

合理价格区间

23.60元-29.50元

发行基本情况

发行前总股本	8,799 万股
发行价	26.00 元
发行价/2009 年摊薄后 EPS	76.47
发行前每股净资产	1.78 元
发行前资产负债率	39.39%
发行数量	3,000 万股
网下发行	600 万股
网上发行	2,400 万股
上市交易日期	-
拟募集资金	19,006 万元
实际募集资金	78,000 万元
第一大股东	蔡小如
发行后持股比例	58.29%

研发部

 邵明慧
 SAC 执业证书编号: S1340210090001

 联系人: TMT 研究小组
 Tel: 010-68858150
 Email: heyangyang@cnpsec.com

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

国内最大的非接触式 IC 卡制造商
——达华智能 (002512) 新股定价报告
摘要:

- 公司专业从事非接触式智能卡、智能电子标签、RFID 读卡设备的研发生产,其产品广泛应用于安防、交通、旅游、防伪、金融等各个领域。2009 年公司非接触 IC 卡市场占有率就达到了 19%,为国内最大的非接触式 IC 卡制造商。
- **不断丰富行业应用与政策推进继续驱动着 RFID 市场快速发展**,如电子票证、交通卡、银行卡等等。RFID 作为物联网重要的底层架构与技术环节,我们认为在政府支持物联网发展的背景下,未来几年 RFID 将迎来市场快速发展的机遇。此外,RFID 优势的逐步得到认知及其本身成本的下降,使得 RFID 技术不断丰富其下游应用,也将带动需求增长。据 Infoxconsulting 预测,2009 到 2011 年,我国 RFID 产业将以 21.7%的年均增长率稳步发展,到 2011 年,我国 RFID 产业规模将突破 100 亿元。公司在小型项目占据显著优势,也不断注重大型项目的开发。近年来公司承接了广州地铁单程票卡、公安部第一研究所居住证元件层等项目,承接大型项目的能力不断提高,公司行业地位日益提升。
- **公司是业内应用芯片类型最为全面的生产厂商,工艺领先,拥有强大的技术实力**。公司拥有 73 项国家知识产权局授权的专利,并设有两个工程技术研发中心,国家发改委亦在公司设计了“智能信息系统应用研究室”。公司首创的无开孔一次层合制卡工艺和芯片创新封装工艺,被国家 4 部委联合授予“国家重点新产品”称号。公司准确的竞争优势定位、丰富的客户资源、成功的营销模式使得公司市占率在行业内保持领先水平,是全国二三百家非接触式 IC 卡的生产厂家中的佼佼者,在各子产品市场中也是名列前茅。
- 公司本次拟发行不超过 3000 万股,拟募集资金 1.9 亿元,募投资金将用于非接触 IC 卡和 RFID 电子标签的产能扩建技术改造项目,和非接触 RFID 电子标签卡工程技术研发中心技改项目等三个项目,主要为了解决公司产能瓶颈及加强公司自身技术研发能力。
- 预计 2010 年-2012 年的净利润分别是 5040 万元、6981 万元和 8680 万元,分别增长 22%、38%和 25%;对应的每股收益分别是 0.43 元、0.59 元和 0.74 元。考虑到公司较好的成长性以及公司所处 RFID 行业具备良好的发展前景,我们给予公司 2011 年 40-50 倍的估值水平,对应的合理价格区间是 23.60 元-29.50 元。
- 投资风险提示:RFID 产品大幅降价的风险。

单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	239	249	269	355	468
(+/-)	63.6%	4.3%	7.7%	32.0%	31.8%
归属母公司股东净利润	38	41	50	70	87
(+/-)	90.9%	8.0%	22.0%	38.1%	24.7%
每股收益(EPS)	0.60	0.51	0.43	0.59	0.74
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

正文目录

一、国内最大的非接触式 IC 卡制造商	4
二、AIDC 技术迅速发展，RFID 迎来良好发展机遇	6
RFID 是自动识别与数据采集技术的未来发展方向	6
RFID 受益物联网政策推动及下游应用不断丰富迎来良好发展机遇	8
公司行业地位日益提升	10
三、公司产品全面，工艺领先，拥有强大的技术实力	13
四、募投项目将缓解公司产能瓶颈	15
五、盈利预测与估值	17

图表目录

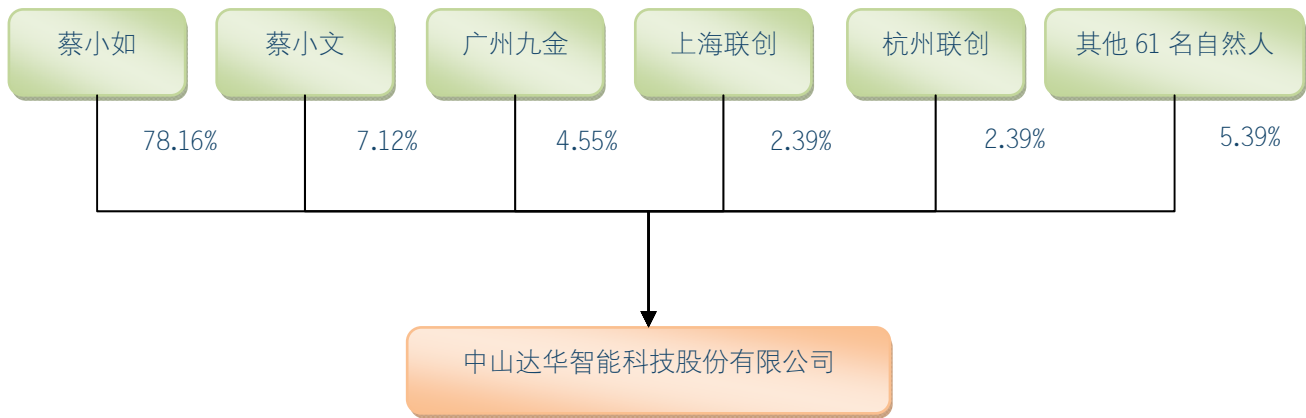
图表 1: 公司发行前的股权结构图	4
图表 2: 公司发行前后股本情况	4
图表 3: 公司产品应用领域	5
图表 4: 公司 2010 年上半年收入结构	5
图表 5: 公司 2010 年上半年毛利结构	5
图表 6: 集成电路 IC 卡比较	6
图表 7: RFID 系统的工作原理	6
图表 8: RFID 系统产业链	7
图表 9: RFID 应用领域概览	7
图表 10: 不同频率 RFID 标签卡的性能及应用领域如下表	8
图表 11: 2008 年中国 RFID 的市场结构	8
图表 12: 我国 RFID 应用结构	8
图表 13: 应用 RFID 技术的物联网结构示意图	9
图表 14: 2010-2014 年中国非接触式 IC 卡市场规模预测	10
图表 15: 2011-2014 年中国电子标签市场规模预测	10
图表 16: 2009 年全国主要非接触 IC 卡生产企业市场份额	10
图表 17: 公司近年来市场占有率情况	10
图表 18: RFID 领域竞争格局	11
图表 19: 公司近年来大型项目收入占公司营业收入比例	11
图表 20: 2007 至 2009 年, 公司承接的大型项目	12
图表 21: 公司正在进行的技术开发	13
图表 22: 公司近三年一期营业收入结构情况	15
图表 23: 公司近三年一期盈利能力情况	15
图表 24: 公司非接触 IC 卡和电子标签的产能、产量及销售情况	15
图表 25: 公司募投项目情况	16
图表 26: 募投项目非接触 IC 卡产能情况	16
图表 27: 募投项目 RFID 产能情况	16
图表 28: 近期发行新股情况	17
图表 29: 公司盈利预测表	18
图表 30: 公司主要业务盈利预测	19

一、国内最大的非接触式 IC 卡制造商

公司系由达华有限全体股东为发起人，通过整体变更方式设立的股份有限公司。

公司实际控制人是蔡小如，并担任公司董事长兼总经理。蔡小如先生具有较强的 RFID 电子标签及非接触智能卡应用技术研究 and 市场拓展能力，曾获得香港中华专利技术博览会组织委员会颁发的“中华专利技术发展成就奖”。公司无控股或参股子公司。本次公司拟发行 3,000 万股。发行成功后，蔡小如先生仍为第一大股东，持股比例下降为 58.29%。

图表 1：公司发行前的股权结构图



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：公司发行前后股本情况

序号	股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
		持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
一、	有限售条件流通股	8,799.40	100%	8,799.40	74.57%
1	蔡小如	6,877.60	78.16%	6,877.60	58.29%
2	蔡小文	626.4	7.12%	626.4	5.31%
3	广州九金	400	4.55%	400	3.39%
4	上海联创	210.5	2.39%	210.5	1.78%
5	杭州联创	210.5	2.39%	210.5	1.78%
6	黄翰强等 61 名自然人	474.4	5.39%	474.4	4.02%
二、	本次发行流通股	-	-	3,000.00	25.43%
	合计	8,799.40	100.00%	11,799.40	100.00%

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

公司成立以来，主要从事非接触 IC 卡和电子标签等 RFID 产品的研发、生产和销售。**目前是国内最大的非接触式 IC 卡制造商。**公司产品广泛应用在安防、交通、旅游、防伪、金融等各个领域。

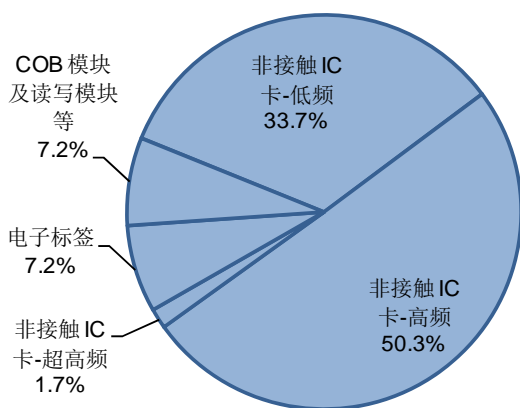
图表 3：公司产品应用领域

产品类别	应用类型	主要用途
非接触 IC 卡	电子证照	居住证、职工证、警官证、借书卡、校园一卡通、图书馆系统电子读者证等
	出入控制	酒店门锁、住宅门禁、企事业单位门禁、学校宿舍及图书馆门禁等
	电子支付	网吧卡、超市会员卡、饮水控制、水电气表传送收费、旅游景点消费通行卡、银行回单卡, 税务回单卡等
	车辆交通管理	停车场管理卡、高速公路通行卡、城市一卡通、轨道交通单程票卡(含 TOKEN)等
	防伪	化妆品防伪物流标签、机动车牌照 RFID 防伪 TAG 等
	物流管理	珠宝、商品价格标签、电动牙刷物流电子标签、弹药仓储物流标签、扎带标签, 托盘标签、危险品运输标签
	工业自动化管理	煤炭调运、烟草调运、服装生产线管理、洗衣标签等
电子标签	车辆交通管理	自动道闸标签、车辆环保标签、高速公路年票通行标签、车辆年审、年检、强制保险识别标签等
	动物管理	动物耳标、飞鸽脚环
	医疗管理	血袋标签、医疗设备标签、医疗垃圾标签, 母婴识别标签
	物品跟踪	打印机、墨盒标签, 存货, 图书标签等
	安全控制	电力系统电子铅封、烟花爆竹-电子许可标签
	电子票证	会展、演唱门票
	其他	加油识别标签、环保电子标签、风挡玻璃等

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

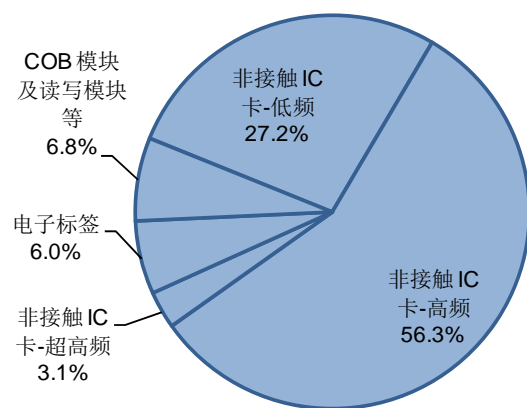
2010 年上半年，公司实现营业收入 1.24 亿元，净利润 2,080 万元。公司收入结构中，非接触 IC 卡占比为 85.6%，以低频和高频为主，超高频占比较小；电子标签占比为 7.2%；COB 模块及读写模块等占比为 7.2%。毛利结构与公司收入结构相似，非接触 IC 卡占比为 86.6%；电子标签和 COB 模块及读写模块等占比分别为 6.0%和 6.8%。

图表 4：公司 2010 年上半年收入结构



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5：公司 2010 年上半年毛利结构



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

二、AIDC 技术迅速发展，RFID 迎来良好发展机遇

● RFID 是自动识别与数据采集技术的未来发展方向

自动识别与数据采集技术 AIDC 主要包括：条码识别技术（Barcode）、光学字符识别技术（OCR）、生物特征识别技术（Biometrics Identification）、磁卡技术（Magnetic Stripe Cards）、集成电路卡技术（IC Cards）等，集成电路 IC 卡可以说是迄今为止最好的自动识别与数据采集技术之一。集成电路 IC 卡包括接触式 IC 卡、非接触智能卡（含电子标签）和双界面 IC 卡。

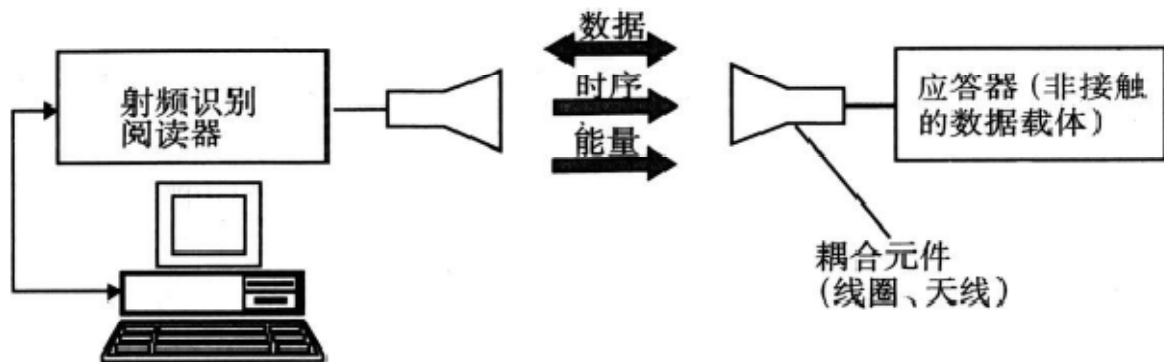
图表 6：集成电路 IC 卡比较

卡类	优点	缺点
接触式 IC 卡	结构比较简单，通用性好，功耗低，速度较快，造价低，IC 卡的读写设备简单可靠，维护方便。	其金属触点易磨损和沾污影响数据交换，防水、防尘性能略差，安全性较差。
非接触智能卡（含电子标签）	容量大，可靠性高、使用寿命长，操作方便、快捷，可以防止冲突、抗干扰性好	成本偏高
双界面 IC 卡	兼具 IC 卡和非接触式 IC 卡产品优点，使用范围更广泛	成本较高

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

非接触智能卡具备具有容量大、安全性较高等优点，尤其是应用 RFID 技术（是一种非接触的自动识别技术，其基本原理是利用射频信号和空间耦合（电感或电磁耦合）或雷达反射的传输特性，实现对被识别物体的自动识别）的非接触智能卡可支持快速读写、非可视识别、移动识别、多目标识别、定位及长期跟踪管理等功能，可以应用于物流、制造、公共信息服务等行业，是应用自动识别与数据采集技术的产品的未来发展方向，将迎来很好的发展机遇。

图表 7：RFID 系统的工作原理

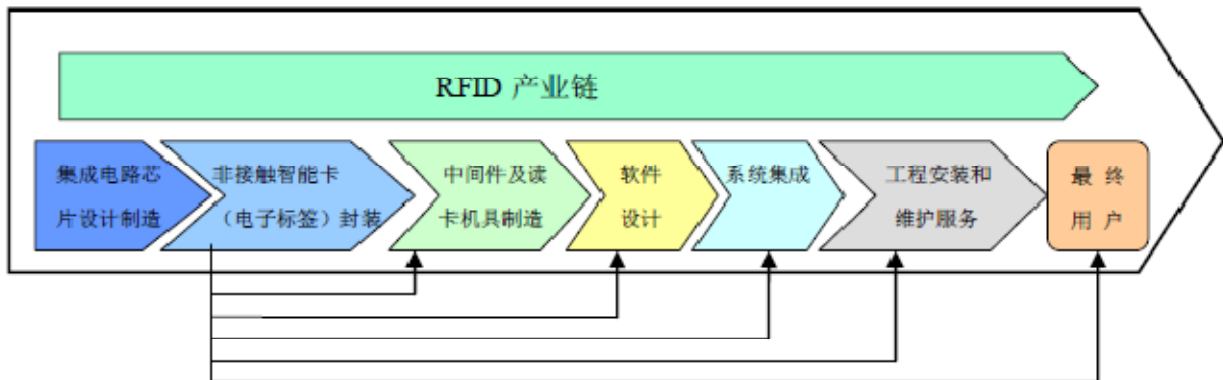


资料来源：公司公告，中邮证券研发部

RFID 按封装形式可分为卡片类（非接触 IC 卡）和标签类（电子标签），按频率可分为低频（LF）、高频（HF）和超高频（UHF），按供电方式的不同，可以分为有源、无源和半无源

电子标签。行业产业链中包括集成电路芯片设计、制造、非接触智能卡（含电子标签）封装、中间件和读卡机具制造、软件设计、系统集成、工程安装和维护服务。其中，集成电路芯片设计、制造、非接触智能卡（含电子标签）封装三个环节分工十分明确，分别由专业的集成电路芯片设计商、集成电路芯片制造商和非接触智能卡（含电子标签）封装制造企业独立完成。

图表 8：RFID 系统产业链



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 9：RFID 应用领域概览

行业	RFID 应用
物流	物流过程中的货物追踪，信息自动采集，仓储应用，港口应用，邮政，快递
零售	商品的销售数据实时统计，补货，防盗
制造业	生产数据的实时监控，质量追踪，自动化生产
服装业	自动化生产，仓储管理，品牌管理，单品管理，渠道管理
医疗	医疗器械管理，病人身份识别，婴儿防盗
身份识别	电子护照，身份证，学生证等各种电子证件
防伪	贵重物品（烟、酒，药品）的防伪，票证的防伪等
资产管理	各类资产（贵重的或数量大相似性高的或危险品等）
交通	高速不停车，出租车管理，公交车枢纽管理，铁路机车识别等
食品	水果，蔬菜，生鲜，食品等保鲜度管理
动物识别	驯养动物，畜牧牲口，宠物等识别管理
图书馆	书店，图书馆，出版社等应用
汽车	制造，防盗，定位，车钥匙
航空	制造，旅客机票，行李包裹追踪
军事	弹药、物资，人员，卡车等识别与追踪

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 10：不同频率 RFID 标签卡的性能及应用领域如下表

	低频段(LF)	高频段(HF)	超高频段(UHF)	
频率	125~134KHz	13.56MHz	840~960MHz	2.45、5.8GHz
读取距离	1.0M	1.5M	4M(欧洲)7M以上(美国)	15M(美国)
速度	慢	中等	快	很快
潮湿环境	无影响	无影响	有一定影响	影响较大
方向性	无指向	无指向	有指向性	定向
应用领域	动物识别、容器识别、工具识别、自动停车场车辆管理、自动加油、门禁和安全管理等	公共交通、电子证照、图书管理、固定资产管理、医药系统管理、智能货架管理等	移动车辆识别、供应链管理、仓储物流应用、生产线自动化管理、航空和铁路包裹管理、集装箱管理等	移动车辆识别、集装箱管理等

