

其他轻工制造

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

评级调整: 首次评级

行业基本资料

上市公司家数	39
总市值(亿元)	3612
占A股比例(%)	1.3%
平均市盈率(倍)	26.1

行业表现

(%)	1M	3M	6M
其他轻工制造	-3.77	-7.04	-2.26
上证综合指数	-3.10	-3.53	3.51



相关报告

其他轻工制造

看好

钢琴双娇上市开启我国钢琴业发展新时代

我国是世界第一大钢琴生产国和消费国,但每百户钢琴拥有量仅为欧美日等发达国家的1/10左右,未来提升空间巨大。募投项目投产将解决长期以来制约珠江钢琴和海伦钢琴发展的产能瓶颈问题并优化产品结构;研发中心的建设将进一步提升两家公司的技术水平,提升盈利能力。两家钢琴龙头企业的上市开启了我国钢琴业发展的新时代。

投资要点:

- **我国每百户钢琴保有量存在 10 倍空间:** 我国是世界第一大钢琴生产国和消费国,2010 年钢琴产量约占世界产量的 73.3%,钢琴消费量约占世界产量的 81.4%。2011 年,我国城镇居民家庭每百户钢琴保有量为 2.62 台,与欧美日等发达国家 25 台以上的保有量相距悬殊,未来存在至少 10 倍的提升空间。
- **钢琴双娇,长期受产能瓶颈制约:** 珠江钢琴和海伦钢琴分别是我国第 1 和第 3 大自主品牌钢琴生产商,产能不足是两家公司面临的共同问题。2010 年珠江钢琴中高档钢琴的产能利用率便已达到 110%;2011 年海伦钢琴立式和三角钢琴的产能利用率高达 103%和 121%。
- **募投项目投产将使珠江钢琴、海伦钢琴突破产能瓶颈并优化产品结构;研发中心的建设将提升两家公司的核心技术水平,进一步提升盈利能力;销售网络的拓展有利于两家公司及时消化新增产能、提高市场占有率,增强对渠道的议价能力:** 珠江钢琴中高端钢琴整琴项目达产后可年产 2 万架恺撒堡中高档琴、1 万架 P、R 系列中高端琴和 1 万架 T 系列中高端琴;整琴的产能扩张幅度达到 38.1%;海伦钢琴募投项目达产后可年产 1.75 万架整琴和 4.5 万台钢琴机芯,整琴产能将扩张 87.5%。
- **股权结构合理,管理层激励到位:** 珠江钢琴国资控股、管理层持股、经销商参股的股权结构完善、激励到位,使得公司既有国企的稳健性,又有民营企业的进取性。经销商的参股有利于公司加强对渠道的控制力,进一步提升市场份额。海伦钢琴董事长陈海伦家族持有上市公司 48.73%的股份,为公司实际控制人;董、监、高、业务骨干等 11 人持有上市公司 10.86%的股权。
- **珠江钢琴、海伦钢琴利润增长点:** 1、募投项目投产,突破产能瓶颈;2、产品结构优化,毛利率提升;3、拓展优化渠道网络:强化弱势区域,加密优势区域,加快渠道下沉;4、品牌影响力提升,对渠道议价能力增强,推广费用率下降。
- **盈利预测与估值:** 珠江钢琴:预计 2012-14 年营业收入同比增长 17.12%、19.4%和 21.64%;归属母公司股东的净利润同比增长 23.0%、23.3%和 32.6%;折合 EPS0.37、0.46 和 0.61 元。给予 2013 年 35 倍 PE,目标价 16.1 元,“推荐”评级。海伦钢琴:预计 2012-2014 年营业收入同比增长 17.27%、24.2%和 32.41%;归属母公司股东的净利润同比增长 25.3%、31.34%和 30.68%;折合 EPS0.67、0.88 和 1.15 元;给予 2012 年 30 倍 PE,目标价 20.1 元,“推荐”评级。

风险提示: 1、大量进口二手钢琴冲击国内市场;2、产能释放低于预期;3、经济增速放缓,居民耐用消费品购买力大幅下降;4、人工成本、运费剧增侵蚀业绩。

股票代码	股票名称	11EPS	12EPS	13EPS	14EPS	11PE	12PE	13PE	14PE	投资评级
002678	珠江钢琴	0.30	0.37	0.46	0.61	48.40	39.24	31.57	23.80	推荐
300329	海伦钢琴	0.53	0.67	0.88	1.15	34.45	27.25	20.75	15.88	推荐

一、钢琴概况：起源于欧洲，产业转移至中国

1.1 “乐器之王”钢琴，起源于欧洲，产业转移至中国

1709年，意大利佛罗伦萨美第奇家族的一位乐器制作师巴尔托洛奥·克里斯托夫里(Bartolomeo Cristofori)发明了钢琴。这是一种源自西洋古典音乐的击奏弦鸣乐器，普遍用于独奏、重奏、伴奏等演出。钢琴的音域宽广，现代钢琴一般为88键，超过7个八度，音量宏大，音色变化丰富，可以表达各种不同的音乐情绪，其高音明亮、中音丰满、低音宏厚，可以模仿整个交响乐队的效果，因此被世人称为“乐器之王”。

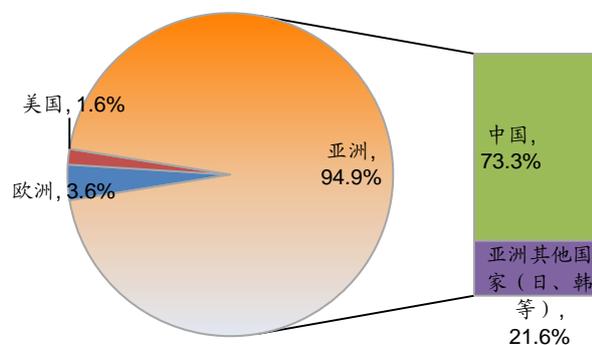
钢琴工业发展史：

- 十七世纪末：欧洲，现代钢琴工业诞生，钢琴制造业由手工制作发展为工业生产；
- 二十世纪上半叶：美国成为世界最大的钢琴生产国；
- 二战后：日本钢琴制造业迅速崛起，世界钢琴制造中心转移至日本。雅马哈(Yamaha)、卡瓦依(Kawai)是最具代表性的制造商，其特点是：采用自动化设备生产，大规模制造各类钢琴，售价低廉；随后韩国采用日本厂商的自动化生产模式，以更低廉的价格向全球市场推出优质钢琴产品。

近年来，由于原材料、劳动力成本上的优势以及销售目标区域的变化，欧美、日本等发达国家均对其钢琴产业进行了结构调整和战略转移，纷纷在中国设立生产基地，世界钢琴制造中心向中国转移。目前，我国已是全国最大的钢琴生产国和消费国。

2010年，世界钢琴总产量为45万架，同比增长4.9%，其主产区集中在亚洲和欧洲。欧洲主要生产高端钢琴，手工占比高，单台价格高。欧洲的钢琴生产主要集中在德国、捷克、英国、法国、意大利等国家，2010年产量约1.6万架；美国钢琴也以高端钢琴为主，产量约7000架；亚洲钢琴总产量约42.7万架，占世界产量的95%。

图 1 2010 年世界钢琴产量分布



资料来源：《中国乐器》杂志、公司公告、中投证券研究总部

1.2 钢琴消费：欧美是传统市场，中国、俄罗斯等是新生力量

欧洲是西洋乐器的发源地，拥有广泛的群众基础，钢琴消费者拥有较强的品鉴能力。欧洲是高端钢琴的主要生产地和消费地，奥地利“贝森朵夫 Bösendorfer”、德国“博兰斯勒 Blüthner”、德国“贝希斯坦 Bechstein”是高端钢琴的杰出代表；欧洲每年也从我国进口大量中高端钢琴。根据中国海关总署统计，2011 年我国向欧洲的德国、荷兰、意大利、英国、法国等国出口钢琴约 1.81 万架，出口额约 2706 万美元，同比增长 4.78%。

美国是世界第二大钢琴消费国，世界第一大“三角钢琴”消费国。过去 50 年，美国钢琴年销售量曾达到 25 万架的巅峰；20 世纪 80 年代起慢慢下滑至 13 万架。进入 21 世纪，钢琴销售保持平稳。2005 年后，受房地产市场萧条、房屋成交量低迷的影响，美国钢琴市场销量出现较大幅度下滑。据美国《音乐贸易》杂志统计，2010 年美国市场钢琴零售销售额 3.43 亿美元，同比增长 41.2%；钢琴销售量约为 4.38 万架，同比增长 32.4%，其中立式钢琴销量为 2.78 万架，占比 63.6%，三角钢琴销量 1.59 万架，占比 36.4%。

2011 年 1-9 月，美国立式钢琴销售额约为 3900 万美元，同比增长 6.1%；三角钢琴销售额 7100 万美元，同比增长 6.9%。根据中国海关总署统计，2011 年中国向美国出口钢琴约 1.33 万架，出口额约 2434 万美元，同比下降 4.97%。

