

宏图高科 (600122.SH)

收购匡时国际切入艺术品拍卖行业，金融场景化再下一城

● 五大业务板块，以金融为核心布局线下场景

公司发布公告拟现金收购匡时国际 100% 股权，若此次收购完成宏图高科旗下将有五大业务板块：3C 连锁、工业制造、文化艺术拍卖、地产、金融。集团未来将把宏图高科打造成以金融为核心，不断布局新的线下消费场景，通过金融服务各版块业务并把业务做大做强。公司目前以 3C 连锁为主（占比超过 80%），2015 年总收入 187.1 亿（+7.11%），公司通过收购万威国际、美国 Brookstone 优化供应链，从而实现逆势增长，2015 年实现归母净利润 4.22 亿（+14.96%），扣非净利 2.99 亿（+11.29%）。

● 收购匡时国际布局艺术品拍卖市场

宏图高科拟现金收购匡时国际 100% 股权，标的估值 22 亿。匡时承诺收购首期款到账当年及之后两年净利润分别不低于 1.60 亿、1.85 亿、2.15 亿元。公司春拍交易额 25.6 亿（超过 15 年全年），完成承诺业绩概率较高。

本文重点分析了艺术品拍卖市场及龙头公司（苏富比、保利），行业呈现两个特征：周期性，一般 5-6 年一个周期，上一个拍卖高峰是 2011 年，2016 年有行业回暖迹象；马太效应，强者恒强市场集中度呈现提高趋势。

公司的核心竞争力主要体现在三点：品牌、专业性、定价能力三个方面，匡时国际专注书画，创始人有较强的书画造诣和鉴赏背景，在品牌和专业性上已经形成了自己的竞争壁垒，成交率也位于行业前十的平均水平。

● 盈利预测及投资建议

(1) 宏图高科传统主业为 3C 连锁，2015 年扣非净利实现 2.99 亿；(2) 持有华泰证券、江苏银行、国采支付等金融资产的市场价值超过 40 亿；(3) 收购匡时增厚公司业绩。不考虑匡时国际并表，预计公司 16-18 年归母净利润 3.71 亿、3.94 亿、4.41 亿，若考虑匡时国际并表公司 16-18 年归母净利润 5.31 亿、5.79 亿、6.56 亿，首次覆盖给予买入评级。

● 风险提示

(1) 线下零售持续承压；(2) 新开门店亏损；(3) 匡时国际收购失败；(4) 艺术品拍卖市场波动性较大

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	17,472.11	18,714.41	20,183.55	22,042.57	24,079.53
增长率(%)	9.79%	7.11%	7.85%	9.21%	9.24%
EBITDA(百万元)	735.78	703.17	542.78	582.31	639.40
净利润(百万元)	366.80	421.66	371.12	394.01	441.32
增长率(%)	32.28%	14.96%	-11.99%	6.17%	12.01%
EPS(元/股)	0.320	0.367	0.323	0.343	0.384
市盈率(P/E)	22.41	52.97	37.87	35.67	31.85
市净率(P/B)	1.03	2.89	1.74	1.66	1.57
EV/EBITDA	10.42	29.51	21.78	19.45	16.52

公司评级

买入

当前价格

12.45 元

报告日期

2016-12-09

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,150/1,148
流通 A 股市值(百万元)	14,053
每股净资产(元)	6.71
资产负债率(%)	54.22
一年内最高/最低(元)	19.67/11.09

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：倪华 S0260516080004



021-60750625



nihua@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、以金融为核心布局线下场景	4
1、股东背景及业务构架	4
2、目前 3C 连锁、工业制造、地产贡献主要收入和利润	5
二、现金收购匡时国际，布局艺术品拍卖市场	9
三、我国艺术品拍卖市场：五年周期、强者恒强	10
1、我国艺术品拍卖市场的行业特征	10
2、艺术品拍卖公司的核心竞争力：品牌、鉴定、定价	12
3、百年苏富比：拍卖业务为主，存货出售、金融服务业务为辅	13
4、保利文化擅长油画，国内领先	16
5、匡时国际借助上市公司提升品牌价值	18
四、盈利预测及投资建议	20
风险提示	20

图表索引

图 1: 宏图高科五大业务板块: 3C 连锁、工业制造、文化艺术、地产、金融 ...	5
图 2: 宏图高科收入逆势增长	6
图 3: 宏图高科归母净利稳定增长	6
图 4: 宏图高科业务结构 (3C 连锁为主)	6
图 5: 宏图高科三大业务毛利率情况	6
图 6: Brookstone 零售产品	7
图 7: 万威国际历史上新品研发	8
图 8: 匡时国际股东结构	9
图 9: 匡时国际拍卖流程	10
图 10: 2015 年我国各门类拍品成交数占比	10
图 11: 2015 年全球文物艺术品拍卖市场份额	11
图 12: 中国艺术品拍卖市场成交额及增速	11
图 13: 2014 年拍卖市场竞争份额图 (按实收拍款计, 亿元)	12
图 14: 2015 年拍卖市场竞争份额图 (按实收拍款计, 亿元)	12
图 15: 苏富比与佳士得拍卖收入对比 (单位: 十亿美元)	14
图 16: 苏富比营业收入及增速 (单位: 百万美元)	15
图 17: 苏富比净利润及增速 (单位: 百万美元)	15
图 18: 苏富比分行业收入 (单位: 百万美元)	16
图 19: 苏富比各部门员工数	16
图 20: 苏富比分业务佣金率水平	16
图 21: 苏富比拍卖收入各品类占比	16
图 22: 保利文化收入 (百万) 及毛利率情况	17
图 23: 保利文化拍卖金额及综合佣金率水平	17
图 24: 北京保利 2015 年 1000 万元以上成交作品结算情况(截至 2016.5.15;单位: 万元)	17
图 25: “苏富比、保利文化、匡时国际”佣金率对比	19
表 1: 2016 三季报宏图高科十大股东: 三胞集团及一致行动人 28.7%	4
表 2: 持有金融企业的价值评估 (华泰证券、江苏银行取 16 年 12 月 5 日收盘价)	5
表 3: 电子商贸 (3C 连锁) 业务收入、毛利、净利情况	6
表 4: 2015 年宏图高科专业店经营数据: 平效稳定增长	8
表 5: 匡时国际历史经营数据及盈利预测	9
表 6: 2015 年全球拍卖成交总额前 10 强拍卖行	12
表 7: 影响藏品收藏者选择拍卖行的主要影响因素	13
表 8: 苏富比收入结构 (单位: 百万美元)	15
表 9: 保利文化 2015 年成交价前十拍品	18
表 10: 保利文化历年拍卖纪录	18
表 11: 匡时国际成交率与行业前十成交率对比	19

一、以金融为核心布局线下场景

1、股东背景及业务构架

三胞集团及南京中森泰富科技为一致行动人，公司实际控制人袁亚非先生通过定向资产管理计划-富安达远见2号持有公司股票4256万股，占公司总股本的3.7%，富安达富享4号资产管理计划为本公司员工持股计划，占总股本1.21%。三胞集团及一致行动人合计持股28.7%。

表 1：2016 三季度宏图高科十大股东：三胞集团及一致行动人 28.7%

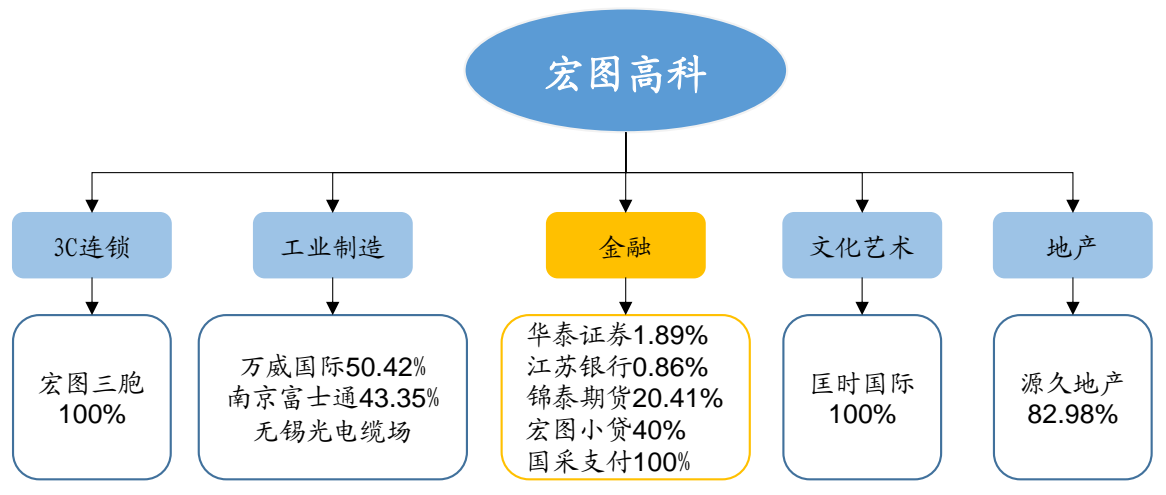
排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比 例
1	三胞集团有限公司	24847	21.61%
2	南京盛亚科技投资有限公司	4629	4.03%
3	富安达基金-兴业银行-远见 2 号资产管理计划	4256	3.70%
4	南京博融科技开发有限公司	3209	2.79%
5	南京中森泰富科技发展有限公司	2509	2.18%
6	上海道乐投资有限公司	1583	1.38%
7	中国农业银行股份有限公司-易方达瑞惠灵活配置混合型发起式证券投资基金	1414	1.23%
8	富安达基金-南京银行-富安达富享 4 号资产管理计划	1388	1.21%
9	全国社保基金一一三组合	1378	1.20%
10	中国银行股份有限公司-华夏新经济灵活配置混合型发起式证券投资基金	843	0.73%
	合计	46057	40.06%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三胞集团立志信息化为特征，以现代服务业为基础，设置了“新金融、新消费、新健康、新科技、新置业”五大板块，旗下拥有上市公司宏图高科（600122.SH）、南京新百（600682.SH）、万威国际（0167.HK）、金鹏源康（新三板430606）、富通电科（新三板837438）等上市公司，还有乐语通讯、宏图地产、广州金鹏、天下金服、麦考林、拉手网、美国Brookstone等企业。集团总资产及年销售额均突破千亿。旗下两家A股上市公司宏图高科、南京新百分别定位新金融、新健康。

此次现金收购匡时国际完成后，宏图高科旗下有五大业务板块：**3C连锁、工业制造、文化艺术拍卖、地产、金融**。集团未来将把宏图高科打造成以金融为核心，不断布局新的线下消费场景，通过金融服务各版块业务并把业务做大做强。

图1：宏图高科五大业务板块：3C连锁、工业制造、文化艺术、地产、金融



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司分别持有华泰证券1.89%、江苏银行0.86%的股份，并持有锦泰期货20.41%、宏图科技小贷40.00%、国采支付100%股权。其中华泰证券、江苏银行已经上市，按照12月5日收盘价来评估，合计股权价值35.81亿，锦泰期货、宏图小贷按账面价值评估合计2.64亿，国采支付收购价格1亿元，但由于央行对第三方支付牌照发放的收紧，目前市场上支付牌照公司的市价已经超过5亿元。综合来看，宏图高科仅持有的金融企业股权价值就有43.46亿。

基于公司的3C连锁零售、工业制造、地产、文化艺术品拍卖业务，均有开展金融业务的场景。使得公司的供应链金融、消费金融业务扩张的同时，能够提供更高的供应商粘性和客户粘性。

表2：持有金融企业的价值评估（华泰证券、江苏银行取16年12月5日收盘价）

持股公司	最初投资成本(亿)	持股数(万)	持股比例	股价	当前价值(亿)
华泰证券 (601688.SH)	0.92	13547	1.89%	18.67	25.29
江苏银行 (600919.SH)	4.65	9974	0.86%	10.55	10.52
锦泰期货	2.20		20.41%		2.03
宏图科技小贷公司	0.60		40.00%		0.61
国采支付	1.00				5.00
合计	9.37				43.46

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2、目前3C连锁、工业制造、地产贡献主要收入和利润

公司主业以3C连锁为主，2015年收入187.1亿，同比增长7.11%，在零售整体疲软的情况下实现逆势增长，2015年实现归母净利4.22亿，同比增长14.96%，扣非净利2.99亿，同比增长11.29%。

分业务来看，3C连锁近几年收入占比超过80%，工业制造收入占比15%左右，地产占比较少。从毛利率来看，2015年3C连锁毛利率5.41%（+0.26pp），

工业制造毛利率12.23% (+2.29pp)，房地产毛利率52.27% (+10.82pp)。

图 2: 宏图高科收入逆势增长

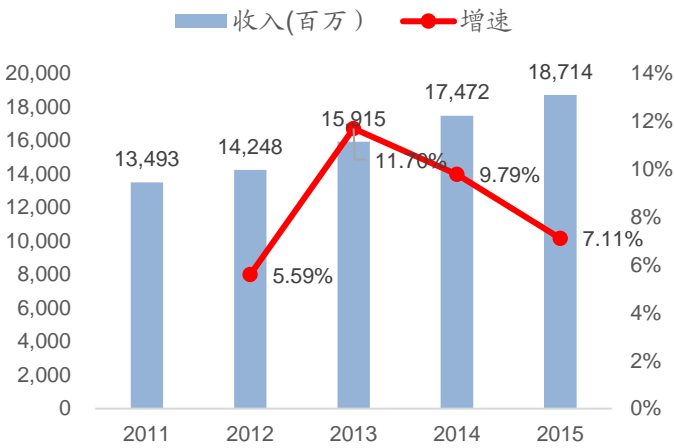
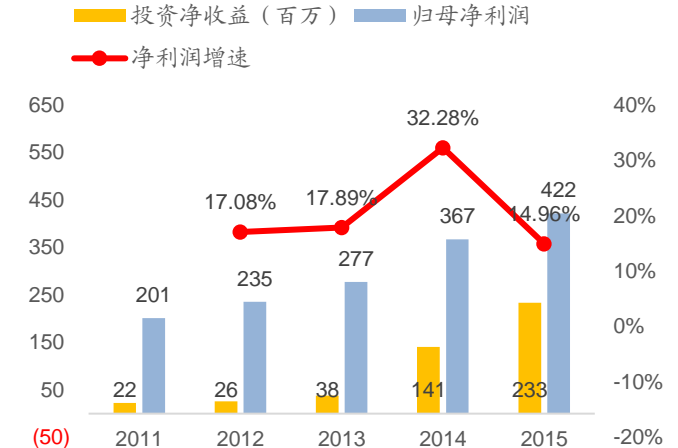


图 3: 宏图高科归母净利润稳定增长



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 4: 宏图高科业务结构（3C 连锁为主）

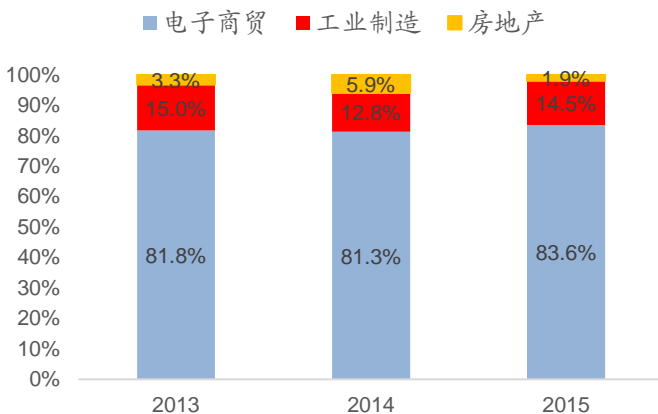
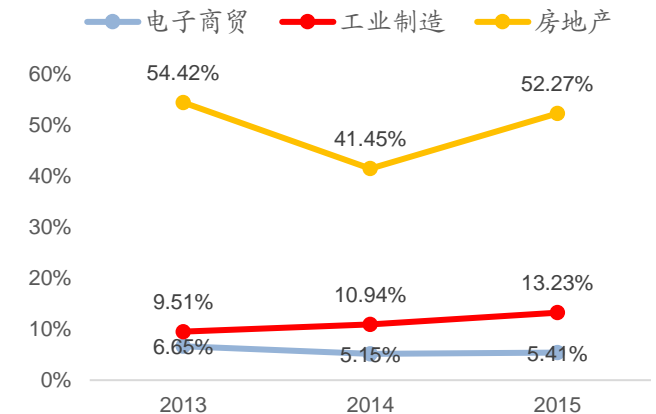


图 5: 宏图高科三大业务毛利率情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3C零售连锁，加强供应链，提升服务质量

宏图高科3C连锁业务2015年收入154.5亿（同比增长10.23%），主营产品涵盖电脑、通讯、数码、新奇特产品等多产品领域。随着公司自身供应链的优化，毛利率呈现上升趋势，2016上半年毛利率5.95%，同比提升0.48个百分点。

