

2014年12月25日

海伦钢琴 (300329.SZ)

艺术教育平台搭建成型

■ **艺术培训项目快速落地:** 公司公告与各地经销商合作成立教育文化公司, 继9月公告成立3家、11月公告成立5家、此次再添2家, 教育文化公司总数达到10家, 区域遍布昆明、成都、南宁、福建泉州、宁波、上海、深圳等地, 2015年承诺实现净利润合计为3410万元, 公司分别增资达到股权占比为10-20%, 增资总额1431万元, 目标公司估值按照2015年净利润的3倍PE测算。

■ **利润承诺与分红:** 在前期签署《合作意向书》的基础上, 公司对艺术培训市场做出进一步的市场考察, 办理完成新设立公司的注册登记手续, 在此次签署具体的《投资协议》中, 细化了投资方案、运作管理、业绩承诺、估值调整机制和回购条款等内容, 对2016和2017年的承诺利润合计为4168万元(同增22.2%)、5024万元(同增20.5%); 同时承诺每年给予投资方不少于其增资款15%的现金分红。

■ **艺术教育平台搭建成型:** 我们认为公司在转型艺术教育业务方面进展很快, 一方面体现了管理层战略转型的决心和执行能力, 另一方面也体现了公司作为乐器艺术教育领域上市平台的稀缺性和合作方的积极性。公司参股相关公司的目的在于项目培育、未来进一步提高持股比例, 我们预期公司2015年各地培训项目有望继续快速进展。

■ **盈利预测和投资建议:** 预计公司2014-2016年收入增速3.2%、16.8%、14.4%; 净利润增速-15.0%、39.7%、29.1%; 每股收益为0.20元、0.29元、0.37元, 维持“增持-A”评级和目标价25元, 看好公司后续线上、线上艺术教育业务的延伸和拓展前景。

■ **风险提示:** 艺术教育培训市场风险和公司经验不足。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	303.3	338.6	349.5	408.3	467.2
净利润	30.5	32.3	27.4	38.3	49.5
每股收益(元)	0.23	0.24	0.20	0.29	0.37
每股净资产(元)	3.79	3.88	4.05	4.25	4.48

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	69.3	65.5	77.1	55.2	42.7
市净率(倍)	4.2	4.1	3.9	3.7	3.5
净利润率	10.1%	9.5%	7.8%	9.4%	10.6%
净资产收益率	6.1%	6.2%	5.1%	6.8%	8.3%
股息收益率	0.0%	1.0%	0.3%	0.5%	0.9%
ROIC	14.7%	10.4%	7.2%	9.6%	11.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

其他轻工 III

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

25.00元

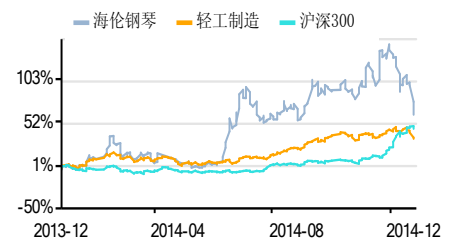
股价(2014-12-24)

15.78元

交易数据

总市值(百万元)	2,114.20
流通市值(百万元)	1,082.33
总股本(百万股)	133.98
流通股本(百万股)	68.59
12个月价格区间	8.90/22.59元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-48.82	-45.35	33.77
绝对收益	-26.88	-13.06	74.94

张妮

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090002
zhangni@essence.com.cn
010-66581574

相关报告

全国性艺术教育学校逐步形成	2014-11-20
业绩符合预期, 艺术培训项目快速推进	2014-10-27
锐意打造智能钢琴、电声乐器与网络教学	2014-10-17

财务报表预测和估值数据汇总(2014年12月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	303.3	338.6	349.5	408.3	467.2	成长性					
减:营业成本	209.5	236.6	249.3	286.1	322.7	营业收入增长率	0.1%	11.7%	3.2%	16.8%	14.4%
营业税费	2.2	2.2	2.4	2.8	3.2	营业利润增长率	-25.2%	1.0%	3.5%	41.7%	29.9%
销售费用	18.1	22.9	20.3	24.5	27.6	净利润增长率	-14.8%	5.8%	-15.0%	39.7%	29.1%
管理费用	41.9	46.5	47.2	53.9	60.7	EBITDA 增长率	-31.0%	9.9%	-6.6%	34.1%	25.3%
财务费用	0.2	-0.8	-2.0	-1.4	-1.2	EBIT 增长率	-37.1%	-2.5%	-0.4%	46.5%	31.5%
资产减值损失	1.4	0.9	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	-29.2%	1.6%	-17.9%	44.3%	30.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.3%	18.8%	8.1%	7.8%	4.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	3.0	4.5	净资产增长率	201.2%	2.2%	4.2%	5.2%	5.6%
营业利润	30.0	30.3	31.4	44.4	57.7	利润率					
加:营业外净收支	6.1	7.6	1.5	1.5	1.5	毛利率	30.9%	30.1%	28.7%	29.9%	30.9%
利润总额	36.1	37.9	32.9	45.9	59.2	营业利润率	9.9%	8.9%	9.0%	10.9%	12.4%
减:所得税	4.9	5.2	4.9	6.9	8.9	净利润率	10.1%	9.5%	7.8%	9.4%	10.6%
净利润	30.5	32.3	27.4	38.3	49.5	EBITDA/营业收入	12.8%	12.6%	11.4%	13.0%	14.3%
						EBIT/营业收入	10.0%	8.7%	8.4%	10.5%	12.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	106	162	196	160	133
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	流动营业资本周转天数	125	139	165	177	182
货币资金	255.9	208.6	253.1	258.6	279.0	流动资产周转天数	398	480	474	443	429
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	78	81	81	76	78
应收帐款	77.2	81.5	80.1	98.6	110.8	存货周转天数	122	135	141	128	131
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	584	701	704	631	585
预付帐款	14.2	10.9	10.8	12.3	11.4	投资资本周转天数	310	359	392	363	336
存货	111.3	142.5	132.0	158.6	181.3	投资回报率					
其他流动资产	0.1	0.1	0.2	1.2	1.8	ROE	6.1%	6.2%	5.1%	6.8%	8.3%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	4.9%	4.0%	5.3%	6.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	14.7%	10.4%	7.2%	9.6%	11.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	6.0%	6.8%	5.8%	6.0%	5.9%
固定资产	108.9	194.9	186.1	177.4	168.6	管理费用率	13.8%	13.7%	13.5%	13.2%	13.0%
在建工程	52.1	6.9	6.9	6.9	6.9	财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
无形资产	24.3	23.7	22.1	20.6	19.3	三费/营业收入	19.9%	20.2%	18.7%	18.8%	18.6%
其他非流动资产	2.1	3.2	2.5	2.6	2.7	偿债能力					
资产总额	646.3	672.4	693.9	737.0	781.9	资产负债率	20.2%	21.6%	20.8%	21.5%	22.0%
短期债务	49.4	49.4	48.4	47.4	46.6	负债权益比	25.3%	27.5%	26.2%	27.5%	28.1%
应付帐款	40.5	51.8	49.0	58.1	66.6	流动比率	3.52	3.07	3.31	3.35	3.43
应付票据	29.8	28.1	32.3	37.2	40.7	速动比率	2.67	2.08	2.40	2.35	2.37
其他流动负债	10.6	15.2	14.5	16.6	19.1	利息保障倍数	129.73	-35.56	-14.54	-29.81	-47.84
长期借款	-	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	-	0.5	0.5	0.8	1.3	DPS(元)	-	0.15	0.04	0.08	0.14
负债总额	130.3	144.9	144.2	158.8	171.6	分红比率	0.0%	62.3%	20.8%	27.7%	36.9%
少数股东权益	7.9	7.2	7.8	8.5	9.4	股息收益率	0.0%	1.0%	0.3%	0.5%	0.9%
股本	67.0	134.0	134.0	134.0	134.0						
留存收益	441.1	386.2	408.0	435.7	466.9						
股东权益	516.0	527.5	549.7	578.2	610.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	31.2	32.8	27.4	38.3	49.5	EPS(元)	0.23	0.24	0.20	0.29	0.37
加:折旧和摊销	8.9	13.7	10.4	10.2	10.1	BVPS(元)	3.79	3.88	4.05	4.25	4.48
资产减值准备	1.4	0.9	1.0	1.0	1.0	PE(X)	69.3	65.5	77.1	55.2	42.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.2	4.1	3.9	3.7	3.5
财务费用	3.7	3.5	-2.0	-1.4	-1.2	P/FCF	-19.5	-82.6	-642.3	319.8	72.6
投资损失	-	-	-	-3.0	-4.5	P/S	7.0	6.2	6.0	5.2	4.5
少数股东损益	0.7	0.5	0.5	0.7	0.9	EV/EBITDA	22.2	25.3	49.6	37.0	29.4
营运资金的变动	-38.5	-22.0	11.1	-31.2	-21.3	CAGR(%)	7.7%	15.4%	30.6%	26.2%	23.5%
经营活动产生现金流量	6.9	28.4	48.4	14.7	34.5	PEG	8.9	4.3	2.5	2.1	1.8
投资活动产生现金流量	-68.4	-50.8	-	3.0	4.5	ROIC/WACC	2.1	1.5	1.0	1.4	1.7
融资活动产生现金流量	262.7	-24.9	-4.7	-10.1	-17.9	REP	1.3	2.0	4.9	3.4	2.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张妮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

