

2010年11月15日

零售行业

齐心文具 (002301)

评级: 增持

消费品研究组

联系人: 消费品研究组

电话: 010-88086830-723

邮箱: yutj@rxzq.com.cn

6-12个月目标价: 18.45-20.58

最新股价: 19.22

#### 基本资料

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万)   | 186.79 |
| 流通股A股(百万) | 75.30  |
| 总市值(亿)    | 38.20  |
| 每股净资产(元)  | 5.08   |
| 资产负债率%    | 21.82  |

#### 齐心文具股价与上证综指对比:



#### 相关研究:

## 潜心渠道变革, 公司潜力巨大

### 【公司近况】

- 近期我们调研了齐心文具, 就前三季度经营情况, 行业空间、渠道改革和未来市场研判问题与公司管理层进行了沟通。

### 【日信观点】

- 国内文具行业中西部空间犹存, 海外已进入成熟期。国内文具产业市场空间巨大, 而行业集中度非常低, 属于典型的小产品大市场。近几年来, 行业年均增长率超过20%, 而北京、长三角、珠三角三个地区的办公用品总量占据全国销量的50%以上。我们认为, 从沿海地区产业转移以及城镇化进程加速的大方向观察, 中西部省市的中低端文具消费未来将迎来一个高峰期, 空间巨大(过程是逐步释放)。海外市场方面, 根据Intellinb咨询公司的数据, 全球文具市场保持着每年4%的增长, 消费市场集中在欧洲、美国和亚太地区。文具产业在欧美地区已经成熟, 而未来增长主要靠中国、印度和澳大利亚贡献, 因此海外市场潜力有限。
- 公司产品品类齐全, 部分产品产能尚显不足。公司产品线覆盖文件管理用品(文件夹、报告夹等)、桌面文具(订书机、票夹等)和办公设备(碎纸机、装订机等)1000余个产品, 基本覆盖了全系列办公用品, 方便大客户一站式采购。产能设计方面, 中端文管用品和桌面文具通过OEM/ODM的形式外包给深圳益而高等企业, 而高档文管用品与办公设备自主生产。公司自上市以来一直受产能瓶颈困扰, 上半年产能紧张, 公司则通过扩大外协加工实现收入增长12.9%。10月份开始公司租赁的场地建设的生产线将开始生产, 产能瓶颈得到缓解。目前公司的募投项目, 包括文件夹、商务碎纸机和商务装订机均要到2011年底才能全部投产, 而外协加工产能均已饱满。我们预计2011年底公司产能可以彻底释放, 2012年有望成为公司收入爆发增长的一年。
- 2010年是渠道变革之年。公司目前渠道分三类: 第一种是针对大客户直接供货, 对象是政府机关和大型企业; 第二种公司对文具店和大卖场供货; 第三种是公司将产品批发给经销商, 再由其卖给零售商或二级经销商。今年, 公司增加了产品品类供应, 针对渠道设置了新的业务员业绩考核指标, 取消了省级市级代理, 成立40多家分公司做各省市销售, 形成了各级城市拥有30000多家店的规模。渠道的变革使得公司的费用同比提升了70%, 大约4500多万元, 而收入仅增长了20%左

右。2011年公司渠道的变革会继续进行下去，主要方向依然是1. 通过设立分公司和找强势经销商开发直销的大客户 2. 渠道扁平化，减少流通环节，提高议价能力，从而在单个渠道上获取更多的利润。我们认为渠道的改革对于未来扩大收入的能力是必不可少的，也必须走在产能扩张前面，公司今年和明年对渠道的大力投入，有望在2012年结出丰硕的果实。

- **未来潜在空间巨大。**目前全球市场每年增长4%左右，国外市场潜力已经很小，因此我们认为公司会将精力投入到国内市场。现阶段，我国文具行业具备两个特点：第一，集中度非常低，即使是行业巨头也未拥有绝对的市场份额，未来或许出现收购兼并；第二，需求正双向发展，大企业事业单位集中采购和中小客户零散购买并存。这样的情况下，公司将通过二个路径来获取增长：1. 单个门店的齐心品牌销售占比提升。平均下来，目前和齐心合作的门店年销售额在120万元左右，而齐心文具销售的占比在10%，公司通过扩大品类、促销、严格考核等措施，目标将销售占比提升到20~30%左右，也就是年销售额能够提升大约36亿~72亿元，潜在的空间是2009年收入的5~10倍。2. 我们公司会通过寻找新的OEM合作伙伴、自建生产线或其他途径以扩大产品品类和产能，诸如老板桌、电话、计算机、饮水机等办公用品，向行业巨头史泰博看齐，更好的一站式服务于“大办公”领域。

## 【估值及投资建议】

- 我们认为由于今年资本开支较大，而新增产能尚未跟进，因此净利润下滑是大概率事件，如同公司公告的下滑30%~10%之间。2011年公司在渠道方面的开支依然不会减少，但是产能的瓶颈会逐步的解决，而今年新建设的渠道也慢慢发挥作用，收入和净利润有望企稳，而2012年一切准备就绪，公司将会迎来爆发的一年。我们预计2010年-2012年公司EPS为0.303元，0.34元和0.55元，对应市盈率为63.47倍，56.18倍和34.67倍。我们认为文具行业空间巨大，公司各方面均具备改善潜力，给予“增持”评级，一直作跟踪评估。

■ 齐心文具盈利预测表

| 单位: 万元      | 2009 年 | 2010 年  | 2011 年  | 2012 年  |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 718.38 | 883.61  | 1148.69 | 1585.20 |
| 增长率(%)      | 13.13% | 23.00%  | 30.00%  | 38.00%  |
| 归属母公司股东净利润  | 71.97  | 56.57   | 63.90   | 103.54  |
| 增长率(%)      | 22.32% | -21.40% | 12.96%  | 62.03%  |
| 每股收益(EPS)   | 0.385  | 0.303   | 0.342   | 0.554   |
| 销售毛利率       | 25.21% | 25.00%  | 26.00%  | 26.50%  |
| 销售净利率       | 10.65% | 6.81%   | 5.92%   | 6.95%   |
| 净资产收益率(ROE) | 7.56%  | 5.64%   | 6.03%   | 8.97%   |

资料来源: 日信证券研究部

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

