2015 年 01 月 12 日

珠江钢琴 (002678)

——联手德国施坦格列泊品牌国际化；参股趣乐科技互联网平台，涉足艺术教育 020

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据： 2015 年 01 月 12 日

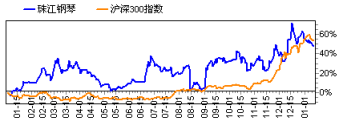
收盘价（元）	12.55
一年内最高/最低（元）	14.88/7.01
上证指数/深证成指	3229/11285
市净率	6.5
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值(百万元)	1912

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	1.94
资产负债率%	19.59
总股本/流通 A 股(百万)	956/152
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《珠江钢琴（002678）——设立文化教育投资公司，组建产业并购基金，全面推进 O2O 文化艺术教育产业化》 2014/12/12

《珠江钢琴（002678）2014 年三季报点评——募投项目效益未体现拖累业绩表现，大文化转型仍是未来看点》 2014/10/27

证券分析师
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人
丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：（8621）23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
http://www.swsresearch.com

盈利预测： 单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2013	1,422	8	196	8	0.21	31.3	10.9	61
14Q1-3	1,116	3	122	-22	0.13	29.2	6.6	--
2014E	1,469	3	162	-17	0.17	29.3	8.3	74
2015E	1,698	16	198	22	0.21	29.8	11.2	60
2016E	1,981	17	237	20	0.25	30.2	14.1	50

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE;

投资要点：

- **公司公告：**1）与德国施坦格列泊钢琴公司签订《合资意向书》，在德国投资设立恺撒堡—施坦格列泊公司，出资比例各 50%。2）珠江钢琴参与设立的广州壹号产业并购基金，参股趣乐科技 18%股权。

- **一、联手德国施坦格列泊，迈出品牌国际化重要一步。**德国施坦格列泊钢琴成立于 1852 年，拥有超过 150 年的经营历史；是世界级品牌钢琴制造企业，品牌和技术享誉全球。此次和施坦格列泊合作后，未来珠江钢琴会向市场推出完全德国制造的产品系列(KD 系列)，提升珠江钢琴的品牌定位，抢占高端钢琴市场的话语权。

- **二、参股趣乐科技。**公司 14 年 12 月公告参与设立文化教育产业并购基金"广证珠江文化教育壹号投资企业"（广珠壹号），广珠壹号将作为珠江钢琴实施文化艺术教育产业发展的项目培育平台(参见我们 14 年 12 月 12 日点评《珠江钢琴：设立文化教育投资公司，组建产业并购基金，全面推进 020 文化艺术教育产业化》)，成立不久后，广珠壹号即迈出实质步伐，参股趣乐科技 18%股权。

- **1）趣乐旗下门户网站“弹吧”（原“蛐蛐钢琴网”）是国内领先的音乐爱好者的学习、分享、互动社区。**累积软件下载量超过 2000 万，注册用户超过 150 万人。2013 年 AppAnnie 互联网权威报告中，《钢琴谱大全》app 位列 iPad 非游戏类总榜第 9。

- **2）互联网社区+智能乐器充分融合，推进 020 艺术培训模式。**在智能乐器方面，趣乐科技产品包括 GEEK 智能钢琴和智能吉他，实现智能乐器+智能乐谱+弹吧模式交互学习。目前 GEEK 智能钢琴已经进入试销环节，消费者反响热烈（在“点名时间”众筹平台预售时，排名销量第一），即将进入正式销售环节。

- **3）资深运营团队和股东背景，保障发展前景。**趣乐科技高管团队由来自艺术教育领域、也有来自微软、华为、网易、GameLoft 等高科技公司的综合人才

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的"法律声明"。

构成，运营经验和业界资源丰富；股东之一是原腾讯 COO 曾李青。强大的运营团队和股东背景，保障公司未来发展前景。

- **借助互联网平台力量，推进艺术教育 020。**趣乐科技拥有丰富的曲库资源，庞大的用户数量与社区交流功能，结合未来智能乐器与在线互动模块的发展，使“弹吧”成为智能乐谱、乐器学习和演奏分享的音乐在线教育云社区。同时结合公司线下培训体系优势，推动公司艺术教育线上线下融合发展。完善内容、渠道和互联网平台一体化运营的艺术教育体系，构建先发优势。

- **钢琴制造、艺术教育、文化传媒三大业务板块协同并进，市场化运作提升效率；广州国企改革优质标的，有望成为资源整合平台，建议增持！**公司传统钢琴制造、艺术教育、文化传媒板块协同发展。作为广州国资委资产中文化教育领域唯一上市平台，在加快推进的国企改革背景下，有望在文化产业资产整合过程中分得一杯羹。**此次产业基金成立后迅速参股趣乐科技，体现了公司的效率和执行力。**基于现有钢琴制造业务，我们维持公司 14-15 年 EPS 分别为 0.17 元和 0.21 元的盈利预测，目前股价（12.55 元）对应 14-15 年 PE 分别为 74 倍和 60 倍。中长期艺术教育和传媒领域有望贡献新增长点，广州国改提供新看点，三旧地块改造将贡献额外一次性收益，建议增持！

表：盈利预测表 **单位：百万元，元，百万股**

	2012A	2013A	14Q1-3	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,323	1,422	1,116	1,469	1,698	1,981
二、营业总成本	1,117	1,214	976	1,283	1,470	1,708
其中：营业成本	897	977	791	1,038	1,192	1,383
营业税金及附加	12	12	10	13	15	18
销售费用	72	74	54	72	81	95
管理费用	135	146	111	147	170	198
财务费用	(3)	1	2	3	3	4
资产减值损失	5	5	8	10	9	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	5	6	8	7	9
三、营业利润	207	213	147	194	234	282
加：营业外收入	12	22	4	6	9	10
减：营业外支出	5	4	2	3	3	4
四、利润总额	214	231	149	197	240	288
减：所得税	31	33	27	34	42	50
五、净利润	183	197	122	163	199	238
少数股东损益	1	1	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	182	196	122	162	198	237
六、全面摊薄每股收益	**0.19**	**0.21**	**0.13**	**0.17**	**0.21**	**0.25**
发行后总股本（百万）	**956**	**956**	**956**	**956**	**956**	**956**

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。