



东兴证券
DONGXING SECURITIES

智能钢琴助推业绩稳健增长

——海伦钢琴（300329）2016 半年报报点评

2016 年 08 月 25 日

推荐/维持

海伦钢琴

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 2016H1 实现营业收入 1.79 亿元,较去年同期增长 2.32%;归属于上市公司股东的净利润为 0.18 亿元,同比增长 14.48%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 0.13 亿元,同比增长 8.34%;基本每股收益为 0.07 元/股。

观点:

经营业绩稳步增长,盈利能力保持稳健。经营业绩方面:公司主营业务仍以钢琴及乐器配件为主,2016 上半年实现营业收入1.79亿元,归属于上市公司股东的净利润0.18亿元,分别较去年同期增长2.32%和 14.48%。分季度来看,公司Q2实现营业收入0.97亿元,归属于上市公司股东的净利润为0.09亿元,分别较去年同期增长7.9%和1.4%,公司业绩稳步增长,主要原因是公司主营产品销售量的增加,报告期内,其销售钢琴13846台,较同期增加572台,同比增长4.31%;盈利能力方面,2016H1公司销售毛利率为 26.99%,销售净利率为9.89%,分别较去年同期下降1.66个百分点和增长0.93个百分点。其中2016Q2 公司销售毛利率为26.87%,较去年同期下降1.35个百分点,较2016Q1下降0.26个百分点;二季度公司销售净利率为9.15%,较去年同期减少0.78个百分点,较一季度减少1.6个百分点,公司的盈利能力保持稳健。报告期内公司的销售费用为0.11亿元,较去年同期增加了26.03%,主要是公司销售的乐器产品种类不断增多,并拓宽了产品营销渠道,加强了线下门店及线上电商平台的同步运作,特别是电子商务营运费用增加;管理费用为0.23亿元,较去年同期减少了0.52%,主要是随着钢琴生产扩建项目大规模投入使用,公司管理经营理念不断提升,提升了管理效率。费用率总体表现稳定,Q2销售费用率为6.38%,较去年同期增加1.68个百分点,管理费用率为13.52%,较去年同期减少1.55个百分点。

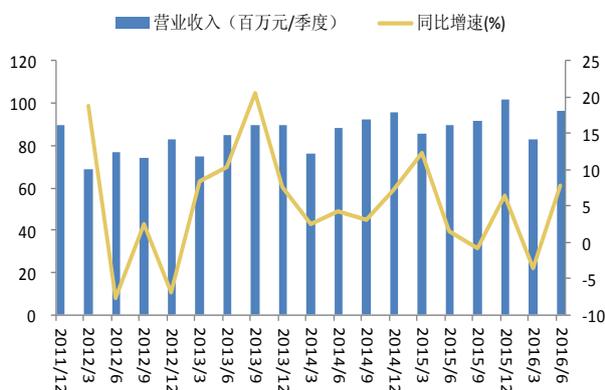
加强技术研发创新,提升公司核心竞争力。海伦钢琴依托钢琴制造工程技术中心,通过与国际品牌贝希斯坦、捷克佩卓夫等技术战略合作,积极引进国外钢琴先进技术和工艺检测技术,以确保海伦钢琴技术的核心竞争力和创新力。报告期内,公司拥有4项科技研发项目,即2款立式钢琴,1款三角钢琴,1款电声钢琴,研发费用共计691.56万元,占营业收入的3.85%。2016年5月公司成功召开了第九届全国经销商大会暨新产品发布会,升级版的DGI、GUAI、DUAI、DUQI、DUQIII、DUQIV等智能电钢琴新品及VD6、VD8传统钢琴均体现了公司扎实创新的技术优势。我们认为公司持续推动新产品的研发,不仅可以满足钢琴用户对钢琴产品的新生需求及潜在需求,而且也有助于公司提高市场占有率及核心竞争力。

结论:

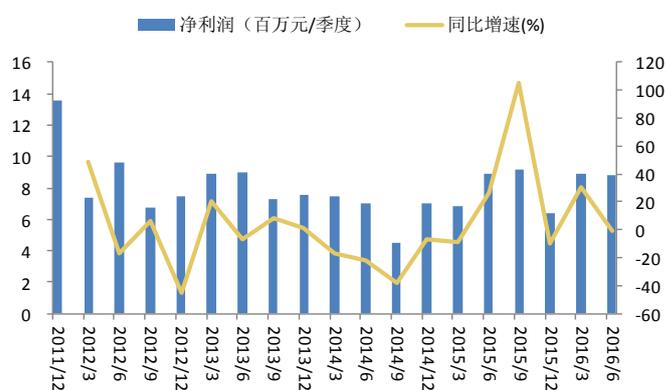
公司业绩稳步增长, 盈利能力保持稳健, 技术研发的持续推动增强了公司的市场占有率及核心竞争力。我们预计公司2016年、2017年EPS分别为0.16元/股和0.18元/股, 对应P/E分别为113x和101x, 维持“推荐”的投资评级。

风险提示:

