

珠江钢琴 (002678.SZ) 文化用品与娱乐行业

评级：买入 维持评级

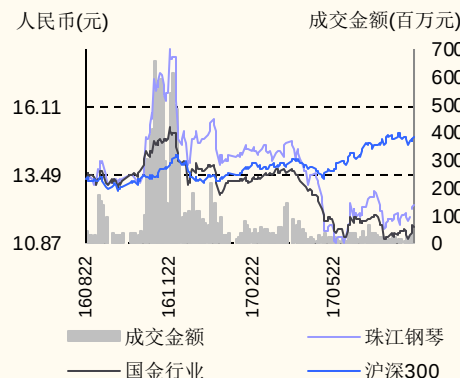
公司点评

市场价格 (人民币): 12.33 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)	953.89
总市值(百万元)	11,787.48
年内股价最高最低(元)	18.33/10.87
沪深 300 指数	3724.67
深证成指	10614.08



相关报告

1. 《国企改革再进一步-珠江钢琴公司点评》，2017.6.13
2. 《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
3. 《珠江钢琴 2016 年三季报点评-教育平台布局前景明朗》，2016.10.27

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

钢琴与文化业务稳健发展，国企改革已有进展

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	0.19	0.24	0.31
每股净资产(元)	2.01	2.10	2.22	2.38	2.59
每股经营性现金流(元)	0.20	0.26	0.26	0.14	0.18
市盈率(倍)	113	94	65	51	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%	19.48%	26.79%	28.39%
净资产收益率(%)	7.61%	7.55%	8.51%	10.07%	11.89%
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

- 2017 年上半年，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 8.46 亿元、1 亿元和 8,955.85 万元，同比分别增长 15.28%、13.44%和 10.57%。实现全面摊薄 EPS0.10 元/股，符合预期。经营活动净现金流为-7,281.76 万元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 14.27%/16.33%，归母净利润同比增速分别为 9.63%/6.46%。公司同时预计 2017 年 1-9 月归母净利润为 1.15 亿元至 1.50 亿元，同比增长 0%至 30%。

经营分析

- **营收增速创新高，盈利能力依旧稳健。**上半年，公司收入保持增长 (+15.28%)，创上市以来上半年最高收入增速。主营业务毛利率小幅提升至 32.98% (2.98pct.)。期间费用率增长 3.01pct.。其中，销售费用率与管理费用率均有所提升 (1.92pct./0.45pct.)，财务费用率增长 0.65pct.。其中，销售费用增长主要系由于将舒密尔 (Schimmel) 公司的数据全面纳入，以及促进销售所致。归母净利率为 10.59% (-0.70pct.)。
- **传统钢琴业务仍然保持两位增长，持续推进服务与品牌建设。**上半年，公司钢琴业务收入增长 10.79%，主要是由于纳入德国 Schimmel 公司的数据。上半年，公司加大自主创新力度，开展各类新材料、新工艺的改进试验 110 项，并与 FIND 公司合作研发出 5 款新智慧钢琴。在营销方面，公司持续深入拓展销售网络，鼓励专销商、专卖店经销单位发展，建设统一的品牌形象店，采取新的中高端产品营销政策，引导经销商销售结构升级。同时，公司持续通过开展节假日主题促销活动，实现线上线下融合，增强与用户的粘性。公司深层次融合互联网+，建设云服务平台。打造领先的“云上钢琴服务”的生态系统，构建公司“制造-租售-服务-教育”的产业链闭环。公司持续推进全球品牌活动，致力于打造国际乐器文化品牌。通过支持国际重大文化活动、举办音乐活动，以及推进品牌公益活动，树立了公司国际乐器文化品牌形象，提升了品牌的知名度美誉度。
- **艺术教育多元化发展，传媒业务稳健开展，公司布局文化业务成效显著。**上半年，公司成为广州文化上市公司产业联盟首批成员，继续结合智能乐器和智能教学 APP 模块的发展，并持续推进艺术教室、超级合伙人等列艺术教育品牌活动。截止 6 月 30 日，公司在济南和佛山的文化艺术教育中心已经

开业运营，北京艺术之家也已进入建设尾声。目前，公司在全国拥有艺术教育加盟商 368 家，覆盖 29 个省份，新开发全形象艺术教室 38 家。8 月 16 日，公司公告，与中国教育电视台签订《战略合作协议》，双方将在幼儿园、培训、教育产业园和“双创”等方面召开合作。我们认为，公司目前无论是在艺术教育推广经验方面，还是在实体门店布局方面，都已具备坚实基础，而中国教育电视台优势教育部直属媒体平台。因此，此次合作属于强强联合，有利于完善公司教育体系，加速在教育业务领域的拓展与长期发展。上半年，集团控股子公司珠广传媒先后完成对 12 部电视剧和网络剧的投资，新增投资总额达到 1,050 万元。其中，公司投资的电视剧《咱家》已在签约的各省级电视台完成首轮播放。从收入端来看，上半年，公司文化方面业务收入实现 320.80% 的增长，总收入超过 3,600 万元。我们认为，公司艺术教育业务正处在深化发展阶段，而传媒投资也正稳健铺开，整体大文化产业布局成效已开始逐步显现。

- **国企改革已有进展，未来数码钢琴业务发展将再进一步。**6 月 13 日，公司公告，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，目前员工持股方案已经公布。7 月 6 日，公司公告，艾莱森拟通过增资扩股的方式，新增发行 841 万股，引入战略投资者、管理层及核心员工等对象。预计本次增资扩股实施完成后，原始股东、战略投资者、做市商或机构投资者将直接持有艾莱森股份，管理层及核心员工将通过设立持股平台的方式（有限合伙企业）间接持有艾莱森的股份。我们认为，本次增资扩股有利于优化艾莱森股东结构。同时，艾莱森作为公司控股子公司主营业务为数码钢琴，目前中国数码乐器行业正处高速发展机遇期。而通过本次员工持股，将有利于艾莱森核心业务的发展，提升其治理水平和盈利能力，为打造“终端+平台+内容”的 O2O 智能乐器生态闭环奠定坚实基础，从而带动公司在数码钢琴业务方面的收入增长。

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。我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 为 0.19/0.24/0.31 元/股（三年 CAGR24.8%），对应 PE 分为 65/51/40 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	1,853	2,288	2,841
增长率		0.0%	6.5%	18.3%	23.5%	24.2%
主营业务成本	-1,051	-1,048	-1,081	-1,280	-1,573	-1,943
%销售收入	71.5%	71.3%	69.0%	69.1%	68.8%	68.4%
毛利	419	422	485	573	715	898
%销售收入	28.5%	28.7%	31.0%	30.9%	31.2%	31.6%
营业税金及附加	-13	-16	-21	-29	-35	-40
%销售收入	0.9%	1.1%	1.4%	1.6%	1.5%	1.4%
营业费用	-90	-87	-106	-130	-160	-197
%销售收入	6.1%	5.9%	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	-157	-163	-187	-215	-263	-324
%销售收入	10.7%	11.1%	11.9%	11.6%	11.5%	11.4%
息税前利润 (EBIT)	158	156	171	199	257	336
%销售收入	10.8%	10.6%	10.9%	10.7%	11.2%	11.8%
财务费用	-4	-4	-8	-5	-6	-7
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
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%	2.4%	1.9%	1.5%
营业利润	163	162	163	199	256	335
营业利润率	11.1%	11.0%	10.4%	10.7%	11.2%	11.8%
营业外收支	2	3	9	8	8	8
税前利润	164	165	172	207	264	343
利润率	11.2%	11.2%	11.0%	11.2%	11.6%	12.1%
所得税	-23	-18	-20	-26	-35	-48
所得税率	13.9%	11.1%	11.9%	12.5%	13.2%	14.0%
净利润	142	147	151	181	229	295
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	181	229	295
净利率	9.6%	9.9%	9.7%	9.8%	10.0%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	142	147	151	181	229	295
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	36	7	9
营运资金变动	-59	-7	41	-26	-161	-204
经营活动现金净流	127	189	249	248	137	168
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	-165	53	56
其他	-72	-142	-80	-18	-79	-98
筹资活动现金净流	-71	-79	164	-183	-27	-42
现金净流量	-5	63	-12	51	71	83

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	536	599	587	637	708	791
应收款项	129	133	129	147	181	225
存货	772	737	780	887	1,090	1,346
其他流动资产	15	79	100	21	25	31
流动资产	1,453	1,548	1,595	1,691	2,004	2,393
%总资产	61.2%	62.8%	55.1%	58.0%	62.3%	66.5%
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%	21.6%	19.1%	16.6%
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%	42.0%	37.7%	33.5%
资产总计	2,373	2,464	2,895	2,916	3,219	3,596
短期借款	128	90	425	357	409	465
应付款项	237	227	277	295	363	448
其他流动负债	39	47	58	117	146	184
流动负债	404	365	760	769	918	1,097
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	769	918	1,098
普通股股东权益	1,840	1,919	2,006	2,126	2,280	2,477
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	2,916	3,219	3,596

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.15	0.15	0.16	0.19	0.24	0.31
每股净资产	1.92	2.01	2.10	2.22	2.38	2.59
每股经营现金净流	0.13	0.20	0.26	0.26	0.14	0.18
每股股利	0.07	0.07	0.07	0.06	0.08	0.10
回报率						
净资产收益率	7.67%	7.61%	7.55%	8.51%	10.07%	11.89%
总资产收益率	5.95%	5.92%	5.23%	6.21%	7.13%	8.19%
投入资本收益率	6.87%	6.51%	6.12%	6.95%	8.24%	9.76%
增长率						
主营业务收入增长率	3.35%	0.04%	6.55%	18.31%	23.48%	24.17%
EBIT 增长率	-25.98%	-1.59%	10.09%	16.20%	29.29%	30.82%
净利润增长率	-28.16%	3.44%	3.77%	19.48%	26.79%	28.39%
总资产增长率	4.68%	3.83%	17.48%	0.73%	10.39%	11.72%
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	123	99	80
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.07%	-21.18%	-7.95%	-13.07%	-12.99%	-13.03%
EBIT 利息保障倍数	39.3	40.6	21.1	41.0	44.8	48.4
资产负债率	22.04%	21.63%	29.98%	26.36%	28.51%	30.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2
增持	0	0	0	0	0
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	3.00	2.00	2.00	1.67

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
7	2017-06-13	买入	11.91	N/A

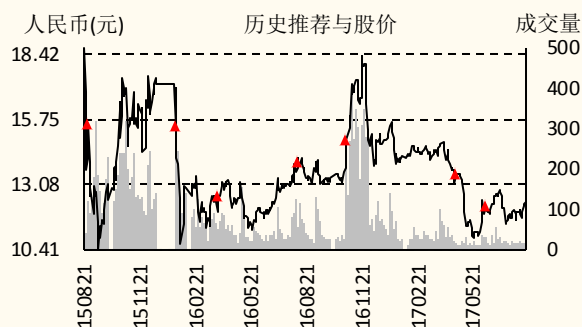
来源：国金证券研究所

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。

本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