

投资评级：强烈推荐（首次）

#### 分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

#### 联系人（研究助理）：

张正威 0755-83669524

Email:zhangzhengwei@cgws.com

从业证书编号:S1070115100009

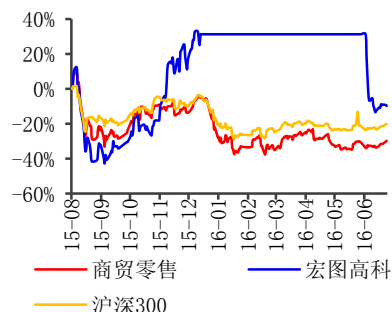
#### 市场数据

|            |            |
|------------|------------|
| 目前股价       | 13.32      |
| 总市值（亿元）    | 153.18     |
| 流通市值（亿元）   | 152.71     |
| 总股本（万股）    | 114,997    |
| 流通股本（万股）   | 114,647    |
| 12 个月最高/最低 | 20.29/8.10 |

#### 盈利预测

|        | 2015A  | 2016E  | 2017E  |
|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 18,714 | 20,698 | 22,706 |
| (+/-%) | 7.11%  | 10.60% | 9.70%  |
| 净利润    | 421.66 | 501.80 | 646.01 |
| (+/-%) | 0.64%  | 19.01% | 28.74% |
| 摊薄 EPS | 0.37   | 0.44   | 0.56   |
| PE     | 36.33  | 30.53  | 23.71  |

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

## 揭开“艺术+金融”新篇章，再造“宏图”伟业 ——宏图高科（600122）深度报告

#### 投资建议

公司拟收购国内艺术品拍卖行前三位的匡时国际，首次踏入艺术品投资领域，结合新奇特、宏图三胞完善多元化线下场景、以国采支付为桥梁，构建“文化场景+商业场景”双轮驱动，大金融生态圈布局初见端倪，即将揭开“商业+艺术+金融”新发展篇章。本次收购完成后公司将成为 A 股拍卖第一股，稀缺性突显，较高的业绩承诺亦将显著增厚公司业绩，预测 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44 元、0.56 元、0.65 元，对应 PE 分别为 30.5X、23.7X、20.6X。公司当前股价接近本次收购匡时国际 13.01 元/股、低于募集配套资金 16.12 元/股，安全边际充分，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

#### 投资要点

- **拟收购匡时国际 100%股权，高度绑定彰显发展信心：**公司公告，拟向匡时文化、董国强等发行 2.08 亿股、发行价格为 13.01 元/股，购买其持有的匡时国际 100%股权，总作价 27 亿元；同时拟向袁亚非、刘益谦发行不超过 9305 万股、发行价格为 16.12 元/股，募集配套资金不超过 15 亿元。匡时国际业绩承诺为 2016-2018 年扣非后净利润分别不低于 1.5 亿元、2 亿元、2.6 亿元。较高的业绩承诺充分显示匡时管理层对未来发展的信心、也是公司业绩保持较快增长的有效保证，同时股权的高度绑定也昭示着并购双方对共同发展的热切期许。
- **十周年春拍超预期，今年净利润或超 2 亿元：**拍卖行业两极分化格局已经形成，呈现出“强者恒强”局面。匡时国际作为我国前三大拍卖公司，专注中国艺术品，创新推出新型拍卖专场，2016 年十周年春拍创历史新高 25.58 亿元成交额，已超过嘉德（21.9 亿元）仅次于保利（28.5 亿元）、跃居行业第二大艺术品拍卖行，按拍卖行业约 12-14%的净利率估算，匡时今年净利润超过 2 亿元可能性较大，将超业绩承诺要求。
- **线下零售积极转型，金融布局日渐完善：**过去两年，公司及集团通过收购 Brookstone、万威国际，加速线下 3C 零售业务转型。宏图三胞通过导入新奇特产品充分挖掘市场消费潜力，促进实体门店从单纯的商品销售和服务提供向集商品销售、场景体验、服务提供为一体的场所转变，有效增强互动体验、使线下重新成为流量入口，同时也成为线下支付场景入口，对传统零售转型升级具有标杆意义。金融投资方面，公司积极布局大金融战略，通过自主投资、并购等方式，已获取第三方支付（国采支付）、小额贷款、信贷等牌照，若本次收购匡时成功，更将进一步拓展艺术与金融的融合，增加消费金融场景，丰富金融服务生态圈布局。
- **风险提示：**并购进度不达预期，公司转型进度不达预期。

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 十八春秋，造就“宏图”伟业 .....          | 4  |
| 1.1 宏图高科，连锁零售巨头 .....           | 4  |
| 1.2 收购推进，绑定匡时管理团队 .....         | 5  |
| 1.3 专注核心业务，业绩亮眼 .....           | 6  |
| 2. 强强联合，打造 A 股拍卖第一股 .....       | 7  |
| 2.1 行业集中化明显，四大行独占鳌头 .....       | 8  |
| 2.2 行业仍处发展初期，调整转型势在必行 .....     | 11 |
| 2.3 拍卖行业明珠，春拍创 25.6 亿新记录 .....  | 13 |
| 3. 板块调整，逐步实现业务转型 .....          | 18 |
| 3.1 牵手 Brookstone，掀起新奇特风暴 ..... | 19 |
| 3.2 丰富线下场景，回归“实体+” .....        | 21 |
| 4. 步步为营，布局大消费大金融 .....          | 23 |
| 4.1 围绕金融，构架未来 .....             | 24 |
| 4.2 积极并购，力促转型 .....             | 25 |
| 5. 投资建议 .....                   | 26 |
| 6. 风险提示 .....                   | 26 |
| 附：盈利预测表 .....                   | 27 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1: 宏图高科发展历程 .....                    | 4  |
| 图 2: 宏图高科目前的股权结构 .....                 | 5  |
| 图 3: 收购、募集完成后的股权结构 .....               | 6  |
| 图 4: 宏图高科主营业务收入 .....                  | 6  |
| 图 5: 宏图高科净利润与归属母公司股东的净利润 .....         | 6  |
| 图 6: 宏图高科销售、管理、财务费用及费用率 .....          | 7  |
| 图 7: 2007—2015 年宏图高科毛利率和净利率 .....      | 7  |
| 图 8: 2013 年—2016Q1 宏图高科资产负债率 .....     | 7  |
| 图 9: 2013 年—2016Q1 宏图高科流动比率和速动比率 ..... | 7  |
| 图 10: 2011-2015 年中国拍卖市场年成交额 .....      | 8  |
| 图 11: 2008-2015 年中国文物艺术品拍卖市场成交额 .....  | 8  |
| 图 12: 2014 年文物艺术品各门类拍卖成交数量占比 .....     | 9  |
| 图 13: 2014 年文物艺术品拍卖公司市场份额占比 .....      | 10 |
| 图 14: 2010—2015 年前 10 拍卖公司春秋拍成交额 ..... | 10 |
| 图 15: 2010—2015 年前 10 拍卖公司成交额占比 .....  | 10 |
| 图 16: 拍卖行主流竞买、委托拍卖程序 .....             | 11 |
| 图 17: 2011-2015 年中国拍卖市场流拍率 .....       | 12 |
| 图 18: 我国艺术品拍卖市场转型途径 .....              | 13 |
| 图 19: 匡时国际五大部门 .....                   | 14 |
| 图 20: 拍卖行业口碑效应 .....                   | 15 |
| 图 21: 匡时之夜——北京匡时十周年庆典晚宴 .....          | 15 |
| 图 22: 匡时国际战略布局规划 .....                 | 17 |
| 图 23: 北京保利全产业链模式 .....                 | 18 |
| 图 24: 宏图高科业务结构及占比 .....                | 18 |
| 图 25: 宏图高科各项业务收入占比 .....               | 19 |
| 图 26: 宏图三胞新奇特产品供应链 .....               | 20 |
| 图 27: 宏图三胞转型升级历程 .....                 | 20 |
| 图 28: 宏图三胞 Brookstone 战略布局 .....       | 21 |
| 图 29: 宏图三胞“实体+”战略 .....                | 22 |
| 图 30: 文化+商业场景双轮驱动 .....                | 23 |
| 图 31: 宏图三胞金融生态圈 .....                  | 23 |
| 图 32: 宏图高科的大金融战略 .....                 | 24 |
| 图 33: 宏图高科投资的金融公司 .....                | 25 |
| 表 1: 2015 年近现代大师名作成交情况 .....           | 9  |
| 表 3: 匡时十周年春拍六大书画夜场成交记录 .....           | 16 |
| 表 3: 2014 年全国各地拍卖市场表现 .....            | 16 |
| 表 4: 宏图高科五位一体转型策略 .....                | 20 |
| 表 5: 宏图高科金融投资市值估计 .....                | 25 |

# 1. 十八春秋，造就“宏图”伟业

## 1.1 宏图高科，连锁零售巨头

宏图高科成立于 1998 年，注册资本 11.46 亿元人民币，是江苏省电子信息产业首家上市公司。公司自成立以来，一直致力于技术创新，打造电子信息产业优秀的民族品牌。宏图高科以生产通信设备、光电缆、消费类电子和计算机为主的高科技制造产业为起点，不断扩大企业的生产规模和业务范围。目前，宏图高科已成为一家以 3C 连锁零售业务为主，依托“文化场景+商业场景”双轮驱动，构建大金融生态圈的现代化企业。

图 1：宏图高科发展历程



资料来源：公司主页，长城证券研究所整理

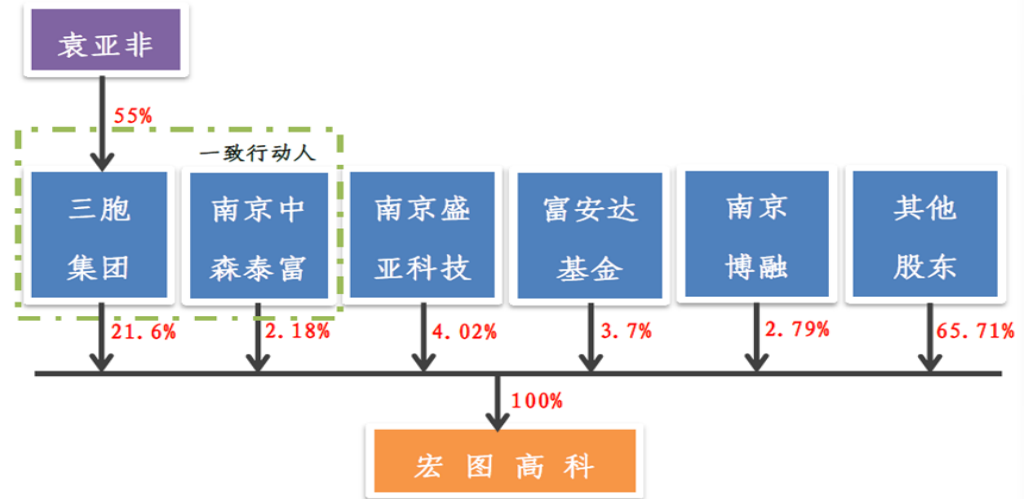
宏图高科在快速发展的 18 年里，取得了一系列傲人成绩，尤其是宏图三胞。宏图三胞作为国内领先的 3C 零售和服务连锁企业，先后获得中国连锁百强 20 位，中国连锁企业电子商务 10 强、品牌价值榜“最具影响力连锁企业”、中国零售年度人物等多个行业荣誉。在申报并获批了国家试点项目、江苏省财政促服务业引导项目、信息化产业项目、江苏

省服务业专项引导项目等多个国家和省市项目后，宏图三胞正在逐步扩大品牌美誉度与影响力。

## 1.2 收购推进，绑定匡时管理团队

在股权结构方面，根据宏图高科 2016 年一季报，三胞集团是宏图高科的控股股东，持有上市公司 21.6% 的股份。三胞集团与其他十大股东共同持有宏图高科 40.4% 的股份。

