

渠道制胜市场 品牌转动全球

——齐心文具投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

公司介绍

一、历史沿革

深圳市齐心文具股份有限公司(以下简称:齐心文具)是国内办公文具用品的领导者,公司从1995年正式注册“齐心”商标开始,走过了一条历时十余年的成长之路(见表1)。本次发行前公司总股本约9,333万股,此次拟发行3,120万股,发行后总股本约为12,453万股。

表1:齐心文具经营业务发展轨迹

时间	经营模式	品牌成长里程碑	重要事件
1993-1995	纯经销商	注册“齐心”商标	1993年6月,成立了深圳市宝城新美文具实业有限公司 1995年,在40多个国家注册“齐心”商标
1996-1999	经销+制造商	自产“齐心”品牌文件夹	1996年7月,在广东潮阳投资建立文件夹工厂 1998年,通过ISO9001国际质量体系认证 1999年,通过了ISO14001环境认证
2000-2005	品牌制造商	品牌整合,提升品牌形象,2001年至今,齐心品牌连续被评为“中国十大文具品牌”	2000年1月,在深圳注册成立本公司,商号与品牌融为一体,提升品牌知名度 2005年1月,收购汕头潮阳文件夹工厂 2005年,在深成立工厂 文件夹出口到日本和欧洲等国家 自有品牌和OEM并举,扩充产品线 销售渠道扁平化
2006-至今	品牌制造商+集成供应商	品牌产品多元化,从文件管理用品扩展到桌面文具、办公设备等领域,走“大办公”经营路线	2006年6月,成立齐心商用设备,生产“齐心”牌OA办公设备 齐心品牌被评为“中国最畅销文具品牌”和“中国文件夹第一品牌” 2008年,“齐心”商标被评为“中国驰名商标” 2009年,获评“国家高新技术企业” 2009年,获评“广东省标准化技术委员会秘书处技术委员会”

资料来源:公司招股书

齐心文具的标识由享誉全球的著名设计师靳埭强先生设计完成,标识简单而让人印象深刻。从最早的文件夹起步,公司的产品不断向文件管理用品、OA办公设备、桌面文具延伸,品牌渗透力已达到国内品牌的领先水平,连续七年被评为“中国十大文具品牌”,2007年被中国百货商业协会和中国国际名牌协会评选为“中国最畅销文具品牌”和“中国文件夹第一品牌”,2008年“齐心”商标被评为“中国驰名商标”,齐心文具是中国办公用品六大品类国家及行业标准起草单位,文件管理用品中国市场NO.1,碎纸机中国市场NO.2以及中国最大的装订机生产商。

虽然齐心文具已跻身于强势的品牌制造商,但是我们认为齐心文具最吸引投资者之处并非简单的品牌制造商,拥有强势品牌的齐心文具依托品牌优势在国内已稳健而广泛地编织起连锁店和直销大客户等营销渠道,并辅扁平化和无缝营销管理,成为行业内仅有的集品牌拥有者和渠道控制者于一身,发展出集成供应商的模式。

集成供应商是文具行业借鉴NIKE、ADDIDAS等品牌的运营经验,以核心自主品牌为基石,将附加值较低的生产制造环节外包,集中精力进行品牌经营、研发设计和营销网络的建设,并为消费者提供一站式服务。该模式以日本 Kokuyo 为典型代表,Staples、Office Max、Office Depot 等大型连锁零售商正在逐步采取这种模式。

二、主营业务
齐心文具是一家办公文具专业制造商和供应商,主营产品包括文件管理用品、OA 办公设备、桌面文具和办公耗材等 1,000 余种,是中国最大的办公文具(文件夹)制造商。

公司的主营产品都是围绕“文件管理”这一核心功能而逐步开发的,根据文件“产生→整理→装订→保管→保存→废弃→销毁”的全过程,公司开发和生产了文件管理用品、桌面文具、碎纸机、装订机等产品。从功能角度,可以将公司的主要产品划分为文件管理用品、桌面文具、办公设备三大类。

