

珠江钢琴 (002678.SZ) 文化用品与娱乐行业

评级：买入 维持评级

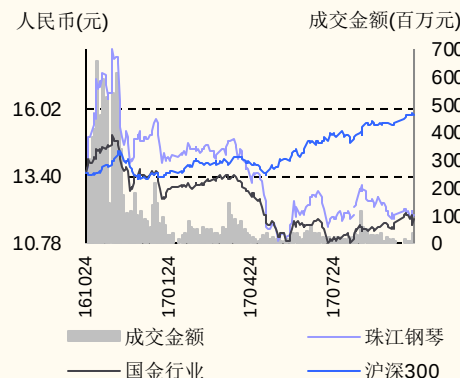
公司点评

市场价格 (人民币): 11.87 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)	12,402.51
年内股价最高最低(元)	18.33/10.87
沪深 300 指数	3926.85
深证成指	11238.88



相关报告

- 1.《珠江钢琴 2017 年半年报点评-钢琴与文化产业业务稳健发展, 国企改革...》, 2017.8.21
- 2.《国企改革再进一步-珠江钢琴公司点评》, 2017.6.13
- 3.《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
- 4.《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

业绩增长符合预期, 多元化发展稳步推进

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.15	0.15	0.17	0.21	0.26
每股净资产(元)	1.92	2.01	2.12	2.17	2.34
每股经营性现金流(元)	0.13	0.20	0.35	0.15	0.16
市盈率(倍)	89	113	84	69	56
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	67	67	67
净利润增长率(%)	-28.16%	3.44%	10.92%	22.23%	23.20%
净资产收益率(%)	7.67%	7.61%	7.98%	9.54%	10.90%
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 年前三季度, 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 13.36 亿元、1.53 亿元和 1.28 亿元, 同比分别增长 14.62%、20.81%和 11.22%。实现全面摊薄 EPS0.13 元/股, 符合预期。经营活动净现金流为-2,735.79 万元, 低于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 14.27%/16.33%/13.49%, 归母净利润同比增速分别为 9.63%/6.46%/12.51%。公司预计 2017 年全年归母净利润为 1.51 亿元至 1.97 亿元, 同比增长 0%至 30%。

经营分析

- 营收增速创新高, 盈利能力相对稳健。前三季, 公司收入保持增长 (+14.62%), 创上市以来前三季度最高收入增速。毛利率小幅提升至 32.82% (+1.65pct.)。期间费用率增长 0.94pct.。其中, 销售费用率与财务费用率均有所提升 (0.82pct./0.31pct.), 管理费用率下降 0.18pct.。销售费用增长主要系由于将并表舒密尔以及促销所致。归母净利率为 9.59% (-0.27pct.)。
- 二手翻新钢琴冲击开始渐弱, 未来公司钢琴产能还将提升。进口二手翻新钢琴是对国内中高档钢琴品牌的主要冲击之一, 过去十多年都保持 40%以上的年增长。根据去年海关进出口数据显示, 从 2016 年起, 进口二手钢琴数量已经出现负增长。同时, 由于国家环保高压, 很多小型钢琴制造企业用漆受限。受益于此, 公司作为全球最大的钢琴制造企业, 收入增速创下新高。公司增城厂区搬迁工作进展顺利, 预计年底完成, 届时产能将达到年产 15 万架。在完成对德国舒密尔 (Schimmel) 的收购后, 公司持续推进其产能恢复工作。公司可以进一步巩固行业地位, 同时拉动高端钢琴业务, 提升整体盈利水平。另一方面, 公司推进深层次融合互联网+, 建设云服务平台, 打造领先的“云上钢琴服务”生态系统, 构建公司“制造-租售-服务-教育”产业链闭环, 有利于提高服务水平和产品附加值。
- 艺术教育多元化发展推进顺利。公司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。上半年, 公司借助 368 家艺术教育加盟商, 完成了对全国 29 个省份的覆盖。与此同时, 公司也完成了济南和佛山文化艺术教育中心开业, 北京艺术之家也进入建设尾声。未来 2-3 年内公司还将加速布局艺术教育中心, 通过直营店

带动社区店的模式，形成遍布全国的加盟网络，艺术教育将成为公司未来重要的业务增长极。

- **国企改革取得进展。**6月13日，公司公告控股子公司艾莱森被列入广东省第一批混合所有制员工持股试点企业；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；9月14日，公司公告，艾莱森拟申请新三板挂牌。从欧美等发达国家的发展经验看，数码乐器市场规模远大于传统乐器。而目前国内数码乐器的年产量约有100多万台，显著低于传统乐器，未来具备较大扩容空间。艾莱森目前可实现4万台数码钢琴生产，本次申请新三板挂牌，将拓宽融资渠道加速企业发展，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；文化产业扩张的运营管理风险；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2017-2019年EPS预测为0.17/0.21/0.26元（三年CAGR18.7%），对应PE分为84/69/56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)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,422	1,469	1,470	1,549	1,824	2,238
增长率		3.3%	0.0%	5.4%	17.7%	22.7%
主营业务成本	-977	-1,051	-1,048	-1,105	-1,305	-1,597
%销售收入	68.7%	71.5%	71.3%	71.3%	71.5%	71.3%
毛利	445	419	422	444	519	641
%销售收入	31.3%	28.5%	28.7%	28.7%	28.5%	28.7%
营业税金及附加	-12	-13	-16	-14	-16	-18
%销售收入	0.8%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%
营业费用	-74	-90	-87	-91	-99	-119
%销售收入	5.2%	6.1%	5.9%	5.9%	5.4%	5.3%
管理费用	-146	-157	-163	-173	-201	-242
%销售收入	10.3%	10.7%	11.1%	11.2%	11.0%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	214	158	156	167	204	263
%销售收入	15.0%	10.8%	10.6%	10.8%	11.2%	11.8%
财务费用	-1	-4	-4	4	7	6
%销售收入	0.1%	0.3%	0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-5	-4	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	13	13	5	5	5
%税前利润	2.2%	7.8%	7.9%	2.7%	2.3%	1.8%
营业利润	213	163	162	176	216	275
营业利润率	15.0%	11.1%	11.0%	11.3%	11.8%	12.3%
营业外收支	18	2	3	6	6	6
税前利润	231	164	165	182	222	281
利润率	16.2%	11.2%	11.2%	11.7%	12.2%	12.6%
所得税	-33	-23	-18	-20	-24	-37
所得税率	14.5%	13.9%	11.1%	11.0%	10.8%	13.2%
净利润	197	142	147	162	198	244
少数股东损益	1	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	196	141	146	162	198	244
净利率	13.8%	9.6%	9.9%	10.5%	10.8%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	197	142	147	162	198	244
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	40	51	53	52	57	63
非经营收益	-15	-6	-4	22	-4	-4
营运资金变动	-173	-59	-7	103	-103	-151
经营活动现金净流	50	127	189	339	148	151
资本开支	-141	-70	-36	-64	-69	-74
投资	-101	0	-23	-1	0	0
其他	3	9	11	5	5	5
投资活动现金净流	-239	-62	-48	-60	-64	-69
股权募资	0	1	1	0	-88	0
债权募资	128	0	62	-158	0	1
其他	-62	-72	-142	-8	-60	-72
筹资活动现金净流	66	-71	-79	-166	-148	-71
现金净流量	-123	-5	63	113	-64	12

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	542	536	599	712	648	659
应收款项	123	129	133	112	132	162
存货	713	772	737	736	868	1,063
其他流动资产	11	15	79	18	21	25
流动资产	1,388	1,453	1,548	1,578	1,669	1,909
%总资产	61.2%	61.2%	62.8%	63.4%	64.3%	66.9%
长期投资	200	209	233	234	233	233
固定资产	567	589	572	586	597	605
%总资产	25.0%	24.8%	23.2%	23.6%	23.0%	21.2%
无形资产	87	84	82	89	97	105
非流动资产	879	920	917	910	928	945
%总资产	38.8%	38.8%	37.2%	36.6%	35.7%	33.1%
资产总计	2,267	2,373	2,464	2,488	2,597	2,854
短期借款	0	128	90	0	0	0
应付款项	216	237	227	244	287	351
其他流动负债	42	39	47	103	124	153
流动负债	258	404	365	347	412	504
长期贷款	128	0	100	100	100	101
其他长期负债	75	119	69	0	0	0
负债	461	523	533	447	512	605
普通股股东权益	1,797	1,840	1,919	2,029	2,074	2,237
少数股东权益	9	10	12	12	12	12
负债股东权益合计	2,267	2,373	2,464	2,488	2,597	2,854

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.21	0.15	0.15	0.17	0.21	0.26
每股净资产	1.88	1.92	2.01	2.12	2.17	2.34
每股经营现金净流	0.05	0.13	0.20	0.35	0.15	0.16
每股股利	0.12	0.07	0.07	0.06	0.07	0.08
回报率						
净资产收益率	10.93%	7.67%	7.61%	7.98%	9.54%	10.90%
总资产收益率	8.66%	5.95%	5.92%	6.51%	7.62%	8.54%
投入资本收益率	9.44%	6.87%	6.51%	6.93%	8.31%	9.72%
增长率						
主营业务收入增长率	7.47%	3.35%	0.04%	5.40%	17.75%	22.68%
EBIT 增长率	2.93%	-25.98%	-1.59%	7.10%	22.20%	29.25%
净利润增长率	7.65%	-28.16%	3.44%	10.92%	22.23%	23.20%
总资产增长率	13.38%	4.68%	3.83%	0.97%	4.39%	9.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25	30	32	25	25	25
存货周转天数	245	258	263	243	243	243
应付账款周转天数	46	45	46	45	45	45
固定资产周转天数	142	135	140	136	117	97
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.91%	-22.07%	-21.18%	-30.00%	-26.26%	-24.83%
EBIT 利息保障倍数	197.2	39.3	40.6	-39.5	-29.0	-40.9
资产负债率	20.34%	22.04%	21.63%	17.98%	19.70%	21.19%

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	2	2	3
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.75	1.60

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	2016-01-19	买入	17.21	N/A
2	2016-03-31	买入	12.40	N/A
3	2016-08-10	买入	14.19	N/A
4	2016-10-27	买入	14.95	N/A
5	2017-04-26	买入	13.39	N/A
6	2017-06-13	买入	11.91	N/A
7	2017-08-21	买入	12.33	N/A

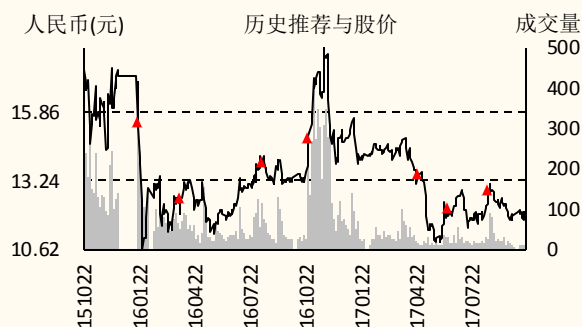
来源：国金证券研究所

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 7GH