

电子元器件

署名人: 李超

S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

中瑞思创

300078

推荐

业绩基本符合预期、产能陆续释放

公司公布 2010 年报: 营业收入 3.1 亿, 同比增长 33.5%; 营业利润 9950 万, 同比增长 54.3%; 净利润 8486 万, 同比增长 42%。全面摊薄每股收益 1.27 元, 业绩基本符合预期。分红方案: 拟每 10 股派发现金 15 元 (含税), 并每 10 股转增 15 股。

投资要点:

- **硬、软标签均有较快增长, 毛利率基本稳定, 客户集中度进一步下降。** 2010 年硬标签收入 2.29 亿、同比增长 21.9%, 在收入中占比 74%、仍是最核心的业务, 毛利率 42.9%、比去年增加了 0.13%、盈利能力基本稳定。软标签实现收入 5132 万、同比增长 92.6%, 在收入中占比 16.6%, 毛利率 48.2%、比去年提高 2.46%。前五名客户占营业收入比例从去年的 58.2%降低到 47.5%, 客户集中度高的风险进一步下降。
- **公司在硬标签出口市场具有竞争优势, 市场开拓成效显著。** 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。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也持续发挥着重要作用。2010 年公司在欧洲、南美以及拉丁美洲的业务实现了快速增长, 并在越南、泰国等东南亚市场实现零的销售突破。
- **硬标签产能陆续释放, 射频软标签和 RFID 有望成为公司新的增长点。** 目前公司募投项目进展顺利, 硬标签技术改造项目已进入样机制造阶段, 预计二季度可以完成所有样机的安装调试, 年底前完成所有机型制作, 硬标签年自动化生产能力达到 1.5 亿只, 从而将硬标签产能从目前的 2.5 亿只提高到 4 亿只。射频软标签和 RFID 应答器项目也已经完成了一期建设工作。目前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, 公司通过收购专注于客户界面射频识别技术解决方案的 TBS 公司, 也有利于整合拓展公司的 RFID 标签业务, 有效提升公司在该领域的市场竞争力。
- **维持“推荐”评级, 6-12 个月目标价格 105.6 元。** 我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 1.18 亿、1.56 和 1.98 亿、年均增长 32.6%, 每股收益分别为 1.76、2.32 和 2.95 元。维持“推荐”评级, 考虑到行业属性及股本扩张能力, 6-12 个月目标价 105.6 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

6-12 个月目标价: 105.6 元

当前股价: 89.48 元

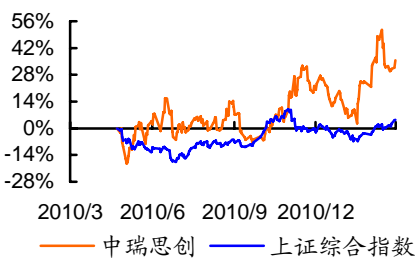
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3002.15
总股本(百万)	67
流通股本(百万)	17
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	1.27
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	14.87	13.28	30.46
上证综合指数	8.22	5.67	12.73



相关报告

《中瑞思创-立足 EAS 硬标签、积极拓展软标签和 RFID 业务》2010-11-22

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	310	405	506	635
同比(%)	34%	31%	25%	25%
归属母公司净利润(百万元)	85	118	156	198
同比(%)	42%	39%	32%	27%
毛利率(%)	44.0%	45.9%	48.2%	48.9%
ROE(%)	7.3%	9.1%	11.1%	12.7%
每股收益(元)	1.27	1.76	2.32	2.95
P/E	60.80	43.87	33.15	26.11
P/B	4.42	4.01	3.67	3.31
EV/EBITDA	44	30	22	17

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

一、募投项目进展和产能变动情况

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。

目前公司募投项目进展顺利，硬标签技术改造项目已进入样机制造阶段，预计二季度可以完成所有样机的安装调试，年底前完成所有机型制作，硬标签年自动化生产能力达到 1.5 亿只，从而将硬标签产能从目前的 2.5 亿只提高到 4 亿只。射频软标签和 RFID 应答器项目也已经完成了一期建设工作。

表 1: 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 2: 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

二、行业估值比较

表 3: A 股电子标签卡类公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 2011/03/09	EPS				P/E			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002161.SZ	远望谷	31.64	0.23	0.35	0.56	0.76	134.8	90.3	56.4	41.7
300078.SZ	中瑞思创	89.48	0.91	1.47	2.03	2.87	98.7	61.1	44.1	31.2
002017.SZ	东信和平	24.29	0.16	0.21	0.70	1.05	153.2	115.3	34.9	23.2
002104.SZ	恒宝股份	16.08	0.21	0.26	0.38	0.48	75.5	61.9	41.9	33.5
中值							116.7	76.1	43.0	32.4
均值							115.5	82.1	44.4	32.4

资料来源：Wind

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1122	1190	1246	1376	营业收入	310	405	506	635
现金	1038	1086	1118	1216	营业成本	174	219	262	325
应收账款	42	61	76	95	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	4	5	7	8	营业费用	8	10	13	16
预付账款	9	5	7	8	管理费用	36	41	51	63
存货	19	33	39	49	财务费用	-10	-5	-6	-6
其他	10	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	85	159	235	272	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	61	142	218	256	营业利润	100	137	182	231
无形资产	16	16	16	16	营业外收入	4	2	2	2
其他	7	1	0	0	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1207	1349	1481	1649	利润总额	103	138	183	232
流动负债	36	63	75	91	所得税	17	21	27	35
短期借款	0	0	0	0	净利润	85	118	156	198
应付账款	24	44	52	65	少数股东损益	0	0	0	0
其他	12	19	22	26	归属母公司净利润	85	118	156	198
非流动负债	2	0	0	0	EBITDA	94	137	186	238
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.27	1.76	2.32	2.95
其他	2	0	0	0					
负债合计	38	63	75	91	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	67	67	67	67	成长能力				
资本公积	955	955	955	955	营业收入	33.5%	30.5%	24.9%	25.5%
留存收益	146	264	384	535	营业利润	54.3%	37.6%	32.7%	27.2%
归属母公司股东权益	1168	1285	1406	1557	归属于母公司净利润	42.0%	38.6%	32.3%	27.0%
负债和股东权益	1207	1349	1481	1649	获利能力				
					毛利率	44.0%	45.9%	48.2%	48.9%
					净利率	27.3%	29.0%	30.8%	31.1%
					ROE	7.3%	9.1%	11.1%	12.7%
					ROIC	63.9%	55.7%	51.8%	56.0%
					偿债能力				
					资产负债率	3.1%	4.7%	5.0%	5.5%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	30.93	18.88	16.71	15.13
					速动比率	30.42	18.36	16.18	14.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.44	0.32	0.36	0.41
					应收账款周转率	8	8	7	7
					应付账款周转率	5.11	6.42	5.44	5.53
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.27	1.76	2.32	2.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.68	2.20	2.82
					每股净资产(最新摊薄)	17.43	19.18	20.98	23.23
					估值比率				
					P/E	60.80	43.87	33.15	26.11
					P/B	4.42	4.01	3.67	3.31
					EV/EBITDA	44	30	22	17

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、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”、朝阳永续 2010 年“行业研究领先奖”。

免责条款

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