其中文件管理用品是公司的核心和传统产品,2006年、2007年、2008年公司的文件夹市场占有率达到11%、12%、13.1%,居国内同行前列,2008年高档文件夹市场占有率达30%,居行业第一名。办公设备是公司大力培育的新品种,目前进入快速发展阶段,将是公司未来重点投入和发展的产品线之一。

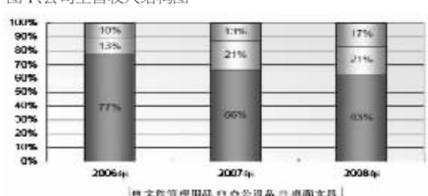
表2:齐心文具产品分类表

行业大类	产品类别	产品示例
文化用品	文件管理用品	文件夹、档案盒、文件整理架、板夹、报告夹等
	桌面文具	订书机、打孔机、削笔机、剪刀、美工刀、削笔器、固体胶、修正用品、自动号码机、仪仗、印台、文件柜、文件盘、资料袋、笔筒、软胶笔筒、削笔器、削笔带、小文具袋、双面胶、透明胶带、白板、白板架、报刊架等等
文化办公用品	办公设备	碎纸机、装订机、过塑机、胶电液考勤机、指纹考勤机、射频考勤机、点钞机等
机械制造		

资料来源:公司招股书

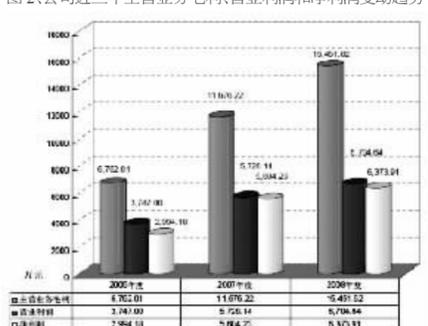
三、财务状况
公司近三年主营业务收入年复合增长率为33.75%,保持快速增长态势。其中,国内销售收入保持41.34%的复合增长率,出口销售收入保持23.93%的复合增长率。2006年-2008年出口收入占总收入比重依次为:45.18%、43.52%、38.79%。从收入结构来看,公司主营业务收入主要来源于文件管理用品,收入占比超过60%。办公设备是公司新的盈利增长点,收入占比超过20%并呈现出高速增长态势。

图1:公司主营收入结构图



公司2006年-2008年的利润率依次为8.44%、10.96%、10.04%;净利润的年复合增长率为45.90%,增长势头强劲。

图2:公司近三年主营业务毛利、营业利润和净利润变动趋势



行业篇:小产品 大市场

根据 Datamonitor 咨询公司的全球文具产业发展报告,2002 年全球文具产业的消费额已经达到 800 亿美元,并保持年均增长率在 4%

投资要点

■ 齐心文具是国内办公文具用品的领导者之一,从最早的文件夹起步,公司的产品不断向文件管理用品、OA 办公设备、桌面文具等延伸,品牌渗透力已达到国内品牌的领先水平,连续七年被评为“中国十大文具品牌”,2007 年被中国百货商业协会和中国国际名牌协会评选为“中国最畅销文具品牌”和“中国文件夹第一品牌”,2008 年“齐心”商标被评为“中国驰名商标”。

■ 齐心文具最吸引投资者之处并非简单的是品牌制造商。拥有强势品牌的齐心依托品牌优势在国内已稳健而广泛地编织起连锁店和直销大客户等营销渠道,并辅扁平化和无缝营销管理,成为行业内仅有的集品牌拥有者和渠道控制者于一身,发展出集成供应商的模式。

■ 文具行业是典型的小产品、大市场。得益于国内经济的发展,目前国内市场容量在 3500 亿元以上,按照 Intellinb 咨询公司的预测,文具行业在未来十年内将继续保持不低于 20% 的年复合增长率。消费上也逐步形成多元化和多层次结构,文具消费有不断向高档化、集成化的发展的趋势。

■ 齐心文具的渠道优势不可撼动,渠道业态多元化,渠道管理扁平化,销售网络覆盖中国全部省区及国际市场,拥有一批国际和国内的顶级合作伙伴。

■ 公司整合上下游资源,实行无缝营销管理模式,一方面使得产业链条上的各个企业获得更大的利益,合作企业可以专心在各自产业链的优势一端,减少了行业的摩擦;另一方面使得产品与用户之间的渠道更为润滑,企业获利也更高。

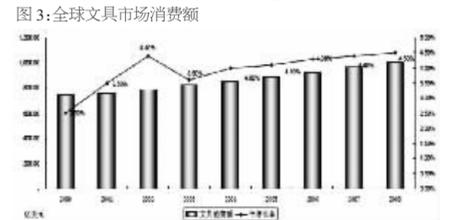
■ 目前国内文具市场正处于转型期,本次上市对于齐心文具是一次重大的历史机遇,随着国内市场不断的向品牌和优势供应商集中,大量的中小文具企业将面临被挤出市场的危险,上市之后的齐心文具将承担起行业整合者的角色。

■ 综合 PE 及 PEG 两种估值方法,给予公司 2009 年动态 30-35 倍市盈率,对应的合理价格为 19.2-22.4 元/股。从基本面来看,公司所处行业空间巨大,公司将成为行业的领导者和整合者,本次 IPO 将是公司成长的新起点,公司具有良好的中长期投资价值。

■ 题记:在国内绝大部分文具产品制造商仍处于一般性制造和为国外品牌代工阶段之时,齐心文具已经完成了自身的品牌建设,从小小的文件夹开始转动起整个文具产业;公司依托品牌优势在国内稳健而广泛地编织起连锁店和直销大客户等营销渠道,并辅扁平化和无缝营销管理予以强化,成为行业内仅有的集品牌拥有者和渠道控制者于一身。掌控核心自主品牌与渠道的齐心文具日益淡化制造层次,将附加值较低的生产制造环节外包,集中精力进行品牌经营、研发设计和营销网络的建设,并为消费者提供一站式服务。齐心文具也日益发展成为集成供应商。

以上的稳定增长。文具产品消费市场主要集中在欧洲、亚太及美国三大区域,占到全球文具市场的 91.7%,其它地区仅占 8.3%。

根据 Intellinb 咨询公司发布的《2007 年全球文具市场洞察力研究报告》显示:2007 年,在全球文具市场上,美国占 27.72%,欧洲占 23.98%,日本占 11.51%,中国占 4.16%,其他国家合计占 32.62%;亚太地区(除日本外)合计占全球份额的 11.1%,其中,中国、印度、澳大利亚近年来文具消费的增长较快,中国所占总份额的 4.2%。

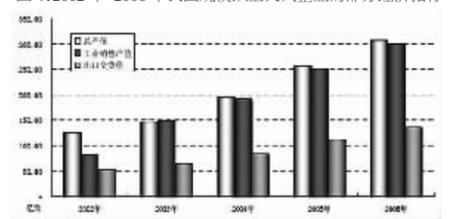


资料来源:招股说明书

国内市场加速发展 行业面临整合机会

文具行业是典型的小产品、大市场。得益于国内经济的发展,目前国内市场容量已在 3500 亿元以上,按照 Intellinb 咨询公司的预测,文具行业在未来十年内将继续保持不低于 20% 的年复合增长率。消费上也逐步形成多元化和多层次结构,文具消费有不断向高档化、集成化的发展的趋势。北京、上海、珠江三角洲三个地区每年的消费量占全国办公用品总消费量的 50%以上;中部省份、东北地区企事业单位对低档文具的需求也逐渐增强。

