

2011年03月15日

TMT--通信设备

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 93.35

目标价(元): 98.00

中瑞思创(300078)

持续增长和战略转型是公司价值提升的基础和路径

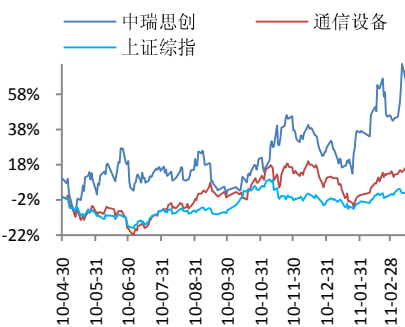
投资评级: A--持有(首评)

TMT 分析师: 吴炳华
 执业证书编号: S0890510120009
 电话: 021-50122488
 邮箱: wubinghua@cnhbstock.com
助理分析师: 陈筱
 邮箱: chenxiao@cnhbstock.com
联系人: 曾毅
 电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	6700.00
流通 A 股/B 股(万股)	1700.00/0.00
资产负债率(%)	3.13
每股净资产(元)	17.43
市净率(倍)	5.84
净资产收益率(加权)	10.47
12 个月内最高/最低价	104.08/51.02

股价走势图



相关研究报告

《寻找结构调整受益的领先者和超越者》
 —2011年 TMT 行业报告 2011年 12.17

◎不同之处:

◆中期看(2年左右),在需求持续旺盛的条件下,公司产能、产量和销量持续增长近 40%是公司价值提升的基础。目前公司收入几乎全都源于海外,但我们认为内地零售业发展为公司提供广阔的成长空间。

◆长期看(3-5年),在持续增长、实力稳健提升的过程中公司由纯粹的产品提供商逐步转型为系统集成综合服务商才是价值提升的核心途径。我们看好公司战略转型的长期前景。

◎投资要点:

◆公司是电子商品防盗系统(EAS)的产品专家,其 EAS 硬标签全球市占率第一,而软标签市场空间巨大。丰富的产品线、领先的技术、创新能力、对客户需求的深刻理解不仅可以保障和保持公司在各类产品的高回报,更为公司向系统集成商转型奠定坚实的产品基础和积累丰富的服务经验。

◆EAS 标签产品下游需求持续旺盛的情况下,公司募投项目将有效解决产能瓶颈,且随着产能的扩张,公司盈利水准也会因为规模效应而水涨船高。伴随公司规模的扩张和对行业的持续深入理解,公司战略转型成功将是公司价值增长的拐点和核心。

◆预计公司 2011-2013 年实现归属母公司净利润分别为 1.21 亿元、1.64 亿元和 2.09 亿元,较上年分别增长 42.37%、35.61%和 27.58%,摊薄 EPS 分别为 1.80 元、2.45 元和 3.12 元,对应 PE 分别为 51.86 倍,38.10 倍和 29.92 倍 PE。相对行业估值偏高,但鉴于公司长期前景,我们认为公司 2011 年的合理价格为 98 元,对应 2012 年 40 倍 PE。首次给予持有评级。

◎关键假设:

◆未来 3 年内硬标签销量分别为 3.5 亿只,4.2 亿只和 5.0 亿只,射频软标签销量分别为 8.8 亿只、12.5 亿只和 15.8 亿只;声磁软标签产品稳步增长;EAS 产品附件占总销售收入比例保持在 10%-12%的水平。各产品的毛利率会水准保持稳定或略有上升。

◎风险提示:需求下降、技术泄露、汇率及原材料价格波动或为公司带来风险。

	2009A	2010A	2010Q4	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	232.49	310.45	81.04	442.23	599.22	779.71
同比增速(%)	4.71	33.53	-7.96	42.45	35.50	30.12
净利润(百万)	59.76	84.86	19.72	120.82	163.84	209.02
同比增速(%)	43.58	42.00	-21.96	42.37	35.61	27.58
毛利率(%)	43.22	43.96	44.61	43.60	43.80	43.80
每股盈利(元)	0.90	1.27	0.29	1.80	2.45	3.12
ROE(%)	42.56	7.30	1.69	10.38	12.58	14.28
PE(倍)	103.7	73.50		51.82	38.10	29.92

正文目录

1. 公司是国内 EAS 产品专家	4
1.1. 专注防损，产品线丰富	4
1.2. 创新引领行业，为转型成 EAS 方案提供商奠基	5
1.3. 规模效应致毛利率持续上升，产能扩张仍将提升回报	6
2. 海外下游需求仍旺，国内市场空间或更广阔	7
2.1. 全球零售业规模稳定增长，国内增速远快于国际	7
2.2. 消费升级+城镇化驱动，未来国内零售业高增长可期	8
2.3. 国内失窃随零售业规模增长，内地防损增长空间大	10
2.4. 公司产品创新快，有效满足多种防损需求	11
3. 软硬标签双发力，产能扩张成就公司持续增长基石	12
3.1. 射频软标签技术是主流	12
3.2. 把握行业大趋势，募投项目解决产能瓶颈	14
3.3. 借力硬标渠道，软标产品有望进一步腾飞	14
4. 转型为系统集成商成为防损领袖是长期价值的核心	15
4.1. 成本优势或是转型的关键切入点	15
4.2. 国际收购迈出系统集成商转型第一步，空间或打开	16
4.3. 国内零售巨头或为突破口，为防损模式转型提供好时机	17
5. 盈利预测与估值	18
5.1. 重要假设	18
5.2. 财务预测	19
5.3. 估值比较与合理定价	19
6. 风险分析	20

图表目录

图 1 公司的股权结构与控股子公司	4
图 2 公司的收入保持了较快增速	6
图 3 公司各类产品毛利率稳步上升	7
图 4 软标签产品占公司收入比重逐步上升（单位：万元）	7
图 5 全球社会零售总额保持稳步增长	8
图 6 中国社会零售总额增速高于全球增速	8
图 7 香港人均消费支出在人均 GDP 超过 4000 美元后高速增长	9
图 8 台湾人均消费支出在人均 GDP 超过 4000 美元后呈超速增长	9
图 9 中国人均 GDP 在 2010 年成功突破 4000 美元/人	10
图 10 中国人均消费支出保持了高速增长	10
图 11 顾客盗窃占据了零售损耗近一半比例	11
图 12 全球零售损失占销售比随防损支出占销售比呈明显负相关	11
图 13 中国内地零售商的防损支出低于全球平均值	12
图 14 2010 年内地零售商各类产品损耗比例	12
图 15 2008 年各类软标签占比	13
图 16 2008 年 EAS 行业射频软标签主流企业市场份额	13
图 17 未来 5 年全球射频软标签市场将保持 18%左右的增长	14
图 18 公司在硬标签市场市占率第一	15
图 19 未来 3-5 年内硬标签仍可保持 15%以上的增长	15

图 20 公司目前在产业链中所处的位置和转型的途径	16
表 1 公司产品涵盖了 EAS 的主要产品线.....	5
表 2 公司射频软标签募投项目产能分析.....	14
表 3 公司硬标签募投项目产能分析.....	15
表 4 分类产品销量假设.....	18
表 5 分类产品毛利率假设.....	18
表 6 财务预测表（单位：百万元）	19
表 7 可比公司估值 PE 横向比较	19

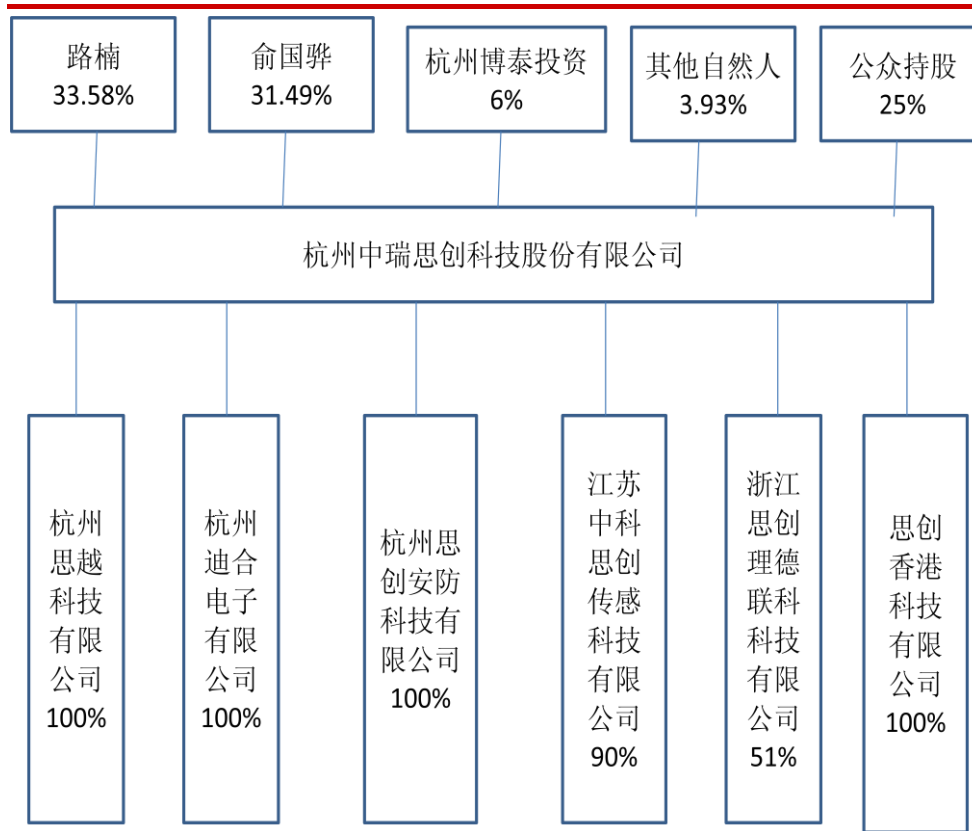
(本报告共有图 20 张, 表 7 张)

1. 公司是国内 EAS 产品专家

1.1. 专注防损，产品线丰富

杭州中瑞思创公司成立于 2003 年，主要从事电子商品防盗系统（EAS）产品的研发、生产和销售，2009 年，公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 6700 万元，其主要控制人为路楠先生。

图 1 公司的股权结构与控股子公司



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

目前公司主要从事 EAS 产品的研发、生产和销售，产品包括各类硬标签、射频软标签、声磁软标签等防盗标签以及开锁器、解码器、检测器等配套设备，其客户为全球 EAS 系统集成商和产品经销商。公司具体的经营产品情况请参见表 1。

表 1 公司产品涵盖了 EAS 的主要产品线

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	
		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（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：公司公告，华宝证券研究所

1.2. 创新引领行业，为转型成 EAS 方案提供商奠基

公司一直将 EAS 产品作为主导产业，上市前已取得该领域的专利 55 项，其中 2005 年的瓶类防盗扣被欧洲《零售业技术》杂志评为年度最佳设计。2010 年公司又获 16 项专利授权，完成 18 项专利申请。公司现有研发人员超过 70 人，研发团队规模和研发能力在目前国内 EAS 行业中居于领先地位，在 EAS 产品研发、创新、改造和设计方面积累了丰富的经验和优势，是国内 EAS 行业为数不多的自主研发企业之一。

在高品质 EAS 产品研发上，除生产应用于普通商品的常规通用防盗标签之外，公司还会根据市场和客户的个性化需求开发个性化的防盗标签，如公司的酒瓶防盗标签和奶粉防盗标签都得权威和客户的高度认可，其他产品也走在行业最前端，始终引领行业发展方向。

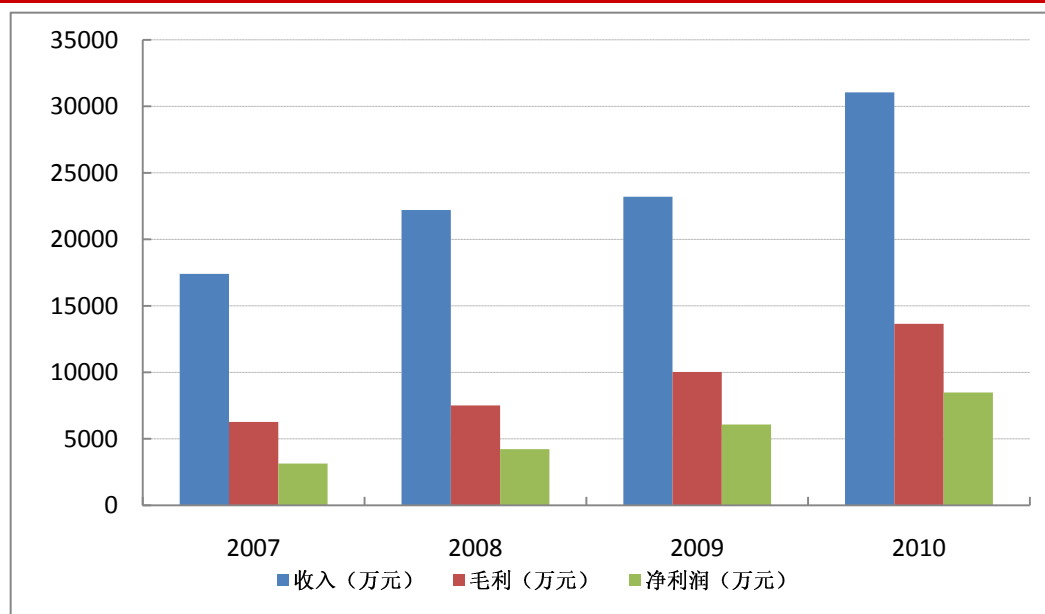
创新快也是公司有力竞争点之一，公司产品线涵盖了多达 400 多种产品。领先的研发优势和较快的产品创新速度，使得公司始终能够领先于同行业竞争者，这可有效避免了竞争者模仿带来同质化竞争，使公司的产品价格保持一个较高的水平。

更重要的是，我们认为作为引领国内 EAS 最先进、最能满足市场需求方向的公司，拥有国内最为丰富的 EAS 标签产品线将为公司向 EAS 系统解决方案提供商打下坚实的地基。首先，完善的产品线有助于公司能够根据商品零售厂商打造适合自身的电子防盗系统解决方案：纵观零售商的各大类产品，从食品到饮料，从服饰衣帽到太阳眼镜，从高档化妆品到数码产品等等，均能从公司产品中找到最适合的减少损失的防盗标签或方案。其次，作为 EAS 技术专家的公司将更了解商品零售商的需求，丰富的产品研究经验和前沿的产品趋势敏感性也为公司未来向一个优秀的 EAS 方案解决商转型建立了其他竞争对手难以超越的经验储备。

1.3. 规模效应致毛利率持续上升，产能扩张仍将提升回报

2007 年—2010 年公司实现收入分别为 1.74 亿、2.22 亿、2.32 亿和 3.10 亿元，实现净利润分别为 3136 万、4162 万、5976 万元和 8486 万元。

图 2 公司的收入保持了较快增速



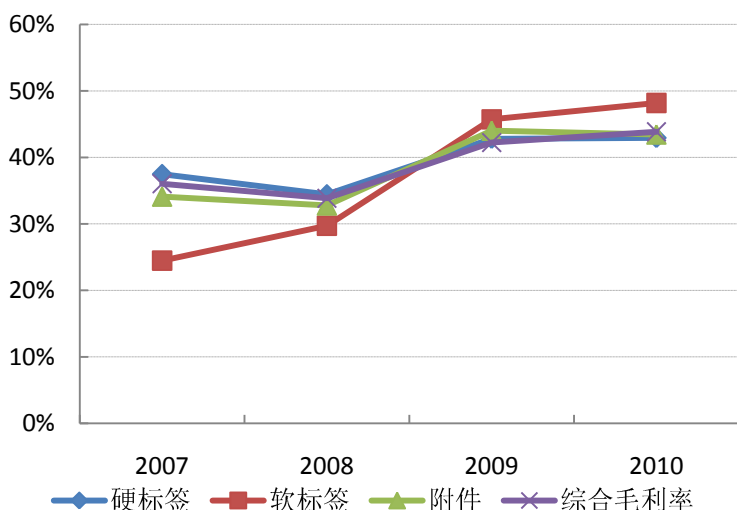
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

从产品结构来看，公司的产品包括硬标签、软标签和附件三大类。硬标签方面，通过研发投入的加大，公司毛利率较高的智能硬标签占收入比上升，导致硬标签产品毛利率也由 2007 年的毛利率也由 37.48% 提高到 2010 年的 42.93%。软标签方面，2008 年由于公司刚刚开展射频软标签业务，外购金额过大以及生产线处于磨合期使得产能利用率较低，最终带来较低的软标签产品毛利率。随着生产规模的扩大，规模效益使软标签的毛利率从

2008 年的 29.72% 升至 2009 年的 45.72%，到 2010 年已升至 48.18%，且在收入占比由 2008 年的 8.11% 上升至 11.46%，又上升至 2010 年的 16.53%。我们认为，随着公司募投资项目带来的 12 亿只射频软标签产能的释放，公司的射频软标签产品的毛利率会保持在稳中有升的状态。

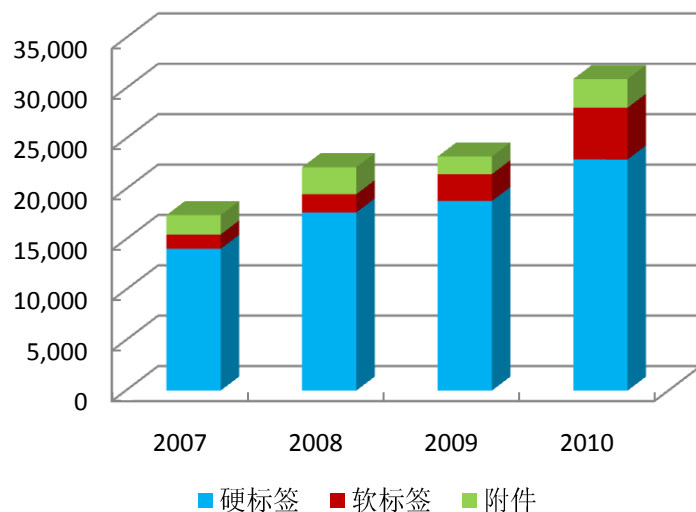
声磁软标签方面，先讯美资以 90% 左右的市场占有率具有绝对全球市场优势。公司自 2007 年开始投资并自主生产声磁软标签，是国内极少数能生产该产品的企业之一，因此该产品毛利率一直保持在较高水平。而我们认为，未来国内产品的成本优势在长期仍会存在，基于成本优势仍会长期存在，加之，声磁软标签的高进入壁垒，我们认为公司的声磁软标签产品的高水平毛利率可望较长期能够保持。所以，公司产能大规模扩张带来规模效应以及技术优势领先的情况下，公司的毛利率水准在未来仍将保持较高水准或略有进一步的提升。

图 3 公司各类产品毛利率稳步上升



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 4 软标签产品占公司收入比重逐步上升（单位：万元）



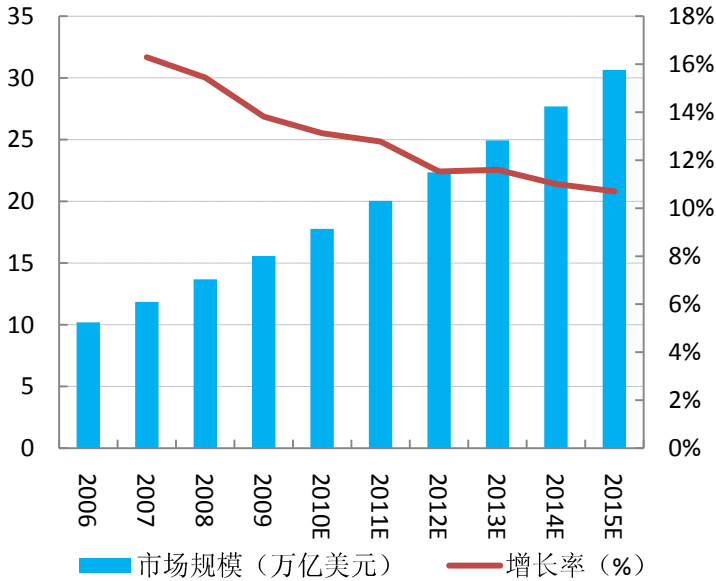
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

2. 海外下游需求仍旺，国内市场空间或更广阔

2.1. 全球零售业规模稳定增长，国内增速远快于国际

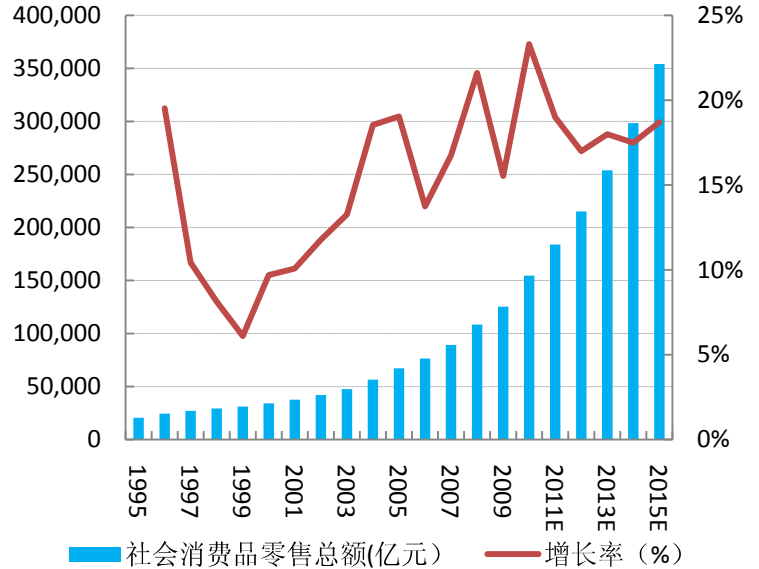
作为商品零售的上游行业，EAS 需求直接受到商品零售业景气的影响。随着全球经济的快速复苏和生活水平的日益提升，带动了商品零售行业的迅速发展，根据汉鼎和我们自己的估计，未来全球社会销售零售规模仍将维持在 10% 左右的增速。其中，发展中国家的增速将呈更快的速度增长，而中国社会消费零售总额增速在未来五年则将超过全球增速 50% 以上，年均增速达到 17% 左右。

图5 全球社会零售总额保持稳步增长



资料来源：汉鼎咨询，华宝证券研究所

图6 中国社会零售总额增速高于全球增速



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究所

作为内地最先开始市场化、最先实现市场化的产业，中国零售业在世界市场中的地位不断上升，其零售额占世界零售市场的份额已由2000年的5.1%增至2007年的9.9%，未来数年仍有望持续提升占比。2008年虽然受金融危机冲击，国内大型零售企业销售和利润增长速度相比2007年呈现出下滑，但2009年的表现却让全球侧目，当年实现社会消费品零售总额125342.7亿元，比2008年增长15.5%，并呈现出上半年增长平稳，下半年逐季走高的态势。

2009年中国本土零售企业通过采取加快了完善供应链、建设物流配送中心、优化人力资源、合理降低损耗等措施来度过金融风暴，更加完善的改进零售体系将有助于国内零售业在经济步入正规后推动零售市场进一步增长。随着中国经济形势的好转，一些有实力的零售企业开始重启快速扩张的步伐。而外资零售商则将中国市场作为避风港，其2009年的扩张速度更加迅速，全年社会零售额达到12.53亿元，而2010年达到15.46亿元。我们认为，金融危机期间内地及海外零售企业对于内地市场投入的增加、完善及优化将为未来中国零售企业稳步增长铺垫了更加平稳的路基。

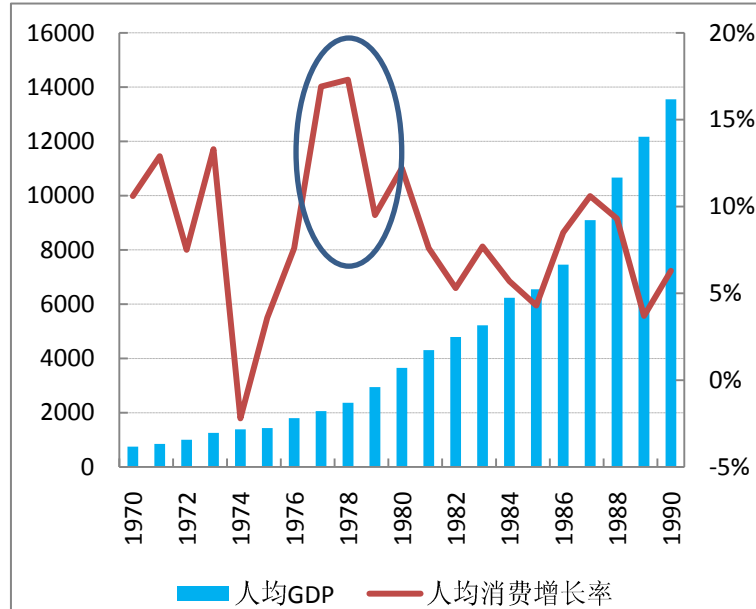
2.2.消费升级+城镇化驱动，未来国内零售业高增长可期

相对于国际消费市场，我们更看好国内消费增长的速度和潜力，而消费升级、城镇化建设的推动是未来推动国内零售业持续高速增长的两个重要因素。

人均GDP突破4000美元，消费面临增长拐点。根据香港、台湾、韩国等新兴国家的发展经验来看，在人均GDP超过2000美元之后，会出现消费增长动力；在人均GDP超过4000