图 2: 宏图高科目前的股权结构

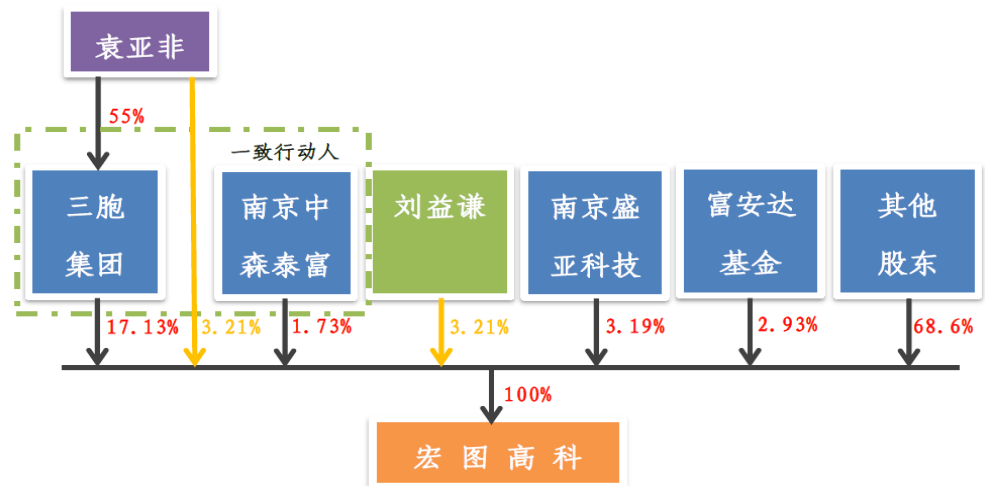


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

随着宏图高科收购匡时国际步伐的推进，公司于 2016 年 4 月 11 日发布《关于发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。宏图高科拟以 13.01 元/股的价格，向匡时文化和董国强发行 207.53 百万股，收购两者共同持有的匡时国际 100% 股权（匡时国际 100% 股权交易对价为 27 亿元）。同时，为了提高整合绩效，公司还拟以 16.12 元/股的价格，向自然人袁亚非先生、刘益谦先生发行股份募集配套资金。本次发行股份不超过 9305.21 万股，募集配套资金不超过 15 亿元。

公司通过发行股票收购匡时国际并募集配套资金，将对公司当前的股权结构造成一定影响。若本次收购和募资成功进行，则公司现有 10 大股东的持股比例将有不同程度的下降，如控股股东三胞集团的持股比例将由原来的 21.6% 下降为 17.13%，第二大股东南京盛亚科技的持股比例将由 4.02% 下降为 3.19%。但三胞集团仍为公司控股股东，其实际控制人袁亚非先生通过直接持股（3.21%）和间接持股（持股三胞集团 55% 股份），仍将是宏图高科的实际控制人。

图 3: 收购、募集完成后的股权结构



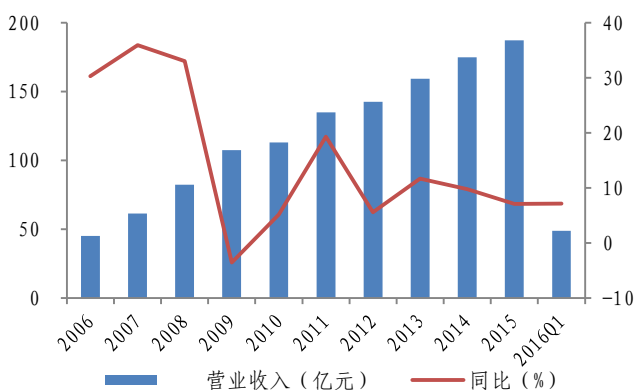
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

### 1.3 专注核心业务，业绩亮眼

2006-2008 年，受益于产业结构调整 and 我国 3C 商品市场的快速发展，公司主营业务收入增长年均超 30%，公司处于快速发展期。2009 年受金融危机影响，宏图高科主营业务收入首次出现负增长，这也是近十年来唯一一次负增长。之后四年里，宏图高科的规模不断壮大，发展逐渐进入平稳期。2014 年和 2015 年，宏图高科实现主营业务收入 174.72 亿元和 187.14 亿元，同比分别增长 9.79%和 7.11%，展现出大企业在成熟期的良好发展势头。2016Q1，宏图高科实现主营业务收入 48.80 亿元，同比增加 7.14%，在今年市场整体大环境低迷的情况下，延续了去年的发展势头。

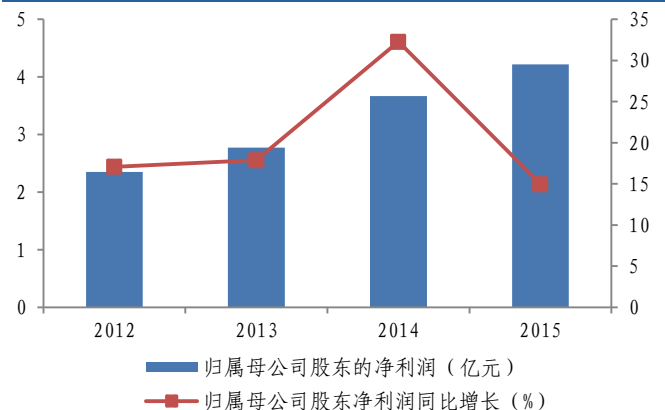
在净利润方面，宏图高科自 2012 年以来一直保持年均 0.17%的小幅增长，而归属母公司的净利润则以年均 20.55%的速度增长。2016Q1，宏图高科实现营业利润 6519.49 万元，同比下降 62.9%；利润总额 6518.42 万元，同比下降 62.67%；归属母公司股东的净利润为 5231.62 万元，同比下降 62.65%。第一季度利润同比出现大幅下降，主要归因于公司上期减持华泰证券。

图 4: 宏图高科主营业务收入



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 5: 宏图高科净利润与归属母公司股东的净利润

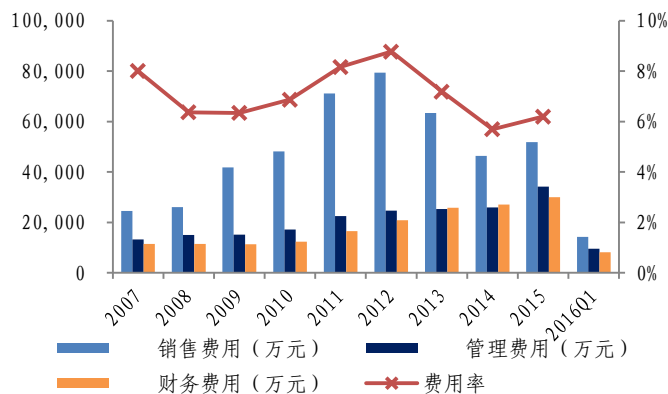


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

在费用方面，销售费用过高会蚕食企业的净利润，因此近年来宏图高科一直致力于降低销售费用。通过调整门店规模和数量、开展线上线下销售服务，宏图高科降低销售费用效果显著。此外，随着宏图高科规模的不断扩大，其管理费用和财务费用略有上升。

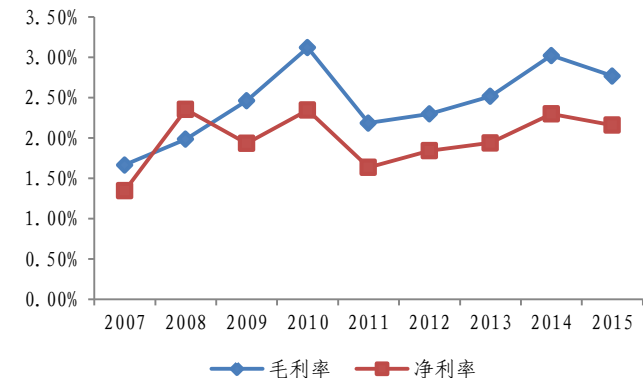
在毛利率和净利率方面，宏图高科通过控制销售费用成功实现利率的逐年增长。2015 年受销售费小幅增加的影响，公司毛利率和净利率略有下滑。

图 6：宏图高科销售、管理、财务费用及费用率



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

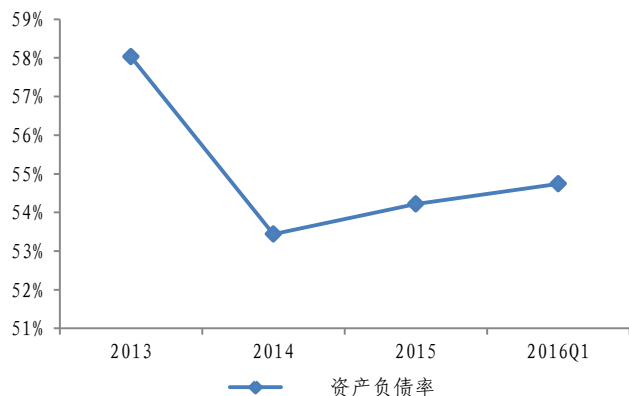
图 7：2007—2015 年宏图高科毛利率和净利率



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

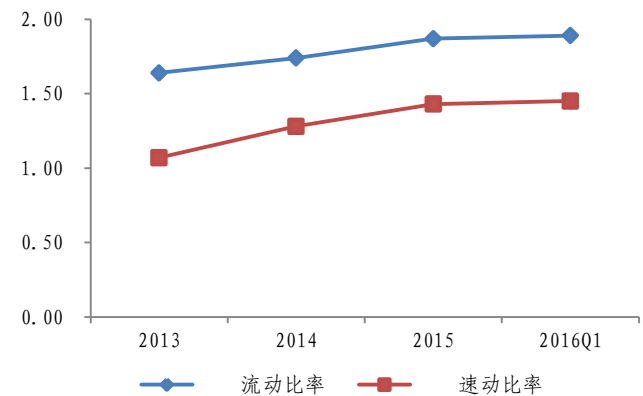
在资产负债率方面，宏图高科致力于控制财务杠杆和风险之间的平衡，近两年来一直保持在 55% 左右的水平。在偿债能力方面，宏图高科近三年来的流动比率和速动比率在不断提高。根据 2016Q1 报表显示，公司流动比率和速动比率分别为 1.89 倍和 1.45 倍，具有良好的短期偿债能力。

图 8：2013 年—2016Q1 宏图高科资产负债率



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

图 9：2013 年—2016Q1 宏图高科流动比率和速动比率



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

## 2. 强强联合，打造 A 股拍卖第一股

尽管目前我国艺术品拍卖市场遭遇寒冬期，但随着我国 GDP、人均可支配收入的不断增长，国人对艺术品投资看法的改观和高净值人群的快速增加，我国艺术品拍卖市场仍具有良好发展前景。虽然目前国内拍卖公司众多，但行业两极分化格局已经形成。宏图高科于 2015 年 12 月 25 日起停牌计划收购匡时国际，并于 2016 年 4 月 11 日披露《公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》及其他配套文件。宏图高科收购匡

时国际后，将成为 A 股第一家涉足拍卖行业的公司，本次收购符合我国当前经济发展形势。拍卖行业进入壁垒高、毛利率高，宏图高科若能完成对匡时国际的收购，将会是公司发展新的亮点。

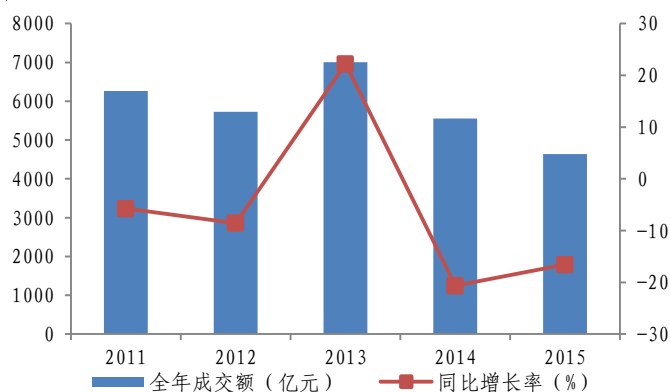
公司公告，匡时国际截至 2015 年底，总资产 7.74 亿元，净资产 3.63 亿元；2014 年和 2015 年营业收入分别为 2.10 亿元和 2.41 亿元，净利润分别为 6267.38 万和 1.22 亿元。根据公司现状和拍卖市场行情，匡时国际业绩承诺做出如下：2016 年、2017 年和 2018 年扣非后归属于母公司的净利润分别不低于 1.5 亿元、2.0 亿元和 2.6 亿元，彰显出匡时国际对未来发展前景充满信心。

## 2.1 行业集中化明显，四大行独占鳌头

### ■ 市场增速回落，利润下滑

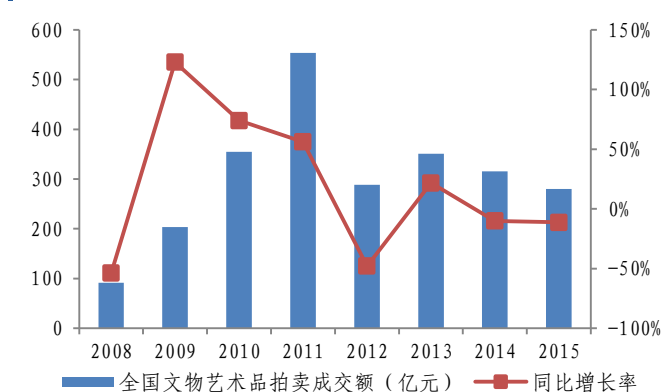
从 1992 年第一个拍卖会的拍卖元年到如今几百家拍卖公司风起云涌，经过二十多年艺术市场的洗礼，我国艺术品拍卖市场取得飞速发展。目前，我国艺术品拍卖市场规模已赶上了发展两个多世纪的欧美艺术品市场。但随着我国经济增速的放缓，我国经济发展进入过渡和转折期，拍卖行业受经济大环境影响，也进入行业发展的调整过渡期。我国拍卖行业在历经 2009-2011 年的高速增长后，增速开始逐步放缓，目前正处于理性回归、结构调整、优胜劣汰的阶段。受拍卖行业整体业绩下行影响，文物艺术品拍卖市场也难逃成交额下降的厄运。文物艺术品拍卖市场在经历 2008 年的低谷、2009 年的缓慢发展后，在 2010 年迎来市场的强势复苏，并在 2011 年达到近几年市场的顶峰。但 2012 年市场成交额又出现大幅回落，并在随后两年里进入平稳调整期。2015 年，国内文物艺术品拍卖市场出现成交“量、额双减”的局面。2015 年，全国共举办文物艺术品拍卖 2352 专场，成交额约 280 亿元，较 2014 年同比减少约 30 亿元。

图 10: 2011-2015 年中国拍卖市场年成交额



资料来源：中国拍卖业协会，长城证券研究所整理

图 11: 2008-2015 年中国文物艺术品拍卖市场成交额

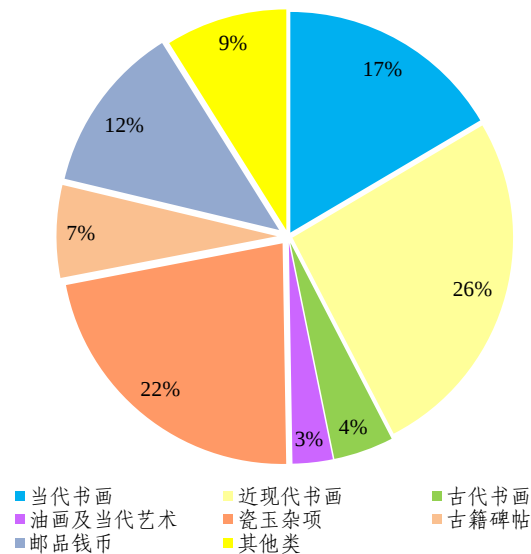


资料来源：中国拍卖业协会，长城证券研究所整理

### ■ 拍品门类增多，书画类一枝独秀

随着我国文物艺术品市场的不断发展，拍品门类也在逐渐增多，从最初的书画类、瓷器类，发展到现在涵盖古籍碑帖、邮品钱币等各种艺术品。并且与西方传统拍卖市场不同，我国文物艺术品拍卖市场更偏好蕴含中国文化 5000 年历史底蕴的拍品，如山水画、字帖等。因此，在众多拍品门类中，书画类依然在数量上占据半壁江山，2014 年共成交 163107 件，占成交总量的 49.74%；瓷玉杂项以 72897 件的成交量位居第二。

图 12: 2014 年文物艺术品各门类拍卖成交数量占比



资料来源: 中国拍卖业协会, 长城证券研究所整理

在书画类中, 近现代大师的名作依然受市场热捧: 2015 年, 李可染、潘天寿成为年度热门, 二位大师分别有 7 件和 5 件作品的成交额超过 1000 万元, 总成交额分别为 5.11 亿元和 4.69 亿元。除李可染、潘天寿外, 齐白石、傅抱石、黄胄、张大千、徐悲鸿等近现代大师的作品热度不减, 其千万级作品的成交额分别为 2.26 亿元、2.12 亿元、1.80 亿元、1.75 亿元、1.16 亿元。

表 1: 2015 年近现代大师名作成交情况

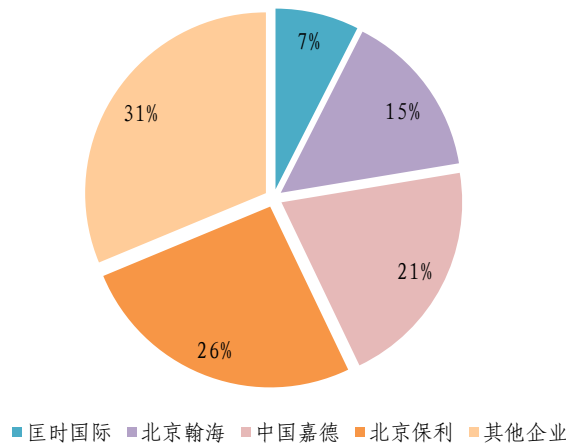
| 作者       | 李可染     | 潘天寿   | 齐白石     | 傅抱石     | 黄胄      | 张大千   | 徐悲鸿     | 总计       |
|----------|---------|-------|---------|---------|---------|-------|---------|----------|
| 件数 (件/套) | 7       | 5     | 6       | 6       | 8       | 10    | 6       | 48       |
| 成交额 (万元) | 51117.5 | 46897 | 22597.5 | 21240.5 | 17997.5 | 17457 | 11557.5 | 188864.5 |

资料来源: 公开资料, 长城证券研究所整理

#### ■ 行业规模逐步扩大, 四大拍卖行独占鳌头

2014 年, 我国文物拍卖企业共计 396 家, 从业人员 4280 人。到 2015 年, 我国文物拍卖企业达 436 家, 从业人员增加到 6000 多人, 行业规模在稳步扩增中。虽然业内企业在逐渐增多, 但大多数企业由于入行时间晚、缺乏相关经验, 无论从资金实力、市场口碑还是拍卖规模等方面, 都难以与行业巨头相媲美。在成交额过千万拍品中, 中国嘉德、北京瀚海、匡时国际、北京保利四大企业总成交额共计 29.13 亿元, 占据三分之二以上的市场份额。

图 13: 2014 年文物艺术品拍卖公司市场份额占比

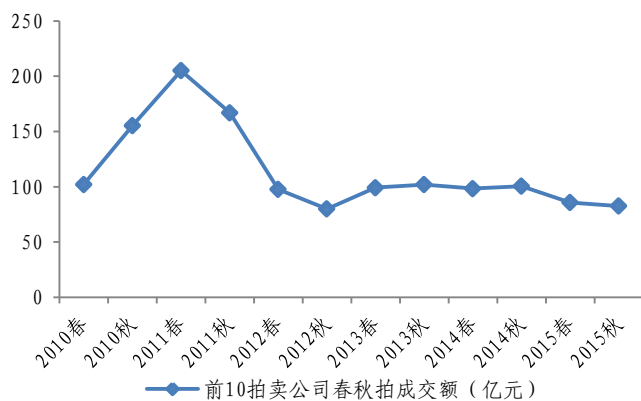


资料来源: 中国拍卖业协会, 长城证券研究所整理

### ■ 行业集中化趋势明显, 龙头企业拍卖额回暖

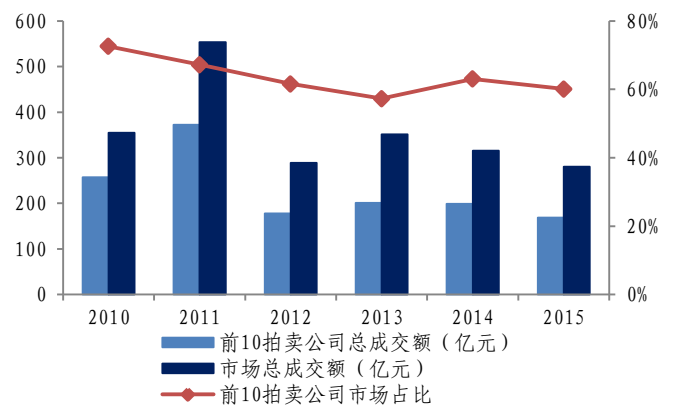
2015 年, 全国盈利 1000 万元以上的拍卖企业共计 46 家, 与 2014 年基本持平, 占企业数量的比重不到 1%。但 46 家企业的利润总额却高达 10.7 亿元, 占行业利润总额的 41.55%。以 2015 年国内排名前十的拍卖公司为例, 自 2010—2014 年来, 全国文物艺术品拍卖总成交额基本稳定在 300 亿元至 380 亿元之间, 而这 10 家公司的年成交总额稳定在 150 亿元至 200 亿元之间, 占据半壁江山。2015 年, 受市场整体业绩下行影响, 国内排名前十的拍卖公司共举办 158 个专场, 上拍 18598 件(套)拍品, 成交率 70.20%, 总成交额 168.34 亿元, 约占 2015 年总成交额的 60.12%, 行业集中化趋势明显。

图 14: 2010—2015 年前 10 拍卖公司春秋拍成交额



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 15: 2010—2015 年前 10 拍卖公司成交额占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

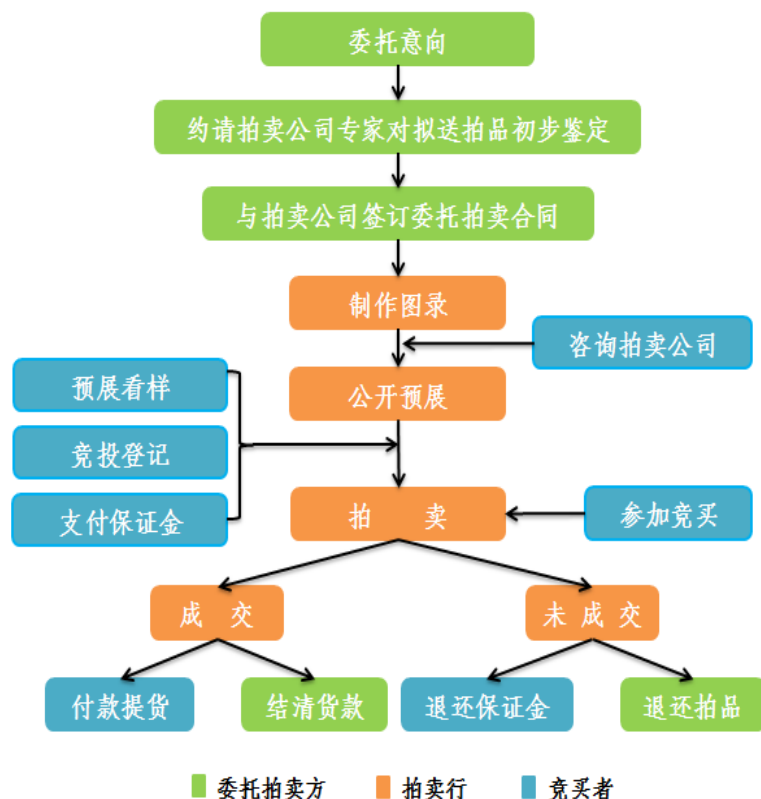
在行业成交总额和佣金收入整体下行的同时, 拍卖市场呈现出“强者恒强”的局面。虽然目前拍卖行业整体处于下行趋势, 但国内龙头企业的拍卖成交额却在逐步回暖。根据 2016 年春拍的最新数据, 中国嘉德春拍成交额 21.88 亿元, 同比增长近 20%; 匡时国际十周年春拍更是以创历史新高的傲人战绩圆满收槌。随着拍卖市场行业集中度的不断提高, 业内信誉不良、资金状况差的部分拍卖公司将面临破产, 龙头企业将顺势进一步挤压市场内中小拍卖公司的生存空间, 从而扩大市场份额, 提高企业自身业绩。

## 2.2 行业仍处发展初期，调整转型势在必行

### ■ 流拍现象严重，市场亟待规范化

目前，拍卖市场的主流拍卖流程为委托拍卖者先与拍卖行联系，在经过一系列鉴定、估值后，再与拍卖公司签订拍卖合同。拍卖公司为拍品制作图录、进行预展，最后再举行拍卖。而竞买者则是先预展看样，进行竞投登记和支付保证金，再参与现场竞买。若拍品成交，则买卖双方进行钱货清算，拍卖公司从中收取佣金作为报酬。因此，拍卖公司的营业收入除了自身进行艺术品投资外，与拍卖成交的数量和价格息息相关。

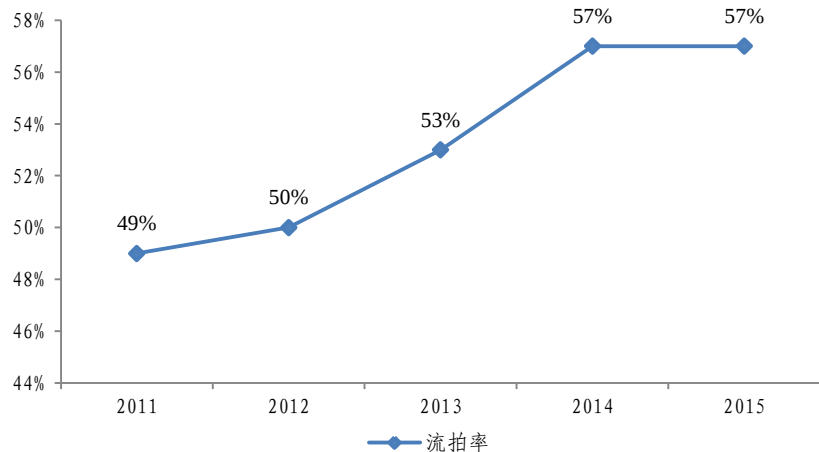
图 16: 拍卖行主流竞买、委托拍卖程序



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

然而，国内拍卖市场的流拍率和未支付款现象却相当严重，从 2011 年起，市场流拍率逐年增加。2015 年，艺术品上拍量大幅下跌，下降近 30%，创历史之最。然而，拍卖量的下降仍不能降低市场流拍率，2015 年下降近 20% 的成交量还是造成流拍率仍处在 57% 的高位。

图 17: 2011-2015 年中国拍卖市场流拍率



资料来源: 雅昌, 长城证券研究所整理

除去流拍率, 竞标人延迟付款或不付款现象在业内也普遍存在。尤其在高端艺术品拍卖中, 由于拍品价格高昂, 造成不付款情况频繁发生。以千万拍品未付款情况来看, 2015 年, 中国嘉德全额付款比例为 59%, 而未付款比例为 28%; 北京保利全额付款率仅有 36%, 未付款比例却高达 56%; 而匡时国际情况稍好, 去年没有完全未付款作品, 但其 6 个月内完成全额付款的作品仅有 1/3, 情况同样不容乐观。

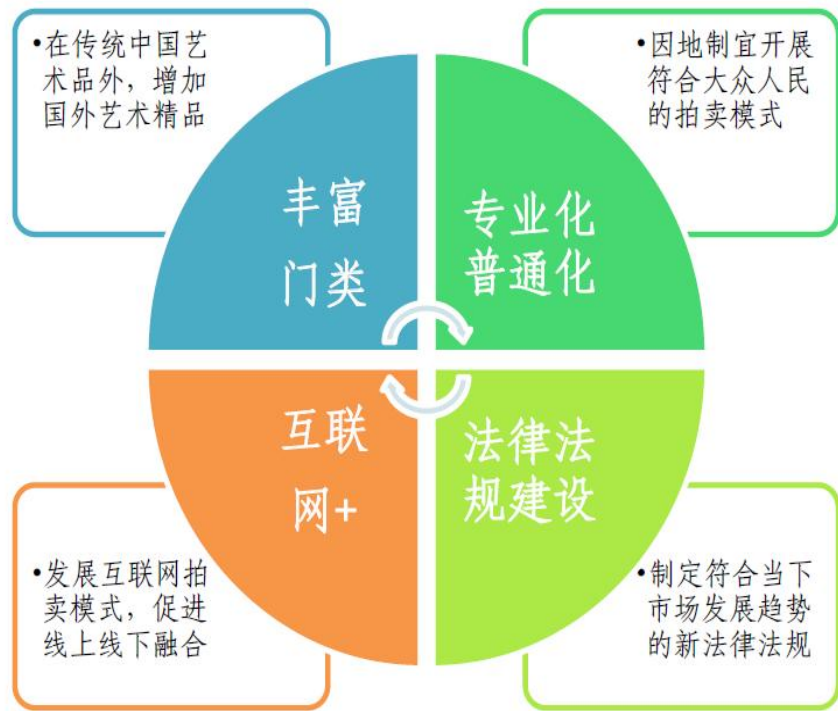
流拍率高、不付款现象严重, 与我国文物艺术品拍卖市场仍处于发展初级阶段密不可分。尽管我国文物艺术品拍卖市场经过三十余年的发展已取得傲人成就, 但与欧美成熟艺术品市场之间仍存在差距。市场操作规范性低, 法律法规建设不完善, 市场主体不成熟, 这些都是我国文物艺术品市场未来发展所亟待解决的问题。

### ■ 拍卖模式单一, 转型势在必行

艺术品市场是一个体量很小但周身敏感的市场, 根据历史数据不难发现, 我国艺术品市场的兴衰与宏观经济环境状况息息相关。在我国当前经济增速进入换挡调整期的环境下, 艺术品市场调整回落不可避免。因此, 想要寻求市场长期的平稳发展, 应从艺术品拍卖市场内部进行剖析。

20 世纪 80 年代末, 为恢复我国艺术品市场, 香港苏富比和佳士得的春秋大拍模式被直接照搬应用到国内市场。该模式在引入后, 便成为我国唯一的艺术品拍卖模式。并且各大拍卖公司都立志成为中国的苏富比, 每次拍卖无论规模大小、拍品档次高低, 都是布置豪华的春秋大拍。然而, 在西方成熟的艺术品拍卖市场中, 任何一家拍卖机构每年举办的各类艺术品拍卖场次少则十几场, 多则上百场, 而且运作模式多种多样。

图 18: 我国艺术品拍卖市场转型途径



资料来源: 长城证券研究所整理

因此, 想要突破目前的模式限制, 提高我国艺术品市场在国际上的竞争力, 就必须推陈出新, 进行行业转型: 1) 丰富艺术品门类, 在我国艺术品拍卖市场上经营的品种基本都是具有中国文化特色的艺术品, 其中, 书画类占据 60% 以上的市场份额, 相较于西方市场多样化、均衡化的拍品门类, 内容的单一化是限制我国艺术品市场发展的巨大局限; 2) 拍卖模式专业化和普通化, 专业化是指拍卖公司应根据各自市场的优势资源开展拍卖活动, 并建立公司品牌特色, 以满足市场需求的日益多元化, 普通化是指拍卖公司在专业化的基础上, 摒弃同质化的活动模式, 根据拍卖规模和内容, 针对不同的需求群体开展多样化的拍卖活动, 而非春秋大拍一种形式; 3) 拥抱“互联网+”, 目前“互联网+”正以势不可挡之势入侵各行业, 拍卖行业也不可避免受到冲击, 全球艺术品网上交易量已经占到世界艺术品成交量的 25% 左右, 并且互联网入侵艺术品拍卖市场的脚步正在不断加快。随着科技的发展, 网上拍卖将逐渐取代大部分传统拍卖模式; 4) 顶层法律法规建设。我国现行的拍卖法规和艺术品拍卖管理流程是基于 20 年前的认知, 即春秋大拍为唯一拍卖模式而制定的。随着我国拍卖市场的不断发展, 这些法律法规已不能适应新市场的需要, 甚至很大程度上限制了新模式的开展, 因此, 为发展新模式, 制定符合当下市场发展趋势的法律法规是非常有必要的, 尤其是与网上艺术品拍卖有关的法律法规。

## 2.3 拍卖行业明珠, 春拍创 25.6 亿新记录

北京匡时国际拍卖有限公司成立于 2005 年 10 月。公司主要以拍卖中国古代、近现代书画、中国古董、中国现当代油画、雕塑等为主, 并承接资产拍卖以及各类慈善拍卖。匡时国际自成立以来, 始终坚持以“诚信、专业”为企业根本, 秉承“服务、全心全意”的工作准则, 依托雄厚的专家队伍和遍及海内外的客户资源, 积极进取, 不断创新, 在各个艺术品拍卖领域取得了较好的成绩。

图 19: 匡时国际五大部门



资料来源：公司主页，长城证券研究所整理

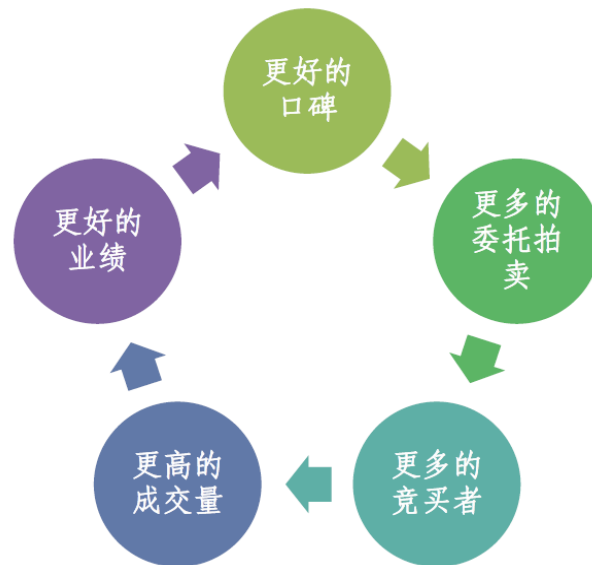
匡时国际依托公司专业人才，不断提高自身在艺术品拍卖行业的竞争力。而一心为客户的服务意识，诚实、自律的工作态度和积极投身慈善事业的责任心，更是为匡时国际赢得了社会各界的支持和信赖。自 2006 年来，匡时国际获得了各项荣誉，包括“最有影响力拍卖公司”和“最具成长力拍卖公司”等。此外，匡时国际一直坚持“量少而精”的方针，以“质”扩大市场份额。

#### ■ 依托口碑，专注中国艺术品

匡时国际一直专注于中国艺术品的拍卖，其中，中国书画拍卖是其最具市场竞争力的业务。2015 年，其中国书画拍卖的佣金收入高达 1.83 亿元，占其总营业收入超过 80%。未来，匡时国际仍将定位中国艺术品拍卖，在继续发挥书画板块业务优势的同时，积极拓展瓷玉杂项等具有中国传统文化特色的门类。匡时国际定位中国艺术品拍卖的原因有：一方面，公司内部很多工作人员是专业书画学院出身，能够在书画、瓷器方面提供专业的鉴定、估值服务；另一方面，匡时国际的委托方和竞买方大部分都在中国，而中国投资者对中国艺术品的热爱远大于国外艺术品，专注于中国艺术品更符合国内市场的需要。此外，匡时国际还与全国重要的美术馆、博物馆、大学、图书馆、出版社、研究机构等建立了良好的沟通和联系，能够根据特定需求提供专业级服务。

当然，为扩大市场份额除了要有好拍品外，公司良好的形象和市场口碑也必不可少。匡时国际凭借 10 年来的不懈努力，已成为国内第三大拍卖公司，市场认可度高，口碑好，为公司进一步扩大市场份额奠定了良好的基础。

图 20: 拍卖行业口碑效应



资料来源: 长城证券研究所整理

#### ■ 肩负社会责任，心系公益

匡时国际除了拍卖艺术品外，还承接各类慈善拍卖，体现了公司对社会责任的担当。公司自成立以来，举办了多场慈善拍卖。2016年6月3日，“匡时之夜——北京匡时十周年庆典晚宴”于北京国贸大酒店盛大举行。值此十周年之际，匡时携手阿拉善SEE共同举办“匡时十周年&阿拉善SEE公益拍卖会”。在晚宴现场，当代青年艺术家高瑀特别创作的纪念雕塑作品《一梦五百年》首次荣耀揭幕，而匡时国际也将此十周年纪念雕塑，捐献给“匡时十周年&阿拉善SEE公益拍卖会”作为拍品。最终，本场公益拍卖会共募集善款281万元，并将全部赠予阿拉善SEE公益项目。

图 21: 匡时之夜——北京匡时十周年庆典晚宴



资料来源: 公司主页，长城证券研究所整理

#### ■ 十周年春拍落幕，再创新高

匡时国际借成立十周年之际举行“匡时十周年春拍”盛宴，推出的九大品牌夜场成交总额达18.3亿元。在九大夜场中，六大书画夜场以13.78亿元收槌，占比达75.3%。其中，在“畅怀”书法夜场基础上全新开辟的古代书法夜场和近现代书法夜场两个品牌专场，分别斩获2.57亿元和5456万元。而本次拍卖首次推出的茶叶夜场也拍出6881万元的好

成绩，成交率高达 98.4%。茶叶夜场的成功再一次彰显了中国传统文化的魅力和市场受欢迎度。在各大夜场连获捷报下，匡时十周年春拍最终以 25.58 亿元落幕，创历史新高。

**表 2: 匡时十周年春拍六大书画夜场成交记录**

| 场次               | 拍品数 (件) | 成交率    | 成交额 (亿元) | 亮点                                                                                               |
|------------------|---------|--------|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 澄道——清代宫廷书画夜场     | 13      | 100%   | 2.28     | 蒋廷锡的《百种牡丹谱》以 1.7365 亿元的高价，创造了其个人作品的拍卖纪录                                                          |
| 澄道——古代绘画夜场       | 33      | 87.88% | 2.55     | 石涛的《剩水残山》以 4657.5 万元成交，夺得专场桂冠<br>丁云鹏的《少陵秋兴图》以 2875 万元成交，创造了其个人作品的拍卖纪录                            |
| 澄道——近现代绘画夜场      | 71      | 85.9%  | 4.52     | 李可染笔下第一幅革命圣地山水画作《革命圣地韶山》以 8395 万元高价成交<br>顾翼旧藏张大千的《关太乙观泉图》以 4025 万元成交                             |
| 澄道——一粒丹砂·齐白石书画夜场 | 20 余件   | -      | 1.3      | 齐白石于八十六岁高龄创作的《松柏独立图》以 3507.5 万元成交                                                                |
| 畅怀——古代书法夜场       | 41      | 85.37% | 2.569    | 村上三岛旧藏王铎的《维州香山作》以 4082.5 万成交，拔得头筹<br>王守仁的《复罗整庵太宰书》手卷以 3047.5 万元高价成交，不仅超最低估价 5 倍之多，还创造了个人作品拍卖的新纪录 |
| 畅怀——近现代书法夜场      | 28      | 85.71% | 0.546    | 吴昌硕的《行书诗册》册页(十开) 是其八十岁后人书俱老之作，“歌辞自作风格老”，洵足珍贵，最终以 1046.5 万元成交，夺得专场桂冠                              |

资料来源：公司主业，长城证券研究所整理

### ■ 强化国内市场份额，积极开拓国际市场

目前，我国拍卖业市场规模已形成三足鼎立之势。京津地区以 64.06% 的市场份额依然稳坐全国头把交椅；珠三角地区则在成交率、盈利方面取胜；而长三角地区凭借 59.38% 的结算进度位列榜首。加之，这三个地区也是我国目前经济发展最快的区域，市场前景广阔，将是开拓拍卖业务的好选择。根据计划，匡时国际将于 2017 年和 2018 年开始分别在上海、杭州等地增设分支机构，并开展春、秋拍卖专场，进一步提升匡时国际在国内市场的占有率。形成以北京为中心，通过复制现有的成熟拍卖体系，积极布局具有发展潜力的上海、杭州市场的发展战略。

**表 3: 2014 年全国各地拍卖市场表现**

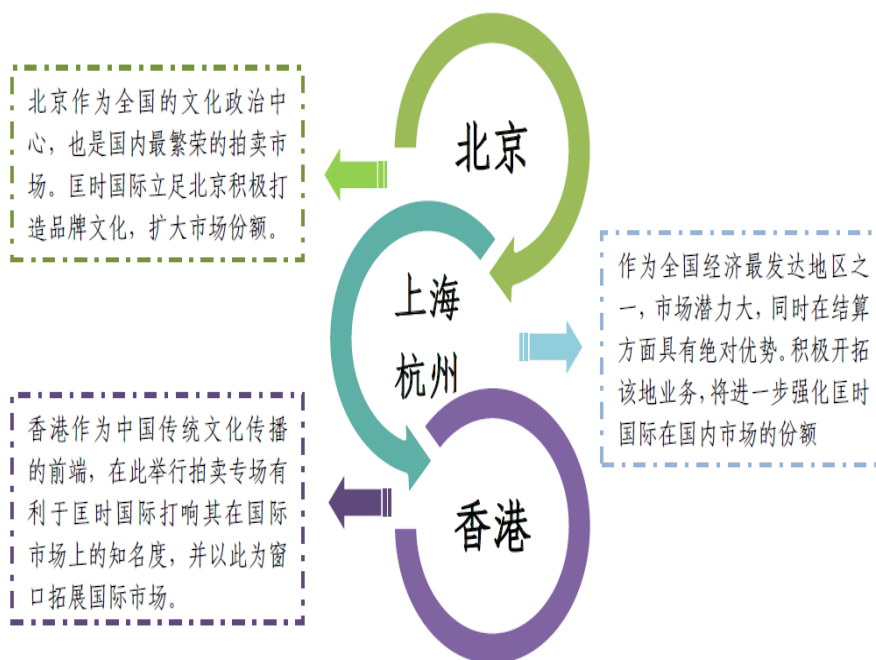
| 地区    | 成交额 (亿元) | 成交量占比  | 成交额占比  | 结算金额 (亿元) |
|-------|----------|--------|--------|-----------|
| 京津地区  | 202.09   | 51.55% | 64.06% | 109.01    |
| 长三角地区 | 80.03    | 35.52% | 25.37% | 47.52     |
| 珠三角地区 | 13.28    | 3.98%  | 4.21%  | 7.49      |
| 其他    | 20.06    | 8.94%  | 6.36%  | 8.16      |

资料来源：中国拍卖业协会，长城证券研究所整理

在强化国内市场份额的同时，匡时国际紧跟拍卖市场全球化的步伐，积极开拓国际市场领域。公司将依托香港在国际上的特殊地位，作为其开拓国际市场的窗口，并计划于 2017 年开始在香港举行春、秋两个场次的专场拍卖来进一步扩张业务范围。此外，匡时国际

将利用自身在业内良好的文化品牌优势和口碑，加强在北美、日本、欧洲、台湾等地区代表处的市场拓展力度，推动公司品牌和市场的国际化。

图 22: 匡时国际战略布局规划

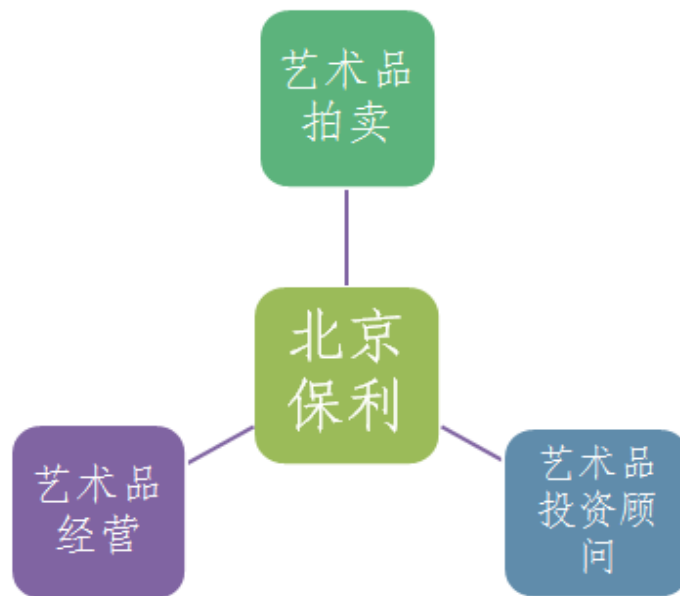


资料来源：长城证券研究所整理

## ■ 内生外延共发展，打造匡时产业链

目前，国内外大型拍卖公司除了开展单纯的中介服务外，还利用自有资金进行文化产业投资。通过购买具有升值空间的文物艺术品来进行投资，从而实现集艺术品拍卖、经营、投资为一体的产业链延伸。以中国保利为例，凭借公司在业内的资深地位，已经形成集拍卖、销售、投资顾问于一体的全产业链发展模式。在艺术品拍卖方面，公司作为中介机构为文物艺术品买卖双方搭建专业平台，利用自身优势促成拍卖成交；在艺术品经营方面，公司凭借专业的鉴定团队，发掘市场上具有较大升值空间的文物艺术品，并通过买卖获取差价实现收益。在文物艺术品投资顾问方面，公司为社会各界人士、机构提供专业的艺术品的鉴定、评估、购买、出售等方面的咨询服务，并收取服务费。而匡时国际作为我国第二大拍卖公司，完全可以效仿北京保利的发展模式，开拓新业务。全产业链的整合有利于产生业务协同效应，实现 1+1>2 的效果。此外，业务模式的扩展，可以为新老客户提供更加多元化的服务，从而增强客户粘性。

图 23: 北京保利全产业链模式



资料来源：公司主页长城证券研究所整理

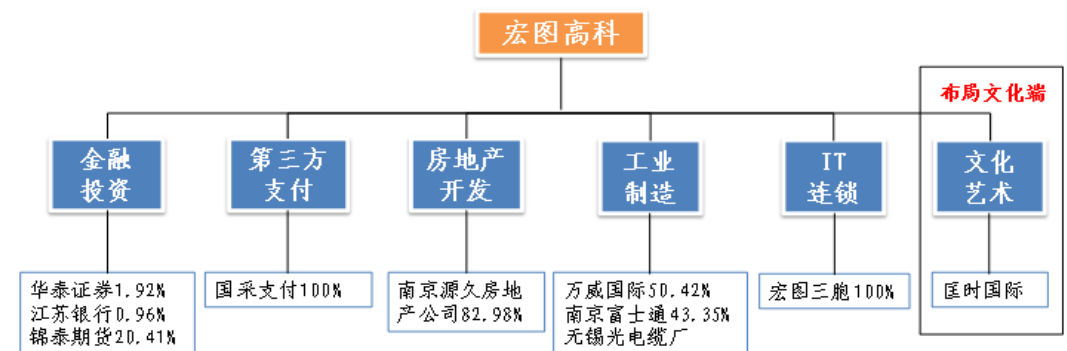
除了业务模式外，匡时国际还计划扩张现有艺术品拍卖品类。在巩固中国艺术品拍卖的同时，积极创新开发具有较大市场潜力的茶叶、烟酒品类，通过市场差异化来挖掘新的利润增长点。而今年春拍上首次推出茶叶夜场的大获成功，证明了匡时国际该战略的正确性。

内生扩产业，外延扩品类，匡时国际正朝着打造属于自己独有的产业链前进。

### 3. 板块调整，逐步实现业务转型

目前，宏图高科的业务主要包括金融投资、第三方支付、房地产开发、工业制造、IT 连锁等领域。其中，3C 零售连锁（IT 连锁）作为公司最主要的业务板块，其收入占比也在逐年上升。在收购 Brookstone 后，3C 零售连锁业务正不断加快转型步伐。而房地产开发板块，则将在完成已有项目后，退出公司业务范围。此外，公司正在积极推进文物艺术品领域的布局，通过收购匡时国际来丰富线下场景，从而推进“实体+”战略。

图 24: 宏图高科业务结构及占比



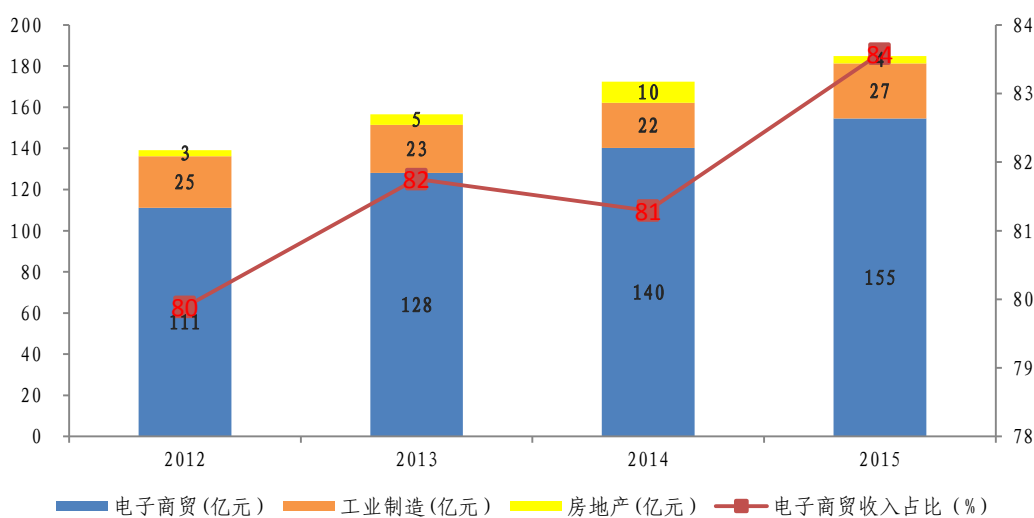
资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

## 3.1 牵手 Brookstone，掀起新奇特风暴

### ■ 3C 零售连锁业务现状

3C 零售连锁是宏图高科的核心主业与传统业务，其营业收入近三年占比保持在 80% 以上，是公司主要收入来源。3C 零售连锁业务的经营主体为宏图三胞、北京宏三和浙江宏三，主营产品涵盖电脑、通讯、数码、新奇特产品、DIY 攒机与 IT 配件等诸多产品领域，并以统一的“宏图三胞”商标自营。

图 25：宏图高科各项业务收入占比



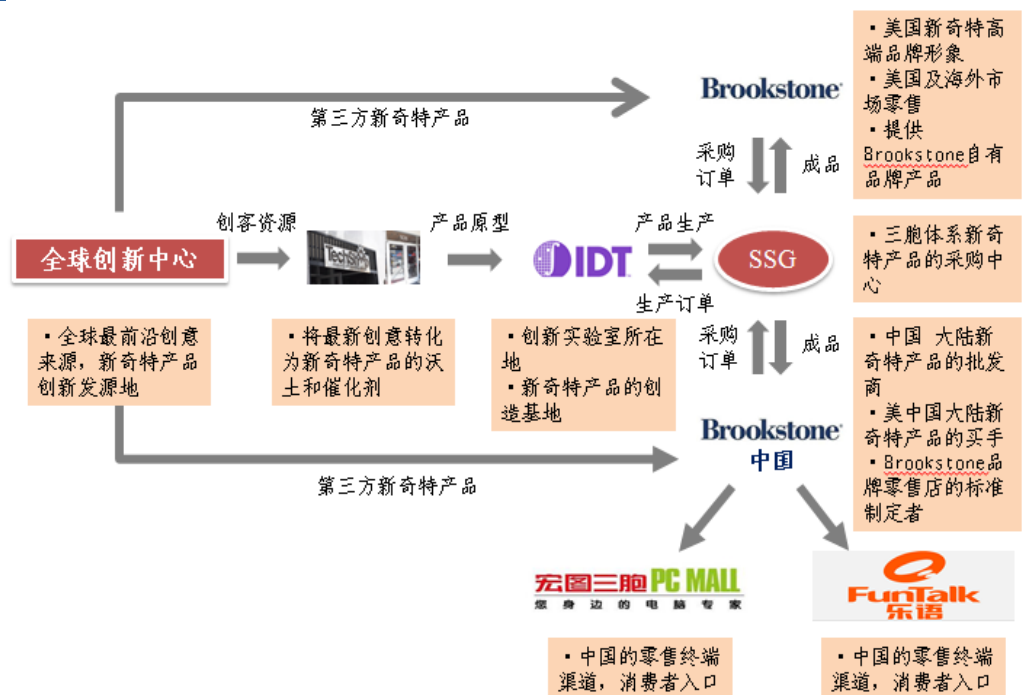
资料来源：Wind，长城证券研究所整理

宏图三胞自成立以来，一直秉持“不断创新、不断超越”的发展理念。为摆脱同质化、大众化、低毛利的市场竞争和电商销售对传统零售业市场的冲击，2015 年公司结合未来消费趋势与自身优势，确立“新奇特、高科技、互联网”的品牌定位，完成了向“全渠道专业零售服务商”的转变。从收购 Brookstone 到收购万威国际，彰显出公司在 3C 零售业中高端市场的布局和以新奇特的个性化产品占领市场的雄心。

除了从产品品类上实现公司的发展创新外，宏图三胞深知客户服务的重要性。为提高客户满意度，宏图三胞努力提高售后服务质量。旗下的“红快服务”，致力于为客户提供更专业、极致、便捷的体验与生态服务，目前已通过国家 ISO9001: 2008 质量体系认证，是集门店服务、客服、售后服务于一体的全服务与技术支持体系。其中，“修好了”专业化服务团队除了为自身客户提供服务外，还面向全社会提供专业的“五包三免”服务。

宏图三胞是目前国内领先的 3C 连锁企业。宏图三胞正以 WDM 模式为引领，以国内外并购为助力，全力打造覆盖 IT、通讯、电器三大品类，融合线上线下全渠道的全球领先零售连锁企业。在收购 Brookstone 后，公司将重点推进 3C 零售连锁业务的转型，整合 Brookstone 供应链，加大新奇特产品供应，形成新的利润增长点。

图 26: 宏图三胞新奇特产品供应链

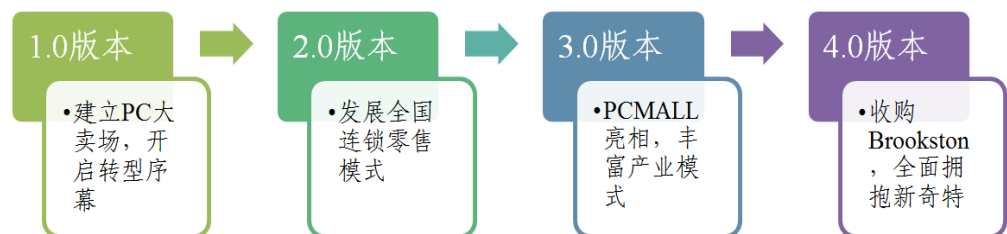


资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

#### ■ 五位一体转型，宏图三胞步入 4.0 时代

宏图三胞作为全国最大的连锁零售企业，在其 15 年的发展过程中，已经历 3 次创新和转型升级。2000 年，宏图三胞以 PC 大卖场起步，正式开启 1.0 版本序幕。随着 PC 产品全国连锁零售模式进入稳定期，宏图三胞成功转入 2.0 版本。随后，PCMALL 亮相市场，宏图三胞正式进入 3.0 版本，实现单业态向多业态店面、PC 类产品到 3C 全品类产品销售、单纯的组装电脑服务到 3C 系列产品的安调维修服务提供商的三大转变。2015 年，宏图三胞成功收购 Brookston 后，将在产品、门店、服务、供应链、全渠道五个方面进行“五位一体”转型，宏图三胞正式步入 4.0 时代。而宏图三胞借助 Brookstone 进行产品和供应链体系的转型，也契合当前我国提出的“供给侧改革”政策。

图 27: 宏图三胞转型升级历程



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

表 4: 宏图高科五位一体转型策略

| 转型切入点 | 内容                                            |
|-------|-----------------------------------------------|
| 产品    | 逐步降低传统 3C 产品比重，大力发展新奇特产品，实现从 3C 销售到新奇特产品销售的转型 |
| 门店    | 从人员、门店布置入手，进行场景化和体验化运营，门店功能实现从售卖到体验的转型        |

| 转型切入点 | 内容                                                |
|-------|---------------------------------------------------|
| 服务    | 推出“修好了”全渠道服务品牌，实现卖产品到卖增值服务的转型                     |
| 供应链   | 借助 Brookstone 独特的供应链管理，实现从被动生产产品到主动研发创新推出新奇特产品的转型 |
| 全渠道   | Brookstone 将与三胞集团的门店资源协同，同时牵手乐视，实现线上线下全渠道融合发展     |

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

### ■ 旗舰店试点反响热烈，规划布局全国

自成功收购 Brookstone 后，宏图高科一直在谋划国内旗舰店的布局。在万众期待中，国内第一家 Brookstone 旗舰店——南京水游城店，于 2016 年 1 月 1 日正式亮相。开业当天超 900 万元的亮眼成绩，显示出国内消费者对以 Brookstone 为代表的新奇特产品的旺盛需求。在首家旗舰店大获成功后，宏图高科不断推进 Brookstone 在全国范围的布局。2016 年 3 月 19 日，宏图三胞江宁万达店正式升级为“宏图三胞 Brookstone”精品店，并对外营业。2016 年 5 月 25 日，Brookstone 入驻上海，在这座国际化大都市刮起“新奇特”之风，开业首日营业收入高达 1200 万元。同时，打入上海市场，也为 Brookstone 进入北京、华东重点城市、广州、深圳等核心大城市奠定了基础。未来，宏图高科计划布局 Brookstone 精品店、旗舰店和机场高铁店等不同类型的门店，并通过 2—3 年的时间，完成对全国现有 300 多家门店的优化改造，最终构建体现中国文化、符合中国市场特色的 Brookstone 网络。

图 28: 宏图三胞 Brookstone 战略布局



资料来源：长城证券研究所整理

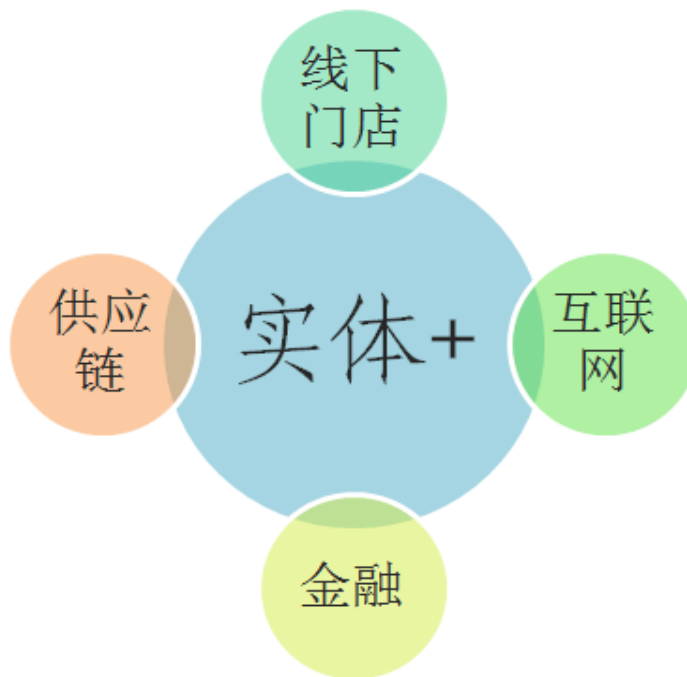
## 3.2 丰富线下场景，回归“实体+”

### ■ 另辟蹊径，首创“实体+”

在“互联网+”浪潮下，宏图三胞回归初心，创新推出“实体+”概念。“实体+”是指，以线下实体门店为基础，借助互联网、供应链、金融，实现全渠道支付、体验和场景化销售，从而形成满足社会物质文化需要的完整商业生态。推行“实体+”，要求宏图三胞从供、需两侧同时入手，积极观察市场动态，快速响应市场变化，摒弃同质化恶性竞争，真正实现公司业务的全面深化改革。收购 Brookstone，全面推行新奇特产品，为落实“实

体+”奠定了基础。在供给端，通过引入 Brookstone 创新研发模式，能够丰富产品门类、提高产品质量；在需求端，Brookstone 引领的新奇特风潮正符合当下市场年轻主体的需要，而其倡导的互动式、体验式消费在满足客户基本需求的同时能够激发其兴奋型需求，从而增强客户粘性。今后，宏图三胞将重点推进布局全国 Brookstone 网络，以客户需求为根本，以创新研发为动力，以差异化为武器，逐步推进“实体+”战略。

图 29：宏图三胞“实体+”战略



资料来源：长城证券研究所整理

## ■ 文化场景+商业场景双轮驱动

推行“实体+”的基础是线下门店，宏图三胞 PCMALL 目前已遍布全国，通过强大的实体网络为客户搭建消费商业场景。加之 Brookstone 旗舰店的开业，进一步强化了其消费场景的建设。然而单一的商业场景在驱动“实体+”战略上略显动力不足，而文物艺术品行业和传统零售行业在目标客户、受众群体、运营模式、产品品类等方面完全不同，能够实现需求的互补、交融。基于此，宏图高科计划收购匡时国际来丰富场景建设，通过股权绑定来增强公司发展信心，力争将匡时国际打造成为国际化的大型拍卖公司。文化与商业的结合既是对中国传统文化的一脉传承，也是对中国传统文化的发展创新，以文化场景与商业场景双轮驱动，重构线下商业生态，宏图高科未来发展值得期待。

此外，为加强“实体+”战略的落实，进一步强化线下消费，三胞集团与北京首旅集团联合参与麦当劳中国业务的竞购。若中标，三胞集团将进一步丰富其线下商业场景，为消费者增加更多消费元素的体验。麦当劳作为全球大型跨国连锁餐厅，具有其独特的经营理念 and 公司文化。麦当劳凭借其中国化的运作方式、世界化的创新精神，业务范围已遍及各大中小城市。麦当劳能够为三胞集团带来全球最新的市场动态、消费理念、管理方针，引领三胞集团走向世界。

图 30: 文化+商业场景双轮驱动

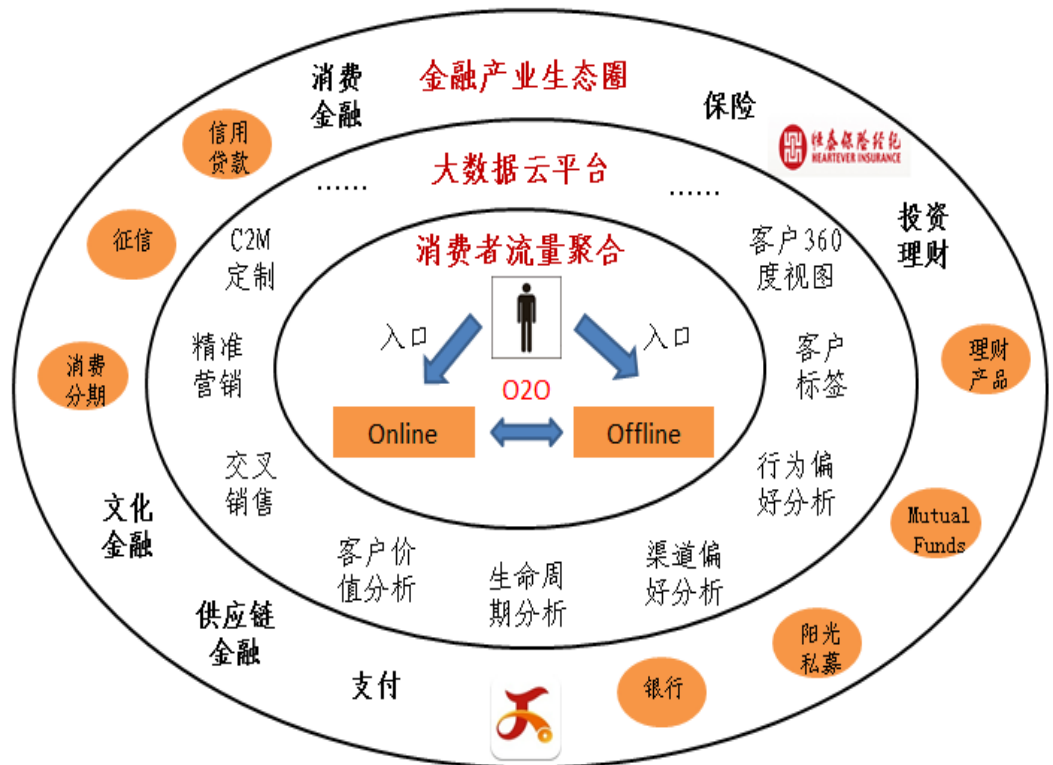


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

## 4. 步步为营，布局大消费大金融

从收购 Brookstone、万威国际促进线下 3C 零售业务转型，到收购国采支付布局支付端，再到收购匡时国际进军艺术品市场，宏图高科看似毫无关联的几次并购，实则是在朝着“大消费、大金融”战略稳步前进。宏图高科正通过积极的并购转型，构建基于消费场景、大数据的金融生态圈。

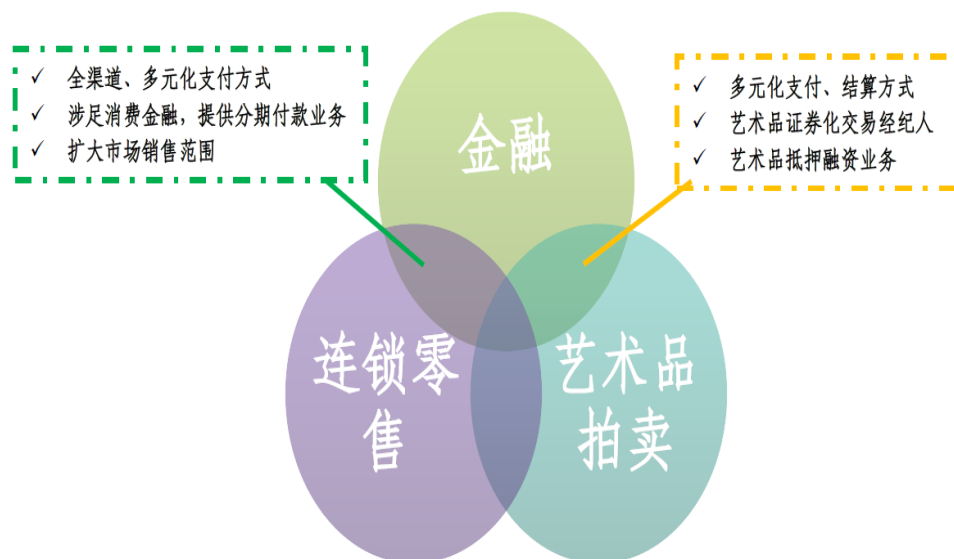
图 31: 宏图三胞金融生态圈



资料来源: 长城证券研究所整理

## 4.1 围绕金融，构架未来

图 32: 宏图高科的大金融战略



资料来源：长城证券研究所整理

### ■ 3C 零售连锁+金融

在收购国采支付后，宏图高科将近一步完善其零售连锁业务在渠道和支付上的布局。门店的支付方式除传统的现金、信用卡等外，还可以通过天付宝进行支付，提高了客户购物的便捷性。加之，收购第三方支付平台，意味着宏图高科在开展线上销售时，无需借用其他第三方支付平台。在节省成本的同时，还可以进行业务输出，为其他互联网线上平台提供第三方支付服务。此外，零售与金融的结合，还有助于企业开展消费金融，提供分期付款业务。分期付款业务能够方便客户更灵活的安排资金，有利于挖掘市场潜在客户，进一步扩大公司的销售范围。

### ■ 金融投资

为更好地抵御资本市场波动带来的风险，提高公司股价的安全边际，维护公司及股东利益，公司确定了“核心主业+金融投资”的战略定位。此后，公司在大力开展主营业务的同时，积极以收购、参股方式完成各类优质金融资产的投资布局，实现公司价值的稳定增长。

截止 2015 年上半年，宏图高科持有华泰证券股份有限公司（SH601688）1.37 亿股份，持股比例 1.92%，为第六大股东；公司持有江苏银行股份有限公司 1 亿股份，持股比例 0.96%；公司持有锦泰期货有限公司 9000 万股，持股比例 20.41%，为第二大股东；认缴出资银无锡股权投资基金 1 亿元，约占 3.23% 的权益份额；持有江苏金苏证投资发展有限公司 3.28% 的股权和恒泰保险经纪有限公司 1.69% 的股权。此外，宏图高科还出资 1.2 亿元发起设立南京市宏图科技小额贷款公司，占股比例达 40%，为公司第一大股东。

根据公司最新公告，江苏银行股份有限公司（简称“江苏银行”）首发申请已获中国证监会核准，作为参股股东的宏图高科将因此受益。

图 33: 宏图高科投资的金融公司



资料来源: 公司主页, 长城证券研究所整理

表 5: 宏图高科金融投资市值估计

| 公司名称          | 持股出资额 (亿元) | 持有股份占比 | 市值估算 (亿元) |
|---------------|------------|--------|-----------|
| 华泰证券          | 1.37       | 1.92%  | 24.41     |
| 江苏银行          | 1          | 0.96%  | 10        |
| 锦泰期货          | 0.9        | 20.41% | 2.2       |
| 农银无锡股权投资基金    | 1          | 3.23%  | -         |
| 江苏金苏证投资发展有限公司 | -          | 1.69%  | -         |
| 南京市宏图科技小额贷款公司 | 1.2        | 40%    | -         |
| 恒泰保险经纪有限公司    | -          | 1.69%  | -         |

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

## 4.2 积极并购, 力促转型

在我国电商快速发展的今天, 线上销售正在逐步侵蚀线下传统零售行业的市场份额。而传统 3C 卖场也难逃互联网风暴的冲击, 销售量和收入逐年下降。为应对这一市场挑战, 2014 年以来, 宏图高科确立了“新奇特、高科技、互联网”的市场定位, 并着手进行商业转型。

宏图高科在 2014 年下半年短短半年时间, 便完成对团购网站拉手网的入股、国内手机终端零售商乐语通讯的全资收购、美国新奇特产品开发和零售商 Brookstone 的参股, 行动之迅速令人措手不及。2015 年春节假期期间, 宏图高科成功收购香港上市公司万威国际有限公司 (00167.HK)。几次并购将帮助宏图三胞, 实现从主营电脑、通讯、数码等传统 3C 产品的销售到新奇特产品销售的转型, 正式进入 4.0 新时代。

此外, 宏图高科还积极拥抱“互联网+”, 打通线上线下 O2O 模式。继阿里和苏宁联姻, 腾讯、百度和万达义结金兰后, 宏图高科也紧跟线上线下相互合作、协同发展的脚步。通过牵手乐视, 在加强 B 端联合的同时更好的为 C 端提供服务。而双方的合作绝非简单的“产品+渠道”的结合, 合作将渗透到线下实体店面合作、线上线下 O2O 合作、海外业务合作、大数据与生态圈共享等 6 个方面, 是一场全方位、全生态、全系统的合作。

积极收购加速产品、市场转型，牵手互联网公司打通线上渠道，宏图高科正以线上线下、产业链上下游协同为策略，以高奇特为卖点，以引领智慧生活为目标，朝高科技连锁卖场转型之路稳步前进。

目前，宏图高科旗下拥有多家子公司，涉及零售、金融、工业制造等多个业务范围。2015 年报中，宏图高科披露对支付业务的布局是宏图高科搭建大金融战略架构的重要组成部分。未来公司将不断完善互联网业务平台，通过与原有的 3C 零售连锁产业链协同，挖掘客户潜在需求，从而形成新的利润增长点。当然不仅是 3C 零售连锁产业与金融的结合，还有文化产业的布局，宏图高科通过各行业之间微妙的联系，将看似不相关的行业串联起来。宏图高科计划围绕金融，以 3C 销售和文化产业等“场景业态”为平台，为金融服务引流，朝着“大消费、大金融”的战略定位实行转型。

## 5. 投资建议

公司拟发行股份购买匡时国际 100% 股权并募集不超过 15 亿元配套匡时发展，初次涉足艺术投资领域，匡时国际 2016-2018 年业绩承诺为扣非后净利润分别不低于 1.5 亿元、2 亿元、2.6 亿元。较高的业绩承诺充分显示匡时管理层对未来发展的信心、也是公司业绩保持较快增长的有效保证，同时股权的高度绑定也昭示着并购双方对共同发展的热切期许。目前，拍卖行业两极分化格局已经形成，呈现出“强者恒强”局面。匡时国际作为我国前三大拍卖公司，十周年春拍创历史新高的 25.58 亿元成交额，已超过嘉德（21.9 亿元）仅次于保利（28.5 亿元）、跃居行业第二大，按拍卖行业约 12-14% 的净利率估算，今年净利润超过 2 亿元可能性较大，将超业绩承诺要求。

线下零售积方面，公司及集团通过收购 Brookstone、万威国际，加速线下 3C 零售业务转型。宏图三胞通过导入新奇特产品充分挖掘市场消费潜力，促进实体门店从单纯的商品销售和服务提供向集商品销售、场景体验、服务提供为一体的场所转变，有效增强互动体验、使线下重新成为流量入口，同时也成为线下支付场景入口，对传统零售转型升级具有标杆意义。

金融投资方面，公司积极布局大金融战略，通过自主投资、并购等方式，已获取第三方支付（国采支付）、小额贷款、信贷等牌照，若本次收购匡时成功，更将进一步拓展艺术与金融的融合，增加消费金融场景，构建“文化场景+商业场景”双轮驱动，丰富金融服务生态圈布局，即将揭开“商业+艺术+金融”新发展篇章。

本次收购完成后公司将成为 A 股拍卖第一股，稀缺性突显，较高的业绩承诺亦将显著增厚公司业绩，预测 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44 元、0.56 元、0.65 元，对应 PE 分别为 30.5X、23.7X、20.6X。公司当前股价接近本次收购匡时国际 13.01 元/股、低于募集配套资金 16.12 元/股，安全边际充分，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

## 6. 风险提示

拍卖业回暖趋势不达预期，匡时国际收购进度不达预期，新奇特业务增长进度不达预期。

## 附：盈利预测表

| 利润表 ( 百万 ) | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 主要财务指标     | 2014A  | 2015A  | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 17472 | 18714 | 20698 | 22706 | 24817 | 成长性        |        |        |       |       |       |
| 营业成本       | 15872 | 17126 | 18628 | 20344 | 22212 | 营业收入增长     | 9.8%   | 7.1%   | 10.6% | 9.7%  | 9.3%  |
| 销售费用       | 464   | 518   | 476   | 522   | 581   | 营业成本增长     | 10.8%  | 7.9%   | 8.8%  | 9.2%  | 9.2%  |
| 管理费用       | 260   | 341   | 300   | 318   | 357   | 营业利润增长     | 31.9%  | -1.9%  | 19.3% | 29.0% | 15.5% |
| 财务费用       | 271   | 300   | 256   | 274   | 271   | 利润总额增长     | 23.0%  | -2.6%  | 19.0% | 28.7% | 15.4% |
| 投资净收益      | -2    | 17    | 10    | 10    | 9     | 净利润增长      | 30.1%  | 0.6%   | 19.0% | 28.7% | 15.4% |
| 营业利润       | 528   | 518   | 618   | 797   | 920   | 盈利能力       |        |        |       |       |       |
| 营业外收支      | 9     | 5     | 5     | 5     | 5     | 毛利率        | 9.2%   | 8.5%   | 10.0% | 10.4% | 10.5% |
| 利润总额       | 537   | 523   | 623   | 802   | 925   | 销售净利率      | 2.1%   | 2.3%   | 2.4%  | 2.8%  | 3.0%  |
| 所得税        | 136   | 119   | 142   | 182   | 210   | ROE        | 5.6%   | 4.9%   | 6.6%  | 9.2%  | 9.8%  |
| 少数股东损益     | 35    | -17   | -21   | -27   | -31   | ROIC       | 2.8%   | 0.9%   | 8.1%  | 10.3% | 10.7% |
| 净利润        | 367   | 422   | 502   | 646   | 745   | 营运效率       |        |        |       |       |       |
| 资产负债表      |       |       |       |       |       | 销售费用/营业收入  | 2.7%   | 2.8%   | 2.3%  | 2.3%  | 2.3%  |
| 流动资产       | 12766 | 13619 | 12880 | 11555 | 12550 | 管理费用/营业收入  | 1.5%   | 1.8%   | 1.5%  | 1.4%  | 1.4%  |
| 货币资金       | 4580  | 5687  | 4474  | 2976  | 3182  | 财务费用/营业收入  | 1.6%   | 1.6%   | 1.2%  | 1.2%  | 1.1%  |
| 应收账款       | 924   | 886   | 980   | 1075  | 1175  | 投资收益/营业利润  | 0.0%   | 0.1%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 应收票据       | 14    | 7     | 7     | 8     | 9     | 所得税/利润总额   | 25.2%  | 22.8%  | 22.8% | 22.8% | 22.8% |
| 存货         | 3392  | 3233  | 3353  | 3255  | 3554  | 应收账款周转率    | 19.42  | 20.69  | 22.19 | 22.11 | 22.07 |
| 非流动资产      | 5067  | 4384  | 4464  | 4549  | 4638  | 存货周转率      | 4.32   | 5.17   | 5.66  | 6.16  | 6.52  |
| 固定资产       | 695   | 750   | 801   | 865   | 929   | 流动资产周转率    | 1.44   | 1.42   | 1.56  | 1.86  | 2.06  |
| 资产总计       | 17834 | 18003 | 17344 | 16104 | 17188 | 总资产周转率     | 1.08   | 1.04   | 1.17  | 1.36  | 1.49  |
| 流动负债       | 7329  | 7273  | 8367  | 6558  | 7003  | 偿债能力       |        |        |       |       |       |
| 短期借款       | 1706  | 1707  | 1707  | 1707  | 1707  | 资产负债率      | 53.4%  | 54.2%  | 62.8% | 56.8% | 56.1% |
| 应付款项       | 3102  | 2760  | 3380  | 3691  | 4030  | 流动比率       | 1.74   | 1.87   | 1.54  | 1.76  | 1.79  |
| 非流动负债      | 2201  | 2489  | 2532  | 2582  | 2637  | 速动比率       | 1.28   | 1.43   | 1.14  | 1.27  | 1.28  |
| 长期借款       | 1600  | 1991  | 1991  | 1991  | 1991  | 每股指标 ( 元 ) |        |        |       |       |       |
| 负债合计       | 9530  | 9762  | 10899 | 9141  | 9639  | EPS        | 0.32   | 0.37   | 0.44  | 0.56  | 0.65  |
| 股东权益       | 8303  | 8242  | 6445  | 6963  | 7549  | 每股净资产      | 7.24   | 7.17   | 5.60  | 6.06  | 6.56  |
| 股本         | 3210  | 3237  | 3237  | 3237  | 3237  | 每股经营现金流    | 1.02   | 0.96   | -0.81 | 0.99  | 0.59  |
| 留存收益       | 1878  | 2254  | 2709  | 3255  | 3871  | 每股经营现金/EPS | 3.18   | 2.61   | -1.85 | 1.77  | 0.91  |
| 少数股东权益     | 319   | 519   | 499   | 472   | 441   | 估值         |        |        |       |       |       |
| 负债和权益总计    | 17834 | 18003 | 17344 | 16104 | 17188 | PE         | 41.63  | 36.33  | 30.53 | 23.71 | 20.55 |
| 现金流量表      |       |       |       |       |       | PEG        | 1.38   | 56.39  | 1.61  | 0.83  | 1.33  |
| 经营活动现金流    | 1166  | 1101  | -928  | 1143  | 675   | PB         | 0.02   | 0.02   | 0.02  | 0.02  | 0.02  |
| 其中营运资本减少   | 274   | 197   | -1669 | 230   | -351  | EV/EBITDA  | 105.78 | 65.43  | 76.15 | 65.01 | 59.23 |
| 投资活动现金流    | -2001 | 410   | 18    | 23    | 8     | EV/SALES   | 6.06   | 5.66   | 5.12  | 4.67  | 4.27  |
| 其中资本支出     | -7    | -606  | -268  | -282  | -310  | EV/IC      | 9.35   | 9.77   | 10.18 | 9.67  | 7.10  |
| 融资活动现金流    | -1090 | 73    | -302  | -2664 | -478  | ROIC/WACC  | 0.26   | 0.09   | 0.77  | 0.97  | 1.01  |
| 净现金总变化     | -1924 | 1584  | -1212 | -1498 | 205   | REP        | 35.63  | 112.22 | 13.24 | 10.00 | 7.05  |

**研究员介绍及承诺**

**黄淑妍:** 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

**张正威:** 2015 年加入长城证券, 任纺织服装行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>