

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn
联系人：崔励
0771-5539092 cui101@ghzq.com.cn

行业龙头民族品牌 产品创新力求高端

——珠江钢琴（002678）深度研究报告

投资要点：

- **钢琴是乐器之王，全球的制造和消费中心正向中国转移** 作为“乐器之王”，拥有88个琴键的钢琴在艺术界享有至高无上的地位，十八世纪末时已成为欧美最主要的家庭键盘乐器。目前以德国、奥地利和美国为代表的西方国家依然拥有世界最为先进的钢琴制造技术。然而，随着我国人均收入的日益增长以及国民文化素质的不断提高，全球钢琴的生产制造和销售中心十年来正逐渐向中国大陆转移。借此东风，我国民族企业的杰出代表珠江钢琴十年来稳居世界销量第一，成为家喻户晓的民族品牌。
- **钢琴市场稳步增长，公司领跑优势明显** 国内钢琴市场的年销售额约为60亿元，并以年均10%-15%的速度稳步增长。珠江钢琴不仅是中国钢琴制造业第一个突破10万架产量的企业，也是世界钢琴史上继雅马哈之后第二个达到10万架年产量的企业。目前公司年产钢琴约12万台，产销率接近100%（其中内销占比约85%）；以销售数量计算，公司的市场占有率超过30%，是行业当之无愧的领跑龙头。
- **我国钢琴人均拥有水平远低于发达国家，增长潜力巨大** 目前，我国城镇居民钢琴拥有量仅为2.5-3架/百户，远远低于发达国家水平（如日本为25架/百户），增长的潜在空间巨大。相对于汽车、家电等传统家庭耐用消费品而言，钢琴的消费群体较为特殊，因受收入、文化和受教育程度等多重因素影响扩张速度相对缓慢，但趋势确定，目前的年均增速约为13%。按照城镇户数年均增长2%计算，十年内我国百户钢琴保有量将达到6-7架，是目前的2.5倍。考虑十年来钢琴平均价格7%的增速，2022年我国钢琴市场规模有望突破250亿元；以30%的市场占有率估算，公司销售额届时有望突破80亿元。
- **木材基地庞大，技术得到行业领袖认可** 木材加工水平是钢琴制造企业的核心竞争力之一，其精细程度直接决定了乐器的品质和耐用性。公司具有庞大的木材基地，其完善的硬件设施和出色的木材加工能力不仅为自主品牌提供有效的支持，更得到了国际顶尖品牌的高度认可。公司与国际著名品牌“斯坦威”建立了稳固的战略合作关系，合作生产的“斯坦威”立式钢琴贡献了6%的销售收入。
- **产品体系齐全，主攻中高端系列** 公司旗下产品分为“凯撒堡、里特米勒、珠江和京珠”四大系列，12年上半年销售钢琴约六万架。其中“恺撒堡”和“PTR”（R=里特米勒；珠江琴T系列；P=珠江琴）系列是主推的中高端产品。12年上半年销售量同比增长40%，“恺撒堡”系列部分型号更是处于缺货状态。
- **以经销商为主的渠道体系覆盖全国，珠江琴往往成为其推荐首选** 公司共拥有278家经销商，其中10%是独家销售，其余属多品牌代理，公司通过长期利益来实现和经销商的共赢。前十大经销商销售占比超过15%。从草根调研情况看，绝大多数的商家在推荐时会将珠江琴放在首推位置。
- **扎根文化事业，树立教育品牌** 凭借国有控股积累多年的先天品牌优势，并借助在全国及地方教育机构举办的各类钢琴比赛，公司对音乐学院等地进行了有效的渗透，抢先在“未来的钢琴老师”心中树立了良好的形象，品牌感知度较强，为未来保持市场领先地位打下伏笔。

- **产能弹性仍较大 未来产量可预知** 钢琴生产周期约为 15-29 个月，公司每年年底根据“教育机构以及各大经销商的订单”和“公司本身对于市场的研判”两者汇总制定下一年度的生产计划，未来产量和业绩整体具有较强的可预知性。公司 IPO 募投产能将于 2014 年建设完成，届时年产能可达 20 万架，如果市场拓展同步跟进的话，预计公司营业收入将具备 3 年内翻番的潜力。
- **盈利预测及投资建议** 钢琴是典型的文化产业，中外人均保有量的巨大差距显示其朝阳属性明显，行业未来将有稳定的可持续增长预期。公司是我国民族钢琴业当仁不让的杰出代表，拥有领先且稳固的市场地位、全面且稳定的渠道体系以及产品设计、木材处理、文化渠道渗透等多方面的核心竞争力，再考虑到 30%-40% 的渠道利润率、尚具弹性的产品价格体系、产能即将释放等因素，我们认为公司未来三年业绩增长较为确定，预计 12-14 年 EPS 分别为 0.38 元、0.53 元和 0.68 元，对应 PE 30 倍、22 倍和 17 倍，首次给予“增持”评级。

| 预测指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 1,173 | 1,427 | 1,752 | 2,166 |
| 增长率(%) | 19% | 22% | 23% | 24% |
| 净利润（百万元） | 145 | 182 | 252 | 327 |
| 增长率(%) | 23% | 26% | 38% | 30% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.34 | 0.38 | 0.53 | 0.68 |
| ROE(%) | 15.6% | 17.8% | 21.7% | 24.5% |

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、行业概况：市场容量持续扩充 品牌集中度提高 | 3 |
| 1.1 钢琴的制造、销售中心正向中国转移 | 3 |
| 1.2 钢琴生产经营形式良好、产品结构正发生变化 | 4 |
| 1.3 中外钢琴消费水平存在巨大差距 钢琴拥有量弹性巨大 | 6 |
| 二、公司基本情况：民族品牌技术领先 产业龙头占据渠道优势 | 7 |
| 2.1 木材加工基地庞大 制造技术得到行业领袖认可 | 8 |
| 2.2 产品分工明确，主攻高端系列 | 9 |
| 2.3 渠道分布广泛 经销商首推珠江琴 | 11 |
| 2.4 地位稳固积淀深厚，优势品牌喜迎产能扩张 | 13 |
| 三、盈利预测 | 15 |
| 3.1 相对估值 | 15 |
| 3.2 绝对估值 | 16 |
| 3.3 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1、我国钢琴产量已在全球占据绝对优势 | 3 |
| 图 2、1998-2007 年我国钢琴产量上升趋势明显 | 3 |
| 表 1、2011 年国内市场十大钢琴品牌 | 4 |
| 图 3、原材料成本占公司总成本 1/3 | 5 |
| 图 4、木材价格约占总成本 25% | 5 |
| 表 2、国内各地区钢琴市场概述 | 5 |
| 表 4、2002-2007 年国内城镇每百户家庭钢琴拥有量统计 | 7 |
| 图 5、公司股权结构 | 7 |
| 表 5、公司对木材含水率要求严格 | 9 |
| 图 6、木材加工流水线井然有序 | 9 |
| 表 6、公司各系列产品的主要竞争对手及市场描述 | 9 |
| 表 7、各地国产琴与日本琴两分天下的格局十分明显 | 10 |
| 表 8、2011 年公司旗下中高端品牌已开始受到关注 | 10 |
| 表 9、对比上图（2011 年的数据），2012Q4 公司中高端产品受关注度上升趋势明显 | 10 |
| 图 7、热门钢琴均价连年攀升，产品升级趋势显著 | 10 |
| 图 8、2011 年最受关注的恺撒堡品牌型号 | 10 |
| 图 9、2011 年最受关注的珠江品牌型号 | 11 |
| 图 10、2011 年最受关注的里特米勒品牌型号 | 11 |
| 表 10、公司各系列产品列表 | 11 |
| 图 11、“恺撒堡”IPO 纪念版立式琴仅限量 2678 台 | 11 |
| 图 12、定制的高档三角琴售价可达 200-300 万 | 11 |
| 图 13、公司营销网络遍布全球 | 12 |
| 图 14、利率稳中有升，收入主要来自中档立式琴 | 12 |
| 图 15、产能、产量持续上升，销售没有压力 | 12 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 16、国家领导及行业专家多次莅临指导工作 | 13 |
| 图 17、公司举办的钢琴比赛和设立的培训中心 | 13 |
| 表 11、公司募投项目一览 | 14 |
| 图 18、SW 轻工制造和 SW 文娱用品板块长期享有估值溢价 | 15 |
| 图 19、SW 文娱用品板块目前溢价略高于均值 | 15 |