表 3: 电子商贸（3C 连锁）业务收入、毛利、净利情况

	2013	2014	2015	15H1	16H1
收入(百万)	12,801	14,018	15,452	6,908	7,392
增速	-	9.50%	10.23%	7.72%	7.00%
成本(百万)	11,951	13,296	14,616	6,530	6,952
毛利率	6.65%	5.15%	5.41%	5.47%	5.95%
毛利率变动	-	-1.49%	0.25%	-0.21%	0.48%

净利润（百万）	183	180	258	88	100
净利率	1.43%	1.28%	1.67%	1.27%	1.35%
净利增速		-1.64%	43.33%		13.64%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

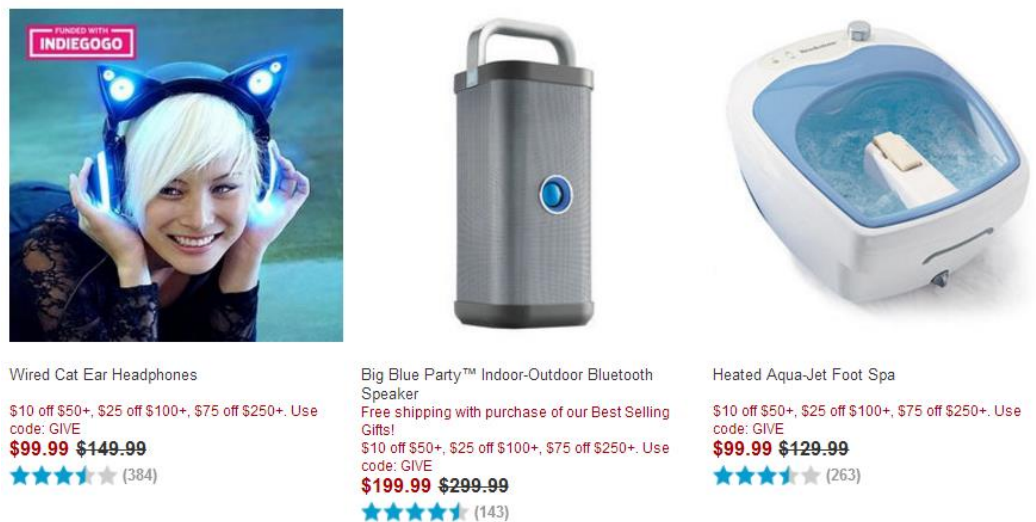
整个零售行业目前面临的现状是同质化程度过高，加剧了行业价格战。而供应链的差异化决定了公司长期的核心竞争力。

为了加强供应链集团及上市公司布局了两家公司：

（1）集团收购了**Brookstone**，Brookstone是美国一家专业零售商，专门供应设计独特新奇、具备差异化的消费产品，公司每天能收集到1000多件创意产品，在美国拥有300余家门店。三胞集团收购Brookstone之后开始尝试引入中国，目前在国内已经开了8家门店，单店面积大约500-800平，这些门店来自BS的新奇特产品SKU约200多款，更多的SKU导入正在逐步推进。

（2）上市公司持股万威国际**50.42%**股权，万威国际主要从事电子产品的生产、制造、研发，研发工程师100多人，产品98%销往欧美。

图6: Brookstone零售产品



数据来源：Brookstone官网、广发证券发展研究中心

图7: 万威国际历史上新品研发



数据来源: 万威国际官网、广发证券发展研究中心

2015年公司专业店门店数456家, 新开店37家, 关闭调整低效门店28家, 全年净开9家, 合计经营面积25.55万平, 在同行业受到电商冲击的背景下, 公司逆势实现增长, 优势区域江苏平效同比增长8.52%, 整体平效同比增长6.21%, 在公司门店及品类调整后, 未来有望维持这一增长趋势。随着新奇特产品的逐步导入, 毛利率也有望进一步提升。

表 4: 2015 年宏图高科专业店经营数据: 平效稳定增长

	门店数	面积 (万平)	专业店平效 (万/平)	平效增长
江苏	169	10.83	5.36	8.52%
上海	10	1.22	5.57	6.99%
北京 (含山东)	58	4.27	3.46	7.74%
浙江 (含江西、福建)	66	2.79	5.62	4.29%
安徽	87	4.39	1.61	7.41%
其他	66	2.05	1.89	5.92%
合计	456	25.55	4.16	6.21%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

工业制造: 光电线缆及打印机

工业制造业务主要有光电线缆、打印机 (富士通)、海外业务 (万威国际) 三块: (1) 2015年光电线缆业务实现收入11.31亿, 同比增长10%, 归母净利0.49亿, 同比增长10.4%。(2) 打印机业务主要由富士通经营, 富士通拟启动新三板挂牌计划, 2015年实现收入3.31亿, 同比增长2.48%, 实现归母净利662万 (-26.83%)。(3) 海外业务主要指万威国际, 旗下品牌有欧西亚等, 2015年实现收入4.45亿, 归母净利-0.4亿。

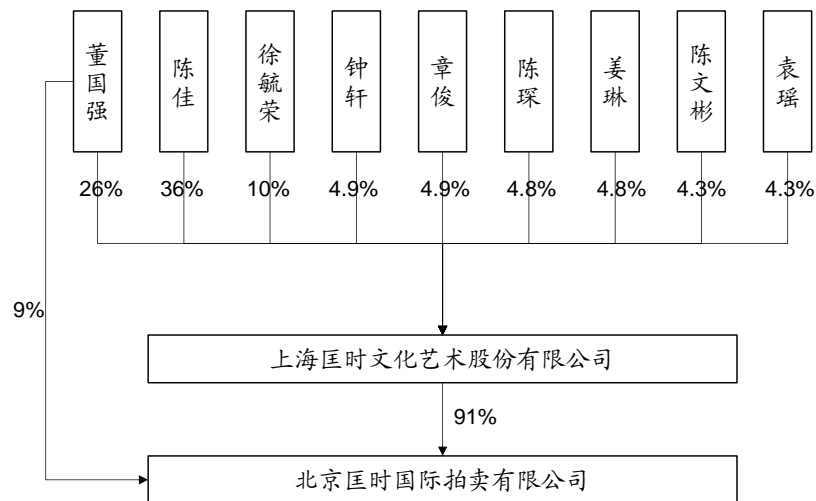
二、现金收购匡时国际，布局艺术品拍卖市场

上市公司原本计划发行股票加现金收购匡时国际100%股权，由于定近期并购重组将官政策发生变化，公司决定终止发行股票购买资产事项，改为采用现金收购标的公司100%股权。

此次收购方案为宏图高科现金收购匡时国际100%股权，标的估值22亿，分别收购匡时文化和董国强先生91%、9%的股权。方匡时国际承诺收购首期款到账当年及之后两年净利润分别不低于1.60亿、1.85亿、2.15亿元。

此次交付方式为：（1）各方签署协议后，上市公司股东大会审议通过之日起10个工作日内，上市公司交付对价的60%（13.2亿）；（2）剩余款项按照承诺业绩完成情况分三年分别支付对价13%（2.86亿）、13%（2.86亿）、14%（3.08亿）。

