证券研究报告

公司研究·新股报告

东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

轻工制造

立足全球中高端钢琴市场

合理价格：9.88 -11.78 元
风险评级：较高风险

海伦钢琴（300329）新股报告

2012 年 6 月 6 日

蒋孟钢
SAC 执业证书编号：S0340109121961
电话：0769-22110785
邮箱：JMG@dgzq.com.cn

投资要点：

✧ **公司是国内少数拥有自主知识产权、自主品牌的知名钢琴生产企业。**自2001年成立以来，海伦钢琴坚持技术创新和自主品牌战略，目前已发展成为国内少数具有自主知识产权、自主核心品牌的中高端钢琴生产企业。2011年，公司钢琴产量突破2万台，产品涵盖立式钢琴、三角钢琴、码克、零配件等。根据中国乐器行业协会出具的说明：2008年至2010年间，在本土品牌钢琴生产企业中，海伦钢琴销售额连续三年位列第三名，出口额均位列第二名，在行业内处于领先地位。

✧ **定位中高端，毛利率高于珠江钢琴 。** 对比珠江钢琴和施坦威乐器，海伦钢琴产品档次居于二者之间，主要定位国内中高端钢琴市场。从综合毛利率上看，近三年海伦钢琴维持在33%左右的水平，基本与珠江钢琴持平并且略高于施坦威乐器。进一步分析，在仅考虑主营业务钢琴的情况下，海伦钢琴毛利率2011 年达到34%，高于珠江钢琴32%的水平，并且基本和施坦威乐器持平。

✧ **未来增长的驱动因素：产能扩张、拓宽渠道和精品化钢琴战略**（1）公司产销率、产能利用率始终维持在高位，产能不足制约了公司的发展，宁波钢琴生产扩建项目基地和钢琴机芯制造项目有望使公司于2014年新增产能超过17,500 架/年，增加超过80%的产能。钢琴机芯制造项目提高核心部件自给率新建钢琴项目达产后形成钢琴机芯产能45,000 台/年，更好控制公司生产钢琴的品质和性能。（2）北方营销中心募投项目将建成后将用于钢琴制造工艺技术的研发、高难度新产品研发，有助于实现产品的技术升级。未来 开发重点主要包括立式钢琴系列，争取完成普及型、中高档及智能钢琴产品的全线覆盖（3）未来公司的渠道营销发展,将围绕积极扶持和招募经销商、继续加大品牌宣传力度。

公司主要财务指标预测表

单位（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	303.09	374.47	492.15	634.15
同比%	13.78%	23.55%	31.43%	28.85%
归属母公司净利润	35.82	59.65	81.13	90.31
同比%	5.47%	66.53%	36.01%	11.32%
毛利率%	31.24	32.27	32.10	32.00
ROE%	25.22	26.82	24.03	0.00
每股收益(元)	0.71	0.89	1.21	1.35
每股净资产(元)	3.24	3.53	4.52	5.61

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

主要数据	
发行价(元)	-
申购日期	2012/6/8
发行股份（万股）	1667
IPO 后总股本(万股)	6699
发行市盈率（倍）	-
申购上限（股）	-
上限资金（万元）	-

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

估值与投资建议

公司本次拟公开发行人民币普通股（A 股）1,677 万股，占发行后总股本的25.034%。募集资金分别用于本公司钢琴生产扩建项目、钢琴机芯制造项目、钢琴制造工程技术中心项目和其他与主营业务相关的营运资金。

表 1：募投项目

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资（万元）	建设期
1	钢琴生产扩建项目	11,050	11,050	18 个月
2	钢琴机芯制造项目	5,105	5,105	14 个月
3	钢琴制造工程技术中心项目	1,002.42	1,002.42	14 个月
	合计	30,470.34	30,090.94	—

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

钢琴生产扩建项目项目投产后将新增钢琴产能17,500 架/年，其中新增立式钢琴产能14,000 架/年，新增三角钢琴产能3,500 架/ 年。增城研究院项目的实施将进一步提升公司的创新能力和高端产品的研发能力，从而提升产品质量和品牌影响力。

新建钢琴项目达产后形成钢琴机芯产能45,000 台/年。至此，钢琴的全部核心部件均由公司生产。可以解决外购机芯易出现质量不稳定、供货不确定等问题，更好控制公司生产钢琴的品质和性能。

钢琴制造工程技术项目的建设。募集资金到位后开始。该项目将购路步入式气候试验机、场消室、消音室、化学试验仪器及相关配路等设备，建成后将用于钢琴制造工艺技术的研发、高难度新产品研发、制造技术的应用基础理论研究、制造技术信息化系统的研究、新产品的试制和钢琴品质、音色检测。钢琴制造工程技术项目将提升公司的研发能力，有助于实现产品的技术升级，保持公司在钢琴行业的领先优势。

预计公司2012-2014年的营业收入分别为13.84亿元、15.74亿元和20.09亿元；归属于母公司的净利润分别为1.82亿、2.16亿和2.93亿元，对应EPS分别为0.38元、0.45元和0.61元，三年年复合增长率27%。

表 2：三角钢琴收入预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（万元）	4,225	4,735	6,103	8,358	11,144
YOY	16%	12%	29%	37%	33%
营业成本（万元）	2,503	2,906	3,709	5,031	6,708
毛利率	40.80%	38.60%	38.50%	38.50%	38.50%
设计产能（架）	1,500	1,500	2,375	5,000	5,000
新增产能（架）	875	2,625	0		

实际产量（架）	1,728	1,822	2,375	5,000	5,000
产能利用率（%）	115.20%	121.50%	100%	100%	100%
实际销量（架）	1,652	1,803	2,256	3,000	4,000
YOY	22%	9%	25%	33%	33%
新增销量（架）	299	151	453	744	1,000
产销率	95.60%	99.00%	95%	60%	80%
平均单价（元/架）	25,578	26,260	27,048	27,859	27,859
YOY	-4.70%	2.70%	3.00%	3.00%	0.00%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

表 3：立式钢琴收入预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（万元）	16,281	19,710	24,099	31,335	40,002
YOY	49%	21%	22%	30%	28%
营业成本（万元）	11,044	13,145	15,766	20,301	25,916
毛利率	32.20%	33.30%	33.20%	33.20%	33.20%
设计产能（架）	18,500	18,500	22,000	32,500	32,500
新增产能（架）	5,000	0	3,500	10,500	0
实际产量（架）	17,871	19,079	22,000	32,500	39,000
产能利用率（%）	97%	103%	100%	100%	120%
实际销量（架）	18,925	20,783	24,200	30,550	39,000
YOY	47%	10%	16%	26%	28%
新增销量（架）	6,044	1,858	3,417	6,350	8,450
产销率	106%	109%	110%	94%	100%
平均单价（元/架）	8,603	9,484	9,958	10,257	10,257
YOY	1.50%	10.20%	5.00%	3.00%	0%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

表 3：盈利预测表

科目(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**266.37**	**303.09**	**374.47**	**492.15**	**634.15**
营业总成本	**231.68**	**70,020.46**	**73,753.34**	**82,358.82**	**92,256.06**
营业成本	182.93	208.40	253.62	334.17	431.22
营业税金及附加	1.96	2.43	3.20	4.12	4.75
销售费用	14.72	14.98	18.84	24.75	31.90
管理费用	26.55	29.30	36.70	48.23	62.15
财务费用	6.64	8.01	5.79	-0.32	2.36
资产减值损失	0.31	0.36	0.45	0.59	0.76
其他经营收益	**0.00**	**0.00**	**5.00**	**5.75**	**6.61**
公允价值变动净收益	0.00	0.00	5.00	5.75	6.61
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**34.69**	**40.08**	**61.64**	**87.27**	**108.26**
加 营业外收入	6.41	3.12	10.00	10.00	0.00

减 营业外支出	0.34	0.54	0.58	0.63	0.68
利润总额	**40.76**	**42.67**	**71.06**	**96.64**	**107.58**
减 所得税	5.33	6.25	10.66	14.50	16.14
净利润	**35.43**	**36.42**	**60.40**	**82.14**	**91.44**
减 少数股东损益	**1.47**	**0.60**	**0.75**	**1.01**	**1.13**
归属于母公司净利润	33.96	35.82	59.65	81.13	90.31
最新总股本(百万股）	**50.22**	**50.22**	**66.99**	**66.99**	**66.99**
基本每股收益(元)	0.68	0.71	0.89	1.21	1.35

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

相对估值法

公司主营业务为钢琴制造，A股市场中并无与公司业务相同的公司。我们选择了齐心文具、高乐股份、骅威股份和群兴玩具作为可比公司，这四家公司为文教体育用品行业的中小板公司，因此只具有一定的参考意义。

从可比公司来看，2012年PE在26-37倍之间，行业平均估值为31倍，中值为30倍。综合考虑公司未来发展前景，我们选择2012年26-31倍市盈率区间来进行相对估值，合理价值在23.14-27.59元的区间。

表 4：可比公司估值

代码	简称	收盘价	总股本	EPS			PE		
		2012/5/15	(亿)	2011	2012	2013	2011	2012	2013
002301	齐心文具	13.33	1.92	0.35	0.51	0.72	39	26	18
002348	高乐股份	12.80	2.37	0.37	0.35	0.41	34	37	31
002502	骅威股份	18.55	0.88	0.55	0.61	0.84	34	30	22
002575	群兴玩具	13.36	1.34	0.39	0.50	0.59	34	27	23
平均值							36	31	24
300329	海伦钢琴		0.67	0.71	0.89	1.21			

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

投资建议

自2001 年成立以来，海伦钢琴通过持续的科研投入和技术创新，成功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，公司钢琴产量突破2 万台，产品涵盖立式钢琴、三角钢琴、码克、零配件等。 作为国内钢琴行业第一家被文化部命名的国家文化产业示范基地、全国乐器标准化中心钢琴国家标准的起草和修订者之一，公司在钢琴生产和销售领域一直居于业内领先水平。根据中国乐器行业协会出具的说明，2008 年至2010 年间，在本土品牌钢琴生产企业中，公司钢琴销售额连续三年位列第三名，出口额位列第二名。

依托自身品牌较高的知名度和品牌背书力，公司积极开发以中高档钢琴为核心的产品体系，并逐步向高档化和多元化过渡。开发重点主要包括立式钢琴系列，争取完成普及型、中高档产品的全线覆盖；同时完善三角钢琴系列，如开发用于大型演奏会使用的精品三角钢琴，努力提升公司钢琴的产品档次，实现主打产品的消费升级。

预计公司2012-2014年的营业收入分3.03亿元，3.74亿元和4.92亿元；归属于母公司的净利润分别为0.60亿元，0.81亿元和0.90亿元，对应EPS分别为 0.71元、0.89元和1.21元。综合考虑公司未来发展前景，我们选择2012年22-30倍市盈率区间来进行相对估值，合理价值在19.58-26.7元的区间。

风险因素

（1）全球经济步入衰退（2）原材料成本和人力成本上升影响(3)计划生育导致人口老龄化，我国居民购买需求减弱

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119450
传真：（0769）22119430