一、行业概况：市场容量持续扩充 品牌集中度提高

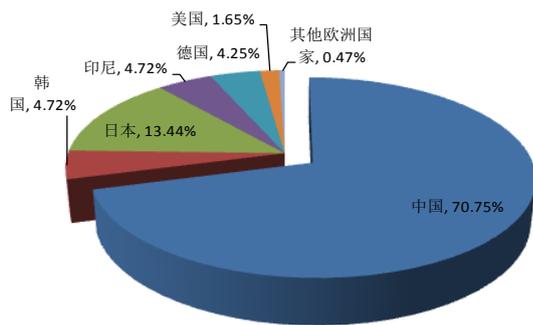
1.1 钢琴的制造、销售中心正向中国转移

钢琴、小提琴和古典吉他并称为“世界三大乐器”，其中作为“乐器之王”的钢琴在艺术界更是享有至高无上的地位，其表现力堪比一个小型交响乐队。十八世纪末，拥有 88 个琴键的乐器之王已成为欧美国家最主要的家庭键盘乐器。直到今天，以德国、奥地利和美国为代表的西方国家依然拥有世界最为先进的钢琴制造技术。

钢琴的生产制作是一项复杂而细致的过程，涉及到木材、铸造、声学、力学、机械、化工等多个学科知识，生产一架钢琴有 300 多道工序，由 9000 多个零部件组成，有 200 多根琴弦排列在固定的铁板上，张力达 1.8 万多公斤，因此对产品设计和工艺流程设计要求较高，要求钢琴企业必须具有较强的技术研发能力、工艺设计能力、产品创新能力、精密加工能力等作为保证。

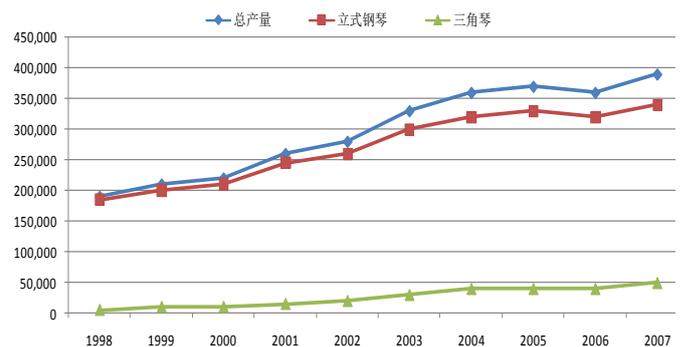
此外，产品的用料也有极高标准，如高档钢琴的生产必须根据钢琴不同部位分别选用云杉、白木和槭木等不同木料，且需要经过最多两年的自然干燥期和至少一年的生产周期，才能保证所产钢琴音色优美纯正，变现力和穿透力强，琴键力度均匀，且层次分明，从而满足不同的演奏需求。因此优质钢琴的生产往往是科学设计、精心选材、严格制作的完美结合，是经过专业技师无数次实践的结果。所以，要进入钢琴行业且占据一定的优势地位，必须拥有较强的技术研发能力。

图 1、我国钢琴产量已在全球占据绝对优势



资料来源：中国乐器年鉴、国海证券研究所

图 2、1998-2007 年我国钢琴产量上升趋势明显



资料来源：中国乐器年鉴、国海证券研究所

最近十年，随着我国人均收入的日益增长以及国民文化素质的不断提高，加上我国民族工业的崛起，世界钢琴的制造和消费重心正逐渐向中国大陆转移，我国民族钢琴产业迅速起步。借此东风，作为代表的珠江钢琴经过多年来发展，已经成为广州当地经济的一面旗帜，至今已稳居世界销量第一的位置近十年之久，成为家喻户晓的民族品牌。

1.2 钢琴生产经营形式良好、产品结构正发生变化

■ 中国钢琴产业开始出现洗牌迹象，品牌钢琴产量明显增加

作为世界公认的钢琴第一生产大国，近年来“优胜劣汰”的竞争形势开始在中国钢琴产业显现，一批品牌钢琴脱颖而出，如国产钢琴珠江、星海、海伦，外国钢琴雅马哈、卡瓦依等品牌钢琴产量不断增加。外资品牌的日本雅马哈钢琴产量连续几年攀升，2011年产量超过四万架。日本卡瓦依钢琴与北京星海和宜昌金宝的合作生产企业(业内称为“北卡”和“宜卡”)，产品产量和质量都有较大提升，2011年卡瓦依钢琴在中国两家钢琴厂共计生产量约3万架左右。以上品牌钢琴占中国钢琴总产量的比例有较大提升。

其它如，哈曼尼、施特劳斯、世正、嘉德威、博斯纳、摩德利、门德尔松、公爵、博兰斯勒等钢琴，产品产量也都稳中有升，保持一定市场份额。而集中在上海、浙江、辽宁等地，产量较小(在1000架左右)的杂牌琴的钢琴厂受外部环境影响，明显感到压力越来越大，2011年钢琴产量有减少的趋势，部分企业减产，部分企业正在考虑另起炉灶，中国钢琴产业洗牌迹象初见端倪。

表 1、2011 年国内市场十大钢琴品牌

| |
|--------------------------------|
| 珠江钢琴 (领导品牌,中国驰名商标,中国名牌,国家免检产品) |
| 星海钢琴 (领导品牌,中国驰名商标,中国名牌,国家免检产品) |
| 雅马哈钢琴 (世界顶级钢琴品牌) |
| 嘉德威 (中国驰名商标) |
| 英昌钢琴 (世界著名品牌,50年历史) |
| 海伦 (中国名牌,进入维也纳金色大厅的钢琴) |
| 青岛世正 (青岛市著名商标、山东名牌) |
| 鲍德温 (世界名牌) |
| 施特劳斯 (名牌产品) |
| 公爵钢琴 (中国著名品牌、中国驰名商标) |

资料来源：网络数据、国海证券研究所

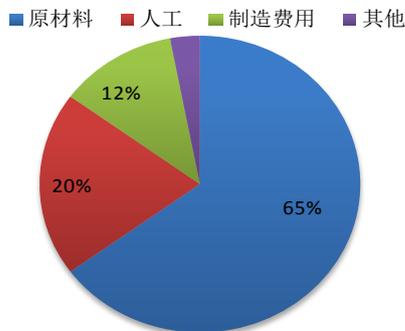
■ 人民币汇率升值、原材料价格上涨，劳动力工资上升是影响钢琴产业发展的三道坎

虽然2009-2011年中国钢琴行业销售额依然维持稳定增长，但人民币升值，原材料价格上涨，劳动力工资上涨等三大因素仍对中国钢琴企业的发展构成很大影响，这三大因素也是令中国钢琴行业出现洗牌的直接原因。为此，中国乐器协会曾就以上三大因素对钢琴成本的影响进行调查。

