

公司研究

新股研究

建议询价区间: 14-17.5 元

## 民族钢琴品牌的佼佼者

——海伦钢琴(300329)新股研究

### 核心观点

**询价结论:** 我们预计 2012-2014 年全面摊薄每股收益为 0.70 元、0.92 元和 1.14 元, 结合 A 股轻工制造板块上市公司估值水平, 综合考虑公司所处行业地位和成长性, 对应公司 2012 年业绩, 我们给出的市盈率区间为 20 倍-25 倍, 建议询价区间为 14-17.5 元。

### 主要依据:

**公司掌握核心技术 销售渠道丰富** 公司致力于钢琴及核心部件的研发、生产和销售, 通过十余年努力, 已经实现了从钢琴零配件加工、核心部件码克制造到钢琴整机规模化生产的业务结构升级, 2011 年度公司销售钢琴 22,586 架。公司在北京、上海、重庆和武汉等地有较高知名度, 经销商达 264 家, 遍布 30 个省市自治区, 严格控制价格体系, 保障了品牌声誉。公司实施“精品钢琴”的差异化战略, 定位于中高档产品, 中枢价格在 12000 元左右, 国内市场占有率达 3.92%。

**钢琴产业进入壁垒较高** 创立知名钢琴品牌需要长期大量的市场投入, 尤其需要具备较强的技术开发、工艺设计、精密加工等方面的研发创新能力, 虽然钢琴生产的历史有几百多年, 但一架高品质钢琴的生产程序复杂, 存在很多技术诀窍, 没有长期积累是不能获得的。公司拥有一支具有成熟经验的工艺技术人才、研发创新人才、管理人才队伍, 具备较高的综合管理水平, 公司的研发支出占销售额比例长期保持在 3.5%, 自主核心技术产品连续三年收入复合增速达到 23%。

**具备国际影响力的钢琴品牌** 公司连续三年位列美国《音乐贸易》杂志公布的“全球乐器与音响制品供应商 225 强”名单, 2010 年排名 98 位。目前已与 16 个国家及地区 21 个一级经销商建立了经销关系, 覆盖了 300 多家琴行等二级经销商; 2008 年至 2010 年, 海伦钢琴出口额均位列第二名, 其优异品质得到国际业界认可, 成功进入主流市场。

**消费升级带动钢琴普及率提高** 2010 年国内每百户钢琴拥有量 2.62 架, 美国、日本、欧洲等发达国家每百户钢琴拥有量在 2003 年已达到 20-25 架, 国内居民收入水平正处于上升期, 精神文化产品消费占比逐年提高, 我国音乐教育逐步从精英教育开始向大众教育转变, 加之一批青年钢琴家的示范作用, 我国钢琴普及率将继续上升。公司积极筹办各类钢琴比赛, 与大中小学合作开展钢琴教育, 在取得社会效益的同时, 也极大增强了品牌影响力。消费者日趋成熟理性, 40% 的消费者会参考网络评价购买钢琴, 琴师人为推荐因素在逐渐下降。

**风险因素:** 欧美市场需求下降, 可能导致国内钢琴市场竞争加剧。

### 基础数据

总股本(万股)	5022.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	3.37
每股净资产(元)	3.24
建议询价区间(元)	14-17.5

### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	303.09	356.13	431.99	586.20
同比增速(%)	17.50%	21.30%	35.70%	17.50%
净利润(百万)	35.82	47.24	61.49	76.26
同比增速(%)	5.47%	31.87%	30.18%	24.01%
EPS(元)	0.53	0.70	0.92	1.14

研究员: 李韵

电话: 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120006

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 1. 本次发行方案概况

表 1: 发行概况

公司名称	海伦钢琴股份有限公司
公司简称	海伦钢琴
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2012 年 6 月 8 日
申购代码	300329
发行股数 (万股)	1,677
发行方式	网下配售与网上定价
发行后总股本 (万股)	6,699
每股收益 (2011) 年	0.71
发行后全面摊薄每股收益 (2011 年)	0.53
发行前每股净资产 (元)	3.24

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

## 2. 募投项目分析

(1) 钢琴生产扩建项目, 投资额 11,050 万元, 项目投产后将新增钢琴产能 17,500 架/年, 预计 2012 年 10 月建成投产。

(2) 钢琴机芯制造项目, 投资额 5,105 万元, 新建项目达产后将形成钢琴机芯产能 45,000 台/年。公司将拥有更完整产品链条, 更好控制产品品质和性能。

(3) 钢琴技术中心项目, 投资额 2516 万元, 建成后将用于钢琴制造工艺研发、新产品研发、制造技术的应用基础理论研究等, 将有助于提升研发能力, 实现产品升级。

### 3. 盈利预测

表 2: 2012 - 2014 盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	303.09	356.13	431.99	586.20
营业成本	208.40	238.64	287.44	392.87
营业税金及附加	1.96	1.25	1.73	2.73
营业费用	14.98	21.40	26.14	35.64
管理费用	29.30	40.95	49.68	69.17
财务费用	8.01	0.43	-3.95	-2.77
资产减值损失	0.36	0.43	0.51	0.70
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>40.08</b>	<b>53.02</b>	<b>70.44</b>	<b>87.85</b>
营业外收入	3.12	3.27	3.05	3.05
营业外支出	0.54	0.44	0.49	0.47
<b>利润总额</b>	<b>42.67</b>	<b>55.85</b>	<b>73.00</b>	<b>90.44</b>
所得税	6.25	8.38	10.95	13.57
<b>净利润</b>	<b>36.42</b>	<b>47.47</b>	<b>62.05</b>	<b>76.87</b>
少数股东损益	0.60	0.24	0.56	0.61
<b>归属母公司净利润</b>	<b>35.82</b>	<b>47.24</b>	<b>61.49</b>	<b>76.26</b>
EBITDA	47.16	64.19	77.43	99.21
EPS (摊薄)	0.53	0.70	0.92	1.14

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

### 4. 估值与投资建议

我们预计 2012 - 2014 年全面摊薄每股收益为 0.70 元、0.92 元和 1.14 元, 结合 A 股轻工制造板块上市公司估值水平, 综合考虑公司所处行业地位和高成长性, 对应公司 2012 年业绩, 我们给出的市盈率区间为 20 倍 - 25 倍, 建议询价区间为 14 - 17.5 元。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			