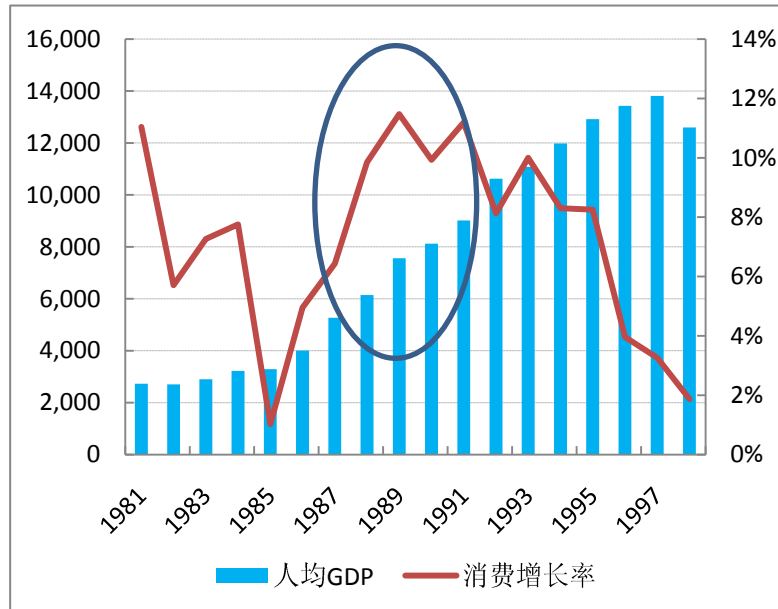
美元之后，个人消费支出的动力会进一步加大，进而可为商品零售额的增长提供了强有力的支撑。例如，香港在 1977-1981 年间，人均 GDP 从 2000 美元上升至 4000 美元过程中，个人人均消费支出增长达到 23%。而台湾在 1986 年人均 GDP 达到 4000 美元时，消费开支大幅度上升，至 1989 年都保持了 13.6% 的年均增长率。

图 7 香港人均消费支出在人均 GDP 超过 4000 美元后高速增长



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究所

图 8 台湾人均消费支出在人均 GDP 超过 4000 美元后呈超速增长



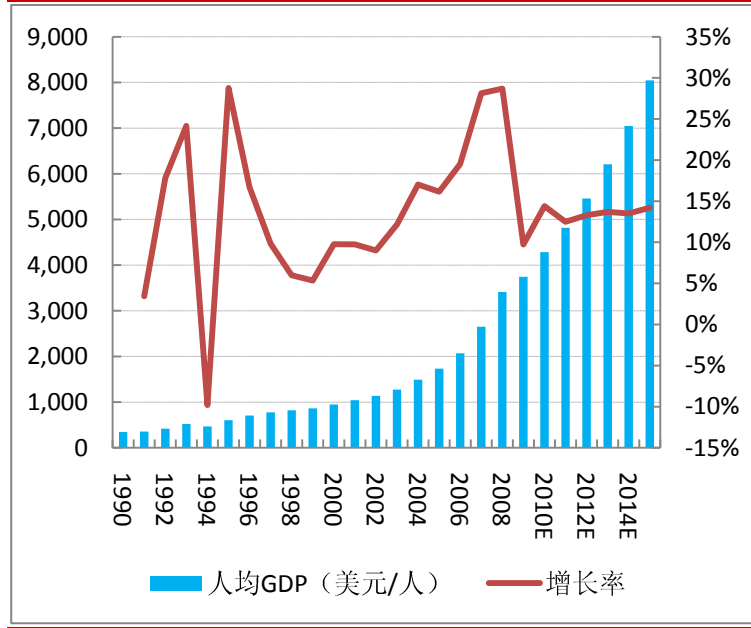
资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究所

从我国情况来看，2006 年人均 GDP 成功突破了 2000 美元，此次我国消费升级开始了高速增长，2010 年已达到 4283 美元，预计 2012 年可突破 5000 美元。人均 GDP 的高速增长可拉动人均可支配收入的持续提升，这均可为我国的商品零售行业带入一个持续发展的时代。

城镇化建设进一步推进零售消费总量。农民身份转变为城镇人口后，主要变化之一就是消费能力的提高及生活习惯的改善，因此，城镇化也被认为是拉动消费增长的重要引擎。当前我国城乡居民支出差异较大，2009 年我国城市和乡村人口的人均支出分别为 13471 元和 4382 元。按照我国城镇化率每提高一个百分点，城镇人口将增加 1300 万人计算，可增加消费性支出 1182 亿元。

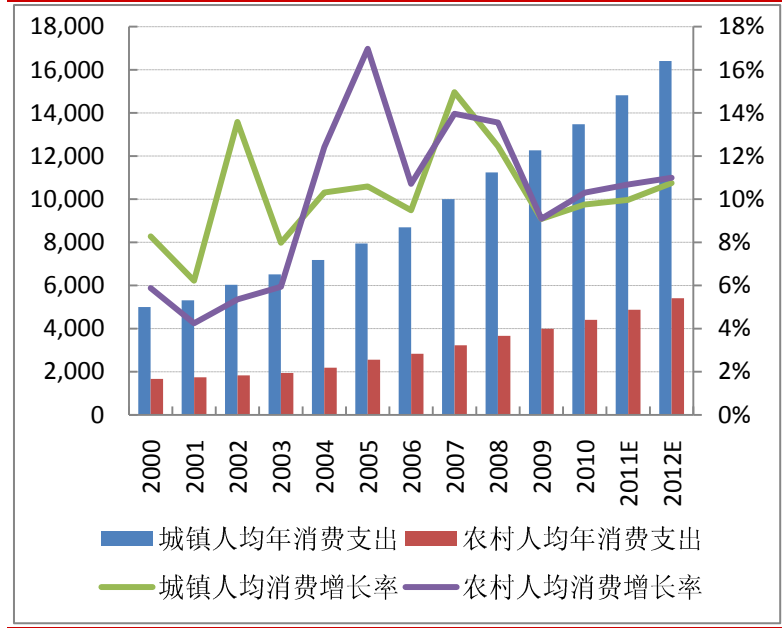
经过多年的稳步发展，1996 年我国城镇化率已达到 30%，进入城市化高速发展的阶段，2009 年已达 47%，但相比美国的 81.4% 和日本的 66.32% 相比仍存在较大的差距，因此我国城镇化提升空间仍大，这对全国销售零售规模的上升起到有效的推动作用。

图9 中国人均GDP在2010年成功突破4000美元/人



资料来源: 汉鼎咨询, 华宝证券研究所

图10 中国人均消费支出保持了高速增长



资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究所

2011年, 中国已处在走出全球金融危机、步入增长向好的新时期。2011年中国经济仍然保持较快的增长速度, 零售业持续向好。同时, 中国的新能源产业、3G产业、农村家电等将带动我国新一轮经济增长, 催进消费的持续升级。此外, 国家鼓励消费升级, 扩大内需的政策也刺激了零售业的发展。预计未来5年内, 国内零售行业将能保持17%—20%的增速, 而全球零售行业的平均增速约为10%左右。因此我们认为, 未来5—10年, 在内需拉动下, 国内零售市场必将面临着新的高速增长, 从而带动了EAS市场的扩张。

目前公司海外出口占据了公司收入的绝大部分, 2007-2009年占比分别为77.65%, 76.28%和85.52%, 而若扣除转销部分, 则公司的营收基本源于海外。因此我们判断, 随着零售商可以看公司的国内业务存在着巨大的业务空间。在消费升级等因素的驱动下, 国内零售业增速将明显高于海外市场, 进而也为公司增长提供更广阔的新天地。

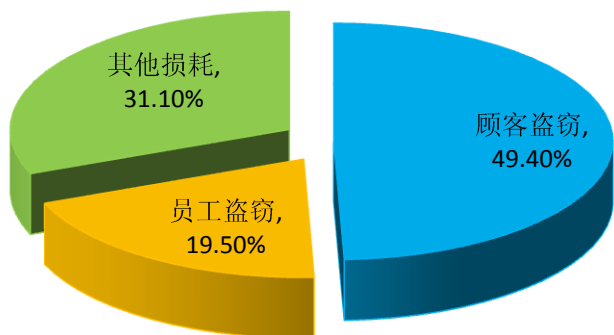
2.3. 国内失窃随零售业规模增长, 内地防损增长空间大

根据2010年《全球零售盗窃晴雨表》, 2009年7月—2010年6月期间, 亚太地区平均损耗率为1.16%, 其中印度的损耗率最高, 占至零售总额的2.72%; 损耗率最低的地区为台湾的0.87%和香港的0.91%。中国内地零售企业由盗窃、行政失误等造成的商品损耗总额达10.7亿美元(约为72亿元), 占零售企业销售总额的1.04%。

其中, 顾客盗窃是大部分国家和地区零售货品损耗的主因, 其次是员工盗窃。中国内地零售商的损耗49.4%源自顾客盗窃, 年牵涉金额高达人民币5.28亿美元, 即36亿元; 员工

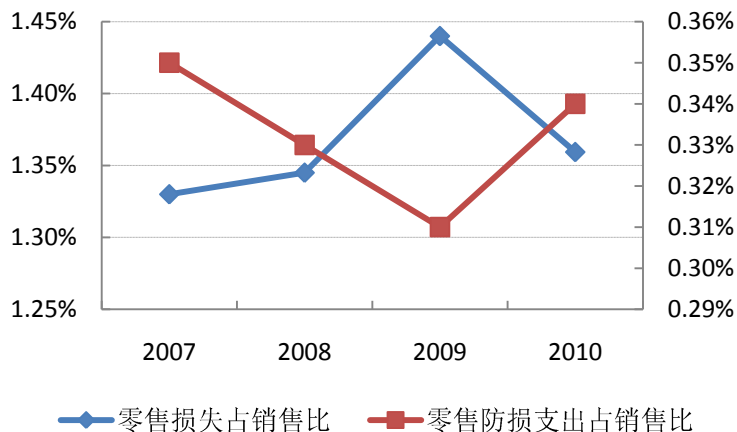
盗窃的比例达 19.5%，涉及金额为 2.08 亿美元，即 14 亿元。两者合计总额高达人民币 50 亿元。其他的损耗包括供应商/厂商欺诈以及内部错误引致的损失。