图4:2002年-2006年我国规模以上文具企业的部分经济指标



资料来源:招股说明书

目前国内文具生产企业分布大多集中在沿海一带,其中 70% 的企业分布在广东(潮汕)、福建(福州)、浙江(宁波)、上海和江苏等五个沿海的省市。行业集中度不高,竞争自由充分,我国文具产业的这一发展阶段给优势企业利用品牌和渠道整合产业提供了机会,可能使之获得加速成长的机会,因此,上市后的齐心文具对行业的整合优势将更大。

公司篇:集成赢未来 渠道胜天下

我们认为,齐心文具有别于传统的文具制造商或零售商。依托品牌优势和渠道优势,公司发展出国内仅有的“品牌制造商+集成供应商”的商业模式,从目前来看,还没有一家企业(包括外资巨头)能在国内的品牌和渠道上超过齐心文具,因此在齐心在这个体系下可以不断的向其它产品延伸和整合,我们认为公司的优势短期内不可复制。

从成熟市场的实践来看,文具行业主要采取四种不同的经营模式,如表 3 所示:

表3:文具行业主要的经营模式

经营模式	特点	发展现状
制造商模式	分为 OEM/ODM 和品牌制造商两种模式,则是制造业中的增值和利润	欧美高端品牌制造商垄断高档文具生产,如美国 ACCO、Avery、Fellows 和德国 Durable 等,国内企业以 OEM/ODM 模式为主。
经销商模式	赚取批发和部分流通环节利润	在成熟市场,纯粹的经销商面对上游制造商和下游零售商的不间断和激烈竞争,议价能力日渐降低,批发商渠道逐渐萎缩。
连锁零售商业模式	赚取全流通环节增值服务中的利润	大型文具零售企业大多采取在零售商业模式,专业的连锁零售代表是 Staples、Office Max,而非专业的连锁零售则经营范围广泛,文具和办公设备仅是其经营的部分产品之一,最有代表性的是 Wal-Mart。
集成供应商模式	品牌制造商和大型连锁零售商相互融合和渗透,争夺产业链的高端,并以赚取品牌附加值、流通环节增值服务中的最大利润为目标	该模式以日本 Kokuyo 为典型代表,Staples、Office Max、Office Depot 等大型连锁零售商正逐步采取这种模式,品牌影响力、全产业链集成、一站式服务提供以及上下游协同效应是集成供应商获取最大利润的核心竞争力所在,OEM/ODM 订单生产成为瓶颈。

资料来源:招股说明书

集成供应商模式是一种结合了品牌和渠道的商业模式,为客户提供一站式服务,我们从企业用户的体验出发,用户如果单独设立采购部门采购办公用品,将消耗大量的时间成本来选择文具和逐项进行价格谈判,那么从经济效益上看是不可取的;如果用户选择一家缺乏品牌的供应商,将面临两个问题,第一该供应商能否提供我所需要的各种文具并保证价格低廉,第二供应商能否按我的要求提供统一的产品形象以彰显企业文化。

以上从用户角度的解释无疑就是对集成供应商的角色和要求做了一个详细的说明。因此,拥有品牌与渠道双重优势的齐心文具转变为集成供应商角色也就顺理成章,这从齐心目前的客户群——中国工商银行、中国银行、国家电网、南方电网、格力电器、中国电信、中国移动、中国石化、中国石油、可口可乐、中国平安、中国邮政等等——就可以看出。

从盈利能力来印证,齐心文具目前的商业模式也带来更高的利润回报,公司从 2006 年到 2008 年的综合毛利率分别为 19.05%、22.84%、24.33% (见下图),呈稳步上升的态势。

图5:齐心文具业务三种模式比例变化

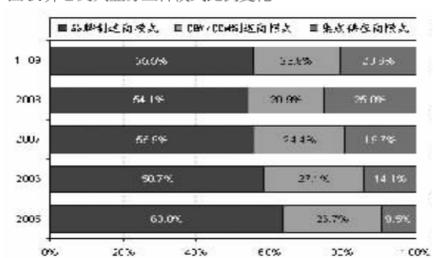
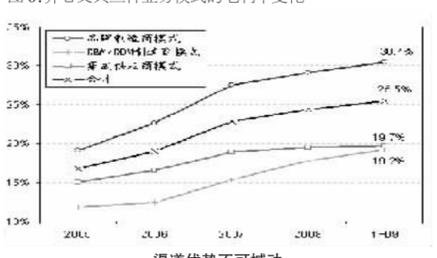


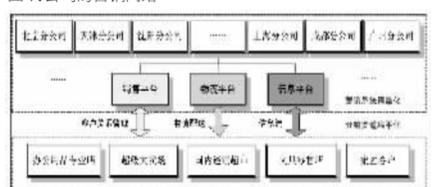
图6:齐心文具三种业务模式的毛利率变化



渠道优势不可撼动

齐心文具下设 4 家子公司,在全国拥有 19 家分公司,30 多家办事处,拥有汕头、广州和宁波三大配送中心,同时在全国设立 40 多个分销配送仓,营销网络覆盖全国传统文具批发市场和专业文具连锁店;公司与国内最大的直销商 Office Depot (欧迪办公)和 Staples (史泰博)建立起良好的合作关系,公司还与国内大型现代卖场 Carrefour (家乐福)、Wal-Mart (沃尔玛)、Metro (麦德龙)以及 Tesco (乐购)等均有多年的良好合作基础。

图7:公司的营销网络



齐心的国内销售全部为直接销售或买断销售,并根据国内不同市场的发展阶段和市场成熟度,采取多级分销渠道,包括针对直销客户的一级渠道,针对专业文具店和大卖场的二级渠道,针对经销商的三级渠道。为不断改进公司的营销管理模式,公司对现有的销售渠道进行强化管理,采用渠道扁平化管理和无缝营销管理两种管理方式。

一、二级渠道仍将是公司未来发展重点,2005-2008 年公司一级和二级渠道销售年均增长分别为 67% 和 78%,远高于三级渠道的增长率。至 2009 年中期,一级渠道比重由 2005 年的 9% 提高到 14%,二级渠道由 15% 提高到 29%,三级渠道则由 77% 下降到 57%,表明渠道扁平化已经取得良好进展。

公司目前已经完成 100 家 5S 旗舰店 6S 为 Sale (销售)、Show (展示)、Service (服务)、Solar (文化和 Survey (信息)) 和 3 万家直控连锁店的建设,其中旗舰店在国内中心城市由公司自建或与区域核心经销商共建;直控连锁店则是秉承共赢原则在全国发展起来的零售利益共同体,全国共有 50 万家文具零售店,公司直控连锁店数量仍计划进一步扩大。

整合上下游资源 实行无缝营销管理

无缝营销管理体现的是齐心集成供应商模式的营销管理措施之一,即齐心通过和生产环节中的上下游建立合作联盟,以齐心为核心整合双方各自的主要资源,聚合彼此不同价值链上的核心能力,从而进行互补合作创造更大的价值。

通过无缝营销管理,齐心在文具产业价值链环节上与经销商、加工厂深度合作,从而保证齐心能够最大限度地满足客户的多样化需求,提供集成供应商的综合服务。如自 2006 年起齐心与上游文具外协制造企业 OEM/ODM 伙伴深度合作,提高文化用品公司等企业积极合作,并与合作办公超市等下游销售网点结成战略联盟,提高产业价值链各环节的合作效率。

在销售渠道协作方面,由于办公用品行业的产品具有多样性的显著特征,涉及到的品类十分多、单品繁杂,专业连锁店或零售商为降低采购成本和提高采购效率,迫切希望能够实现一站式采购,因此,齐心与专业连锁店等销售网点结成战略联盟,强化双方在流通、信息、价格和服务方面的优势,提高合作的效率。2006-2008 年,齐心对专业连锁店的销售金额分别为 1,923 万元、4,022 万元和 6,677 万元,同比增长率分别为 85.4%、109.1%、66.0%,期间专业文具连锁店的销售增长是齐心所有客户中增长最快的一类客户,表明齐心在无缝营销管理方面已经取得了良好的经营业绩。

更重要的在于,以齐心为轴的经营模式将使得产业链条上的各个企业获得更大的利益,使得齐心与合作企业可以专心在各自产业链的优势一端,减少了行业的摩擦,使得产品与用户之间的渠道更为润滑,利润也更高。因此在这种无缝营销管理模式下,将实现多方的共赢。

募投篇:募投项目扩充产能 行业面临整合机会

本次上市对于齐心文具是一次重大的历史机遇,目前国内文具市场正处于转型期,随着市场不断的向品牌和优势供应商集中,大量的

中小文具企业将面临被挤出市场的危险,上市之后的齐心文具将承担起行业的整合者的角色。

表4:本次募集团项目(单位:万元)

序号	项目名称	总投资	建设资金	铺底流动资金
1	文件管理用品生产线项目	9,955	8,253	1,702
2	碎纸机生产线项目	9,735	8,330	1,405
3	装订机生产线项目	5,027	4,354	673
4	营销网络建设项目	5,000	4,388	612
	合计	29,717	25,325	4,392

资料来源:公司招股书

●文件管理用品生产线项目

近几年公司不断引入国外先进设备以扩充产能,使得公司的文件管理用品产量由 2006 年的 9,680 万个提高到了 2008 年的 11,235 万个,随着销售订单的不断增长,公司文件管理用品生产设备等关键设备一直保持满负荷运转。本项目建成达产后,公司的文件管理用品年生产能力可达 18,180 万个,产能增加 73.04%。项目达产后可年产中、高档文件夹产能达到 8,180 万个。

在效益方面,项目达产后正常年份销售收入为 20,981.60 万元,税后利润 2,762.82 万元;所得税前财务内部收益率 32.57%、财务净现值(折现率为 15%)为 5,611.99 万元,所得税前投资回收期(含 1 年建设期)为 4.25 年。

●碎纸机生产线建设项目

近年公司不断加大碎纸机的产、销量,碎纸机产量由 2006 年的 10.10 万台提高到 2008 年的 18.00 万台,产品性能不断提高。本项目建成达产后,公司的碎纸机年生产能力将达到 61.45 万台,较现有产能增长 255.34%。本项目建设期为 1 年,试投产半年后即可全面达产。项目达产后可年产各类碎纸机 45.45 万台。

在效益方面,项目达产后正常年份销售收入为 17,936 万元(不含增值税),税后利润 2,624.95 万元;所得税前财务内部收益率 33.60%、财务净现值(折现率为 15%)为 5,531.35 万元,所得税前投资回收期(含 1 年建设期)为 4.04 年。

●装订机生产线建设项目

公司的装订机产量由 2006 年的 6.94 万台提高到了 2008 年的 31.75 万台,近年来随着销售订单的不断增长,公司装订机生产设备等关键设备基本保持满负荷运转。本项目建成达产后,公司的装订机年生产能力可达 92.19 万台,较现有产能增加 199.05%。本项目建设期为 1 年,试投产半年后即可全面达产。项目达产后可年产各类装订机 62.70 万台。

在效益方面,项目达产后正常年份销售收入为 7,502 万元(不含增值税),税后利润 1,424.00 万元;所得税前财务内部收益率 36.15%、财务净现值(折现率为 15%)为 3,183.60 万元,所得税前投资回收期(含 1 年建设期)为 3.82 年。

●营销网络建设项目

项目的目标是在整体营销管理的框架下,形成覆盖全国 32 个省、自治区、直辖市的国内营销体系和欧洲、北美、东南亚、中东、南美、香港等海外主要国家和地区的国际营销体系。整体营销体系建设计划 2009 年下半年开始建设,于 2011 年底以前全部完成,并发挥实际功能,产生经济效益。销售量和市场份额会因滞后效应在 2-3 年后开始显现效果。

营销网络建设是公司的一项长期战略投入,公司看重的是营销网络所产生的持久长期效益,特别是对公司其他三个生产建设项目的协同促进效应,以及对公司整体竞争能力的提升价值。公司认为,营销网络的建设将能显著提升公司未来的经济效益。

上述项目建成后,达产后的合计销售收入预计为 4.6 亿元,相当于再造一个齐心文具。营销网络的建设和完善将帮助新增产能在国内两个市场释放。

盈利预测与估值分析

由于齐心文具 2008-2009 年仍受到金融危机的一定影响,增速相对较缓(公司仍保持了 25% 以上的增速),预计 2010 年后,由于世界经济的复苏,公司将重新进入高速增长时期,由于公司在行业内的独特地位,达产后的订单有较好的保障。基于谨慎的原则,我们预计 2009-2011 年每股收益(摊薄后)为 0.64 元、1.06 元和 1.55 元。

表5:齐心文具业绩预测表

	2008	2009E	2010E	2011E				
营业收入(百万)	63,498.72	80,250	120,000	185,000				
同比增长	24.2%	26.4%	49.5%	54.2%				
分部门经营	收入	毛利	收入	毛利				
文件管理用品	39,832	20,669	48,145	21,277	62,500	21,799	87,350	22,445
文化办公用品	13,152	25,351	20,677	26,566	30,700	28,088	46,400	28,354
桌面文具	10,503	25,861	11,428	24,665	21,800	25,111	39,250	26,835
代理	15,859	18,699	19,044	5,000	19,711	12,000	23,566	
其他	11,555	---	---	---	---	---	---	
净利润(百万)	5,901	8,000	13,200	19,350				
同比增长	10.2%	35.6%	65.0%	46.59%				
每股收益(元)	0.632	0.642(摊薄后)	1.060(摊薄后)	1.553(摊薄后)				
净资产收益率 ROE	20.1%	8.2%	12.0%	15.6%				

●PE 估值法

目前国内证券市场与办公用品相关的上市公司有广博股份、安妮股份。广博股份的主要产品是本册和像册,主要采取 OEM/ODM 模式;安妮股份的主要产品是商务信息用纸,但是两家公司的业务模式和发展方向与齐心文具并不能等同,因此应选取更有代表性的企业,如奥飞动漫和星期六。

表7:行业上市公司市盈率比较

股票名称	EPS			PE		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
文具行业						
广博股份	0.43	0.55	0.72	29.98	23.11	17.77
安妮股份	0.31	0.38	0.44	24.90	20.84	17.94
平均				27.44	22.00	17.86
其它公司						
奥飞动漫	0.66	0.93	1.21	92.05	75.04	53.58
星期六	0.58	0.74	1.01	39.41	30.53	22.31
李宁(Q331.hk)	0.79	1.02	1.28	27.0	21.0	16.7
七匹服饰	0.54	0.64	0.75	32.8	27.6	23.6
平均				47.82	38.54	29.04

齐心文具作为占有整个文具产业链制高点的企业,代表的是行业未来的发展方向。因此齐心文具估值下限不应该低于行业内的平均水平,估值上限应参考其它拥有品牌和渠道的企业,给予公司 2009 年 28-47 的估值水平,对应股价为 17.92-30.08 元。

●PEG 估值法

另外,公司未来 3 年每股收益为 0.64 元、1.06 元和 1.55 元,净利润复合增长率 34%。我们认为,对于高速增长消费品企业,PEG 为 1 是较合理的估值,对应股价为 21.76 元。综合考虑,齐心文具无论从盈利能力还是成长性上都处于上升期,我们预计其 2009-2011 年盈利将保持 50% 左右的年均增长,而其独特的集成供应商模式更支持长期的盈利能力上升,理应给予更高的估值溢价。

因而综合两种估值方法,我们给予公司 2009 年动态 30-35 倍市盈率,对应的合理价格为 19.2-22.4 元/股,从基本面来看,公司所处行业空间巨大,公司将作为行业的领导者和整合者,本次 IPO 将是公司成长的新起点,公司具有较好的中长期投资价值。