图8：匡时国际股东结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

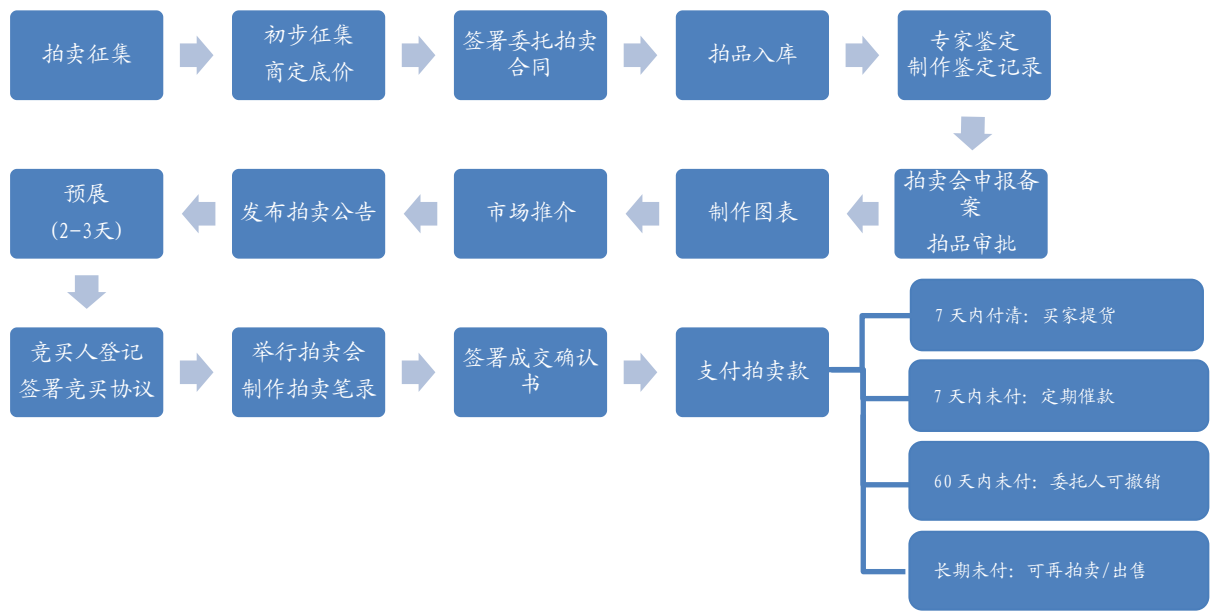
匡时国际2014年、2015年的拍卖成交额分别为27.65亿、19.17亿，营业收入分别为2.17亿、2.39亿，对应的综合佣金率分别为7.86%、12.49%，网络公开资料显示匡时国际2016年6月6日至8日举行的十周年春拍，最终以25.58亿总成交额落槌（接近2014年全年成交额），从春拍数据来看未来完成业绩承诺的概率较大。

表5：匡时国际历史经营数据及盈利预测

	经审计			预测		
	2014年	2015年	2016年 1-6月	2016年7- 12月	2017年	2018年
营业收入（万）	21,731.43	23,935.27	11,496.94	22,567.52	39,595.33	45,454.84
营业利润 （万）	8,517.21	14,987.08	6,305.33	14,124.08	24,526.51	28,334.30
净利润（万）	6,543.79	11,703.87	5,161.80	10,586.27	18,382.96	21,237.04

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图9: 匡时国际拍卖流程



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

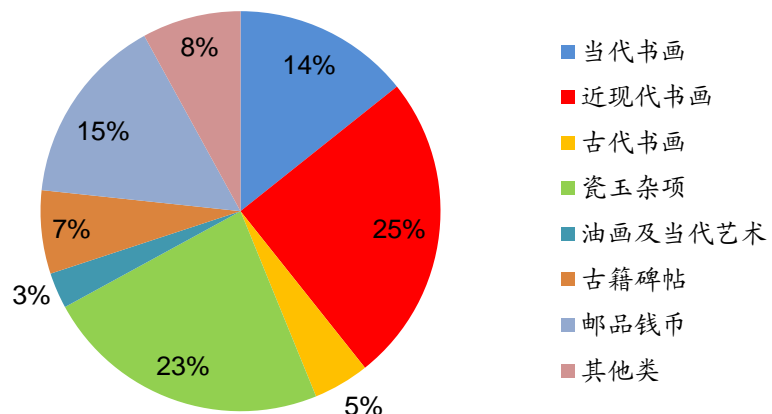
三、我国艺术品拍卖市场: 五年周期、强者恒强

1、我国艺术品拍卖市场的行业特征

从全球艺术品拍卖市场格局来看, 2015年美国、中国、英国分别占有40%、26%、19%的市场份额, 中国由于历史文化悠久, 书画文物资源丰富, 因此在全球占有较大的市场规模。从藏品品类分布来看, 书画、瓷玉2015年成交数占比分别为44%、23%, 是主要的交易品类。其余藏品类别包括油画、古籍碑帖、邮品钱币等。

从行业发展的历史来看, 艺术品拍卖存在两个特征: 行业周期性和竞争的马太效应。

图10: 2015年我国各门类拍品成交数占比



数据来源: 中国拍卖协会、广发证券发展研究中心

特征一：周期性

艺术品拍卖市场规模波动较大，呈现一定的周期性，拍卖行业在我国发展了20年，一般呈现5-6年一个周期的特征，原因在于艺术收藏品多为孤品，具备稀缺性，成交活跃度较差。在经历一个拍卖大年后，可供拍卖的藏品减少，等待5-6年藏品大幅增值后又会陆续流向市场。上一个周期高点是2011年，成交规模达到553亿，从这一规律包括今年春拍的数据来看，近两年可能会迎来一个拍卖市场的高峰。

图 11：2015 年全球文物艺术品拍卖市场份额

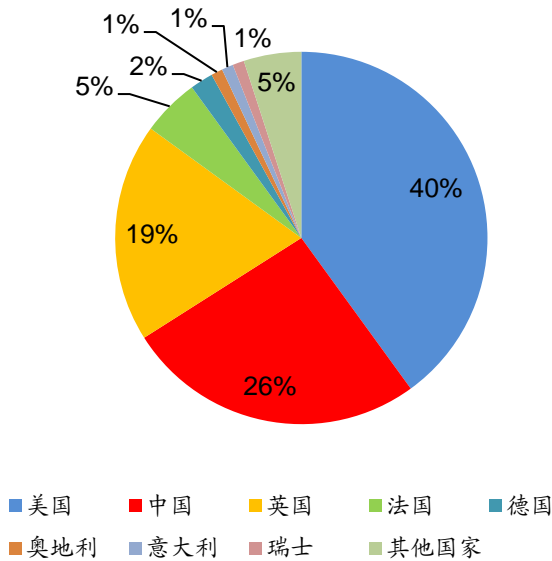
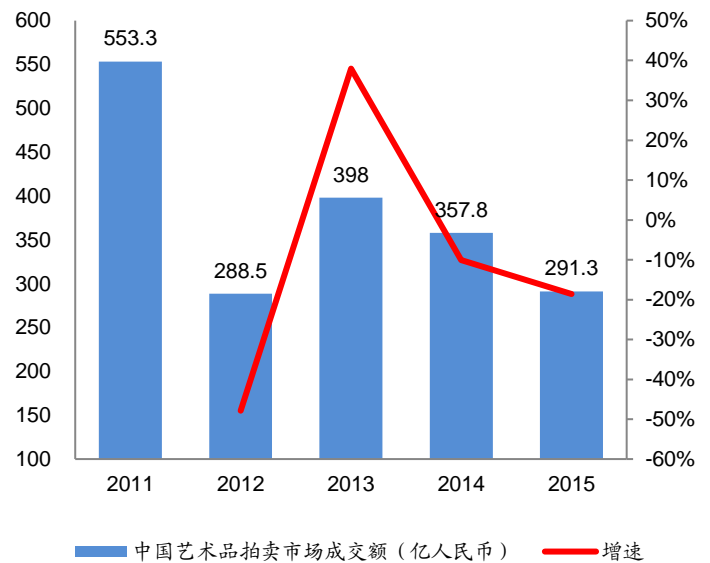


图 12：中国艺术品拍卖市场成交额及增速



数据来源：欧洲艺术基金会、中国拍卖协会、广发证券发展研究中心

特征二：马太效应，强者恒强

无论从海外发展经验还是国内目前趋势来看，艺术品拍卖市场会呈现强者恒强，寡头垄断的格局。经过一百年的大浪淘沙，海外龙头拍卖公司主要有苏富比、佳士得两家，

回顾我国2014-2015年行业数据，拍卖1-5位的拍卖行市占率从57%提升至65%。而行业前三保利、嘉德、匡时分别在油画、文物瓷器、书画领域专长。未来这三家公司有望继续在各自擅长的领域获得更高的市场份额。

图 13: 2014 年拍卖市场竞争份额图 (按实收拍款计, 亿元)

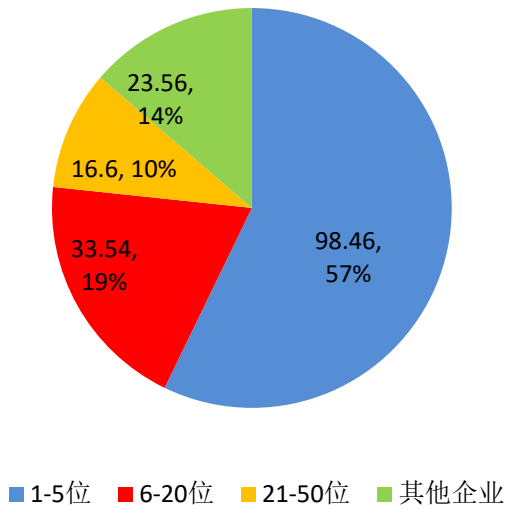
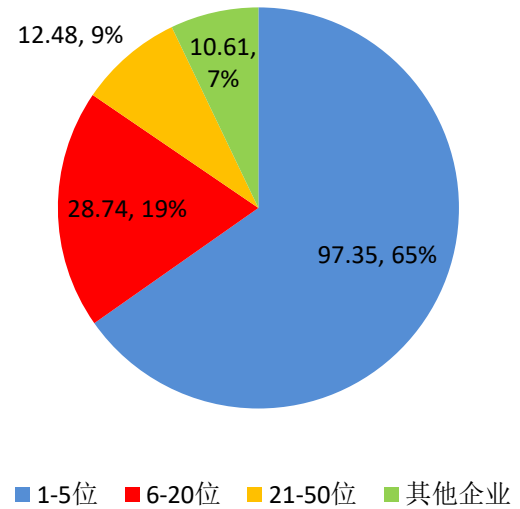