图 11 顾客盗窃占据了零售损耗近一半比例



资料来源：英国诺丁汉零售研究中心，华宝证券研究所

图 12 全球零售损失占销售比随防损支出占销售比呈明显负相关



资料来源：英国诺丁汉零售研究中心，华宝证券研究所

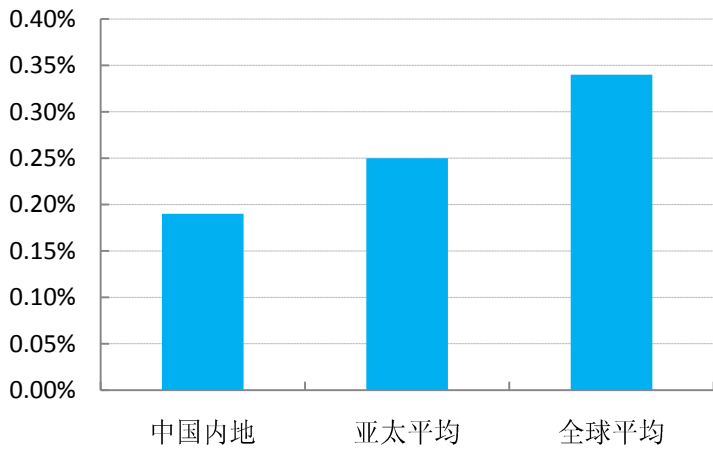
英国诺丁汉零售研究中心调查结果表明：全球防损及保安支出的增长，与全球盗窃比率下降 5.6% 的显著跌幅之间的相关性，体现了不断创新及改进防损方案的重要性。很多国内的零售商都意识到这个关键之处，并迅速展开部署投放更多资源，为高失窃的商品提供更完善保护，例如为商品挂上防盗标签和员工培训等，但很多热门失窃的商品仍需受到更加妥善的保护。更多的零售商表示，为更有效减少损耗，在制订防损新政前会首先探究失窃主因，再参照原因采取更长远和针对性的政策，特别是增加防损系统的投入。

从中国内地零售商的防损支出水平来看，2010 年约为人民币 13 亿元，占销售总额的 0.19%，虽然较去年同期的 0.18% 略微增加，处于亚太区的平均水平，但仍远低于全球平均值 0.34%。这样看来，我国防损市场至少存在着一倍的渗透空间。

2.4. 公司产品创新快，有效满足多种防损需求

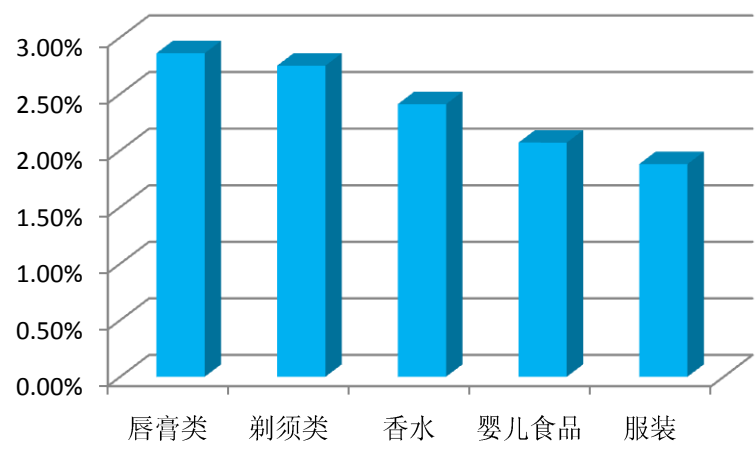
据 2010 年的调查报告，亚太区内损耗率最高的零售类别为成衣/服装及时装/配饰（1.72%），其次是化妆品/香水/美容产品/药品（1.70%）。

图 13 中国内地零售商的防损支出低于全球平均值



资料来源：英国诺丁汉零售研究中心，华宝证券研究所

图 14 2010 年内地零售商各类产品损耗比例



资料来源：英国诺丁汉零售研究中心，华宝证券研究所

针对市场不同商品的防损需求，除致力生产普通商品的常规通用防盗标签之外，公司还根据客户个性化需求，开发个性化的防盗标签。例如，公司开发的智能油墨喷射硬标签装有油墨喷射装置，当小偷试图拆除这种标签时油墨便会喷出，沾染商品和窃贼的身体，具有很好的阻吓作用且可重复使用，专门用于高档服装、眼镜、首饰、领带、化妆品等贵重商品。而对于被盗严重的婴儿食品，此前无较好解决方案，公司开发了袋装奶粉防盗夹、听装奶粉防盗帽等产品则有效解决了听装奶粉铁丝绑带容易损坏等关键问题，得到客户的高度认同，也使公司产品始终引领市场发展方向。

我们认为，包括化妆品、婴儿食品等在内的高损耗类产品价值普遍价高，商家防损投入得到的回报效果更加明显，因此未来的防损需求会呈现更快的上升态势。凭借强大创新能力和高技术水准的公司已经走在了市场前列，占据了行业的宝贵高地。持续的针对性产品除了有效满足了防盗市场细分市场较大类产品的需求外，也为公司推广新产品以及拓展新方向提供了强大的基础，更重要的是为公司成为一个专业的防损方案供应商打下了坚实的基础和难得的品牌效应。

3. 软硬标签双发力，产能扩张成就公司持续增长基石

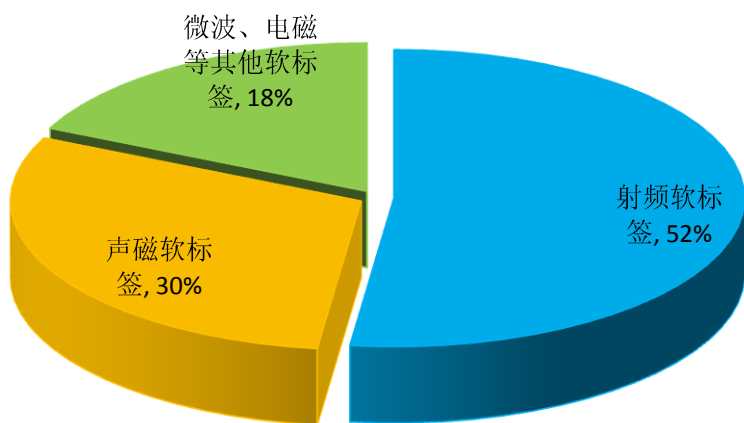
3.1. 射频软标签技术是主流

在软标签领域看，2008 年全球市场规模约为 230 亿只，其中射频软标签约为 120 亿只，占据了全球软标签的半壁江山，声磁软标签为 72 亿只，占据了全球软标签市场总量的 30%，包括微波、电磁等其他类的软标签约占了全球软标签市场总量的 18%。其中射频软标签已

经成为 EAS 领域的主流发展方向,在射频软标签领域具有记忆、储存、识别等功能的 RFID 软标签具有更加广阔的应用前景。

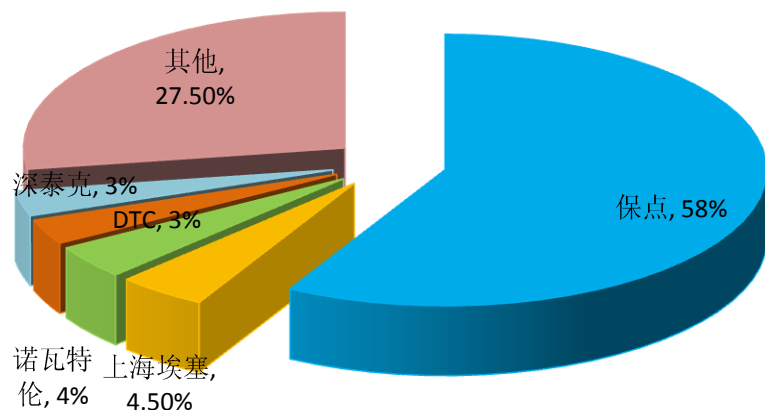
作为公认的最具发展前途的信息技术之一——RFID 技术,不仅可提升效率,还可有效降低成本,目前已经被广泛应用于制造、物流和信息服务等行业。虽然当前 RFID 技术在零售业防盗报警领域的应用才刚刚起步,包括公司在内的国内外厂商都在进行尝试和推广。但我们认为,从长远来看,随着标准体系逐步完善,及大规模生产后成本的降低,RFID 与 EAS 系统融合是 EAS 行业的大势所趋。例如零售业巨头沃尔玛称,借助 RFID 技术公司商品缺货的情况减少了 16%,年销售量因此明显增加,RFID 标签货品的补货速度是未使用该标签货品的 3 倍,目前沃尔玛已有超过 500 家门店采用了 RFID 技术。

图 15 2008 年各类软标签占比



资料来源:鼎汉咨询,华宝证券研究所

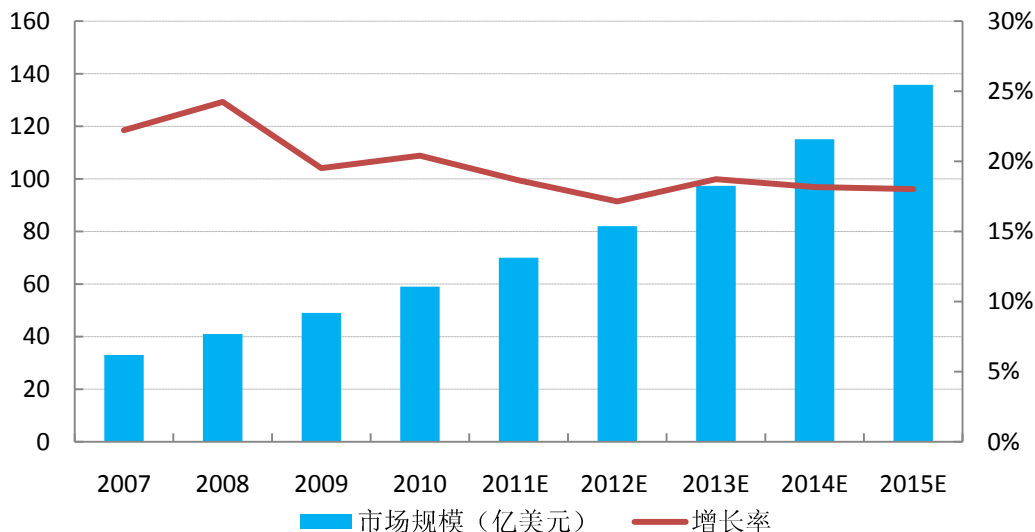
图 16 2008 年 EAS 行业射频软标签主流企业市场份额



资料来源:鼎汉咨询,华宝证券研究所

市场调研公司 Allied Business World 的报告显示,中国未来 3-5 年,仅在商品流通领域,RFID 年需求量至少为 30 亿只。据水木清华研究中心预测,中国 RFID 标签总需求量在 2010 年为 55 亿只,2011 年将达到 62 亿只。市场研究公司 ABI Research 研报称,2012 年全球 RFID 市场的销售收入将达到 82 亿美元,RFID 市场从 2010 年至 2015 年的复合年增长率将达到 15%左右。

图 17 未来 5 年全球射频软标签市场将保持 18%左右的增长



资料来源：ABI Research，华宝证券研究所

3.2.把握行业大趋势，募投项目解决产能瓶颈

2008 年下半年公司射频软标签开始投产，当年产量为 1,000 万只，占全球射频软标签市场的 0.1%；2009 年射频软标签产量约 1.6 亿只，其全球市场占有率达 1.2%左右。

鉴于 RFID 软标签的广阔的市场前景，2009 年，公司通过公开发行上市发力 RFID 软标签及 RFID 应答器项目，预计投产（即 2010 年-2011 年）可生产 RFID 软标签 3.6 亿只和 9.6 亿只，2012 达产后产量可达 12 亿只，2011—2012 年公司的产能增长率分别为 51.72%和 16.67%，在公司产品技术研发、品牌、管理能力、营销手段和客户资源均领先于竞争对手的情况下，高于行业需求平均增速的产能增长率将带来公司在 EAS 软标签市场份额的有力提升。另外，我们认为产能瓶颈的突破除了带动公司软标签出货量激增外，还可有效降低生产成本，进而提升公司的获利能力，因而今年将成为公司业绩爆发式增长的元年。

表 2 公司射频软标签募投项目产能分析

项目	2010	2011E	2012E
项目新增产能 (万只)	36000	96000	120000
达到产能	56000	116000	140000
产能增长率	64.29%	51.72%	16.67%

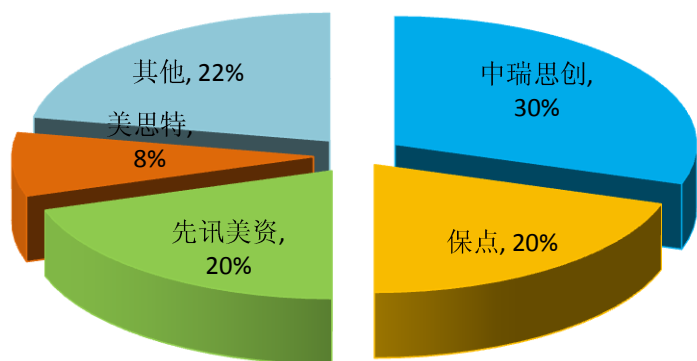
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

3.3.借力硬标渠道，软标产品有望进一步腾飞

硬标签仍有增长潜力。从产品结构来看，硬标签是自公司成立以来的主导产品，现今应用已经相当成熟，且公司在硬标签市场中占据了较大的市场份额和优势。2008 年公司硬标签产量超过 2 亿只，市场占有率为 30%。而硬标签产品目前也构成了公司收入的绝大部分，

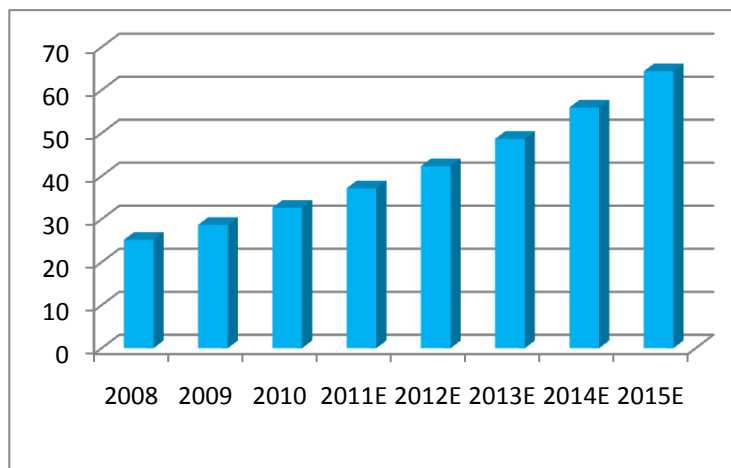
2008年80%，2009年为81%，2010年约为75%。预计未来3-5年，在消费行业的持续增长刺激下，硬标签每年仍可保持15%以上的增速，到2012年全球硬标签的市场规模将超过12.2亿只，折合市场价值42.3亿元。

图 18 公司在硬标签市场市占率第一



资料来源：鼎汉咨询，华宝证券研究所

图 19 未来 3-5 年内硬标签仍可保持 15% 以上的增长



资料来源：鼎汉咨询，华宝证券研究所

通过 2010 年硬标签募投项目带来的产能扩张，公司 2010 年年报显示新增产能有望提前至 2011 年完成，因此硬标签依然有望持续增长，这将进一步巩固公司在硬标签市场中的领军地位。

表 3 公司硬标签募投项目产能分析

项目	2010	2011E	2012E
项目产能（万只）	4500	12000	15000
达到产能	29500	37000	40000
产能增长率	15.25%	25.42%	8.11%

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

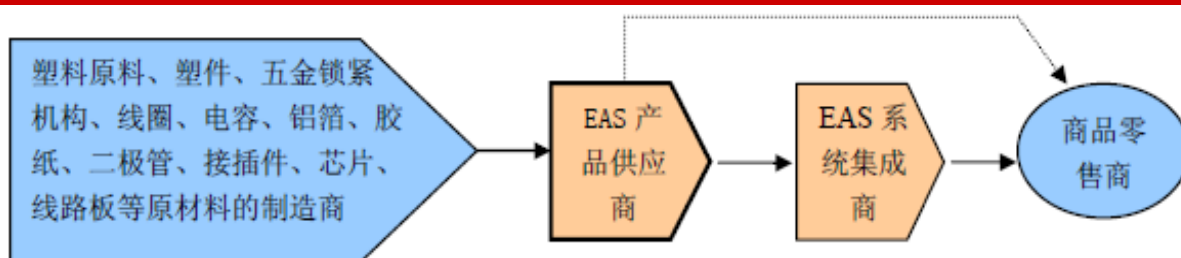
借助硬标签的前期经验，软标签有望加速增长。在销售硬标签过程中，公司拥有了全球客户资源，已与全球 220 多家 EAS 系统集成商和经销商建立了紧密的合作关系，充足的客户资源显示了公司强大的实力，进而为公司提高 EAS 产品市场份额起到了有力作用。另外，在与国际 EAS 系统集成商的合作过程中，公司能够汲取最新的国际生产经营理念，把握新的行业动态和技术走向，为进一步软标签的加速增长创造了有利条件。

