

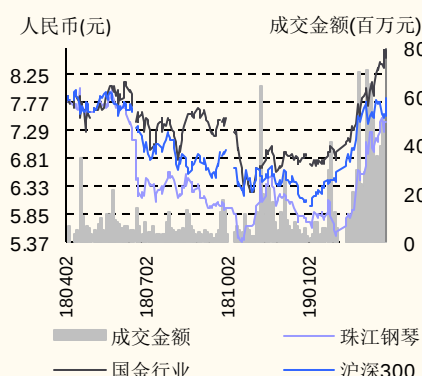
## 珠江钢琴 (002678.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.44 元

## 市场数据(人民币)

|                |           |
|----------------|-----------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,357.13  |
| 总市值(百万元)       | 10,105.90 |
| 年内股价最高最低(元)    | 8.02/5.37 |
| 沪深 300 指数      | 3872.34   |
| 中小板综           | 9814.94   |



## 相关报告

- 1.《珠江钢琴 2018 年中报点评-营销网络持续拓展, 文教业务快速布...》, 2018.8.22
- 2.《高端产品增长良好, 国企改革再进一步-高端产品增长良好, 国企改革...》, 2018.4.21

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005  
yuanyibo@gjzq.com.cn

## 高端产品发力助增长, 教育业务稳健推开

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.16     | 0.13     | 0.17     | 0.20     | 0.24     |
| 每股净资产(元)    | 3.06     | 2.42     | 2.70     | 2.83     | 2.99     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.21     | 0.09     | 0.13     | 0.18     | 0.20     |
| 市盈率(倍)      | 71       | 44       | 44       | 37       | 31       |
| 净利润增长率(%)   | 8.72%    | 7.01%    | 30.53%   | 18.89%   | 17.52%   |
| 净资产收益率(%)   | 5.16%    | 5.35%    | 6.27%    | 7.10%    | 7.91%    |
| 总股本(百万股)    | 1,044.86 | 1,358.32 | 1,358.32 | 1,358.32 | 1,358.32 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2018 年, 公司分别实现营收/归母净利润 19.75 亿元/1.76 亿元, 同比分别增长 10.30%/7.01%, 实现全面摊薄 EPS0.13 元, 略低于市场预期。2018 年分配方案为每 10 股派发现金红利 0.65 元 (含税)。

## 经营分析

- **主营业务结构优化, 收入利润增长再获动力。**2018 年主营业务收入同比增长 11.13%, 逐季保持平稳。在国际钢琴市场低迷和国内市场的双重承压下, 公司布局普及、中、高各档次市场, 实现钢琴总销量 15.6 万架, 同比增长 7.74%。其中, 高端产品恺撒堡系列销量同比增长 13.27%, 线上销售钢琴 3,543 架, 同比增长 18.53%。2018 年公司在原有营销网络基础上, 进一步加强与 Schimmel 公司的资源互补, 引进其子品牌在国内生产, 并加强国内营销网络建设。2018 年内该品牌旗下各系列钢琴的销量为 7,671 架, 其中欧洲原产钢琴销量 1,782 架, 子品牌销量 5,889 架。
- **积极投入新兴数码钢琴市场, 力争把握先机。**控股子公司艾莱森数码钢琴销量超 4 万架, 继续位居中国数码钢琴企业前列, 成功研发第四代 DSP 先进音效双核系统音源和 88 键自主键盘。2018 年 4 月 4 日艾莱森实现在新三板挂牌, 成为中国数码乐器行业第一股, 截至 2018 年底, 艾莱森账面净资产与挂牌前公司混改时大大提高。通过处理部分呆滞物料, 数码钢琴库存量同比下降 46.92%。
- **音乐文化服务等在线教育处于蓝海阶段, 收入、毛利向好。**文化服务营收占比逐步增加, 收入也比上年同期增长 33.34%, 毛利也不断创新高, 比上年同期增长 19.27pct。为推进艺术教育网点建设, 打造艺术教育品牌, 公司已在北京、广州、佛山、福州等地建立教育直营店。去年底公司艺术教育加盟商已达 645 家, 其中艺术教室加盟商 309 家, 课程系列加盟商 336 家。公司与保利和乐教育签署战略合作协议, 在艺术教育培训、乐器销售、艺术文化活动策划等领域开展合作, 共同促进音乐文化教育的普及。

## 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 2019-2021 年 EPS 为 0.17/0.20/0.24 元, (三年 CAGR22.2%), 对应 PE 分为 44/37/31 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。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                   | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>1,566</b> | <b>1,790</b> | <b>1,975</b> | <b>2,186</b> | <b>2,443</b> | <b>2,755</b> |
| 增长率               |              | 14.3%        | 10.3%        | 10.7%        | 11.8%        | 12.8%        |
| 主营业务成本            | -1,081       | -1,203       | -1,356       | -1,507       | -1,687       | -1,904       |
| %销售收入             | 69.0%        | 67.2%        | 68.7%        | 69.0%        | 69.1%        | 69.1%        |
| 毛利                | 485          | 587          | 618          | 678          | 756          | 850          |
| %销售收入             | 31.0%        | 32.8%        | 31.3%        | 31.0%        | 30.9%        | 30.9%        |
| 营业税金及附加           | -21          | -26          | -24          | -26          | -29          | -30          |
| %销售收入             | 1.4%         | 1.4%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         | 1.1%         |
| 营业费用              | -106         | -144         | -164         | -179         | -195         | -215         |
| %销售收入             | 6.7%         | 8.1%         | 8.3%         | 8.2%         | 8.0%         | 7.8%         |
| 管理费用              | -187         | -352         | -252         | -280         | -303         | -328         |
| %销售收入             | 11.9%        | 19.6%        | 12.8%        | 12.8%        | 12.4%        | 11.9%        |
| 息税前利润 (EBIT)      | 171          | 65           | 178          | 193          | 228          | 277          |
| %销售收入             | 10.9%        | 3.6%         | 9.0%         | 8.8%         | 9.3%         | 10.1%        |
| 财务费用              | -8           | -11          | -13          | 6            | 16           | 19           |
| %销售收入             | 0.5%         | 0.6%         | 0.7%         | -0.3%        | -0.7%        | -0.7%        |
| 资产减值损失            | -8           | -29          | -21          | -1           | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益              | 8            | 163          | 57           | 70           | 75           | 80           |
| %税前利润             | 4.6%         | 87.1%        | 28.3%        | 25.2%        | 22.8%        | 20.8%        |
| 营业利润              | 163          | 187          | 202          | 268          | 320          | 376          |
| 营业利润率             | 10.4%        | 10.5%        | 10.2%        | 12.3%        | 13.1%        | 13.6%        |
| 营业外收支             | 9            | 0            | -1           | 9            | 9            | 9            |
| 税前利润              | 172          | 187          | 200          | 278          | 329          | 385          |
| 利润率               | 11.0%        | 10.4%        | 10.2%        | 12.7%        | 13.5%        | 14.0%        |
| 所得税               | -20          | -27          | -26          | -42          | -49          | -58          |
| 所得税率              | 11.9%        | 14.4%        | 13.2%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        |
| 净利润               | 151          | 160          | 174          | 236          | 280          | 327          |
| 少数股东损益            | 0            | -5           | -2           | 6            | 6            | 6            |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>151</b>   | <b>165</b>   | <b>176</b>   | <b>230</b>   | <b>274</b>   | <b>321</b>   |
| 净利率               | 9.7%         | 9.2%         | 8.9%         | 10.5%        | 11.2%        | 11.7%        |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2016        | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E      | 2021E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| 净利润             | 151         | 160         | 174         | 236         | 280        | 327         |
| 少数股东损益          | 0           | -5          | -2          | 6           | 6          | 6           |
| 非现金支出           | 64          | 91          | 87          | 98          | 106        | 115         |
| 非经营收益           | -8          | -157        | -23         | -71         | -85        | -90         |
| 营运资金变动          | 41          | 123         | -117        | -82         | -62        | -74         |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>248</b>  | <b>217</b>  | <b>122</b>  | <b>180</b>  | <b>238</b> | <b>278</b>  |
| 资本开支            | -149        | -110        | -327        | -89         | -112       | -117        |
| 投资              | -267        | -820        | 127         | 0           | 0          | 0           |
| 其他              | -9          | 3           | 39          | 70          | 75         | 80          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-425</b> | <b>-927</b> | <b>-161</b> | <b>-19</b>  | <b>-37</b> | <b>-37</b>  |
| 股权募资            | 8           | 1,092       | 1           | 0           | 0          | 0           |
| 债权募资            | 236         | -74         | -30         | -259        | 1          | 2           |
| 其他              | -80         | -82         | -102        | 136         | -90        | -106        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>164</b>  | <b>936</b>  | <b>-131</b> | <b>-123</b> | <b>-89</b> | <b>-104</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-13</b>  | <b>226</b>  | <b>-170</b> | <b>38</b>   | <b>112</b> | <b>137</b>  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 587          | 825          | 693          | 732          | 843          | 980          |
| 应收账款            | 129          | 95           | 92           | 103          | 115          | 129          |
| 存货              | 780          | 822          | 875          | 937          | 1,049        | 1,184        |
| 其他流动资产          | 100          | 941          | 898          | 910          | 923          | 936          |
| 流动资产            | 1,595        | 2,683        | 2,559        | 2,682        | 2,930        | 3,230        |
| %总资产            | 55.1%        | 64.3%        | 58.5%        | 59.6%        | 61.5%        | 63.6%        |
| 长期投资            | 376          | 381          | 371          | 371          | 371          | 371          |
| 固定资产            | 640          | 797          | 1,132        | 1,145        | 1,154        | 1,160        |
| %总资产            | 22.1%        | 19.1%        | 25.9%        | 25.4%        | 24.2%        | 22.8%        |
| 无形资产            | 230          | 233          | 228          | 216          | 223          | 229          |
| 非流动资产           | 1,299        | 1,487        | 1,818        | 1,819        | 1,836        | 1,848        |
| %总资产            | 44.9%        | 35.7%        | 41.5%        | 40.4%        | 38.5%        | 36.4%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>2,895</b> | <b>4,170</b> | <b>4,376</b> | <b>4,502</b> | <b>4,766</b> | <b>5,078</b> |
| 短期借款            | 425          | 290          | 330          | 71           | 71           | 72           |
| 应付款项            | 277          | 299          | 460          | 408          | 456          | 512          |
| 其他流动负债          | 58           | 191          | 188          | 197          | 216          | 239          |
| 流动负债            | 760          | 779          | 977          | 676          | 743          | 823          |
| 长期贷款            | 0            | 70           | 0            | 0            | 0            | 1            |
| 其他长期负债          | 108          | 90           | 73           | 119          | 127          | 137          |
| <b>负债</b>       | <b>868</b>   | <b>939</b>   | <b>1,050</b> | <b>796</b>   | <b>871</b>   | <b>962</b>   |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,006</b> | <b>3,194</b> | <b>3,292</b> | <b>3,667</b> | <b>3,850</b> | <b>4,065</b> |
| 少数股东权益          | 21           | 37           | 34           | 40           | 46           | 52           |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>2,895</b> | <b>4,170</b> | <b>4,376</b> | <b>4,502</b> | <b>4,766</b> | <b>5,078</b> |

**比率分析**

|               | 2016   | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |        |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.158  | 0.158   | 0.130   | 0.169   | 0.201   | 0.237   |
| 每股净资产         | 2.098  | 3.056   | 2.424   | 2.699   | 2.834   | 2.993   |
| 每股经营现金净流      | 0.259  | 0.208   | 0.090   | 0.133   | 0.175   | 0.205   |
| 每股股利          | 0.070  | 0.080   | 0.000   | 0.056   | 0.066   | 0.078   |
| <b>回报率</b>    |        |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 7.55%  | 5.16%   | 5.35%   | 6.27%   | 7.10%   | 7.91%   |
| 总资产收益率        | 5.23%  | 3.95%   | 4.03%   | 5.11%   | 5.74%   | 6.33%   |
| 投入资本收益率       | 6.12%  | 1.55%   | 4.23%   | 4.34%   | 4.88%   | 5.61%   |
| <b>增长率</b>    |        |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 6.55%  | 14.30%  | 10.30%  | 10.69%  | 11.76%  | 12.77%  |
| EBIT 增长率      | 10.09% | -61.98% | 174.19% | 8.21%   | 18.23%  | 21.39%  |
| 净利润增长率        | 3.77%  | 8.72%   | 7.01%   | 30.53%  | 18.89%  | 17.52%  |
| 总资产增长率        | 17.48% | 44.03%  | 4.96%   | 2.86%   | 5.87%   | 6.55%   |
| <b>资产管理能力</b> |        |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 28.3   | 20.3    | 15.8    | 16.0    | 16.0    | 16.0    |
| 存货周转天数        | 256.0  | 242.9   | 228.4   | 227.0   | 227.0   | 227.0   |
| 应付账款周转天数      | 47.0   | 46.4    | 47.8    | 46.0    | 46.0    | 46.0    |
| 固定资产周转天数      | 145.2  | 149.4   | 206.9   | 190.4   | 173.0   | 155.4   |
| <b>偿债能力</b>   |        |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -7.95% | -14.41% | -10.94% | -17.83% | -19.82% | -22.04% |
| EBIT 利息保障倍数   | 21.1   | 5.8     | 13.8    | -31.0   | -14.0   | -14.7   |
| 资产负债率         | 29.98% | 22.52%  | 24.00%  | 17.67%  | 18.27%  | 18.93%  |

**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    | 1    | 2    | 2    | 5    |
| 增持 | 0    | 0    | 1    | 1    | 1    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.33 | 1.33 | 1.17 |

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  | 2017-04-26 | 买入 | 13.39 | N/A |
| 2  | 2017-06-13 | 买入 | 11.91 | N/A |
| 3  | 2017-08-21 | 买入 | 12.33 | N/A |
| 4  | 2017-10-23 | 买入 | 11.87 | N/A |
| 5  | 2017-12-05 | 买入 | 11.40 | N/A |
| 6  | 2018-04-21 | 买入 | 10.04 | N/A |
| 7  | 2018-08-22 | 买入 | 6.40  | 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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视作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