进军艺术品拍卖，新金融布局可期

宏图高科(600122)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	12.61
合理价格区间(元):	13.89-15.86

许世刚 研究员 执业证书编号：S0570512080004
025-83387508
xushigang@htsc.com

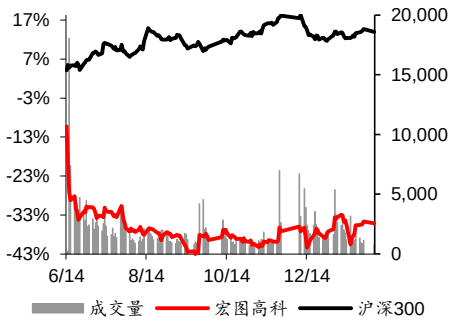
张坚 联系人 021-28972091
zhang_jian@htsc.com

丁浙川 联系人 021-28972086
dingzhechuan@htsc.com

相关研究

1《宏图高科(600122):营收稳步增长，新奇特转型效果初显》2016.08
2《宏图高科(600122):业绩符合预期，地产业务即将剥离》2013.03
3《宏图高科(600122):股权激励行权条件不高，产生费用有限》2013.03

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,154
流通 A 股 (百万股)	1,152
52 周内股价区间 (元)	11.09-17.44
总市值 (百万元)	14,550
总资产 (百万元)	18,852
每股净资产 (元)	7.12

资料来源：公司公告

"核心主业+金融投资"为战略，五大板块协同发展

经过二十多年发展，公司目前已确立了"核心主业+金融投资"的战略定位，旗下设有 3C 零售连锁、工业制造、房地产开发、金融投资、艺术品拍卖五大业务板块。其中 3C 零售连锁与工业制造业务为公司传统主业与主要收入利润来源；房地产业务公司完成在售项目后将逐渐退出；金融投资业务主要为公司所持有的部分金融公司的股权；拍卖业务则在公司收购匡时国际后成为公司的另一大业务。

3C 零售连锁：营收利润稳步增长，新奇特转型效果显现

近年来在 3C 电子产品需求增速放缓，电商冲击等不利因素的影响下，公司于 2014 年积极调整 3C 零售连锁战略，明确了宏图三胞"新奇特、高科技、互联网"的市场定位。公司一方面聚焦零售业务，加大新奇特产品导入，优化产品结构；另一方面加大信息化投入与互联网技术应用，不断提高运营效率，近年来公司 3C 零售连锁业务收入与利润均逆势增长。我们认为随着公司门店对新奇特产品的加速引入，公司 3C 零售连锁业务的收入与利润在未来几年仍将稳定增长。

收购匡时国际进军艺术品拍卖行业，业绩增长空间广阔

文物艺术品拍卖主要由高净值人群驱动，2015-2016 年间我国地产价格大幅上涨，高净值人群规模快速增加，艺术品拍卖市场将可能再次进入高度活跃期。匡时国际作为全球前十大艺术品拍卖行，具备书画领域强势、品牌影响力显著、人才专业三大优势。从 2016 年拍卖情况看，公司春拍秋拍成交额同比增速均超过 100%，为公司 2016-2017 年的业绩提供了良好支撑。此外，匡时国际计划于 2017 年起增设分支机构，开拓除北京以外的国内外艺术品拍卖市场，这将为公司业绩增长打开新空间。

依托三胞集团，宏图高科新金融布局可期

作为三胞集团"新金融"板块的核心，公司未来将依托公司及集团丰富的线下消费场景，并通过消费、支付等金融类牌照的持续收购，将公司打造成以供应链金融和消费金融为主的金融服务平台。目前公司旗下消费场景主要包括宏图三胞门店、匡时国际拍卖行，结合三胞集团旗下 Brookstone、乐语通讯、商业百货、健康养老等线下消费场景与业务，公司在新金融方向上的布局值得期待。

盈利预测与投资建议：维持公司"增持"评级

根据最新盈利预测模型，我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 4.35 /6.45/7.56 亿元，分别同比增长 3.07%/48.35%/17.32%，分业务估值后我们认为其合理价格区间为 13.89-15.86 元。公司原有主业发展稳健，拍卖业务业绩增长空间广阔，以三胞集团为依托的新金融布局初见雏形。此外，匡时国际对公司股票的买入条款将为公司股价提供一定安全边际。维持公司"增持"评级，建议投资者积极关注。

风险提示：艺术品拍卖行业景气度低迷；宏观经济增速大幅下滑。

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	17,472	18,714	20,152	22,208	24,245
+/-%	9.79	7.11	7.68	10.20	9.17
净利润 (百万元)	366.80	421.66	434.59	644.73	756.42
+/-%	32.28	14.96	3.07	48.35	17.32
EPS (元)	0.32	0.37	0.38	0.56	0.66
PE (倍)	39.13	34.04	33.03	22.26	18.98

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

宏图高科："核心主业+金融投资"为战略，五大板块协同发展.....4
3C 零售连锁：营收利润稳步增长，新奇特转型效果显现.....6
收购匡时国际进军艺术品拍卖行业，业绩增长空间广阔.....8
22 亿元收购匡时国际，股权绑定助力发展.....8
文物艺术品拍卖：主要由高净值人群推动，有望再次进入高度活跃期.....8
匡时国际：2016 年表现亮眼，拟开拓市场打开增长新空间.....10
匡时国际具备三大优势.....10
2016 年表现亮眼，春拍秋拍成交额同比增速均超 100%.....11
拟增设国内分支机构并开拓国际市场，打开公司业绩增长新空间.....12
依托三胞集团，宏图高科新金融布局可期.....13
三胞集团：公司控股股东，旗下企业众多.....13
宏图高科：金融资产丰富，投资收益丰厚.....13
线下场景丰富，公司新金融布局可期.....14
盈利预测与投资建议：维持公司"增持"评级.....15

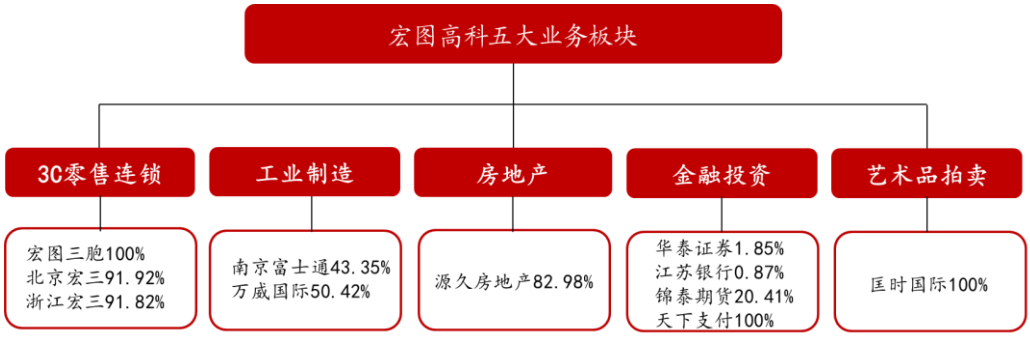
图表目录

图表 1： 公司五大业务板块 4
图表 2： 公司营业总收入（2013-2016Q3） 5
图表 3： 公司主营业务收入构成（2013-2016H1） 5
图表 4： 公司归母净利润及投资收益（2013-2016Q3） 5
图表 5： 公司主营业务毛利构成（2013-2016H1） 5
图表 6： 公司 3C 零售连锁门店数量(2011-2016H1) 6
图表 7： 公司 3C 零售连锁产品收入构成（2015） 6
图表 8： Brookstone 新奇特产品 6
图表 9： Brookstone 旗舰店 7
图表 10： Brookstone 旗舰店 7
图表 11： 3C 零售连锁业务营业收入（2013-2016H1） 7
图表 12： 3C 零售连锁业务归母净利润（2013-2016H1） 7
图表 13： 北京匡时国际拍卖有限公司股权结构图（被收购前） 8
图表 14： 购置资产的层次结构 9
图表 15： 经济周期中驱动收藏品市场的因素 9
图表 16： 中国艺术品拍卖市场成交额及增长率（2011-2015） 9
图表 17： 匡时国际主营业务构成（2015） 10
图表 18： 匡时国际古代书法专场拍卖海报 10
图表 19： 中国文物艺术品拍卖行业市场份额（2013-2015） 11
图表 20： 匡时国际所获荣誉 11
图表 21： 2016 年春季拍卖公司成交额 TOP10 11
图表 22： 2016 年秋季拍卖公司成交额 TOP10 11
图表 23： 2015 年中国大陆各地区成交拍卖数量分布 12
图表 24： 2015 年亚洲（除中国大陆）文物艺术品拍卖成交额市场份额 12
图表 25： 三胞集团战略布局 13
图表 26： 宏图高科持有金融企业股权情况 13
图表 27： 公司投资净收益（2013-2016Q3） 14
图表 28： 宏图高科历史 PE-Bands 15
图表 29： 宏图高科历史 PB-Bands 15

宏图高科："核心主业+金融投资"为战略，五大板块协同发展

江苏宏图高科技股份有限公司成立于 1997 年，由江苏宏图电子信息集团有限公司、南京有线电厂有限公司、镇江江奎集团公司、南京中软信息工程公司及江苏省电子工业技术经济开发公司五家单位共同发起设立。经过近二十年的发展，公司不断延伸业务领域，目前公司确立了"核心主业+金融投资"的战略定位，旗下设有 3C 零售连锁、工业制造、房地产开发、金融投资、艺术品拍卖五大业务板块。

图表1：公司五大业务板块



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

3C 零售连锁业务：3C 零售业务即公司电子商贸业务，经营主体为宏图三胞、北京宏三和浙江宏三，并以统一的"宏图三胞"商标自营的专业连锁门店对外经营。2015 年公司 3C 零售连锁业务实现营业收入 154.52 亿元，占公司主营业务收入的 83.58%，系公司的核心主业与传统业务。

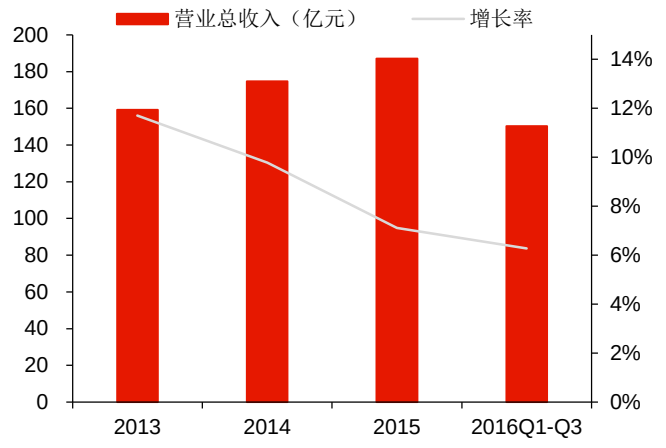
工业制造业务：公司工业制造业务主要包括光电线缆、铜材加工、通信设备、激光视听四大产业，产品主要为电缆、光缆、打印机、铜材、通信设备 P-DVD、GPS 相关产品、机顶盒、数字相框等，目前以光电线缆和打印机业务为支撑。2015 年 4 月公司收购万威国际（0167.HK）50.42%股权，将业务拓展至海外。2015 年公司工业制造业务实现营业收入 26.75 亿元，占公司主营业务收入的 14.47%，为公司第二大业务板块。

房地产业务：公司主要通过控股子公司南京源久房地产开发有限公司进行地产开发业务。宏图高科目前无在开发的地产项目，在售的地产项目仅为"宏图•上水园"（二期、三期合计约 8 万平方米），公司将于完成"宏图•上水园"房地产项目销售后退出该业务领域。

金融投资业务：截止 2017 年 2 月 3 日，公司分别持有华泰证券 1.85%股权（13247.18 万股），江苏银行 0.87%股权（10000 万股），锦泰期货 20.41%股权，天下支付 100%股权等。2015 年公司通过减持华泰证券股份产生投资收益 1.31 亿元，获得华泰证券现金红利 6870.16 万元。公司在金融投资业务上获取的投资收益已成为公司利润的重要构成部分。

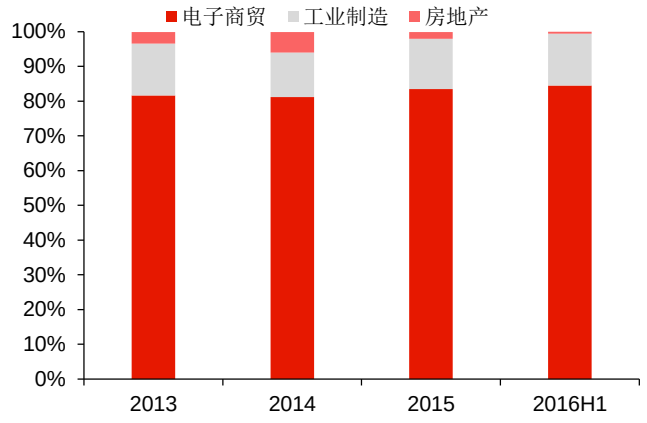
艺术品拍卖业务：2016 年 12 月 7 日公司发布公告以 22 亿元现金收购北京匡时国际卖有限公司 100%股权，正式进军文物艺术品拍卖行业。标的公司匡时国际承诺收到支付本次交易对价的首期款的当年及其后两年的净利润数分别不低于于 16,000 万元/18,500 万元/21,500 万元。艺术品拍卖业务将为公司未来的业绩起到重要的支撑作用。

图表2： 公司营业总收入（2013-2016Q3）



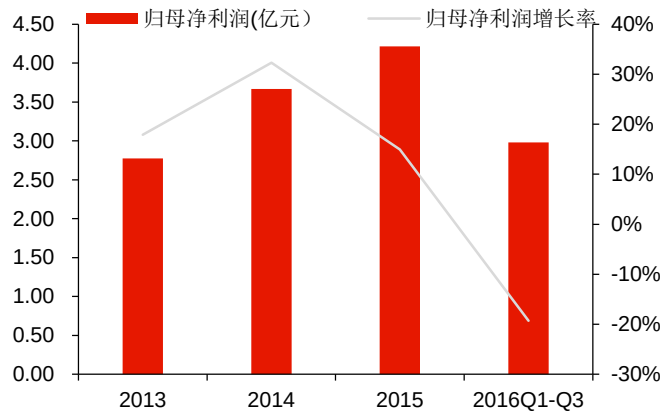
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 公司主营业务收入构成（2013-2016H1）



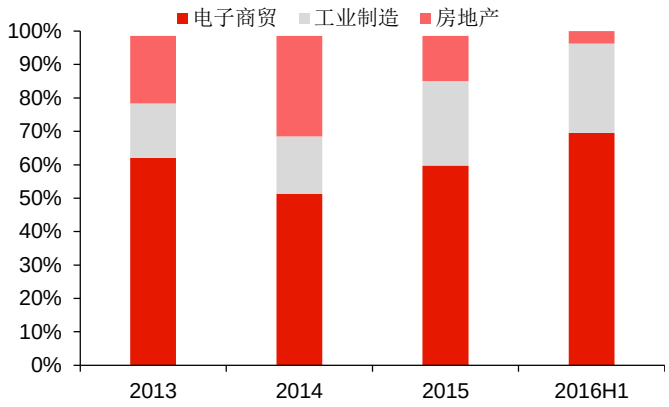
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 公司归母净利润及投资收益（2013-2016Q3）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5： 公司主营业务毛利构成（2013-2016H1）

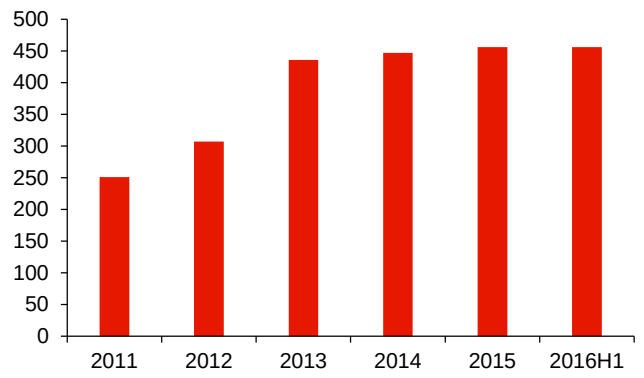


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

3C 零售连锁：营收利润稳步增长，新奇特转型效果显现

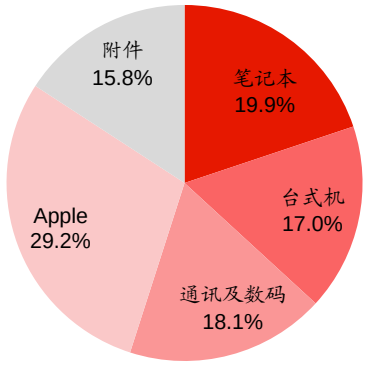
公司 3C 零售连锁业务的运营主体为宏图三胞、北京宏三和浙江宏三，以统一“宏图三胞”商标自营专业连锁门店对外经营，主要销售笔记本、台式机、通讯数码等 3C 产品。截止 2016 年上半年，公司共有门店 456 家，店均面积 560 平方米左右，旗舰店面积在 1,500 平方米以上。

图表6： 公司 3C 零售连锁门店数量(2011-2016H1)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7： 公司 3C 零售连锁产品收入构成（2015）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

近年来在 3C 电子产品需求增速放缓，电商冲击等不利因素的影响下，公司于 2014 年积极调整 3C 零售连锁战略，结合行业发展趋势与自身优势，明确了宏图三胞“新奇特、高科技、互联网”的市场定位。 公司一方面聚焦零售业务，加大新奇特产品导入，优化产品结构，加强终端“专业化”、“体验化”、“服务化”的能力；另一方面加大信息化投入与互联网技术应用，不断提高运营效率。

2014 年 6 月，三胞集团联合赛领资本、GE Capital 收购美国最大的新奇特产品公司 Brookstone。Brookstone 是一家具有 50 年历史的美国专业新奇特产品零售商，在美国拥有门店 300 家左右门店，供应各种功能多样、设计新奇、在市面上较难寻找的“新奇特”消费产品。收购 Brookstone 后，后宏图三胞线下门店开始引进 Brookstone 新奇特产品，并通过店面布局突出场景化、体验化和互动化吸引客流。

图表8： Brookstone 新奇特产品

资料来源：宏图 Brookstone 官网，天猫旗舰店，华泰证券研究所

除了将新奇特产品引入宏图三胞门店之外，三胞集团旗下独立的 Brookstone 旗舰店也在国内开业。2016 年元旦 Brookstone 中国首家旗舰店在南京开业，截止 2016 年底已在南京、上海、苏州、北京、扬州等地先后开设了 10 家旗舰店。未来 Brookstone 除主要在机场和高铁站开设独立店外，还将在宏图三胞、乐语通讯中开设店中店，以加速宏图三胞、乐语通讯的转型升级。

图表9： Brookstone 旗舰店

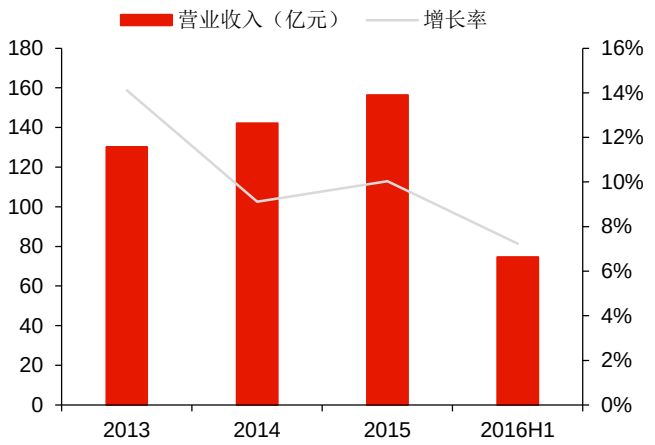
资料来源：赢商网，华泰证券研究所

图表10： Brookstone 旗舰店

资料来源：赢商网，华泰证券研究所

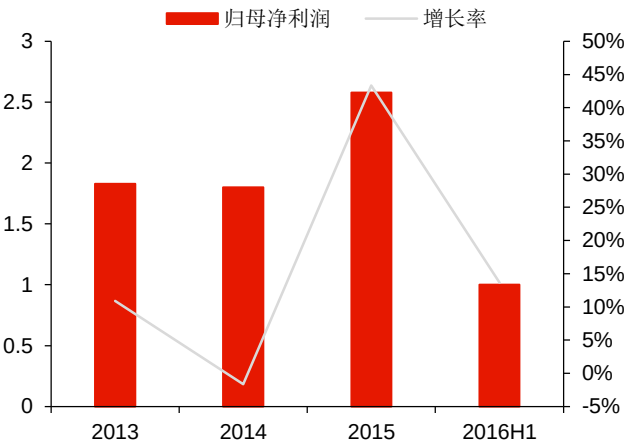
通过新奇特产品的加速引入，近年来公司 3C 零售连锁业务收入与利润均逆势增长。2016 年上半年，公司 3C 零售连锁业务实现营业收入 74.68 亿元，同比增长 7.24%；实现归属于母公司的净利润 1 亿元，同比上升 13.64%。我们认为随着公司新奇特产品的不断引入以及门店布局的持续完善，公司 3C 零售连锁业务的收入与利润在未来几年仍将稳定增长。

图表11： 3C 零售连锁业务营业收入（2013-2016H1）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12： 3C 零售连锁业务归母净利润（2013-2016H1）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

收购匡时国际进军艺术品拍卖行业，业绩增长空间广阔

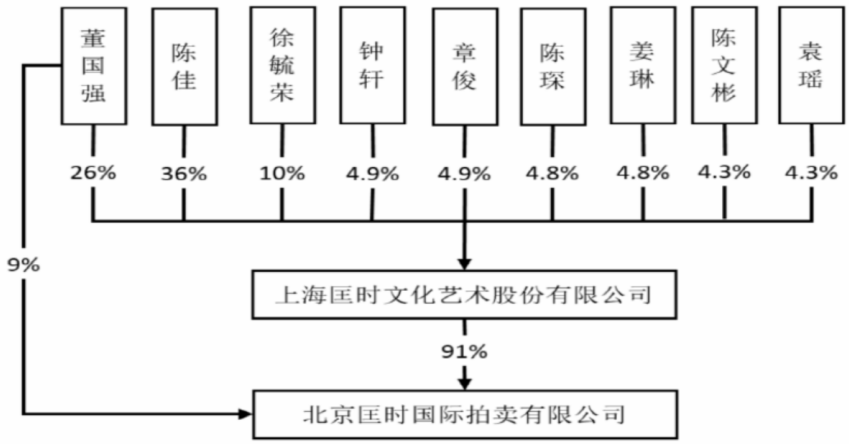
22 亿元收购匡时国际，股权绑定助力发展

2016 年 12 月 7 日公司发布《收购资产公告》，公司拟以 220,000 万元现金购买北京匡时国际拍卖有限公司 100%股权。标的公司匡时国际承诺收到支付本次交易对价的首期款的当年及其后两年的净利润数分别不低于于 16,000 万元/18,500 万元/21,500 万元。本次交易的现金对价将分三期进行支付，首期款 132,000 万元将在公司股东大会审议通过之日起（2017 年 1 月 6 日）10 个工作日内支付，第二期与第三期将在公司完成业绩承诺的基础上分别支付 28,600 万元/28,600 万元。

根据《关于签署现金购买资产补充协议的公告》，匡时文化和董国强先生以各自获得的首期转让款（以税后金额为准）全额购买公司的股票（匡时文化出售北京匡时国际拍卖有限公司 91%股权所获得的首期转让款为 120,120.00 万元；董国强先生出售北京匡时国际拍卖有限公司 9%股权所获得的首期转让款为 11,880.00 万元），匡时文化和董国强先生应在收到公司支付的首期转让款之日起 3 三个月内完成增持股票的交易。

根据《关于签署现金购买资产补充协议的补充公告》，公司控股股东三胞集团有限公司及其一致行动人不通过大宗交易方式、协议转让以及其他合法方式将其持有的本公司股份转让给上海匡时文化艺术股份有限公司、董国强先生；上海匡时文化艺术股份有限公司、董国强先生亦不通过上述方式购买公司控股股东三胞集团有限公司及其一致行动人持有的本公司股份。

图表13： 北京匡时国际拍卖有限公司股权结构图（被收购前）



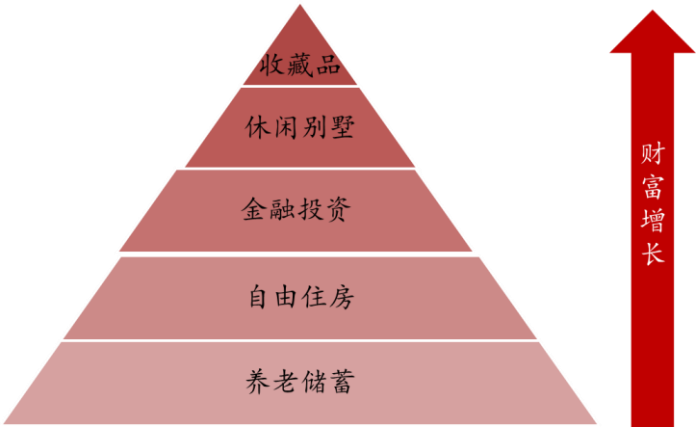
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

文物艺术品拍卖：主要由高净值人群推动，有望再次进入高度活跃期

由于文物艺术品价格较高，参与艺术品拍卖的往往是高净值人群。高净值人群投资艺术品的动机除了提高潜在财务收益、获得安全的实物资产、分散化投资等经济方面的需求之外，还具有明显的满足感官愉悦、提高社会声望等情感方面的需求。从马斯洛需求金字塔理论看，艺术收藏品的购置需求处于金字塔顶端，位于普通金融投资、休闲别墅等资产之后。因此高净值人群数量与收入的增加将对艺术品拍卖市场起到显著的拉动作用。

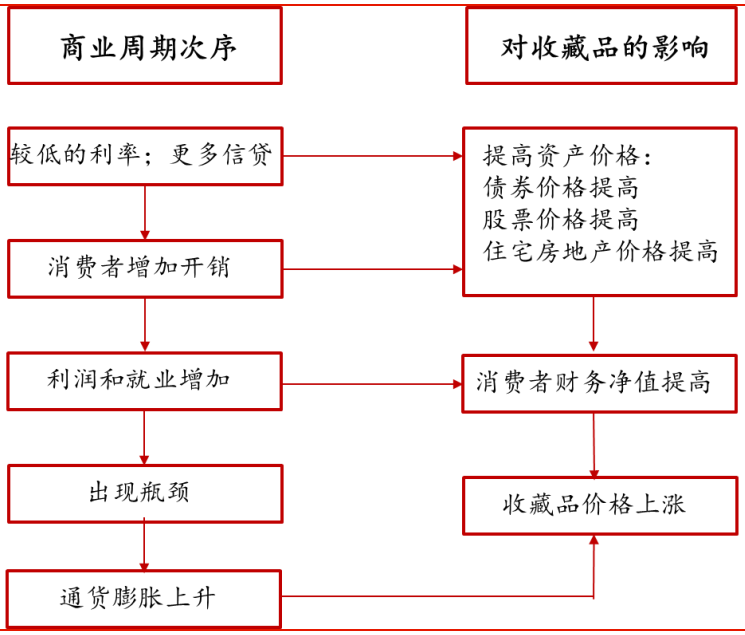
高净值人群数量与收入的增加则来源于其在其他资产获取的高收益。知名投资人特维德在《逃不开的经济周期》一书中指出，由于房地产是决定高净值人士增加的主要因素，收藏品市场与房地产价格具有高度的相关性。我国 2015-2016 年间地产价格大幅上涨，使得高净值人群规模快速增加，由此推测我国艺术品拍卖市场将可能再次进入高度活跃期。