- 一是人民币升值，2009年12月31日，1美元兑人民币6.828元，2010年12月31日，人民币汇率中间价是1美元兑人民币6.6227元，一年时间，人民币对美元升值3.01%，这意味着每架钢琴利润降低249.38元；
- 二是原材料价格上涨，据初步测算，每架钢琴受木材、黑色金属、有色金属、纺织品等原材料价格上涨影响，每架钢琴成本增加350元人民币以上；
- 三是劳动工资的影响大约为每架钢琴增加160元人民币成本。

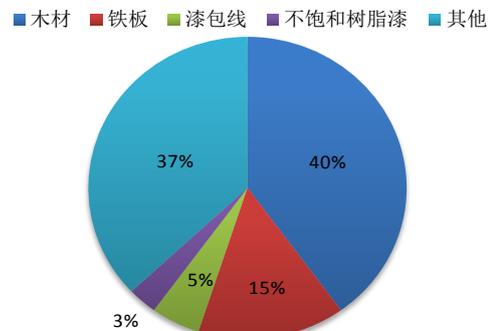
以上三项相加每架钢琴成本增加 759.38 元。这些外部因素对中国钢琴行业的影响表明，中国钢琴行业依靠廉价劳动力和原材料的生产优势已经基本不存在了，只有依靠转变经济发展方式，提高产品附加值的企业才能够保持生存和发展，而那些无法承受外部压力的企业只能在市场竞争中自生自灭。

图 3、原材料成本占公司总成本 2/3



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、木材价格约占总成本 25%



资料来源：WIND、国海证券研究所

■ 钢琴市场日渐规范，消费者购买钢琴更加理性

过去三年，整个国内钢琴市场销售形势良好，品牌钢琴质量越做越好，消费者越来越认品牌，特别是有品牌背书和质量保证的品牌。目前消费者比较认同的国产钢琴品牌有：珠江（恺撒堡）、星海、海伦、诺汀翰，博斯纳等；外国品牌的钢琴有雅马哈，卡瓦依，博兰斯勒等。

与此同时，不同地区的消费者对于产品的具体需求有所不同：

表 2、国内各地区钢琴市场概述

| 地区 | 市场状况 |
|------|--|
| 上海地区 | 钢琴市场容量稳定，钢琴品牌集中度日趋明显，中外合资品牌的影响力正逐渐淡化。品质量较差的钢琴销售陷入困境，品牌钢琴销售占比不断提高。 |
| 杭州地区 | 钢琴销售量增长维持在15%~20%，偏好简捷大方的款式，音色方面喜欢欧洲琴风格，串货问题正在得到迅速解决，未来钢琴市场三五年增速仍将维持。 |
| 南京地区 | 中高档钢琴及普及型钢琴销售业绩突出，增幅在70%以上。品牌钢琴形象的提升、消费能力的加强等因素使得市面上出现了更多的（售价十万元以上的）高端产品。 |
| 成都地区 | 今年销售额增长维持在30%以上，销售均价年均提高四位数。学校招标钢琴质量要求也在不断提高，投标价格已经从每台六七千元开始提升到万元以上。二手钢琴对钢琴市场的冲击越来越明显。 |
| 长春地区 | 钢琴消费概念相对薄弱，普遍认可中低档钢琴，教学琴有所增长，招标的琴多了，而零售高档钢琴的销售困难较为明显。 |

资料来源：网络资料、国海证券研究所

表 3、国内钢琴制造商一览（不完全统计）

| 国产钢琴品牌列表（不完全统计、排名不分先后） | |
|---|---------------------------------|
| 钢琴厂家 | 品牌 |
| 广州珠江公司 | 凯撒堡 珠江 里特米勒 |
| 北京钢琴厂 | 星海 奥托麦斯特尔 卡瓦依 舒伯特 卡丹萨 拜厄 哈利臣 侠道 |
| 萧山雅马哈公司 | 雅马哈 伊特娜ETERNA |
| 杭州嘉德威公司 | 嘉德威GOODWAY |
| 天津英昌公司 | 英昌 伯格曼 韦伯 爱默森 |
| 宁波海伦钢琴有限公司 | 海伦HAIHUN |
| 青岛世正公司 | 世正 维瓦切 富尔肯 哈伯特 |
| 中山鲍德温钢琴公司 | 鲍德温BALDWIN |
| 上海钢琴公司 | 施特劳斯STRAUSS |
| 上海玛珂琴业有限公司 | 公爵 DUKE |
| 营口东北公司 | 诺的斯卡 公主 王子 幸福 东方红 |
| 营口柏莱思公司 | 柏莱思PRECIOUS .莫里森 |
| 阿托拉斯公司 | 阿托拉斯ATLAS |
| 营口奥特威公司 | 奥特威OUTIVE |
| 营口恩格尔公司 | 恩格尔ENGEER |
| 哈尔滨格里特厂 | 格里特GLITTER |
| 北京海资曼公司 | 海资曼HEINTZMAN星海 |
| 北京钢琴二厂 | 华普HUAPU星海XINGHAI |
| 北京粤华公司 | 海乐尔HAILEER |
| 星海国际音响公司 | 星海XINGHAI |
| 北京长城公司 | 长城 |
| 北京海路尔公司 | 海路尔武汉英曼公司：英曼 比格桑 莱斯克福 |
| 宜昌金宝公司：富山, 卡 富山, 卡瓦依KAWAI 雅马哈. 珠江公司：雅马哈 里特米勒 珠江 | |
| 广州富山钢琴厂 | 富山TOYAMA |
| 汇丰乐器公司 | 汇丰 迪森 威斯曼 奥威尔 |
| 中山市粤华公司 | 香山太阳之子斯坦 |
| 广东劳伦斯厂 | 劳伦斯 |
| 奥德曼钢琴厂 | 奥德曼OTAMO |
| 诗德宝钢琴公司 | 诗德宝SMARKO |
| 东莞华宝公司 | TOYAMA |
| 南京钢琴公司 | 摩德利 希尔斯坦 菲尔德舒曼 |
| 上海斯坦罗琴行 | 斯坦罗 |
| 上海海音公司 | 雅德乐YAHARIN |

资料来源：网络资料、国海证券研究所

1.3 中外钢琴消费水平存在巨大差距 钢琴拥有量弹性巨大

国内钢琴市场的年销售额约为 60 亿元人民币，并以年均 10%-15%的速度稳步增长。珠江钢琴不仅是中国钢琴制造业第一个突破 10 万架产量的企业，也是世界钢琴史上继雅马哈之后第二个达到 10 万架年产量的企业。目前公司年产钢琴约 12 万台，产销率接近 100%（内销率约为 85%），按销售数量计算，公司的市场占有率超过 30%，是国内当之无愧的行业龙头。

根据中国乐器年鉴的统计，近十年来中国钢琴产量一直稳步上升，2007 年国内钢琴总产量达 39 万余架，十年内增长了 105.25%，其中三角钢琴产量为 3.46 万架，立式钢琴总产量为 35.71 万架，分别增长了 1,780.58%和 88.96%。根据国家统计局对大件耐用消费品钢琴的统计，2001 年城镇居民家庭平均每百户拥有钢琴量为 1.33 架，而 2007 年每百户钢琴拥有量已达 2.36 架，增长 77.44%，但与美国、日本、欧洲等发达国家每百户拥有钢琴 15~30 架的钢琴拥有量相比，我国城镇居民家庭拥有钢琴的数量仍相差甚远。

表 4、2002-2007 年国内城镇每百户家庭钢琴拥有量统计

| 地区 | 钢琴 | | | | | |
|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| 上海市 | 3.60 | 3.20 | 5.80 | 4.30 | 5.00 | 5.85 |
| 北京市 | 3.23 | 3.74 | 4.18 | 4.12 | 4.60 | 3.80 |
| 福建省 | 1.75 | 2.03 | 3.15 | 2.85 | 4.00 | 3.90 |
| 广东省 | 2.98 | 2.89 | 3.50 | 4.12 | 3.80 | 4.17 |
| 山东省 | 2.66 | 3.06 | 3.14 | 3.02 | 3.50 | 3.40 |
| 江苏省 | 1.64 | 1.67 | 1.86 | 2.56 | 2.70 | 2.50 |
| 浙江省 | 1.11 | 2.01 | 2.28 | 2.64 | 2.50 | 2.62 |
| 辽宁省 | 1.46 | 2.24 | 2.47 | 2.38 | 2.09 | 2.10 |
| 全国平均 | 1.76 | 1.91 | 2.22 | 2.25 | 2.30 | 2.36 |

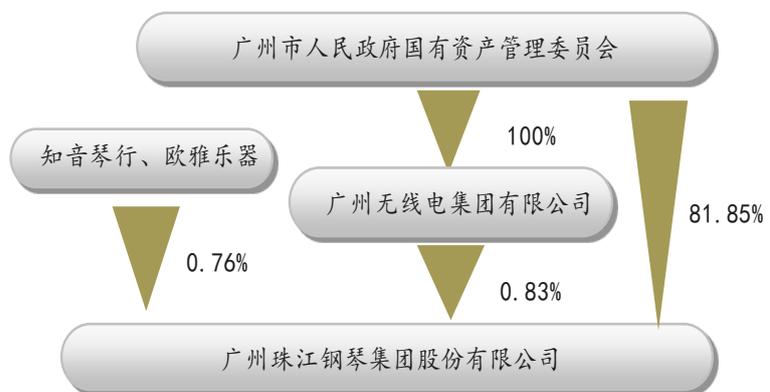
资料来源：中国乐器年鉴、国海证券研究所

我国钢琴人均拥有水平远低于发达国家，增长潜力巨大 目前，我国城镇居民钢琴拥有量仅为 2.5-3 架/百户，远远低于发达国家水平(如日本为 25 架/百户)，增长的潜在空间巨大。相对于汽车、家电等传统家庭耐用消费品而言，钢琴的消费群体较为特殊，因受收入、文化和受教育程度等多重因素影响扩张速度相对缓慢，但趋势确定，目前的年均增速约为 13%。按照城镇户数年均增长 2% 计算，十年内我国百户钢琴保有量将达到 6-7 架，是目前的 2.5 倍。考虑十年来钢琴平均价格 7% 的增速，2022 年我国钢琴市场规模有望突破 250 亿元；以 30% 的市场占有率估算，公司销售额届时有望突破 80 亿元。

二、公司基本情况：民族品牌技术领先 产业龙头占据渠道优势

百分百民族品牌 先天优势明显 “广州珠江钢琴集团股份有限公司”始建于 1956 年，至今已有 56 年历史，产品质量及耐用性在国内外有口皆碑。在我国，钢琴销售的食物链不同于一般消费品，其“在教师队伍中的影响力”以及“在练习琴中的普及程度”将直接影响产品的市场占有率。凭借与生俱来的国有背景，公司与多家艺术教育机构(尤其是华南、华东和华中地区)有着多年的合作经历，珠江钢琴 118 系列也成为了国内应用最广、最为畅销的练习用琴。

图 5、公司股权结构



资料来源：公司数据、国海证券研究所

2.1 木材加工基地庞大 制造技术得到行业领袖认可

国内木材市场供给稳定 近几年，我国林业一直处于良好政策扶持环境之中，国内造林面积自 2006 年的 272 万公顷增长至 2008 年的 535 公顷，2009 年 11 月国家林业局等五部委联合印发了《林业产业振兴计划（2010-2012 年）》，提出“兴林富民”计划，林业产业总产值计划由 2008 年的 1.44 万亿元增加到 2012 年的 2.26 万亿元，保持 12% 左右的速度增长，未来几年国内木材供应相对充足。作为钢琴码克的主要原料生铁，其价格经过前些年的高位运行后，市场价格在 2008 年起回落企稳。因此，上游行业对国内钢琴厂家的原料供应充足，数量和价格均相对稳定。

木材基地规模庞大，国内独此一家 公司的木材加工基地实际上可称为“音板”和“共鸣器”加工基地，占地约 300 亩，木材存有量达三万立方米（含一万立方米的干木，工厂最高囤货约为五万立方米，可满足产能翻番后的原材料供给），厂区内员工约为 500 人，这是任何一家非国有背景的公司所无法企及的。木材的处理加工是钢琴生产链条中至关重要的一环，一架立式钢琴消耗的木材约为一立方米，公司采购的原材料大多来自俄罗斯及我国东北地区，木材采购的投入约占总成本的 25%。

公司木材基地受到业界顶尖品牌认可 木材加工基地好比城市的下水道、是企业的“良心工程” 木材加工的精细程度直接决定乐器的耐用性。凭借完善的硬件设施和出色的木材加工能力，公司与国际知名品牌“斯坦威”建立了稳固的战略合作关系，合作生产的“斯坦威”立式钢琴每年创造公司 6% 的销售收入，毛利率约为 40%，说明公司的生产管理水平已得到国际顶尖品牌的高度认可。

加工程序严格，确保产品质量 单架钢琴的零部件数量达 8000-9000 个，多数为木质零件，这些零部件的生产周期为三个月至十八个月不等，其中大多数的生产时间用于将木材放置于空气中风干。风干后的木材需被放置于烘干机中进行脱水，不同材料、不同规格的零部件将被分别处理至相对应的含水率（如下表，一般在 10% 以下）。

另外，公司本身并不对铁板进行生产加工，三家铁板供应商均为公司持股企业，且仅对珠江钢琴独家供应。

表 5、公司对木材含水率要求严格

| 材种 | 规格 | 平均含水率 (%) | |
|-----|-------|-----------|------|
| | | 入窑 | 出窑 |
| 榉木 | 38 | 15 | 5-8 |
| 色木 | 32x30 | 7 | 5-8 |
| 楸木 | 68x68 | 19 | 5-10 |
| 楸木 | 30 | 13 | 5-9 |
| 鱼鳞松 | 90x10 | 16 | 4-6 |
| 鱼鳞松 | 26 | 15 | 5-8 |
| 色木 | 45 | 14 | 5-8 |
| 榉木 | 30 | 7 | 5-8 |
| 楸木 | 80x80 | 44 | 5-8 |
| 鱼鳞松 | 30 | 30 | 5-8 |
| 楸木 | 30 | 13 | 5-9 |
| 榉木 | 38 | 15 | 5-8 |
| 楸木 | 90x90 | 15 | 5-10 |

图 6、木材加工流水线井然有序



资料来源：实地调研、国海证券研究所

资料来源：实地调研、国海证券研究所

2.2 产品分工明确，主攻高端系列

公司的传统钢琴产品（不包含数码产品）主要分为“凯撒堡、里特米勒、珠江和京珠”四大系列，2012 年上半年总销量约为六万架。其中“恺撒堡”和“PTR”（R=里特米勒；珠江琴 T 系列；珠江琴 R 系列）系列是目前公司主推的中高端系列产品，2012 年上半年销售额同比增长达 40%，“恺撒堡”系列的部分型号更是处于缺货状态，说明公司正在进行的产品升级战略符合消费者需求导向。

表 6、公司各系列产品的主要竞争对手及市场描述

| 档次 | 系列名称 | 竞争对手 | 市场描述 |
|----|------------|-------------|---|
| 高端 | 凯撒堡 | 雅马哈、KAWAI 等 | 今年7月13日在人民大会堂举行的专场鉴赏会上，业内专家一致认为“恺撒堡”系列已达到世界一流水平。加之钓鱼岛事件对日本琴的负面影响，我们看好恺撒堡系列的销售前景 |
| 中端 | PTR系列+京珠 | 星海、海伦等 | 以PTR系列为首的中档琴是公司的主要利润来源，竞争对手多为国内品牌；京珠品牌在北京创立时间较短，主要竞争品牌是当地制造的星海琴 |
| 普及 | 珠江118及以下系列 | 斯特劳斯等国内品牌 | 主要是教育机构定制的练习琴，价格多在万元以下，珠江118系列市场占有率稳固，同时也是受杂牌琴行抨击最多的型号，可见其在普及琴中的地位非同一般 |

资料来源：国海证券研究所

由于欧美发达国家和国内一线城市（尤其是华东和华南地区的一线城市）的钢琴销售市场已经较为饱和，因此，公司中低档产品在国内市场主要增长点在中西部城市、北方城市以及二、三线城市市场。即便如此，产品的档次并不会因为地理位置的改变而明显下滑，报价最高的城市（厦门）与最低的城市（长沙）之间由 8% 左右的差价。高档产品（尤其是三角琴）受此影响较小，目标客户主要集中在国内一线城市及海外市场。

| | |
|---------|----------------|
| 报价最高的城市 | 厦门、大连、徐州、深圳、济南 |
| 报价最低的城市 | 长沙、合肥、广州、武汉、南京 |

表 7、各地国产琴与日本琴两分天下的格局十分明显

| 城市 | 最关注的品牌（2011年） |
|----|----------------|
| 北京 | 卡瓦依、雅马哈、珠江、英昌 |
| 上海 | 卡瓦依、雅马哈、珠江、恺撒堡 |
| 天津 | 卡瓦依、雅马哈、英昌 |
| 重庆 | 珠江、卡瓦依、海伦 |
| 大连 | 卡瓦依、雅马哈、珠江 |
| 武汉 | 珠江、卡瓦依、雅马哈 |
| 杭州 | 卡瓦依、珠江、里特米勒 |
| 南京 | 珠江、雅马哈、卡瓦依 |
| 青岛 | 珠江、雅马哈、卡瓦依 |
| 西安 | 卡瓦依、雅马哈、里特米勒 |
| 广州 | 恺撒堡、卡瓦依、珠江 |
| 深圳 | 卡瓦依、珠江、雅马哈 |
| 成都 | 卡瓦依、珠江、雅马哈 |
| 济南 | 卡瓦依、雅马哈、珠江 |
| 苏州 | 珠江、卡瓦依、雅马哈 |

资料来源：流行钢琴网、国海证券研究所

表 8、2011 年公司旗下中高端品牌已开始受到关注

| 品牌 | 关注度最高的型号（2011年） |
|------|-----------------|
| 珠江 | 珠江P2 |
| 雅马哈 | 雅马哈YU118DN |
| 卡瓦依 | 卡瓦依NK21 |
| 英昌 | 英昌YB122C |
| 星海 | 星海XU-121CA |
| 里特米勒 | 里特米勒120R3 |
| 海伦 | 海伦120SE |
| 鲍德温 | 鲍德温BJ122 |
| 恺撒堡 | 恺撒堡UH121 |
| 伯格曼 | 伯格曼122C |

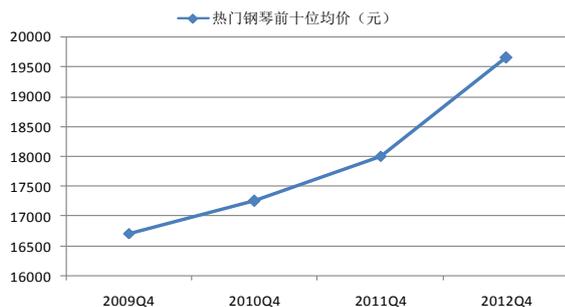
资料来源：流行钢琴网、国海证券研究所

表 9、对比上图（2011 年的数据），2012Q4 公司中高端产品受关注度上升趋势明显

| 名次 | 型号 | 报价(人民币：元) | 品牌归属地 |
|----|------------|---------------|-------|
| 1 | 卡瓦依KU-A1 | 18,400-19,999 | 日本 |
| 2 | 恺撒堡UH121 | 20,000-23,000 | 中国 |
| 3 | 里特米勒120R3 | 12,000-13,000 | 中国 |
| 4 | 珠江P2 | 15,500-17,000 | 中国 |
| 5 | 雅马哈YU118DN | 19,000-20,500 | 日本 |
| 6 | 恺撒堡UH123 | 20,200-23,000 | 中国 |
| 7 | 卡瓦依K3 | 40,000-43,500 | 日本 |
| 8 | 海伦120SE | 12,500 | 中国 |
| 9 | 里特米勒R1 | 15,500-16,800 | 中国 |
| 10 | 英昌YB122CS | 14,000-16,000 | 韩国 |

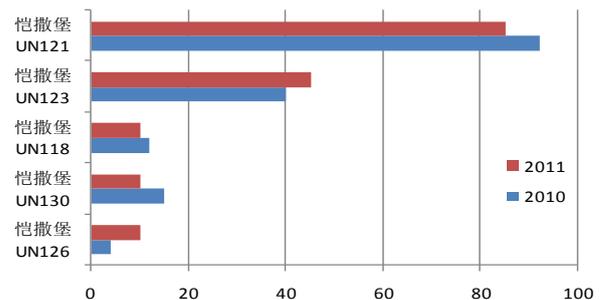
资料来源：流行钢琴网、国海证券研究所

图 7、热门钢琴均价连年攀升，产品升级趋势显著



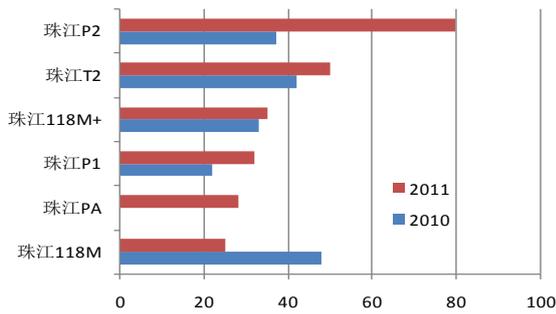
资料来源：流行钢琴网、国海证券研究所

图 8、2011 年最受关注的恺撒堡品牌型号



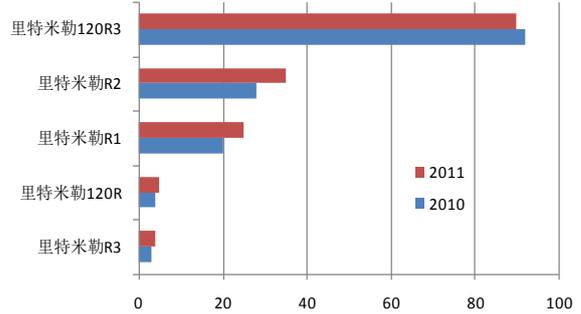
资料来源：流行钢琴网、国海证券研究所

图 9、2011 年最受关注的珠江品牌型号



资料来源：流行钢琴网、国海证券研究所

图 10、2011 年最受关注的里特米勒品牌型号



资料来源：流行钢琴网、国海证券研究所

表 10、公司各系列产品列表

| 种类 | 产品明细 |
|-----|---|
| 三角琴 | 凯撒堡 GH系列（七个型号）GH148、GH160、GH188 GH212系列 |
| | 里特米勒 GP系列（共八个型号）、R系列（四个型号） |
| | 珠江 GP系列（七个型号）、P系列（四个型号）MH系列（一个型号） |
| | 京珠 GBP系列（五个型号） |
| | 威腾 W系列（两个型号） |
| 立式琴 | 凯撒堡 UH系列（十个型号）、KA系列（五个型号）、IPO纪念版系列 |
| | 里特米勒 UP系列（47个型号）、LS系列（两个型号）、R系列（七个型号） |
| | 珠江 UP系列（35个型号）、MH系列（两个型号）、P系列（七个型号）、T系列（九个型号） |
| | 京珠 BUP系列（十个型号） |
| | 威腾 PD系列（22个型号）、星威W系列（三个型号） |

资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 11、“恺撒堡”IPO 纪念版立式琴仅限量 2678 台

产品名称：IP0123
颜色：A111
规格：1525mm*935mm*1225mm
建议零售价：36800 元
点击次数：4727



资料来源：公司网站、国海证券研究所

图 12、定制的高档三角琴售价可达 200-300 万



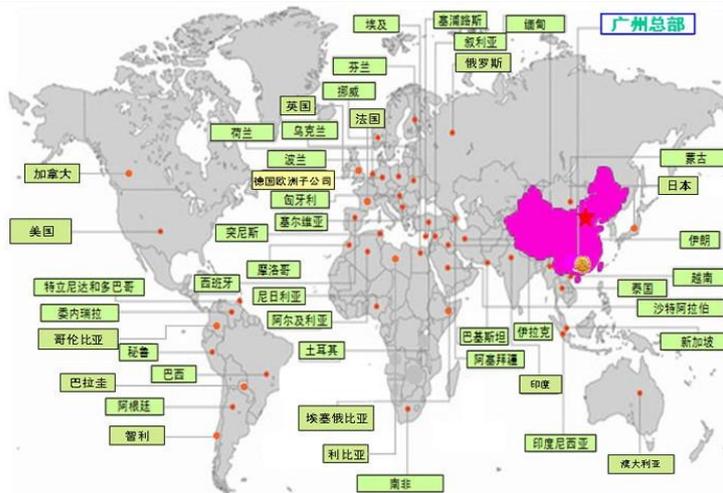
资料来源：实地调研、国海证券研究所

2.3 渠道分布广泛 经销商首推珠江琴

公司共拥有经销商 278 家，其中 10%是独家销售，其余部分属多品牌代理。合作过程中，公司通过长期利益来实现对经销商的控制。比如将各经销商分为三个不同等级，销售能力优秀的门店有望获得公司高端新品的独家售卖权，销售不力的店面则将面临被降级的风险。与最高级（A 级）经销商的 40 天的账期相比，最低等级（C 级）的经销商仅能以现款现货的方式从公司进货。

目前,公司前十大经销商销售占比超过 15%,各经销商门店总数已达 700 多家(主要分布在华东及华南地区),并以每年约 50 家的速度快速增长。三家持股经销商中,上海第一大琴行(知音琴行)去年销售额超过 7000 万,第二大经销商的销售额为 5000 多万,另外还有几家的销售额在 3000 万左右。从我们对代理门店的走访情况看,绝大多数的商家在产品推荐时均将珠江琴放在首推的位置,这不仅显示了公司与经销商之间的合作策略十分成功,同时也说明了公司在国内的品牌龙头地位仍然难以撼动。

图 13、公司营销网络遍布全球

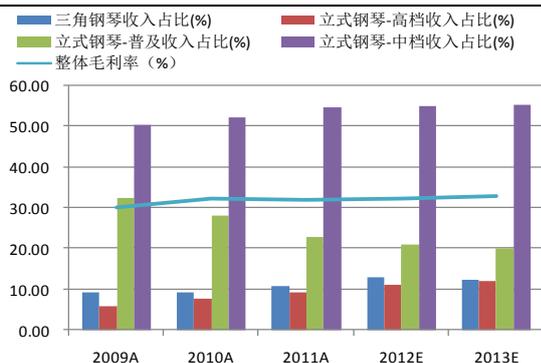


资料来源:公司官网数据、国海证券研究所

通过对公司独家代理门店的走访,我们发现在二、三线城市售卖的产品多为“恺撒堡 KA 的初级型号”和“PTR 些列的部分型号”,价格在 15000-23000 元之间,“恺撒堡”系列的最低折扣多为八五折, PTR 系列一般能以八折出售,售后公司将提供两次免费调音服务。按照 30%-40%的渠道利润计算,经销商仍保有 10%以上利润率(即 2000 元/架)。

相比之下,杂牌琴的价格波动要剧烈许多,标价同为 23000 元的杂牌琴往往能以低于六折的价格成交,且不提供售后保障服务。我们认为,在钢琴品牌集中趋势日益明显、产品结构不断升级的大背景下,享受声誉的品牌将从激烈的竞争中脱颖而出,凭借良好的耐用性及售后保障服务在未来占据更高的市场份额。

图 14、利率稳中有升,收入主要来自中档立式琴



资料来源:WIND、国海证券研究所

图 15、产能、产量持续上升,销售没有压力



资料来源:WIND、国海证券研究所

图 16、国家领导及行业专家多次莅临指导工作



资料来源：公司官网资料、国海证券研究所

2.4 地位稳固积淀深厚，优势品牌喜迎产能扩张

长期投入树立品牌地位 对普通消费者而言，钢琴仍属于高端消费品，产品的品牌知名度和美誉度对消费者购买行为有较大影响，知名品牌是企业质量、品牌文化、工艺技术、管理服务和市场网络等多方面因素综合体现，创立知名钢琴品牌需要长期、大量的投入，如果没有钢琴核心部件及零配件制造技术经验的长期积累，新进企业短期内难以形成。另外，琴行网络是钢琴企业能赢得市场的关键，拥有庞大的琴行网络尤其在前期投入很大，对其管理也较为复杂。我们认为，较高的品牌知名度和美誉度足为公司构建了牢固的竞争壁垒，全面稳固的琴行网络将确保公司在激烈的竞争中长期占据优势地位。

图 17、公司举办的钢琴比赛和设立的培训中心



资料来源：公司官网资料、国海证券研究所

渠道独特、弹性上佳，“珠江系”占尽优势 凭借国有控股的先天优势，通过在全国范围内及地方教育机构举办各类钢琴比赛，公司抢先在“未来的钢琴老师”心中树立了良好的形象，品牌感知度较强，这是公司长时间保持较高市场占有率的有力保证。考虑到公司渠道利润长期维持在 30%-40%、产品价格尚具弹性，员工工时稳定在 5X8 小时、隐形产能尚未释放，募投项目进展顺利等因素，我们认为公司未来三年业绩增长较为确定。

产能弹性仍较大 未来产量可预知 由于钢琴的生产周期较长（一般为 15-29 个月，其中木材加工周期为 1-2 年），所以生产计划必须提前制定。对此，公司每年年底将对“教育机构以及各大经销商的订单”以及“公司本身对于市场的研判”两者进行汇总，并最终制定下一年度的生产计划。我们认为，较长的制造周期虽然限制了公司产能的快速增长，但在产销率连续多年维持在高位的客观事实下，也赋予了公司未来业绩较高的可预知性。加之公司募投产能将于 2014 年建设完成（产能最高可达 20 万架），我们预计公司营业收入 5 年内翻番将是大概率事件。

表 11、公司募投项目一览

| 序号 | 项目名称 | 投资总额 | 募集资金 | 建设期 |
|----|--------------------|--------|--------|------|
| 1 | 珠江钢琴增城中高档立式钢琴产业基地 | 27,886 | 27,886 | 24个月 |
| 2 | 珠江钢琴国家级企业技术中心增城研究院 | 1,582 | 1,203 | 12个月 |
| 3 | 珠江钢琴北方营销中心 | 1,002 | 1,002 | 12个月 |

资料来源：招股说明书、国海证券研究所

三、 盈利预测

盈利预测的核心假设条件如下：

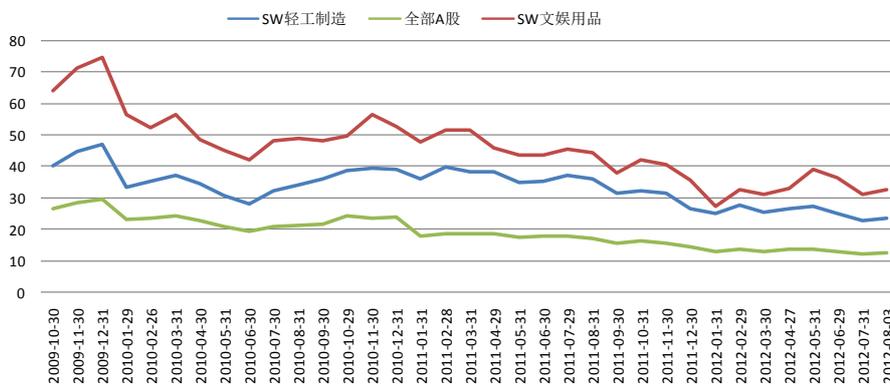
- 1) 前提：公司各项业务开展良好，没有出现影响品牌形象的重大技术失误。
- 2) 公司高端三角钢琴销售、“恺撒堡”系列产品销售以及“京珠”品牌在北方地区的推广进度基本符合预期，且三者均未出现盈利下滑的状况。
- 3) 三项费率保持在三年平均水平；公司依然享有高新企业的税率优惠。
- 4) 公司毛利率保持稳定在 30%以上，并未出现重大下滑。
- 5) 钢琴市场年均增速不低于 10%。

预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.38 元、0.53 元和 0.68 元，对应 PE 30 倍、22 倍和 17 倍，给予“增持”评级（首次）。

3.1 相对估值

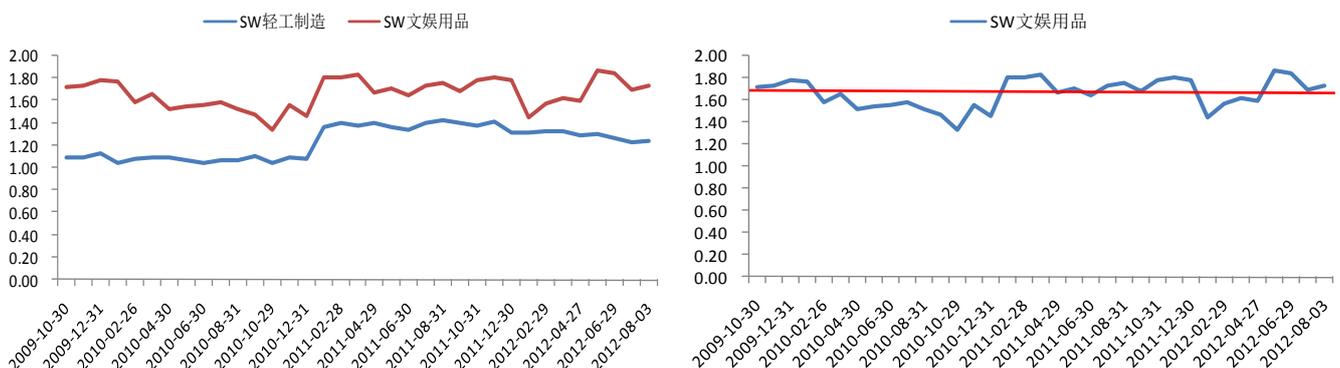
公司所在的 SW 轻工制造及 SW 文娱用品行业长期享有估值溢价。其中 SW 文娱用品板块相对于全部 A 股（银行、石油石化除外）近三年的溢价倍数的 PE 均值为 1.66，当前板块溢价倍数为 1.73，略高于历史均值。

图 18、SW 轻工制造和 SW 文娱用品板块长期享有估值溢价



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 19、SW 文娱用品板块目前溢价略高于均值



资料来源：Wind、国海证券研究所

3.2 绝对估值

DDM 法：11.64 元/股

| DDM估值模型 | | | | | | | |
|---------|---------|---------|--------|---------------|--------|--------|---------|
| 测算年度 | 2012 | 人民币百万元 | | | | | |
| | 年数 | 利润增长 | 股息率 | 备注 | | | |
| 第一阶段 | 3 | | 40% | 净利润增长采用盈利预测结果 | | | |
| 第二阶段 | 7 | 20% | 50% | | | | |
| 永续阶段 | | 3% | 70% | | | | |
| 折现率 | | | | | | | |
| 无风险收益率 | 3.0% | | | | | | |
| 风险溢价 | 8.0% | | | | | | |
| β系数 | 1 | | | | | | |
| 风险折现率 | 11.00% | | | | | | |
| 三阶段模型 | | | | | | | |
| 第一阶段 | 2012 | 2013 | 2014 | | | | |
| 净利润 | 182.45 | 251.75 | 326.66 | | | | |
| 股息 | 72.98 | 100.70 | 130.66 | | | | |
| 折现值 | 72.98 | 90.72 | 106.05 | | | | |
| 小计 | 269.75 | | | | | | |
| 第二阶段 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| 净利润 | 391.99 | 470.38 | 564.46 | 677.35 | 812.82 | 975.39 | 1170.46 |
| 股息 | 195.99 | 235.19 | 282.23 | 338.68 | 406.41 | 487.69 | 585.23 |
| 折现值 | 143.31 | 154.93 | 167.49 | 181.07 | 195.75 | 211.62 | 228.78 |
| 小计 | 1282.95 | | | | | | |
| 永续阶段 | 2022 | 2023... | | | | | |
| 净利润 | 1205.58 | | | | | | |
| 股息 | 843.90 | | | | | | |
| 折现值 | 297.21 | 3715.13 | | | | | |
| 小计 | 4012.34 | | | | | | |
| 总计 | 5565.04 | | | | | | |
| 每股(元) | 11.64 | | | | | | |

