2010 年 11 月 30 日

中瑞思创

业绩爆发需待产能突破

A

未有评级

300078.SZ– 人民币 84.68

胡文洲,CFA*
(8621) 6860 4866 分机 8520
eric.hu@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300200010035

股价相对指数表现

资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	-	20	27	-
相对新华富时 A50 指数(%)	-	28	22	-

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	67
流通股 (%)	25.74
流通股市值 (人民币 百万)	1,460
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	76
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
路楠	33.58

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李鹏是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

中瑞思创主要从事 EAS 产品的开发和生产，传统主导产品是硬标签，同时也生产射频软标签、声磁软标签等产品。公司未来将逐步加大国内业务的开拓，并尝试涉入系统集成商业务。公司募投项目设备样机目前仍然在测试中，我们认为公司产能将在 2012 年大规模爆发。我们预计公司 2010-12 年每股收益分别为 1.47 元、2.03 元和 2.87 元。

主要发现：

- **产品需求空间广阔。**发达国家超市安防产品的应用比率大约为 60%-70%，而新兴市场的应用比率仍然低于 30%。因此新兴国家的市场空间十分广阔。公司在全球硬标签市场拥有 30%的市场份额，我们认为随着市场空间的不断扩大，公司依靠其市场地位将会获得更多的成长空间。
- **聚焦国内业务，向系统集成商转型。**公司生产的产品目前主要销往欧美日等发达国家，通过下游系统集成商提供给零售商家。公司未来将逐渐加大国内业务的重视程度，开拓国内市场，并且尝试涉入系统集成商业务。公司目前正在组建国内的营销团队，储备自己的系统集成业务人才。
- **业绩的爆发有待于产能提升。**公司目前产能状况为硬标签 2.5 亿只/年、射频软标签 2 亿只/年和声磁软标签 1.6 亿只/年。公司募投项目将增加产能硬标签 1.5 亿只/年、射频软标签 12 亿只/年、RFID 应答器 0.5 亿只。目前设备样机已经制作出来，仍在测试中，有可能在明年三四月份到位。我们认为计入设备到位后爬坡时间，产能真正爆发可能在 2012 年。
- 公司 2011 年估值为 41.76 倍，与 A 股元器件类公司持平，估值较为合理。

图表 1. 投资摘要(市场一致预期)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	222.03	232.49	323.35	448.90	652.10
增长率(%)		*4.71*	*39.08*	*38.83*	*45.27*
归属母公司股东净利润(百万元)	41.62	59.76	98.20	135.85	192.10
增长率(%)		*43.59*	*64.32*	*38.34*	*41.41*
每股收益(元)	2.77	1.20	1.47	2.03	2.87
市盈率(倍)	30.57	70.57	57.77	41.76	29.53
每股经营现金流量(元)	0.6200	1.2100	1.06	1.75	2.34

资料来源：公司数据及万得资讯

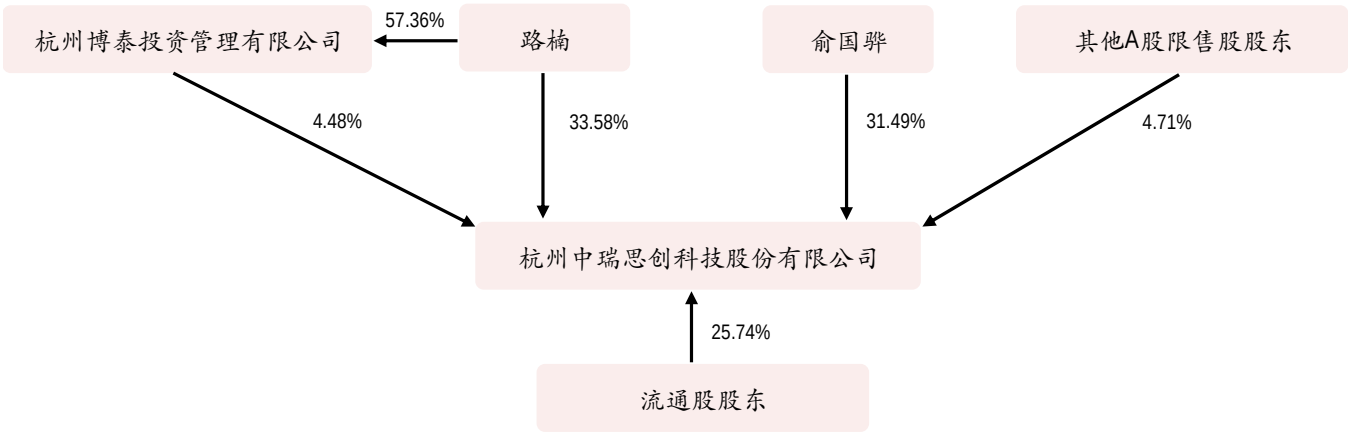
中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.)上获取
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10%区间内波动

公司概况

中瑞思创成立于2003年,公司的主营业务是EAS产品的研发、生产和销售，主导产品是硬标签，目前公司的射频软标签、声磁软标签等产品也已经实现量产。公司目前产能为硬标签2.5亿只/年、射频软标签2亿只/年和声磁软标签1.6亿只/年。

路楠先生直接持有公司33.56%的股权，并且持有公司股东杭州博泰投资管理有限公司57.36%股权，路楠先生是公司的控股股东和实际控制人。

图表 2. 中瑞思创的股权结构



资料来源：公司数据

公司是EAS产品的龙头

公司的主导产品是硬标签，同时射频软标签、声磁软标签都已经有了批量生产，三种产品的年产能分别为2.5亿只、2亿只和1.6亿只。公司的产品主要应用在超市产品防盗，包括服装、鞋帽、酒类等产品上的防盗标签。

中瑞思创的硬标签产品的全球占有率达到30%，是世界上最大的EAS硬标签产品供应商，目前产品主要销往欧美日等发达国家。公司也在积极的介入软标签产品的生产。公司的产品主要销售给保点(Checkpoint)、Universal Surveillance Systems、MOD Security、NEDAP等全球知名EAS系统集成商。系统集成商采购EAS产品向下游零售商例如沃尔玛、家乐福等提供EAS系统解决方案。

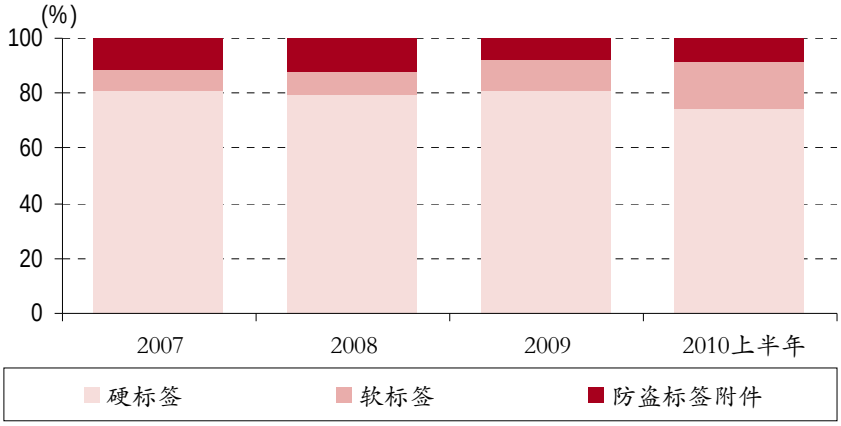
图表 3. 中瑞思创的硬标签产品

资料来源：公司图片

图表 4. 中瑞思创的硬标签产品

资料来源：公司图片

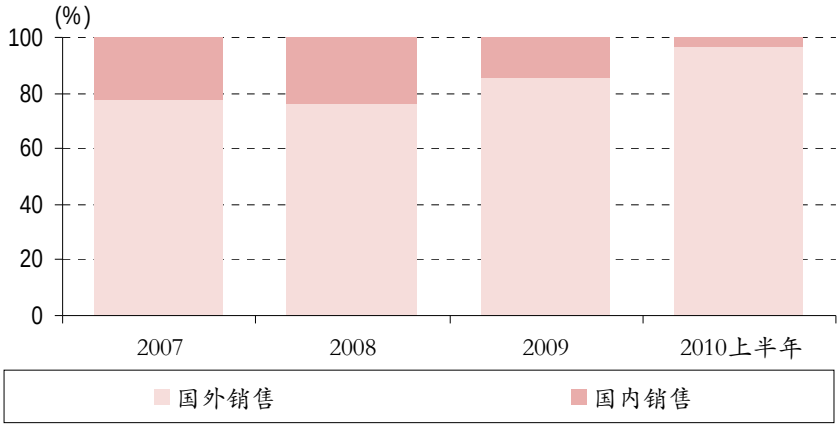
图表 5. 中瑞思创产品收入按产品划分



资料来源：公司数据

目前公司的产品主要销往国外市场，2010 年上半年公司产品国外销售额占总营业收入的 96.7%。欧美日等发达国内 EAS 产品的渗透率为 60%-70%，而新兴市场渗透率不足 30%，因此按发达市场标准来衡量，以中国为代表的新兴市场未来有较大的增长空间。

图表 6. 中瑞思创产品收入按地区划分



资料来源：公司数据

我们认为公司下一步将更加重视国内市场的开拓，同时尝试下游系统集成业务。目前国内 EAS 产品的渗透率仍然较低，即使是在一线城市，除沃尔玛、家乐福、麦德龙等超市系统的应用了 EAS 产品外，其他小型超市的应用比例仍然比较低；在二三线以下城市，超市安防产品的应用比例就更低了。因此在稳定国外市场的情况下，我们认为公司在未来将加大在国内的市场开拓力度。

目前公司产品的系统集成业务仍然是由保点等系统集成商来提供，公司现在正在组建内销团队，预计在未来将会逐步进入系统集成业务，为零售商提供整体解决方案。我们认为公司有较强的技术储备，进入系统集成业务将有利于公司增强客户粘度、加强公司对渠道的掌控能力。

系统集成业务更注重的是整体方案的提供和实际操作的积累，我们认为公司有了良好的产品、技术储备及在国外 EAS 行业多年的积累经验，尝试进入系统集成业务将具有一定的优势。我们认为公司会采取稳扎稳打的策略，先期国内产品销售仍然以下游系统集成商为主要下游对象；同时公司也在同一些大型超市洽谈系统集成业务。双线进行的方式有利于公司业务的稳定发展。

目前国内超市安防的系统集成仍然主要由保点等一线国际系统商提供，但是保点等系统厂商在硬标签方面依靠公司的供应，因此我们认为短期不会出现恶性竞争。

图表 7. EAS 产业模式

资料来源：中银国际研究

业绩爆发有待募集项目产能爆发

目前公司产能处于满产状态，产销率超过 100%，我们认为产能情况将是决定公司未来业绩的重要因素。公司拟使用募集资金 1.7 亿元扩大硬标签及射频软标签产能，同时开始 RFID 应答器的生产。

图表 8. 公司募集资金投资项目情况

	投资总额 (人民币 万元)	增加产能 (亿只)	原有产能 (亿只)	扩产后总产能 (亿只)
电子商品防盗射频软标签及 RFID 应答器技术改造项目	9,829	射频软标签 12 亿只/RFID 应答器 0.5 亿只	射频软标签 2 亿只	射频软标签 14 亿只/RFID 应答器 0.5 亿只
电子商品防盗硬标签技术改造项目	7,246	1.5	2.5	4.0

资料来源：公司招股说明书

我们预计，扩产后公司射频软标签产能将达到 14 亿只、硬标签产能达到 4 亿只，市场占有率分别达到 6.7%和 33.3%。我们认为公司扩产产能仍然比较合理，将有足够的市场空间予以消化。

目前公司募投项目所购置设备仍然未到位。我们调研了解到，设备样机已经制作出来，目前仍然在测试阶段，公司预计设备有可能在明年三四月份到位，而通常从设备到位、调试直至大规模生产要半年以上的时间，产能也需要逐步释放。因此我们认为募投项目产能真正大规模放量可能要等到 2012 年。

风险

设备到位晚于公司预期，影响产能释放；产品客户集中的风险。

初步结论

公司的主营产品是 EAS 产品包括硬标签、软标签等，面对广阔市场空间，募投项目将有利于扩大产能满足 EAS 产品需求提高；公司将在国内尝试涉入下游系统集成商业务，有利于对整个产业链的掌控。公司 2011 年市盈率 41.76 倍，与元器件行业平均水平持平，估值合理。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守準则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请, 亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表; 在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之强制規定作出任何推薦須有合理基礎; (2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371