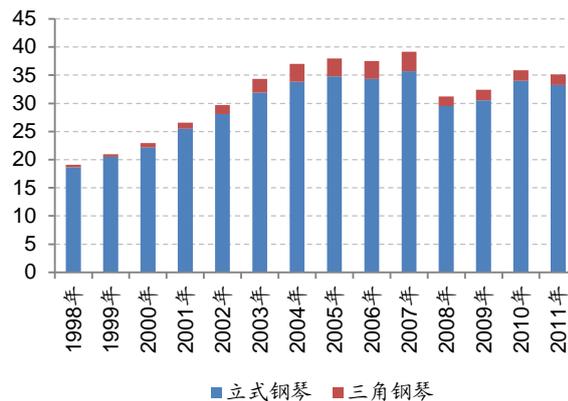
作为新兴市场的典型代表，“金砖国家”中国、印度、巴西、俄罗斯、南非的经济快速发展，人民生活水平日益提高，对音乐等精神生活的需求不断增加，成为钢琴消费的新生力量。此外，朝鲜、菲律宾、丹麦、巴拿马、尼日利亚等国钢琴的消费也出现了低基数上的快速增长。

二、中国：世界最大的钢琴生产国和消费国

2.1 中国：世界最大钢琴生产国，出口 88 个国家和地区

改革开放以来，我国钢琴产业发展迅猛，从改革开放之前每年不足万架的产量到 2011 年年产 35 万架。1998 年是我国钢琴业大踏步发展的起始之年，1998 年至 2011 年，全国钢琴产量复合增长率 4.81%；其中立式钢琴产量复合增长率 4.55%，三角钢琴产量年复合增长率 11.92%。

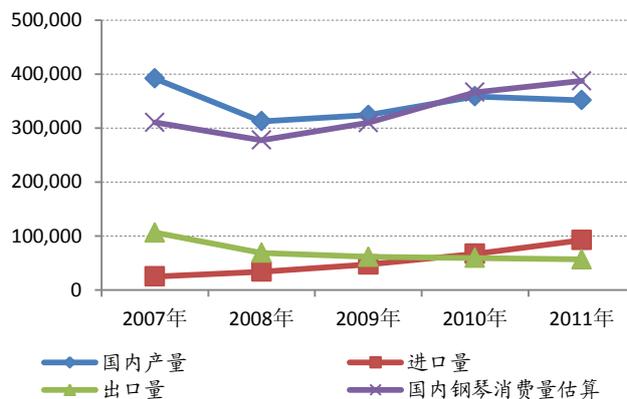
图 2 1998-2011 年我国钢琴产量（万架）



资料来源：中国乐器协会、中投证券研究总部

我国同时是钢琴出口大国。2005 年是我国钢琴出口的鼎盛时期，当年出口钢琴 12.2 万架，占当年全国钢琴产量的 32%。此后，受金融危机的影响，我国钢琴出口量逐年下降。2011 年，我国钢琴出口 5.67 万架，同比增长 0.2%，出口金额为 9290 万美元，同比增长 13.85%，其中立式钢琴出口 50007 架，同比下降 5.49%，出口金额 6704 万美元，同比增长 1.8%；三角钢琴出口 6756 架，同比增长 5.89%，出口金额 2585 万美元，同比增长 25.86%。

图 3 2007-2011 年，我国钢琴产量和消费量（架）



资料来源：中国乐器协会、公司公告、中投证券研究总部

2011 年，我国钢琴出口世界 88 个国家和地区，排在前五位的是美国、中国香港、德国、荷兰和加拿大。对这 5 个国家和地区的钢琴出口量占我国 2011 年出口总量的 49.59%，占立式钢琴出口量的 48.74%，占三角钢琴出口量的 55.83%；其中，对美国出口钢琴 1.33 万架，占我国出口总量的 23.5%，包括立式钢琴 1.05 万架，占比 20.91%，三角钢琴 2884 架，占比 42.69%。

2.2 中国：世界最大钢琴消费国，钢琴进口多于出口

我国既是世界最大的钢琴生产国，同时是世界最大的钢琴消费国。2010 年，我国钢琴进口量首次超过出口量从而成为钢琴净进口国。

2011 年我国共计进口 9.24 万架钢琴，同比增长 31.83%；进口金额为 1.06 亿美元，同比增长 45.59%。其中从 25 个国家和地区进口 8.73 万架立式钢琴，

同比增长 39.02%，进口金额同比增长 64.10%；从 17 个国家和地区进口 5073 架三角钢琴，同比增长 24.64%，进口金额同比增长 27.07%。

2011 年，我国钢琴“逆差”较 2010 年扩大：进口钢琴数量是出口量的 1.63 倍；进口钢琴金额是出口金额的 1.32 倍；其中，立式钢琴进口量是出口量的 1.75 倍，进口金额是出口金额的 1.15 倍。金额“逆差”小于数量“逆差”是因为 2011 年我国进口的二手钢琴数量剧增，其均价低于我国出口的钢琴均价。

2.3 中国：户均钢琴保有量低，收入增长和政策东风共筑

10 倍市场空间

1、户均钢琴保有量远低于发达国家水平

我国虽是世界最大的钢琴生产国和消费国，但户均钢琴保有量远低于欧美日等发达国家。1999 年至 2010 年，我国城镇每百户居民家庭钢琴保有量从 1.2 台上升至 2.62 台，年复合增长率 7.36%。但是，欧美日发达国家在 2003 年便已达到城镇每百户家庭钢琴保有量 20-25 台的水平。2011 年，我国人口 13.47 亿人，国内钢琴保有量在 500-600 万台；日本人口约 1.3 亿人，而钢琴保有量超 1000 万台。

图 4 我国城镇居民家庭每百户钢琴拥有量（台）

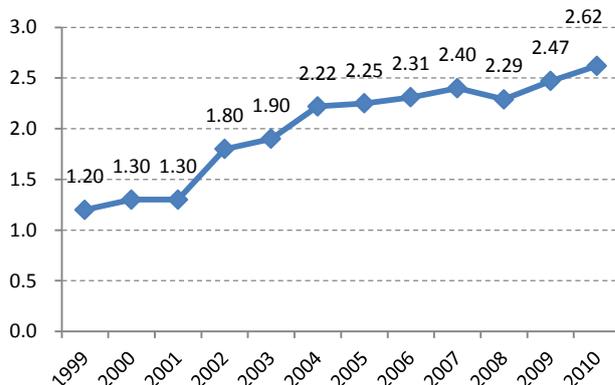
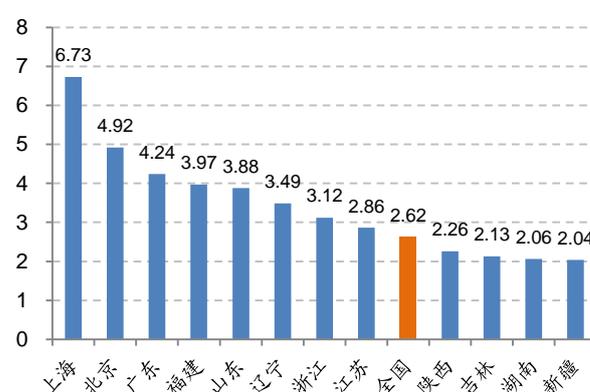


图 5 部分省份城镇居民每百户钢琴拥有量（台）



资料来源：国家统计局、中投证券研究总部

2、收入增长、住宅条件改善激发钢琴需求

收入增长是推动消费，尤其是钢琴等耐用消费品消费的基础。2011 年，我国城镇居民人均可支配收入 2.18 万元，同比增长 14.1%，扣除物价因素后实际增长率 8.4%，低于 GDP 9.2% 的增速。伴随着民生问题在政府工作中的地位日益突出，我们认为，“十二五”期间，收入分配制度有望取得重大突破，城镇居民人均可支配收入增速有望超过 GDP 增速。

伴随着收入的增长、物质生活的充裕，人们对精神生活的需求必然大幅增加，文化娱乐消费占比也将不断上升。2011 年，我国人均文化娱乐消费 1102 元，占人均消费性支出的 7.27%，占人均可支配收入的 5.05%，相比 1995 年提升了 3.11 和 1.62 个百分点。2011 年，我国人均 GDP 已达 5414 美元，参照外国发达国家经验，正是文化娱乐等精神方面的支出大幅增长的时期。

图 6 我国文化娱乐消费及占比

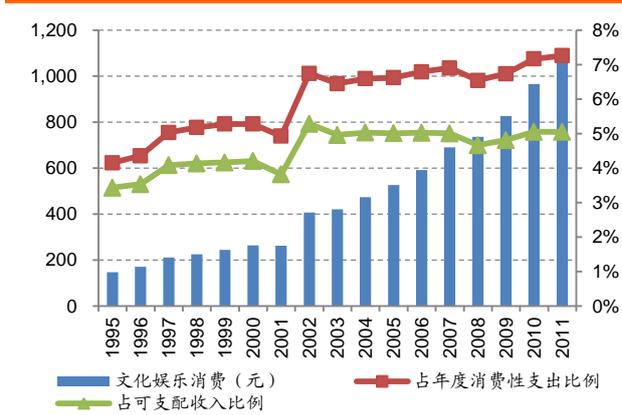
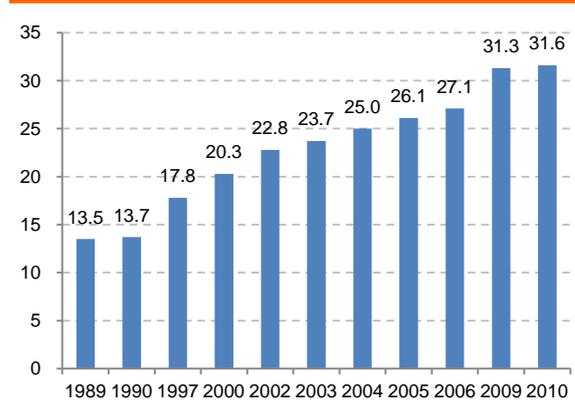


图 7 我国城镇人均住宅面积 (平方米)



资料来源：国家统计局、中投证券研究总部

钢琴的销售还与住宅条件紧密相关。住房制度改革以来，我国城镇居民人均住宅面积逐年递增。2010年，我国城镇人均住宅面积已达31.6平方米，城镇户均人数为2.86人，则户均建筑面积为90平方米，足以满足立式钢琴的空间需求。且随着房地产投资的快速增长，人均住宅建筑面积仍将不断提升，此前抑制钢琴需求的空间因素将逐渐消除。

3、政策刺激将带动钢琴产销两旺

党的十七届五中全会提出，文化是一个民族的精神和灵魂，是国家发展和民族振兴的强大力量。大力发展文化产业，既是提升国家软实力的需要，也是加快经济增长方式转变的现实需要。音乐是文化的重要组成部分，而乐器是音乐的载体。作为“乐器之王”的钢琴制造业，必将受益于国家对文化产业的大力扶持。

表 1 文化产业振兴政策

时间	政策	内容
2005.12	《关于深化文化体制改革的若干意见》	确定了全国 89 个地区和 170 个单位作为文化体制改革试点。由此，文化体制改革走上全面的新里程。
2006.9	《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》	对“十一五”时期文化发展的指导思想、方针原则、目标任务做出全面阐述，对进一步加快文化建设，推动文化体制改革做出部署。
2009.8	《文化产业振兴规划》	我国第一部文化产业专项规划，将文化产业上升为国家战略性新兴产业。鼓励文化企业上市融资，鼓励已上市文化企业并购、重组，做大做强。
2010.10	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》	明确“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”
2011.3	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	坚持一手抓公益性文化事业，一手抓经营性文化产业，始终把社会效益放在首位，实现经济效益和社会效益有机统一。
2011.10	《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	扩大文化消费，加大财政、税收等方面对文化产业的扶持力度
2012.2	《文化部“十二五”时期文化产业倍增计划》	提出了“十二五”期间文化部门管理的文化产业增加值年平均现价增长速度高于 20%，2015 年比 2010 年至少翻一番，实现倍增的奋斗目标
2012.5	《文化部“十二五”文化改革发展规划》	推动文化产业实现跨越式发展，逐步成为促进经济发展方式转变、优化经济结构、扩大就业创业的国民经济支柱性产业

资料来源：中投证券研究总部

随着居民收入的快速增长、住宅条件的不断改善和政策的推动，我们认为，我国未来钢琴普及率有望基本达到发达国家的水平，即每百户钢琴保有量达到25台左右，与2011年相比，尚有10倍空间。

三、珠江钢琴、海伦钢琴比较分析

3.1 我国钢琴行业格局：多种形式并存；市场集中度高

目前，在我国生产的钢琴品牌分为三类：一是我国自主品牌的钢琴，如珠江钢琴、海伦钢琴、星海钢琴等；二是国外知名钢琴企业依托其技术实力和品牌知名度，在我国设立生产基地，委托我国本土钢琴企业进行组装生产的，如德国贝希斯坦、美国施坦威乐器和日本卡瓦依等；三是以独资、合资方式在我国生产的外国品牌，如杭州雅马哈乐器（日本）、天津英昌乐器（韩国）等。

我国钢琴业集中度较高：根据《中国乐器》杂志的统计，2010年，我国前3大钢琴生产企业珠海钢琴、雅马哈乐器、星海钢琴的市占率达到52%；前5大和前10大钢琴生产企业的市占率分别为67%和81.9%。

表 2 2010年我国钢琴前10大生产企业（单位：架）

序号	地区	企业名称	总产量	立式钢琴产量	三角钢琴产量	出口量(立式和三角)
1	广东	广州珠江钢琴集团股份有限公司	100,030	96,112	3,918	13,000
2	浙江	杭州雅马哈乐器有限公司	45,242	45,242	0	7,490
3	北京	北京星海钢琴集团有限公司	41,113	39,724	1,389	5,065
4	湖北	托雅玛乐器制造有限公司、 环高乐器制造有限公司、 宜昌金宝乐器制造有限公司	33,209	31,691	1,518	2,000
5	浙江	海伦钢琴股份有限公司	20,577	18,925	1,652	6,236
6	浙江	杭州嘉德威钢琴有限公司	17,086	14,237	2,849	9,429
7	上海	上海玛珂琴业有限公司	10,191	7,957	2,234	3,670
8	江苏	南京摩德利钢琴有限公司	9,586	9,015	571	1,317
9	上海	上海钢琴有限公司	8,774	8,722	52	290
10	广东	汇丰乐器（中国）有限公司 (含广州百济实业有限公司)	7,875	7,777	98	997

资料来源：《中国乐器》，中投证券研究总部

3.2 主营业务分析：珠江 V.S. 海伦

图 8 珠江、海伦钢琴营业收入（万元）及增速

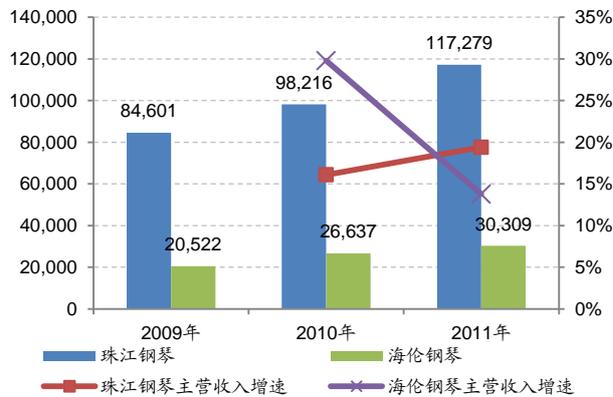


图 9 珠江、海伦钢琴 2011 年产量对比（架）

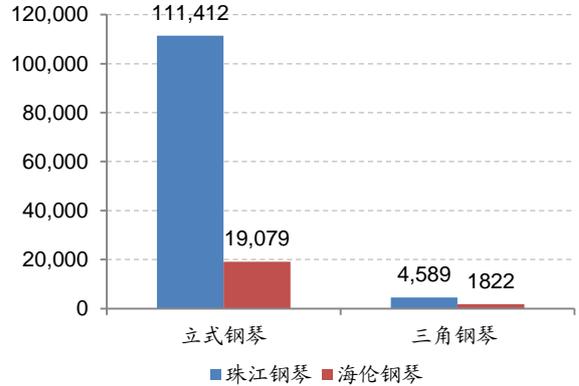


图 10 珠江钢琴主营业务占比

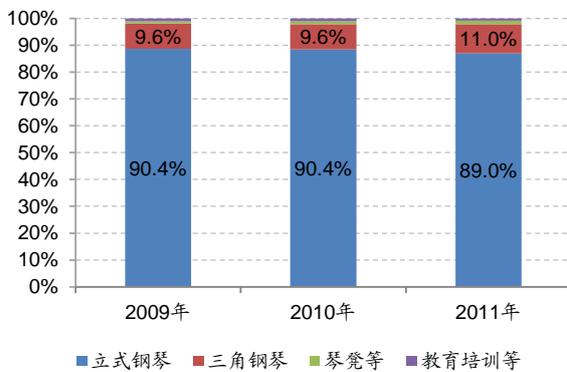
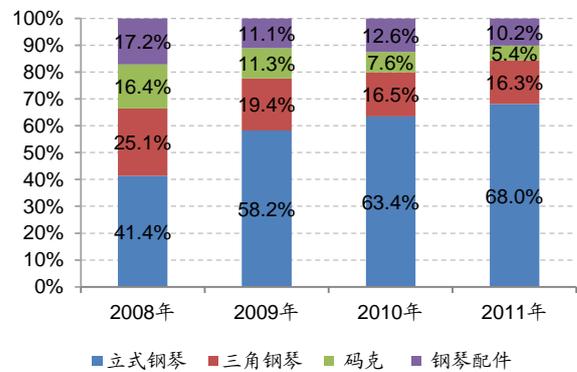


图 11 海伦钢琴主营业务占比



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

珠江钢琴前身为广州钢琴厂，成立于 1956 年，迄今已有近 60 年的钢琴生产历史。目前，公司的主营业务为钢琴的生产与销售，同时涉足音乐教育培训等业务。珠江钢琴拥有完整的产品体系，包括立式钢琴、三角钢琴两大系列共三百多种型号，涵盖高档、中档和普及型等各系列钢琴，是全球生产规模最大的钢琴制造商。近年来，公司在全球的市场份额均超过 20%；2008-2010 年间在国内的市场份额分别为 25.94%、26.38% 和 27.90%。

海伦钢琴 2001 年成立，2002 年开始生产钢琴核心部件码克，2004 年与奥地利文德隆合作，贴牌生产钢琴，出口欧洲，2005 年开始生产自有品牌钢琴。目前，公司致力于钢琴及核心部件的研发、生产和销售，主要产品包括立式钢琴、三角钢琴、码克等。2008-2010 年，公司国内市场钢琴销量分别为 6,407 架、10,413 架和 14,341 架，国内市场份额分别为 2.25%、3.22% 和 3.92%。

3.3 顺应消费升级，大力发展高端钢琴

1、产品系列与定位

● 珠江钢琴

目前，珠江钢琴拥有完善的品牌梯队和丰富的产品系列。公司 2007 年成功研发并推出“恺撒堡”高档钢琴系列，2008 年成功研发推出珠江精品系列（P 系列）、珠江提高版系列（T 系列）和里特米勒精典系列（R 系列）。目前，珠江钢琴旗下品牌主要有珠江、里特米勒、京珠、恺撒堡等，定位涵盖高档、中档和普及型钢琴；其中，高档指恺撒堡系列；中档指“三大系列”及其他 120（含 120）以上系列钢琴；普及指其他系列钢琴。

图 12 珠江钢琴不同定位产品收入占比

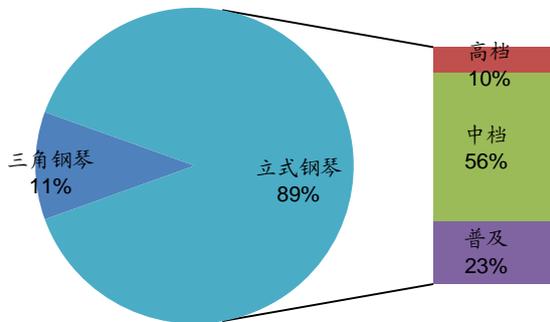
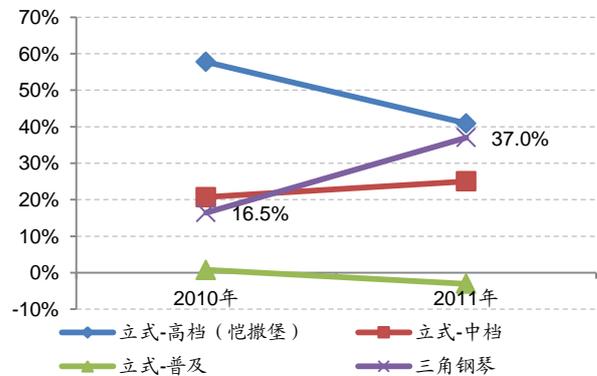


图 13 珠江钢琴不同定位产品收入增速



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

近年来，珠江钢琴中高端钢琴销售增长迅速。2011 年，公司不同定位的钢琴销售收入增速由高到低依次为：高档（恺撒堡）> 三角钢琴>中档>普及型钢琴。2009-2011 年，中高端钢琴在公司钢琴销售收入中的比例由 57.32%上升为 65.57%；三角钢琴的比例由 9.56%上升至 11.03%；普及型钢琴的比例则由 33.12%降为 23.4%。

● 海伦钢琴

海伦钢琴的产品定位在中高端，不参与终端零售价在 1 万元以下的普及型钢琴的生产与销售；公司主力产品的终端零售价在 1-2 万之间，该区间产品的收入占公司国内市场收入的 60%；终端零售价在 2-3.5 万元的高端产品占比 40%。

表 3 国内立式钢琴市场终端零售价分类

细分市场	市场总量占比	主要品牌分布	主要用途	占自身国内立式钢琴收入比例	
				珠江钢琴	海伦钢琴
1 万元以下	15-20%	珠江钢琴普及型、星海钢琴传统型	琴童练习琴、中小学校教学琴	15-20%	不参与

1-2 万元	60-70%	国产品牌和大部分外资品牌	练习琴和非专业演出	约 60%	60%
2-3.5 万元	10-15%	雅马哈、卡瓦依、珠江恺撒堡、海伦 H 系列	专业钢琴	10-15%	40%
3.5 万元以上	<5%	雅马哈、卡瓦依的高端产品；国外品牌进口产品	专业钢琴	<5%	拟进入

资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

● 珠江钢琴和海伦钢琴，谁更高端？

(1) 海伦钢琴聚焦高档钢琴，但收入规模小于珠江钢琴

在终端零售价在 1-2 万元之间的中档钢琴方面，珠江和海伦的销售收入占比均占各自收入的 60%左右；从绝对值上看，珠江该价格区间的营业收入约为 6-7 亿元，海伦该价格区域的营业收入约为 1-1.5 亿元。

在终端零售价在 2-3.5 万元的高档钢琴方面，珠江钢琴占自身收入的 10-15%，而海伦钢琴的占比高达 40%；但从绝对值上看，珠江钢琴该价格区间的营业收入约为 1.1-1.7 亿元，海伦钢琴的收入约为 1 亿元。

(2) 三角钢琴：海伦均价高，市占率低

2011 年，珠江钢琴所售三角钢琴均价 23,008 元，销售 4589 架，占全国三角钢琴销量的 24.47%；海伦钢琴三角钢琴均价 26,260 元，销售 1822 架，占全国销量的 9.71%。

表 4 三角钢琴的销售情况对比

指标	营业收入（万元）	销量（架）	市占率	均价（元/架）
珠江钢琴	12,645	4,589	24.47%	23,008
海伦钢琴	4,735	1,822	9.71%	26,260

资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

图 14 立式钢琴均价对比（单位：元/架）



图 15 三角钢琴均价对比（单位：元/架）



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

2、毛利率

就毛利率而言：

- (1) 三角钢琴毛利率高于立式钢琴；
- (2) 海伦钢琴主业毛利率高于珠江钢琴 2.13 个百分点；
- (3) 国际品牌施坦威钢琴主业的毛利率高于海伦钢琴和珠江钢琴

近年来，随着居民收入的不断提高和文化演艺业的蓬勃发展，高端钢琴需求日益增加。大力发展中高端钢琴成为各家钢琴公司的工作重点。

图 16 珠江和海伦钢琴立式、三角钢琴毛利率

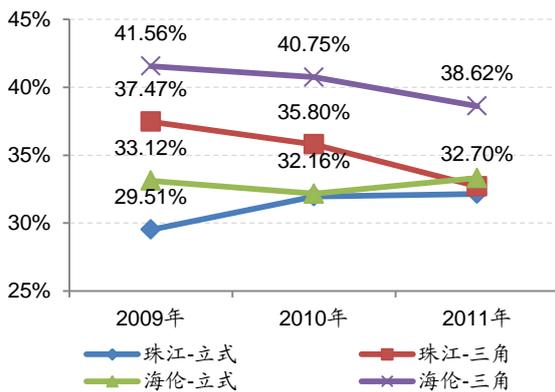
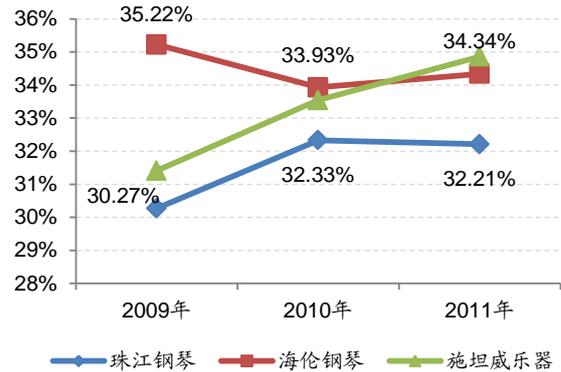


图 17 珠江、海伦、施坦威钢琴主业毛利率



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

3.4 内销与出口

1、销售模式

目前，全球钢琴业普遍采用琴行经销商销售的模式。珠江钢琴、海伦钢琴、星海钢琴以及海外施坦威乐器、雅马哈等，均主要以卖断方式通过经销商销售钢琴。

➤ 珠江钢琴

截至 2011 年末，珠江钢琴在国内以广州、北京为中心，拥有销售网点 278 个，服务网点 177 个；国际以亚洲、欧美为核心，拥有销售服务网点 235 个，营销和服务网络覆盖全球 100 多个国家和地区。

珠江钢琴国内市场售价的定价原则为：成本加上合理利润乘以 1.17；海外市场售价的定价原则是：成本加上合理利润乘以 1.04。

➤ 海伦钢琴

海伦钢琴国内经销网络已覆盖全国 30 个省、市、自治区。国际方面，在美国市场采用向总经销商卖断的销售模式，形成了由约 70 家二级经销商组成的销售网络；在欧洲和亚太地区，公司主要采取与多个海外知名钢琴品牌合作的 ODM 经营模式，目前已与欧洲和亚太地区 16 个国家及地区 21 个一级经销商建立了经销关系，覆盖了 300 多家琴行等二级经销商。

海伦钢琴国内市场产品价格的确定主要采取“成本导向定价法”，结合“需求导向定价法”和“竞争导向法”，具体为在公司营运成本的基础上加上合理利润作为基础价格，参与市场同类产品价格，根据市场需求状况和客户对产品价格的接受能力予以调整。公司与经销商约定卖断价，同

时以价格表的形式提供建议零售价。根据我们的草根调研，海伦钢琴经销商的买断价与零售建议价之间约 30%的空间，经销商可以根据销售需求打折让利“以价换量”。

2、国内销售

我国华东地区经济发达，居民收入水平高，对音乐鉴赏力强，从而成为珠江钢琴和海伦钢琴销售收入占比最高的区域，占各自销售收入的比例均超过 40%。

图 18 2011 年珠江钢琴内销分区域情况

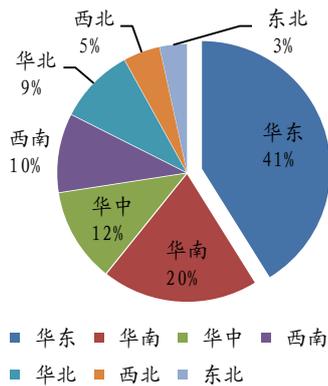
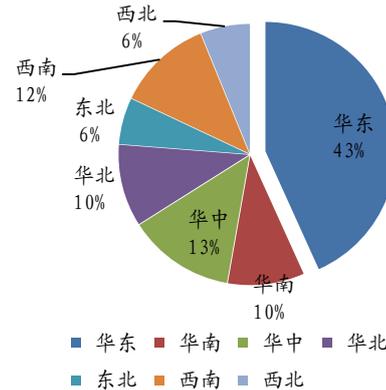


图 19 2011 年海伦钢琴内销分区域情况



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

► 珠江钢琴 - 募投项目将提高公司在华北、东北、西北的市占率

公司内销主要来源于华东、华南和华中地区，三地区钢琴销售收入达到钢琴内销收入的 70%以上。华北地区尤其是北京是我国的文化政治经济中心，市场容量和潜力巨大，为提高公司在北方市场的销售量，公司采取了本地化经营战略，2009 年在北京设立北京珠江制造，设计产能为 1.2 万架，已于 2011 年投产，并加大北方市场销售网络布局。华北市场的销量从 2009 年的 3,169 万元快速增长到 2011 年的 9,248 万元。

公司 IPO 募投项目之一为北方营销中心的建设。公司拟投资 1002 万元设立北方营销中心，在目前营销能力较弱的城市（如哈尔滨、天津、西安、太原等）挑选实力强并与公司战略认同度高的经销商，确定为重点经销商并进行资源倾斜。预计该募投项目实施后，公司在华北、东北、西北的市场占有率将大幅提升。

► 海伦钢琴 - 未来 3 年，对重点城市进行密集布点

除了在具有地缘优势的华东区域外，海伦钢琴在华南、华中、华北、西南地区的销售相对均衡，这几个区域的收入占比均在 10-13%左右。未来 3 年，公司将对重点城市进行经销商的密集布点，现有 1 家经销商的城市将扩大至 3-4 家经销商，以扩大市场影响力和市占率。

3、出口：珠江钢琴出口金额高，海伦钢琴出口比例大

我国是世界最大的钢琴出口国。2011 年，我国出口钢琴 5.68 万架，其中立式钢琴 5.0 万架，三角钢琴 9290 架。

珠江钢琴主要是出口自有品牌到欧美国家。2009-2011 年，公司钢琴出口收入占公司钢琴业务收入的 15-17%。2011 年，公司实现钢琴出口收入 1.76 亿元，同比增长 6.51%。

海伦钢琴出口的产品包括自有品牌钢琴以及与奥地利文德隆、德国贝希斯坦合作的ODM产品。2008-2011年，海伦钢琴出口业务的收入一直在6000万元左右，占公司钢琴业务收入的比例由2008年的49.96%降为2011年的25%。公司积极实施自有品牌战略，在自身产能不足、外围需求疲软的情况下，公司优先安排自有品牌的生产。

图 20 珠江钢琴出口与内销比例

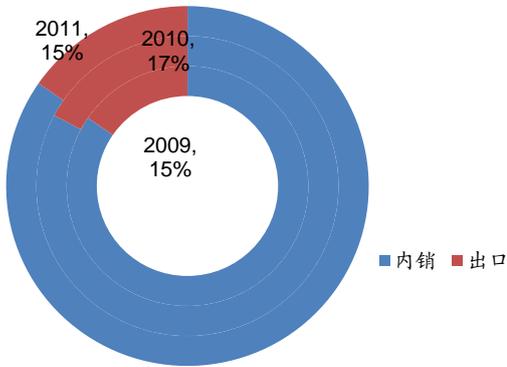
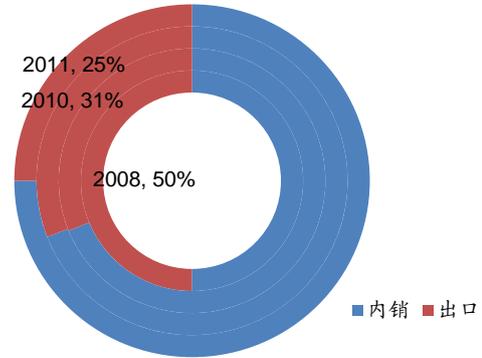


图 21 海伦钢琴出口与内销比例



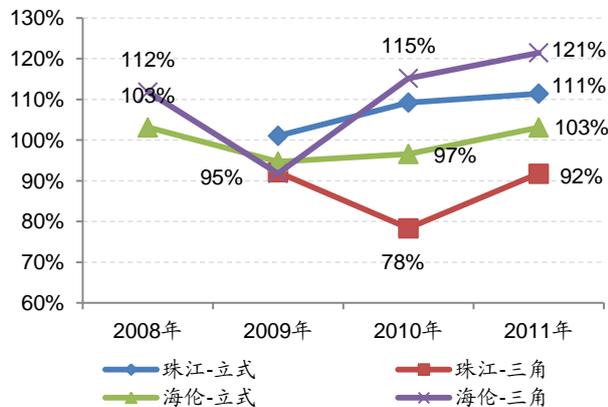
资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

四、募投项目—突破产能瓶颈，提升技术水平

4.1 产能不足问题突出

产能不足是珠江钢琴和海伦钢琴近年来面临的共同问题。对两家而言，立式钢琴均产能不足，珠江钢琴在中高端立式钢琴方面产能不足问题尤为突出，2010年珠江钢琴中高档钢琴的产能利用率便已达到110%。海伦钢琴产能不足的问题2008年便已出现，且在三角钢琴方面则表现的更为突出。为缓解产能不足带来的压力，海伦钢琴一方面不断内部挖潜，另一方面不得不将部分订单委托烟台文德隆和上海超拨等企业生产。由于委托生产毛利率低，且运输等费用大幅上升，公司2011年营业收入仅增长13.8%，而归属净利率仅增长5.5%。

图 22 珠江和海伦钢琴立式、三角钢琴产能利用率



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究总部

4.2 创建技术中心，缩短与国际高端钢琴的技术差距

珠江钢琴和海伦钢琴作为我国自主品牌钢琴的龙头企业，经过多年的自主研发和技术引进、消化吸收，已形成了具有全球竞争力的产品创新能力和生产高端钢琴的技术基础。但是，与国际一线钢琴生产商相比，我国企业在关键零部件的技术和工艺方面还存在很大差距。建立技术中心，加强高端产品的研发、突破核心零部件的技术壁垒，有助于进一步提升两家钢琴公司的产品品质，引领国内先进技术，跻身国际高端钢琴市场。

4.3 募投项目一览

珠江钢琴和海伦钢琴的募投项目均包括整琴的产能扩张和技术中心的建设；此外，珠江钢琴将利用募投资金在销售薄弱的北方地区设立营销中心，精选实力经销商并予以资源倾斜，以提高在华北、东北和西北地区的销售；海伦钢琴将利用募投资金建设 4.5 万台的钢琴机芯项目。

表 5 珠江钢琴、海伦钢琴募投项目

序号	珠江钢琴				海伦钢琴		
	项目名称	投资总额	募集资金投资	建设期	项目名称	投资总额	建设期
1	珠江钢琴增城中高档立式钢琴产业基地	27,886	27,886	2 年	钢琴生产扩建项目	11,050	18 个月
2	珠江钢琴国家级企业技术中心增城研究院	1,582	1,203	1 年	钢琴机芯制造项目	5,105	14 个月
3	珠江钢琴北方营销中心	1,002	1,002	1 年	钢琴制造工程技术中心项目	2,516	14 个月
4	—				其他与主营业务相关的营运资金	—	
	合计	30,470	30,091			18,671	

资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

立式钢琴是珠江钢琴产能严重不足的品类。此次募投项目的重点之一便是 4 万架中高端钢琴整琴项目，达产后可年产 2 万架恺撒堡中高档琴、1 万架 P、R 系列中高端琴和 1 万架 T 系列中高端琴；整琴的产能扩张幅度达到 38.1%。

海伦钢琴此次募投项目包括 1.75 万架整琴生产项目和 4.5 万台钢琴机芯生产项目。达产后，公司整琴产能将扩张 87.5%；机芯自给率将达到 100%。

表 6 珠江钢琴、海伦钢琴募投项目投产后新增产能情况

序号	珠江钢琴		序号	海伦钢琴	
	产品分类	理论产能 (件/架)		产品分类	理论产能 (台/架)
1	4 万架中高端钢琴整琴	40,000	1	钢琴整琴	17,500
1.1	其中：恺撒堡中高档琴	20,000	1.1	其中：立式钢琴	14,000
1.2	P、R 系列中高端琴	10,000	1.2	三角钢琴	3,500
1.3	T 系列中高端琴	10,000	2	钢琴机芯	45,000
2	中高端琴击弦机	20,000	2.1	其中：立式钢琴机芯	39,000

3	中高档琴键盘	20,000	2.2	三角钢琴机芯	6,000
4	中高端琴弦槌	68,000			
整琴产能扩张率		38.1%	整琴产能扩张率		87.5%

资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

五、财务分析

5.1 资本结构与偿债能力：珠江钢琴优于海伦钢琴

在资产负债率水平上，海伦钢琴>施坦威乐器>珠江钢琴；2009年至2011年间，三家公司的资产负债率逐年下降；截至2011年末，海伦钢琴的资产负债率高达51.51%，而珠江钢琴的资产负债率水平在33.05%。上市后，两家公司的资产负债率水平均得以大幅下降。

偿债能力方面，珠江钢琴的速动比率和利息保障倍数均高于海伦钢琴，显示了更强的偿债能力。施坦威乐器的速动比率则远高于珠江钢琴和海伦钢琴。

图 23 资产负债率 (%)

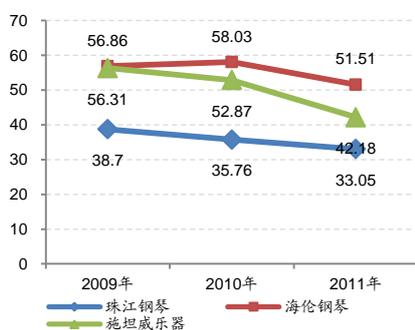


图 24 速动比率 (%)



图 25 利息保障倍数 (%)



资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

5.2 营运能力：珠江钢琴应收账款周转快；海伦钢琴存货周转快

➤ 应收账款周转率

珠江钢琴的应收账款周转率呈逐年上升态势，已遥遥领先于施坦威乐器和海伦钢琴，显示了珠江钢琴对渠道的强势地位，这在我们的草根调研中也得到了验证。对于部分型号的珠江牌和里特米勒牌钢琴，公司要求经销商提货进全额付款；相比之下，海伦钢琴给予经销商更为宽松的账期。

➤ 存货周转率

海伦钢琴在存货周转率方面优于珠江钢琴和施坦威钢琴，显示了突出的库存控制力。珠江钢琴存货周转率较低与其存货结构相关，珠江钢琴拥有全

球乐器行业最大的木材加工处理基地，木材库存量大且为提高钢琴质量延长了木材的处理周期。施坦威乐器的存货周转率较低则是因为施坦威钢琴以手工生产为主，生产周期长。

图 26 应收账款周转率 (%)

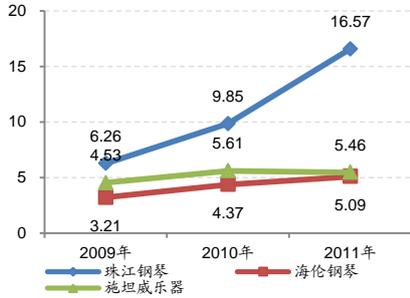
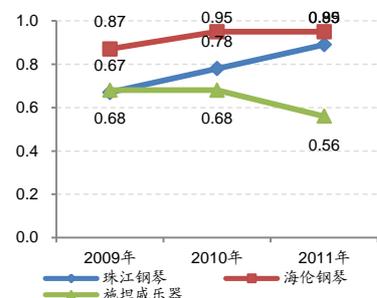


图 27 存货周转率 (%)



图 28 总资产周转率 (%)



资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

➤ 总资产周转率

海伦钢琴的总资产周转率高于珠江钢琴和施坦威乐器；珠江钢琴的总资产周转率呈逐年上升态势，2011 年周转率为 0.89 次，已与海伦钢琴 0.95 次的总资产周转率接近。

5.3 费用率：海伦钢琴期间费用率较高，但销售、管理费用率低

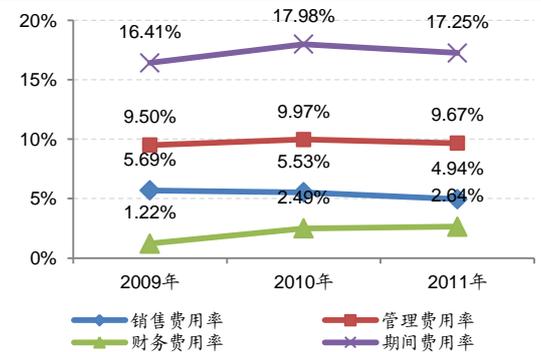
➤ 期间费用率

近 3 年来，珠江钢琴期间费用率呈不断下降态势，2011 年降至 16.58%，较海伦钢琴低 0.67 个百分点。2011 年，珠江钢琴的销售费用率和管理费用率分别高于海伦钢琴 0.86 和 0.63 个百分点。鉴于珠江钢琴的资产负债率远低于海伦钢琴，其财务费用率仅 0.48%，较海伦钢琴低 2.16 个百分点。

图 29 珠江钢琴费用率



图 30 海伦钢琴费用率



资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

图 31 珠江钢琴销售费用构成

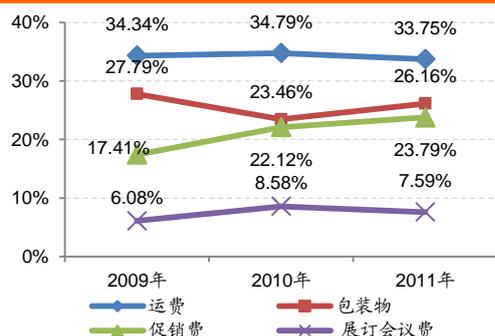


图 32 海伦钢琴销售费用构成

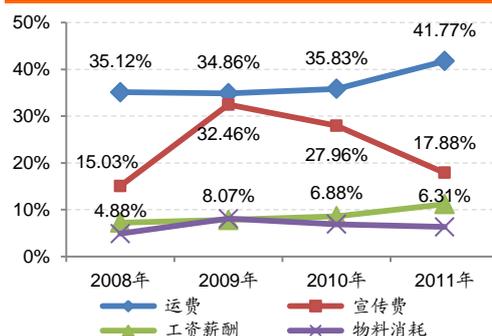


图 33 珠江钢琴管理费用构成

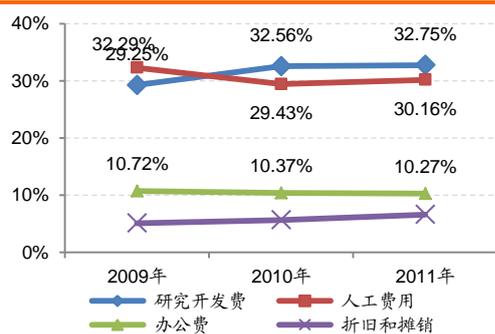
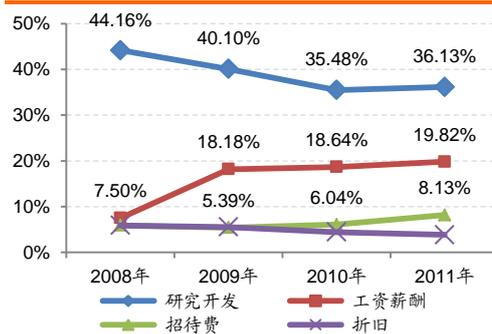


图 34 海伦钢琴管理费用构成



资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

➤ 销售费用率

对珠江钢琴和海伦钢琴而言，运费是其销售费用的最大构成项，2011年分别占其销售费用的33.75%和41.77%。值得注意的是：近3年来，珠江钢琴的促销费用呈逐年递增态势；海伦钢琴在前期为提升品牌知名度，宣传费曾高达销售费用的32.46%，近年来逐年下降，2011年已降至17.88%。发行上市后，两家公司的市场知名度将进一步提升，相对渠道的议价能力也更强，促销费和宣传费占比有望下降，进而带动销售费用率下降。

➤ 管理费用率

研究开发费用是珠江钢琴和海伦钢琴管理费用的主要构成项，2011年，研发费用占比分别为32.75%和36.13%；人工薪酬则是管理费用的第二大构成项，占比分别为30.16%和19.82%；预计未来人工薪酬占比将保持平稳或微升态势。

5.4 ROE：海伦钢琴高于珠江钢琴

2011年，珠江钢琴和海伦钢琴的ROE分别为16.61%和24.73%；利用杜邦分析法可见，2011年，海伦钢琴的销售净利率低于珠江钢琴，总资产周转率略高于珠江钢琴，而权益乘数显著高于珠江钢琴是其ROE较高的主要原因。

从趋势上看，近3年来，珠江钢琴的ROE呈持续上升态势，主要原因在于其销售净利率和总资产周转率的逐年上升。而销售净利率的上升来自于盈利能力增强、产品结构优化带来的毛利率提升和期间费用率的下降。

图 35 珠江钢琴杜邦分析

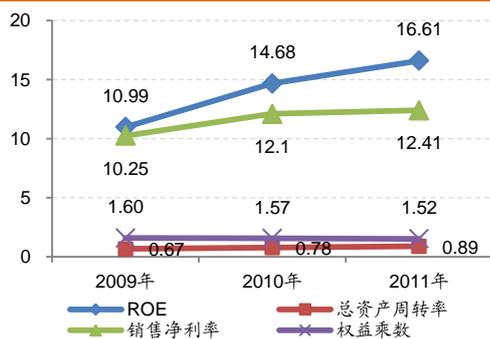
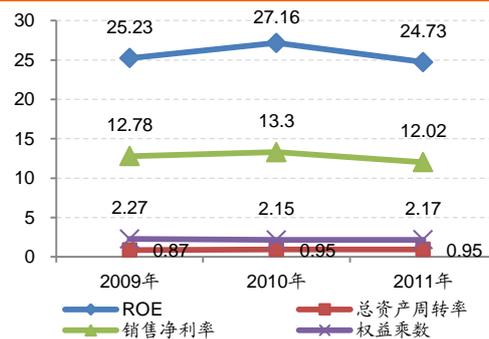


图 36 海伦钢琴杜邦分析



资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

六、发行前后股权架构

6.1 珠江钢琴：国资控股、管理层持股、琴行参股

广州国资委是珠江钢琴的第一大股东，发行前持有 3.96 亿股，股权比例 92.09%；划转本次发行股数 4800 万股的 1/10 给全国社保基金后，广州市国资委仍是第一大股东，持股比例 81.85%。

2009 年 12 月 29 日，珠江钢琴增资 3000 万股，引进行业上下游投资者和管理层、核心技术人员及管理骨干，包括上游企业金宏利、下游经销商知音琴行、欧雅乐器和三毛琴行，以及 175 名自然人股东。这 175 名自然人股东除前前任董事长黄伟林、前任董事长王润培外，其他人均在公司任职。

我们认为，珠江钢琴国资控股、管理层持股、经销商参股的股权结构完善、激励到位，使得公司既有国企的稳健性，又有民营企业的进取性。经销商的参股有利于公司加强对渠道的控制力，进一步提升市场份额。

表 7 珠江钢琴发行前后股权架构

股份类型	发行前		发行后	
	股份数额 (万股)	比例 (%)	股份数额 (万股)	持股比例 (%)
一、有限售条件股份	43,000	100	43,000	89.958
1、境内国有股	40,000	93.023	40,000	83.682
其中：广州市国资委（SS）	39,600	92.093	39,124.80	81.851
无线电集团（SS）	400	0.93	395.2	0.827
社保基金（SS）			480	1.004
2、境内非国有法人股	1,400	3.256	1,400	2.929
其中：金宏利	1,000	2.326	1,000	2.092
知音琴行	300	0.698	300	0.628
欧雅乐器	60	0.14	60	0.126
三毛琴行	40	0.093	40	0.084
3、自然人股（175人）	1,600	3.721	1,600	3.347
二、本次发行流通股	0		4,800	10.042

三、股份总数	43,000	100	47,800	100
--------	--------	-----	--------	-----

SS: State-own Shareholder 国家股

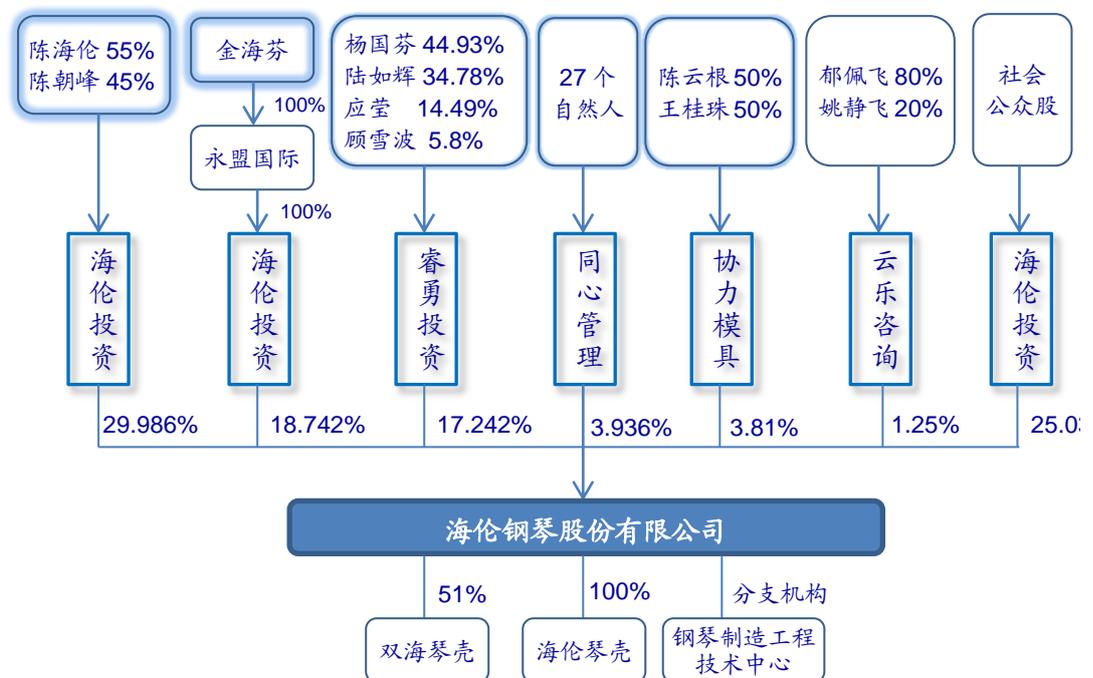
资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

6.2 海伦钢琴：民营控股、管理层持股

发行前，陈海伦及其家族成员共持有海伦钢琴 65% 的股份，为公司实际控制人；发行后，陈海伦家族持有上市公司 48.73% 的股份，仍为公司实际控制人；其中陈海伦及其子陈朝峰通过海伦投资持有上市公司 29.986% 的股权，陈海伦妻子金海芬通过永盟国际下面的四季香港持有上市公司 18.742% 的股权。

公司董事、监事、高级管理人员、业务骨干等 11 人通过睿勇投资、同心管理、协力模具持有发持后上市公司 10.86% 的股权。

图 37 海伦钢琴股权架构图



资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

七、长期战略、中期目标与增长点

7.1 珠江钢琴、海伦钢琴发展战略、发展目标

作为世界第一大钢琴生产商，珠江钢琴将立足主业，持续优化产品结构，巩固行业地位；同时加强研发，争取突破国际高档演奏会用琴核心技术，研发数码乐器；还将在音乐教育等方面延伸产业链。

海伦钢琴在未来 3 年将提高产能、完善产品线，扩建技术中心、增强研发能力，拓展优化市场渠道、完善销售网络。海伦钢琴将利用 10-15 年完成从系列钢琴、精品钢琴到智能钢琴的“三步走”规划。

表 8 珠江钢琴、海伦钢琴发展战略、发展目标

	珠江钢琴	海伦钢琴
发展战略	聚焦乐器文化产业，立足主业，持续优化产品结构，造世界最好的钢琴；关联延伸，合理布局产业结构，做全球最强的乐器企业。	用 10-15 年完成“三步走”规划：系列钢琴、精品钢琴、智能钢琴
发展目标	短期：1、到 2014 年实现钢琴产销规模 16 万架 (CAGR11.3%)，营业收入达到 16.5 亿元(CAGR 12.1%)，演奏会用钢琴达到国际（欧洲）高档钢琴水平。2、培育数码乐器、音乐教育等新的收入增长点	未来 3 年发展目标：1、提高产能，完善产品线：新增整琴产能 17,500 架/年、新增机芯产能 45,000 台/年。
	中期：1、使中高档钢琴成为利润主要来源；2、进一步提升技术水平；3、参与乐器行业标准制订、修订等；3、音乐教育文化产业初成规模和影响力。	未来 3 年发展目标：2、扩建钢琴制造工程技术中心，提高研发能力
	长期：1、突破国际高档演奏会用琴核心技术，成为国际一流品牌；2、集钢琴制造、数码乐器、音乐教育和文化业务于一体。	未来 3 年发展目标：3、拓展优化市场渠道：完善二级市场销售网络，加大三线城市（县城）的销售网络建设。

资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

7.2 珠江钢琴、海伦钢琴未来 3 年增长点分析

1、募投项目投产，突破产能瓶颈

产能瓶颈是两家公司面临的共同问题：珠江钢琴在中高档立式钢琴方面产能严重不足；海伦钢琴则在立式和三角钢琴上均面临产能缺口，尤其是三角钢琴产能严重落后于需求。募投项目的陆续投产将极大的缓解制约两家公司发展的产能问题，在“量”上提供增长点。

2、产品结构优化，毛利率提升

两家公司的新增产能均为高毛利的中高档产品，投产后将进一步优化产品结构，提升毛利率水平；两家公司的募投项目均包括研发中心的建设，而研发能力的提升有助于提升品质推动销售以及推出毛利率更高的新产品。

3、拓展优化渠道网络：强化弱势区域，加密优势区域，加快渠道下沉

珠江钢琴将设立北方营销中心，重点针对华北、东北、西北等目前销售薄弱的地区；海伦钢琴计划在未来 3 年对重点城市进行经销商的密集布点，并加快渠道下沉。

4、品牌影响力提升，对渠道议价能力增强，推广费用率下降

上市后，两家钢琴公司的品牌影响力进一步提升，尤其是对后起之秀海伦钢琴。这有助于宣传费用率、促销费用率的下降；对渠道的议价能力也更强，有助于提高出厂价提升毛利率、缩短信用账期优化现金流。

八、盈利预测

8.1 珠江钢琴关键假设、盈利预测与估值

➤ 关键假设

1、2012 年新增产能主要为京珠项目的陆续投产和对原有设备进行技术改造而增加的产能；2013 年，募投项目将有 40% 的产能得以投产，且以高端恺撒堡为主；2014 年，募投项目 60% 的产能投产；即立式钢琴 2012 - 2014 年分别新增产能 11,000、16,000 和 24,000 台；三角钢琴分别新增 500、1,000 和 1,000 台；

2、随着高端产品占比的提升，2012 - 2014 年立式钢琴均价分别提升 5%、6% 和 8%；三角钢琴分别提升 5%、5% 和 5%。

3、预计 2012 - 2014 年销售费用率为 5.7%、5.5% 和 5.4%，管理费用率为 9%、8.5% 和 7.7%。

表 9 珠江钢琴 2012 - 2014 年钢琴产销量预测

指标	分类	2011	2012E	2013E	2014E
新增产能(架)	立式钢琴	12,000	11,000	16,000	24,000
	三角钢琴	0	500	1,000	1,000
设计产能(架)	立式钢琴	100,000	111,000	127,000	151,000
	三角钢琴	5,000	5,500	6,500	7,500
产能利用率	立式钢琴	111%	110%	108%	100%
	三角钢琴	92%	95%	95%	100%
实际产量(架)	立式钢琴	111,412	122,100	137,160	151,000
	三角钢琴	4,589	5,225	6,175	7,500
产销率	立式钢琴	98.47%	100%	100%	102%
	三角钢琴	119.76%	115%	110%	110%
实际销量(架)	立式钢琴	109,707	122,100	137,160	154,020
	三角钢琴	5,496	6,009	6,793	8,250
均价(元/架)	立式钢琴	9,298.40	9,763	10,349	11,177
	三角钢琴	23,008.35	24,159	25,367	26,635
均价增幅	立式钢琴	3.14%	5%	6%	8%
	三角钢琴	2.52%	5%	5%	5%

资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

表 10 海伦钢琴 2012 - 2014 年钢琴营业收入预测

指标	分类	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (万元)	立式钢琴	102,010	119,210	141,949	172,149
	三角钢琴	12,645	14,516	17,230	21,974
	钢琴小计	114,655	133,727	159,179	194,123
增速	立式钢琴	17.50%	16.9%	19.1%	21.3%

	三角钢琴	37.02%	14.8%	18.7%	27.5%
	钢琴小计	19.38%	16.6%	19.0%	22.0%
毛利率	立式钢琴	32.15%	32.50%	33.00%	33.80%
	三角钢琴	32.70%	33.50%	33.50%	33.50%
	钢琴小计	32.21%	32.61%	33.05%	33.77%
	立式钢琴	32,796	38,743	46,843	58,186
毛利(万元)	三角钢琴	4,135	4,863	5,772	7,361
	钢琴小计	36,930	43,606	52,615	65,548

资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

► 盈利预测与估值

预计珠江钢琴 2012 - 2014 年营业收入分别为 13.74、16.40 和 19.95 亿元，同比增长 17.12%、19.4%和 21.64%；归属母公司股东的净利润分别为 1.77、2.20 和 2.92 亿元，同比增长 23.0%、23.3%和 32.6%；折合 2012 - 2014 年 EPS0.37、0.46 和 0.61 元。给予 2013 年 35 倍 PE，目标价 16.1 元，“推荐”评级。

8.2 海伦钢琴关键假设、盈利预测与估值

► 关键假设

1、“钢琴生产扩建项目”将于 2012 年 10 月投产，立式和三角钢琴 2012 年的新增产能均为扩建项目产能的 25%，2013 年的产能均为扩建项目产能的 75%；

2、一方面，奥地利文德隆和德国贝希斯坦品牌的推出以及精品钢琴的研发生产将使得公司高端产品占比提升，均价提升；另一方面，公司产能，尤其是三角钢琴产能快速扩张，使得产销率承压，公司必将在价格上让利。综合考虑，预计 2012 - 2014 年立式钢琴均价增幅为 5%、5%、5%；三角钢琴均价增幅为 3%、0%、0%。

3、预计 2012 - 2014 年销售费用率为 5.4%、6.8%和 6%，管理费用率为 12%、11.8%和 11.3%。

表 11 海伦钢琴 2012 - 2014 年钢琴产销量预测

指标	分类	2011	2012E	2013E	2014E
新增产能(架)	立式钢琴	0	3,500	10,500	0
	三角钢琴	0	875	2,625	0
设计产能(架)	立式钢琴	18,500	22,000	32,500	32,500
	三角钢琴	1,500	2,375	5,000	5,000
产能利用率	立式钢琴	103%	102%	90%	105%
	三角钢琴	121%	100%	65%	90%
实际产量(架)	立式钢琴	19,079	22,440	29,250	34,125
	三角钢琴	1,822	2,375	3,250	4,500
产销率	立式钢琴	109%	104%	97%	103%
	三角钢琴	99%	95%	90%	103%
实际销量(架)	立式钢琴	20,783	23,338	28,373	35,149

	三角钢琴	1,803	2,256	2,925	4,635
均价 (元/架)	立式钢琴	9,484	9,958	10,456	10,979
	三角钢琴	26,260	27,047	27,047	27,047
均价增幅	立式钢琴	10.24%	5%	5%	5%
	三角钢琴	2.67%	3%	0%	0%

资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

表 12 海伦钢琴 2012 - 2014 年钢琴营业收入预测

指标	分类	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (万元)	立式钢琴	19,710	23,239	29,666	38,588
	三角钢琴	4,735	6,103	7,911	12,537
	钢琴小计	24,445	29,342	37,577	51,125
增速	立式钢琴	21.1%	17.9%	27.7%	30.1%
	三角钢琴	12.1%	28.9%	29.6%	58.5%
	钢琴小计	19.2%	20.0%	28.1%	36.1%
毛利率	立式钢琴	33.31%	34.50%	35.00%	35.50%
	三角钢琴	38.62%	39.20%	39.00%	39.50%
	钢琴小计	34.34%	35.48%	35.84%	36.48%
毛利 (万元)	立式钢琴	6,565	8,018	10,383	13,699
	三角钢琴	1,829	2,392	3,085	4,952
	钢琴小计	8,394	10,410	13,468	18,651

资料来源：招股说明书，中投证券研究总部

➤ 盈利预测与估值

预计海伦钢琴 2012 - 2014 年营业收入分别为 3.55、4.41 和 5.84 亿元，同比增长 17.27%、24.2% 和 32.41%；归属母公司股东的净利润分别为 4488、5895 和 7704 万元，同比增长 25.3%、31.34% 和 30.68%；折合 2012 - 2014 年 EPS0.67、0.88 和 1.15 元。给予 2013 年 35 倍 PE，目标价 30.8 元，“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳，中投证券百货零售分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司：天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士。重点覆盖公司：海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434