

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

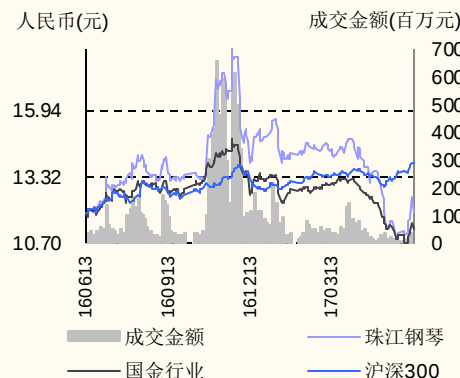
市场价格(人民币)：11.91元

国企改革再进一步

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)	11,385.96
年内股价最高最低(元)	18.33/10.87
沪深300指数	3574.39
深证成指	10119.99



相关报告

- 1.《珠江钢琴 2016 年年报点评-钢琴业务内外兼修，大文化企业已具...》，2017.4.26
- 2.《珠江钢琴 2016 年三季报点评-教育平台布局前景明朗》，2016.10.27
- 3.《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

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	58	46	36
行业优化市盈率(倍)	105	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：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2017 年 6 月 13 日，公司公告，收到广东省国资委《关于第一批混合所有制企业员工持股试点企业名单的通知》，公司控股子公司艾莱森被列入第一批混合所有制员工持股试点企业。

点评

- 广东国改领先全国，员工持股是广州核心改革方式。广东省于 2014 年出台了《关于省属企业发展混合所有制经济的意见》，确定国企改革的主要路径、抓手和侧重点。随后，相关改革政策接连出台，引入战略投资、整体上市和资产证券化等成为改革的主要方式。2016 年，广东省发布《关于深化国有企业改革的实施意见》，对新一轮国企改革作出细化安排。今年 1 月，广东省再出台了《国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施细则》，对国有控股混合所有制企业开展员工持股试点进行了细致的规定。目前，在以广州市国资委为实际控制人的 14 家上市公司中，已有 9 家公司完成了员工持股。
- 员工持股试点实现利益捆绑，公司数码钢琴业务有望持续高成长。艾莱森是公司控股子公司，主要从事数码钢琴、数码乐器等系列产品的研发、生产和销售。2016 年，艾莱森生产数码钢琴 4.12 万台，实现营业收入 8,916.94 万元，同比增长 26.12%。作为高新技术产品，数码钢琴较传统钢琴更具娱乐性和更多的使用功能，是行业发展的方向之一。目前中国传统钢琴销量占全球销量 80%左右，而数码钢琴消费量仅为全球消费量的 16.67%，未来空间巨大。公司作为全球钢琴龙头企业，未来将持续受益数码钢琴市场发展。此次艾莱森被选为员工持股试点企业，将实现企业利益与员工利益的绑定，将最大化调动员工积极性，有利于公司数码钢琴业务的长期快速发展。同时，公司计划加快艾莱森证券化进程，2016 年已经完成股份制改造，计划申请新三板挂牌。
- 文化产业持续布局，公司转型推进有条不紊。2016 年，公司通过直营艺术中心和艺术教室加盟的方式，持续推进艺术培训业务发展。目前，公司已完成统一 VI 建店 76 家，覆盖 28 个省份。在影视传媒业务方面，公司控股子公司珠广传媒在 2016 年，完成 6,201 万元的影视项目投资，促使营业收入同比增长 407%。同时，公司联手广州嘉羽广告合资设立浙江东阳珠广新影传媒，涉足影视制作和艺人经纪等业务，并先后完成 12 部网络剧项目投资

资。不仅如此，公司还计划通过非公开发行募集资金，用于建设文化创业孵化园、文化产业基地和艺术教育中心等项目。目前，公司非公开发行已经获得证监会核准批复。此次非公开发行将推动公司集钢琴制造与服务、艺术教育、传媒影视和金融投资于一体的大文化产业战略进一步落实。

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。

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 2017-2019 年 EPS 预测为 0.20/0.26/0.33 元/股，（三年 CAGR28.3%），对应 PE 分为 58/46/36 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

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	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

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
6	2017-04-26	买入	13.39	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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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