

证券研究报告—动态报告公司快评

轻工

文教体育用品 II

齐心文具 (002301)

重大事件快评

推荐

(维持评级)

2013年08月20日

签约 Lyreco 有助拓宽销路

 证券分析师: **李世新**

0755-82130565

Lix@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120053

 证券分析师: **邵达**

0755-82130706

shaoda@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512040002

事项:

齐心文具公告: 公司与法国 Lyreco, s.o.s 签订了《战略联盟协议》。

评论:

■ 签约 Lyreco 拓宽直销业务 (B2B) 销路

齐心文具近日发布公告, 公司与欧洲第二大 B2B 文具供应商, 法国 Lyreco, s.o.s 签订了《战略联盟协议》, 协议将齐心文具确定为 Lyreco 在中国大陆唯一的合作伙伴, Lyreco 会将其在中国大陆的欧洲企业介绍给齐心文具的合约业务。作为交等价条款, 齐心文具也会与 Lyreco 共享其海外客户资源。双方公司约定在协议期间不断地及时更新全球客户的名单, 并为对方业务拓展提供前期引荐。协议中注明, Lyreco 将其全部在华客户交由公司去接洽、报价、服务, 这部分业务由公司独立操作, 不受 Lyreco 的控制。

这是一次基于双赢展开的战略合作。

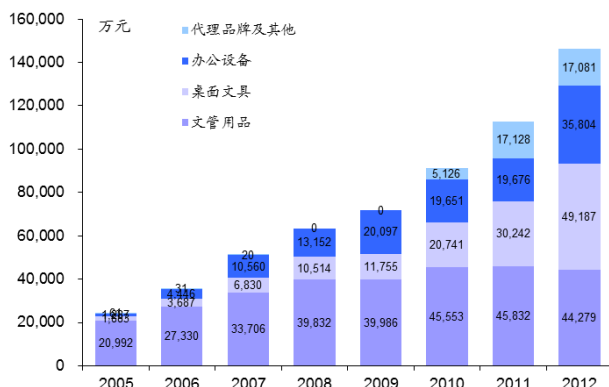
对 Lyreco 而言具有双重意义。其一在于 Lyreco 作为欧洲文具行业领先的 B2B 集成供应商, 久久未能适应中国市场, 在外企的竞争中落后于史泰博 (Staples) 与欧迪 (Office Depot), 通过本次与齐心文具合作, 可以更好地服务其全球客户, 并能防止国际竞争对手对己方渗透。其二, Lyreco 可以获得齐心文具海外客户名单, 鉴于齐心文具出口业务素以商业客户为主, 此部分资源共享也能与其一贯的商业策略迅速融合。

对齐心文具而言, 意义则更为深远。

首先, 本次合作拓宽了公司直销业务的潜在市场。外企与央企、大型民企同为办公用品的采购大户, 属于需求量稳定、一旦开展合作则会形成较强粘性的优质客户, 此类业务的拓展符合公司往 B2B 市场转型的长远战略规划。公司直销 (B2B) 业务近两年增长迅速, 但原本局限于内资企业: 11~12 年陆续签下多家央企、大型民企的区域性订单后, 13 年中标国家电网公司 4.38 亿元全国性订单。本次战略合作则为公司切入外资企业文管市场打开了一扇窗口, 有 Lyreco 的引荐作为敲门砖, 公司作为国产品牌的商业信誉得以增强, 在外企市场的竞争中与史泰博、欧迪等传统强手站在了同一条起跑线上。

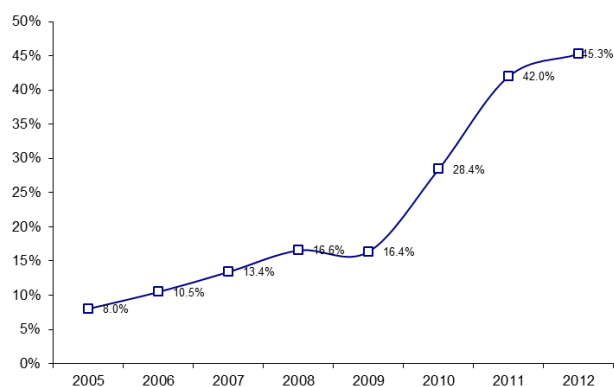
其次, 攻克外资客户是对公司集成供应以及综合服务能力的证明。能够与 Lyreco 结盟, 使其放心将自己积累近百年的客户资源让出共享, 说明通过长期论证和考察, 公司的产品品质以及服务能力都获得了对方的认可。进一步分析, 我们素知海外公司基于全球采购经验, 对文具供应商的集成服务能力要求较高, 国产文具供应商向来较难进入其直采体系, 常见做法是通过史泰博、欧迪等外资供应商代为把关选购后集成供应。因此, 若能进一步成功开拓出一批外企客户, 必将进一步提高公司的美誉度, 对公司整体市场拓展的意义重大。

图 1: 齐心文具收入结构



资料来源: 公司定期报告

图 2: 齐心文具非自产产品收入占比



资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

中国办公用品招标市场正在形成，集成供应商迎来快速发展时期

我们研究美国和日本办公用品行业发现，人均 GDP 达到 1.8 万美元触发了办公用品行业整合式迅猛发展，其增速数倍于行业自然增速，持续时间 10 余年。中国经济发展水平因地域不均衡及城市化率较低，行业整合增长将呈现从发达城市向二三线城市的逆次扩散，高速增长时期将延续二十年以上，我们称之为“黄金二十年”，目前已从一线城市启动。与不均衡的地域经济匹配，国内整合发展过程将是逐步趋向扁平化的渠道兼容方式。

集成基础上的渠道扩张是分享“黄金二十年”的必然方式，国内公司目前的商业模式基本处于初级水平，包括贴牌出口、制造经销、单品加盟、连锁加盟、区域整合等模式，均没有如齐心文具那样同时满足集成及兼容渠道条件，不构成竞争威胁。我们认为，凭借符合国内行业特征及趋势并领先同业的商业模式，齐心文具最有机会分享该整合盛宴。

此外，新一届政府强调反腐与节俭也将推动政府部门、国有企业甚至民营企业加快实施阳光采购，或使中国办公用品招标市场更快速、更健康地形成和发展。

投资建议

本次公告与 Lyreco 展开战略合作，目前仅形成了对公司潜在市场的积极预期，公司暂未有具体新订单得到签署或执行，但却增强了我们对公司内、外资企业直销业务的拓展持乐观预期。这是因为公司的商业模式清晰且富有企业家精神，虽然公司在短期出现业绩波动，但管理层依然有条不紊的执行其战略部署（详见我们此前的深度报告与点评），近期先后用创新模式设立了产业投资基金平台、签署了 Lyreco 战略合作协议签署，让我们对公司未来销售的拓展、盈利的增厚保有更强的信心。

经营方面，公司业绩出现短期波动，上半年净利润预计下滑 50~80%，低于预期，公司在 7 月的电话会议中表示原因有二：一是因深圳工厂搬迁导致毛利率较高的自产产品供货断档，损失三个工作周的产值；二是国电订单尚未放量而相关投入的费用已经形成。因此，我们此前的盈利预测较难实现，初步下调 EPS 预测至 0.22/0.32/0.44 元/股（此前为 0.28/0.36/0.46）。但由于上述负面因素皆将于随后几个季度得到改善或消除，公司产、销将在三季度恢复正常，且国电订单亦将于三、四季度集中执行，业绩有望因此出现环比、同比改善，我们依然维持公司“推荐”的评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	510	500	500	500
应收款项	292	372	443	525
存货净额	189	248	288	339
其他流动资产	24	31	36	43
流动资产合计	1016	1151	1267	1407
固定资产	480	653	708	753
无形资产及其他	74	71	69	67
投资性房地产	11	11	11	11
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1580	1886	2055	2237
短期借款及交易性金融负债	72	201	201	164
应付款项	319	419	488	573
其他流动负债	68	86	100	117
流动负债合计	459	706	789	853
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	459	706	789	853
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益	1120	1179	1265	1383
负债和股东权益总计	1580	1886	2055	2237

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.18	0.22	0.32	0.44
每股红利	0.10	0.07	0.10	0.13
每股净资产	2.92	3.07	3.30	3.60
ROIC	5%	6%	9%	11%
ROE	6%	7%	10%	12%
毛利率	21%	18%	19%	20%
EBIT Margin	5%	6%	7%	8%
EBITDA Margin	6%	7%	9%	11%
收入增长	30%	27%	19%	19%
净利润增长率	6%	21%	46%	37%
资产负债率	29%	37%	38%	38%
息率	1.4%	1.3%	2.0%	2.7%
P/E	27.0	22.3	15.3	11.2
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	25.2	19.5	13.2	9.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1464	1863	2216	2630
营业成本	1157	1520	1784	2097
营业税金及附加	6	7	8	9
销售费用	152	155	182	210
管理费用	77	77	87	95
财务费用	(8)	(3)	0	(1)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	2	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	81	108	156	220
营业外净收支	4	0	4	4
利润总额	85	108	160	224
所得税费用	15	24	37	56
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	70	85	123	168

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	70	85	123	168
资产减值准备	(6)	2	0	0
折旧摊销	21	28	47	58
公允价值变动损失	(2)	0	0	0
财务费用	(8)	(3)	0	(1)
营运资本变动	(39)	(26)	(34)	(38)
其它	6	(2)	(0)	(0)
经营活动现金流	51	86	136	188
资本开支	(298)	(200)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(298)	(200)	(100)	(100)
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(26)	(25)	(37)	(50)
其它融资现金流	65	129	1	(38)
融资活动现金流	18	104	(36)	(88)
现金净变动	(230)	(10)	0	0
货币资金的期初余额	740	510	500	500
货币资金的期末余额	510	500	500	500
企业自由现金流	(257)	(116)	33	84
权益自由现金流	(192)	15	34	47

相关研究报告:

- 《齐心文具-002301-重大事件快评: 办公用品招标市场正在形成, 集成模式优势彰显》 —— 2013-02-19
- 《齐心文具-002301-2012 年半年报点评: 外协放量支持集成服务》 —— 2012-08-27
- 《齐心文具-002301-步入“黄金二十年”》 —— 2012-05-07
- 《齐心文具-002301-2012 年一季报点评: 盈利增长来自行业整合》 —— 2012-04-26
- 《齐心文具-002301-2011 年年报点评: 轻资产趋势加快》 —— 2012-04-11

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

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

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