图 14: 2015 年拍卖市场竞争份额图 (按实收拍款计, 亿元)



数据来源: 中国拍卖协会、广发证券发展研究中心

表 6: 2015 年全球拍卖成交总额前 10 强拍卖行

排名	拍卖公司	成交金额 (美元)	拍出价数	主要领域
1	佳士得	4,968,338,763	19238 件	艺术品、珠宝、汽车
2	苏富比	4,570,332,893	14805 件	名表、珠宝首饰、汽车和名酒
3	保利拍卖*	833,136,882	9922 件	油画
4	中国嘉德	553,020,191	7695 件	中国文物艺术品、瓷器
5	菲利普斯	397,524,395	3311 件	印象派作品、现当代艺术品和家具
6	北京匡时	294,044,650	3,720 件	书画
7	上海嘉禾	160,679,547	1893 件	字画
8	西泠印社	199,486,812	3140 件	书画、名人手稿、古籍
9	北京翰海	147,791,657	4492 件	书画、古董
10	邦瀚斯	143,121,888	8949 件	书籍

*含北京保利、保利香港、保利山东、保利厦门及广东保利

数据来源: Artprice、广发证券发展研究中心

2、艺术品拍卖公司的核心竞争力: 品牌、鉴定、定价

影响收藏者选择拍卖行最核心的三个因素是: 公司的品牌效应、对藏品的鉴别能力、起拍价定价能力。

(1) **品牌**。专业能力强的公司会吸引收藏者将藏品交付给拍卖行, 长期以来形成良好的业界口碑后, 收藏者和买家的数量会越来越多, 形成良性循环。保利的油画, 嘉德的瓷器, 匡时的书画是行业前三的优势领域。

(2) **鉴定**。对藏品的鉴定能力有利于维护公司品牌形象。虽然从法律角度来看拍卖行对藏品真伪不负责任, 但专业的鉴别能力有利于维护拍卖行的品牌价

值，为未来的业务开展提供更多的人气。

(3) 定价。合适的定价能力也尤其重要。拍卖行需要判定藏品的价格区间，定低了不利于收藏者利益的实现，定高了买家叫价积极性较低，不利于成交。

除了以上三个因素之外，对客户隐私的保护、可提供的金融服务、佣金率等等也是卖方选择拍卖行的影响因素。

表 7: 影响藏品收藏者选择拍卖行的主要影响因素

影响卖方选择拍卖行的影响因素	
1	艺术品经销商或拍卖行在某一专门类别拍品上拍出高价的历史情况和声誉;
2	艺术品经销商或拍卖行对于财产评估的专业水平和广度;
3	拍品预估价格;
4	客户对隐私的重视度;
5	艺术品经销商、拍卖行或其他购买者提供的可直接购买该物品的现金数额，其受当事人可获得资本资源数量和成本的影响;
6	拍卖行可提供的金融服务，包括拍卖保证金、短期融资和拍卖佣金相关条款;
7	参与公开拍卖、取得可能的最高价格的可行性，作为代表遗产或信托受托人的卖方会特别关注这点;
8	艺术品经销商或拍卖行售收取的佣金数额;
9	艺术品经销商或拍卖行售前的营销和促销的成本、风格和程度;
10	艺术品经销商或拍卖行的声誉以及卖方咨询的第三方的建议;
11	客户与上市公司开展业务的愿望;
12	艺术品经销商或拍卖行、工作人员与卖方之间的关系;
13	相关服务的可用性，如税务服务或保险评估。

数据来源：苏富比、广发证券发展研究中心

3、百年苏富比：拍卖业务为主，存货出售、金融服务业务为辅

3.1 百年苏富比，全球化扩张

公司起源于1744年，早期擅长拍卖珍贵的文件及书籍，第二次世界大战之后开始朝着国际化方向发展，目前公司的办事处90多个，共覆盖40多个国家。

从全球艺术品交易市场来看，艺术品所有人一般有四种主要方式出售藏品：

(1) 出售或委托给艺术品中介商；(2) 出售或委托给拍卖行；(3) 不通过中介而是通过私人洽谈出售给藏家或博物馆；(4) 在网上借助电商平台出售。

全球经济形势总体增速和稳定性，各国金融市场形势，地缘政治形势和全球性活动，这些均影响潜在的买家和卖家的出售和投资决策。同时拍卖行收入藏品状况也受藏家个人资金、健康状况影响，因而导致各拍卖公司收入的不稳定性。

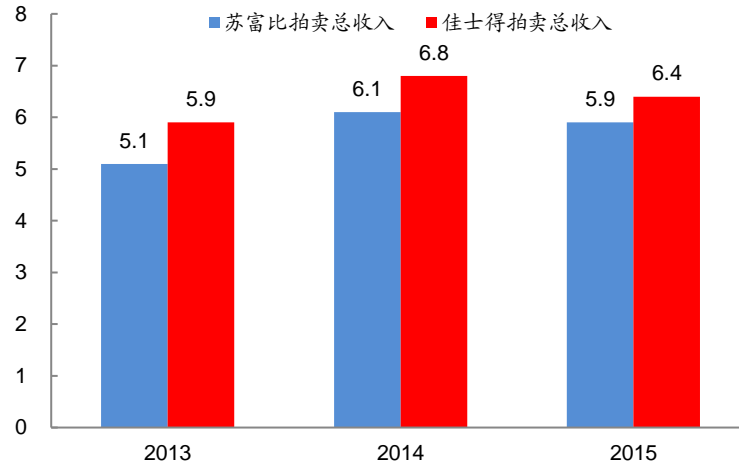
近年来，面对收入增速减缓的局势，苏富比开展了一系列收购行动，拓展其在艺术品拍卖领域的布局。2015年2月18日，苏富比以3070万美元收购RM拍卖行（其主营拍卖投资品质类汽车）25%的股权，之后更名为RM苏富比。

2016年1月11日，苏富比以8500万美元收购艺术品咨询公司Art Agency, Partners (AAP)，通过这一收购，苏富比得以增进与艺术品藏家的关系，提升艺

术市场的专业地位，从而拉动拍卖和私人洽谈业务的收入增长。

苏富比在全球范围内的主要竞争对手为佳士得拍卖行，此外也面临来自英国邦瀚斯、纽约菲利普斯等小型拍卖行，以及各国市场区域性拍卖行和艺术品经销商的竞争压力。在中国市场，苏富比的主要竞争对手为北京保利、中国嘉德和匡时国际。

图15: 苏富比与佳士得拍卖收入对比 (单位: 十亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3.2 拍卖业务为主，存货出售及金融业务为辅

苏富比拍卖行主营业务为中介服务，其他业务包括存货出售和金融服务。

(1) **中介服务**指通过举办公开拍卖和私人洽谈，匹配画作、珠宝、名酒等艺术品的买家和藏家，从而赚取佣金，其中亦包括主营投资类汽车拍卖业务的RM苏富比收入。

除此之外还有存货出售及金融服务。

(2) **存货出售**是指公司也会将部分藏品买下，然后再通过拍卖或私人洽谈的方式售出。

(3) **金融服务**作为中介业务的衍生，主要通过发放以艺术品担保的相关贷款赚取利息收入。分为两种形式：(1) **拍品抵押贷款**: 抵押艺术品为贷款人约定在近期(一年内)将通过苏富比中介服务出售的藏品；(2) **普通抵押贷款**: 抵押物不以出售为目的。

为保障委托人权益和降低自身运营风险，苏富比对付款期限进行了限定。根据苏富比拍卖付款条款，竞买人付款期限为不晚于拍卖日后30天，拍款交付委托人期限不晚于拍卖日后35天；对私人洽谈售出的藏品，买家付款日期为成交日当天。

从收入结构来看，2015年中介佣金、出售存货、金融服务分别贡献7.9亿美元、1.08亿美元、0.51亿美元。其中中介佣金还包含公开拍卖佣金、私下洽谈佣金、保证金、其他几项收入，公开拍卖仍然是主要的业务模式。

表 8: 苏富比收入结构 (单位: 百万美元)

	2011	2012	2013	2014	2015
中介佣金	791.7	717.2	793.6	825.1	791.9
公开拍卖佣金	701.8	622.4	687.9	758.2	719.2
私下洽谈佣金	67.8	74.6	88.2	60.2	61.3
拍卖保证金	0.1	-1.6	-2.2	-15.5	-11.6
其他	22.0	21.8	19.8	22.2	23.1
出售存货	21.8	26.2	30.6	70.0	108.7
金融服务	12.0	17.7	21.3	33.0	50.5
执照费	5.2	6.1	6.9	8.5	9.8
其他	1.0	1.3	1.2	1.5	0.6
收入总计	831.8	768.5	853.7	938.1	961.5

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 16: 苏富比营业收入及增速 (单位: 百万美元)

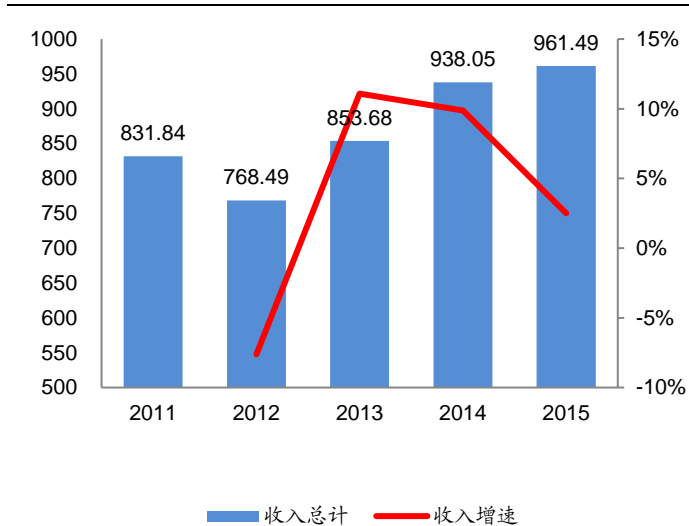
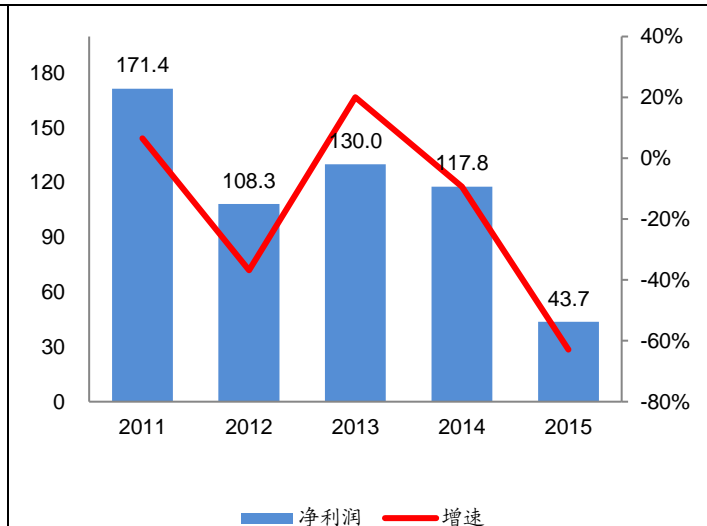


图 17: 苏富比净利润及增速 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

从公司人员结构来看, 中介服务达到1368人, 目前公司也是唯一拥有英国文学研究专家的拍卖公司, 从公司的藏品分布来看, 现当代艺术、亚洲艺术合计占比70%, 除此之外还有早期大师级绘画来树立公司的品牌价值。从佣金率水平来看, 公开拍卖的佣金率有一定下滑趋势, 但依然稳定在14%以上, 私下洽谈交易由于相关的费用更少、自由度更高, 佣金率水平低于公拍, 稳定在9%左右的水平。

图 18: 苏富比分行业收入 (单位: 百万美元)

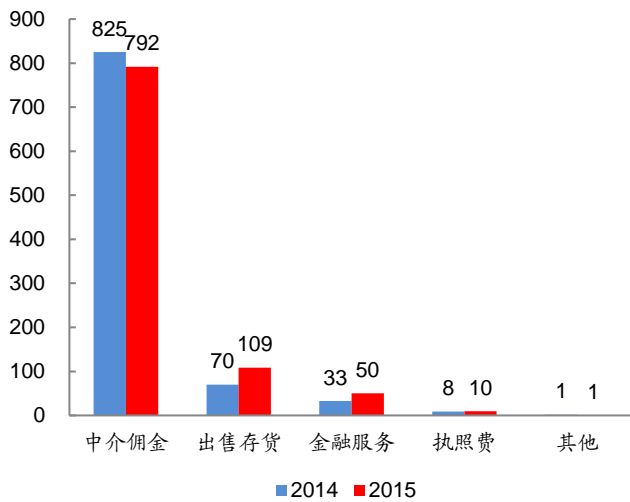
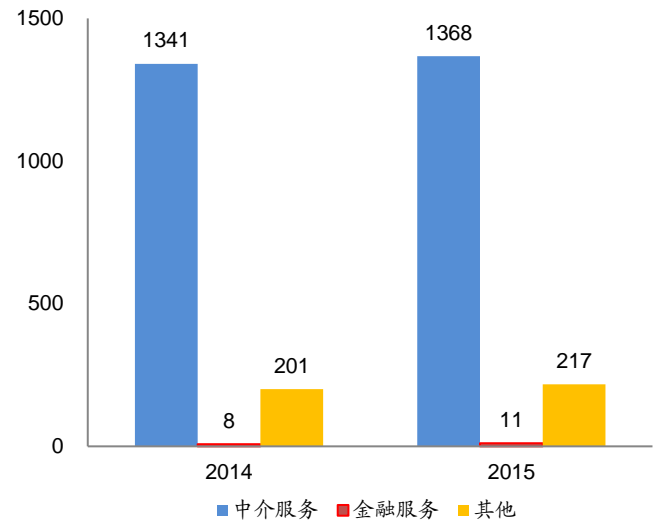


图 19: 苏富比各部门员工数



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 20: 苏富比分业务佣金率水平

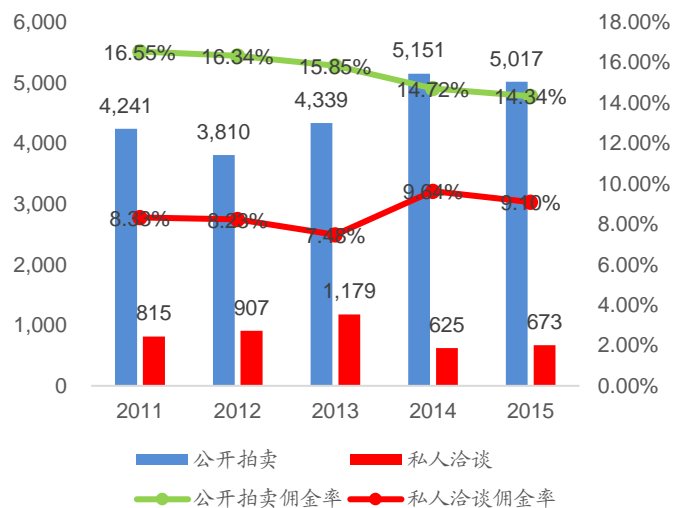
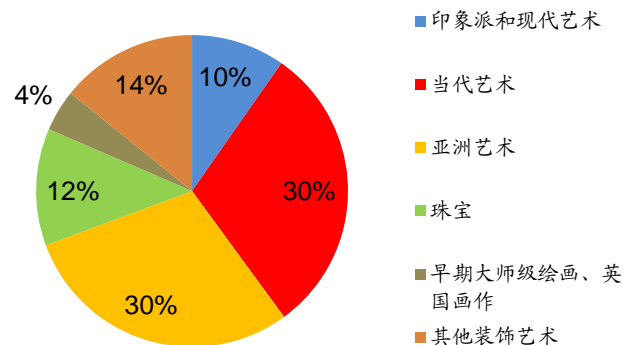