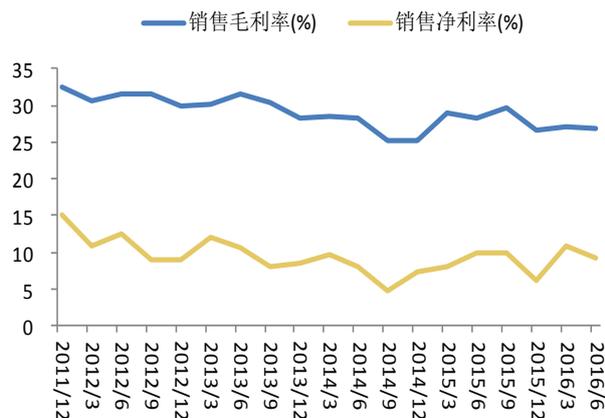
- 1.智能钢琴与线上线下艺术培训教育项目存在技术风险与市场不确定性。
- 2.钢琴行业市场竞争和人才竞争日趋激烈, 公司存在人才流失及人才短缺的风险。

图 1:海伦钢琴营业收入及其增速 (季度)


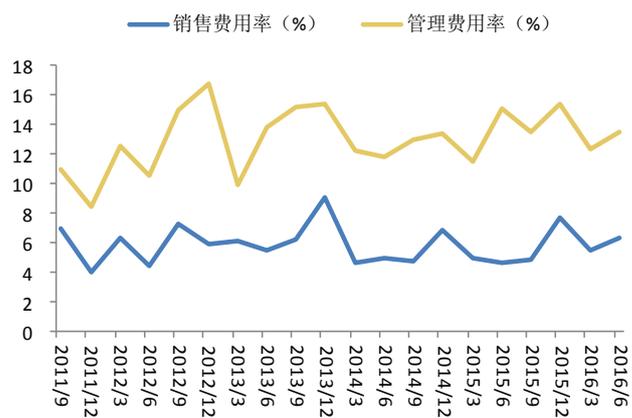
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2:海伦钢琴净利润及其增速 (季度)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 3:海伦钢琴销售毛利率、净利率 (季度)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4:海伦钢琴销售费用率、管理费用率 (季度)


资料来源: Wind, 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	437	637	690	748	801	营业收入	353	369	410	455	503
货币资金	164	335	364	378	395	营业成本	259	264	293	324	357
应收账款	86	92	101	113	124	营业税金及附加	2	3	2	3	3
其他应收款	2	2	2	2	2	营业费用	19	21	29	32	36
预付款项	13	17	21	25	30	管理费用	45	51	45	49	55
存货	163	178	191	215	235	财务费用	1	-1	-3	-4	-4
其他流动资产	3	1	1	1	1	资产减值损失	0.54	0.85	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	232	252	209	183	157	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	6	6	6	6	投资净收益	0.00	0.41	0.21	0.31	0.26
固定资产	196.50	196.09	176.52	152.73	128.94	营业利润	27	30	45	50	57
无形资产	23	25	22	20	17	营业外收入	3.33	6.53	5.70	6.11	5.91
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.53	0.45	0.49	0.47	0.48
资产总计	668	890	899	930	957	利润总额	30	36	50	56	62
流动负债合计	121	112	106	119	127	所得税	4	5	10	11	12
短期借款	37	6	0	0	0	净利润	26	31	40	45	50
应付账款	49	42	50	53	60	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	3	3	3	3	2	归属母公司净利润	26	31	40	44	49
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	67	70	68	73	79
非流动负债合计	0	0	-1	-1	-2	BPS (元)	0.19	0.13	0.16	0.18	0.20
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	121	112	105	118	125	成长能力					
少数股东权益	7	4	5	5	6	营业收入增长	4.27%	4.53%	11.20%	10.80%	10.60%
实收资本(或股本)	134	251	251	251	251	营业利润增长	-10.89	12.50%	47.74%	11.78%	12.87%
资本公积	261	350	350	350	350	归属于母公司净利润	28.07%	11.64%	28.07%	11.64%	11.27%
未分配利润	127	150	156	162	170	获利能力					
归属母公司股东权	540	773	789	807	826	毛利率(%)	26.75%	28.35%	28.55%	28.70%	28.95%
负债和所有者权	668	890	899	930	957	净利率(%)	7.37%	8.48%	9.76%	9.82%	9.87%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.84%	3.48%	4.41%	4.76%	5.15%
单位:百万元						ROE(%)	4.76%	4.01%	5.03%	5.49%	5.97%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
经营活动现金流	5	46	39	38	42	资产负债率(%)	18%	13%	12%	13%	
净利润	26	31	40	45	50	流动比率	3.61	5.71	6.52	6.27	6.32
折旧摊销	38.86	41.05	25.75	26.25	26.25	速动比率	2.26	4.11	4.72	4.47	4.47
财务费用	1	-1	-3	-4	-4	营运能力					
应收账款减少	0	0	-10	-11	-12	总资产周转率	0.53	0.47	0.46	0.50	0.53
预收帐款增加	0	0	-1	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4	4
投资活动现金流	-25	-44	17	0	0	应付账款周转率	7.13	8.10	8.90	8.78	8.89
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	7	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.13	0.16	0.18	0.20
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.31	0.68	0.11	0.06	0.06
筹资活动现金流	-22	170	-27	-23	-26	每股净资产(最新摊)	4.03	3.08	3.14	3.21	3.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	93.79	138.68	112.82	101.06	90.82
普通股增加	0	117	0	0	0	P/B	4.42	5.79	5.68	5.55	5.42
资本公积增加	0	89	0	0	0	EV/EBITDA	33.68	58.95	60.66	56.38	51.68
现金净增加额	-42	172	29	15	16						

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，9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。