |
| 流动资产周转天数 | 176 | 169 | 661 | 879 | 708 |
| 应收帐款周转天数 | 43 | 51 | 49 | 51 | 51 |
| 存货周转天数 | 23 | 25 | 22 | 23 | 23 |
| 总资产周转天数 | 236 | 265 | 757 | 969 | 793 |
| 投资资本周转天数 | 33 | 93 | 123 | 138 | 135 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 51.5% | 42.6% | 8.5% | 11.2% | 13.5% |
| ROA | 29.7% | 30.4% | 8.1% | 10.5% | 12.6% |
| ROIC | -3234.8% | 143.7% | 122.2% | 88.6% | 86.5% |
| **费用率** | | | | | |
| 销售费用率 | 1.9% | 2.6% | 2.5% | 2.5% | 2.4% |
| 管理费用率 | 9.3% | 11.4% | 9.5% | 9.5% | 9.5% |
| 财务费用率 | 0.2% | 0.1% | -1.0% | -1.8% | -1.4% |
| 三费/营业收入 | 11.4% | 14.0% | 11.0% | 10.2% | 10.5% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 42.4% | 28.5% | 5.0% | 6.1% | 7.1% |
| 负债权益比 | 73.7% | 39.8% | 5.2% | 6.5% | 7.7% |
| 流动比率 | 1.60 | 2.13 | 18.42 | 14.80 | 12.44 |
| 速动比率 | 1.35 | 1.85 | 18.00 | 14.37 | 11.99 |
| 利息保障倍数 | 95.05 | 302.64 | -32.00 | -17.78 | -22.90 |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | - | - | 0.29 | 0.42 | 0.57 |
| 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 0.7% | 1.0% |

| 业绩和估值指标 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(元) | 0.62 | 0.89 | 1.47 | 2.12 | 2.87 |
| BVPS(元) | 0.98 | 1.70 | 17.18 | 18.87 | 21.17 |
| PE(X) | 94.7 | 65.9 | 40.1 | 27.8 | 20.5 |
| PB(X) | 60.3 | 34.6 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |
| P/FCF | 627.5 | 354.8 | 159.2 | 48.9 | 30.6 |
| P/S | 22.3 | 21.3 | 11.7 | 8.3 | 6.0 |
| EV/EBITDA | 17.1 | 42.8 | 26.1 | 17.8 | 12.4 |
| CAGR(%) | 49.7% | 46.8% | 37.8% | -100.0% | -100.0% |
| PEG | 1.9 | 1.4 | 1.1 | -0.3 | -0.2 |
| ROIC/WACC | | | | | |
| REP | | | | | |

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

**收益评级:**

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

**风险评级:**

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

| | | | |
|---|---|---|---|
| **梁涛** | **上海联系人** | **张勤** | **上海联系人** |
| 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| **南方** | **上海联系人** | **朱贤** | **上海联系人** |
| 010-59113572 | nanfang@essence.com.cn | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| **凌洁** | **上海联系人** | **黄方禅** | **上海联系人** |
| 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn | 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn |
| **李昕** | **北京联系人** | **马正南** | **北京联系人** |
| 010-59113565 | lixin@essence.com.cn | 010-59113593 | mazn@essence.com.cn |
| **潘冬亮** | **北京联系人** | **周蓉** | **北京联系人** |
| 010-59113590 | pandl@essence.com.cn | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| **潘琳** | **深圳联系人** | **李国瑞** | **深圳联系人** |
| 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn |
| **王远洋** | **深圳联系人** | **刘欢** | **深圳联系人** |
| 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn | 0755-82558069 | liuhuan@essence.com.cn |

## 安信证券研究中心

**深圳**
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

**上海**
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

**北京**
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034