

证券研究报告—调研简报

信息技术

IT 硬件与设备

中瑞思创（300078）

推荐

2011 年 6 月 2 日

EAS 龙头，RFID 潜力巨大

证券分析师： 段迎晟 0755-82130761-1835 duanyingsheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120014

联系人： 高耀华 0755-82130771 gaoyhua@guosen.com.cn

事项：

近日对上市公司进行了调研，同公司的高管进行了沟通。

评论：

■ 公司在 EAS 行业龙头地位使公司有较强的整合能力

中瑞思创作为全球 EAS 防盗标签的龙头企业，我们估计公司的硬标签产销量在全球市场超过 50%，目前全球领先的零售防盗方案解决商 Checkpoint、Universal Surveillance 等都是公司的主要客户。硬标签的不断创新使公司产品的竞争力远超竞争对手，上市使公司的竞争力进一步提升，公司整合竞争对手能够使整个行业竞争程度下降，有利于公司毛利的提升。另外公司在产品制造领域的优势将有望使自身的业务逐步拓展到方案解决商，提高业务增值。

EAS 硬标签行业的需求不是问题，金融危机后国外的连锁超市和百货不断的开新店铺，行业内的并购也一直不断，使公司有良好的成长环境。

■ 公司的 EAS 行业龙头地位决定了 RFID 标签的成长潜力

公司在今年初收购 The Big Space 已初步跨入 RFID 解决方案商的领域，未来随着自己的产品增加，将逐步向下游渗透。凭借公司全球的客户优势、标签领域的行业地位以及国内物联网应用的研究，无论是全球 RFID 标签销售市场还是国内的物联网应用市场，行业爆发的时候公司都将有一席之地。

相对于 EAS 防盗标签十亿规模的市场，RFID 标签有数百亿的市场空间，公司进入新领域之后未来潜力可观。

■ 标签制造成本为王，公司一季报业绩同比下降只是短期因素

公司在 EAS 防盗标签领域的重要成功因素就是其成本控制能力和管理能力；经过我们的深入调研，发现公司在成本控制方面非常注重，很多细节方面都做的比较到位；这也解释了公司处在产品制造端、相当于为集成商代工的模式下，仍然能够保持超过 40% 的毛利率，而且在近几年原材料、人力成本不断上涨的情况下，公司的主要产品毛利率反而有所上升。公司的成本管理能力和对下游客户的议价能力使其保持盈利能力的重要因素。

公司去年上市之后，响应政府要求提了几次工资，最低工资从 1100 元涨到 1360 元，在上市费用增加的情况下，公司取消了去年的年终奖，直接结果就是春节之后许多工人没有返回公司，在公司产能扩张的情况下，人力跟不上设备扩张，所以一季度由人力导致的产能严重不足；一季度实际产能仅能满足意向订单 50% 多。

我们认为，公司的成本控制能力是其重要优势，也是未来在标签产品上的重要优势，一季度的短期用工荒只是暂时

因素；不会影响公司的全年业绩，更不会影响公司的长期竞争力。

■ EAS 防盗标签的产能扩张还在持续进行，今年有望赶上进度产生效益

公司去年上市之后，截止年底 2 个募投项目进度约为 20%-25%，而且没有产生效益。公司依靠固有业务开拓欧洲及新兴市场，营业收入和净利润分别同比增长 33.53% 和 42%。作为成熟产品，公司的业务进展比较成功。

公司的募投项目中，硬标签今年预计会进展较快，2 季度完成所有样机调试，年底达到自动化生产能力 1.5 亿只 EAS 硬标签。

由于公司传统的生产线都是半自动线，手工程度比较高，新的自动化生产线投产之后不仅较大规模增加产能，也在很大程度上缓解目前的用工短缺。公司的软标签去年实现了 92.57% 的同比增长，预计今年有望仍将实现接近翻倍的成长速度。

我们预计 EAS 硬标签 11-13 年销售收入分别为 2.73 亿元、3.27 亿元和 4.01 亿元，软标签收入分别为 0.89 亿元、1.17 亿元和 1.45 亿元。

■ RFID 标签预计从今年起开始贡献业绩，明年起实现较大增长，预计销售规模将远超预期

公司上市之初就订购了 2 台德国纽约的 RFID 标签设备，作为募投项目的 RFID 应答器生产及技术研发使用；根据市场需求情况以及公司的行业定位，我们预计公司未来销售规模将远超募投项目规模及预期。