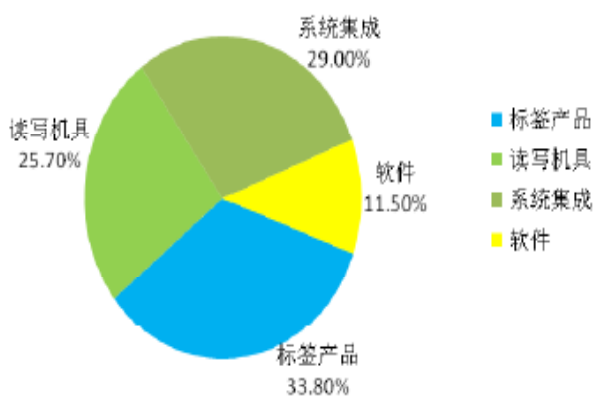
资料来源：公司公告，中邮证券研发部

● RFID 受益物联网政策推动及下游应用不断丰富迎来良好发展机遇

RFID 技术在国外的发展较快，目前在美国、英国、德国、日本、南非等国家均有较为成熟且先进的 RFID 产品；普遍应用于汽车及火车交通监控、高速公路自动收费系统、停车场管理系统、物品管理、流水线生产自动化、安全出入检查、仓储管理、动物管理、车辆防盗等领域。随着 RFID 技术的不断发展和标准的不断完善，据专业 RFID 咨询公司 IDTechEx 预测，2016 年全球 RFID 市场规模将达到 262 亿美元。

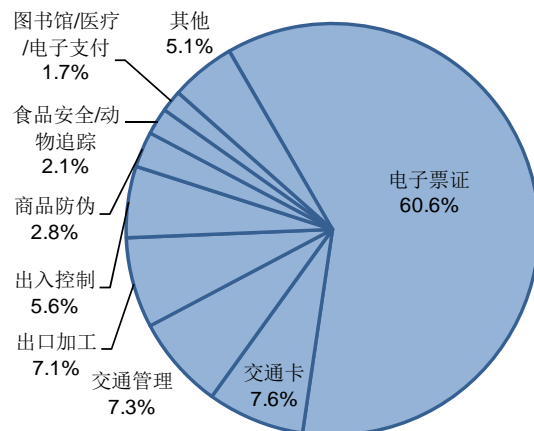
我国在政府支持和企业推动下，RFID 产业起步虽晚，但得到了较快发展，目前已经初步形成了较完善的 RFID 产业链，产业应用主要集中于城市公用事业（包括产品检测、城市供水、燃气、供热、个人和企事业信用档案管理等）、铁路物流等领域。据研究机构 IDC 统计，2005 至 2009 年，我国 RFID 年复合增长率约为 65.6%。

图表 11：2008 年中国 RFID 的市场结构



资料来源：中国 RFID 产业联盟/CCW Research，中邮证券研发部

图表 12：我国 RFID 应用结构

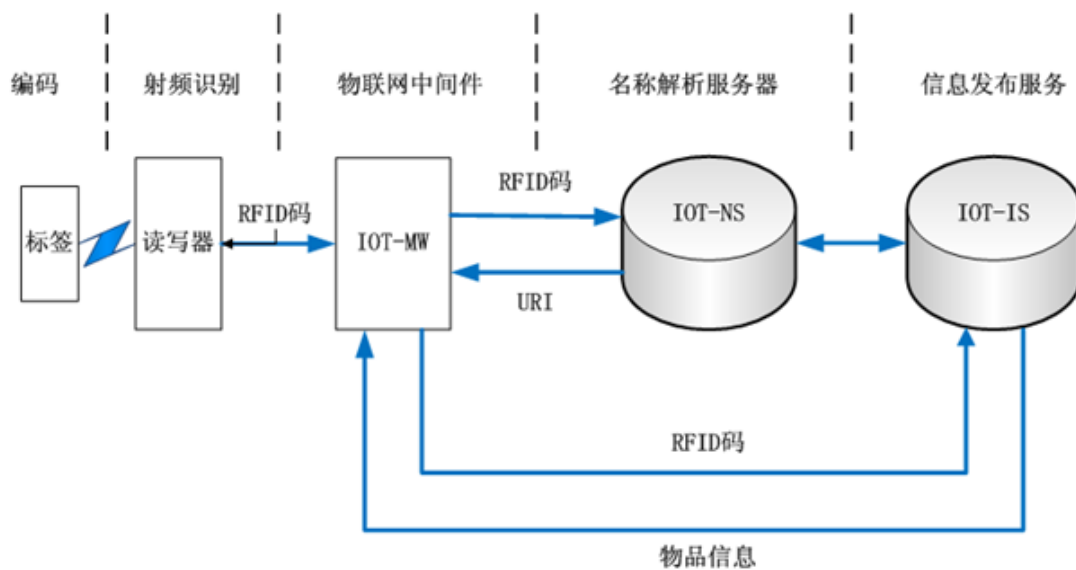


资料来源：中国 RFID 产业联盟/CCW Research，中邮证券研发部

国务院总理温家宝在 2010 年 3 月 5 日召开的十一届全国人大三次会议的政府工作报告上指出,要大力培育战略性新兴产业,积极推进“三网”融合,并取得实质性进展;加快“物联网”的研发应用。

物联网 (The Internet of things) 的定义是: 通过射频识别 (RFID)、红外感应器、全球定位系统、激光扫描器等信息传感设备,按约定的协议,把任何物品与互联网连接起来,进行信息交换和通讯,以实现智能化识别、定位、跟踪、监控和管理的一种网络。RFID 具有的优点如识别工作无须人工干预、可工作于各种恶劣环境、可识别高速运动物体、可同时识别多个标签、阅读距离远、穿透能力强、阅读方向性强、智能化强、标签寿命长、信息处理量大且准确等优点,使得 RFID 将成为物联网的重要的底层架构与技术环节。我们认为在政府支持物联网发展的背景下,未来几年 RFID 将迎来市场快速发展的机遇。

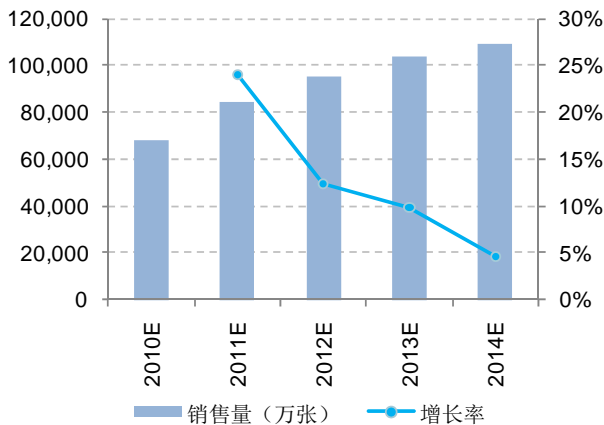
图表 13: 应用 RFID 技术的物联网结构示意图



资料来源: 互联网, 中邮证券研发部

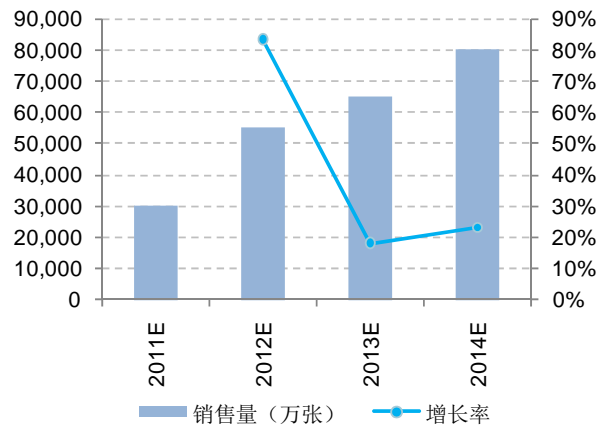
RFID 优势的逐步得到认知及其本身成本的下降,使得 RFID 技术不断丰富其下游应用,特别是在校园“一卡通”、出入控制(如门禁考勤)、电子证照(如网吧实名登录卡、职工证、警官证等)、包括银行卡在内的小额支付、资产追踪管理、生产的自动化及过程控制、人员管理等领域得到了广泛的应用。据 Infoxconsulting 预测,2009 到 2011 年,我国 RFID 产业将以 21.7%的年均增长率稳步发展,到 2011 年,我国 RFID 产业规模将突破 100 亿元。而据中国信息产业商会智能卡专业委员会保守预计,到 2014 年我国非接触式 IC 卡市场规模将达到 10 亿张,电子标签的市场规模将达到八亿张。

图表 14: 2010-2014 年中国非接触式 IC 卡市场规模预测



资料来源: 中国信息产业商会智能卡专业委员会, 中邮证券研发部

图表 15: 2011-2014 年中国电子标签市场规模预测



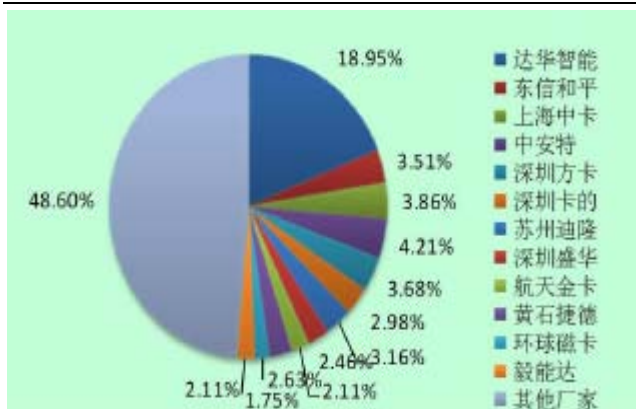
资料来源: 中国信息产业商会智能卡专业委员会, 中邮证券研发部

● 公司行业地位日益提升

目前我国 RFID 标签卡产品 (含非接触 IC 卡和电子标签) 的生产厂家约有二百多家, 从整体市场情况来看, 市场竞争较为激烈, 品牌集中度也较低。公司在非接触 IC 卡领域已连续三年占据市场占有率第一。目前公司市场占有率已由 2007 年的 11% 快速增长到 2009 年的 19%。

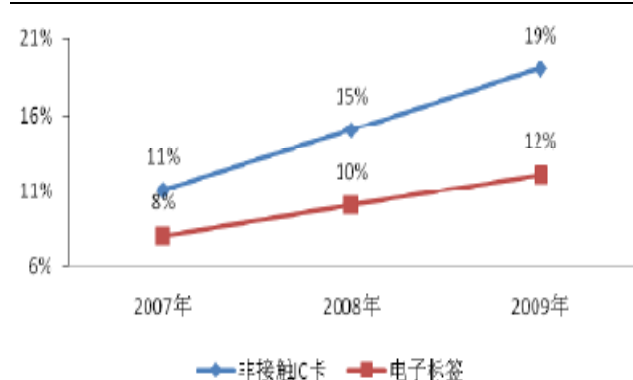
公司目前主要在校园“一卡通”、出入控制、电子证照等小型项目上占有显著优势。由于小型项目数量多、项目规模小、供货周期短, 单个项目对产品订单量较少, 因此需要厂商根据客户的要求进行个性化设计及生产。采用大型自动化生产设备的生产厂商 (如东信和平、远望谷、航天信息等) 因小批量生产成本高, 大多不愿参与小项目的竞争; 而对于普通的小型生产厂商, 由于实力有限, 一般只能在某些领域提供某些芯片种类的产品, 因品种规格少, 只能参与到某个领域的某些项目的竞争。公司具备柔性生产能力, 产品线基本覆盖了市场所需的全部频率段, 同时公司实现了部分原材料自制, 在产品性价比上拥有优势, 公司很好地满足了不同客户群体需求。公司参与到几乎所有的小项目相关领域竞争, 并在市场占有率上领先。

图表 16: 2009 年全国主要非接触 IC 卡生产企业市场份额



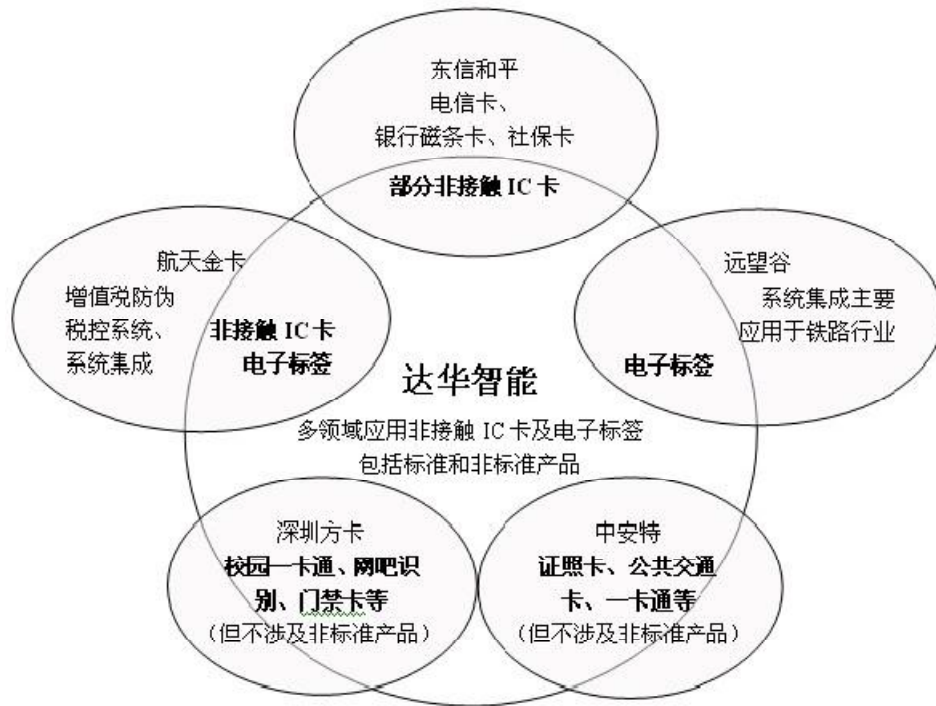
资料来源: 中国信息产业商会智能卡专业委员会, 中邮证券研发部

图表 17: 公司近年来市场占有率情况



资料来源: 公司公告, 中邮证券研发部

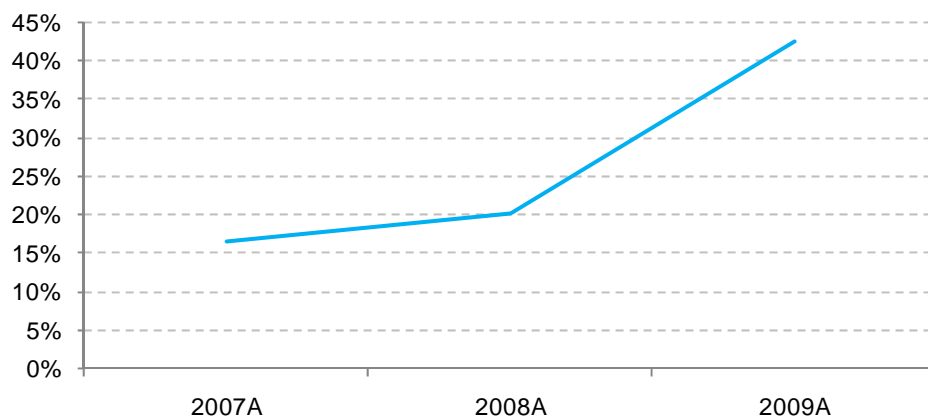
图表 18: RFID 领域竞争格局



资料来源：互联网，中邮证券研发部

公司在保持中小客户市场优势的同时，也不断注重大型项目的开发。近年来公司承接了广州地铁单程票卡、公安部第一研究所居住证元件层、北京市政交通一卡通有限公司超薄电子门票、北京机动车环保标签、成都地铁单程票、四川省高速公司收费卡和诺基亚电池标签等项目，承接大型项目的能力不断提高，公司行业地位日益提升。

图表 19: 公司近年来大型项目收入占公司营业收入比例



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 20：2007 至 2009 年，公司承接的大型项目

项目名称	本公司提供的产品
金额	占营业收入比例
公安部第一研究所	居住证非接触卡基（核心元件层）
同方股份有限公司	机动车环保标志-非接触电子标签
浙江琅木达电子系统工程有限公司	种猪非接触电子耳标
哈尔滨新中新华科电子设备有限公司	校园一卡通非接触卡片
广州圣地信息技术有限公司	广州地铁代币式非接触票卡
欧蒙特电子(惠州)有限公司	非接触异型门禁卡
珠海捷朗菱网络科技有限公司	网吧实名非接触登陆卡
黄石捷德万达金卡有限公司	非接触卡基（核心元件层）
深圳市任子行网络技术有限公司	网吧实名登陆非接触卡
成都城市通卡有限公司	城市一卡通非接触卡片
诺基亚(中国)投资有限公司	原装电池防伪 RFID 标签
高新现代智能系统股份有限公司	成都地铁单程票
上海衡准智能科技有限公司	美容化妆品非接触电子标签
郑州新开普电子技术有限公司	餐饮消费非接触卡，家校通非接触卡
四川智能交通系统管理有限责任公司	非接触高速公路通行卡

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

三、公司产品全面，工艺领先，拥有强大的技术实力

公司是业内应用芯片类型最为全面的生产厂商，具备柔性化的生产能力。目前公司可提供 50 多种不同芯片类型产品供客户选择，已开发出的非接触 IC 卡和电子标签产品型号超过 250 多种，覆盖低频、高频和超高频等各个频率段。公司的非接触 IC 卡产品包括薄卡、厚卡、园币卡、匙扣卡、手表卡等，电子标签产品包括塑料电子标签、不干胶电子标签、动物标签、多频标签、陶瓷电子标签、螺栓型电子标签、水晶标签、巡更标签、药丸标签、微型标签、一次性标签、纸质标签等。丰富的产品线使得公司可提供客户一站式采购服务。

公司实现了从晶圆（Wafer）原材料开始进行前端的芯片封装生产，自行设计了 COB 模块生产线，并对大型封装设备进行技术改造，生产工艺向前进行延伸。在此基础上，公司通过新材料应用研究，使用合成材料取代金属材料作为承载基材，用合金材料代替金线作为邦定连接的金属线材；并改进了新型玻璃管标签用 COB 模块的封装工艺，将 IC 芯片和微型贴片电容一次性邦定、焊接和封胶保护；通过这些措施，公司产品具备了较明显的成本优势。

公司成立以来一直重视研究开发，拥有强大的技术实力，近年来公司研发投入占营业收入比重 3%以上。目前，公司设有两个工程技术研发开心中心，拥有 73 项国家知识产权局授权的专利，2004 年国家发改委综合运输研究所在本公司设立了智能运输信息系统应用研究室。公司的研发优势主要体现在：标签卡芯片前端研究与应用、新材料研究与应用、检测设备发明、产品开发、天线设计、参与制定行业标准和商用密码产品定点生产单位等七个方面。

图表 21：公司正在进行的技术开发

序号	项目名称	进展情况	目标
1	2.45G 频段的电子标签卡 2.45G 微波频段的电子标签卡	持续研发中	2011 年小量生产出超远距离的有源标签卡
2	2.45GHz 到 5.8GHz 高灵敏度电子标签天线设计研发	基础研究	2011 年小量设计、研制、生产出高性能的微波标签天线
3	超薄票证卡封装技术研发	小规模试制	2010 年底前，试产景区景点超薄电子门票、护照芯层、大型活动防伪电子票证
4	对小尺寸芯片（0.4mm×0.4mm 以内）采用倒封装涉及精度对位工艺技术的研发	持续研发中	产学研合作在 2010 年底前在生产线上调试和正常使用样机
5	非接触 CPU 卡高合格率封装技术的研发	持续研发中	2010 年中期完成改进型层压新工艺技术
6	玻璃管标签芯料组件封装技术的研发	基础研究与新产品开发	2010 年基础与装备设施研发 2011 年试样，及小量生产，2012 年争取量产
7	有源/无源一体化 UHF（超高频）电子标签、卡的远距离工作效率的研究	持续研发中	2010 年高频应用前端设计与材料研发，2011 年小量试制，2012 年争取量产
8	有源只读与有源读写的微波标签卡	持续研发中	2010 年小量试制和推广，2011 年争取量产

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

除此之外，公司在营销策略和销售网络上具备优势。目前公司形成了以客户需要和市场需求为导向，快速、高效的市场反映机制，建立了多样化、立体化、组合式渠道模式，并形成覆盖全国及国外重要地区的市场网络。

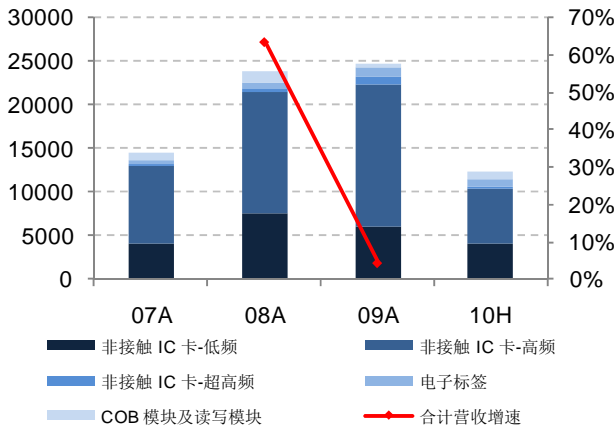
公司在营销上主要完善经销和直销体系。公司在北京、广州、郑州、成都、武汉、上海、杭州、南京等八个城市拥有 15 家经销商，经销商的对外宣传和渠道建设要接受公司的统一领导和安排，各经销商主要在经销区域内销售。直销方面，目前公司在国内已拥有 600 多家稳定的终端客户，分布在 27 个省市和地区，同时公司海外终端客户达到 220 多个，分布在全世界 36 个国家和地区。

在坚持并完善经销和直销体制之外，公司近几年还发展了另外两种营销模式。一是通过与国内外软件/中间件或系统集成商密切合作，开拓市场；二是充分了解行业用户的标准需求，直接为用户提供“标签+读写器+系统集成”一站式的全面解决方案，通过项目方式与用户进行合作。比如公司与广东省交通厅、科技厅合作，为广州亚运会开发的道路交通管理电子标签系统和产品。

四、募投项目将缓解公司产能瓶颈

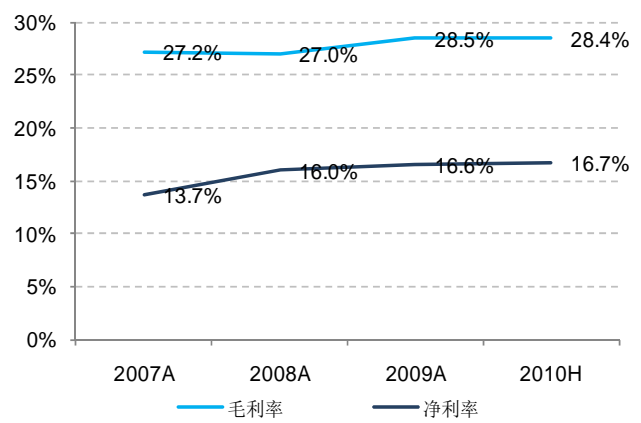
公司近三年营业收入分别为 1.46 亿元、2.38 亿元和 2.48 亿元。今年上半年公司营业收入达到 1.24 亿元。随着公司的收入规模的扩大，公司大型项目直销收入占比也有所提升，公司产品毛利率得到提升。

图表 22：公司近三年一期营业收入结构情况



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 23：公司近三年一期盈利能力情况



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

截止 2009 年，公司拥有非接触 IC 卡年产能 1.1 亿张，电子标签 650 万张，近几年来产能利用率始终维持在 90% 以上。目前产能已成为限制公司规模进一步扩大的原因。

图表 24：公司非接触 IC 卡和电子标签的产能、产量及销售情况

年份	产品	产能 (万张)	产量 (万张)	销量 (万张)	产能利用率	产销率
2010 年上半年	非接触 IC 卡	6,500	8,114	7,581	125%	93%
	电子标签	400	527	477	132%	90%
	合计	6,900	8,641	8,058	125%	93%
2009 年	非接触 IC 卡	11,000	10,516	10,901	96%	104%
	电子标签	650	652	655	100%	100%
	合计	11,650	11,168	11,556	96%	103%
2008 年	非接触 IC 卡	11,000	11,240	10,814	102%	96%
	电子标签	520	504	508	97%	101%
	合计	11,520	11,744	11,323	102%	96%
2007 年	非接触 IC 卡	7,000	6,587	6,337	94%	96%
	电子标签	300	288	272	96%	94%
	合计	7,300	6,875	6,609	94%	96%

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

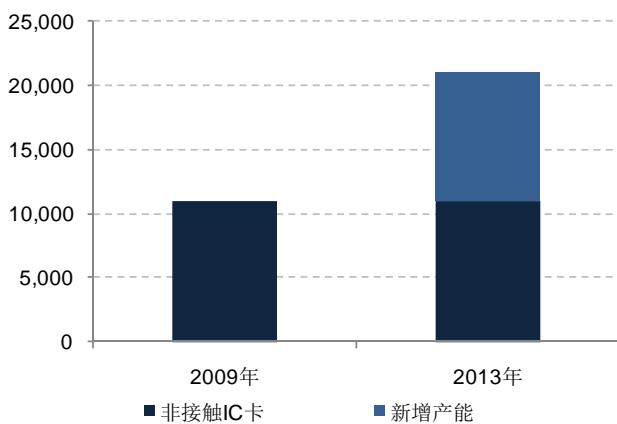
公司本次上市拟募集 1.90 亿元，将用于投资非接触 IC 卡产能扩建技术改造项目、RFID 电子标签产能扩建技术改造项目和非接触 RFID 电子标签卡封装工程技术研发中心技术改造项目。项目达产后，将年新增非接触 IC 卡产能 1 亿张，RFID 电子标签产能 7000 万张。

图表 25：公司募投项目情况

项目	投资金额 (万元)	第 1 年	第 2 年	第 3 年	建设期(月)
非接触 IC 卡产能扩建技术改造项目	10160	4577	3583	2000	24
RFID 电子标签产能扩建技术改造项目	5340	2256	2584	500	18
非接触 RFID 电子标签卡封装工程技术研发中心技术改造项目	3506	2980	526	-	18
合计	19006	9813	6693	2500	-

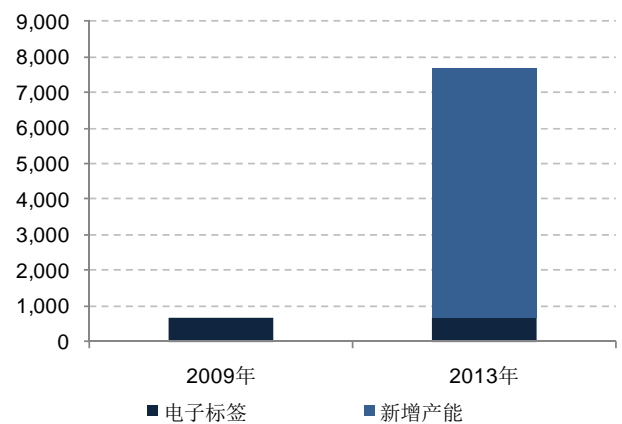
资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 26：募投项目非接触 IC 卡产能情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

图表 27：募投项目 RFID 产能情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

五、盈利预测与估值

预计公司主营业务规模随着行业发展及募投项目的逐步释放，将呈加速增长形势，预计2010年至2012年的营业收入分别是2.69亿元、3.54亿元和4.68亿元，对应的增速分别为7%、32%和32%；预计2010年-2012年的净利润分别是5040万元、6981万元和8680万元，分别增长22%、38%和25%；对应的每股收益分别是0.43元、0.59元和0.74元。

考虑到公司较好的成长性以及公司所处RFID行业具备良好的发展前景，我们给予公司2011年40-50倍的估值水平，对应的合理价格区间是23.60元-29.50元。

图表 28：近期发行新股情况

代码	证券简称	发行股数(万股)	发行价(元)	募集金额(亿元)	发行市盈率(发行后)	首日开盘价(元)	上市首日涨幅
002510	天汽模	5200	17.50	9.10	55	31.00	68%
002511	中顺洁柔	4000	38.00	15.20	57	52.00	30%
002507	涪陵榨菜	4000	13.99	5.60	54	25.50	192%
002509	天广消防	2500	20.19	5.05	69	40.00	102%
002508	老板电器	4000	24.00	9.60	47	35.10	63%
002506	超日太阳	6600	36.00	23.76	58	45.80	32%
002504	东光微电	2700	16.00	4.32	88	32.01	83%
002505	大康牧业	2600	24.00	6.24	87	32.88	21%
002503	搜于特	2000	75.00	15.00	114	77.10	14%
002501	利源铝业	2360	35.00	8.26	64	45.10	27%
002502	骅威股份	2200	29.00	6.38	70	35.00	27%
002500	山西证券	39980	7.80	31.18	32	12.88	70%

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 29：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	23,908	24,945	26,873	35,473	46,761
增长率	63.6%	4.3%	7.7%	32.0%	31.8%
减：营业成本	17,445	17,842	18,999	25,437	33,646
毛利率	27.0%	28.5%	29.3%	28.3%	28.0%
减：营业税金及附加	67	118	94	124	164
销售费用	490	432	457	568	701
管理费用	1,666	1,760	1,881	2,412	3,039
财务费用	131	12	-188	-958	-701
期间费用率	9.6%	8.8%	8.0%	5.7%	6.5%
资产减值损失	13	125	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	105	0	0	0	0
营业利润	4,201	4,656	5,630	7,889	9,912
增长率	80.9%	10.8%	20.9%	40.1%	25.6%
加：营业外收入	231	291	300	300	300
减：营业外支出	14	87	0	0	0
利润总额	4,418	4,861	5,930	8,189	10,212
增长率	87.3%	10.0%	22.0%	38.1%	24.7%
减：所得税	591	729	889	1,228	1,532
实际税负比率	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,826	4,132	5,040	6,961	8,680
归属于母公司所有者净利润	3,826	4,132	5,040	6,961	8,680
增长率	90.9%	8.0%	22.0%	38.1%	24.7%
净利润率	16.0%	16.6%	18.8%	19.6%	18.6%
少数股东损益	0	0	0	0	0
总股本（万股）	8,000	8,799	11,799	11,799	11,799
每股收益（元）	0.60	0.51	0.43	0.59	0.74

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 30：公司主要业务盈利预测

非接触 IC 卡-低频	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,101	7,664	5,987	8,981	12,573	15,716
yoy	#DIV/0!	87%	-22%	50%	40%	25%
毛利率	31.2%	31.3%	24.6%	23.5%	23.0%	22.0%
销售成本	2,820	5,266	4,516	6,870	9,681	12,259
yoy	#DIV/0!	87%	-14%	52%	41%	27%
销售毛利	1,281	2,397	1,472	2,110	2,892	3,458
yoy	#DIV/0!	87%	-39%	43%	37%	20%
占营收比重	28%	32%	24%	33%	35%	34%
占毛利比重	32%	37%	21%	27%	29%	26%
非接触 IC 卡-高频	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	8,966	13,725	16,427	14,784	17,741	23,064
yoy	#DIV/0!	53%	20%	-10%	20%	30%
毛利率	24.5%	23.8%	30.0%	32.0%	31.5%	32.0%
销售成本	6,774	10,455	11,497	10,053	12,153	15,683
yoy	#DIV/0!	54%	10%	-13%	21%	29%
销售毛利	2,192	3,269	4,930	4,731	5,588	7,380
yoy	#DIV/0!	49%	51%	-4%	18%	32%
占营收比重	61%	58%	66%	55%	50%	49%
占毛利比重	55%	51%	70%	60%	56%	56%
非接触 IC 卡-超高频	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	240	401	760	912	1,186	1,542
yoy	#DIV/0!	67%	89%	20%	30%	30%
毛利率	36.3%	38.6%	43.0%	53.0%	46.0%	44.0%
销售成本	153	246	433	429	640	863
yoy	#DIV/0!	61%	76%	-1%	49%	35%
销售毛利	87	155	327	483	545	678
yoy	#DIV/0!	78%	111%	48%	13%	24%
占营收比重	2%	2%	3%	3%	3%	3%
占毛利比重	2%	2%	5%	6%	5%	5%
电子标签	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	435	842	1,170	1,638	3,276	5,569
yoy	#DIV/0!	94%	39%	40%	100%	70%
毛利率	32.9%	31.7%	26.4%	25.0%	25.5%	24.8%
销售成本	292	575	861	1,228	2,440	4,188
yoy	#DIV/0!	97%	50%	43%	99%	72%
销售毛利	143	267	309	409	835	1,381
yoy	#DIV/0!	86%	16%	33%	104%	65%
占营收比重	3%	4%	5%	6%	9%	12%
占毛利比重	4%	4%	4%	5%	8%	11%
合计	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

合计营业收入	14,601	23,833	24,790	26,873	35,473	46,761
yoy	#DIV/0!	63.2%	4.0%	8.4%	32.0%	31.8%
合计营业成本	10,629	17,391	17,736	18,999	25,437	33,646
yoy	#DIV/0!	63.6%	2.0%	7.1%	33.9%	32.3%
合计毛利	3,972	6,443	7,054	7,874	10,035	13,115
yoy	#DIV/0!	62.2%	9.5%	11.6%	27.5%	30.7%
综合毛利率	27.2%	27.0%	28.5%	29.3%	28.3%	28.0%

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介：

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介：

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。