4. 转型为系统集成商成为防损领袖是长期价值的核心

4.1. 成本优势或是转型的关键切入点

“购买者不消费、消费者不购买”是 EAS 行业的重要特性，商品零售商一般不直接向 EAS 产品生产厂商采购，而是由 EAS 系统集成商采购后提供系统解决方案之后向商品零售商提供 EAS 解决方案。在欧美日等发达国家，先讯美资、保点等少数国际 EAS 系统集成商控制了主要的 EAS 销售渠道，为沃尔玛、麦德龙、家乐福等大型跨国连锁超市提供 EAS 系统解决方案。从国内及其他新兴市场来看，EAS 销售渠道格局呈现多元化：大型综合超市（例如麦德龙、家乐福、沃尔玛等外资超市）被少数国际 EAS 系统集成商垄断；中小超市的 EAS 系统需求由于其对价格较为敏感，所以从大型工厂到家庭作坊式等市场参与者众多且其资质差异较大导致产品性能和质量参差不齐，市场处于无序竞争状态。

图 20 公司目前在产业链中所处的位置和转型的途径



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

由于渠道的垄断，先讯美资、保点等国际 EAS 系统集成商凭借垄断优势攫取了丰厚的利润，其回报远高于单纯作为 EAS 标签及配套设备等产品的生产企业。我们认为公司成功的向系统集成商转型是公司长期价值提升的核心。在 EAS 产品销售渠道被保点、先讯美资等国际系统集成商垄断，进而控制了 EAS 产品的价格的情况下，如果公司能主动出击，延长产业链，成功向 EAS 产品系统集成商转型，将使公司站在一个新高度，攫取 EAS 产业链最丰厚的利润。

垄断了销售渠道，也意味着国际 EAS 系统集成商控制了产品的价格，而使得他们销售往零售商（如沃尔玛、麦德龙等）的价格远高于公司提供的价格。而且，国际零售商往往采用防盗产品由总部统一采购，再由总部集中发往各国各地区的直营店的供应模式，更加大了公司采购防盗产品的成本。拥有丰富的产品及成套的配件系列产品，公司目前已经具备提供系统解决方案。其中尤其重要的是公司提供的系统解决方案的价格可以做到远低于国际系统集成商，并同时保持相对于产品提供商跟高的利润率。因此具备同样防盗功能的 EAS 系统解决方案却更加优质低廉成本优势对于国内外零售厂商均具有极大的诱惑力，这将必然成为公司未来转型的长期优势所在，所以成本优势或是转型过程中的关键切入点。

4.2.国际收购迈出系统集成商转型第一步，空间或打开

虽然目前公司主要依靠自主研发能力为国际知名系统集成商供应 EAS 产品，并多以 ODM（自主开发，自主生产，贴牌销售）形式组织研发、生产和销售。但经过多年的发展，公司在客户资源、技术、研发能力方面积累了丰富的经验，并且随着公司规模的扩张其知名度有望进一步提升。这为公司迈向系统集成商转型奠定了坚实的产品和技术基础。

国际收购所带来的知名度的提升也为公司向 EAS 系统集成商转型提供强力支撑。公司于 2011 年 1 月收购 The big Space Ltd 公司（TBS），TBS 公司直接向零售商提供客户体验系统，虽然目前仅为服装行业提供集成服务，但其长期发展将扩散到其他领域，并未公司最终成为 EAS 系统供应商提供宝贵的经验。这次国际并购不仅有利于整合并拓展公司的 RFID 标签业务，推进的 RFID 软标签产品的推广和销售。最重要的是公司迈出了国际并购的第一步，除了积累国际并购经验外，其技术、客户资源、渠道和品牌优势将有助于延长公司产业链的目标和规划，为向 EAS 系统集成商战略转型打下坚实的基础。

4.3.国内零售巨头或为突破口，为防损模式转型提供好时机

目前来看，国内的零售连锁超市（如北京华联、上海联华、华润万家等）对防盗标签的需求与国际零售巨头在目的上存在较大区别。国际零售厂商由于货架更为开放、厂商几乎没有员工监视顾客行为，加之强烈的人权意识而不能对顾客进行检查，因而对于防盗产品的需求直接出于防盗止损的目的，因此对产品的要求从灵敏性到稳定性都十分高，所以其 EAS 产品需求量大且集中在高端。而本土连锁零售企业采购标签更多是出于威慑目的，一般倾向于采购一些低端小厂商生产的一些低价劣质笨重的防盗产品，灵敏性和稳定性都较差。然而，中国的经济转型已倒逼国内大型连锁超市逐步转变防损方式，依靠人工监视顾客和搜身防盗将受到用工荒和国人人权观念日益增强的挑战，所以本土零售商防损模式与国际接轨将是大势所趋。国内零售巨头防损模式的向国际方式转型很可能是公司转型的突破口，而防损模式一旦成为零售业的潮流，则为作为国内 EAS 产品领军企业公司将迎来发展良机。

经过调研我们也已经发现公司对于向系统集成商转型的长远目标已在 2010 年进入实质性的准备阶段。2010 年公司已经成立了产品内销部，扩大销售服务人员的规模，且加大了人力培训计划，进一步建立完善培养了新体系，在人员配备上为系统服务做准备。另外，公司除了参与国际展销会外，还更加重视国内展销会的参与，并积极举办一些产品推介宣传，邀国内大中型规模的零售商参观体验，以进一步提升知名度和认可度。2010 年已有国内零售连锁商主动要求安装公司的防盗产品系统，我们认为，这标志着国内厂商已经在防损模式向国际转型的萌芽。这为公司向 EAS 产品供应商转型开创了良好开端并创造了巨大的发

展机遇，而一旦这种防损模式在国内形成趋势则公司的转型将呈现加速发展的态势，使公司最终成为国内杰出的 EAS 系统方案供应商。

5.盈利预测与估值

5.1.重要假设

1) 销量方面，在下游市场需求拉动的情况下，公司产能将得到更加充分的利用。在公司募投项目按期投产（2011 年）、达产（2012 年以后）的情况下，未来 3 年内硬标签的销量分别为 3.5 亿只，4.2 亿只和 5.0 亿只，射频软标签销量分别为 8.8 亿只、12.5 亿只和 15.5 亿只；声磁软标签产品 2011 年产能可在订单充裕的情况下得到进一步的充分利用，2012 年后有望扩张产能；2011-2013 年间 EAS 产品附件占总销售收入比例保持在 10%-12% 的水平。公司具体各类产品的销量假设请参见表 4。

表 4 分类产品销量假设

销售量（亿只）	2011	2012	2013
硬标签	3.5	4.2	5.0
软标签	10.12	14.21	18.5
射频软标签	8.8	12.5	15.8
声磁软标签	1.32	1.71	2.7

资料来源：华宝证券研究所

2) 毛利率方面，硬标签毛利率会由于产能扩张，使得成本下降快于销售价格下降而呈现上升态势；射频软标签毛利率会因生产规模的扩大而实现较大幅度的提升；而声磁软标签毛利率则由于公司的技术优势和成本优势仍保持较高水平。公司各产品的毛利率假设请参见表 5。

表 5 分类产品毛利率假设

	2011	2012	2013
硬标签	44.89%	45.01%	44.96%
软标签	39.44%	40.26%	41.58%
射频软标签	35.40%	37.20%	38.50%
声磁软标签	55.30%	55.12%	56.21%
附件	45.70%	44.38%	45.23%
综合毛利率	43.63%	43.82%	44.25%

资料来源：华宝证券研究所

3) 公司的管理费用、营业费用保持在近三年的平均水平，由于公司的募投资金大幅度超计划，同时公司将持续产生进现金净流入，因此未来三年依然保持较宽裕的现金，故财务费用为负，值有小幅增加。

5.2. 财务预测

表 6 财务预测表 (单位: 百万元)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	310.45	442.23	599.22	779.71
营业成本	173.99	249.42	336.76	438.20
营业税金及附加	2.80	3.74	5.24	6.81
营业费用	7.80	10.31	14.82	19.02
管理费用	35.68	44.89	62.02	80.70
财务费用	-10.03	-12.96	-13.31	-13.54
资产减值损失	0.71	1.35	2.19	2.34
公允价值变动收益	0.00	-0.51	-0.17	-0.22
投资净收益	0.00	0.14	0.05	0.06
营业利润	99.50	145.11	191.39	246.02
营业外收入	3.58	3.27	4.58	3.81
营业外支出	0.58	0.27	0.36	0.40
利润总额	102.51	148.11	195.61	249.43
所得税	17.25	24.44	29.34	37.41
净利润	85.26	123.67	166.27	212.02
少数股东损益	0.40	2.86	2.43	3.00
归属母公司净利润	84.86	120.82	163.84	209.02
EBITDA	76.17	123.19	171.99	231.15
摊薄 EPS (元)	1.27	1.80	2.45	3.12