图 21: 苏富比拍卖收入各品类占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

4、保利文化擅长油画，国内领先

保利文化隶属于中国保利集团公司，其前身是成立于2000年2月的保利文化艺术有限公司，2010年12月完成股份制改造。现已形成演出与剧院管理、艺术品经营与拍卖、影院投资管理三项主业并举的产业格局。其中拍卖与影院投资收入占比相当，但拍卖毛利率最高，达到70%以上。拍卖业务的综合佣金率超过10%，15年有一定程度下降。

图 22: 保利文化收入 (百万) 及毛利率情况

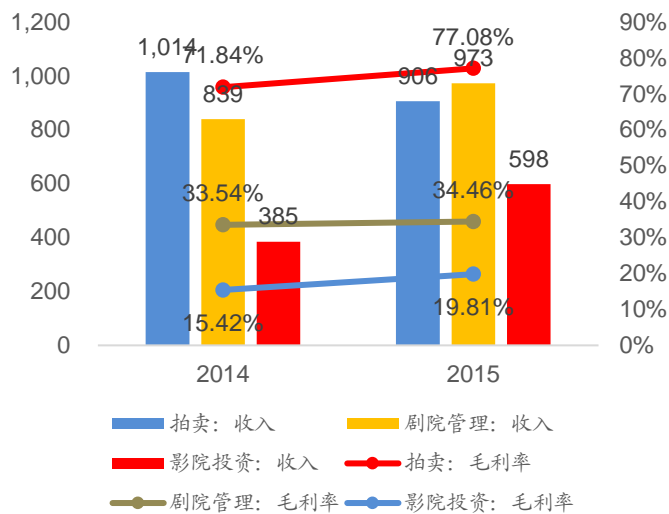
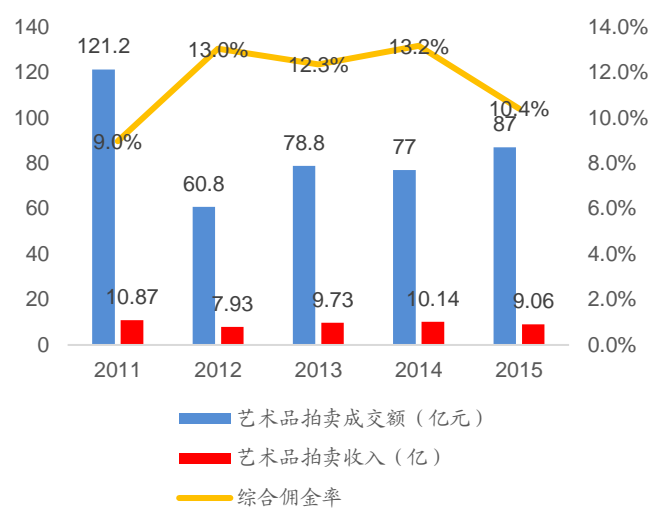


图 23: 保利文化拍卖金额及综合佣金率水平



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

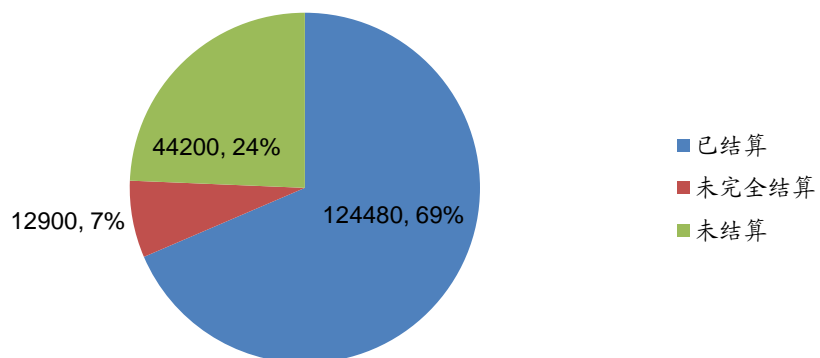
旗下专营艺术品经营与拍卖业务的子公司包括北京保利国际拍卖、保利香港拍卖、广东保利拍卖、北京保利艺术中心和北京保利艺术投资。

保利文化依托其多年积累的资金和专业实力,建立了全球化的艺术品征集网络。其建立了由数十位专家组成的团队,掌握文物鉴定与评估等多项专业技能,在行业内建立了良好声誉。此外,保利文化在国内拍卖行业内首创艺术品金融化的新模式,推出艺术品基金项目十余个,截至2015年底,保利艺术投资在运行项目6个,总规模人民币6.21亿元。

保利文化在国内拍卖市场一直占据龙头地位,其2010年春拍场的北宋黄庭坚书法《砥柱铭》以总成交价4.368亿元创造了中国艺术品拍卖成交价的世界纪录。

2015年公司艺术品拍卖成交额人民币87亿元,其中内地贡献拍卖成交额人民币70.4亿元;保利香港贡献成交额港币20.8亿元。保利文化在海内外中国艺术品拍卖成交额全面萎缩的情况下,实现年度全球中国艺术品拍卖成交额六连冠,艺术品拍卖市场占有率进一步提升。

图 24: 北京保利2015年1000万元以上成交作品结算情况(截至2016.5.15;单位:万元)



数据来源: 《2015中国文物艺术品拍卖市场统计年报》、广发证券发展研究中心

表 9: 保利文化 2015 年成交价前十拍品

	拍卖会所属专场	拍品名称	成交价 (不含佣金 / 万元)
1	2015 秋拍 中国近现代书画夜场 (一)	齐白石《“叶隐闻声”花卉工笔草虫册》	10000
2	2015 秋拍 Speelman 秘藏梵像聚珍	十四世 迦牟尼	9000
3	2015 秋拍 中国古代书画夜场	文征明《杂咏诗卷》	7100
4	2015 春拍 中国古代书画夜场	乾隆《御笔平定台湾二十功臣像赞》	6500
5	2015 秋拍 十周年古董珍玩之夜	清乾隆 白玉双龙钮宝玺“太上皇帝之宝”	6500
6	2015 秋拍 中国近代绘画	李可染《昆仑雪山图》	6100
7	2015 春拍 现当代艺术夜场	吴冠中《木槿》	6000
8	2015 春拍 中国古代书画夜场	石涛《奇峰怪石图》	5600
9	2015 秋拍 中国近现代书画夜场 (一)	傅抱石《云台山纪图卷及设计稿》	3700
10	2015 秋拍 一代人物画巨匠——黄胄	黄胄《草原逐戏图》	3600

数据来源:《2015 中国文物艺术品拍卖市场统计年报》、广发证券发展研究中心

表 10: 保利文化历年拍卖纪录

	拍卖纪录	拍卖会所属专场	拍品名称	成交价
1	2016 年中国艺术品拍卖全球最高成交纪录	2016 年秋拍	任仁发《五王醉归图卷》	3.036 亿人民币
2	创造在世中国画家世界纪录	2016 年春拍	崔如琢《飞雪伴春》	3.06 亿港元
3	刷新中国现当代油画最高成交纪录; 刷新吴冠中个人作品的拍卖纪录	2016 年春拍	吴冠中《周庄》	2.36 亿港元
4	2014 年度全球中国书画作品成交纪录; 2014 年内地拍卖市场上唯一过亿作品	2014 年秋拍	乾隆御笔《白塔山记》	1.16 亿人民币
5	2013 年中国国内唯一拍卖成交价过亿作品	2013 年秋拍	黄胄《欢腾的草原》	1.29 亿人民币
6	刷新李可染个人作品的拍卖纪录	2012 年春拍	李可染《万山红遍》	2.93 亿人民币
7	创造史上第二高价中国古代书画作品拍卖纪录	2011 年春拍	元代王蒙《稚洲移居图》	4.025 亿人民币
8	刷新中国文物与艺术品拍卖世界纪录	2010 年春拍	北宋黄庭坚《砥柱铭》	4.37 亿人民币

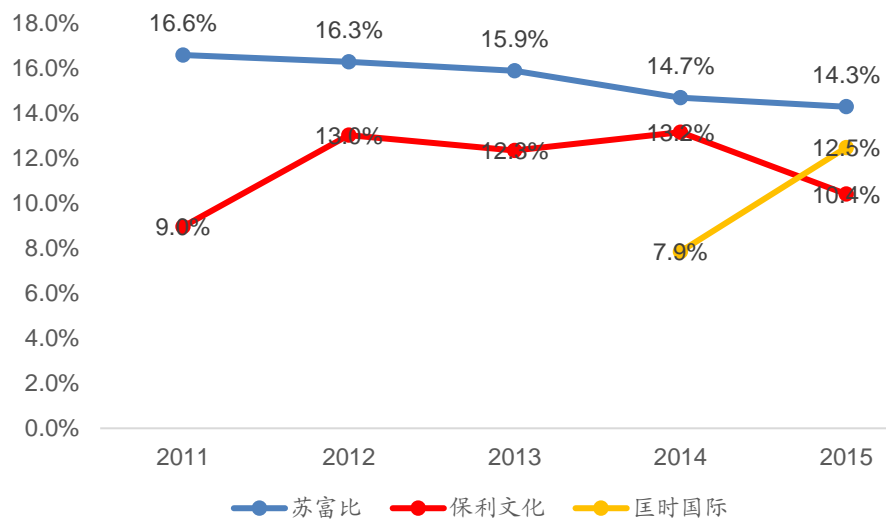
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

5、匡时国际借助上市公司提升品牌价值

佣金率对比: 海外龙头公司苏富比的佣金率在 14% 以上, 高于国内的平均水平, 保利文化佣金率 15 年有所下降, 但平均水平在 12% 左右, 匡时国际过去两年平均佣金率在 10% 左右, 符合行业的经验数据。

另外从成交率来看匡时 2014 年、2015 年的平均成交率为 63.48%, 与行业前十的平均成交率 67% 接近。

图25：“苏富比、保利文化、匡时国际”佣金率对比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表 11：匡时国际成交率与行业前十成交率对比

匡时国际拍卖情况			
拍卖场次	上拍件数（件）	成交件数（件）	成交率
14 迎春	1,350	853	63.19%
14 春	3,836	2,635	68.69%
14 夏	1,968	1,188	60.37%
14 秋	3,479	1,813	52.11%
2014 年合计数	10,633	6,489	61.03%
15 迎春	1,288	891	69.18%
15 春	2,796	1,832	65.52%
15 夏	1,270	981	77.24%
15 秋	2,854	1,768	61.95%
2015 年合计数	8,208	5,472	66.67%
合计	18,841	11,961	63.48%
北京保利、中国嘉德、匡时国际、杭州西泠、北京翰海、广东崇正、上海朵云轩、北京诚轩、北京荣宝、北京华辰 10 家拍卖公司拍卖情况			
2014 春	39,854	27,408	68.77%
2014 秋	38,887	25,795	66.33%
2015 春	33,810	22,631	66.94%
2015 秋	33,937	23,442	69.08%

数据来源：公司公告、中拍协艺委会、广发证券发展研究中心

综合来看，匡时国际竞争优势主要体现在以下三个方面：

(1) 较高市占率，2015年拍卖交易规模19.34亿，占全市场成交额280亿的6.91%，排名前三。

(2) 专注细分市场，创始人董国强先生本身是书法家、书画鉴赏家、文化

部艺术评估委员会委员，在成立之初就专注书画为主要拍卖业务，积累了在书画领域的口碑，形成了征集、宣传、拍卖、再征集的良性循环。

(3) **专业的人才队伍**，公司拥有包含书法、绘画、艺术管理等专业背景的员工近百名。

四、盈利预测及投资建议

此次现金收购匡时国际完成后，宏图高科旗下有五大业务板块：**3C连锁、工业制造、文化艺术拍卖、地产、金融**。集团未来将把宏图高科打造成以金融为核心，不断布局新的线下消费场景，通过金融服务各版块业务并把业务做大做强。

公司业务看点：

(1) **宏图高科传统主业为3C连锁**，在行业整体低迷的情况下公司和集团通过供应链整合提高竞争壁垒，收购万威国际和Brookstone保证商品的独特性和稀缺性。2015年年报及16年半年报毛利率稳定提升，同店亦保持6.2%的正增长，**2015年扣非净利实现2.99亿**，未来有望保持稳健增长。

(2) **金融资产股权价值丰厚**：公司分别持有华泰证券1.89%、江苏银行0.86%的股份，并持有锦泰期货20.41%、宏图科技小贷40.00%、国采支付100%股权。综合来看，宏图高科仅持有的金融企业股权价值超过40亿。

(3) **现金收购匡时国际增厚公司业绩**，匡时国际承诺首付款交付当年及之后两年承诺利润**1.60亿、1.85亿、2.15亿元**，从16年公司春拍数据来看，承诺业绩实现的可能性较大。

不考虑匡时国际并表，预计公司16-18年归母净利润3.71亿、3.94亿、4.41亿，若考虑匡时国际并表公司16-18年归母净利5.31亿、5.79亿、6.56亿，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- (1) 线下零售持续承压
- (2) 新开门店亏损
- (3) 匡时国际收购失败
- (4) 艺术品拍卖市场波动性较大

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016	2017	2018
流动资产	12766	13619	14354	15307	16088
货币资金	4557	5684	6229	6728	7490
应收及预付	4277	4195	4438	4803	4396
存货	3392	3233	3322	3404	3799
其他流动资产	540	507	365	373	403
非流动资产	5067	4384	4255	4178	4105
长期股权投资	259	269	269	269	269
固定资产	695	750	685	618	552
在建工程	3	7	7	7	7
无形资产	108	151	95	85	78
其他长期资产	4004	3209	3199	3199	3199
资产总计	17834	18003	18609	19485	20193
流动负债	7329	7273	7504	8005	8291
短期借款	1706	1707	2007	2007	2007
应付及预收	3609	3226	3488	3988	4275
其他流动负债	2014	2340	2010	2010	2010
非流动负债	2201	2489	2509	2509	2509
长期借款	0	91	91	91	91
应付债券	1600	1900	1900	1900	1900
其他非流动负债	601	498	518	518	518
负债合计	9530	9762	10014	10514	10801
股本	1146	1150	1150	1150	1150
资本公积	2063	2086	2086	2086	2086
留存收益	1878	2254	2625	3019	3460
归属母公司股东权益	7985	7722	8093	8487	8929
少数股东权益	319	519	502	484	463
负债和股东权益	17834	18003	18609	19485	20193

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	17472	18714	20184	22043	24080
营业成本	15872	17126	18655	20368	22244
营业税金及附加	221	128	171	190	199
销售费用	464	518	551	604	659
管理费用	260	341	337	373	411
财务费用	271	300	98	106	106
资产减值损失	-2	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	141	233	80	80	80
营业利润	528	518	451	481	540
营业外收入	19	13	21	18	18
营业外支出	10	7	9	9	9
利润总额	537	523	463	490	549
所得税	136	119	109	114	129
净利润	402	404	353	376	421
少数股东损益	35	-17	-18	-18	-20
归属母公司净利润	367	422	371	394	441
EBITDA	736	703	543	582	639
EPS (元)	0.32	0.37	0.32	0.34	0.38

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	410	514	611	514	779
净利润	402	404	353	376	421
折旧摊销	80	102	74	75	73
营运资金变动	-244	-123	147	46	269
其它	173	131	37	17	16
投资活动现金流	-377	232	138	91	89
资本支出	-32	-44	58	11	9
投资变动	-345	275	80	80	80
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	947	381	-204	-106	-106
银行借款	2080	2223	300	0	0
债券融资	-833	-1546	-400	0	0
股权融资	23	58	0	0	0
其他	-322	-354	-104	-106	-106
现金净增加额	980	1126	545	499	762
期初现金余额	3577	4557	5684	6229	6728
期末现金余额	4557	5684	6229	6728	7490

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	9.8	7.1	7.9	9.2	9.2
营业利润增长	31.9	-1.9	-13.0	6.7	12.2
归属母公司净利润增长	32.3	15.0	-12.0	6.2	12.0
获利能力(%)					
毛利率	9.2	8.5	7.6	7.6	7.6
净利率	2.3	2.2	1.8	1.7	1.7
ROE	4.6	5.5	4.6	4.6	4.9
ROIC	12.2	12.8	10.7	12.1	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	53.4	54.2	53.8	54.0	53.5
净负债比率	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4
流动比率	1.74	1.87	1.91	1.91	1.94
速动比率	0.89	1.04	1.07	1.08	1.13
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.04	1.10	1.16	1.21
应收账款周转率	19.42	20.69	21.47	21.47	26.07
存货周转率	4.32	5.17	5.62	5.98	5.86
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.37	0.32	0.34	0.38
每股经营现金流	0.36	0.45	0.53	0.45	0.68
每股净资产	6.96	6.71	7.04	7.38	7.76
估值比率					
P/E	22.4	53.0	37.9	35.7	31.8
P/B	1.0	2.9	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.4	29.5	21.8	19.4	16.5

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年度新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名; 2012年度新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第四名; 2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。
- 倪华:** 分析师, 北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队); 2014年度新财富批零行业第三名(团队), 水晶球分析师第二名(团队)、金牛分析师第三名(团队)。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。