

消费升级与娱乐研究中心

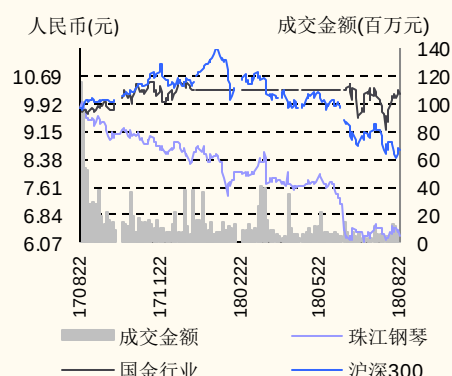
珠江钢琴 (002678.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.24 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,357.01
总市值(百万元)	8,475.92
年内股价最高最低(元)	9.97/6.07
沪深 300 指数	3307.96
中小板综	8667.28



相关报告

- 1.《珠江钢琴 2017 年年报点评-高端产品增长良好，国企改革再进一步》2018.4.21
- 2.《珠江钢琴公司点评-艾莱森改尘埃落定，数码乐器业务蓄势待发》2017.12.6
- 3.《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

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

营销网络持续拓展，文教业务快速布局

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	33	27	23
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

- 2018 年上半年，公司分别实现营收/归母净利润 9.69 亿元/0.97 亿元，同比分别增长 14.56%/6.02%，实现全面摊薄 EPS0.09 元，收入符合预期，业绩略低于预期。

经营分析

- **营销网络持续拓展，钢琴业务平稳增长。**2018 年上半年经济环境不确定因素增多，贸易摩擦不断升级。在全球钢琴市场持续低迷的背景下，公司在国内不断拓展营销网络，加大专卖店建设力度，1-6 月全国共验收 250 家专卖店。公司通过销售渠道扩张进一步覆盖空白市场，保障钢琴销量稳中有升，2018 年上半年钢琴总销量 7.46 万架，同比增长 7.77%。钢琴及配件产品录得收入 9.29 亿元，同比增长 15.63%，增速提升 4.78pct。
- **文化教育业务保持高速发展。**公司持续推动艺术教育产业发展，在艺术教室布局上延续了 2017 年下半年的高增速，累计新开发珠江钢琴教室 200 余家，合作伙伴覆盖 626 家。另一方面，文化产业创新创业孵化园项目如期推进，目前已进入市场调研和推广招商阶段。未来随着该项目的顺利落成，公司将进一步拓展文化产业版图。
- **钢琴后服务市场有望成为新的业务增长点。**公司旗下琴趣科技先后打造“91 琴趣”、“91 调律”、“钢琴云学堂”等互联网音乐教育服务平台。2018 年上半年，公司加大对钢琴云学堂的市场推广和用户开发，并将调律业务升级为“钢琴云售后”，加速形成“制造-租售-服务-教育”的产业链闭环。同时公司后续计划为以上云服务平台启动对外融资，引入战略投资者及互联网专业团队。2018 年上半年，琴趣科技完成云学堂摄像头销售 2102 台，钢琴调律 2.38 万架，实现主营业务收入 593.67 万元。如果未来乐器云服务平台的对外融资计划能够顺利实施，在资本的助力下有望成为集团新的业务增长点。

盈利预测与投资建议

- 公司在钢琴主业上维持平稳增长，并保持积极延伸拓展文化教育产业的势头，在做强钢琴主业的基础上做大文化版图。我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.19/0.23/0.27 元的预测，对应 PE 分别为 33/27/23 倍，维持公司“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；行业市场低迷的风险。

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	0.080	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
买入	0	0	0	0	0
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	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-27	买入	14.95	N/A
2	2017-04-26	买入	13.39	N/A
3	2017-06-13	买入	11.91	N/A
4	2017-08-21	买入	12.33	N/A
5	2017-10-23	买入	11.87	N/A
6	2017-12-05	买入	11.40	N/A
7	2018-04-21	买入	10.04	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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