

电子元器件

署名人: 李超

S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

中瑞思创

300078

推荐

立足 EAS 硬标签、积极拓展软标签和 RFID 业务

电子商品防盗标签属于一次性或快速消耗品、且下游是零售业, 公司具有消费行业属性。同时 EAS 与 RFID 技术的融合又促使公司开始尝试涉足物联网行业。

投资要点:

6-12 个月目标价: 110.00 元

当前股价: 80.80 元

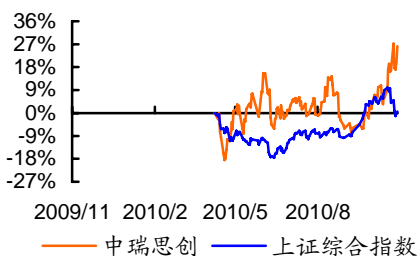
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2888.57
总股本(百万)	67
流通股本(百万)	17
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.13
资产负债率	28.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中瑞思创	23.59	19.37	30.74
上证综合指数	-3.77	7.46	11.62



相关报告

■ 公司专注于电子商品防盗系统 (EAS) 的标签业务。公司从事 EAS 各类标签和配套设备的制造和出口, 客户主要是全球 EAS 系统集成商和产品经销商。目前公司 90% 以上的营业收入和利润都来自自有标签业务, 其中硬标签占营业收入和利润的 70% 以上。

■ EAS 标签市场存在数倍增长空间。主要来自四个方面的驱动: ①随着全球经济的持续发展和人们消费能力的提升, EAS 产品所依附的零售市场仍将保持较快增长; ②零售业失窃损失居高不下有望促使 EAS 标签渗透率不断提高, 随着开架销售比例的提高和对防损的重视, EAS 标签在高失窃率商品上的使用比例至少有 1 倍的提升空间; ③源标签计划的兴起进一步助推 EAS 标签的渗透率; ④RFID 技术与 EAS 融合并最终提供的集成解决方案将会拓展电子标签的应用领域。

■ 公司在硬标签出口市场具有竞争优势。目前全球 EAS 产业链具有三个明显的特征: 一是终端需求主要集中在北美、欧洲和日本这些发达地区, 二是营销渠道基本掌握在国际大型系统集成商手中, 三是产品制造主要集中在中国等发展中国家。目前我国 EAS 行业仍以产品出口为主, 公司的硬标签产量占到全球市场份额的 30% 左右, 具有较强的市场地位。未来, 公司拥有的研发和客户资源优势在拓展新产品市场、不断提高市场份额方面有望持续发挥重要作用。

■ 射频软标签和 RFID 是公司新的增长点。目前公司产能基本饱和, 募集资金除硬标签项目外, 主要投向了射频软标签和 RFID 应答器领域。公司在射频软标签领域的市场份额还比较低, 而且长期来看射频软标签和 RFID 的融合是个大趋势。

■ 首次给予“推荐”评级, 6-12 个月目标价格 110 元。我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 0.9、1.22 和 1.59 亿、年均增长 38.4%, 全面摊薄每股收益分别为 1.34、1.83 和 2.38 元。首次给予“推荐”评级, 6-12 个月目标价 110 元、对应 2011 年 60 倍 PE。

风险提示: 对主要客户依赖、募投项目风险、原材料价格波动、汇率等

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	232	299	399	498
同比(%)	5%	29%	33%	25%
归属母公司净利润(百万元)	60	90	122	159
同比(%)	44%	51%	36%	30%
毛利率(%)	43.2%	45.5%	45.9%	47.7%
ROE(%)	42.6%	7.7%	9.7%	11.5%
每股收益(元)	0.89	1.34	1.83	2.38
P/E	86.34	57.27	42.15	32.39
P/B	36.81	4.42	4.09	3.73
EV/EBITDA	79	48	35	26

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

目 录

一、公司简介.....	4
1.1 路楠先生为公司实际控制人、拥有管理层持股安排.....	4
1.2 公司专注于电子商品防盗系统（EAS）的标签业务.....	4
二、EAS 标签市场存在数倍增长空间.....	7
2.1 EAS 产品所依附的商品零售行业持续增长.....	7
2.2 零售业失窃损失居高不下有望促使 EAS 标签渗透率不断提高.....	8
2.3 源标签计划的兴起进一步助推 EAS 标签的渗透率.....	9
2.4 RFID 技术与 EAS 融合的零售业务集成解决方案是长期趋势.....	10
三、公司在硬标签出口市场具有竞争优势.....	12
3.1 目前我国 EAS 行业仍以产品出口为主.....	12
3.2 研发优势和客户资源使公司在硬标签领域具有较强的市场地位.....	12
四、射频软标签和 RFID 是公司新的增长点.....	14
五、盈利预测与估值分析.....	14
六、风险提示.....	16
6.1 对主要客户依赖的风险.....	16
6.2 募集资金投资项目风险.....	16
6.3 原材料价格大幅波动的风险.....	16
6.4 汇率和出口退税税率变动风险.....	16

图 表

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司营业收入构成	4
图 3: 公司营业利润构成	4
图 4: EAS 系统的原理	5
图 5: EAS 系统的构成	6
图 6: 美国零售市场	7
图 7: 中国消费品零售市场	7
图 8: 全球零售市场规模	7
图 9: 全球零售损耗	8
图 10: 全球零售损耗来源	8
图 11: 全球零售防损支出	8
图 12: 全球零售防损支出去向	8
图 13: 源标签计划工作原理	9
图 14: 先讯美资源标签保护量	10
图 15: 中国 RFID 行业应用市场结构	10
图 16: 中国 RFID 行业市场规模预测	11
图 17: 中国 RFID 技术在物流与供应链管理领域中的市场规模	11
图 18: 全球零售业防损支出分区域构成	12
图 19: 我国 EAS 产品出口额	12
图 20: 全球硬标签市场格局	13
图 21: 全球射频软标签市场格局	13
表 1: 公司产品线	6
表 2: 失窃率最高的 50 种商品保护方式	9
表 3: 源标签计划的使用情况	10
表 4: 公司近年研发投入及取得专利数量	13
表 5: 公司主要客户占公司销售收入比重变动情况	13
表 6: 公司募投项目	14
表 7: 公司产能变动情况	14
表 8: 产品销量假设	15
表 9: 产品价格假设	15
表 10: 毛利率假设	15
表 11: 主要财务指标	15

一、公司简介

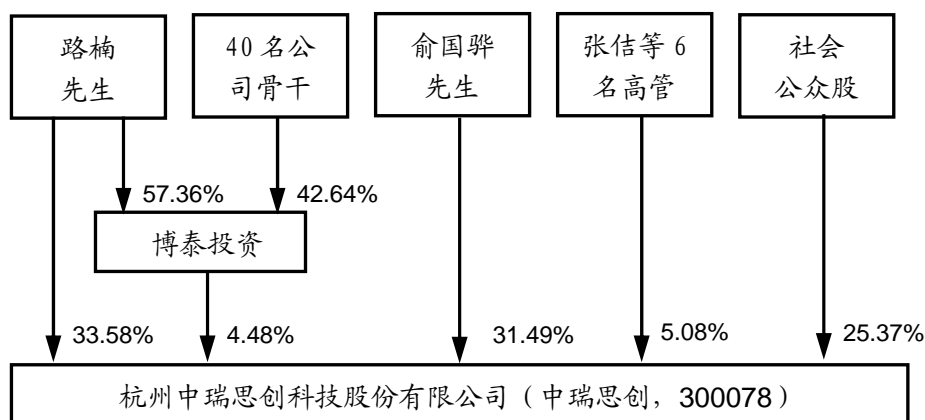
公司于 2009 年 3 月由“杭州中瑞思创科技有限公司”整体变更设立。2010 年 4 月以 58 元/股的价格公开发行 1700 万股 A 股，并在创业板挂牌上市。

1.1 路楠先生为公司实际控制人、拥有管理层持股安排

目前公司总股本 6700 万股，第一大股东路楠先生持有 33.58% 的股份、并通过控股公司“博泰投资”间接持有公司 4.48% 的股份，第二大股东俞国骅先生持有 31.49% 的股份，张信等 6 名公司高管合计持有 5.08% 的股份，社会公众股占 25.37%。另外，还有梁健等 40 名公司业务及管理骨干通过持有“博泰投资” 42.64% 的股权间接持有公司 4.48% 股份。

路楠先生、博泰投资的限售期为 36 个月，同时博泰投资还承诺每年转让的股份不超过所持有公司股份总数的 25%。俞国骅先生和张信等 6 名公司高管的限售期为 12 个月。

图 1: 公司股权结构



资料来源: 公司报表

1.2 公司专注于电子商品防盗系统 (EAS) 的标签业务

图 2: 公司营业收入构成

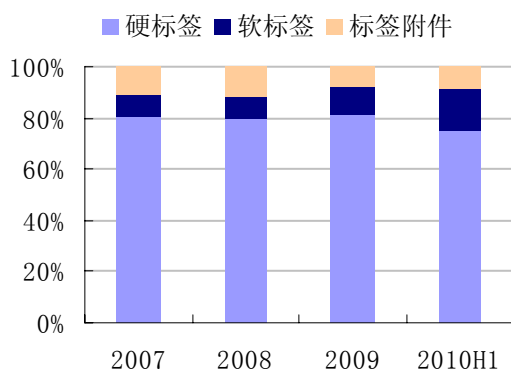
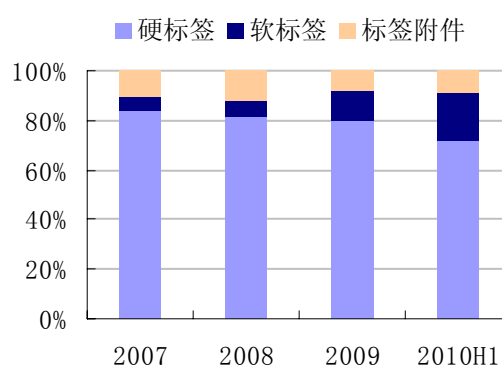


图 3: 公司营业利润构成



资料来源: 公司报表

公司主要从事 EAS (Electronic Article Surveillance) 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，客户主要为全球 EAS 系统集成商和 EAS 产品经销商。

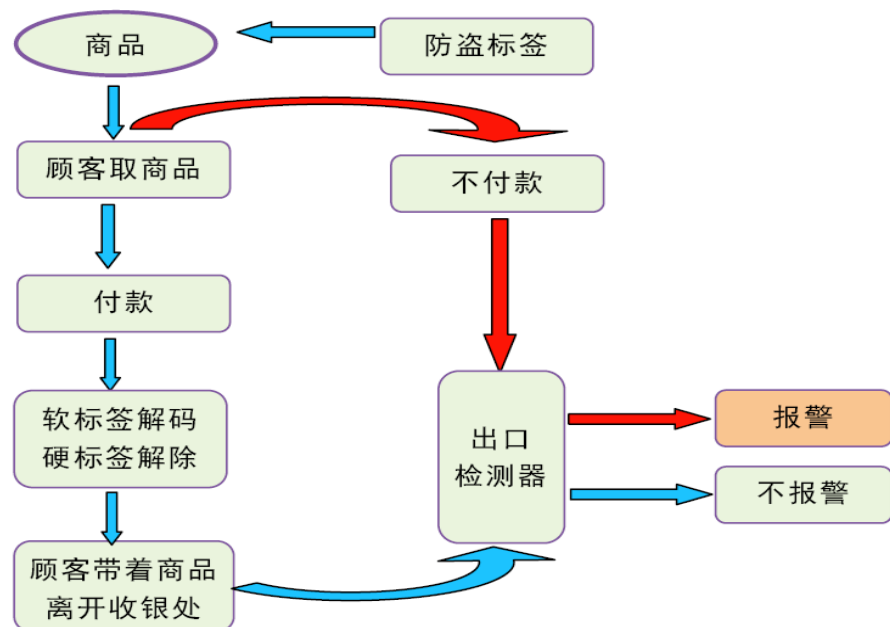
目前公司 90% 以上的营业收入和利润都来自有标签业务。其中硬标签是核心业务，占了营业收入和利润的 70% 以上；但软标签业务发展迅速，营业收入占比从 2007 年的 8% 左右提高到 2010 年上半年的 16.4%，营业利润占比从 5.6% 提高到 19%。

考虑大多数投资者对 EAS 行业可能还比较陌生，我们进行一个简单介绍。

(一)EAS 系统的原理

EAS 系统的基本原理，是通过放置在商场超市的出入口或收银通道处的检测器，侦测粘贴或钉在商品上的防盗标签，当有未经收银员处理的防盗标签通过检测器时，检测器会报警，以提醒工作人员进行处理。

图 4: EAS 系统的原理



资料来源：公司报表

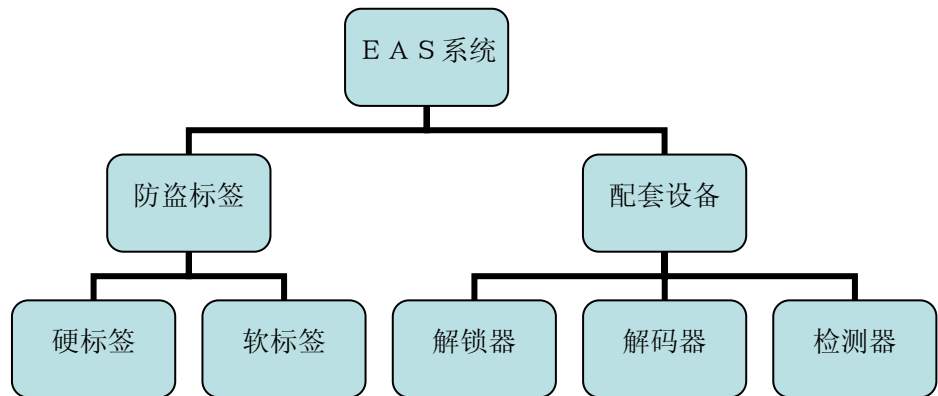
(二)EAS 系统的构成

EAS 系统主要由两部分组成：防盗标签和配套设备，防盗标签分为硬标签和软标签，配套设备包括解锁器、解码器和检测器。

硬标签和软标签：硬标签成本较高，钉在商品上，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，直接粘附在较硬商品上，多为一次性使用。

解锁器、解码器和检测器：解锁器用于解除钉在服装鞋帽等商品上的硬标签；解码器多为非接触式设备，有一定的解码高度，当收银员收银或装袋时，软标签进入解码区域即可解码；检测器又称天线，多为门状，硬标签或未经解码软标签被顾客带离商场并经过检测器装置时，会触发报警。

图 5: EAS 系统的构成



资料来源: 公司报表

(三)公司在 EAS 产业链中的位置

EAS 行业的上游是塑料原料、塑件、五金锁紧机构、线圈、电容、铝箔、胶纸、二极管、接插件、芯片、线路板等原材料的制造行业。这些原材料的生产工艺相对简单, 主要由国内厂商供应。

EAS 产品的下游客户主要是全球知名 EAS 系统集成商, 如先讯美资、保点等。他们利用掌握的营销渠道为商品零售商提供 EAS 系统解决方案。

(四)公司产品线介绍

目前公司的产品线覆盖了整个 EAS 系统:

表 1: 公司产品线

	产品名称	产品图示	产品构成	产品用途
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、箱包、皮革等物件
	射频软标签		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
	声磁软标签		非晶片、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: 公司报表

二、EAS 标签市场存在数倍增长空间

由于 EAS 产品主要应用于零售行业的防盗,我们首先对零售行业的发展空间、以及零售行业对安防产品的需求前景进行分析、展望。

2.1 EAS 产品所依附的商品零售行业持续增长

过去十年,以美国为代表的西方发达国家零售市场表现比较平稳,基本保持了 5% 左右的增速,2008 和 2009 年受金融危机冲击出现了连续两年的负增长,但今年开始出现恢复,前三季度同比去年增长了 6.5%。以中国为代表的新兴国家商品零售市场表现相当优异,过去 10 年的平均增速在 14% 左右。

图 6: 美国零售市场

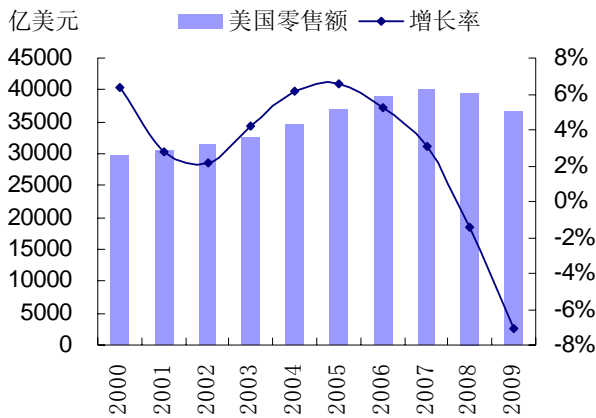
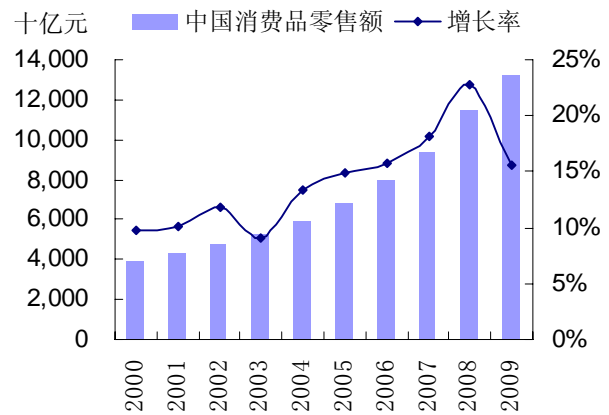


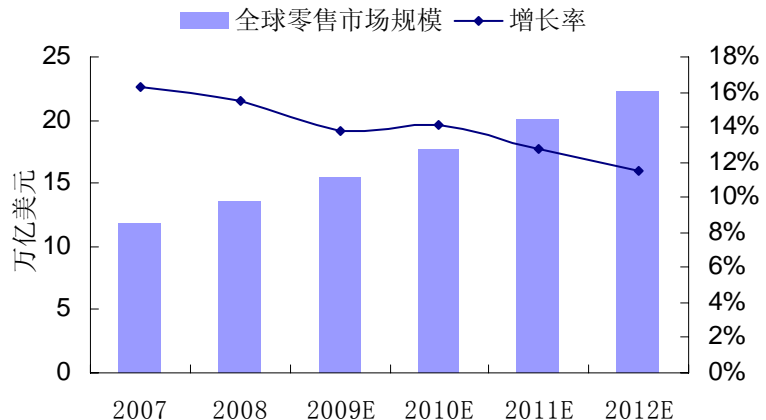
图 7: 中国消费品零售市场



资料来源: CEIC

展望未来,随着全球经济的持续发展和人们消费能力的提升,零售市场仍将保持较快增长。根据汉鼎咨询公司的数据,未来几年全球零售市场仍将保持 10% 以上的增速。我们分析,只是由于以美国为首的西方发达国家在经过金融危机后,无论家庭还是政府都有降低财务杠杆的压力,商品零售市场的增速有所放缓。

图 8: 全球零售市场规模



资料来源: 汉鼎咨询

2.2 零售业失窃损失居高不下有望促使 EAS 标签渗透率不断提高

随着零售市场规模的扩大和开架销售比例的提高，由于顾客和员工盗窃等原因所产生的商品损耗数额巨大。根据“英国诺丁汉零售研究中心”发布的《全球零售盗窃晴雨表》统计，2009 年全球零售行业商品损耗达到 1148 亿美元、占到了销售额的 1.43%。其中顾客盗窃损失 489 亿美元、占比 42.6%，雇员盗窃损失 407 亿美元、占比 35.5%，盗窃成为商品损耗的最主要因素。

图 9: 全球零售损耗

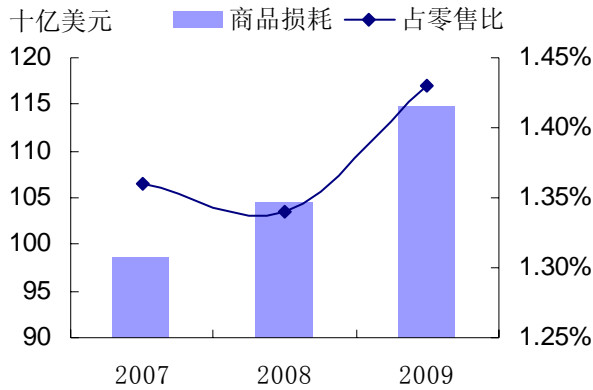
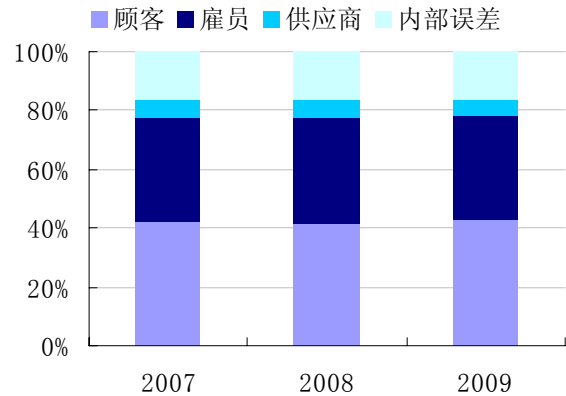


图 10: 全球零售损耗来源



资料来源: CRR

面对高额损耗，全球零售行业用于雇佣安全人员和购买安全装备的支出也高达百亿美元。根据 CRR 统计，2009 年用于防损的支出为 245 亿美元，占到了销售额的 0.31%。其中最大的支出项是雇佣安全人员、用于直接和第三方安全雇员的支出合计 138 亿美元、占防损总支出的 56.2%，其次是安全设备、支出 71 亿美元、占比 29%，剩余的其他防损支出 36 亿美元、占比 14.8%。

图 11: 全球零售防损支出

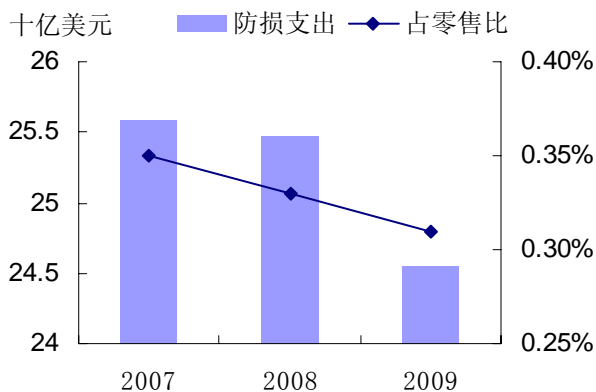
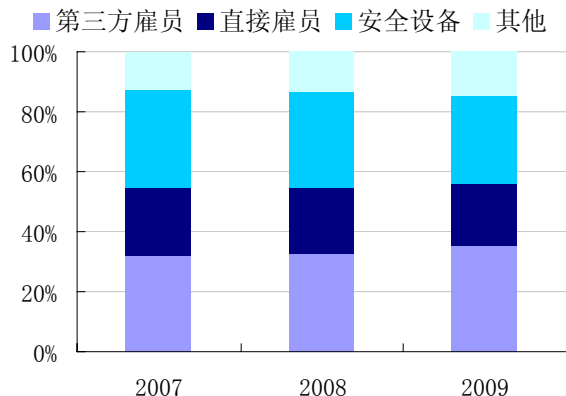


图 12: 全球零售防损支出去向



资料来源: CRR

此外，在防损支出和零售损耗额之间有着明显的相关性，用于安防的支出可以有效减少零售损耗。2007-2009 年全球防损支出逐年下降、占销售比从 0.35% 下降到 0.31%，同时零售损耗额逐年增加、占销售比从 1.36% 增长到 1.43%。我们分析 2008 和 2009 年全球防损支出的下降是暂时的，与受到金融危机冲击有关，根据 CRR 统计，2010 年全球安防支出达到 268 亿美元、同比

增长了 9.5%、占销售比提高到 034%，同时全球零售损耗为 1073 亿美元、同比降低了 6.6%、占销售比降低到 1.36%。

EAS 标签是保护高失窃率商品的主要方法，同时渗透率也存在巨大的提升空间。根据 CRR 的调查，失窃率最高的 50 种产品中，约三分之一的产品没有受到保护，约三分之一的产品使用 EAS 标签，剩余的三分之一受到其他方法保护、比如保护盒/上锁箱、陈列于上锁的橱柜或货架上、锁链/电缆/回路警报等。我们分析，随着开架销售比例的提高和对防损的重视，EAS 标签在高失窃率商品上的使用比例至少有 1 倍的提升空间。

表 2: 失窃率最高的 50 种商品保护方式

	2008 年	2009 年
没有保护措施	30.3%	28.0%
EAS 硬标签	16.9%	13.5%
EAS 软标签	12.0%	12.4%
EAS 源标签	9.4%	9.3%
报警辅助设备	0.0%	4.5%
陈列于上锁的橱柜或货架	8.6%	6.9%
虚拟纸箱或票券系统	4.1%	3.9%
锁链、电缆、回路警报	5.3%	4.7%
保护盒、上锁箱	9.5%	12.1%
其他保护设施	3.9%	4.7%
合计	100%	100%
(其中: EAS 标签)	38.3%	35.2%

资料来源: CRR

2.3 源标签计划的兴起进一步助推 EAS 标签的渗透率

源标签不属于产品范畴，是一个物流概念或商业模式，指零售商与制造商合作，由制造商在商品的生产、包装过程中加上电子防盗标签，改变防盗标签在销售上架时粘贴的做法。这样，防盗标签可以放置得更加隐蔽，不易被发现和破坏，从而减低商品损失；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到保护而可以进行开架销售，提高了顾客的购买欲，从而促进销售额的大幅增加，使零售商与制造商共同获益。

图 13: 源标签计划工作原理



资料来源: ADT

根据 CRR 对全球大型零售商的调查，截至 2007 年，北美、欧洲及亚太地区分别有 45.2%、39.7% 和 27.4% 的零售商采用源标签计划，而期望于 2010 年的年底前采用源标签计划的分别达到了 68.7%、69.3% 和 47.3%。

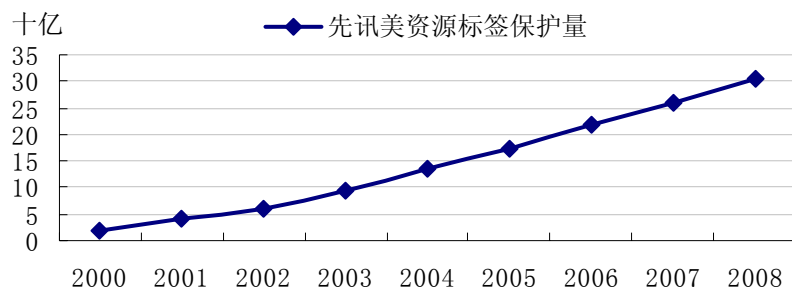
表 3: 源标签计划的使用情况

	截至 2007 年	未来两年计划采用	2010 年预计
北美	45.20%	23.50%	68.70%
欧洲	39.70%	29.60%	69.30%
亚太	27.40%	19.90%	47.30%
全球	39.80%	25.50%	65.30%

资料来源: CRR

我们也可以从厂商的出货量可以观察到源标签计划取得的成果。全球领先的 EAS 解决方案提供商先讯美资通过源标签保护的商品数量也从 2000 年不到 50 亿件增长到 2008 年的 300 亿件左右。

图 14: 先讯美资源标签保护量

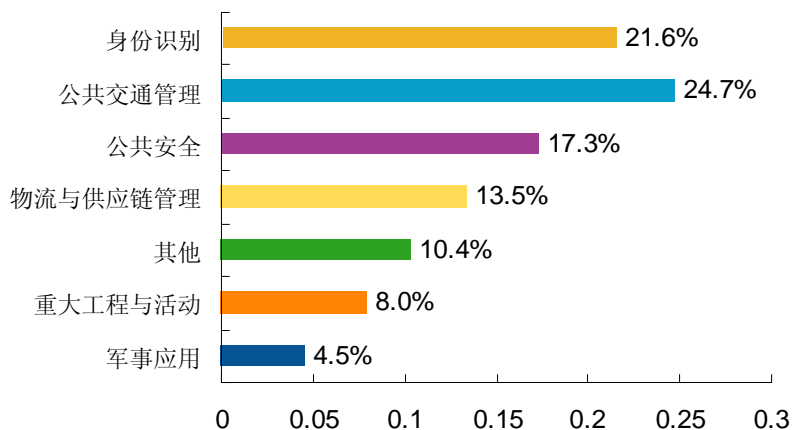


资料来源: ADT

2.4 RFID 技术与 EAS 融合的零售业务集成解决方案是长期趋势

零售商们在投资 EAS 的同时，也在寻求集成的店铺信息化解决方案，以实现监测、管理，提高店铺的运营效率，增加顾客购物体验。例如，以沃尔玛为主的大型零售商早就开始尝试使用 RFID 技术来管理他们的库存和物流系统。

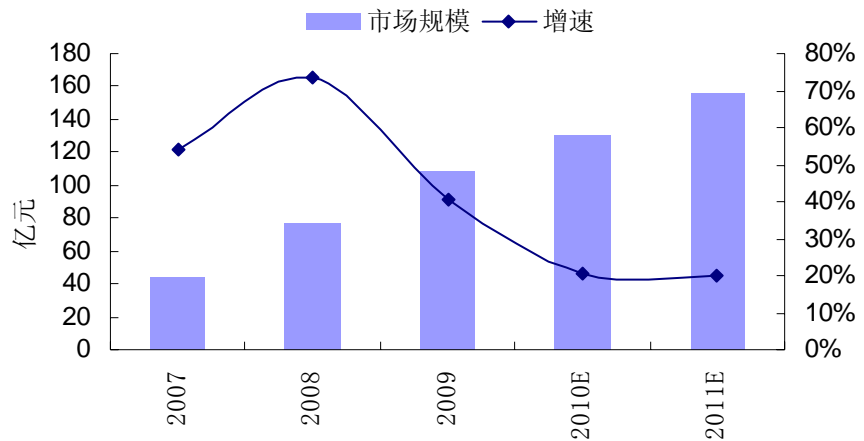
图 15: 中国 RFID 行业应用市场结构



资料来源: 易观国际

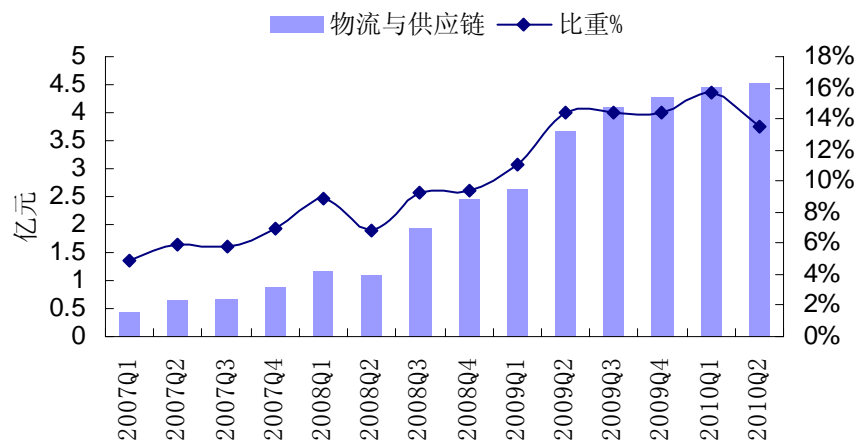
以我国为例,RFID 技术在物流与供应链领域中的应用占到整个 RFID 市场规模的 13.5%左右,此外还广泛应用于身份识别、公共交通安全、公共安全等其他领域。未来几年我国 RFID 市场规模仍将保持 20%以上的增速,其中在物流与供应链领域中的应用有望快速扩张。

图 16: 中国 RFID 行业市场规模预测



资料来源: 易观国际

图 17: 中国 RFID 技术在物流与供应链管理领域中的市场规模



资料来源: 易观国际

RFID 技术具有无线快速扫描、信息容量大且可修改等优点,长期来看,随着技术的成熟和生产成本的下降,不但可以代替在物流体系中广泛使用的条码技术,而且可以容纳防盗标签信息,从而使商品防盗标签附着物流识别功能,最终为零售业务信息化提供集成解决方案。

三、公司在硬标签出口市场具有竞争优势

3.1 目前我国 EAS 行业仍以产品出口为主

目前全球 EAS 产业链具有三个明显的特征：一是终端需求主要集中在北美、欧洲和日本这些发达地区，二是营销渠道基本掌握在国际大型系统集成商手中，三是产品制造主要集中在中国等发展中国家。

根据 CRR 的统计，在 2009 年全球零售业 245.5 亿美元的防损支出中，北美、欧洲和以日本/澳大利亚为主的亚太区分别占了 47%、40%和 9.5%的份额。

在欧、美、日这些全球主要市场，先讯美资、保点等国际 EAS 系统集成商掌握着主要的销售渠道，为沃尔玛、麦德龙、家乐福等大型跨国综合超市提供 EAS 系统解决方案。在我国，EAS 市场格局比较多样：一是大型综超市，尤其是沃尔玛、麦德龙、家乐福等外资综合超市被先讯美资、保点等国际巨头垄断；另一部分中小型综超市、尤其是本土综超对价格比较敏感，而对于产品性能、质量的要求相对较低，因此从大型工厂到家庭作坊等市场参与者众多且其资质差异较大，产品普遍价低质次，处于无序竞争状态。

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基本都在中国 OEM 或 ODM 生产。根据中国连锁经营协会的统计，我国 EAS 产品出口额从 2004 年不到 2000 万美元迅速增长到 2008 年的 7000 余万美元，年均增速高达 45%。

图 18：全球零售业防损支出分区域构成

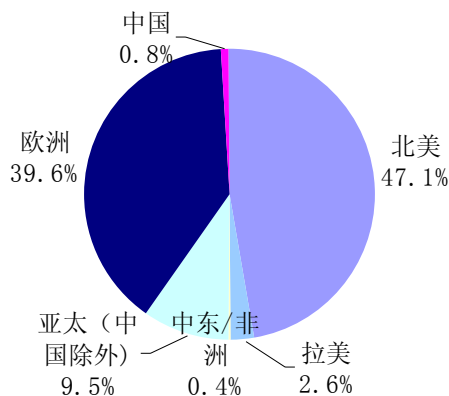
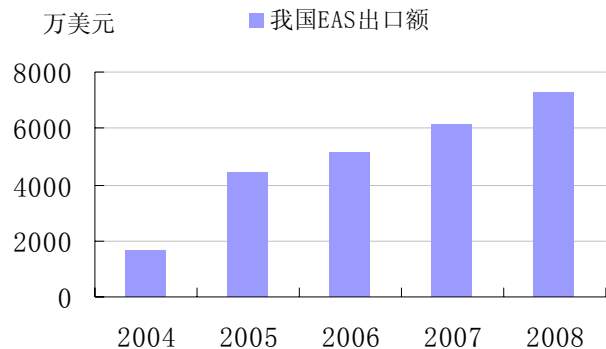


图 19：我国 EAS 产品出口额



资料来源：CRR、中国连锁经营协会

3.2 研发优势和客户资源使公司在硬标签领域具有较强的市场地位

根据汉鼎咨询的数据，2008 年全球硬标签市场规模约为 7 亿只，公司硬标签产量超过 2 亿只，占到全球市场份额的 30%左右，具有较强的市场地位。其他在硬标签领域竞争实力比较强的企业包括保点、先讯美资、杭州美思特电子科技有限公司，分别占据 20%、20%、8%的全球市场份额。

2008 年全球软标签市场规模超过 230 亿只。其中射频软标签领域，保点以 58% 左右的市场占有率位居第一，其它竞争实力较强的企业包括上海埃塞、诺瓦特伦、DTC、深泰克等，其产量在全球市场中的份额分别为 4.5%、4%、3%、3%，公司 2008 年下半年射频软标签开始投产，当年产量约 1000 万只，份额仅 0.1% 左右；在声磁软标签领域，先讯美资的市场占有率高达 90%，公司约占市场份额的 0.8% 左右。

图 20: 全球硬标签市场格局

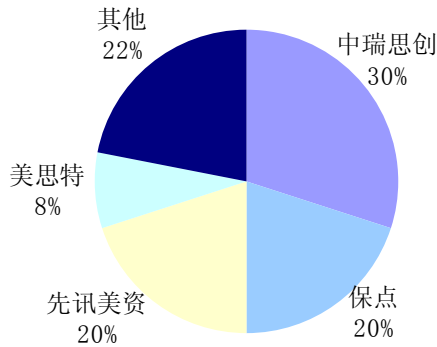
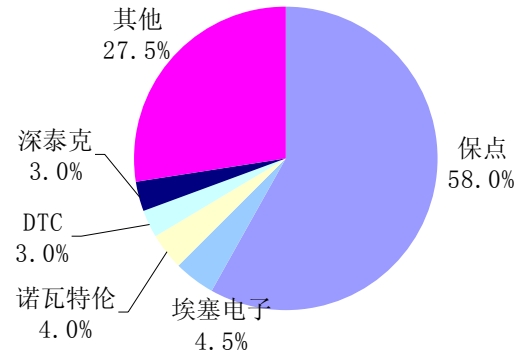


图 21: 全球射频软标签市场格局



资料来源：汉鼎咨询

我们分析公司在全球硬标签市场的较强市场地位与公司对研发的持续投入和对客户资源的长期积累密不可分。

公司拥有一支比较成熟的研发团队，除能生产常规通用防盗标签外，还可根据市场或客户的个性化需求开发新产品。公司 2004 年成立技术研发中心，研发投入和专利申请量逐年增加，目前研发人员占员工总数的 6.5% 左右，累计取得 55 专利，还有 16 项正在申请中。根据我们的分析，这些专利中约 90% 集中在硬标签领域，可以说公司在该领域已经具有良好的创新能力。

表 4: 公司近年研发投入及取得专利数量

	研发投入	占营业收入比例	当年取得专利项数
2007	791	4.54%	7
2008	814	3.67%	17
2009	845	3.64%	15

资料来源：公司报表

公司多年发展积累的客户资源也是其重要竞争优势。目前，公司与全球 220 多家 EAS 系统集成商和经销商建立了良好的合作关系，一方面为公司新产品拓展市场、不断提高 EAS 产品市场份额起到了重要的作用，另一方面也降低了公司对单一客户的依赖程度、有效减少了经营风险。

表 5: 公司主要客户占公司销售收入比重变动情况

	第一大客户	前三大客户	前五大客户
2007	22.14%	57.73%	69.71%
2008	17.53%	49.62%	62.12%
2009	21.29%	47.61%	58.49%

资料来源：公司报表

四、射频软标签和 RFID 是公司新的增长点

由于目前产能基本饱和，公司募集资金除投向硬标签项目、继续提高其产能外，另一主要项目投向了射频软标签和 RFID 应答器领域。

公司在射频软标签领域的市场份额还比较低，而且长期来看射频软标签和 RFID 的融合是个大趋势。目前公司积极开展 RFID 技术的研究、并已经实现 RFID 应答器产品的试制，此外 RFID 应答器与射频标签在生产工艺发面类似，公司已经初步具备进军 RFID 行业的技术基础。公司在该领域的投资对掌握 RFID 技术、拓展新的业绩增长点具有战略意义。

表 6：公司募投项目

项目名称	投资总额/万元	第 1 年投资比例	第 2 年投资比例
射频标签及 RFID 应答器	9829	50%	50%
硬标签技术改造	7246	50%	50%
合计	17075	50%	50%

资料来源：公司报表

表 7：公司产能变动情况

产品（亿只）	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
硬标签	2.5	2.95	3.7	4
射频软标签	2	5.6	11.6	14
声磁软标签	1.6	1.6	1.6	1.6
RFID 标签	0	0.15	0.40	0.50

资料来源：公司报表

五、盈利预测与估值分析

我们首先对销售数量进行分析，其基本假设前提是销售数量上限是公司产能：考虑到硬标签和声磁软标签近两年的产能利用率基本饱和，假设未来三年的产能利用率仍然可以达到 100%；射频软标签由于产能大幅扩张，我们假设 2010 年产销量增长 2 倍、2011-2012 年每年再继续增长 1 倍；RFID 标签由于目前仍未投产，我们假设产能利用率次年达产，即 2011-2012 年每年的产销量分别为 1500 和 4000 万只。

其次，我们对价格和毛利率进行分析假设：产品价格基本保持稳定，主要受到汇率变动影响；硬标签毛利率受人工成本上升影响略有下降，软标签和 RFID 标签毛利率受生产规模扩大略有提高、且 RFID 标签与软标签综合毛利率相同。销量、价格和毛利率假设见下表，其他主要假设还有：

- 1、公司继续获得高新技术企业认证，企业所得税按 15% 征收；
- 2、公司产品出口退税率保持为 17%；
- 3、人民币对美元汇率按年均 3% 的速度升值；

表 8: 产品销量假设

销量 (万只)	2009	2010E	2011E	2012E
硬标签	23772	29500	37000	40000
射频软标签	12064	36192	72384	144768
声磁软标签	13732	16000	16000	16000
RFID 标签	0	0	1500	4000

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

表 9: 产品价格假设

价格 (元)	2009	2010E	2011E	2012E
硬标签	0.790	0.770	0.750	0.730
射频软标签	0.070	0.068	0.066	0.064
声磁软标签	0.140	0.136	0.132	0.128
RFID 标签	--	1.500	1.450	1.410

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

表 10: 毛利率假设

产品	2009	2010E	2011E	2012E
硬标签	42.8%	44.0%	43.0%	42.0%
软标签 (射频+声磁)	45.7%	53.0%	55.0%	58.0%
RFID 标签	--	--	55.0%	58.0%

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

按照上述假设, 预计公司 2010-2012 年的营业收入分别为 2.99 亿、3.99 亿和 4.98 亿, 年均增长 29%; 净利润分别为 9000 万、1.22 亿和 1.59 亿, 年均增长 38.4%; 全面摊薄每股收益分别为 1.34、1.83 和 2.38 元。

表 11: 主要财务指标

单位: 百万

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	232	299	399	498
同比(%)	5%	29%	33%	25%
净利润	60	90	122	159
同比(%)	44%	51%	36%	30%
毛利率(%)	43.2%	45.5%	45.9%	47.7%
ROE(%)	42.6%	7.7%	9.7%	11.5%
每股收益(元)	0.89	1.34	1.83	2.38
P/E	86.34	57.27	42.15	32.39
P/B	36.81	4.42	4.09	3.73
EV/EBITDA	79	48	35	26

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

目前 A 股市场可比公司主要是从事 RFID 读写器与标签业务的远望谷, 根据 Wind 提供的一致盈利预测数据, 远望谷目前估值对应 2011 年 64 倍 PE。

综合考虑公司从事的业务、未来三年业绩的增速、管理层和技术骨干持股的激励制度安排、以及未来较强的股本扩张能力, 我们给予公司 6-12 月 110 元/股的目标价, 对应 2011 年 60 倍 PE。

六、风险提示

6.1 对主要客户依赖的风险

公司主要向保点、UNIVERSAL SURVEILLANCE SYSTEMS、MOD SECURITY、NEDAP 等全球知名 EAS 系统集成商和经销商供应产品。2007-2009 年公司向前五名客户销售的产品占当期营业收入的比例分别为 69.71%、62.12%和 58.49%。如果未来公司主要客户的需求大幅减少，可能会对公司的经营造成不利影响。

6.2 募集资金投资项目风险

募集资金项目存在建设周期延长、项目投产后市场需求达不到预期效果等风险，从而影响募集资金投资项目预期收益的实现。

此外，公司超募资金 7.6 亿左右，在缺乏良好项目情况下可能需要存放在银行较长时间，从而影响公司净资产收益率等盈利能力指标。

6.3 原材料价格大幅波动的风险

公司生产使用的原材料主要为线圈、塑料、锁芯等，其直接成分主要为铜、铝、钢材和 ABS 塑料等，这些原材料价格波动将直接影响公司生产成本，进而影响公司产品的毛利率。

6.4 汇率和出口退税税率变动风险

2007-2009 年，公司出口占主营业务收入的比例分别为 97.49%、91.47%和 85.57%。如果人民币汇率在未来出现大幅升值，可能对公司造成不利影。

此外，公司从 2009 年开始执行 17%的出口退税率，若未来国家下调公司相关产品出口退税率，将对公司生产经营产生不利影响。

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	121	1067	1102	1201	营业收入	232	299	399	498
现金	64	990	999	1075	营业成本	132	163	216	261
应收账款	34	45	60	75	营业税金及附加	2	3	4	4
其它应收款	3	4	5	6	营业费用	6	7	10	12
预付账款	3	4	5	7	管理费用	26	24	32	40
存货	16	24	32	39	财务费用	0	-3	-5	-5
其他	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	78	159	236	273	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	27	126	211	253	营业利润	64	105	142	186
无形资产	16	16	16	16	营业外收入	7	1	2	2
其他	36	18	9	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	200	1226	1338	1475	利润总额	71	106	144	187
流动负债	57	57	73	87	所得税	10	16	22	28
短期借款	0	0	0	0	净利润	61	90	122	159
应付账款	44	41	54	65	少数股东损益	1	0	0	0
其他	13	16	19	22	归属母公司净利润	60	90	122	159
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	65	106	146	193
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.34	1.83	2.38
其他	0	0	0	0					
负债合计	57	57	73	87	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	3	3	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	50	67	67	67	成长能力				
资本公积	29	949	949	949	营业收入	4.7%	28.6%	33.4%	25.0%
留存收益	61	151	247	369	营业利润	37.9%	62.1%	36.3%	30.5%
归属母公司股东权益	140	1167	1262	1385	归属于母公司净利润	43.6%	50.7%	35.9%	30.2%
负债和股东权益	200	1226	1338	1475	获利能力				
					毛利率	43.2%	45.5%	45.9%	47.7%
					净利率	25.7%	30.1%	30.7%	32.0%
					ROE	42.6%	7.7%	9.7%	11.5%
					ROIC	70.9%	48.2%	44.0%	49.1%
					偿债能力				
					资产负债率	28.5%	4.6%	5.4%	5.9%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.13	18.82	15.12	13.79
					速动比率	1.85	18.38	14.67	13.34
					营运能力				
					总资产周转率	1.36	0.42	0.31	0.35
					应收账款周转率	8	8	8	7
					应付账款周转率	3.44	3.86	4.56	4.38
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	1.34	1.83	2.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.06	1.75	2.34
					每股净资产(最新摊薄)	2.09	17.42	18.84	20.67
					估值比率				
					P/E	86.34	57.27	42.15	32.39
					P/B	36.81	4.42	4.09	3.73
					EV/EBITDA	79	48	35	26

资料来源：公司报表，中投证券研究所预测

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李超, 电子行业分析师, 南京大学管理学硕士, 拥有大型合资通信设备公司多年实业经验。

2008.7-2010.10 任中投证券研究所交通运输行业分析师, 先后挖掘了铁龙物流、现代投资、楚天高速、澳洋顺昌等个股的投资机会, 获今日投资 2009 年“交通运输行业最佳分析师入围奖”。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434