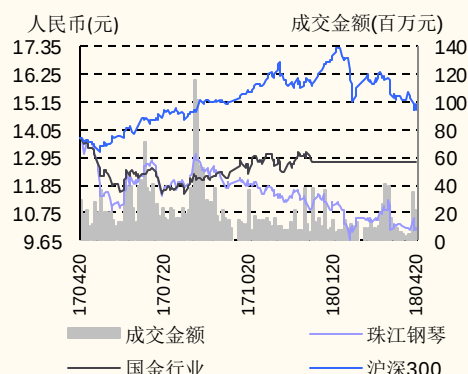


珠江钢琴 (002678.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 10.04 元

高端产品增长良好, 国企改革再进一步**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)	10,490.41
年内股价最高最低(元)	13.68/9.65
沪深 300 指数	3760.85
深证成指	10408.91

**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.16	0.16	0.19	0.23	0.27
每股净资产(元)	2.10	3.06	3.39	3.55	3.73
每股经营性现金流(元)	0.26	0.21	0.05	0.19	0.21
市盈率(倍)	94	71	54	44	37
行业优化市盈率(倍)	15	11	10	10	10
净利润增长率(%)	3.77%	8.72%	18.89%	22.96%	18.75%
净资产收益率(%)	7.55%	5.16%	5.52%	6.50%	7.34%
总股本(百万股)	956.00	1,044.86	1,044.86	1,044.86	1,044.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年, 公司分别实现营收/归母净利润 17.90 亿元/1.65 亿元, 同比分别增长 14.30%/8.72%, 实现全面摊薄 EPS0.17 元, 基本符合预期。公司 2017 年分配预案为每 10 股转增 3 股并派发现金红利 4.00 元 (含税)。2018 年 Q1 公司营收/归母净利润分别增长 12.73%/6.21%。

经营分析

- **高端产品增长提速。**2017 年, 公司钢琴销量 14.47 万架增长 8.51%, 售价提升 7.68%。其中, 高端产品恺撒堡系列销量增长 13.40%, 增速提升 2.66pct., 同时, 收购的德国舒密尔钢琴也完成 4,461 台销量。正是由于高端产品的良好增长, 公司钢琴业务收入录得 14.73% 的增长, 为近 5 年最高增速。高端产品增长提速, 促使公司产品结构进一步优化, 整体对抗原材料涨价能力提升, 全年毛利率同比提高 1.79pct.。
- **艺术教育大踏步推进, 定增完成加速文化产业发展。**公司持续推进艺术教育, 尤其是去年下半年艺术教室布局大幅提速, 新增 232 家 (上半年仅新增 56 家) 总数达 600 家。去年 8 月公司定增完成, 募集资金将主要用于艺术文化业务发展。文化产业创新创业孵化园等定增募投项目正有序推进, 我们看好在资本助力下, 公司文化产业布局加快, 增长提速。
- **国改再进一步, 艾莱森挂牌三板。**公司控股子公司艾莱森 (主营数码钢琴), 于去年 12 月完成增资扩股引入战投, 今年 4 月 4 日新三板挂牌。数码钢琴具备更强娱乐性和更多使用功能, 是行业发展方向之一。目前中国传统钢琴销量占全球 80% 左右, 而数码钢琴消费量仅为全球的 16.67%, 未来发展空间巨大, 是公司重点布局的业务方向。公司通过引入核心骨干员工作为战投, 并在三板挂牌, 集合绑定各方利益最大化的调动积极性, 有利于数码钢琴业务的长期快速发展。

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, 力求做强钢琴主业、做大文化产业。我们预测公司 2018-2020 完全摊薄后年 EPS 为 0.19/0.23/0.27 元, (三年 CAGR20.2%), 对应 PE 分为 54/44/37 倍, 维持“买入”评级。

风险因素

- 募投进度不及预期风险; 行业竞争加剧风险; 文化产业扩张的管理风险。

相关报告

- 1.《珠江钢琴公司点评-艾莱森国改尘埃落定, 数码乐器业务蓄势待发》, 2017.12.5
- 2.《珠江钢琴 2017 三季度点评-业绩增长符合预期, 多元化发展稳步...》, 2017.10.23
- 3.《珠江钢琴 2017 年半年报点评-钢琴与文化业务稳健发展, 国改...》, 2017.8.21
- 4.《国企改革再进一步-珠江钢琴公司点评》, 2017.6.13
- 5.《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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,470	1,566	1,790	2,067	2,400	2,819
增长率		6.5%	14.3%	15.5%	16.1%	17.4%
主营业务成本	-1,048	-1,081	-1,203	-1,370	-1,584	-1,856
%销售收入	71.3%	69.0%	67.2%	66.3%	66.0%	65.8%
毛利	422	485	587	697	816	963
%销售收入	28.7%	31.0%	32.8%	33.7%	34.0%	34.2%
营业税金及附加	-16	-21	-26	-26	-30	-35
%销售收入	1.1%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%
营业费用	-87	-106	-144	-143	-165	-193
%销售收入	5.9%	6.7%	8.1%	6.9%	6.9%	6.8%
管理费用	-163	-187	-352	-314	-363	-424
%销售收入	11.1%	11.9%	19.6%	15.2%	15.1%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	156	171	65	214	258	311
%销售收入	10.6%	10.9%	3.6%	10.4%	10.8%	11.0%
财务费用	-4	-8	-11	1	8	7
%销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.0%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	-3	-8	-29	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	8	11	12	12	13
%税前利润	7.9%	4.6%	5.9%	5.1%	4.4%	3.8%
营业利润	162	163	187	225	278	331
营业利润率	11.0%	10.4%	10.5%	10.9%	11.6%	11.7%
营业外收支	3	9	0	0	-1	-1
税前利润	165	172	187	225	277	330
利润率	11.2%	11.0%	10.4%	10.9%	11.5%	11.7%
所得税	-18	-20	-27	-34	-42	-50
所得税率	11.1%	11.9%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	147	151	160	191	236	281
少数股东损益	1	0	-5	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	146	151	165	196	241	286
净利率	9.9%	9.7%	9.2%	9.5%	10.0%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	147	151	160	191	236	281
少数股东损益	1	0	-5	-5	-5	-5
非现金支出	52	64	91	66	73	81
非经营收益	-4	-8	-157	3	-7	-8
营运资金变动	-7	41	123	-206	-106	-130
经营活动现金净流	189	248	217	54	196	224
资本开支	-36	-149	-110	-128	-153	-160
投资	-23	-267	-820	0	0	0
其他	11	-9	3	12	12	13
投资活动现金净流	-48	-425	-927	-117	-141	-147
股权募资	1	8	1,092	0	0	0
债权募资	62	236	-74	-289	0	1
其他	-142	-80	-82	141	-84	-99
筹资活动现金净流	-79	164	936	-148	-84	-98
现金净流量	62	-13	226	-211	-29	-21

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	599	587	825	614	585	564
应收款项	133	129	95	129	150	177
存货	737	780	822	901	1,042	1,220
其他流动资产	79	100	941	955	968	983
流动资产	1,548	1,595	2,683	2,600	2,746	2,943
%总资产	62.8%	55.1%	64.3%	62.6%	62.7%	63.3%
长期投资	233	376	381	381	381	381
固定资产	572	640	797	870	944	1,016
%总资产	23.2%	22.1%	19.1%	21.0%	21.6%	21.8%
无形资产	82	230	233	222	229	235
非流动资产	917	1,299	1,487	1,550	1,630	1,710
%总资产	37.2%	44.9%	35.7%	37.4%	37.3%	36.7%
资产总计	2,464	2,895	4,170	4,150	4,376	4,653
短期借款	90	425	290	0	0	0
应付款项	227	277	299	325	377	444
其他流动负债	47	58	191	101	117	137
流动负债	365	760	779	425	493	581
长期贷款	100	0	70	70	70	71
其他长期负债	69	108	90	78	80	82
负债	533	868	939	573	643	734
普通股股东权益	1,919	2,006	3,194	3,545	3,706	3,898
少数股东权益	12	21	37	32	27	22
负债股东权益合计	2,464	2,895	4,170	4,150	4,376	4,653

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.153	0.158	0.158	0.187	0.230	0.274
每股净资产	2.007	2.098	3.056	3.393	3.547	3.730
每股经营现金净流	0.197	0.259	0.208	0.052	0.187	0.214
每股股利	0.070	0.070	0.000	0.062	0.076	0.090
回报率						
净资产收益率	7.61%	7.55%	5.16%	5.52%	6.50%	7.34%
总资产收益率	5.92%	5.23%	3.95%	4.72%	5.50%	6.14%
投入资本收益率	6.51%	6.12%	1.55%	4.98%	5.76%	6.61%
增长率						
主营业务收入增长率	0.04%	6.55%	14.30%	15.46%	16.14%	17.43%
EBIT 增长率	-1.59%	10.09%	-61.98%	229.19%	20.55%	20.46%
净利润增长率	3.44%	3.77%	8.72%	18.89%	22.96%	18.75%
总资产增长率	3.83%	17.48%	44.03%	-0.47%	5.45%	6.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.7	28.3	20.3	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	262.7	256.0	242.9	240.0	240.0	240.0
应付账款周转天数	46.2	47.0	46.4	46.2	46.2	46.2
固定资产周转天数	139.9	145.2	149.4	136.3	122.9	109.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.18%	-7.95%	-14.41%	-15.21%	-13.80%	-12.57%
EBIT 利息保障倍数	40.6	21.1	5.8	-401.9	-34.2	-44.4
资产负债率	21.63%	29.98%	22.52%	13.81%	14.69%	15.77%

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	0	1	7
	0	0	0	1	1
	0	0	0	0	1
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	0.00	1.50	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	2016-08-10	买入	14.19	N/A
2	2016-10-27	买入	14.95	N/A
3	2017-04-26	买入	13.39	N/A
4	2017-06-13	买入	11.91	N/A
5	2017-08-21	买入	12.33	N/A
6	2017-10-23	买入	11.87	N/A
7	2017-12-05	买入	11.30	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。

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