

珠江钢琴 (002678.SZ)

家用轻工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

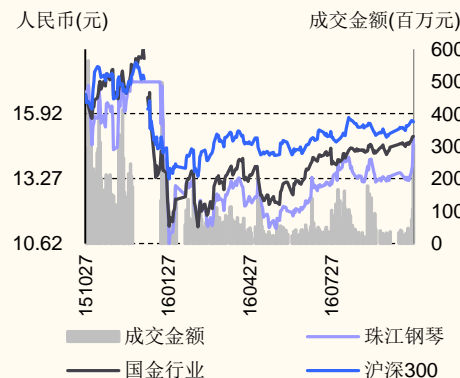
市场价格(人民币): 14.95元

教育平台布局前景明朗

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)	953.63
总市值(百万元)	14,292.20
年内股价最高最低(元)	17.51/10.62
沪深300指数	3354.80
深证成指	10817.51



相关报告

1. 《珠江钢琴 2016 年半年报点评-产品结构升级, 大文化转型稳步推...》, 2016.8.10
2. 《珠江钢琴 2015 年年报点评-钢琴业务调结构, 教育、传媒业务奠...》, 2016.3.31
3. 《建平台加码文化教育, 藉收购提升品牌定位-珠江钢琴重大事项点评》, 2016.1.19

揭力

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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.15	0.15	0.17	0.21	0.26
每股净资产(元)	1.92	2.01	2.12	2.17	2.34
每股经营性现金流(元)	0.13	0.20	0.36	0.15	0.16
市盈率(倍)	89	113	89	73	58
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	67	67	67
净利润增长率(%)	-28.16%	3.44%	10.08%	22.27%	26.21%
净资产收益率(%)	7.67%	7.61%	7.92%	9.48%	11.08%
总股本(百万股)	956.00	956.00	956.00	956.00	956.00

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 年前三季度, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 11.66 亿元、1.27 亿元和 1.15 亿元, 同比分别增长 5.32%、降低 5.22%和 5.57%。实现全面摊薄 EPS0.12 元/股, 符合预期。经营活动净现金流为-5,589.72 万元, 低于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为-2.96%/11.68%/8.11%, 归母净利润同比增速分别为-8.31%/-10.19%/5.15%。公司同时预计 2016 年全年归母净利润变动区间为-10%-10%。

经营分析

- 营收小幅增长, 管理费用拖累业绩。前三季度, 公司收入略有增长(+5.32%), 主营业务毛利率提升至 31.17% (+2.17pct.)。期间费用率增长 3.33pct.。其中, 销售费用率、管理费用率与财务费用率均有所增长(1.14pct./1.97pct./0.21pct.), 主要系由于公司收购舒密尔导致费用增加所致。此外, 公司归母净利润率为 9.89% (-1.14pct.)。整体来看, 目前海外钢琴市场低迷, 国内钢琴市场竞争白热化, 进口二手钢琴对国产品牌的冲击依旧严重, 公司依靠高端产品及数码乐器的放量实现整体营收正增长, 同时文化教育业务稳步推进。
- 声学钢琴品牌影响力持续提升。2016 年, 珠江钢琴欧洲子公司以自有资金收购舒密尔控股 (SVG) 90% 股权, SVG 是德国最大的钢琴生产企业, 产品定位中高端。收购完成后, SVG 可以借助珠江钢琴在国内的优势进一步打开中国市场, 提高销售规模 and 市场份额; 而公司可以进一步优化钢琴产品结构, 提升高端产品占比, 形成在高、中和普及各档次均具有较强国际竞争力的品牌体系。此外, 在 9 月杭州 G20 峰会文艺晚会以及其他重要国家级活动上, 公司旗下子品牌“珠江·恺撒堡钢琴”都被选为唯一指定用琴, 充分说明了公司在国产钢琴中的品牌地位, 有助推动公司产品市场开发。
- “云服务”平台正式上线, 打造钢琴后服务领域生态系统。为提高公司的后服务水平, 增强消费粘性, 实现业务增值, 公司成立了乐器云服务平台, 负责为用户提供多项售后增值服务。7 月, 公司与阿里达成战略合作, 阿里将为公司“云上钢琴服务”平台提供全面技术支持。9 月, 91 琴趣“云上钢琴”生态平台正式上线, 目前已开放的功能包括钢琴调律及其他相关服务体系, 后续将逐步完善其他乐器后服务平台功能。公司将通过打造钢琴后服务

领域的生态系统，把“珠江乐器云服务云平台”打造成中国第一家钢琴后服务市场生态公司。

- **加速打造文化教育第二主业，促进公司业务转型与升级。**9月，公司二次修订非公开发行项目，募集资金不超过10.93亿元，用于广州文化产业创新创业孵化园项目、增城国家文化产业基地项目（二期）、全国文化艺术教育中心建设项目、珠江乐器云服务平台建设项目、补充流动资金五个项目。目前全资子公司恺撒堡已竞得增城区一处国有建设用地使用权，为建设增城二期项目厂区提供了保障。10月25日，公司公告投资建设《广州珠江钢琴集团股份有限公司增城产业基地文化中心项目》，项目建成后增城产业基地配套设施建设将进一步完善。同时为加速文化教育第二主业升级，公司公告与人民音乐出版社签订合作意向书，双方将共同建设“教材研发与课程推广中心”。音乐出版社在国内外享有重要学术地位和影响力，预计此次合作将有利于提高公司钢琴教学研究实力和教学产品的竞争力，在提升公司品牌及企业形象的同时加速推进公司艺术教育产业发展。

风险因素

- 募投项目进度不及预期风险；钢琴制造业竞争加剧风险；文化产业扩张的经营管理风险；本次非公开发行审批风险。

盈利预测与投资建议

- 公司在做强钢琴主业基础上，积极延伸文化教育产业，同时把握钢琴后服务市场，构建“制造-租售-服务-教育”的产业链闭环，以实现公司做强钢琴主业、做大文化产业的战略目标。预期公司收购舒密尔后加大研发力度带来管理费用的持续增加，我们维持公司2016-2018年EPS预测为0.17/0.21/0.26元/股（三年CAGR19.3%），对应PE分为89/73/58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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,422	1,469	1,470	1,536	1,809	2,235	货币资金	542	536	599	716	651	665
增长率	3.3%	0.0%	4.5%	17.8%	23.6%		应收款项	123	129	133	111	131	162
主营业务成本	-977	-1,051	-1,048	-1,096	-1,294	-1,590	存货	713	772	737	729	861	1,058
%销售收入	68.7%	71.5%	71.3%	71.3%	71.5%	71.1%	其他流动资产	11	15	79	18	20	25
毛利	445	419	422	440	515	646	流动资产	1,388	1,453	1,548	1,574	1,664	1,910
%销售收入	31.3%	28.5%	28.7%	28.7%	28.5%	28.9%	%总资产	61.2%	61.2%	62.8%	63.4%	64.2%	66.9%
营业税金及附加	-12	-13	-16	-14	-16	-18	长期投资	200	209	233	234	233	233
%销售收入	0.8%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	固定资产	567	589	572	586	597	605
营业费用	-74	-90	-87	-90	-98	-118	%总资产	25.0%	24.8%	23.2%	23.6%	23.0%	21.2%
%销售收入	5.2%	6.1%	5.9%	5.9%	5.4%	5.3%	无形资产	87	84	82	89	97	105
管理费用	-146	-157	-163	-171	-199	-241	非流动资产	879	920	917	910	928	945
%销售收入	10.3%	10.7%	11.1%	11.2%	11.0%	10.8%	%总资产	38.8%	38.8%	37.2%	36.6%	35.8%	33.1%
息税前利润 (EBIT)	214	158	156	165	202	268	资产总计	2,267	2,373	2,464	2,484	2,592	2,855
%销售收入	15.0%	10.8%	10.6%	10.8%	11.2%	12.0%	短期借款	0	128	90	0	0	0
财务费用	-1	-4	-4	4	7	7	应付款项	216	237	227	242	285	350
%销售收入	0.1%	0.3%	0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	其他流动负债	42	39	47	103	123	154
资产减值损失	-5	-4	-3	0	0	0	流动负债	258	404	365	344	408	503
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	128	0	100	100	100	101
投资收益	5	13	13	5	5	5	其他长期负债	75	119	69	0	0	0
%税前利润	2.2%	7.8%	7.9%	2.8%	2.3%	1.8%	负债	461	523	533	444	508	604
营业利润	213	163	162	174	214	279	普通股股东权益	1,797	1,840	1,919	2,028	2,072	2,238
营业利润率	15.0%	11.1%	11.0%	11.4%	11.8%	12.5%	少数股东权益	9	10	12	12	12	12
营业外收支	18	2	3	6	6	6	负债股东权益合计	2,267	2,373	2,464	2,484	2,592	2,855
税前利润	231	164	165	181	220	286	比率分析						
利润率	16.2%	11.2%	11.2%	11.8%	12.2%	12.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-33	-23	-18	-20	-24	-38	每股指标						
所得税率	14.5%	13.9%	11.1%	11.0%	10.8%	13.2%	每股收益	0.21	0.15	0.15	0.17	0.21	0.26
净利润	197	142	147	161	196	248	每股净资产	1.88	1.92	2.01	2.12	2.17	2.34
少数股东损益	1	0	1	0	0	0	每股经营现金净流	0.05	0.13	0.20	0.36	0.15	0.16
归属于母公司的净利润	196	141	146	161	196	248	每股股利	0.12	0.07	0.07	0.06	0.07	0.09
净利率	13.8%	9.6%	9.9%	10.5%	10.9%	11.1%	回报率						
							净资产收益率	10.93%	7.67%	7.61%	7.92%	9.48%	11.08%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.66%	5.95%	5.92%	6.47%	7.58%	8.69%
净利润	197	142	147	161	196	248	投入资本收益率	9.44%	6.87%	6.51%	6.87%	8.25%	9.89%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	40	51	53	52	57	63	主营业务收入增长率	7.47%	3.35%	0.04%	4.47%	17.77%	23.60%
非经营收益	-15	-6	-4	22	-4	-4	EBIT 增长率	2.93%	-25.98%	-1.59%	6.19%	22.22%	32.65%
营运资金变动	-173	-59	-7	108	-102	-154	净利润增长率	7.65%	-28.16%	3.44%	10.08%	22.27%	26.21%
经营活动现金净流	50	127	189	343	147	153	总资产增长率	13.38%	4.68%	3.83%	0.82%	4.34%	10.12%
资本开支	-141	-70	-36	-64	-69	-74	资产管理能力						
投资	-101	0	-23	-1	0	0	应收账款周转天数	25	30	32	25	25	25
其他	3	9	11	5	5	5	存货周转天数	245	258	263	243	243	243
投资活动现金净流	-239	-62	-48	-60	-64	-69	应付账款周转天数	46	45	46	45	45	45
股权募资	0	1	1	0	-88	0	固定资产周转天数	142	135	140	137	118	97
债权募资	128	0	62	-158	0	1	偿债能力						
其他	-62	-72	-142	-8	-60	-72	净负债/股东权益	-22.91%	-22.07%	-21.18%	-30.20%	-26.46%	-25.07%
筹资活动现金净流	66	-71	-79	-166	-148	-71	EBIT 利息保障倍数	197.2	39.3	40.6	-38.8	-28.5	-41.0
现金净流量	-123	-5	63	117	-65	14	资产负债率	20.34%	22.04%	21.63%	17.89%	19.61%	21.18%

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
2	2016-01-19	买入	17.21	N/A
3	2016-03-31	买入	12.40	N/A
4	2016-08-10	买入	14.19	N/A

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 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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%以上。

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