图表14： 购置资产的层次结构



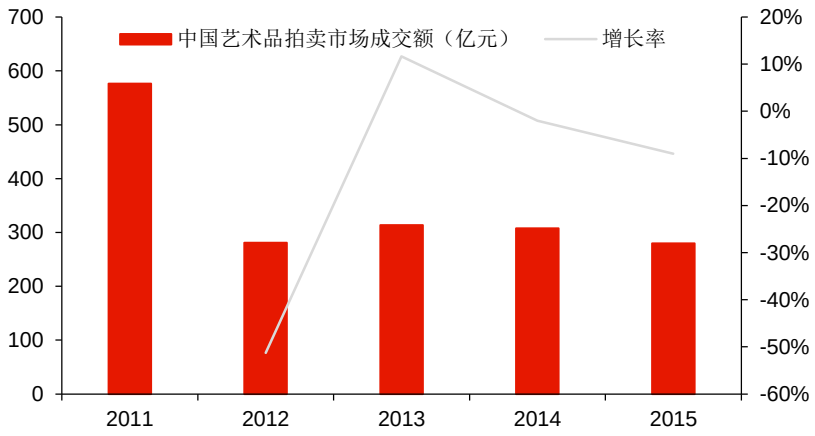
资料来源：《逃不开的经济周期》，华泰证券研究所

图表15： 经济周期中驱动收藏品市场的因素



资料来源：《逃不开的经济周期》，华泰证券研究所

图表16： 中国艺术品拍卖市场成交额及增长率（2011-2015）



资料来源：中国拍卖协会艺委会，公司公告，华泰证券研究所

匡时国际：2016 年表现亮眼，拟开拓市场打开增长新空间

匡时国际具备三大优势

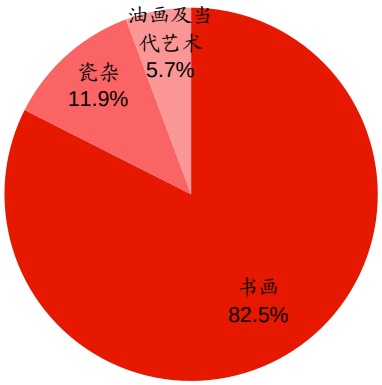
匡时国际成立于 2005 年，公司主要以拍卖中国古代、近现代书画，中国古董，中国现当代油画，雕塑等为主，并承接资产拍卖以及各类慈善拍卖。综合来看，匡时国际的竞争优势主要体现为:

1) 专注书画细分市场

匡时国际在从成立之初就确立了以书画为主营的拍卖业务，其首拍的八个专场中有五个是书画专场，贡献了匡时国际首拍约 80%的成交总额。公司大股东董国强先生为业内著名的书法家与书画鉴赏家，对书画艺术品具有深刻见解。2015 年，公司书画拍卖业务实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 9.33%，占公司主营业务收入的 82.5%。

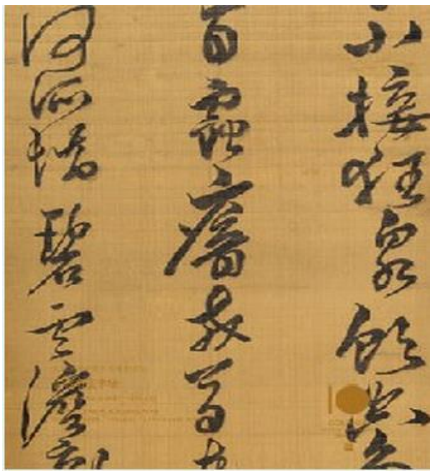
书画收藏由于门槛较高，收藏群体相对固定。匡时国际在书画拍卖中的专业性大大增加了其与委托方和买受人群体的粘性，并通过不断积累在书画领域的口碑，形成了征集、宣传、拍卖、再征集的良性循环。

图表17： 匡时国际主营业务构成（2015）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表18： 匡时国际古代书法专场拍卖海报



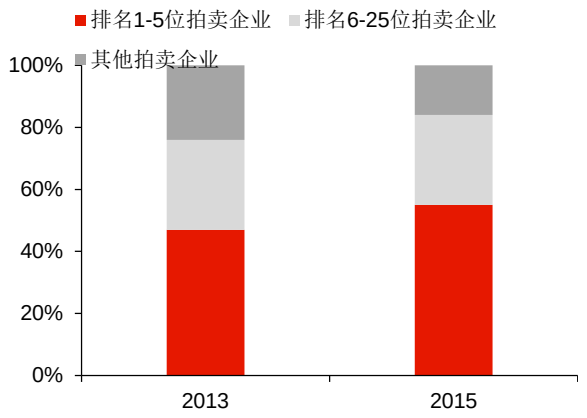
资料来源：匡时国际官网，华泰证券研究所

2) 显著的品牌影响力及较高的市场占有率

从行业集中度看，文物艺术品拍卖行业集中度呈现不断集中的态势，大拍卖行的市场占有率持续提升。根据 artnet 统计，成交额排名前五的拍卖企业所占市场份额在过去三年内持续增长，从 2013 年的 47%增长至 2015 年的 55%。与此同时，排名 6-25 位的拍卖企业市场份额保持稳定，其余拍卖企业所占份额则由 2013 年的 24%降至 2015 年的 16%。

匡时国际的品牌影响力显著，多次受到文化部、北京拍卖行业协会等国家有关部门及行业协会，艺术中国、北京商报社等媒体的嘉奖。根据 AMMA（雅昌艺术市场监测中心）及 Artprice (全球艺术市场信息网)发布的《2015 年度艺术市场报告》， 2015 年世界范围内拍卖成交总额前十强中，匡时国际以 2.94 亿美元的成交额位居第六。

图表19： 中国文物艺术品拍卖行业市场份额（2013-2015）



资料来源：artnet，华泰证券研究所

图表20： 匡时国际所获荣誉

资料来源：匡时国际官网，华泰证券研究所

3）专业人才优势

由于艺术品的鉴定以专业人士的鉴定作为标准，没有严格统一的法律标准，因此鉴定公司与人员的专业性将会对艺术品的真伪鉴别与定价起到决定性作用。公司目前已形成了一支专业配路完备、年龄结构合理、工作经验丰富、创新意识较强的优秀团队，拥有包括书法、绘画、美术史、文化产业、艺术管理、文学、外语等专业背景员工近百名，能够提供专业的鉴别与定价服务。

2016 年表现亮眼，春拍秋拍成交额同比增速均超 100%

从 2016 年拍卖情况看，受益于 10 周年庆典，匡时拍卖会精品如云，其中春拍实现成交额 25.51 亿元，同比上涨 136.73%，秋拍实现成交额 22.5 亿元，同比上涨 125.87%，春拍、秋拍成交额均入围排行榜前三甲，为公司 2016-2017 年的业绩提供了良好支撑（秋拍的利润会在第二年体现）。

图表21： 2016 年春季拍卖公司成交额 TOP10

拍卖公司	春拍成交额（RMB，万元）	成交额同比 2015 年春
北京保利	283177	-14.75%
香港苏富比	263402	23.76%
北京匡时	255101	136.73%
香港佳士得	237548	-7.94%
中国嘉德（不含香港）	218930	17.47%
保利香港	108617	22.64%
西泠拍卖	92066	-1.28%
北京东正	55005	84.09%
华艺国际	50297	6.25%
北京传是	37757	-

资料来源：AMMA，华泰证券研究所

图表22： 2016 年秋季拍卖公司成交额 TOP10

拍卖公司	秋拍成交额（RMB，万元）	成交额同比 2015 年秋
北京保利	284379	-2.74%
中国嘉德（不含香港）	229308	25.20%
北京匡时	224825	125.87%
香港佳士得	212972	-1.32%
香港苏富比	190834	-13.02%
保利香港	95460	25.85%
华艺国际	53636	11.03%
北京翰海	47959	-29.76%
北京东正	46441	64.45%
中贸圣佳	39323	29.25%

资料来源：AMMA，华泰证券研究所

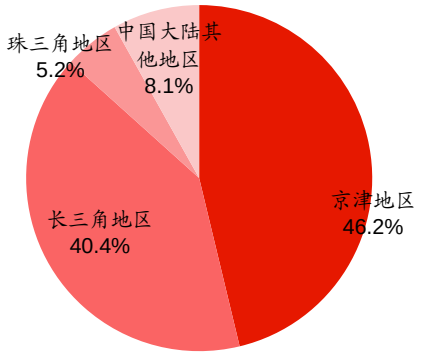
拟增设国内分支机构并开拓国际市场，打开公司业绩增长新空间

匡时国际计划于 2017 年起增设分支机构，开拓除北京以外的国内外艺术品拍卖市场，为公司业绩增长打开新空间。具体包括：

1）**增设国内分支机构。**公司将利用在上海和江浙地区的影响力，计划于 2017 年和 2018 年分别在上海、杭州等地增设分支机构，来加强拍卖征集力度，并在上述地区开展春秋两个场次的拍卖专场，进一步提升公司在国内市场的占有率。根据《中国文物艺术品全球拍卖统计年报》,长三角地区成交数量所占市场份额逐年上升,从 2013 年的 33%提高至 2015 年的 40%。公司预计 2017 年及以后上海地区会带来 10%的业务量增长，2018 年杭州会带来 10%以上的业务量的增长。

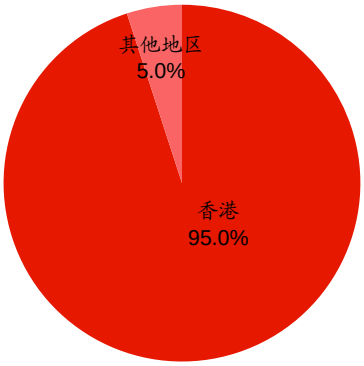
2）开拓国际市场。公司计划于 2017 年开始在香港举行春秋两个场次的专场拍卖会。香港在艺术品拍卖领域一直处于亚洲领先地位，2015 年亚洲（除中国大陆以外）文物艺术品拍卖成交额达 133.3 亿元人民币，香港占据 95%的市场份额。公司预计自 2017 年香港春秋拍卖会会给公司带来 10%以上的业务增长。此外，公司也将加强在北美、日本、欧洲、台湾等地区代表处的市场拓展力度。

图表23： 2015 年中国大陆各地区成交拍卖数量分布



资料来源：artnet，华泰证券研究所

图表24： 2015 年亚洲（除中国大陆）文物艺术品拍卖成交额市场份额



资料来源：artnet，华泰证券研究所

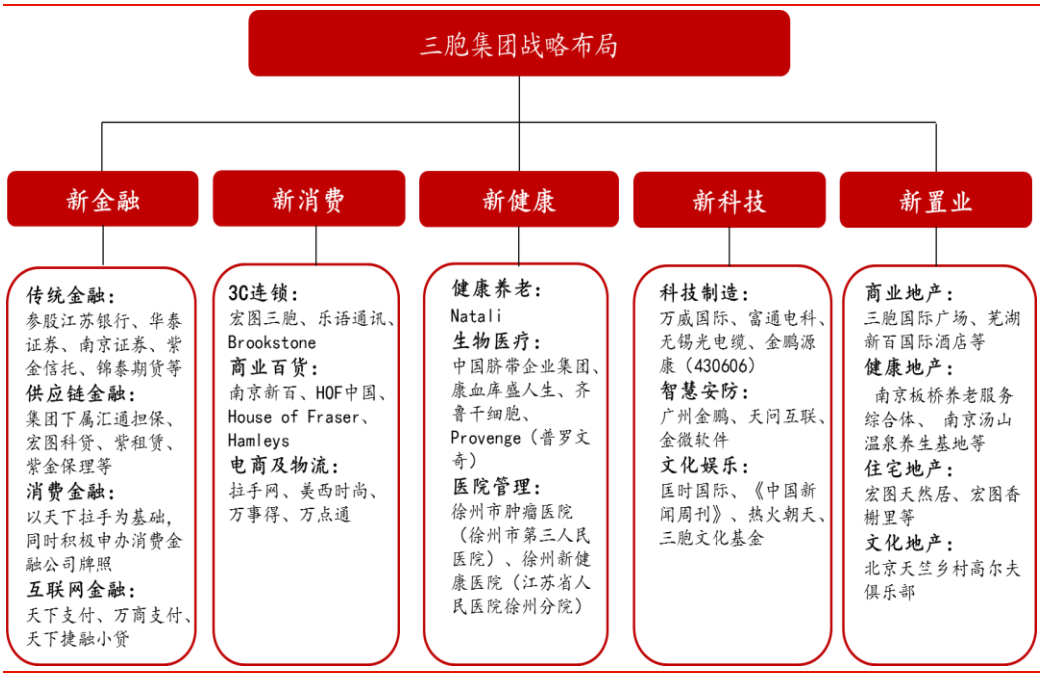
依托三胞集团，宏图高科新金融布局可期

三胞集团：公司控股股东，旗下企业众多

三胞集团为公司控股股东，成立于 1993 年，是一家以信息化为特征，以现代服务业为核心，集金融投资、商贸流通、信息服务、健康医疗、地产开发五大板块于一体，以“新金融、新消费、新健康、新科技、新置业”为发展战略的大型现代化企业集团。

三胞集团旗下现拥有宏图高科（600122.SH）、南京新百（600682.SH）、万威国际（0167.HK）、金鹏源康（430606.OC）、富通电科（837438.OC）等多家上市公司，以及乐语通讯、宏图地产、广州金鹏、中国新闻周刊、麦考林、拉手网、英国 House of Fraser、美国 Brookstone 等国内外大型企业，下属独资及控股企业超过 100 家，全球员工总数超过 10 万人，集团总资产及销售额均超过 1000 亿元，集团旗下“宏图”、“宏图三胞”、“金鹏”、“新百”商标系“中国驰名商标”，在全国范围均具有较强影响力。

图表25： 三胞集团战略布局



资料来源：三胞集团官网，华泰证券研究所

宏图高科：金融资产丰富，投资收益丰厚

近年来公司在发展核心主业的基础上，通过参股、收购等方式进行了各类优质金融资产的持续布局。截止 2017 年 2 月 3 日，宏图高科分别持有华泰证券 1.85%股权（13247.18 万股），江苏银行 0.87%股权（10000 万股），锦泰期货 20.41%股权，宏图小贷 40%，天下支付 100%股权等，保守估计总价值已超过 35 亿元。

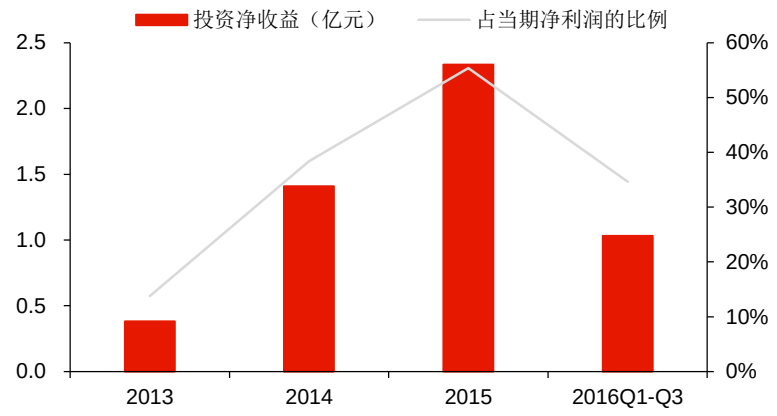
2015 年公司通过减持华泰证券股份产生投资收益 1.31 亿元，获得华泰证券现金红利 6870.16 万元，全年共实现投资收益 2.33 亿元，占当年公司净利润的 55.35%。公司在金融投资业务上获取的投资收益已成为公司利润的重要构成部分。

图表26： 宏图高科持有金融企业股权情况

公司名称	最初投资金额（亿元）	持股数量（万股）	持股比例	股价	当前价值（亿元）
华泰证券	0.9	13247	1.85%	18.15	24.04
江苏银行	4.65	10000	0.96%	9.54	9.54
锦泰期货	2.2		20.41%		2.03
宏图小贷	0.6		40%		0.61
天下支付	1.0		100%		5.00
合计					35.33

资料来源：公司公告，wind，华泰证券研究所 注：华泰证券、江苏银行股价取 2017.2.3 收盘价格；锦泰期货、宏图小贷取公司 2016 年中报账面价值；天下支付价值参照 2016 年支付牌照收购案平均价格

图表27： 公司投资净收益（2013-2016Q3）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

线下场景丰富，公司新金融布局可期

作为三胞集团“新金融”板块的核心，公司未来将依托公司及集团丰富的线下消费场景，并通过消费、支付等金融类牌照的持续收购，将公司打造成以供应链金融和消费金融为主的金融服务平台，为客户提供全方位的金融服务。目前公司及集团线下消费场景主要包括：

3C 零售场景

3C 零售场景主要包括宏图三胞以及三胞集团旗下 Brookstone、乐语通讯门店。一方面，公司 3C 连锁门店客流众多，消费数据庞大，公司可利用对数据的分析充分挖掘用户需求，扩展消费金融、支付结算等金融业务；一另方面，公司作为下游零售终端，上游供应商众多，这为公司开展供应链金融服务提供了良好了条件。

文化消费场景

公司收购收匡时国际后，一方面为公司的业绩增长打开了新的空间，另一方面拍卖业务为公司提供了除零售业务之外另一大线下消费场景。拍卖业务可能产生的金融业务包括：

1）供应链金融。根据文物艺术品拍卖产业的特征，在拍卖成交后，拍卖人与委托方及买受人之间将产生大量的应付、应收款项，这为供应链金融的嵌入提供了场景。供应链金融企业可在征信评估通过后，可代表买受人向匡时国际付款，待匡时国际结清与委托方的拍品款项后，供应链金融公司自己或委托匡时国际留置拍卖品作为抵押，待买受人还清款项后将拍卖品交付买受人。同时，匡时国际对于拍卖品价值拥有专业的辨识能力，为文物艺术品价值认定以及供应链融资增信判断增加了有效的支持。

2）消费金融。针对拥有良好信用记录及一定付款能力的买受人，可以结合公司现有消费分期业务，为买受人开展定制的消费分期服务。

3）支付结算服务。文物艺术品拍卖公司作为文物艺术品中介，要为交易双方提供支付结算服务。在此过程中引入第三方支付业务，可为拍卖成交后的款项支付、消费分期等业务提供新的渠道。

集团其他消费场景

集团旗下企业众多，如商业百货、健康养老等业务皆有大量的消费群体，通过这些消费群体数据的分析与发掘，公司同样可以为其提供消费金融、支付等多元化金融服务。

盈利预测与投资建议：维持公司“增持”评级

我们选择对公司业务进行分块盈利预测与估值，并建立以下关键假设：

公司原有业务（3C 零售连锁业务+工业制造业务）：随着新奇特产品的不断引入以及门店布局的持续完善，我们认为公司 3C 零售连锁业务的收入在未来几年仍将稳定增长，受益于新奇特产品的高毛利，3C 零售业务的整体毛利率也将有所改善。我们预计 2016-2018 年公司 3C 零售连锁业务收入分别增长 8%/8%/8%，毛利率分别为 6%/6.3%/6.5%。工业制造业务收入分别增长 18%/15%/15%，毛利率分别为 13%/13%/13%。

房地产业务：我们假设 2016 年公司房地产业务实现收入 8000 万元，毛利率为 45%；2017 年起房地产收入为 0。

拍卖业务：我们假设匡时国际 2017 年起全年并表，保守按照其业绩承诺进行预测，即 2017-2018 年分别实现利润 1.6/1.85 亿元。

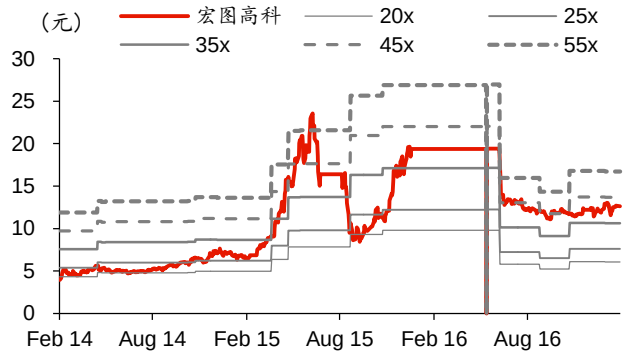
投资净收益：我们假设 2016-2018 年公司分别实现投资净收益 2.0/2.0/2.0 亿元。

根据最新盈利预测模型，我们预计公司 2016-2018 年分别实现营业收入 201.52 /222.08 /242.45 亿元，分别同比增长 7.7%/10.2%/9.2%，归母净利润分别为 4.35 /6.45/7.56 亿元，分别同比增长 3.1%/48.4%/17.3%。公司原有业务（3C 零售连锁业务与工业制造业务）2016-2018 年分别贡献归母净利润 2.85/3.35/4.21 亿元，其中 2017 年贡献 EPS 0.29 元；拍卖业务 2017-2018 年分别贡献归母净利润 1.6/1.85 亿元，其中 2017 年贡献 EPS 0.14 元。

参照公司原有业务业绩增速，我们给予其 2017 年 23-25 倍 PE，对应每股 7.25-8.70 元；拍卖业务参照可比公司苏富比（2015 年 25-30 倍 PE），考虑到匡时国际 2017 年业绩超预期的可能性以及向异地拍卖市场拓张的计划，给予一定估值溢价即 2017 年 30-40 倍 PE，对应每股 4.16-5.55 元；金融股权价值按照前文价值估算合计 35.33 亿元，对应每股 3.06 元。

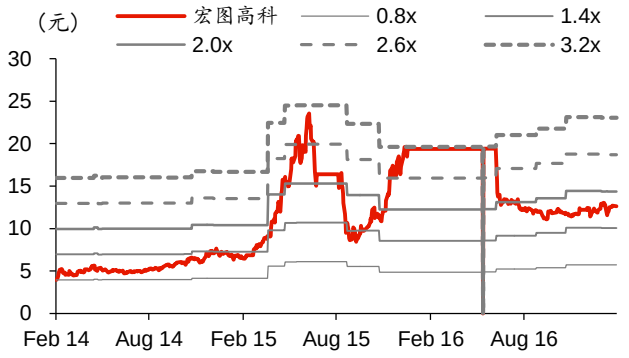
综上，公司 2017 年合理股价应为 13.89-15.86 元。公司原有主业发展稳健，拍卖业务业绩增长空间广阔，以三胞集团为依托的新金融布局初见雏形。此外，匡时国际对公司股票的买入条款将为公司股价提供一定安全边际。维持公司“增持”评级，建议投资者积极关注。

图表28： 宏图高科历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表29： 宏图高科历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	12,811	13,619	15,123	16,056	17,157
现金	4,557	5,684	5,917	6,289	6,586
应收账款	923.52	885.69	1,017	1,106	1,203
其他应收账款	464.06	477.99	535.71	582.55	636.04
预付账款	2,875	2,825	3,200	3,444	3,736
存货	3,392	3,233	3,911	4,097	4,458
其他流动资产	597.85	513.51	542.23	537.28	538.65
非流动资产	5,067	4,384	4,723	4,543	4,385
长期投资	258.62	268.96	268.96	268.96	268.96
固定投资	694.80	749.68	799.48	842.29	877.62
无形资产	62.64	68.88	63.66	58.37	52.98
其他非流动资产	4,051	3,297	3,591	3,373	3,186
资产总计	17,878	18,003	19,846	20,599	21,543
流动负债	7,386	7,273	8,141	8,308	8,611
短期借款	1,706	1,707	1,748	1,727	1,731
应付账款	379.34	538.34	534.78	580.19	640.98
其他流动负债	5,301	5,028	5,858	6,001	6,239
非流动负债	2,201	2,489	3,086	3,105	3,096
长期借款	0.00	91.00	91.00	91.00	91.00
其他非流动负债	2,201	2,398	2,995	3,014	3,005
负债合计	9,587	9,762	11,227	11,413	11,707
少数股东权益	318.64	519.34	500.88	473.66	441.76
股本	1,146	1,150	1,150	1,150	1,150
资本公积	2,063	2,086	2,086	2,086	2,086
留存公积	1,878	2,254	4,882	5,476	6,157
归属母公司股	7,972	7,722	8,118	8,712	9,394
负债和股东权益	17,878	18,003	19,846	20,599	21,543

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	409.79	513.98	103.78	428.02	433.02
净利润	401.58	404.16	416.12	617.52	724.51
折旧摊销	79.87	102.08	94.51	100.81	109.00
财务费用	270.86	299.63	241.47	257.22	253.22
投资损失	(140.80)	(233.38)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(262.49)	(105.67)	(417.04)	(381.17)	(459.26)
其他经营现金	60.78	47.16	(31.27)	33.64	5.55
投资活动现金	(377.00)	231.60	(277.29)	240.24	211.89
资本支出	32.41	44.47	110.00	110.00	110.00
长期投资	391.85	(233.68)	301.31	(200.00)	(200.00)
其他投资现金	47.26	42.40	134.02	150.24	121.89
筹资活动现金	950.06	355.72	406.74	(296.69)	(347.87)
短期借款	(252.78)	1.00	41.63	(20.98)	3.55
长期借款	0.00	91.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	4.91	3.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	35.42	22.97	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,163	237.05	365.11	(275.71)	(351.42)
现金净增加额	980.28	1,126	233.23	371.57	297.05

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	17,472	18,714	20,152	22,208	24,245
营业成本	15,872	17,126	18,493	20,062	21,848
营业税金及附加	220.52	128.28	170.46	191.37	200.52
营业费用	463.67	517.93	544.12	698.54	769.01
管理费用	259.71	341.34	362.74	393.86	429.61
财务费用	270.86	299.63	241.47	257.22	253.22
资产减值损失	(2.04)	16.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.20	(0.20)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	140.80	233.38	200.00	200.00	200.00
营业利润	528.09	517.93	540.70	804.76	944.96
营业外收入	18.76	12.52	20.79	17.69	17.86
营业外支出	9.78	7.23	9.09	8.58	8.53
利润总额	537.08	523.22	552.40	813.86	954.29
所得税	135.50	119.05	136.28	196.34	229.78
净利润	401.58	404.16	416.12	617.52	724.51
少数股东损益	34.78	(17.49)	(18.47)	(27.21)	(31.91)
归属母公司净利润	366.80	421.66	434.59	644.73	756.42
EBITDA (倍)	878.82	919.64	876.68	1,163	1,307
EPS (元)	0.32	0.37	0.38	0.56	0.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	9.79	7.11	7.68	10.20	9.17
营业利润	31.91	(1.92)	4.40	48.84	17.42
归属母公司净利润	32.28	14.96	3.07	48.35	17.32
获利能力 (%)					
毛利率	9.16	8.49	8.23	9.66	9.89
净利率	2.10	2.25	2.16	2.90	3.12
ROE	4.60	5.46	5.35	7.40	8.05
ROIC	14.59	17.21	14.20	17.76	18.11
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.63	54.22	56.57	55.41	54.34
净负债比率 (%)	25.09	22.51	20.24	20.02	19.36
流动比率	1.73	1.87	1.86	1.93	1.99
速动比率	1.27	1.41	1.37	1.43	1.46
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.04	1.06	1.10	1.15
应收账款周转率	19.12	20.30	20.77	20.53	20.60
应付账款周转率	38.29	37.32	34.47	35.99	35.78
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.37	0.38	0.56	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.45	0.09	0.37	0.38
每股净资产(最新摊薄)	6.93	6.71	7.06	7.57	8.17
估值比率					
PE (倍)	39.13	34.04	33.03	22.26	18.98
PB (倍)	1.80	1.86	1.77	1.65	1.53
EV_EBITDA (倍)	11.22	10.72	11.25	8.48	7.54

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com