

珠江钢琴 (002678.SZ) 文化用品与娱乐行业

评级：买入 维持评级

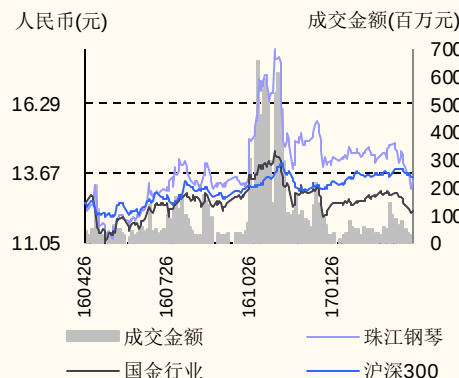
公司点评

市场价格 (人民币): 13.39 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	953.63
总市值(百万元)	12,800.84
年内股价最高最低(元)	18.33/11.24
沪深 300 指数	3440.97
深证成指	10165.22



相关报告

- 《珠江钢琴 2016 年三季报点评-教育平台布局前景明朗》，2016.10.27
- 《珠江钢琴 2016 年半年报点评-产品结构升级，大文化转型稳步推...》，2016.8.10

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

钢琴业务内外兼修，大文化企业已具雏形

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.15	0.16	0.20	0.26	0.33
每股净资产(元)	2.01	2.10	2.23	2.41	2.63
每股经营性现金流(元)	0.20	0.26	0.29	0.16	0.20
市盈率(倍)	113	94	65	52	40
行业优化市盈率(倍)	N/A	105	105	105	105
净利润增长率(%)	3.44%	3.77%	29.18%	26.54%	29.04%
净资产收益率(%)	7.61%	7.55%	9.16%	10.76%	12.70%
总股本(百万股)	956.00	956.00	956.00	956.00	956.00

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润，15.66 亿元、1.63 亿元和 1.72 万元，同比分别增长 6.55%、3.96%和 3.77%。实现全面摊薄 EPS0.16 元/股，略低于市场预期。经营活动净现金流为 2.49 亿元，高于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为-2.96%/11.68%/8.11%/10.29%，归母净利润同比增速分别为-8.31%/-10.19%/5.15%/51.35%。2016 年，公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 0.70 元 (含税)。2017 年第一季度，公司实现营业收入 4.25 亿元，同比增长 14.27%，归属于上市公司股东的净利润为 4,799.73 万元，同比增长 11.48%。

经营分析

- **营收小幅增长，文化业务快速增长带动毛利提升。**2016 年，公司收入略有增长 (+6.55%)，主营业务毛利率提升至 30.99% (+2.30pct.)。期间费用率增长 3.61pct.。其中，销售费用率和管理费用率有所上升 (+2.41pct./+1pct.)，财务费用率增长 0.21pct.，主要系由于公司借款余额增加导致财务费用中的利息支出增加所致。归母净利润率为 9.67% (-0.26pct.)。整体来看，目前海外钢琴市场低迷，国内钢琴市场竞争白热化，进口二手钢琴对国产品牌的冲击依旧严重，公司依靠高端产品及数码乐器的放量维持整体营收正增长。同时，2016 年，公司文化业务显著放量，较 2015 年增长 616.44%，毛利率达到 54.23% (较同期提升 16.69pct.)，促使公司整体毛利水平得到提高。
- **主营业务持续优化，钢琴后服务生态系统建设完毕。**2016 年，公司依托在全国范围内的 360 多个销售网点，完成 13 万架以上的钢琴销售。公司国内市场占有率达 35%以上，全球市场占有率达 25%以上。2016 年，公司仍持续推进业务优化。**高端钢琴方面：**公司完成对德国舒密尔的股权收购，通过外延式并购将业务延伸至高端钢琴。同时，公司也持续提升自身高端钢琴研发能力。2016 年，公司共推出 30 多款新品，完成新工艺和新材料试验 165 项，获得专利 19 项。公司自有高端钢琴品牌凯撒堡 KA121B 型立式钢琴更是获得了第一届中国轻工业优秀设计奖。**数码钢琴方面：**2016 年公司旗下数码钢琴子公司，完成数码钢琴产量 4.12 万台，开发了第三代数码钢琴音源、卡拉 OK 数码钢琴，以及智能书桌式钢琴等数码产品。**钢琴后服务生态方**

面：2016 年 9 月，公司携手广证珠江壹号、惠尔云等共同打造国内首个大型互联网乐器服务平台—91 琴趣网乐器云服务平台，致力打造领先的“云上钢琴服务”的生态系统。目前，91 琴趣旗下“91 琴趣”与“91 调律”两个平台已正式上线，公司“制造+租售+服务+教育”的产业链闭环建设完成。2017 年，公司计划通过钢琴比赛等形式，提升两大高端钢琴品牌知名度，并持续继续建设琴趣云服务平台，将平台业务向教育、维护等领域进行延伸。

- **持续大文化产业布局，促进公司向文化企业转型。艺术教育：**2016 年，公司通过建立全国艺术教育中心，推进艺术教室、超级合伙人等一系列艺术教育品牌活动。截止目前，公司旗下钢琴艺术中心直营系统已经覆盖济南、广州和福州，同时在广州的天河南和芳村等社区也已正式开业。在加盟商方面，2016 年，公司艺术教育加盟商已达 312 家，其中珠江钢琴艺术教室 162 家，爱上系列课程加盟 150 家，完成统一 VI 建店 76 家，覆盖 28 个省份。**影视业务：**公司控股子公司珠广传媒在 2016 年，为了降低影视投资风险，将直投模式变为跟投。年内共完成 6,201 万元的影视项目投资，其中《太太万岁》等影视剧已上线播放。2016 年，珠广传媒实现营业收入 2189 万元，同比增长比增 407%，利润总额 1,133 万元，同比增长 2,280%。除此之外，公司联手广州嘉羽广告合资设立浙江东阳珠广新影传媒，涉足影视制作、艺人经纪等业务，并先后完成 12 部网络剧项目投资。**传媒业务：**公司传媒类业务主要通过八斗米开展，2016 年，八斗米调整发展策略，结合公司钢琴制造背景，策划和执行了一系列音乐类活动。整体上看，公司多方布局大文化产业，且各项业务落地迅速，转型文化公司步伐坚定。2017 年，公司计划继续加强文化传媒领域盈利能力，完善内容评价体系，进一步提升发行渠道的拓展能力和宣传推广能力。
- **非公开发行项目稳步推进，大文化产业公司已具雏形。**2016 年 9 月，公司二次修订非公开发行项目，募集资金不超过 10.93 亿元，用于广州文化产业创新创业孵化园项目、增城国家文化产业基地项目（二期）、全国文化艺术教育中心建设项目、珠江乐器云服务平台建设项目、补充流动资金五个项目。目前，公司非公开发行已获得证监会发审委审核通过，待此次非公开发行募投项目全面建设完成后，公司将成为集钢琴制造与服务、艺术教育、传媒影视和金融投资于一体的大文化产业公司。

风险因素

- 募投项目进度不及预期风险；钢琴制造业竞争加剧风险；文化产业扩张的经营管理风险；本次非公开发行审批风险。

盈利预测与投资建议

- 公司在做强钢琴主业基础上，积极延伸文化教育产业，同时把握钢琴后服务市场，构建“制造-租售-服务-教育”的产业链闭环，以实现公司做强钢琴主业、做大文化产业的战略目标。我们维持公司 2017-2018 年 EPS 预测为 0.20/0.26 元/股，预测公司 2019 年 EPS 为 0.33 元/股（三年 CAGR28.3%），对应 PE 分为 65/52/40 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,469	1,470	1,566	1,809	2,235	2,765
增长率		0.0%	6.5%	15.5%	23.5%	23.7%
主营业务成本	-1,051	-1,048	-1,081	-1,256	-1,553	-1,922
%销售收入	71.5%	71.3%	69.0%	69.5%	69.5%	69.5%
毛利	419	422	485	553	682	843
%销售收入	28.5%	28.7%	31.0%	30.5%	30.5%	30.5%
营业税金及附加	-13	-16	-21	-29	-34	-39
%销售收入	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.5%	1.4%
营业费用	-90	-87	-106	-111	-134	-147
%销售收入	6.1%	5.9%	6.7%	6.2%	6.0%	5.3%
管理费用	-157	-163	-187	-202	-246	-299
%销售收入	10.7%	11.1%	11.9%	11.2%	11.0%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	158	156	171	211	268	359
%销售收入	10.8%	10.6%	10.9%	11.7%	12.0%	13.0%
财务费用	-4	-4	-8	-4	-4	-4
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-4	-3	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	13	8	5	5	5
%税前利润	7.8%	7.9%	4.6%	2.3%	1.8%	1.4%
营业利润	163	162	163	212	270	360
营业利润率	11.1%	11.0%	10.4%	11.7%	12.1%	13.0%
营业外收支	2	3	9	8	8	8
税前利润	164	165	172	220	278	368
利润率	11.2%	11.2%	11.0%	12.2%	12.4%	13.3%
所得税	-23	-18	-20	-24	-30	-49
所得税率	13.9%	11.1%	11.9%	11.0%	10.8%	13.2%
净利润	142	147	151	196	248	320
少数股东损益	0	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	141	146	151	196	248	320
净利率	9.6%	9.9%	9.7%	10.8%	11.1%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	142	147	151	196	248	320
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	51	53	65	58	62	67
非经营收益	-6	-4	-8	35	4	6
营运资金变动	-59	-7	41	-14	-163	-204
经营活动现金净流	127	189	249	274	151	189
资本开支	-70	-36	-149	-19	-45	-48
投资	0	-23	-267	-1	0	0
其他	9	11	-9	5	5	5
投资活动现金净流	-62	-48	-425	-15	-40	-43
股权募资	1	1	8	0	0	0
债权募资	0	62	236	-206	40	33
其他	-72	-142	-80	-17	-82	-101
筹资活动现金净流	-71	-79	164	-224	-42	-68
现金净流量	-5	63	-12	36	70	79

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	536	599	587	622	692	770
应收款项	129	133	129	143	177	219
存货	772	737	780	870	1,076	1,331
其他流动资产	15	79	100	20	25	30
流动资产	1,453	1,548	1,595	1,656	1,969	2,350
%总资产	61.2%	62.8%	55.1%	57.5%	61.8%	66.1%
长期投资	209	233	376	377	376	376
固定资产	589	572	640	629	615	598
%总资产	24.8%	23.2%	22.1%	21.8%	19.3%	16.8%
无形资产	84	82	230	216	222	228
非流动资产	920	917	1,299	1,225	1,215	1,204
%总资产	38.8%	37.2%	44.9%	42.5%	38.2%	33.9%
资产总计	2,373	2,464	2,895	2,881	3,184	3,554
短期借款	128	90	425	315	355	387
应付款项	237	227	277	288	355	438
其他流动负债	39	47	58	121	151	191
流动负债	404	365	760	723	861	1,016
长期贷款	0	100	0	0	0	1
其他长期负债	119	69	108	0	0	0
负债	523	533	868	723	861	1,017
普通股股东权益	1,840	1,919	2,006	2,136	2,302	2,516
少数股东权益	10	12	21	21	21	21
负债股东权益合计	2,373	2,464	2,895	2,881	3,184	3,554

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.15	0.15	0.16	0.20	0.26	0.33
每股净资产	1.92	2.01	2.10	2.23	2.41	2.63
每股经营现金净流	0.13	0.20	0.26	0.29	0.16	0.20
每股股利	0.07	0.07	0.07	0.07	0.09	0.11
回报率						
净资产收益率	7.67%	7.61%	7.55%	9.16%	10.76%	12.70%
总资产收益率	5.95%	5.92%	5.23%	6.79%	7.78%	8.99%
投入资本收益率	6.87%	6.51%	6.12%	7.60%	8.94%	10.65%
增长率						
主营业务收入增长率	3.35%	0.04%	6.55%	15.50%	23.53%	23.73%
EBIT 增长率	-25.98%	-1.59%	10.09%	23.27%	27.09%	33.84%
净利润增长率	-28.16%	3.44%	3.77%	29.18%	26.54%	29.04%
总资产增长率	4.68%	3.83%	17.48%	-0.49%	10.53%	11.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30	32	28	27	27	27
存货周转天数	258	263	256	253	253	253
应付账款周转天数	45	46	47	46	46	46
固定资产周转天数	135	140	145	126	102	82
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.07%	-21.18%	-7.95%	-14.25%	-14.52%	-15.08%
EBIT 利息保障倍数	39.3	40.6	21.1	53.6	74.5	91.0
资产负债率	22.04%	21.63%	29.98%	25.11%	27.03%	28.61%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-28	买入	14.20	20.00
2	2016-01-19	买入	17.21	N/A
3	2016-03-31	买入	12.40	N/A
4	2016-08-10	买入	14.19	N/A
5	2016-10-27	买入	14.95	N/A

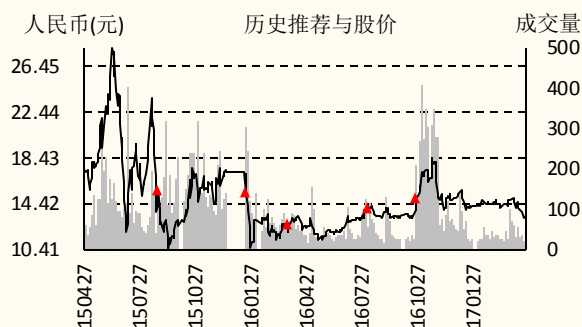
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD