

齐心文具(002301)

公司研究/深度报告

增长态势已成，未来值得期待

深度研究报告/轻工制造行业

2011 年 11 月 21 日

报告摘要:

● 增长态势已成，未来值得期待

我们在之前的报告中提到，公司因之前将主要精力放在渠道建设上而导致期间费用大幅上升，同时募投项目并未顺利开展，导致 2010 年业绩表现不佳，而 2011 年以来公司通过通过租赁厂房以及外协生产等方式加强生产销售，打破了产能的限制，同时期间费用也受到一定的控制，公司业务也逐步开始恢复增长。从公司三季度报公布的数据可以看到，相较半年报数据更为充分的证明了这一结论，而年底公司募投项目的投产以及外协生产上的扩张，使得公司未来的业绩表现更值得期待。

● 发展空间充足，铸造中国“史泰博”

据不完全统计，中国文具市场规模超过千亿元，但国内文具市场仍处于竞争不充分的跑马圈地的时代，且如史泰博等海外巨头由于水都不服进入中国后发展均布顺利，而未来十年是中国文具市场大发展的时间，海外巨头的失利就为国内企业留下了充足的发展空间与时间。公司努力学习史泰博发展的先进经验，努力构造中国的“史泰博”超市，充足的时间和空间给予了公司巨大的发展机遇。公司以文件管理起家，目前已拥有 11 大类产品，1000 多个单品，未来进一步致力于扩张品类与单品数量。

● 股权激励完成为增长保驾护航

2011 年 3 月份，公司推出了限制性股权激励计划。日前公司已经完成了本次股权激励，进行了对核心人员为业绩增长做贡献的热情第一轮调动，为公司未来几年的业绩增长提供了保障。

● 盈利预测与投资建议

公司目前尚处于恢复增长期，新业务的开拓也尚需时间，维持业绩预测不变，预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 11.12 亿元、15.48 亿元、20.95 亿元，按照最新股本摊薄计算基本每股收益分别为 0.38 元、0.54 元、0.82 元，维持 16.6 元-18.2 元估值不变，维持“谨慎推荐”评级不变。

● 风险提示

产品品类增速不足；对外协生产的管理能力跟不上；

谨慎推荐

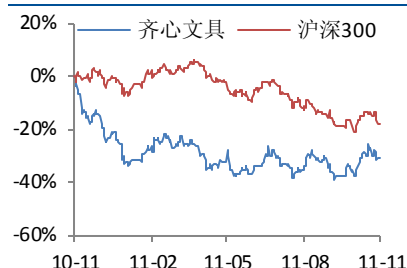
维持评级

合理估值：16.6—18.2 元

交易数据 (2011-11-18)

收盘价(元)	14.71
近 12 个月最高/最低	21.75/12.55
总股本(百万股)	191.69
流通股本(百万股)	75.30
流通股比例%	39.28%
总市值(亿元)	28.20
流通市值(亿元)	11.08

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王力

执业证书编号：S0100511010013

电话：(8610)85127680

Email: wangli@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	911	1112	1548	2095
增长率(%)	26.77%	22.06%	39.28%	35.29%
归属母公司股东净利润(百万元)	51	74	104	157
增长率(%)	-29.80%	46.05%	41.48%	50.04%
每股收益(元)	0.26	0.38	0.54	0.82
PE	55.81	38.21	27.01	18.00
PB	/	4.46	4.06	3.57

资料来源：民生证券研究所

相关研究

1.《齐心文具(002301)调研简报：基础已夯实，业绩逐步恢复增长》2011.8.17

2.《齐心文具(002301)深度研究报告：夯实基础，铸造中国“史泰博”》2011.8.25

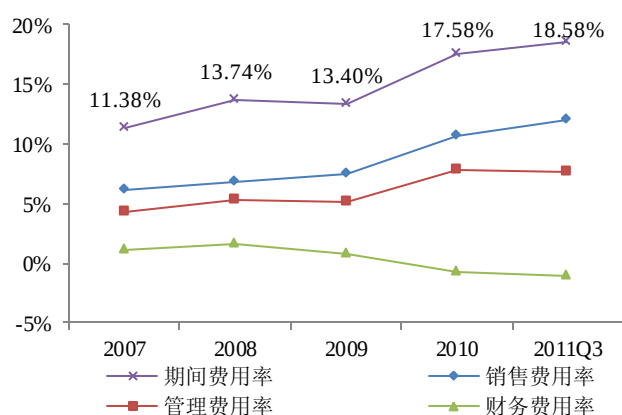
目录

一、增长态势已成，未来值得期待.....	3
二、发展空间充足，铸造中国“史泰博”	3
（一）行业集中度较低，行业龙头发展空间充足.....	3
（二）走“史泰博”之路，铸造中国集成供应商龙头.....	5
三、股权激励完成成为增长保驾护航.....	6
四、盈利预测	6
五、风险提示	6
插图目录	8

一、增长态势已成，未来值得期待

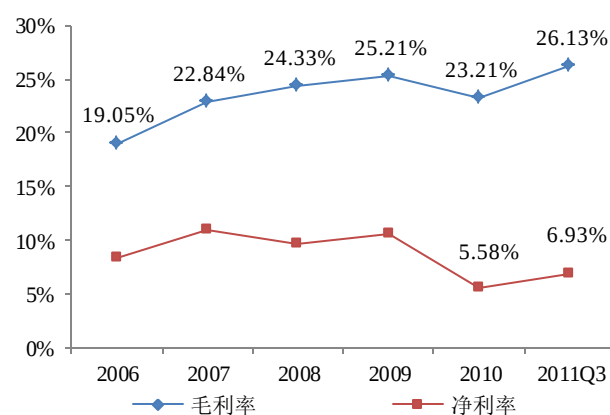
我们在之前的报告中提到，公司因之前将主要精力放在渠道建设上而导致期间费用大幅上升，同时募投项目并未顺利开展，导致 2010 年业绩表现不佳，而 2011 年以来公司通过租赁厂房以及外协生产等方式加强生产销售，打破了产能的限制，同时期间费用也受到一定的控制，公司业务也逐步开始恢复增长。从公司三季度报公布的数据可以看到，相较半年报数据更为充分的证明了这一结论，而年底公司募投项目的投产以及外协生产上的扩张，使得公司未来的业绩表现更值得期待。

