

艺术教育、影视传媒齐发力，转型综合文化企业

——珠江钢琴（002678）2015 年报点评

2016 年 03 月 31 日

推荐/首次

珠江钢琴

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
孙金琦	联系人	
	sun_jq@dxzq.net.cn	010-66554026

事件：

公司 2015 年营业收入为 14.7 亿元，同比增速 0.04%；归属于上市公司股东的净利润为 1.46 亿元，同比增速 3.44%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.43 亿元，同比增速 2.30%；基本每股收益为 0.15 元/股。其中，公司 15Q4 单季营业收入为 3.63 亿元，同比增速 2.84%；归属于上市公司股东的净利润为 2396 万元，同比增速 22.37%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	342.42	392.39	353.21	383.42	323.67	399.63	363.23
增长率（%）	-0.69%	2.34%	5.56%	0.55%	-5.47%	1.85%	2.84%
毛利率（%）	30.25%	28.92%	26.36%	31.07%	30.25%	25.99%	27.76%
期间费用率（%）	14.58%	18.17%	23.72%	16.23%	12.03%	16.99%	23.37%
营业利润率（%）	13.51%	10.22%	4.63%	14.46%	13.64%	8.54%	7.75%
净利润（百万元）	38.87	32.60	19.58	46.94	44.13	31.19	24.46
增长率（%）	-07.33%	-37.17%	-52.05%	-06.98%	13.54%	-04.33%	24.95%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.03	0.02	0.05	0.05	0.03	0.03
资产负债率（%）	19.93%	19.59%	22.04%	20.97%	22.67%	22.43%	21.63%
净资产收益率（%）	2.12%	1.75%	1.06%	2.48%	2.35%	1.64%	1.27%
总资产收益率（%）	1.70%	1.41%	0.82%	1.96%	1.82%	1.27%	0.99%

观点：

公司有效控制费用，营业收入保持稳定。收入方面：公司2015年实现营业收入14.7亿元，同比增长0.04%；实现净利润1.47亿元，同比增长3.7%，营业收入保持稳定。盈利能力方面：公司2015年销售毛利率为28.69%，净利率9.98%，分别较2014年提高0.19个百分点和0.35个百分点，盈利能力有所提高。我们认为公司营业收入稳定、盈利能力小幅提升主要得益于公司对于成本费用的有效控制，2015年公司的销售费用率为5.92%，管理费用率11.1%，分别较2014年下降0.19个百分点和提高0.37个百分点，销售费用率的下降主要是促销费用以及宣传费用较2014年略有减少，管理费用率小幅提高主要是公司2015年加大研发力度，研发费用的增加所致。

数码钢琴业务快速增长，传统钢琴产品发力中高端。公司2015年数码钢琴业务收入为7379万元，较2014年的5241万元增长40.79%，2015年数码钢琴销售量为30669台，较2014年的22667台增长了35.3%。公司2015年钢琴产品的收入为13.7亿元，较2014年下降1.66%，主要是2015年钢琴产品的销售量较2014年略有下降，2015年公司的钢琴销售量为131590台，较2014年的销售量135972台减少了3.22%。不同系列的产品中，高端系列凯撒堡钢琴的销售量同比增长17.14%，表明在钢琴整体销售量保持稳定的趋势下，中高档钢琴的需求正在快速增长。因此公司积极推进中高端高琴产品的布局，通过收购高端钢琴品牌集团德国舒密尔控股提升公司在高端钢琴领域的核心竞争力。舒密尔控股是德国最大的钢琴生产企业，主要拥有产品系列：Konzert、Classic、International、Wilhelm等。

销售模式持续升级。线下方面：公司与经销商合作，营销网络遍布全球。国内以广州和北京为中心，销售网点数量约为300个，服务网点数量约为200个。国际以亚洲和欧美为中心，销售网点数量约为200个。线上方面：公司不断推进电商销售模式，建立了天猫、京东官方旗舰店。同时公司在2016年1月公布的定增预案中表示未来将打造珠江乐器云服务平台，通过该平台与钢琴用户和其他乐器用户对接，了解并掌握用户的需求，为用户提供物流配送、钢琴调律、钢琴维修、产品咨询等服务，最终形成“线上交易、线下体验”的销售格局。我们认为建立珠江乐器云服务平台，有利于提高公司用户的购物以及服务体验，进一步提高公司的品牌知名度。

成立文化产业并购基金，加速艺术教育领域布局。2015年公司的文化服务业及其他业务合计收入2139万元，较2014年723万元的收入大幅提高195.85%。公司于2014年12月投资设立文化产业并购基金，帮助提升公司对文化艺术教育领域的投资能力，帮助公司提前锁定并购标的。2015年公司通过文化教育产业并购基金增资趣乐科技，发挥趣乐科技集乐谱分享、乐器学习、演奏分享为一体的音乐在线教育云社区的功能；设立合资公司珠江埃诺，从事数字化课程开发、加盟管理以及周边产品销售等服务；参股上海知音文化股份有限公司，知音文化是珠江钢琴的主要经销商之一，公司参股知音文化，可以整合、共享双方在艺术教育、互联网教学、音乐衍生产品等方面的资源。未来公司还将开拓艺术教育以及拓展专业艺考培训市场。我们认为公司通过资本运作、股权投资的方式对音乐教育产业链相关标的进行整合，可以进一步推动珠江钢琴在艺术教育领域的发展，加快公司向综合文化企业的转型，进一步提升公司的盈利能力。

把握IP网络剧崛起机遇，合理布局传媒领域。随着2015年以《盗墓笔记》、《花千骨》为代表的一系列IP网络剧在国内影视市场的走红，公司通过珠广传媒发起成立了文化传媒产业并购基金，帮助实现对影视传媒领域的合理布局。公司主要通过珠广传媒开展影视类业务，通过八斗米开展传媒类业务。2015年珠广传媒共投资了两部电影和六部电视剧，分别为《电子狂魔》、《未知人生》、《过界》、《太太万岁》、《因为爱情有幸福》、《情谜睡美人》、《1931年的爱情》以及《男人帮 朋友》。同时珠广传媒还与北京合润德堂文化传媒有限公司签订了《影视剧投资及品牌内容战略合作协议》，在影视剧投资以及品牌营销方面进行合作。报告期内公司通过传媒基金投资海宁北辰影视文化传媒有限公司51%股权，帮助提高公司的电视剧制作水准以及提升产品的发行能力。

结论：

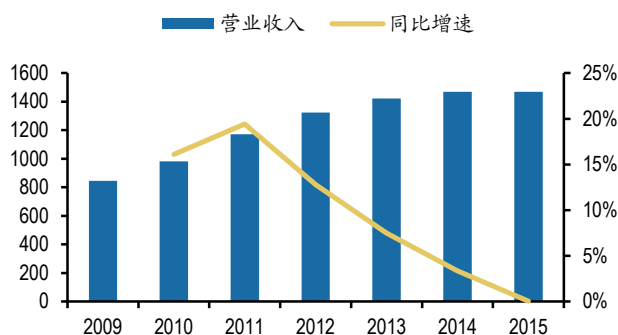
综上所述，公司2015年在立式钢琴、三角钢琴业务方面经营稳健，数码钢琴业务增长迅速，通过文化教育产业并购基金、文化传媒产业并购基金在艺术教育领域、影视传媒领域合理布局，加快公司向综合型文化企业的转型，提升盈利能力。我们预计公司2016年、2017年EPS分别为0.17元/股和0.19元/股，对应P/E分别为72x

和63x。首次覆盖, 给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示:

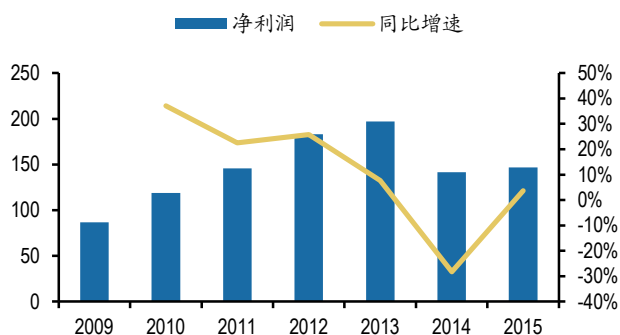
1. 钢琴市场竞争加剧的风险;
2. 影视传媒产业政策的风险。

图 1:珠江钢琴营业收入及其增速



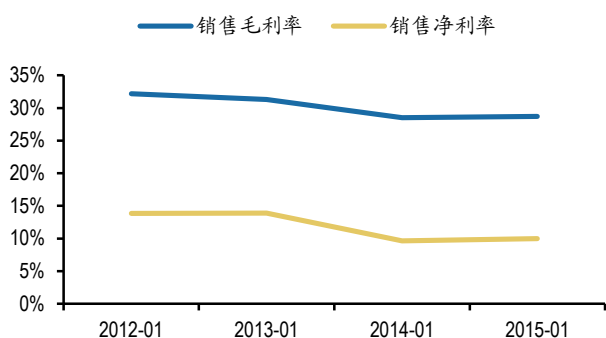
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2:珠江钢琴净利润及其增速



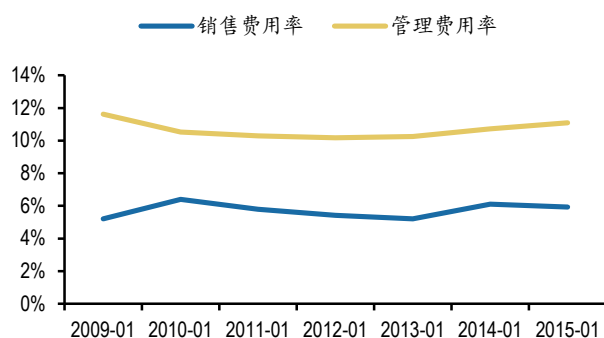
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3:珠江钢琴销售毛利率、净利率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4:珠江钢琴费用率、管理费用率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1453	1548	1696	1850	2009	营业收入	1469	1470	1518	1577	1639
货币资金	536	599	708	833	969	营业成本	1051	1048	1077	1111	1146
应收账款	126	130	132	137	143	营业税金及附加	13	16	15	16	17
其他应收款	3	4	4	4	4	营业费用	90	87	90	93	97
预付款项	13	9	8	8	6	管理费用	157	163	166	169	175
存货	772	737	774	799	818	财务费用	4	4	-2	-6	-7
其他流动资产	2	70	70	70	70	资产减值损失	3.93	2.81	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	920	917	743	667	591	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	73	99	99	99	99	投资净收益	12.82	13.01	10.29	12.04	11.78
固定资产	543.63	563.33	504.12	436.17	368.23	营业利润	163	162	183	206	223
无形资产	82	80	72	64	56	营业外收入	5.42	5.63	5.53	5.53	5.56
其他非流动资产	12	5	0	0	0	营业外支出	3.89	2.41	3.15	3.15	2.91
资产总计	2373	2464	2439	2516	2600	利润总额	164	165	185	209	225
流动负债合计	404	365	275	279	283	所得税	23	18	24	27	28
短期借款	0	90	0	0	0	净利润	142	147	161	182	198
应付账款	131	134	134	138	143	少数股东损益	0	1	1	1	1
预收款项	7	5	5	4	4	归属母公司净利润	141	146	160	181	197
一年内到期的非流	128	0	0	0	0	EBITDA	294	293	257	277	292
非流动负债合计	119	169	100	100	100	BPS (元)	0.15	0.15	0.17	0.19	0.21
长期借款	0	100	100	100	100	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	523	533	375	379	383	成长能力					
少数股东权益	10	12	13	14	15	营业收入增长	3.35%	0.04%	3.27%	3.91%	3.93%
实收资本(或股本)	956	956	956	956	956	营业利润增长	-23.41	-0.63%	13.07%	12.76%	7.90%
资本公积	318	318	318	318	318	归属于母公司净利润	9.59%	13.24%	9.59%	13.24%	8.48%
未分配利润	488	559	583	610	639	获利能力					
归属母公司股东权	1840	1919	1984	2057	2135	毛利率(%)	28.50%	28.69%	29.08%	29.57%	30.09%
负债和所有者权	2373	2464	2372	2449	2533	净利率(%)	9.63%	9.98%	10.61%	11.55%	12.05%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	127	189	185	215	235	偿债能力					
净利润	142	147	161	182	198	资产负债率(%)	22%	22%	16%	15%	
折旧摊销	126.99	127.25	0.00	75.94	75.94	流动比率	3.60	4.25	6.18	6.64	
财务费用	4	4	-2	-6	-7	速动比率	1.69	2.22	3.36	3.77	
应收账款减少	0	0	-2	-5	-6	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	-1	总资产周转率	0.63	0.61	0.63	0.65	
投资活动现金流	-62	-48	108	12	12	应收账款周转率	12	12	12	12	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.26	11.08	11.32	11.57	
长期股权投资减少	0	0	94	0	0	每股指标(元)					
投资收益	13	13	10	12	12	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.15	0.17	0.19	
筹资活动现金流	-70	-81	-185	-103	-111	每股净现金流(最新)	0.00	0.06	0.11	0.13	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	1.92	2.01	2.08	2.15	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	79.80	79.80	71.53	63.17	
资本公积增加	-6	0	0	0	0	P/B	6.22	5.96	5.77	5.56	
现金净增加额	-4	60	109	124	136	EV/EBITDA	37.54	37.66	42.12	38.70	

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

孙金琦

轻工造纸行业研究员，硕士研究生，2015年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。