

强烈推荐-A (维持)

海伦钢琴 300329.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 18.5 元
 2016 年 11 月 24 日

公司教育培训业务2017年有望守得云开见月明

基础数据

上证综指	3241
总股本(万股)	25129
已上市流通股(万股)	24116
总市值(亿元)	46
流通市值(亿元)	45
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	4.1
资产负债率	12.5%
主要股东	宁波北仑海伦投资有
主要股东持股比例	27.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-7	-17
相对表现	-2	-20	-9

相关报告

- 1、《海伦钢琴(300329)——智能钢琴研发助推线上、线下双渠道发展美学教育》2016-04-25
- 2、《海伦钢琴(300329)——美学教育引领教育改革 社会美育资源加速整合》2015-09-29
- 3、《海伦钢琴(300329)——万事俱备,即将展翅高飞!》2015-08-26

郑恺

021-68407559
 zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

濮冬燕

021-68407301
 pudy@cmschina.com.cn
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
 S1090515090001

公司自 14 年开始转型艺术培训业务已有 2 年时间,始终坚定不移坚持自主研发掌握核心竞争力。我们认为其教育培训业务 2017 年有望守得云开见月明,2016-2018 年 EPS 分别为 0.13、0.16、0.20 元,维持“强烈推荐-A”。

□ **厚积薄发,品牌价值获得国际市场认可。**近日公司董事长陈海伦夫妇获得了今年的“熊彼特奖”(欧洲中央银行行长德拉吉(2014年)、英国经济学家斯特恩(2015年)),这是中国企业家首次荣获此项大奖。公司从生产钢琴配件到制造整架钢琴,再到产品研发设计获得国际知名奖项(2012-2014年斩获 MMR 奖项,15 年获得 MMR 终身成就奖),品牌价值已获得国际认可。

□ **教育培训各项业务明年将逐步释放成果!**

1) 公司前期艺术教育的合作方已相对成熟,其中 8 家发展稳定,后续公司有望根据协议提高参股比例直至控股。

2) “6+1”海伦智能钢琴教室”今年年底进入推广阶段,这些教室将统一使用公司的智能电钢、培训教材和教学方法,促进小型培训室品牌化、规范化发展。

3) 公司的智能钢琴 14 年底开始自主开发,目前主板、自主震动机已经进入使用阶段,数字功放投入市场实验阶段,静音、自动演奏和三触点键盘经过测试后即可使用,音源部分还在进一步改进中,明年有望产品推向市场。

4) 公司与维也纳音乐与表演艺术大学合作,其是世界上最大并且最著名的公立性音乐高等院校之一,在音乐早教方面拥有深厚积累。公司将引进课程及其优秀的毕业生,充分利用海伦的品牌和渠道在中国开展音乐启蒙教育。

□ **维持“强烈推荐-A”。**我们认为一个企业能否成功取决于老板的长期眼光和执行力,公司钢琴产品已获得国际市场认可。公司自 14 年开始转型艺术培训业务已有 2 年时间,始终坚定不移坚持自主研发掌握核心竞争力。公司教育培训业务 2017 年有望守得云开见月明,2016-2018 年 EPS 分别为 0.13、0.16、0.20 元,维持“强烈推荐-A”;

□ **风险提示:线上、线下双渠道艺术培训项目展低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	353	369	407	449	484
同比增长	4%	5%	10%	10%	8%
营业利润(百万元)	27	30	33	40	50
同比增长	-11%	12%	10%	20%	25%
净利润(百万元)	26	31	34	40	49
同比增长	-20%	21%	9%	18%	23%
每股收益(元)	0.10	0.12	0.13	0.16	0.20
PE	181.1	150.1	137.1	116.1	94.5
PB	4.6	6.0	5.8	5.6	5.4

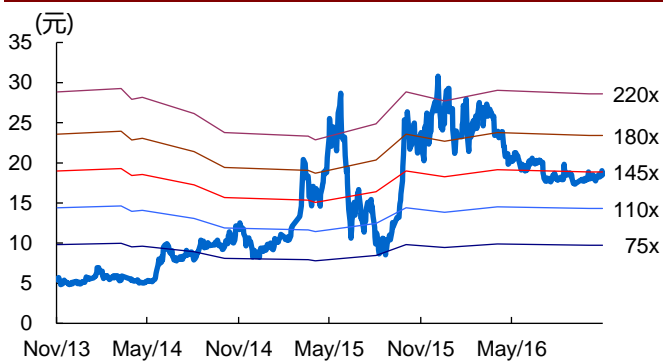
资料来源:公司数据、招商证券

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	353	369	407	449	484
营业成本	259	264	292	320	342
营业税金及附加	2	3	3	3	3
营业费用	19	21	25	28	30
管理费用	45	51	59	65	70
财务费用	1	(1)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	5	10
营业利润	27	30	33	40	50
营业外收入	3	7	7	7	7
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	30	36	40	46	56
所得税	4	5	5	6	7
净利润	26	31	34	40	50
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	26	31	34	40	49
EPS (元)	0.10	0.12	0.13	0.16	0.20

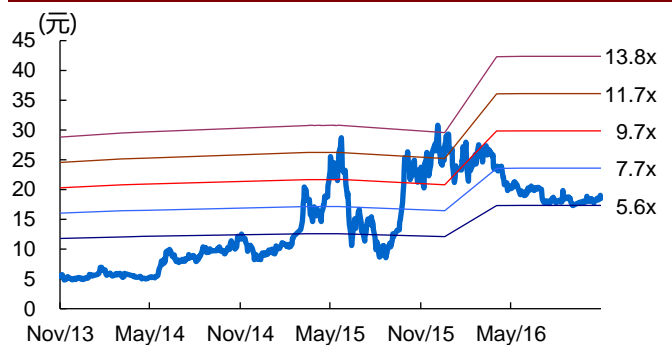
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 海伦钢琴历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 海伦钢琴历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《海伦钢琴 (300329) —智能钢琴研发助推线上、线下双渠道发展美学教育》2016-04-25
- 2、《海伦钢琴 (300329) —美学教育引领教育改革 社会美育资源加速整合》2015-09-29
- 3、《海伦钢琴 (300329) —万事俱备, 即将展翅高飞! 》2015-08-26
- 4、《海伦钢琴 (300329) —市场整合稳步推进, 规范化、品牌化管理体系全面实施》2015-08-18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	437	637	669	674	690
现金	164	335	342	316	305
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	12	14	15	16
应收款项	86	92	94	104	112
其它应收款	2	2	2	2	2
存货	163	178	196	215	230
其他	16	19	21	23	24
非流动资产	232	252	283	311	336
长期股权投资	0	6	6	6	6
固定资产	197	196	234	264	292
无形资产	23	25	22	20	18
其他	12	25	21	20	20
资产总计	668	890	951	985	1026
流动负债	121	112	145	149	152
短期借款	37	6	31	24	20
应付账款	49	42	46	50	54
预收账款	3	3	4	4	4
其他	32	61	65	70	73
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	121	112	146	149	153
股本	134	251	251	251	251
资本公积金	261	350	350	350	350
留存收益	145	172	200	230	267
少数股东权益	7	4	5	5	6
归属于母公司所有者权益	540	773	801	831	868
负债及权益合计	668	890	951	985	1026

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	5	46	34	33	44
净利润	26	31	34	40	49
折旧摊销	17	18	19	22	24
财务费用	3	1	(2)	(2)	(2)
投资收益	0	(0)	(3)	(5)	(10)
营运资金变动	(41)	(11)	(15)	(24)	(19)
其它	0	7	0	1	1
投资活动现金流	(25)	(44)	(50)	(50)	(50)
资本支出	(25)	(27)	(50)	(50)	(50)
其他投资	0	(17)	0	0	0
筹资活动现金流	(22)	170	23	(10)	(4)
借款变动	(14)	(34)	25	(6)	(4)
普通股增加	0	117	0	0	0
资本公积增加	0	89	0	0	0
股利分配	(6)	(4)	(6)	(10)	(12)
其他	(1)	1	5	7	12
现金净增加额	(42)	172	7	(27)	(11)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	353	369	407	449	484
营业成本	259	264	292	320	342
营业税金及附加	2	3	3	3	3
营业费用	19	21	25	28	30
管理费用	45	51	59	65	70
财务费用	1	(1)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	5	10
营业利润	27	30	33	40	50
营业外收入	3	7	7	7	7
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	30	36	40	46	56
所得税	4	5	5	6	7
净利润	26	31	34	40	50
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	26	31	34	40	49
EPS (元)	0.10	0.12	0.13	0.16	0.20

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	4%	5%	10%	10%	8%
营业利润	-11%	12%	10%	20%	25%
净利润	-20%	21%	9%	18%	23%
获利能力					
毛利率	26.7%	28.3%	28.3%	28.8%	29.2%
净利率	7.3%	8.4%	8.3%	8.9%	10.2%
ROE	2.5%	4.0%	4.2%	4.8%	5.7%
ROIC	4.2%	3.2%	3.2%	3.9%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	18.1%	12.6%	15.3%	15.1%	14.9%
净负债比率	5.5%	0.7%	3.2%	2.5%	2.0%
流动比率	3.6	5.7	4.6	4.5	4.5
速动比率	2.3	4.1	3.2	3.1	3.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
应收帐款周转率	4.3	4.1	4.4	4.5	4.5
应付帐款周转率	5.2	5.8	6.6	6.6	6.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.10	0.12	0.13	0.16	0.20
每股经营现金	0.04	0.18	0.14	0.13	0.17
每股净资产	4.03	3.08	3.19	3.31	3.45
每股股利	0.03	0.02	0.04	0.05	0.06
估值比率					
PE	181.1	150.1	137.1	116.1	94.5
PB	4.6	6.0	5.8	5.6	5.4
EV/EBITDA	15.0	14.4	13.0	10.8	9.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），8年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2015年新财富、水晶球、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名，第一财经耐用消费品行业最佳分析师第一名。

濮冬燕，经济学硕士，09年至今任造纸轻工行业分析师，2015年新财富、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名，第一财经耐用消费品行业最佳分析师第一名。

李宏鹏，经济学硕士，5年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2015年新财富、水晶球、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名，第一财经耐用消费品行业最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。