图 1：齐心文具近年期间费用率情况



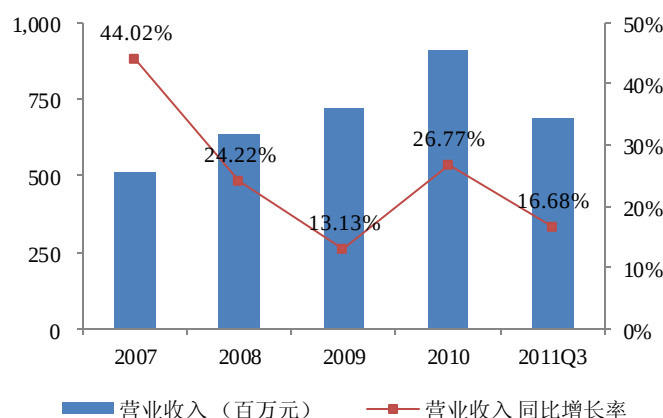
资料来源：公司资料、民生证券研究所

图 2：齐心文具近年毛利率与净利率情况



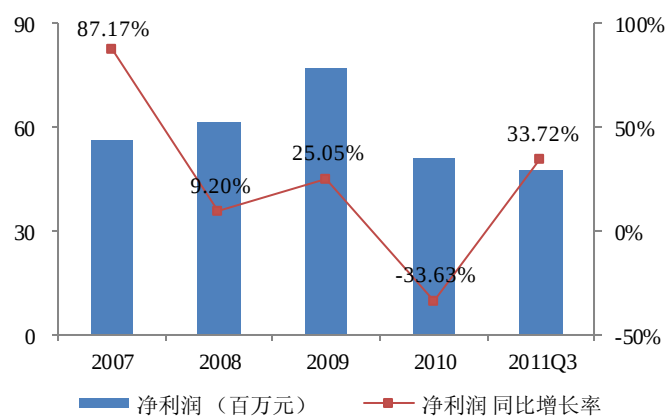
资料来源：公司资料、民生证券研究所

图 3：齐心文具近年营业收入情况



资料来源：公司资料、民生证券研究所

图 4：齐心文具近年净利润情况



资料来源：公司资料、民生证券研究所

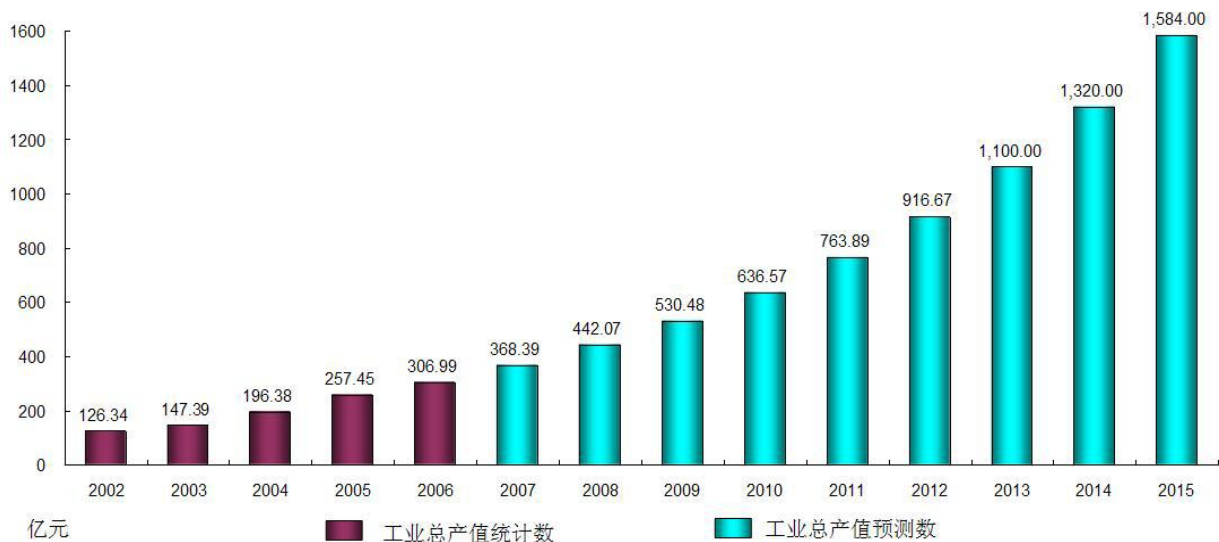
二、发展空间充足，铸造中国“史泰博”

（一）行业集中度较低，行业龙头发展空间充足

据不完全统计，中国文具市场规模超过千亿元。数据显示国内目前成规模的文体企业

为 8000 多家，超过 90% 的企业营业额较低，其中作为龙头企业的齐心文具市场占比不超过千分之五，可见行业的集中度极低，并未形成行业寡头，且市场竞争极不充分，仍处于各自为战、跑马圈地的阶段。

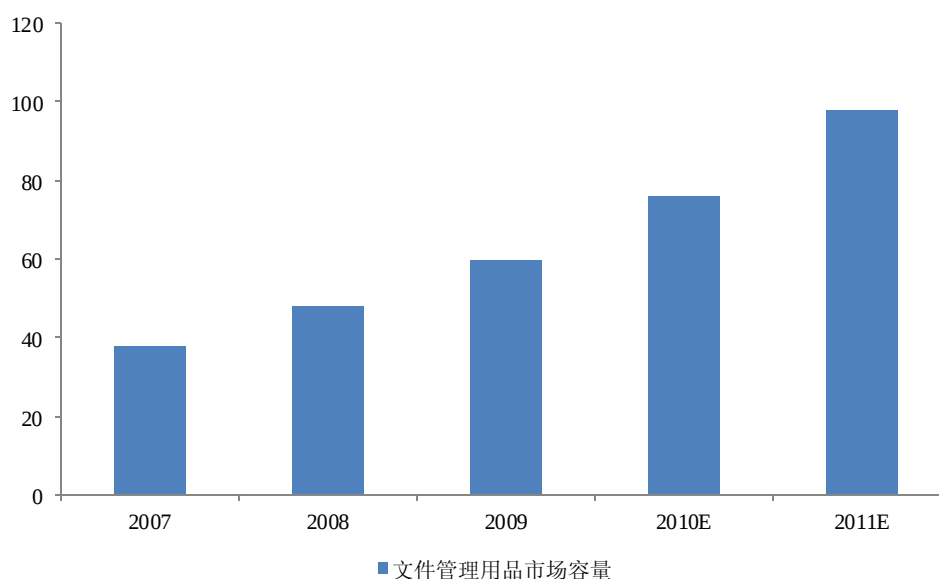
图 5：2002 年 - 2015 年我国规模以上文具企业工业总产值统计及预测图



资料来源：公司招股说明书、民生证券研究所

相关预测显示，未来十年文具市场的种类会越来越多，分类也会越来越细，中国文具在世界市场的份额将呈现“低端市场减少，终端市场扩张，高端市场仍狭隘”的局面，在南非、东欧、南亚市场将呈现出快速增长的势头。

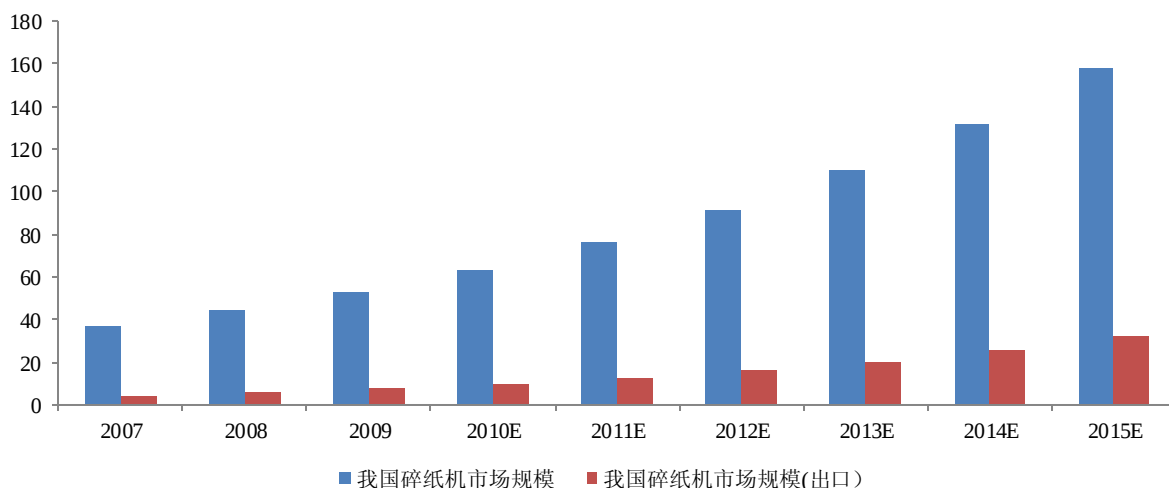
图 6：文件管理用品市场容量 (单位：亿元)



资料来源：公司招股说明书、民生证券研究所

由于中国文具行业还处于逐渐规范的发展阶段,国外行业巨头没有大规模进入国内市场,如史泰博等海外巨头由于水土不服进入中国后发展均不顺利,而未来十年是中国文具市场大发展的时间,海外巨头的失利就为国内企业留下了充足的发展空间与时间。

图 7: 我国碎纸机市场规模 (单位: 亿元)

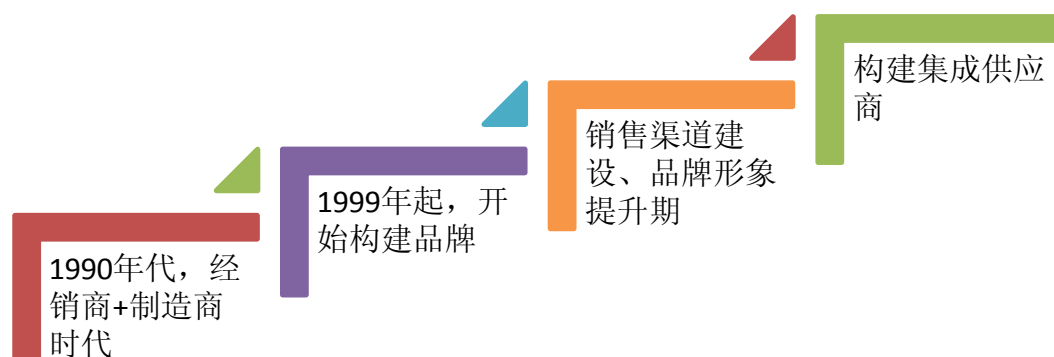


资料来源: 公司招股说明书、民生证券研究所

(二) 走“史泰博”之路, 铸造中国集成供应商龙头

从公司设立前 1990 年代开始公司股东就专注于文件管理的生产销售, 至 2004 年公司已经奠定了文管行业龙头的地位, 且锁定了一批高端用户, 并建立产品的高端形象; 随后公司开始向其他产品品类进行扩张, 扩大产能、与其他小型企业合作进行外协生产、建设销售渠道, 进一步扩大忠实客户群。

图 8: 齐心文具发展历程示意图



资料来源: 公司资料、民生证券研究所

公司努力学习史泰博发展的先进经验，努力构造中国的“史泰博”超市，充足的时间和空间给予了公司巨大的发展机遇。现在公司在生产销售自身品牌产能的同时，也开始代理销售其他品牌产品，准备发展成为综合性的集成供应商，公司以文件管理起家，发展到现在已拥有 11 大类产品，1000 多个单品，未来进一步致力于扩张品类与单品数量。

三、股权激励完成为增长保驾护航

2011 年 3 月份，公司推出了限制性股权激励计划，授予激励对象股票的价格为 7.85 元/股，价格为激励计划公布前 20 个交易日均价 15.70 元的 50%。日前公司已经完成了本次股权激励，进行了对核心人员为业绩增长做贡献的热情第一轮调动，为公司未来几年的业绩增长提供了保障。

四、盈利预测

对公司未来的发展保持谨慎乐观的态度，但公司目前业绩仍处于逐步恢复增长的状态，一二线城市销售额显著提升和三四线城市门店的成熟据需要时间，前期大量的积累转变成业绩尚需要一定的时间。同时，新的业务模式尚需要时间来开拓，维持之前对公司的盈利预测不变，2011-2013 年公司营业收入分别为 11.12 亿元、15.48 亿元、20.95 亿元，按照最新股本摊薄计算基本每股收益分别为 0.38 元、0.54 元、0.82 元。结合目前的市场情况与公司的估值情况，公司合理估值为 16.6 元-18.2 元，维持“谨慎推荐”评级。

五、风险提示

产品品类增速不足；对外协生产的管理能力跟不上；

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	911	1112	1548	2095
减：营业成本	699	821	1137	1533
营业税金及附加	1	3	4	6
销售费用	97	129	179	243
管理费用	71	85	119	161
财务费用	(7)	(3)	(3)	(3)
资产减值损失	3	(1)	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	47	78	112	156
加：营业外收支净额	3	4	4	4
三、利润总额	50	82	116	160
减：所得税费用	(0)	8	11	3
四、净利润	51	74	105	157
归属于母公司的利润	51	74	104	157
五、基本每股收益 (元)	0.26	0.38	0.54	0.82
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	59.10	30.02	22.41	17.07
成长能力:				
营业收入同比	26.77%	22.06%	39.28%	35.29%
营业利润同比	-43.3%	66.1%	43.2%	39.6%
净利润同比	-33.63%	46.05%	41.48%	50.0%
营运能力:				
应收账款周转率	7.68	7.12	7.54	7.45
存货周转率	6.49	4.97	4.60	4.57
总资产周转率	0.76	0.84	1.02	1.17
盈利能力与收益质量:				
毛利率	23.2%	26.2%	26.6%	26.8%
净利率	5.5%	6.6%	6.7%	7.5%
总资产净利率 ROA	4.2%	5.6%	6.9%	8.8%
净资产收益率 ROE	5.2%	7.3%	9.5%	12.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.77	3.48	3.02	2.77
资产负债率	23.0%	25.1%	29.6%	33.1%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.38	0.54	0.82
每股经营现金流量	0.44	(0.24)	0.07	0.22
每股净资产	5.22	5.50	6.05	6.87

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	693	627	637	682
应收票据	0	0	0	1
应收账款	141	172	239	323
预付账款	76	115	160	216
其他应收款	9	22	30	41
存货	166	282	391	526
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,098	1,217	1,457	1,790
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	128	134	134	126
在建工程	7	14	14	14
无形资产	30	27	24	21
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	167	175	172	162
资产总计	1,265	1,392	1,629	1,951
短期借款	3	0	0	0
应付票据	120	149	207	279
应付账款	135	175	242	327
预收账款	14	17	24	32
其他应付款	7	7	7	7
应交税费	1	1	1	1
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	291	350	482	647
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	291	350	482	647
股本	187	192	192	192
资本公积	560	560	560	560
留存收益	218	292	396	553
少数股东权益	11	11	12	13
所有者权益合计	974	1,055	1,160	1,317
负债和股东权益合计	1,265	1,405	1,641	1,964
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	83	(46)	14	42
投资活动现金流量	(76)	(19)	(7)	0
筹资活动现金流量	(53)	(0)	3	3
现金及等价物净增加	(47)	(66)	10	45

插图目录

图 1: 齐心文具近年期间费用率情况	3
图 2: 齐心文具近年毛利率与净利率情况	3
图 3: 齐心文具近年营业收入情况	3
图 4: 齐心文具近年净利润情况	3
图 5: 2002 年 - 2015 年我国规模以上文具企业工业总产值统计及预测图	4
图 6: 文件管理用品市场容量（单位：亿元）	4
图 7: 我国碎纸机市场规模（单位：亿元）	5
图 8: 齐心文具发展历程示意图	5

分析师简介

王力，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，曾覆盖家电、计算机及信息服务等行业，目前覆盖造纸印刷行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璐	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040