FCFF 法：12.79 元/股

| FCFF估值模型 | | | | | |
|-----------------|---------|-----------------------------|---------|---------------------|-------|
| 测算年度 | 2012 | | | | |
| Assum | | | | | |
| 贝塔β | 1.00 | 股权资本成本Ke | 17.0% | 适用税率 | 15.0% |
| 无风险利率 | 3.0% | 债务成本Kd | 6.4% | | |
| 市场预期收益率 | 10.00% | 债务比率D/(D+E) | 0% | WACC值 | 17.0% |
| 第一阶段 | | | | | |
| | 2012E | 2013E | 2014E | | |
| EBIT | 219.41 | 300.51 | 388.18 | SubTotal PV 844.45 | |
| 息税后利润NOPLAT | 186.50 | 255.43 | 329.96 | | |
| 折旧与摊销 | 44.47 | 42.98 | 45.68 | | |
| 营业现金毛流量 | 230.97 | 298.41 | 375.64 | | |
| 追加营运资本 | -47.91 | 6.63 | 20.46 | | |
| 资本支出 | 14.90 | -36.59 | -22.93 | | |
| 减值准备 | 9.11 | 9.11 | 9.11 | | |
| FCF | 273.10 | 337.49 | 387.22 | | |
| APV | 273.10 | 288.46 | 282.89 | | |
| 第二阶段 | | | | | |
| 期初FCF | 387.22 | 中期年限 | 7 | SubTotal PV 3072.75 | |
| FCF增长率 | 10.00% | 实际增长率 | -5.98% | | |
| 永续阶段 | | | | | |
| 期初FCF | 754.58 | | | SubTotal PV 1581.97 | |
| FCF增长率 | 3% | 实际增长率 | -11.96% | | |
| Total PV | | | | | |
| 发行在外股份数 | 5499.16 | 每股价值 | | | |
| 每股价值 | 430.00 | 备注 | | | |
| | 12.79 | 测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值 | | | |
| | | 发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股 | | | |

3.3 风险提示

技术革新风险 钢琴产品的技术特点主要体现在产品设计、制造技术以及工艺水平等方面，而近年来钢琴市场对钢琴产品的品质、外观、款式的要求在不断提高，不仅需要钢琴企业拥有更强的技术实力，还必须具有对流行趋势的把握能力。从实践经验来看，钢琴新产品开发受多种客观条件制约，如果钢琴制造企业不能适应市场要求持续开发出新的钢琴产品，公司市场拓展计划及在行业内的竞争优势将会有所影响。

技术人员流失的风险 钢琴产品设计和工艺流程设计是其行业技术实力的主要体现，公司经过多年的研发与生产，国内企业积累了大量钢琴设计和生产的技术诀窍，掌握了一整套与钢琴制造相关的关键技术和工艺流程、设备、组装等方面的非专利技术，这些专利技术及非专利技术均为其所属公司拥有，但其转化为生产力与技术人员和生产人员的熟练掌握密切相关。但随着国内国际钢琴行业快速发展，钢琴企业对专业技术人才的竞争将趋于激烈，未来能否持续维持技术队伍稳定，避免或减少人员流失，将关系到这些公司能否继续保持在国内钢琴行业内的技术领先优势。

股市大幅下挫所带来的系统性风险。

证券代码: 002678.sz 股票价格: 11.45 投资评级: 增持 日期: 2012/10/17

| 财务指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 每股指标与估值 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 16% | 18% | 22% | 24% | EPS | 0.34 | 0.38 | 0.53 | 0.68 |
| 毛利率 | 33% | 32% | 33% | 34% | BVPS | 2.15 | 2.13 | 2.41 | 2.77 |
| 期间费率 | 18% | 16% | 16% | 16% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 12% | 13% | 14% | 15% | P/E | 33.96 | 30.00 | 21.74 | 16.75 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 5.33 | 5.37 | 4.75 | 4.13 |
| 收入增长率 | 19% | 22% | 23% | 24% | P/S | 4.20 | 3.84 | 3.12 | 2.53 |
| 利润增长率 | 23% | 26% | 38% | 30% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 总资产周转率 | 0.85 | 0.96 | 1.07 | 1.18 | 营业收入 | 1173 | 1427 | 1752 | 2166 |
| 应收账款周转率 | 16.80 | 16.80 | 16.80 | 16.80 | 营业成本 | 787 | 977 | 1174 | 1435 |
| 存货周转率 | 1.60 | 2.05 | 2.31 | 2.47 | 营业税金及附加 | 11 | 13 | 16 | 20 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 68 | 77 | 95 | 117 |
| 资产负债率 | 32% | 31% | 29% | 27% | 管理费用 | 121 | 140 | 166 | 206 |
| 流动比 | 2.43 | 2.62 | 2.93 | 3.22 | 财务费用 | 6 | (5) | (6) | (7) |
| 速动比 | 1.04 | 1.31 | 1.58 | 1.79 | 其他费用/(-收入) | (9) | (9) | (9) | (9) |
| | | | | | 营业利润 | 171 | 215 | 297 | 386 |
| 资产负债表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 营业外净收支 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 现金及现金等价物 | 277 | 388 | 494 | 607 | 利润总额 | 172 | 217 | 299 | 388 |
| 应收款项 | 70 | 85 | 104 | 129 | 所得税费用 | 27 | 34 | 46 | 60 |
| 存货净额 | 491 | 483 | 515 | 590 | 净利润 | 146 | 183 | 253 | 328 |
| 其他流动资产 | 20 | 10 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 流动资产合计 | 859 | 966 | 1114 | 1326 | 归属于母公司净利润 | 145 | 182 | 252 | 327 |
| 固定资产 | 349 | 334 | 371 | 394 | | | | | |
| 在建工程 | 9 | 29 | (1) | (21) | 现金流量表 (百万元) | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 无形资产及其他 | 96 | 96 | 86 | 77 | 经营活动现金流 | 176 | 216 | 245 | 243 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 146 | 183 | 253 | 328 |
| 资产总计 | 1375 | 1488 | 1632 | 1838 | 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 短期借款 | 2 | 2 | 2 | 2 | 折旧摊销 | 31 | 44 | 43 | 46 |
| 应付款项 | 106 | 120 | 127 | 156 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 10 | 12 | 15 | 18 | 营运资金变动 | (1) | (12) | (52) | (132) |
| 其他流动负债 | 236 | 236 | 236 | 236 | 投资活动现金流 | (137) | 10 | (34) | (16) |
| 流动负债合计 | 354 | 369 | 380 | 412 | 资本支出 | (103) | 15 | (37) | (23) |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 92 | 92 | 92 | 92 | 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期负债合计 | 92 | 92 | 92 | 92 | 筹资活动现金流 | 72 | (86) | (119) | (154) |
| 负债合计 | 445 | 461 | 472 | 504 | 债务融资 | (153) | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 430 | 478 | 478 | 478 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 930 | 1027 | 1161 | 1335 | 其它 | 293 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和股东权益总计 | 1375 | 1488 | 1633 | 1839 | 现金净增加额 | 111 | 140 | 92 | 73 |

【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------------------|-------------|-------------------------|
| 林莉 | 010-88576898-836 | 13824397011 | linl@ghzq.com.cn |
| 张志鹏 | 010-88576898-832 | 13552580746 | zhangzhipeng@ruc.edu.cn |
| 刘盛宇 | 010-88576898-832 | 13581912759 | liushengyu1@163.com |

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------------|-------------|--------------------|
| 郭强 | 021-20281098 | 13381965719 | guoq01@ghzq.com.cn |
| 陈蓉 | 021-20281099 | 13801605631 | chenr@ghzq.com.cn |
| 曹莹 | 021-20281095 | 15013819353 | caoy01@ghzq.com.cn |
| 胡超 | 021-20281096 | 13761102952 | huc@ghzq.com.cn |
| 颜彦 | 0771- 5536202 | 15978141626 | yany@ghzq.com.cn |

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

| 姓名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 徐伟平 | 0755-83705955 | 15012898363 | xuwp@ghzq.com.cn |
| 张亦潇 | 0755-83702462 | 13725559855 | zhangyx01@ghzq.com.cn |
| 程一天 | 0755-83702072 | 13684915160 | chengyt@ghzq.com.cn |
| 王帆 | 0755-83025049 | 13509639899 | wangf01@ghzq.com.cn |
| 张宇松 | 0755-83700919 | 13530666614 | zhangys01@ghzq.com.cn |