

珠江钢琴 (002678.SZ)

家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

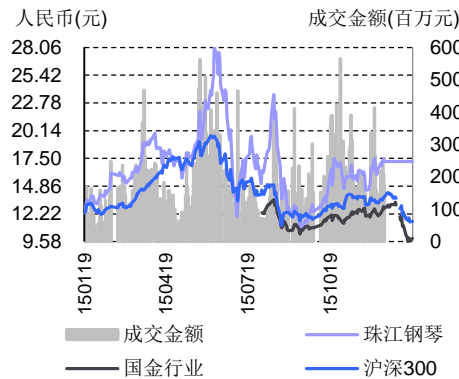
市场价格(人民币)：17.21元

建平台加码文化教育，藉收购提升品牌定位

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	953.40
总市值(百万元)	16,452.76
年内股价最高最低(元)	28.07/10.41
沪深300指数	3130.73
深证成指	10155.96



相关报告

1. 《产品结构优化，加速转型大文化-珠江钢琴2015年半年报点评》，2015.8.28

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.21	0.15	0.17	0.21	0.29
每股净资产(元)	1.88	1.92	2.04	3.27	3.44
每股经营性现金流(元)	0.05	0.13	0.32	0.19	0.20
市盈率(倍)	34	89	104	81	59
行业优化市盈率(倍)	46	70	126	126	126
净利润增长率(%)	7.65%	-28.16%	12.50%	27.99%	36.18%
净资产收益率(%)	10.93%	7.67%	8.16%	5.95%	7.68%
总股本(百万股)	956.00	956.00	956.00	956.00	956.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：股价为2016年1月18日收盘价

事项

1月19日，珠江钢琴公告《2016年度非公开发行A股股票预案》，拟非公开发行股票募集资金总额不超过13.3亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于广州文化产业创新创业孵化园项目(3.2亿元)、增城国家文化产业基地项目(二期)(6.57亿元)、全国文化艺术教育中心建设项目(1.53亿元)、珠江乐器云服务平台建设项目(2,000万元)以及补充流动资金。同时公司公告拟出资2,398.6万欧元收购德国高端钢琴品牌舒密尔(Schimmel)90%股权。

分析

- **打造广州国资文化产业整合平台：**方案实施后，公司将把原总部基地的产能全部搬迁到增城基地，前者将整体改造为广州文化产业创新创业孵化园，引入音乐文化、文化艺术教育、艺术创作、影视传媒、动漫游戏、广告和互联网等大文化行业的新兴企业，这是公司依托广州市将发展文化创意产业作为转变经济发展方式、培育新兴产业重要内容的历史契机，实现转型发展大文化产业、发展文化产业投资的关键步骤。
- **调整产能布局，重点发展中高端系列：**总部基地产能整体搬迁，使集团钢琴业务统一配置零部件，实现内部资源优化。公司将结合钢琴主业发展规划，对产能结构进行适当调整，增加中高端钢琴产能，并开展传统声学钢琴进行智能化改造，进一步丰富公司产品体系的差异化，推动高端钢琴产品销量提升。项目达产后，可实现钢琴年产10万架，其中，高档钢琴2.05万架，中档钢琴4.55万架，普及钢琴3.06万架，声学智能钢琴0.34万架。
- **实现文化艺术教育业务在重点区域的突破：**公司计划在在广州、北京和上海等国内主要中心城市建设3家珠江文化艺术教育中心店、12家艺术教育旗舰店，提供中西乐器和美术、舞蹈等培训。其中，珠江文化艺术教育中心店内将配套文体体育、健身和餐饮等健康生活休闲设施，探索文化体育产业一体化发展。此外，还在广州、北京和上海等城市建立5家艺术联考培训中心，为音乐、美术和传媒等艺术专业的考生提供专业考前培训。根据《2014年中国音乐产业发展报告》测算，2013年度中国音乐教育市场达到577亿元，是乐器制造行业市场规模的近两倍，市场空间广阔。
- **打造乐器云服务平台 实现产业闭环：**公司拟进行珠江乐器云服务平台建设，用于整合公司现有物流、钢琴调律和产品维修等资源，开发和推广集物

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

流配送及仓储、钢琴调律、钢琴维修、产品咨询等为一体的乐器云服务平台。公司目前钢琴年销量约 14 万架，产销量连续 14 年位居全球第一，国内市场占有率超过 36%，累计销售量约 200 万架，积累了大量的钢琴用户。平台开发完成后，公司将直接为自有钢琴用户提供各项增值服务，并逐步将服务内容拓展至其他钢琴品牌用户。未来，随着平台容量的增大、用户数据的积累，服务平台也将切入艺术教育、电子商务等领域，最终实现珠江钢琴“线上交易、线下体验”，打造成“制造-销售-服务-教育”的闭环。

- **收购德国高端品牌，提升品牌定位：**公司是中国最早的钢琴生产商之一，拥有珠江、里特米勒、恺撒堡和京珠等自主品牌，是国内最受消费者关注的钢琴品牌。不过，公司传统产品主要占据中低端市场，近年来研发的恺撒堡系列虽然在国内高端市场已经占据一席之地，但是在国际市场影响力还不高。本次拟收购的舒密尔（Schimmel）是德国最大的钢琴生产企业，定位国际高端品牌。收购完成，将有利于健全公司品牌矩阵，提升公司在高端品牌领域的影响力，并且还将提高公司整体盈利能力。
- **定增引入战投，国改焕发活力：**目前，公司控股股东广州市国资委持股 81.85%。通过此次非公开发行，公司或将引入战略投资者，优化股权结构。这将是公司深化国企改革、积极发展混合所有制经济的有益尝试。有助于公司挖掘业务潜力，改善敬业业绩。在国企改革大趋势下，公司作为广州市国资旗下文化产业上市平台，有望抓住国企改革机遇，进一步提高资本运作水平，实现跨越式发展。
- **风险因素：**宏观经济不景气影响钢琴消费需求；进口二手钢琴冲击无法缓解；原材料价格和劳动力成本上升；文化和教育业务发展不达预期。

盈利预测与投资建议

- 鉴于此次非公开发行对公司钢琴主业（尤其是高端钢琴）和艺术教育业务发展的推动作用，我们上调对公司 2015-2017 年 EPS 预测至 0.17/0.21/0.29 元的预测（三年 CAGR25.2%），对应 PE 分为 104/81/59 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,323	1,422	1,469	1,522	1,671	1,989	货币资金	669	542	536	568	1,978	2,067
增长率		7.5%	3.3%	3.6%	9.8%	19.0%	应收款项	81	123	129	110	121	144
主营业务成本	-897	-977	-1,051	-1,095	-1,192	-1,408	存货	597	713	772	709	772	912
%销售收入	67.8%	68.7%	71.5%	71.9%	71.4%	70.8%	其他流动资产	62	11	15	23	25	29
毛利	425	445	419	427	479	581	流动资产	1,409	1,388	1,453	1,410	2,896	3,152
%销售收入	32.2%	31.3%	28.5%	28.1%	28.6%	29.2%	%总资产	70.5%	61.2%	61.2%	61.1%	76.1%	77.4%
营业税金及附加	-12	-12	-13	-12	-13	-14	长期投资	50	200	209	210	209	209
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	固定资产	408	567	589	597	601	603
营业费用	-72	-74	-90	-89	-91	-105	%总资产	20.4%	25.0%	24.8%	25.8%	15.8%	14.8%
%销售收入	5.4%	5.2%	6.1%	5.9%	5.4%	5.3%	无形资产	93	87	84	91	99	107
管理费用	-135	-146	-157	-167	-180	-199	非流动资产	591	879	920	899	911	921
%销售收入	10.2%	10.3%	10.7%	11.0%	10.8%	10.0%	%总资产	29.5%	38.8%	38.8%	38.9%	23.9%	22.6%
息税前利润 (EBIT)	207	214	158	158	194	263	资产总计	2,000	2,267	2,373	2,309	3,807	4,073
%销售收入	15.7%	15.0%	10.8%	10.4%	11.6%	13.2%	短期借款	4	0	128	14	0	0
财务费用	3	-1	-4	11	26	41	应付款项	214	216	237	232	253	297
%销售收入	-0.3%	0.1%	0.3%	-0.7%	-1.5%	-2.1%	其他流动负债	41	42	39	106	126	161
资产减值损失	-5	-5	-4	0	0	0	流动负债	259	258	404	352	378	458
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	128	0	0	0	1
投资收益	1	5	13	10	10	10	其他长期负债	79	75	119	0	0	0
%税前利润	0.3%	2.2%	7.8%	5.4%	4.2%	3.1%	负债	338	461	523	352	378	459
营业利润	207	213	163	179	230	314	普通股股东权益	1,654	1,797	1,840	1,946	3,418	3,604
营业利润率	15.6%	15.0%	11.1%	11.8%	13.8%	15.8%	少数股东权益	7	9	10	10	10	10
营业外收支	7	18	2	5	5	6	负债股东权益合计	2,000	2,267	2,373	2,309	3,807	4,073
税前利润	214	231	164	185	236	320	比率分析						
利润率	16.2%	16.2%	11.2%	12.1%	14.1%	16.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-31	-33	-23	-26	-32	-43	每股指标						
所得税率	14.4%	14.5%	13.9%	14.0%	13.7%	13.4%	每股收益	0.38	0.21	0.15	0.17	0.21	0.29
净利润	183	197	142	159	203	277	每股净资产	3.46	1.88	1.92	2.04	3.27	3.44
少数股东损益	1	1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.30	0.05	0.13	0.32	0.19	0.20
归属于母公司的净利润	182	196	141	159	203	277	每股股利	0.12	0.07	0.07	0.05	0.06	0.09
净利率	13.8%	13.8%	9.6%	10.4%	12.2%	13.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.03%	10.93%	7.67%	8.16%	5.95%	7.68%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	9.13%	8.66%	5.95%	6.88%	5.34%	6.79%
净利润	183	197	142	159	203	277	投入资本收益率	10.66%	9.44%	6.87%	6.91%	4.89%	6.29%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	38	40	51	52	58	63	主营业务收入增长率	12.80%	7.47%	3.35%	3.55%	9.81%	19.03%
非经营收益	4	-15	-6	11	-15	-16	EBIT增长率	11.52%	2.93%	-25.98%	0.16%	22.76%	35.19%
营运资金变动	-81	-173	-59	85	-51	-111	净利润增长率	25.86%	7.65%	-28.16%	12.50%	27.99%	36.18%
经营活动现金净流	144	50	127	307	195	213	总资产增长率	45.43%	13.38%	4.68%	-2.70%	64.86%	6.99%
资本开支	-99	-141	-70	-52	-64	-68	资产管理能力						
投资	-57	-101	0	-1	0	0	应收账款周转天数	20	25	30	25	25	25
其他	1	3	9	10	10	10	存货周转天数	221	245	258	236	236	236
投资活动现金净流	-156	-239	-62	-43	-54	-58	应付账款周转天数	44	46	45	44	44	44
股权募资	611	0	1	0	1,336	0	固定资产周转天数	94	142	135	132	121	102
债权募资	-138	128	0	-233	-14	1	偿债能力						
其他	-74	-62	-72	0	-53	-67	净负债/股东权益	-40.00%	-22.91%	-22.07%	-28.30%	-57.68%	-57.16%
筹资活动现金净流	399	66	-71	-233	1,269	-66	EBIT利息保障倍数	-62.1	197.2	39.3	-14.4	-7.6	-6.3
现金净流量	387	-123	-5	31	1,410	89	资产负债率	16.91%	20.34%	22.04%	15.26%	9.94%	11.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-28	买入	14.20	20.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD