

消费升级与娱乐研究中心

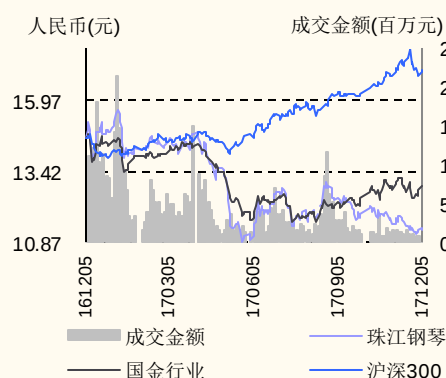
珠江钢琴 (002678.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 11.30 元

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)	11,806.94
年内股价最高最低(元)	15.63/10.87
沪深 300 指数	4040.17
深证成指	10854.76



艾莱森国改尘埃落定，数码乐器业务蓄势待发

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	60	47	37
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：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2017年12月5日，公司披露控股子公司艾莱森数码乐器增资扩股的进展公告。该事项已经完成在广州产权交易所的挂牌交易程序，艾莱森向36个投资方新发行841万股，筹集资金2,018万元。

点评

- **多方主体入股，利益一致推进数码乐器业务。**此次增资扩股，除了原股东刘春清认购50万股以外，引入新的投资方主要有三类：1) 广州市政府控制广州市城发投资基金旗下投资平台；2) 管理层及核心员工持股平台；3) 公司的钢琴销售和艺术教育合作伙伴，例如主营“辛笛钢琴应用”的广东辛笛音乐教育咨询有限公司和代表著名钢琴演奏家吴牧野的桐乡市牧野辉煌艺术策划有限公司。艾莱森主要从事数码钢琴、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。目前中国传统钢琴消费量占全球消费量80%左右，而数码钢琴消费量仅为全球消费量的16.67%，未来发展空间巨大，是公司重点布局的业务方向。此次增资扩股，集合绑定了数码乐器业务发展所涉各方的利益，将能够最大化调动各方积极性，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。**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。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。不仅如此，公司已在8月完成非公开发行，募集资金10.6亿元，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。非公开发行项目的建成，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。

相关报告

- 1.《珠江钢琴2017三季报点评-业绩增长符合预期，多元化发展稳步...》，2017.10.23
- 2.《珠江钢琴2017年半年报点评-钢琴与文化业务稳健发展，国企改革...》，2017.8.21
- 3.《国企改革再进一步-珠江钢琴公司点评》，2017.6.13
- 4.《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

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

风险因素

■ 非公发募投项目进度不达预期的风险

非公发项目的实施可能受到国内外宏观经济状况、产业政策、宏观调控和市场环境等因素的影响，在建设过程中是否组织得当、确保按期实施计划等方面存在一定风险。若募投项目进度不及预期，将影响项目的投资回报和公司的预期收益。

■ 钢琴制造业竞争加剧风险

中国是世界钢琴制造和消费的第一大国，行业内厂商众多，竞争较为激烈；同时，多年来倾销中国市场的进口“二手琴”问题仍未得到完全有效解决，存在行业竞争进一步加剧的风险。

■ 数码钢琴业务和文化产业扩张的经营管理风险

公司的传统主营业务是声学钢琴，在开拓数码钢琴和文化产业业务时，存在公司组织模式和管理能力未能及时调整和完善，从而面临新业务扩展的管理风险。

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 0.19/0.24/0.31 元/股，（三年 CAGR24.8%），对应 PE 分为 60/47/37 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

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	637	708	791
应收账款	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%

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
	0	0	4	4	7
	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	1.00	1.00	1.33

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
8	2017-10-23	买入	11.87	N/A

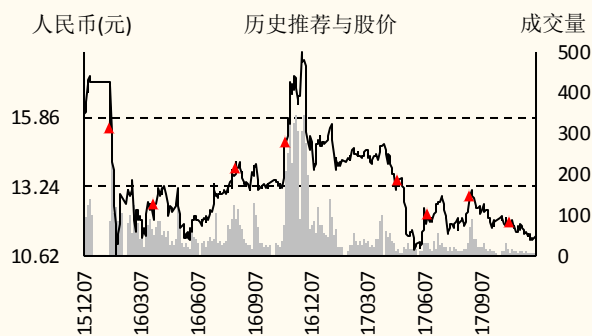
来源：国金证券研究所

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


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH