

宏图高科 (600122.SH) 百货零售行业

评级：增持 首次评级

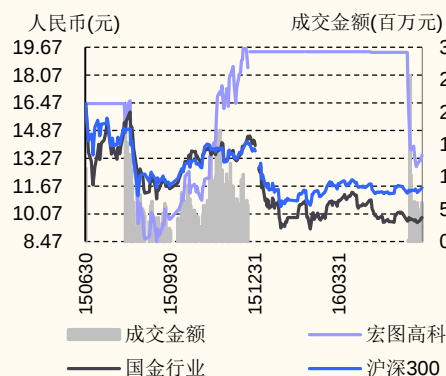
公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.45 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,146.47
总市值(百万元)	15,467.14
年内股价最高最低(元)	19.67/8.47
沪深 300 指数	3151.39
上证指数	2931.59



并购匡时国际，进军稀缺、高成长的文化艺术品拍卖领域

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.32	0.37	0.45	0.57	0.67
每股净资产(元)	6.99	6.73	5.10	5.54	6.08
每股经营性现金流(元)	0.36	0.45	0.94	0.32	0.36
市盈率(倍)	22.41	52.97	29.76	23.58	20.04
行业优化市盈率(倍)	22.53	34.37	27.45	27.45	27.45
净利润增长率(%)	32.28%	14.96%	23.25%	26.24%	17.63%
净资产收益率(%)	4.58%	5.44%	8.87%	10.30%	11.04%
总股本(百万股)	1,146.50	1,150.20	1,149.97	1,149.97	1,149.97

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **领先的 3C 连锁零售商，收购国内第三大艺术品拍卖行匡时国际：**公司业务涵盖 3C 连锁销售、工业制造、房地产、金融投资等板块，过去业绩增长稳定。拟以 27 亿收购国内第三大艺术品拍卖行匡时国际，后者对 16-18 年业绩承诺 1.5、2、2.6 亿元，并配套融资 15 亿元投入匡时国际增设分子公司项目、艺术品电商等项目。控股股东三胞集团布局“金融、健康、消费”三大产业，在电商、物流、商贸、金融、海外品牌/渠道等领域资源丰富，全力支持公司的业务拓展和战略转型。
- **新奇特产品引领业态创新，O2O 提升场景化能力：**传统 3C 品类由于产品标准化受到线上渠道替代，定位于快时尚、体验化、智能化的新奇特产品成为 3C 品类新的增长点，可穿戴设备、移动摄像头、无人机等创新产品的销售增速都在 100% 以上。公司确定引入新奇特产品的重点发展策略，积极调整产品结构，推动业态转型，并收购上游制造/品牌商万威国际，实现产业链纵向一体化。目前新奇特新业态门店培育情况良好，未来拟增加 100 家新店，并在 O2O、大数据分析基础上探索消费金融渗透。
- **匡时国际书画艺术品拍卖龙头地位巩固，渠道下沉/电商创新和艺术品金融是未来看点：**艺术品拍卖目前年市场规模 300 亿，对比海外，参与人群和收藏习惯仍在渗透初期，短期波动不改长期蓬勃趋势。拍品征集是拍卖行的核心竞争力，专业性、交易活跃度、资本实力是收藏家选择拍卖行的考量因素，因此行业强者恒强，寡头格局已成。匡时位居国内前三，全球第六，在书画艺术品领域深耕多年，强劲的书画征集和文化营销能力是保持逆势增长的核心要素。短期艺术品市场呈现回暖迹象，今年春拍公司实现收入 25.6 亿（同比增 150%），全年业绩超预期可能性大。在上市公司资本助力下，未来有望从行业规模增长、渠道下沉、电商平台打造、艺术品金融等四个方面提升市场地位，实现业绩高增长。

投资建议

- 我们认为公司的核心投资价值在于：1) 布局受益消费升级、高成长性的新奇特产业链，创新 3C 专卖业态实现高效扩张；2) 收购匡时国际进军拍卖行业，兼具稀缺性、高成长性，未来渠道下沉、电商模式创新、艺术品资产管

徐闻

联系人
xuwen@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

理及其他文化产业延伸是看点；3）依托国采支付牌照，及 3C 零售、匡时国际客户群体和消费场景，未来在供应链、消费金融和艺术品金融领域具有较大的发展潜力；4）大股东三胞集团产业布局消费、金融、健康医疗三大领域，集团内部资源整合步伐加速，未来有望在渠道、客户群、大数据和金融服务等领域实现共享。目前公司价格接近定向发行收购匡时国际的交易价格（12.97 元），较配套定增融资价格倒挂（16.08 元），具有较强的安全边际。**首次覆盖给予增持评级，目标价 17.9 元！**

风险

后续并购/定增完成存在不确定性或推进进度低于预期；艺术品拍卖领域再遇冷，匡时国际业绩不及预期。

内容目录

一、三胞集团成员企业，领先的 3C 连锁零售商	5
1.1 公司介绍	5
1.2 大股东资源丰富，业务布局消费、大健康、金融领域	5
1.3“核心主业+金融投资”双轮驱动，业绩稳定增长	6
二、新奇特产品引领业态创新，O2O 提升场景化能力	8
2.2 收购万威国际，打造新奇特产品一体化产业链	9
2.3 大数据、O2O 助力构造消费场景，拓展消费金融	10
三、收购国内第三大拍卖行，深耕艺术品拍卖/电商/金融领域	11
3.1 27 亿收购匡时国际，成为 A 股首家上市拍卖行	11
3.2 艺术品拍卖行业：短期波动不改长期蓬勃趋势，寡头格局已成	11
3.3 匡时国际深耕书画领域，市场竞争力强劲	15
3.4 渠道下沉、电商创新和资本助力匡时跨越式增长	16
四、盈利预测及投资建议	18
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构图	5
图表 3：三胞集团产业布局	6
图表 4：营业收入保持稳定增长	6
图表 5：净利润增速处于较好水平	6
图表 6：公司业务结构	7
图表 7：公司毛利结构	7
图表 8：投资收益持续增长	7
图表 9：公司持有金融资产市值预测超过 40 亿元	7
图表 10：线下传统 3C 品类均出现销量下滑	8
图表 11：B2C 市场 3C 数码家电品类保持高增长	8
图表 12：智能可穿戴市场规模处于高速增长期	8
图表 13：公司门店差异化定位	9
图表 14：公司未来开店计划	9
图表 15：Brookstone 门店	9
图表 16：新奇特产品吸引人流	9
图表 17：万威国际创意产品	10
图表 18：万威国际创意产品	10
图表 22：匡时国际估值情况对比	11
图表 23：艺术品拍卖成交额出现下滑	11
图表 24：流拍率持续上升	11

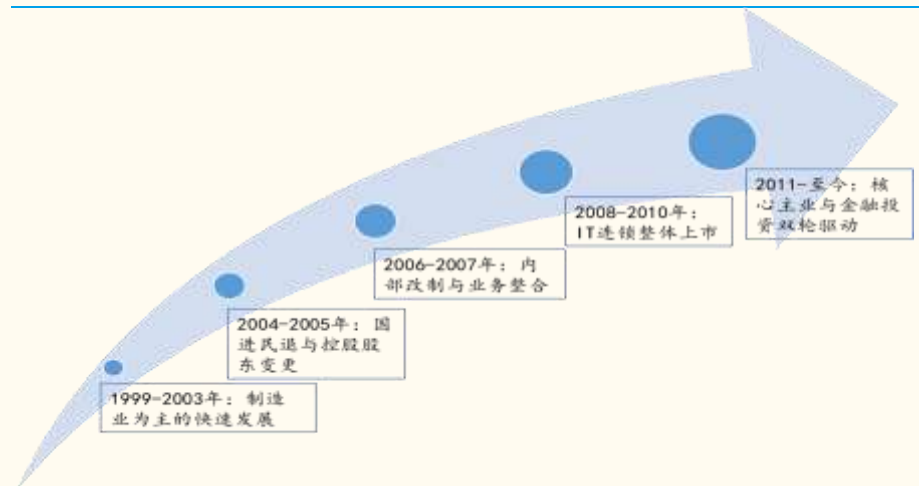
图表 25: 2015 年春/秋拍艺术品成交数量及专场数量均出现下降	12
图表 26: 2014 年拍品成交件数构成	12
图表 27: 2014 年拍品成交额构成	12
图表 28: 近五年艺术品拍卖市场结构变化	12
图表 29: 拍卖行业流程图	13
图表 30: 主要拍卖行未付款率居高不下	13
图表 31: 其他应收款占总资产比重较高	13
图表 32: 世界文物艺术品拍卖行业市场竞争格局	14
图表 33: 2014 年行业竞争格局	14
图表 34: 网上拍卖日趋火热	15
图表 35: 全球 70% 艺术品成交价在 4000 美元以下	15
图表 36: 匡时国际经营模式	15
图表 37: 匡时国际经营情况	16
图表 38: 书画是营收主要构成	16
图表 39: 2015 年主要城市艺术品拍卖市场份额	16

一、三胞集团成员企业，领先的 3C 连锁零售商

1.1 公司介绍

公司于 1997 年由宏图集团等五家公司共同发起设立，1998 年在上交所上市，初期以制造业为主。2005 年，宏图集团将股权全部转让给三胞集团及中森泰富，公司实际控制人由此变更为袁亚非。经历十余年的发展，公司成为集零售连锁、电子制造、互联网金融、地产开发四大主业加金融股权投资的综合类大型上市公司。

图表 1：公司发展历程



来源：国金证券研究所

1.2 大股东资源丰富，业务布局消费、大健康、金融领域

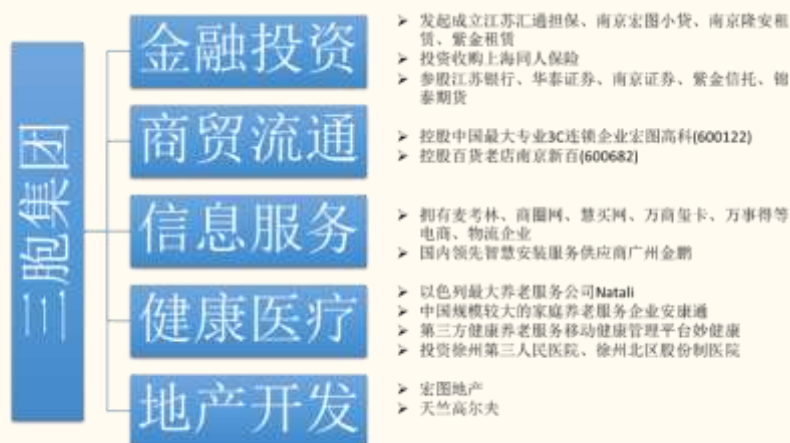
截至 2016 年一季度，控股股东三胞集团持有公司 2.48 亿股，持股比例 21.6%。三胞集团是一家以信息化为特征、以现代服务业为基础的大型民营企业集团，构建“金融、健康、消费”三大产业。集团现拥有宏图高科、南京新百（600682.SH）、万威国际（0167.HK）、金鹏源康（新三板 430606）、富通电科（新三板 837438）等多家上市公司，以及宏图三胞、乐语通讯、宏图地产、广州金鹏、中国新闻周刊、麦考林、拉手网、商圈网、英国 House of Fraser、美国 Brookstone、以色列 Natali 等国内外重点企业。集团总资产和年销售总额均已突破 1000 亿元，连续第 12 年入围“中国企业 500 强”（第 160 名）。

图表 2：公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：三胞集团产业布局



来源：公司官网，国金证券研究所

1.3“核心主业+金融投资”双轮驱动，业绩稳定增长

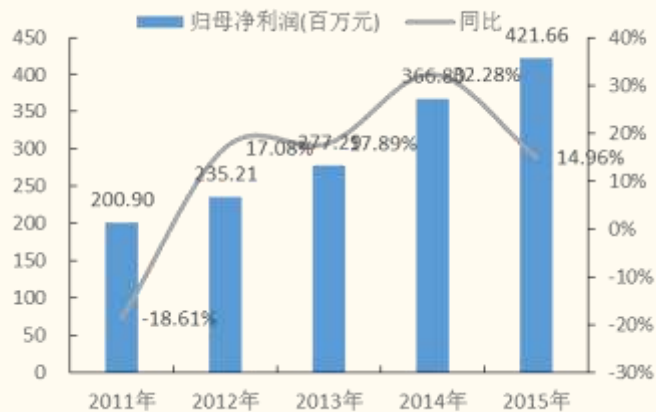
公司经营持续向好，业绩保持稳定增长。从近五年经营情况来看，公司营业收入保持稳定增长态势。2015年，公司实现营业收入187亿元，同比增长7.11%，实现归母净利润4.22亿元，同比增长14.96%。

图表 4：营业收入保持稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：净利润增速处于较好水平



来源：公司公告，国金证券研究所

公司立足于 3C 连锁主业，确定“核心主业+金融投资”的战略定位。公司旗下业务主要包括电子商贸(3C 连锁销售)、互联网金融、工业制造(光电、铜加工、计算机、打印机)、房地产四大板块。其中，3C 连锁销售占据 80%以上的营收份额，60%左右的毛利；工业制造占比较为稳定，营收占比 15%左右，贡献 25%的毛利；房地产占比较小，待项目销售完后将退出该领域。

布局优质金融资产，投资收益丰厚。公司在大力发展核心主业的基础上，通过收购、参股方式完成各类优质金融资产的布局。截至 2015 年底，公司持有江苏银行 1 亿股，持股比例为 0.96%；持有锦泰期货 9000 万股，占比 20.41%；公司认缴出资农银无锡股权投资基金 1 亿元，占 3.23%。此外，公司还持有江苏金苏证投资发展有限公司 3.28%的股权、恒泰保险经纪有限公司 1.69%的股权；公司发起设立南京市宏图科技小额贷款公司，出资 1.2 亿元，持股比例为 40%。我们预计公司目前持有的金融资产市值超过 40 亿元。

受益资本市场的火热，公司投资业务 2014-2015 年分别实现 1.41、2.33 亿元净收益。

图表 6：公司业务结构



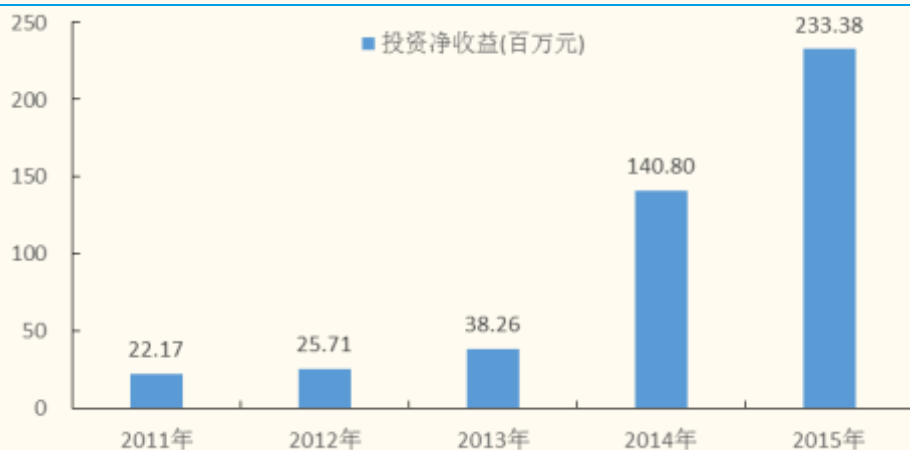
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司毛利结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：投资收益持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司持有金融资产市值预测超过 40 亿元

股权投资	持股数量/比例	股价(元/股)	市值预测(亿元)
华泰证券	1.37 亿股	18.3	25.07
江苏银行	1 亿股		10
锦泰期货	20.41%		2.2
万威国际	50.5%		3.35
合计			40.62

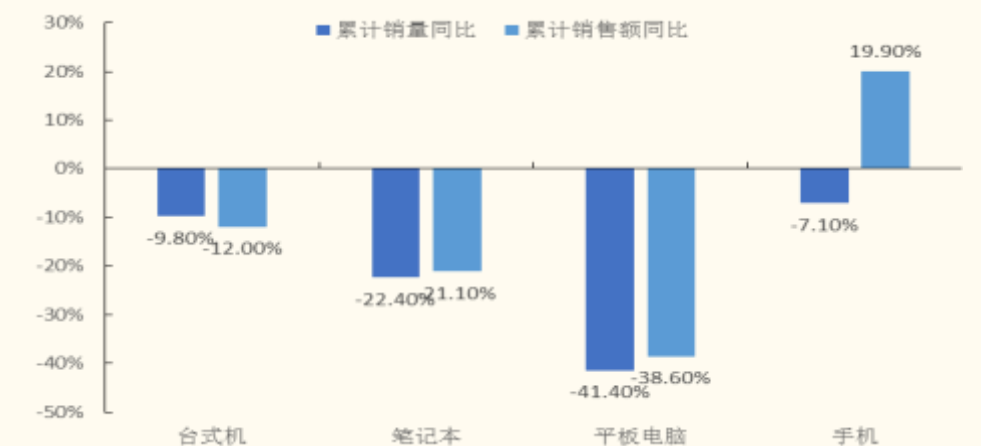
来源：公司公告，国金证券研究所；选取 6 月 27 日收盘价，人民币兑港币汇率 1.1753 元

二、新奇特产品引领业态创新，O2O 提升场景化能力

2.1 新奇特产品为牵引，引领公司业态转型

在电商的猛烈冲击下，3C 产品作为标准化程度极高的品类，市场份额不断被电商侵蚀，传统线下 3C 专卖业态面临考验。除了智能手机设备，线下台式机、笔记本、平板电脑等主要 3C 品类销量及销售额均大比例下滑。同时，定位于快时尚、体验化、智能化的新奇特产品成为 3C 品类新的增长点，可穿戴设备、移动摄像头、无人机等创新产品的销售增速都在 100% 以上。公司确定引入新奇特产品的重点发展策略，积极调整产品结构，推动业态转型。

图表 10：线下传统 3C 品类均出现销量下滑



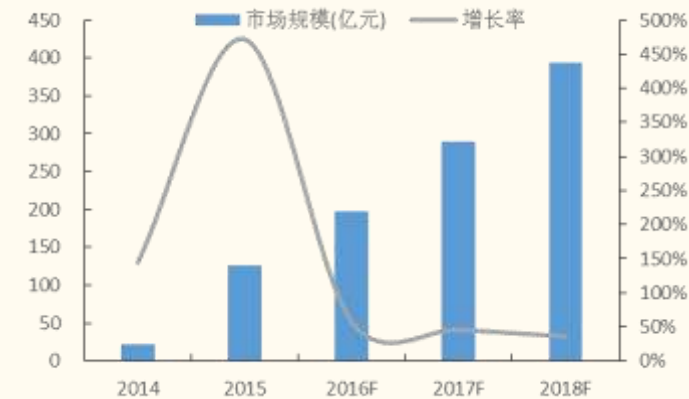
来源：GFK，国金证券研究所

图表 11：B2C 市场 3C 数码家电品类保持高增长



来源：易观智库，国金证券研究所

图表 12：智能可穿戴市场规模处于高速增长期



来源：易观智库，国金证券研究所

门店差异化定位，定增加速网点扩张。经过半年多的构建，公司基本覆盖智能家庭（包括家庭娱乐、家庭安防、智能家居产品）、健康运动（包括健康医疗、智能穿戴产品）等新奇特产品，形成较为全面的产品序列。目前，公司已获得乐视电视、小米盒子、天猫魔盒、微软 XBOX 等新兴智能家电零售商的资质；陆续完成机器人、无人机、智能穿戴、智能生活等新奇特产品的导入。

在渠道覆盖上，公司分品牌实施门店差异化定位，关闭低效店，新开转型店。截至 2015 年底，公司门店总数达到 456 家。未来，将利用募集资金 5.2 亿用于在一、二线城市发展 100 家以新奇特产品为主的转型店，实现地面网点的迅速扩张。随着新奇特产品结构的逐步完善和铺货率提升，新店的单点产出、培育水平将较老店有较大提升，成为新的利润增长点。

图表 13：公司门店差异化定位

	PC MALL	宏图三胞	机场/高铁店
门店面积 (m²)	-	200-500	50-100
门店定位	■ 原址不变，关闭低效店 ■ 传统3C店，不设BST VI，只销售新奇特产品 ■ 新奇特产品占比10-15%	■ 一二线城市核心商圈新开或改造原址门店 ■ 新奇特产品占比30-50%	■ 一二线城市机场、高铁站新开 ■ BST品牌店，新奇特产品零售店 ■ 新奇特产品占比100%

来源：公司调研，国金证券研究所

图表 14：公司未来开店计划

区域	新店计划	其中：旗舰店	面积(平方米)
华东	40	22	24000
华中	15	6	9000
西南	10	6	6000
华北	25	13	15000
华南	10	5	6000
总计划	100	52	60000

来源：公司公告，国金证券研究所

借力 Brookstone，打造场景化、体验式消费。随着技术进步和消费升级，消费者愈发重视精神层面的购物体验，单纯作为产品销售的实体门店已无法吸引消费者，场景体验及服务提供成为实体门店未来发展的趋势。

2014 年 6 月，三胞集团收购美国新奇特产品连锁企业 Brookstone。后者是有着 50 年历史的美国专业的新奇特产品零售商，供应各种功能多、质量好、设计独特新奇、在市面上较难找的消费产品，其店面采用互动、体验式的销售模式。通过集团内部资源共享，公司 3C 连锁业务有望借鉴 Brookstone 先进经验，在产品、门店、服务、供应链、全渠道进行改良，以此满足客户多样性、专业性的产品体验与消费需求，增强客户粘性，提升盈利能力。

图表 15：Brookstone 门店



来源：互联网，国金证券研究所

图表 16：新奇特产品吸引人流



来源：互联网，国金证券研究所

2.2 收购万威国际，打造新奇特产品一体化产业链

收购万威国际，引入新奇特自有品牌。2015 年 3 月，公司收购香港上市公司万威国际 50.5% 的股权。万威国际成立于 1977 年，主要经营时尚生活电子产品的设计、研发、制造及销售，被誉为时尚生活产品领域的领导者，旗下自主品牌有欧西亚等，其儿童平板、运动可穿戴设备、智能手环、便携式气象仪等产

品行销全球。通过收购万威国际，公司深度介入新奇特产品产业链上游，获得领先的产品研发及生产能力，打造研发、生产、品牌和销售的一体化平台。

图表 17：万威国际创意产品



来源：互联网，国金证券研究所

图表 18：万威国际创意产品



来源：互联网，国金证券研究所

2.3 大数据、O2O 助力构造消费场景，拓展消费金融

围绕 O2O 项目在进行大数据布局，以期完善场景构建，提升门店经营效率，是新奇特战略的进一步深化。传统零售业态做不到单品管理，可搜集的数据也较为粗糙，很难上游进行品类/品牌结构调整。但对于公司来说，拥有新奇特产品上游生产和品牌一体化布局，O2O 全渠道和客户大数据的搜集，能够记录和分析客户的个人信息、行为及偏好，对于指导上游生产、品类调整和门店转型起到积极作用。截至 2015 年底，公司共有会员约 342 万人，全年会员实现销售收入占公司全年总销售的 26%，具有较大挖潜空间。

借助丰富线下资源，拓展互联网/消费金融业务。公司于 2015 年 8 月，与深圳市国采支付科技有限公司股东签署股权转让协议，收购国采支付 100%的股权。国采支付成立于 2009 年，2014 年获得中国人民银行颁发的全国性第三方支付牌照，2015 年推出了支付平台“天付宝”，是一个集成互联网支付、移动支付和固话支付等多元化支付方式的综合性支付平台。

随着网购增速的下降，第三方支付的增速也趋于下行，商业 O2O 有望接力网购，成为第三方支付的持续发展动力。公司线下零售店面沉淀了充足的线下资源，嵌入国采支付，有望将闲置流量资源导入国采支付，能在信息流、支付流、供应链物流、资金流等领域积累了大量数据，为发展消费金融、第三方理财等金融业务奠定了基础。此外，依托三胞集团丰富的电商、百货资源以及乐视控股等合作伙伴的支持，公司消费金融业务有望走出公司自身体系，获得更广阔的发展空间。

三、收购国内第三大拍卖行，深耕艺术品拍卖/电商/金融领域

3.1 27 亿收购匡时国际，成为 A 股首家上市拍卖行

2016 年 4 月 11 日，公司发布发行资产购买预案，拟发行股份作价 27 亿购买匡时国际 100% 的股权（交易对价 12.97 元/股），交易对手方承诺匡时国际 2016 年度、2017 年度、2018 年度归母净利润不低于 1.5 亿元、2 亿元、2.6 亿元。

同时，本次交易拟募集配套资金 15 亿元（价格 16.08 元/股，锁定三年），投入增设分子公司，艺术电商等项目，研发通用电子商务平台产品。募集对象为实际控制人袁亚非先生和新理益集团董事长刘益谦（各参与 7.5 亿元）。值得注意的是，刘益谦是国内著名的艺术品收藏家，也是匡时国际的前五大客户之一，高价参与定增体现了刘益谦对匡时国际业务平台的看好，也有利于核心客户的长期稳定。

从交易估值来看，公司收购匡时国际对应 2015 年市净率 7.4X，市盈率 22.1X，2016 年动态市盈率 18.0X。对比在香港上市的中国艺术品拍卖龙头保利文化、美国上市的全球巨头苏富比，考虑到业务规模、成长性及不同市场流动性差异，我们认为收购价格较为合理。

图表 19：匡时国际估值情况对比

	营业收入	净利润	市净率（静态）	市盈率（静态）	市值
匡时国际	2.41	1.19	7.44	22.13	27.00
保利文化	25.08	2.38	0.99	15.20	43.15
苏富比	9.61	0.44	2.57	36.32	15.88

注：市盈率、市净率均取自 6 月 27 日收盘数据；匡时国际、保利文化单位为亿元人民币，苏富比单位为亿美元

来源：Wind，国金证券研究所

3.2 艺术品拍卖行业：短期波动不改长期蓬勃趋势，寡头格局已成

自 2008 年开始，在高净值人群的迅速扩容下，艺术品拍卖市场出现爆发式增长，由 2008 年的 91 亿暴增至 2011 年的 576 亿元，此后年成交额稳定在 300 亿左右。2015 年，受经济持续低迷及证券市场震荡影响，部分高净值人群财富缩水；此外，随着市场遇冷，部分卖家产生惜售心理，进入市场的艺术品数量有所减少。在两方面因素共同影响下，2015 年艺术品拍卖市场规模略有下滑。

图表 20：艺术品拍卖成交额出现下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：流拍率持续上升



来源：《TEFAF2016 全球艺术市场报告》，国金证券研究所

图表 22：2015 年春/秋拍艺术品成交数量及专场数量均出现下降



来源：Wind，国金证券研究所

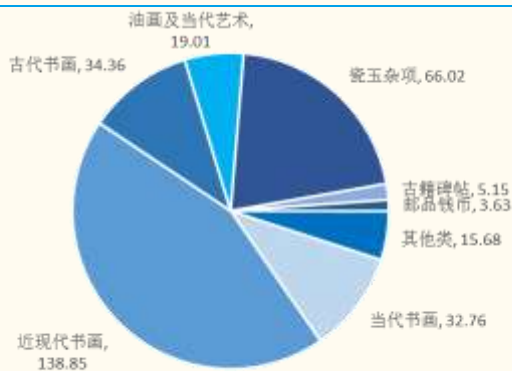
书画/瓷玉占据艺术品拍卖市场主要份额。从 2014 年艺术品拍卖市场板块构成来看，书画无疑是市场的绝对主导力量，中国书画(当代/近现代/古代)成交额为 205.96 亿元，占市场总额的 65.29%；瓷玉杂项紧随其后，占据 20.93%的份额，再次是油画和当代艺术。

图表 23：2014 年拍品成交件数构成



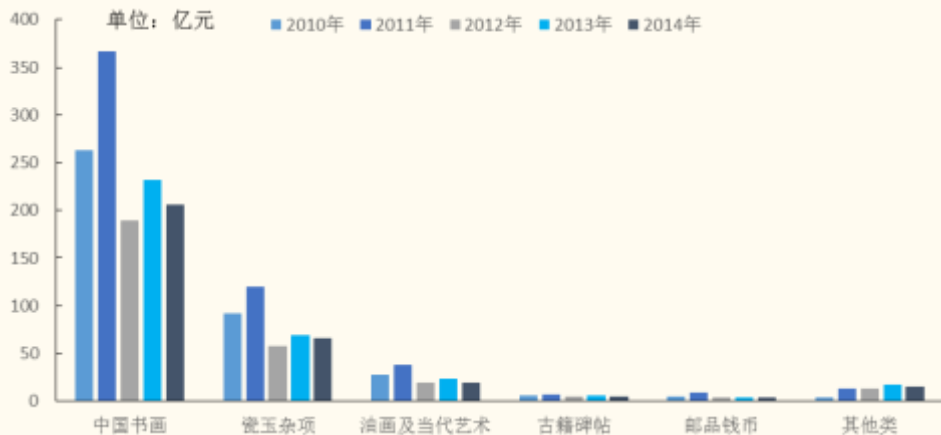
来源：《2014 中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，国金证券研究所

图表 24：2014 年拍品成交额构成



来源：《2014 中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，国金证券研究所

图表 25：近五年艺术品拍卖市场结构变化



来源：《2014 中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，国金证券研究所

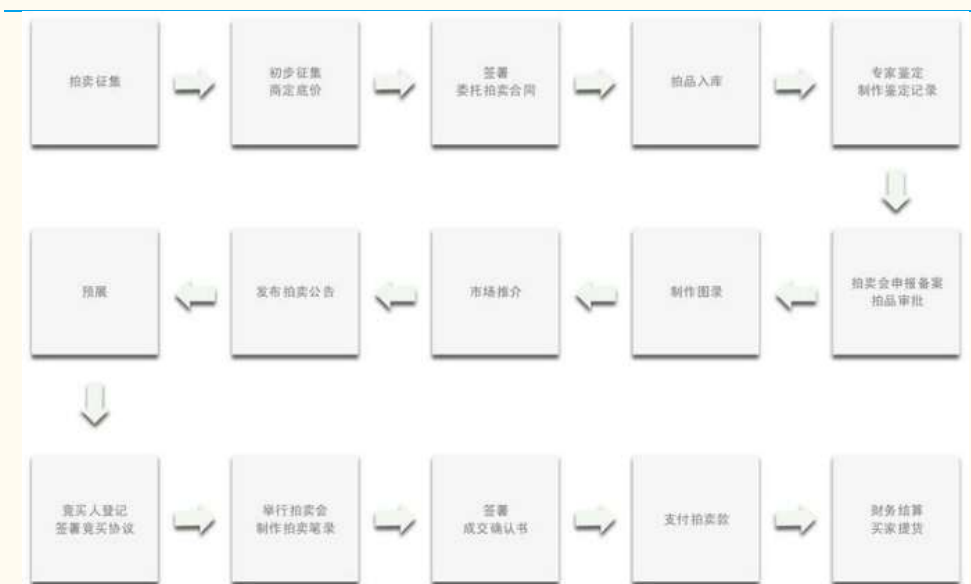
拍品征集能力是拍卖行核心竞争力

在世界范围内，艺术品拍卖的模式大同小异，主要是拍品征集、拍品鉴定、市场推介、预展拍卖几个环节。核心是打造链接供给、需求双方的交易平台，一面征集到高品质的拍品，另一面是聚焦足够多而活跃的竞买方。艺术品是卖方市场，高端拍品的供给决定需求，竞买者倾向于收藏名人出品、价值稳定的艺术品，而且最好是在长时间内未出现在市场的作品。因此，持续说服收藏家提供优质作品，是决定拍卖行竞争力的关键。

专业性、交易活跃度、资本实力是收藏家选择拍卖行的考量因素。对收藏家而言，拍品以尽可能高的价格成交以及尽快收到钱款是最关注的问题，专业且具有较大活跃客户规模、市场推介能力、品牌实力的拍卖行是首选，此外钱款垫付能力也非常重要。

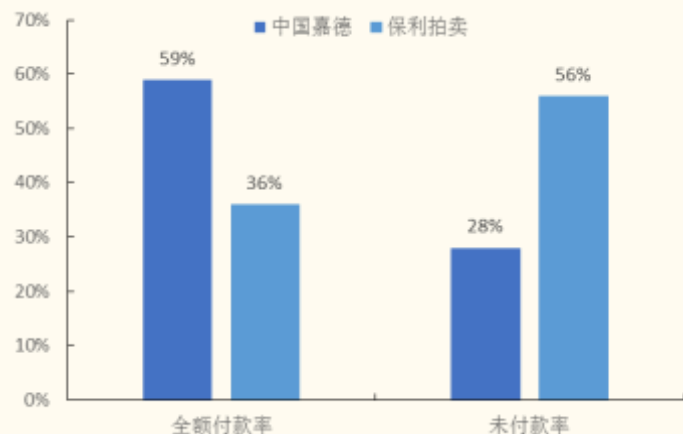
拍卖行为征集到更多优质的拍品，通常会提前向部分优质委托人预付部分拍品款。垫付款主要分为两类，一类是拍品成交前，向委托人预付部分钱款，另一类是成交后，先向委托人垫付拍品款。与之相对，中国艺术品延迟付款或不付款现象高发。以千万拍品未付款情况来看，中国嘉德、保利拍卖、匡时国际均面临较多的延期付款或未付款现象。在行业寒冬期，拍卖行为征集优质拍品需付出更大努力，且不付款现象有所加剧，拍卖行将承受更大的资金压力。

图表 26：拍卖行业务流程图



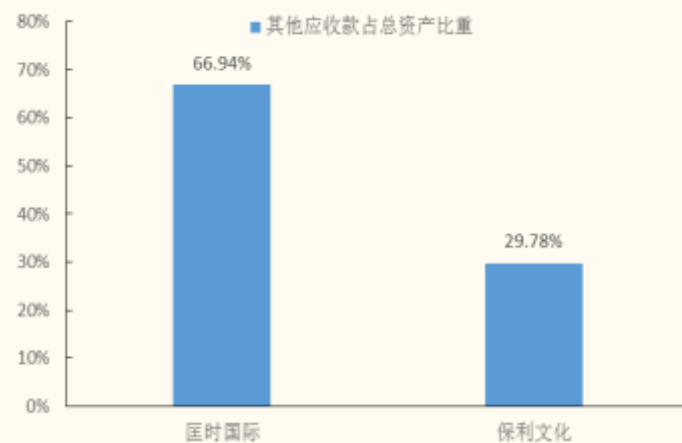
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：主要拍卖行未付款率居高不下



来源：《TEFAF2016 全球艺术市场报告》，国金证券研究所

图表 28：其他应收款占总资产比重较高



来源：公司公告，国金证券研究所

行业强者恒强，前三大龙头地位稳固

拍卖业务的平台属性和资本密集属性，使得具有规模、资金和品牌优势拍卖行更容易逆势扩张，市场格局呈现更为明显的“二八特征”。目前我国拍卖行业市场集中度较高，从 2014 年数据来看，TOP5 市占率在高达 57%（我们预计 2015 年合计市占率达到 70%-80%），排名 6-20 位企业市占率 19.48%，排名 21-40 位企业市占率仅 9.64%。北京保利、中国嘉德、匡时国际是中国艺术品拍卖行业的第一梯队。

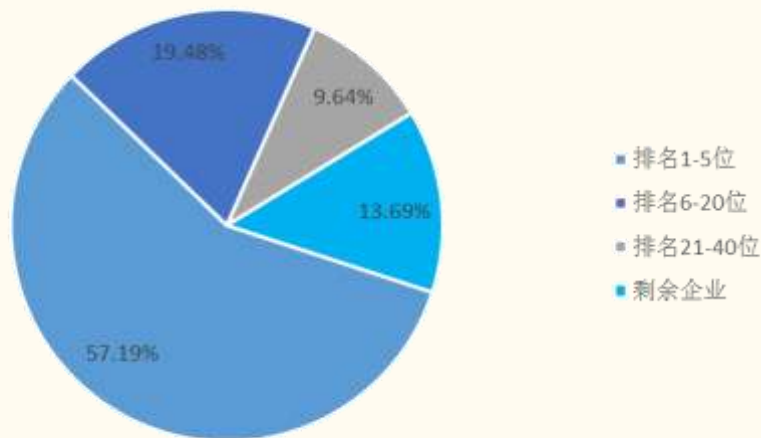
根据 AMMA《2015 年度艺术市场报告》，2015 年中国市场份额 30.19%，仅次于美国，是世界第二大艺术品市场。从全球前十名艺术拍卖行来看，中国背景拍卖行就占有 6 席，分别是保利拍卖、中国嘉德、匡时国际、西泠印社、上海嘉禾、北京瀚海。

图表 29：世界文物艺术品拍卖行业市场竞争格局

序号	拍卖公司	总成交额(美元)	拍出质数(件)
1	佳士得	4,968,338,763	19,238
2	苏富比	4,570,332,893	14,805
3	保利拍卖	833,136,882	9,922
4	中国嘉德	553,020,191	7,695
5	菲利普斯	397,524,395	3,311
6	匡时国际	294,044,650	3,720
7	西泠印社	199,486,812	3,140
8	上海嘉禾	160,679,547	1,893
9	北京瀚海	147,791,657	4,492
10	邦瀚斯	143,121,888	8,949

来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：2014 年行业竞争格局



来源：《2014 中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，国金证券研究所

行业方兴未艾，艺术品投资/电商有望成行业发展新动力

中国艺术品拍卖市场发展时间较短，从 20 世纪 90 年代起步，至今仅 20 多年。与成熟的海外市场相比，国内拍卖行的客户群体更为小众，目前紧密参与艺术品拍卖的竞买者仅有 1 万人左右。在西方国家，中上收入阶层对艺术品鉴赏、收藏的普及度更高，80%的富人都有收藏艺术品。此外，海外大型企业也自建博物馆，作为社会慈善的一部分，目前国内企业开始出现类似趋势，但参与比

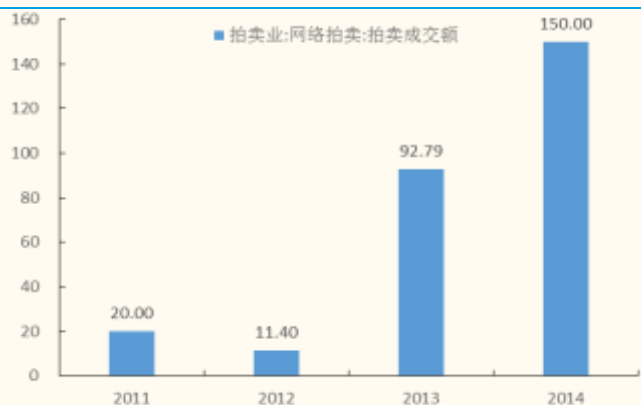
例仍非常低。在高净值个人/企业参与率提升趋势下，国内艺术品市场仍有非常大的增长潜力。

艺术品投资收益稳定，是资产管理组合的重要部分。在中国，艺术品投资极少进入普通投资者的投资组合，其保值增值功能尚未被市场充分认识。根据《财富》杂志的数据，艺术品相较股票、房地产而言，一直保持平稳或直线上升趋势，成为最抗跌的投资产品。未来，随着中高收入人群持续扩容及艺术品认可程度提升，艺术品投资有望成为行业主要需求来源。

中低端市场获关注，电商渠道提供低成本推介模式。在中国艺术拍卖发展的前十年，市场以收藏需求为主导，后伴随竞买者群体数量的扩大，大众艺术需求逐步火热。目前，中国艺术品拍卖 90%以上的拍品是 50 万以下，平均价位在 3 万左右。

艺术品推介投入成本较大，中低端产品由于收益微薄，过去一直不被拍卖行重视。随着互联网时代的到来，电商渠道的渗透有望降低行业运营成本，使中低端艺术品拍卖市场进一步扩容：一方面电商平台可以大大提升客户覆盖面、降低营销费用；对客户而言，更低的佣金也降低了艺术品投资的门槛。

图表 31：网上拍卖日趋火热



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：全球 70% 艺术品成交价在 4000 美元以下

作品件数占比	成交金额在以下
100%	1 亿 7936.5 美元
90%	19320 美元
80%	6875 美元
70%	3595 美元
60%	2050 美元
50%	1234 美元
40%	768 美元
30%	488 美元
20%	292 美元
10%	149 美元

来源：《TEFAF2016 全球艺术市场报告》，国金证券研究所

3.3 匡时国际深耕书画领域，市场竞争力强劲

匡时国际作为国内领先的艺术品拍卖公司，其主要业务模式是接受客户的委托，并通过对拍品的甄别，信息整理，价值发现和向社会精准营销策划，经由艺术品拍卖活动撮合委托方和购买方成交，并通过向委托方和购买方收取佣金实现收入（平均佣金率 15%左右）。

图表 33：匡时国际经营模式



来源：公司公告，国金证券研究所

深耕书画领域，匡时国际业绩逆势成长。2015 年，在整个艺术品拍卖行业趋于萎缩的现状下，公司营业收入仍保持正增长，净利润水平持续提升。2016 年春拍，公司成交金额达 25.58 亿元，较上年春拍 10.8 亿元增长近 150%。

从业务构成来看，匡时国际主要以拍卖中国古代、近现代书画，瓷玉杂项、当代水墨、珠宝尚品、现当代油画、雕塑等艺术品为主，其中书画占比高达 82.46%，是营收主要来源。

图表 34：匡时国际经营情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：书画是营收主要构成



来源：公司公告，国金证券研究所

匡时国际市场竞争力强劲，团队能力/专注细分市场是核心优势。

- 1) 拍卖行业由于自身的特殊性，品牌认可度对委托方和竞买方影响颇大。匡时国际管理层行业经验丰富，董事长在业内颇具影响力和号召力，助力拍卖行征集优质拍品及聚拢潜在竞买方。
- 2) 强劲的文化营销能力和书画征集能力是公司领先其他同梯队拍卖行的核心竞争力。由于书画收藏门槛较高、人群较为稳定，公司经过多年深耕，深入挖掘文物艺术品的文化内涵，满足客户差异化需求，以专业性的服务获取客户信任，在书画这一细分市场形成稳固优势。

3.4 渠道下沉、电商创新和资本助力匡时跨越式增长

匡时国际作为国内第三大艺术品拍卖行，在上市公司资本助力下，有望从规模增长、异地铺点、艺术品电商、艺术品金融四个方面提升市场占有率，探索新利润增长点。

随着行业进入调整期，中小拍卖行将退出舞台，匡时国际等市场龙头将继续受益市场集中度提升进程。北京艺术品成交额市场占比仅有 42%，此外香港、上海、广州、杭州等城市也较为活跃。目前公司拍卖会只在北京举办，下一步将借助上市融资支持走向全国。凭借匡时国际在艺术品领域积淀的资源以及书画专业性，有望迅速在全国范围内打开局面，提升市场占有率。

图表 36：2015 年主要城市艺术品拍卖市场份额

城市	总成交额(百万美元)	市场份额	城市	总成交额(百万美元)	市场份额
北京	2042.8	42.04%	南京	159.2	3.28%
香港	1157.2	23.82%	天津	70.3	1.45%
上海	440.3	9.06%	台北	68.1	1.40%
广州	298.8	6.15%	济南	63.9	1.31%
杭州	222.5	4.58%	郑州	51.7	1.06%

来源：《TEFAF2016 全球艺术市场报告》，国金证券研究所

打造艺术品电商，成为传统拍卖模式的重要补充。公司拟定增投入 2.7 亿元用于匡时国际艺术电商项目。目前 50 万以下的拍品从数量看，占到匡时国际拍卖份额的 70%，5 万以下拍品成交额也在 7000-8000 万之间，未来这一部分中低端拍品具有电商化的潜力。如前所述，互联网化和电商渠道的渗透有望降低拍卖行业运营成本，使中低端艺术品拍卖市场进一步扩容，发展前景广阔。公司打造艺术品电商，顺应了行业未来发展趋势，有望打造新的利润增长点。

艺术品存在较强融资/资产管理需求，公司有望介入艺术品金融服务蓝海。艺术品是奢侈品的顶级形态，存在长尾、价值高、周转慢等特性，行业重资产属性明显。受制于艺术品的独特属性，不论是拍卖行还是竞买者都感受到沉重的资金压力，拍卖行在日常经营中需要向收藏夹预付拍品款，竞买者需短期内筹措大笔资金。此外，艺术品行业的特殊性，也要求提供更专业的金融服务，对拍卖行而言，不仅要求更低的结算成本、更安全、便捷的结算体验，还需要为海外竞买者提供良好的跨境结算服务；对竞买者而言，艺术品作为专业性极强的拍品，需要竞买者具备较高的鉴别能力，竞买者希望获得诸如艺术品品鉴培训、市场走向及投资分析、艺术品保管等增值服务。我们认为匡时国际具备专业化的服务能力，而公司以国采支付为核心的金融服务体系已初见雏形，两者在未来有望实现结合，将文化金融服务内容嵌入公司综合金融服务平台中，竞逐艺术品金融蓝海市场。

四、盈利预测及投资建议

核心假设

- 1、预测公司资产购买及定增事项在 2016 年三季度末完成；
- 2、公司新奇特战略转型自 2016 年开始初显成效，毛利率逐步提升；
- 3、匡时国际业绩不低于承诺净利润；
- 4、预测公司 2016-18 年分别实现投资净收益 1.5、1.5、1 亿元；
- 5、暂不考虑其互联网金融、消费金融等创新业务的业绩贡献。

盈利预测及估值

根据以上假设，我们预计公司 2016 年仍处于转型期，2017-18 年受艺术品拍卖及新奇特战略拉动，进入快速增长期，三年收入增速分别为 13.2%、14.1%、12.0%，净利润增速 23.3%、26.2%、17.6%。我们预测 16-18 年 EPS 分别为 0.45、0.57、0.67 元，考虑到并购及定增摊薄，当前市值对应 PE 分别为 38X、30X、26X。

投资建议

我们认为公司的核心投资价值在于：

- 1) 布局受益消费升级、高成长性的新奇特产业链，创新 3C 专卖业态实现高效扩张，O2O 模式提升客户体验、增强会员黏性。
- 2) 收购匡时国际进军拍卖行业，兼具稀缺性、高成长性，未来在渠道下沉、电商模式创新、艺术品资产管理及其他文化产业投资上具有很强的延展性。
- 3) 依托国采支付牌照，及 3C 零售业务、匡时国际对高净值人群、中高收入群体的广泛、深度覆盖，未来在供应链、消费金融和艺术品金融领域具有较大的发展潜力。
- 4) 大股东三胞集团产业布局消费、金融、健康医疗三大领域，集团内部资源整合步伐加速，未来有望在渠道、客户群、大数据和金融服务等领域实现共享，融入三胞集团的产业生态圈。

综上，我们看好公司在新奇特零售业态、艺术品拍卖、消费/艺术品金融业务等领域的布局。目前公司价格接近定向发行收购匡时国际的交易价格（12.97 元），较配套定增融资价格倒挂（16.08 元），具有较强的安全边际。首次覆盖给予增持评级，目标价 17.9 元（对应 2017 年 40X PE）。

五、风险提示

- 1、后续并购/定增完成存在不确定性或推进进度低于预期。
- 2、艺术品拍卖领域再遇冷，匡时国际业绩不及预期。
- 3、消费大幅下行，3C 零售业务低迷。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	15,915	17,472	18,714	21,188	24,164	27,057
增长率		9.8%	7.1%	13.2%	14.0%	12.0%
主营业务成本	-14,321	-15,872	-17,126	-19,393	-21,976	-24,521
%销售收入	90.0%	90.8%	91.5%	91.5%	90.9%	90.6%
毛利	1,594	1,600	1,589	1,796	2,189	2,535
%销售收入	10.0%	9.2%	8.5%	8.5%	9.1%	9.4%
营业税金及附加	-79	-221	-128	-106	-121	-135
%销售收入	0.5%	1.3%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-634	-464	-518	-614	-797	-893
%销售收入	4.0%	2.7%	2.8%	2.9%	3.3%	3.3%
管理费用	-253	-260	-341	-403	-532	-595
%销售收入	1.6%	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	629	656	601	673	739	912
财务费用	-258	-271	-300	-18	3	34
%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-9	2	-17	-11	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	38	141	233	150	150	100
%税前利润	8.8%	26.2%	44.6%	18.8%	16.8%	9.5%
营业利润	400	528	518	794	890	1,045
营业利润率	2.5%	3.0%	2.8%	3.7%	3.7%	3.9%
营业外收支	36	9	5	3	3	3
税前利润	437	537	523	797	893	1,048
利润率	2.7%	3.1%	2.8%	3.8%	3.7%	3.9%
所得税	-128	-136	-119	-263	-223	-262
所得税率	29.3%	25.2%	22.8%	33.0%	25.0%	25.0%
净利润	309	402	404	534	670	786
少数股东损益	31	35	-17	14	14	14
归属于母公司的净利润	277	367	422	520	656	772
净利率	1.7%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	309	402	404	534	670	786
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	111	78	119	79	76	83
非经营收益	177	175	114	-445	-32	-15
营运资金变动	-192	-244	-123	909	-342	-435
经营活动现金净流	405	410	514	1,076	372	419
资本开支	17	-32	-44	-48	-126	-97
投资	-165	-372	195	-1	0	0
其他	97	27	81	150	150	100
投资活动现金净流	-50	-377	232	101	24	3
股权募资	18	23	58	0	0	0
债权募资	589	1,247	677	225	-500	-499
其他	-264	-322	-354	-134	-271	-238
筹资活动现金净流	343	947	381	92	-771	-737
现金净流量	698	980	1,126	1,268	-375	-315

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,577	4,557	5,684	6,952	6,577	6,262
应收账款	1,358	1,401	1,370	1,757	2,004	2,244
存货	3,961	3,392	3,233	3,719	4,215	4,703
其他流动资产	2,630	3,415	3,331	1,944	2,202	2,457
流动资产	11,526	12,766	13,619	14,372	14,998	15,666
%总资产	79.5%	71.6%	75.6%	76.7%	77.3%	77.9%
长期投资	2,116	4,251	3,468	3,469	3,468	3,468
固定资产	724	697	756	821	878	898
%总资产	5.0%	3.9%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%
无形资产	115	108	151	67	66	64
非流动资产	2,974	5,067	4,384	4,359	4,413	4,432
%总资产	20.5%	28.4%	24.4%	23.3%	22.7%	22.1%
资产总计	14,500	17,834	18,003	18,731	19,411	20,098
短期借款	1,958	2,406	2,107	2,400	1,900	1,400
应付款项	4,085	3,494	3,010	3,856	4,373	4,881
其他流动负债	996	1,430	2,156	1,858	2,001	2,043
流动负债	7,040	7,329	7,273	8,115	8,274	8,323
长期贷款	0	0	91	91	91	92
其他长期负债	1,375	2,201	2,398	1,900	1,900	1,900
负债	8,415	9,530	9,762	10,106	10,265	10,315
普通股股东权益	5,787	7,985	7,722	8,092	8,599	9,221
少数股东权益	298	319	519	533	547	561
负债股东权益合计	14,500	17,834	18,003	18,731	19,411	20,098

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.243	0.320	0.367	0.452	0.570	0.671
每股净资产	5.069	6.990	6.733	5.095	5.536	6.076
每股经营现金净流	0.355	0.357	0.447	0.936	0.323	0.364
每股股利	0.030	0.040	0.040	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	4.79%	4.58%	5.44%	8.87%	10.30%	11.04%
总资产收益率	1.91%	2.05%	2.34%	3.15%	3.82%	4.32%
投入资本收益率	4.76%	3.81%	3.63%	4.18%	5.13%	6.25%
增长率						
主营业务收入增长率	11.70%	9.79%	7.11%	13.22%	14.05%	11.97%
EBIT 增长率	23.94%	4.26%	-8.36%	11.89%	9.84%	23.46%
净利润增长率	17.89%	32.28%	14.96%	23.25%	26.24%	17.63%
总资产增长率	7.17%	23.19%	0.91%	4.04%	3.63%	3.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.9	18.8	17.6	19.0	19.0	19.0
存货周转天数	99.4	84.5	70.6	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	11.1	9.5	9.8	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	16.5	14.5	14.6	13.7	12.5	11.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.03%	-6.89%	-19.23%	-40.10%	-38.89%	-38.05%
EBIT 利息保障倍数	2.4	2.4	2.0	37.4	-229.2	-26.8
资产负债率	58.03%	53.35%	54.15%	61.25%	59.75%	57.74%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD