2010 年 6 月 2 日

胡恺敏
Michael_hu@e-capital.com.cn

目标价(元) 87.3

公司基本信息

产业别	电子
A 股价 (10/06/01)	58.82
深圳成份指数(10/06/01)	10204.17
股价 12 个月高/低	66.20/52.25
总发行股数 (百万)	67.00
A 股数 (百万)	13.60
A 股市值 (亿元)	8.00
主要股东	路楠 (33.58%)
每股净值 (元)	3.22
股价/账面净值	18.27

	一个月	发行价
股价涨跌(%)	-8.17	1.41

近期评等

出刊日期	收盘	评等

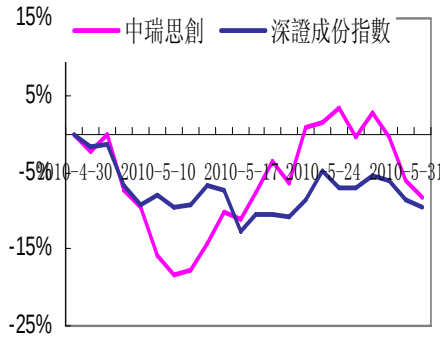
产品组合

硬标签	81%
软标签	8%
防盗卷标附件	11%

机构投资者占流通 A 股比例

-

股价相对大盘走势



中瑞思创(300078.SZ) Buy 买入(首次评级)

电子防盗卷标行业龙头，估值偏低，未来成长性佳

结论与建议：

中瑞思创是国内电子商品防盗系统（EAS）行业龙头，主营产品硬卷标全球市场占有率达 30%，软标签市场占有率 1.2%，随着募投产品投产，不仅可巩固在硬标签市场的市场占有率，还可增加高端产品软卷标的市场份额，此外公司现有产品技术与 RFID 应用相通，公司亦有募投 RFID 项目，未来公司有望受益 RFID 大规模应用。

我们预计 2010 年、2011 年公司实现归属于母公司净利润 0.98 亿元、1.29 亿元，同比增长 64.7%、31.8%，EPS 分别为 1.47 元和 1.94 元，最新收盘价对应 10、11 年 P/E 分别为 40 倍和 30 倍，低于创业板平均 60 倍左右的 P/E，基于较好的成长前景，给予“买入”的投资建议，目标价格 87.3 元，对应 2011 年 45 倍 P/E。

- 2010 年 1Q 公司实现净利润 2067 万元，YoY+233%，由于产品结构改善，毛利率达到 45.6%，公司业绩呈现季节性特征，一般 H1 业绩占全年 40%左右，H2 业绩好于 H1。
- 公司主要向全球知名 EAS 系统集成商美国保点、先迅美资提供 ODM 产品，09 年产品出口占总营业收入的 85%，公司的 EAS 产品主要应用于沃尔玛、麦德龙、家乐福等大型超市、百货商店等零售行业企业，目前公司硬标签全球市场占有率达 30%，软标签市场占有率达 1.2%。
- 公司此次上市募投项目为：1）新增电子防盗硬卷标 1.5 亿只；2）新增射频软标签 12 亿只及 RFID 应答器 0.5 亿只。而根据公司的计划，2012 年募投产品全部释放后，硬卷标、射频软卷标和 RFID 应答器可分别新增加 12.25%、5.71%和 0.13%的市场占有率，新增产能不仅可巩固公司在硬标签市场的市场占有率，还可增加高端产品软卷标的供应。
- RFID 应用是 EAS 行业未来的主要发展方向，其与现有的硬卷标、软卷标的主要区别在于后两者主要为被动的发射/接收系统，无法储存商品信息，用户即使发现 EAS 系统发出警告，也无法得知被窃商品的种类和数量信息，而前者不但拥有防盗功能，同时在植入 RFID 芯片后，还具备储存、修改商品信息的功能。从长远来看，随着 RFID 发展及生产成本降低，RFID 技术将会被广泛使用于工业、商业零售、医疗卫生、图书档案、安全监察、交通运输、军事应用等领域，由于 RFID 与公司现有产品技术相通，未来公司有望受益 RFID 大规模应用。
- 我们预计 2010 年、2011 年公司实现营业收入 3.1 亿元、4.2 亿元，同比增长 33.7%和 36%，实现归属于母公司净利润 0.98 亿元、1.29 亿元，同比增长 64.7%、31.8%，EPS 分别为 1.47 元和 1.94 元，最新收盘价对应 10、11 年 P/E 分别为 40 倍和 30 倍，估值在创业板中偏低，基于较好的成长前景，给予“买入”的投资建议。

……接续下页……

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	31	42	60	98	130
同比增减	%	NA	32.72%	43.58%	64.77%	31.83%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.468	0.621	0.892	1.470	1.937
同比增减	%	NA	32.72%	43.58%	64.77%	31.83%
A 股市盈率(P/E)	X	125.67	94.69	65.95	40.02	30.36
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	2.67	0.00	1.00	1.00
股息率 (Yield)	%	0.00%	4.54%	0.00%	1.70%	1.70%

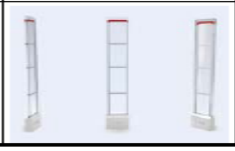
营运分析

09 年公司的硬卷标、软卷标及防盗卷标配套设备产品分别占总营业收入的 81%、8%和 11%，公司硬标签全球市场占有率达 30%，软标签市场占有率达 1.2%。

中瑞思创是国内电子商品防盗系统（EAS）行业龙头，主营产品包括硬卷标、软卷标及防盗卷标配套设备，其中硬标签成本较高，主要用于服装、鞋帽等柔软、易穿透的商品，可以重复使用；软标签成本较低，可直接粘附在书本、食品等商品上，多为一次性使用，软卷标按其工作原理不同，又可分为射频、声磁两类；防盗卷标配套设备主要指解锁、解碼及检测设备，09 年上述三类产品分别占公司营业收入的 81%、8%和 11%。

近两年，公司硬卷标产品在全球市场占有率达 30%，软卷标产品 08 年 H2 投产后，市场占有率由 08 年的 0.1%上升至 1.2%，公司主要向全球知名 EAS 系统集成商美国保点、先迅美资提供 ODM 产品，公司累计的客户已超过 220 家，09 年产品出口占总营业收入的 85%，公司的 EAS 产品主要消费地区为北美、欧洲、日本等经济发达地区，主要应用于沃尔玛、麦德龙、家乐福等大型超市、百货商店等零售行业企业。

图 1：中瑞思创产品布局

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：公司招股说明书、群益证券研究部

2010 年 1Q 公司实现净利润 2067 万元，YoY+233%，由于产品结构改善，毛利率达到 45.6%，公司业绩呈现季节性特

2009 年，公司实现营业收入 2.3 亿元，YoY+4.7%，归属于母公司净利润 5976 万元，YoY+43.6%，EPS 0.89 元，07-09 年公司营业收入和净利润 CAGR 分别达到 16%和 38%。由于产品附加值增加，09 年公司产品综合毛利率同比提高了 9.4 个百分点，至 43.2%，2010 年 1Q 公司毛利率更是达到了 45.6%，公司产品成本构成中，

征，预计 H2 业绩好于 H1，我们预计全年实现净利润 0.98 亿元，YoY+64.7%。

原料约占 80%，人工 15%、其余为制造费用，主要原料线圈、塑料原料、锁芯均可自国内采购，公司表示产品毛利率对销售价格敏感度高于原料成本影响，我们预计 2010 年公司产品综合毛利率 43%左右。

2010 年 1Q 公司实现营收 0.69 亿元，YoY+97%，净利润 2067 万元，YoY+233%，单季 EPS 0.31 元。由于 H2 欧美地区感恩节、圣诞节假日较多，公司业绩呈现季节性特征，一般 H1 业绩占全年 40%左右，H2 情况会好于 H1，我们预计 2010 年公司实现净利润 0.98 亿元，YoY+64.7，EPS 1.47 元。

图 1：中瑞思创营收、净利润和毛利率

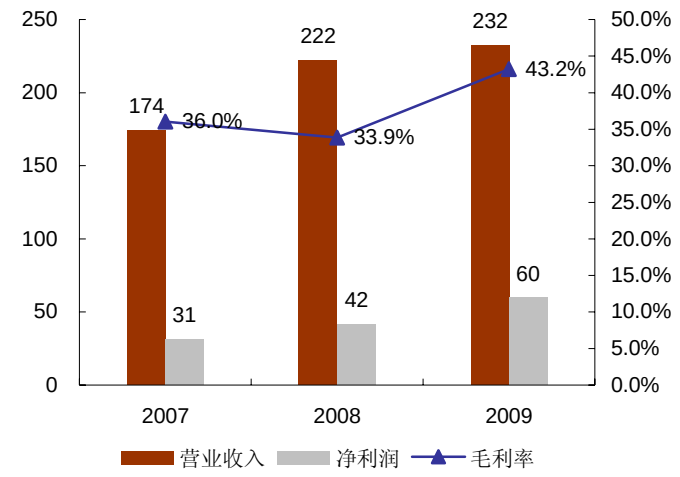
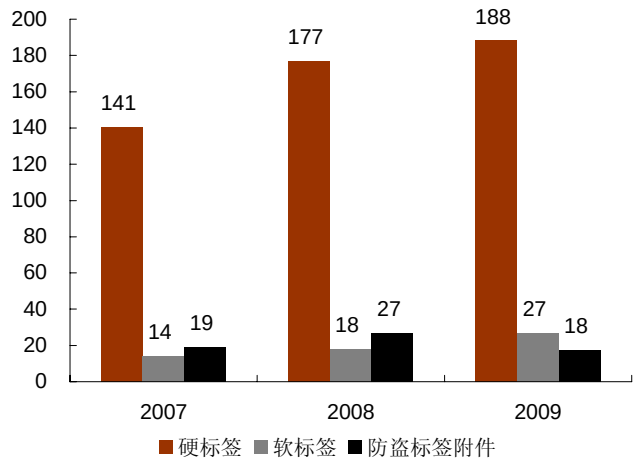


图 2：最近三年公司产品销售情况　　单位：百万元，%



资料来源：公司定期报告 群益证券研究部

公司募投产能释放后，不仅可巩固在硬标签市场的市场占有率，还可增加公司在软标签市场的份额，此外由公司现有产品技术与 RFID 相通，未来公司有望受益 RFID 大规模应用。

根据专业市场调研机构汉鼎信息研究显示，2008 年全球硬标签市场需求量超过 7 亿只，市场规模 25 亿元，软卷标市场需求 230 亿只，市场规模 84 亿元，并预计至 2012 年全球硬标签市场需求可达 12.2 亿只，软标签市场需求可达 402 亿只。

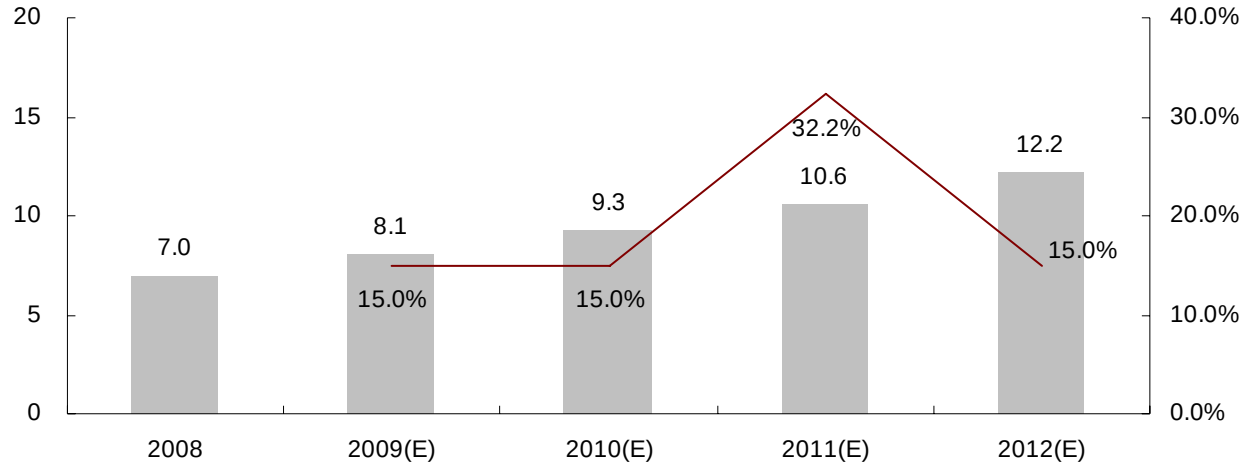
中瑞思创此次上市募投项目为：1）新增电子防盗硬卷标 1.5 亿只；2）新增射频软标签 12 亿只及 RFID 应答器 0.5 亿只。

就产品市场占有率来看，公司在全球硬标签市场上已占有 30%的市场份额，软标签份额 1.2%，而根据公司的计划，2012 年募投产品全部释放后，硬卷标、射频软卷标和 RFID 应答器可分别新增加 12.25%、5.71%和 0.13%的市场占有率，显然，新增产能不仅可巩固公司在硬标签市场的市场占有率，还可增加公司在软标签市场的份额，由于目前全球大约仅有 30%的商品采取了防盗保护措施，仍有超过 70%的商品尚未使用防盗标签，而公司已经拥有了大批稳定的客户资源，一旦下游应用进一步导入，公司将不难消化新增产能。

此外，RFID 应用是 EAS 行业未来的主要发展方向，其与现有的硬卷标、软卷标的主要区别在于后两者主要为被动的发射/接收系统，无法储存商品信息，用户即使发现 EAS 系统发出警告，也无法得知被窃商品的种类和数量信息，而前者不但拥有防盗功能，同时在植入 RFID 芯片后，还具备储存、修改商品信息的功能。从长远来看，随着 RFID 发展及生产成本降低，RFID 技术将会被广泛使用于工业、商业零售、医疗卫生、图书档案、安全监察、交通运输、军事应用等领域，由于 RFID

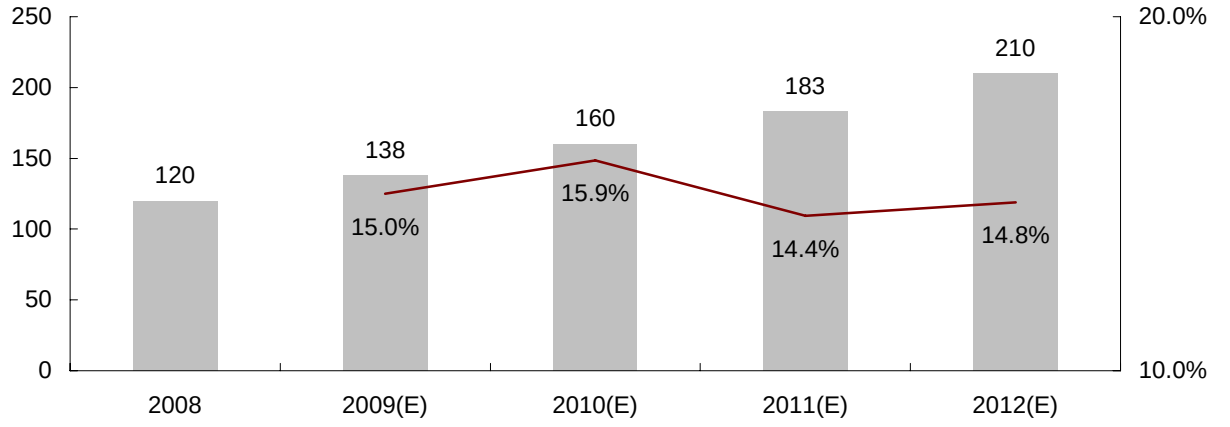
与公司现有产品技术相同，未来公司有望受益 RFID 大规模应用。

图 3：2008－2012 年全球硬卷标市场规模　　单位：亿只 / YoY



资料来源：汉鼎咨询、群益证券研究部

图 4：2008－2012 年全球射频软卷标市场规模　　单位：亿只 / YoY



资料来源：汉鼎咨询、群益证券研究部

盈利预测

我们预计 2010 年、2011 年公司实现营业收入 3.1 亿元、4.2 亿元，同比增长 33.7%和 36%，实现归属于母公司净利润 0.98 亿元、1.29 亿元，同比增长 64.7%、31.8%，EPS 分别为 1.47 元和 1.94 元，最新收盘价对应 2010、11 年 P/E 分别为 40 倍和 30 倍，估值在创业板中偏低，基于较好的成长前景，给予“买入”的投资建议，目标价格 87.3 元，对应 2011 年 45 倍 P/E。

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 (ER ≧ 30%)；买入 (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	174	222	232	311	423
经营成本	111	147	132	177	244
营业税金及附加	2	2	2	3	4
销售费用	4	4	6	8	11
管理费用	12	21	26	31	38
财务费用	1	1	0	-3	-5
资产减值损失	0	0	1	3	3
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	45	47	64	92	129
营业外收入	1	2	7	25	25
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	46	49	71	117	154
所得税	14	7	10	17	22
少数股东损益	0	1	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	31	42	60	98	130

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	78	50	64	796	809
应收账款	22	28	34	41	49
存货	12	16	16	19	23
流动资产合计	120	97	121	856	881
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	21	26	27	55	86
在建工程	0	4	35	28	23
非流动资产合计	28	46	78	133	159
资产总计	148	142	200	989	1040
流动负债合计	68	60	57	40	32
非流动负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	68	60	57	40	32
少数股东权益	1	2	3	3	4
股东权益合计	80	82	143	949	1008
负债及股东权益合计	148	142	200	989	1040

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	69	9	60	86	120
投资活动产生的现金流量净额	-7	-17	-25	-35	-40
筹资活动产生的现金流量净额	0	-20	-21	680	-67
现金及现金等价物净增加额	62	-28	15	731	13

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。