资料来源: 港澳资讯, 华宝证券研究所

根据我们的核心假定, 我们预测公司 2011-2013 年可实现收入分别为 4.42 亿元、5.99 亿元和 7.79 亿元, 分别较前一年增长了 42.45%、35.50%和 30.12%, 归属母公司净利润分别为 1.21 亿元、1.64 亿元和 2.09 亿元, 较上年分别增长 42.37%、35.61%和 27.58%, 摊薄 EPS 分别为 1.80 元、2.45 元和 3.12 元。

5.3. 估值比较与合理定价

我们选取了 11 家通信业企业与公司进行横向 PE 估值水准比较, 这些企业具有以下共性: 1、中等市值 (总市值在 50-80 亿元之间), 2、股本中等; 3.具有成长空间。具体情况请参见表 6。

根据公司 2011 年 3 月 15 日 93.35 元的收盘价, 公司 2011-2013 年的 PE 分别为 51.80 倍、38.10 倍和 29.92 倍。从横向 PE 估值比较来看, 公司的估值水准已经偏高。

表 7 可比公司估值 PE 横向比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013
300078.SZ	中瑞思创	93.35	1.80	2.45	3.12	51.86	38.10	29.92

300050.SZ	世纪鼎利	74.12	2.34	3.19	3.90	31.70	23.22	19.01
002313.SZ	日海通讯	55.28	1.51	2.12	2.93	36.71	26.08	18.90
002281.SZ	光迅科技	43.81	1.06	1.39	1.73	41.33	31.51	25.30
600487.SH	亨通光电	35.52	1.32	1.64	1.72	26.87	21.61	20.63
002089.SZ	新海宜	22.23	0.83	1.08	1.15	26.71	20.64	19.35
600198.SH	大唐电信	17.94	0.54	0.73	0.80	33.52	24.55	22.36
002093.SZ	国脉科技	16.89	0.43	0.61	0.69	39.40	27.64	24.53
002104.SZ	恒宝股份	15.69	0.37	0.52	0.57	42.43	30.38	27.31
600105.SH	永鼎股份	14.47	0.61	0.66	0.66	23.84	22.03	21.89
002194.SZ	武汉凡谷	14.26	0.66	0.94	1.05	21.50	15.21	13.57
600289.SH	亿阳信通	13.99	0.29	0.33	0.34	47.62	42.09	41.46
	平均值	35.10	0.98	1.30	1.55	35.30	26.97	23.99
	中值	22.23	0.83	1.08	1.15	35.30	26.08	22.36

资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究所

但是, 我们看好公司所处 EAS 行业的巨大市场空间和公司持续增长的前景, 而随着公司的销售渠道和技术优势的发挥, 公司有望在迈向系统集成商后的获利能力取得突破性的提升, 因此, 我们认为公司可享较高的溢价估值, 其合理价格在 98 元左右, 对应 2012 年 40 倍的 PE, 给予持有评级。

6. 风险分析

综合分析公司的业务, 我们认为, 公司的风险或来自于以下几个方面:

1. 下游需求下降的风险。公司目前是 EAS 产品提供商, 一方面其下游系统集成商因为某些不可知的原因采购转向导致需求不足; 另一方面, 连锁零售商的业务和经济的景气高度相关, 因此经济景气不足导致零售商减少 EAS 系统和产品的需求不足。这两方面都可能致公司收入和利润下滑。
2. 技术研发风险。在零售行业商品开架普及率提高以及销售业态多元化的情况下, 零售商对 EAS 提出了越来越多的要求, 这决定了 EAS 产品具有日益革新的特性。因此, 未来公司可能面临投入有限、不能及时判断迅速更新的 EAS 应用于技术或需求方向而陷入困难, 或者面临因市场判断不准确而使得研发技术偏离客户的实际需求的风险。
3. 核心技术泄密及技术人员流失的风险。作为国内率先实现自主开发的研发模式的 EAS 企业之一, 公司的关键竞争力主要在于其核心技术, 而核心技术不可避免的依赖于专业技术人才, 因此, 核心技术泄密或核心技术人员流失或对公司未来发展造成不利影响。
4. 汇率及原材料价格大幅度波动风险。公司出口业务主要以美元为结算货币, 因此人民币对美元汇率波动会对公司销售价格带来一定影响。而公司所需主要产品原材料线圈、塑料原料等由于其直接成分为铜、铝、钢材等材料, 这些原材料的价格会直接影响公司的生产

成本，进而影响公司盈利能力。因而汇率及原材料价格发生大幅波动或对公司收入及盈利水准产生不利影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1121.91	1204.36	1263.52	1811.07
现金	1038.19	1094.05	1112.54	1626.97
应收账款	42.34	65.79	85.09	107.91
其它应收款	4.02	2.73	8.31	5.98
预付账款	8.59	5.25	13.85	12.43
存货	18.71	33.19	39.25	51.81
其他	10.06	3.35	4.47	5.96
非流动资产	84.60	108.98	144.91	181.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	61.34	75.79	95.10	118.44
无形资产	16.29	23.91	32.42	41.68
其他	6.97	9.28	17.39	21.64
资产总计	1206.51	1313.34	1408.43	1992.82
流动负债	36.27	120.94	85.84	507.13
短期借款	0.00	3.33	1.11	347.17
应付账款	24.43	95.81	63.27	131.59
其他	11.84	21.79	21.45	28.38
非流动负债	1.51	0.50	0.67	0.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.51	0.50	0.67	0.89
负债合计	37.78	121.44	86.51	508.03
少数股东权益	0.98	3.84	6.27	9.26
归属母公司股东权益	1167.75	1188.06	1315.66	1475.52
负债和股东权益	1206.51	1313.34	1408.43	1992.82

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	34.06	171.91	89.00	253.23
净利润	85.26	123.67	166.27	212.02
折旧摊销	4.81	6.96	9.35	12.26
财务费用	-10.03	-12.96	-13.31	-13.54
投资损失	0.00	-0.14	-0.05	-0.06
营运资金变动	-47.39	54.74	-73.54	42.12
其它	1.41	-0.37	0.28	0.44
投资活动现金流	-11.12	-31.84	-45.36	-49.26
资本支出	-0.27	28.89	35.16	35.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-11.39	-2.95	-10.20	-13.40
筹资活动现金流	952.74	-84.21	-25.16	-35.24
短期借款	0.00	3.33	-2.22	0.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	952.74	-87.54	-22.94	-35.61
现金净增加额	975.68	55.86	18.49	168.74

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	310.45	442.23	599.22	779.71
营业成本	173.99	249.42	336.76	438.20
营业税金及附加	2.80	3.74	5.24	6.81
营业费用	7.80	10.31	14.82	19.02
管理费用	35.68	44.89	62.02	80.70
财务费用	-10.03	-12.96	-13.31	-13.54
资产减值损失	0.71	1.35	2.19	2.34
公允价值变动收益	0.00	-0.51	-0.17	-0.22
投资净收益	0.00	0.14	0.05	0.06
营业利润	99.50	145.11	191.39	246.02
营业外收入	3.58	3.27	4.58	3.81
营业外支出	0.58	0.27	0.36	0.40
利润总额	102.51	148.11	195.61	249.43
所得税	17.25	24.44	29.34	37.41
净利润	85.26	123.67	166.27	212.02
少数股东损益	0.40	2.86	2.43	3.00
归属母公司净利润	84.86	120.82	163.84	209.02
EBITDA	76.17	123.19	171.99	231.15
EPS (元)	1.27	1.80	2.45	3.12

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.53%	42.45%	35.50%	30.12%
营业利润	54.29%	45.84%	31.89%	28.55%
归属母公司净利润	42.00%	42.37%	35.61%	27.58%
获利能力				
毛利率	43.96%	43.62%	43.85%	44.20%
净利率	27.46%	27.97%	27.75%	27.19%
ROE	7.30%	10.38%	12.58%	14.28%
ROIC	5.08%	8.15%	10.50%	10.21%
偿债能力				
资产负债率	3.13%	9.25%	6.14%	25.49%
净负债比率	0.00%	2.74%	1.28%	68.34%
流动比率	30.93	9.96	14.72	3.57
速动比率	30.42	9.68	14.26	3.47
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.35	0.44	0.46
应收帐款周转率	8.12	8.18	7.94	8.08
应付帐款周转率	5.11	4.15	4.23	4.50
每股指标(元)				
每股收益	1.27	1.80	2.45	3.12
每股经营现金	0.51	2.57	1.33	3.78
每股净资产	17.43	17.73	19.64	22.02
估值比率				
P/E	73.50	51.82	38.10	29.92
P/B	5.35	5.26	4.75	4.24
EV/EBITDA	-0.88	39.84	28.43	20.44

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。