公司募投项目增加 RFID 应答器 5000 万只，目前在 RFID 标签和项目应用上已经取得了科研成果，公司完全掌握了无源 RFID 天线的设计开发和制造工艺；同时，公司与杭州射频识别技术研发中心紧密合作，共同建设国际技术领先的针对 RFID 天线测试的综合测试平台，提供研发支持平台。

产业应用方面，公司于 2010 年设立思创理德，提升物联网项目咨询能力并拓展 RFID 标签应用；另外，公司积极参与无锡物联网研究院的研究，而杭州物联网研究中心的办公地点就设在公司厂区，预计未来国内物联网行业应用兴起的时候，公司有望深入参与并受益。

标签制造规模方面，我们预计前期采购的 2 台设备完全无法满足公司的发展需求，对照国内其他厂商和公司的行业地位，我们预计公司的比较合理的产能应该在每年 4 亿-6 亿张 RFID 标签。在我们的盈利预测中，假设公司 11-13 年 RFID 标签产量分别为 5000 万张、3 亿张和 6 亿张，分别贡献收入 3000 万、1.5 亿元和 2.4 亿元。

■ 预计公司超募资金将主要用于横向、纵向拓展，公司将有望在增强标签制造能力的同时向解决方案提供商转型

公司 10 年 4 月上市，募集金额 9.41 亿元，超募资金达 7.71 亿元，公司资金充分，超募资金超过目前自身经营发展需要，所以我们预计公司的超募资金将主要用于同行业公司及下游公司的收购。

2010 年 1 月，公司通过在瑞士成立子公司吸收合并 RFID 方案提供商 TBS (The big space)，进入 RFID 应用及方案集成商业务。

鉴于公司在 EAS 标签领域的龙头地位，我们预计公司可以通过收购 EAS 防盗标签领域的竞争对手进一步扩大市场份额和竞争优势，在市场份额进一步扩大的情况下，公司将在 EAS 标签方面有更多的议价能力，通过产品供应的优势进一步向下游收购方案解决商，公司可以在巩固产品优势的同时向解决方案提供商转型。

另外，由于 EAS 防盗标签和 RFID 标签在海外市场的客户方面存在较大重叠，主要的零售巨头沃尔玛、家乐福、麦德龙等都是潜在大客户，公司向方案集成商转型之后，2 种商品销售有望相互促进。

由于创业板推出之后，上市公司对外收购的时候收购价格都需要比较高的溢价，预计公司在收购价格谈判方面会有一定困难，这将决定公司未来收购和进一步拓展业务的进度。

■ **EAS 防盗标签成长稳健，RFID 标签潜力巨大，公司将受益于未来国内外物联网兴起，给予公司“推荐”评级**

公司在防盗标签领域市场优势明显，未来在 RFID 标签潜力巨大，由于公司已经具备一定技术积累、在产业应用方面也做了前期的研究，通过初步的收购已经跨入到 RFID 方案商领域，我们比较看好公司未来的成长前景。

预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.74 元、0.96 元和 1.2 元，对应当前股价（21.11 元），11-13 年市盈率分别为 28 倍、22 倍和 18 倍，经过前期的大幅调整，公司目前估值已经具备一定优势，我们给予公司“推荐”投资评级。

收入及经营模型
表 1: 主营业务预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1、硬标签					
收入(百万元)	187.80	229.46	<u>273.14</u>	<u>327.16</u>	<u>400.77</u>
--单价(元)			0.76	0.74	0.73
--销量(万只)			36000	44000	55000
--收入增长率	6.20%	22.18%	19.04%	19.78%	22.50%
毛利	80.38	98.51	114.72	137.41	168.32
成本	107.42	130.95	158.42	189.75	232.45
毛利率	42.80%	42.93%	<u>42.00%</u>	<u>42.00%</u>	<u>42.00%</u>
2、软标签					
收入(百万元)	27.65	51.32	<u>89.18</u>	<u>116.98</u>	<u>144.94</u>
--收入增长率%	55.59%	85.59%	73.76%	31.17%	23.91%
毛利	12.64	24.73	42.81	54.98	66.67
成本	15.01	26.60	46.37	62.00	78.27
毛利率	45.72%	48.18%	<u>48.00%</u>	<u>47.00%</u>	<u>46.00%</u>
2.1 射频软标签					
收入(百万元)			41.16	67.23	85.65
单价(元/只)			0.07	0.07	0.07
销量(万只)			60000	100000	130000
增长率			113.60%	63.33%	27.40%
2.2 声磁软标签					
收入(百万元)			48.02	53.78	59.30
单价(元/只)			0.14	0.13	0.13
销量(万只)			35000	40000	45000
增长率			49.82%	12.00%	10.25%
3、防盗标签附件					
收入(百万元)	17.51	28.50	<u>37.05</u>	<u>48.16</u>	<u>62.61</u>
--收入增长率%	-34.77%	62.79%	30.00%	30.00%	30.00%
设备销售业务利润	7.71	12.38	15.93	20.71	26.92
设备销售业务成本	9.80	16.12	21.12	27.45	35.69
毛利率	44.03%	43.45%	<u>43.00%</u>	<u>43.00%</u>	<u>43.00%</u>
4、RFID 标签					
收入(百万元)			<u>30.00</u>	<u>150.00</u>	<u>240.00</u>
单价(元/只)			0.60	0.50	0.40
销量(万只)			5000	30000	60000
--收入增长率%				400.00%	60.00%
毛利			9.60	46.50	72.00
成本			20.40	103.50	168.00
毛利率			<u>32.00%</u>	<u>31.00%</u>	<u>30.00%</u>
公司经营情况总表					
主营业务总收入	232.96	309.28	<u>429.37</u>	<u>646.33</u>	<u>848.33</u>
--收入增长率%	5.20%	32.76%	38.83%	50.53%	31.25%
主营业务利润	100.73	135.62	183.06	261.49	333.92
主营业务总成本	132.23	173.66	246.31	384.84	514.40
营业成本/营业收入	56.76%	56.15%	57.37%	59.54%	60.64%
主营业务毛利率	43.24%	43.85%	<u>42.63%</u>	<u>40.46%</u>	<u>39.36%</u>

资料来源: 国信证券经济研究所预测

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1038	1000	1000	1100	营业收入	310	431	649	852
应收款项	46	61	91	117	营业成本	174	247	386	516
存货净额	19	27	42	56	营业税金及附加	3	4	6	8
其他流动资产	19	9	13	17	销售费用	8	11	16	21
流动资产合计	1122	1102	1150	1295	管理费用	36	50	74	94
固定资产	63	114	166	183	财务费用	(10)	(24)	(24)	(26)
无形资产及其他	16	16	17	17	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	6	6	6	6	资产减值及公允价值变	(1)	0	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1207	1238	1338	1501	营业利润	100	143	188	235
短期借款及交易性金融资产	0	50	7	0	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	24	37	57	77	利润总额	103	146	191	238
其他流动负债	12	17	26	34	所得税费用	17	22	29	36
流动负债合计	36	104	91	111	少数股东损益	0	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	85	124	161	202
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	2	2	2	2	现金流量表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E
负债合计	38	105	92	113	净利润	85	124	161	202
少数股东权益	1	1	1	2	资产减值准备	(1)	1	0	0
股东权益	1168	1132	1245	1386	折旧摊销	5	9	12	16
负债和股东权益总计	1207	1238	1338	1501	公允价值变动损失	1	0	3	3
					财务费用	(10)	(24)	(24)	(26)
关键财务与估值指标	2010E	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(52)	5	(18)	(16)
每股收益	1.27	0.74	0.96	1.20	其它	1	(1)	0	0
每股红利	0.00	0.95	0.29	0.36	经营活动现金流	39	137	158	204
每股净资产	17.43	6.76	7.43	8.28	资本开支	(3)	(61)	(67)	(36)
ROIC	12%	9%	12%	14%	其它投资现金流	0	(5)	0	0
ROE	7%	11%	13%	15%	投资活动现金流	(3)	(66)	(67)	(36)
毛利率	44%	43%	40%	39%	权益性融资	947	0	0	0
EBIT Margin	29%	28%	26%	25%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	30%	28%	27%	支付股利、利息	0	(159)	(48)	(60)
收入增长	34%	39%	51%	31%	其它融资现金流	(9)	50	(43)	(7)
净利润增长率	42%	46%	31%	25%	融资活动现金流	938	(109)	(91)	(68)
资产负债率	3%	9%	7%	8%	现金净变动	974	(38)	0	100
息率	0.0%	11.3	3.4%	4.3%	货币资金的期初余额	64	1038	1000	1000
P/E	16.7	28.6	21.9	17.5	货币资金的期末余额	1038	1000	1000	1100
P/B	1.2	3.1	2.8	2.6	企业自由现金流	25	53	69	143
	15.3	28.6	20.3	16.1	权益自由现金流	16	124	46	158

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。