

## 商业贸易产业 2017年日常报告

评级：增持 维持评级

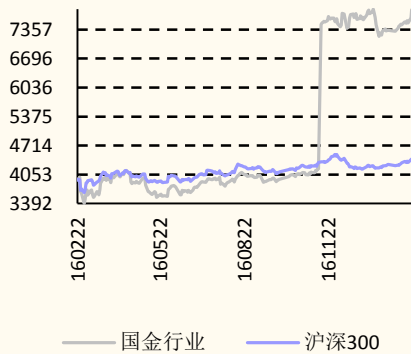
行业深度研究

长期竞争力评级：高于行业均值

## 艺术品拍卖曙光初现，行业龙头价值凸显

## 市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	52.04
市场优化平均市盈率	17.67
国金商业贸易产业指数	7812.23
沪深300指数	3482.82
上证指数	3253.33
深证成指	10405.75
中小板综指	11549.04



## 相关报告

- 1.《消费复苏，国改起舞-商业贸易产业行业研究周报》，2017.2.20
- 2.《中高端消费回暖趋势下，看好低估值百货龙头-商业贸易产业行业研...》，2017.2.13
- 3.《春节消费延续复苏，继续看好板块表现-商业贸易产业行业研究周报》，2017.2.6
- 4.《17年春节消费数据：春节消费增速同比提升0.2个百分点，多地...》，2017.2.3
- 5.《员工持股试点渐进，零售国企改革待发-商业贸易产业行业研究周报》，2017.1.23

## 投资建议

- **行业策略：**艺术品市场具备保值和投资属性，经历了5年多的调整，2016年呈现回暖迹象，拍卖成交额、成交率和高价拍品占比等指标均有好转，在货币供给量增长和其他大类投资渠道低迷背景下，有望进入新一轮的上升周期。艺术品拍卖行龙头企业凭借征集、资金、机制优势，在行业低迷期市场集中度快速提升，行业恢复和成长期将有更大业绩弹性。艺术品延伸业务前景广阔，拍卖行向艺术品金融业务延伸能实现人力和行业资源价值最大化，提升整体盈利能力。
- **推荐组合：**国内拍卖行龙头在市场份额提升、异地扩张、海外布局和金融业务延伸等方面具有较大发展空间，具备长期投资价值，强周期属性也使得择时尤为重要。推荐行业第一位，异地和海外扩张加速、拓展艺术品金融业务、有望受益央企改革改善激励机制的保利文化(3636.HK)；收购国内第三大拍卖行匡时国际、拍卖团队股权深度绑定的宏图高科。

## 行业观点

- **行业马太效应显著，国内龙头格局已定：**拍卖业务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，另一面聚焦足够多而活跃的竞买方。与海外成熟拍卖市场相比，受历史背景、市场环境及法律法规的影响，国内拍卖行业在收入确认、利润结算、经营模式及市场构成等方面与海外存在较大差异。海外拍卖市场已进入寡头垄断的阶段，苏富比、佳士得主导行业。经过十余年发展和大浪淘沙，国内拍卖行业保利文化、中国嘉德和匡时国际成为第一梯队，领先企业有望强者恒强。
- **艺术品市场或迎来上升周期，投资需求&财富配置推动行业向好：**艺术品行业具有强周期性，自2011年以来，国内艺术品市场已经历5年“寒冬”。2016年艺术品市场出现回暖迹象，春/秋拍成交额、成交率和高价拍品占比等指标均有好转，在货币供给量高增长和其他大类投资渠道低迷背景下，有望进入新一轮的上升周期。长期来看，随着国内经济稳健增长，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。
- **征集、资金、机制决定拍卖行竞争力，金融延伸场景广阔：**艺术品拍卖是卖方市场，高端拍品的供给决定需求，藏品征集能力是决定拍卖行竞争力的关键。艺术品拍卖业务具有类金融属性，需要以资金撬动交易规模，轻资产行业属性下杠杆率难提升，自有资金成为重要竞争壁垒。专业团队是拍卖行最核心的资产，市场化的激励机制尤为关键。拍卖行在经营过程中积累了专业团队和丰富的产业链上下游资源，向自营&艺术品基金、交易融资、抵押融资等艺术品金融业务延伸可实现自身资源价值最大化，提升整体盈利能力。
- **拍卖行龙头发展历程启示：**纵观国内外拍卖龙头发展路径，无论是苏富比还是国内龙头保利文化，在发展早期专注某一细分优势领域，然后逐步拓展至全品类业务。随着当地市场领先优势巩固，再通过异地扩张或并购开拓新市场。同时逐步探索拍卖延伸业务，如自营、财富管理、艺术品金融等领域，打造新利润增长点。参照苏富比发展历程，国内领先拍卖行在本地市场份额提升、异地扩张、海外布局和金融业务延伸等方面具有较大发展空间，龙头拍卖企业具有长期投资价值，强周期属性也使得择时尤为重要。
- **风险提示：**宏观经济低迷，艺术品市场景气度下降；部分参与者不规范经营影响行业诚信度；艺术品拍卖和金融延伸业务监管趋严。

徐闻

分析师 SAC 执业编号：S1130516080002  
xuwen@gjzq.com.cn

刘彪

联系人  
liubiao@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、艺术品迎来新一轮上升周期，行业马太效应显著 .....	5
1.1 艺术品拍卖蓬勃发展，中国拍卖行业独具特殊性 .....	5
1.2 拍卖行业竞争格局：海外寡头垄断，国内强者恒强 .....	9
1.3 行业现回暖迹象，高价拍品涌现 .....	10
1.4 艺术品市场或迎来上升周期，投资需求&财富配置推动行业向好 .....	12
二、征集、资金、机制决定拍卖行竞争力 .....	15
2.1 卖方市场下，藏品征集成竞争焦点 .....	15
2.2 拍卖属资本密集型行业，资金实力撬动交易规模 .....	15
2.3 团队是核心资产，激励机制决定人才吸引力 .....	16
三、金融业务延伸前景广阔，推动利润来源多元化 .....	16
3.1 自营及艺术品基金业务 .....	16
3.2 艺术品交易融资业务 .....	18
3.3 艺术品抵押融资业务 .....	18
四、拍卖行龙头发展历程启示 .....	19
4.1 苏富比：经历百年风云的国际拍卖行龙头 .....	19
4.2 保利文化：走在时代浪尖的国内艺术品市场领导者 .....	22
五、投资推荐 .....	25
六、风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1: 拍卖行业业务流程图.....	5
图表 2: 拍卖行收入构成.....	6
图表 3: 2008 年至 2015 年拍卖成交总额.....	6
图表 4: 全球拍卖市场构成.....	6
图表 5: 苏富比和匡时国际代垫款结算天数.....	7
图表 6: 历年拍卖行结算进度情况.....	7
图表 7: 海外实际佣金率水平高于国内(2014 年).....	7
图表 8: 艺术品拍卖重要法律条款梳理.....	8
图表 9: 2015 年拍卖成交总额前 10 强拍卖行.....	9
图表 10: 国内拍卖行市场集中度提升.....	9
图表 11: 全国文物拍卖企业盈亏格局.....	9
图表 12: 历年春秋拍重点拍卖行情况(单位: 亿元).....	10
图表 13: 艺术品拍卖成交额出现下滑.....	11
图表 14: 流拍率持续上升.....	11
图表 15: 历年春秋拍成交情况.....	11
图表 16: 春秋拍高价拍品数量变化.....	11
图表 17: 春秋拍“缩量增质”趋势明显.....	12
图表 18: 苏富比股价 7 年为一周期.....	12
图表 19: 国内艺术品拍卖存在周期变化.....	12
图表 20: 中国艺术品买卖的时间分布.....	13
图表 21: 艺术品市场与货币供应量联动关系明显.....	13
图表 22: 艺术品市场与其他投资市场关系.....	13
图表 23: 中国高净值人群数量不断攀升(单位: 万人).....	14
图表 24: 高净值人群的可投资资产规模(单位: 万亿元).....	14
图表 25: 2016 年企业高端艺术品收藏.....	14
图表 26: 国内拍卖行难以获得外部资金支持.....	16
图表 27: 国内外拍卖行营运资金/收入.....	16
图表 28: 匡时国际垫付款规模较高.....	16
图表 29: 保利文化前期垫付款占营业收入比例较高.....	16
图表 30: 优质拍品升值案例.....	17
图表 31: 保利文化自营业务(存货规模)持续扩张.....	17
图表 32: 保利文化历年售出存货成本.....	17
图表 33: 保利文化艺术品基金规模.....	18
图表 34: 2016 年美国艺术品贷款市场规模.....	19
图表 35: 美国艺术品抵押借款市场增速情况.....	19
图表 36: 欧洲早期书籍拍卖.....	20
图表 37: 苏富比发展历程.....	20

图表 38: 苏富比收入地区构成(2015 年).....	21
图表 39: 苏富比各品类占比(2015 年).....	21
图表 40: 苏富比近年营业收入规模.....	21
图表 41: 苏富比净利润变化.....	21
图表 42: 苏富比营业收入构成(2015 年).....	22
图表 43: 苏富比利润构成估算(2015 年).....	22
图表 44: 苏富比毛利率、净利率水平.....	22
图表 45: 苏富比股价走势.....	22
图表 46: 2006 年刘小东的《三峡新移民》打破了中国当代艺术品的世界纪录.....	23
图表 47: 黄胄《洪荒风雪》以 918.4 万元成交, 拔得近现代书画部分头筹...	23
图表 48: 2015 年主要城市艺术品拍卖市场份额.....	24
图表 49: 公司拍卖业务在市场低迷期保持稳定.....	24
图表 50: 保利文化拍卖业务构成.....	24
图表 51: 保利文化营业收入构成.....	25
图表 52: 保利文化经营利润构成.....	25
图表 53: 匡时国际营业收入及拍卖成交额情况.....	26
图表 54: 匡时国际历史业绩及承诺净利润.....	26

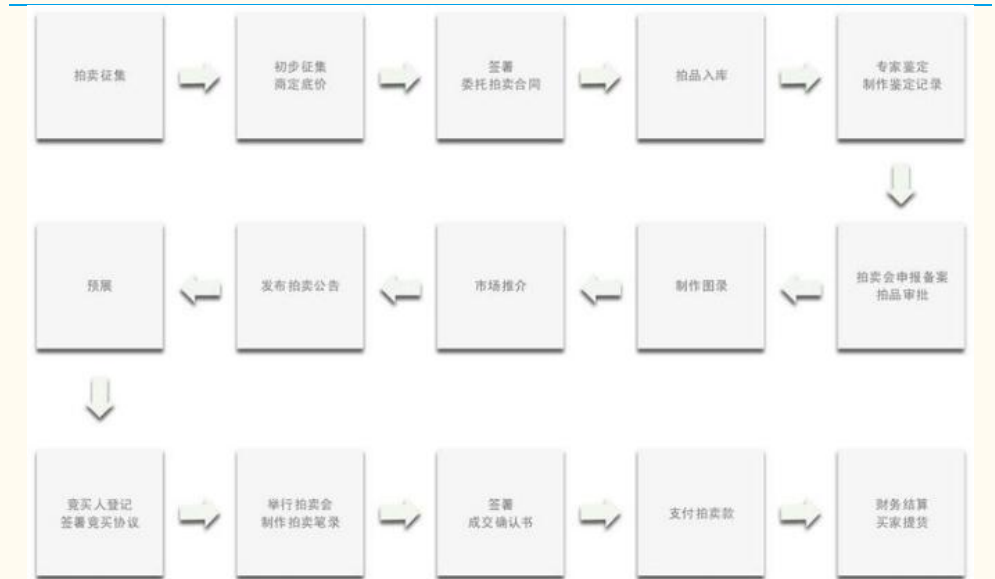
## 一、艺术品迎来新一轮上升周期，行业马太效应显著

### 1.1 艺术品拍卖蓬勃发展，中国拍卖行业独具特殊性

**拍卖业务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，另一面聚焦足够多而活跃的竞买方。**

艺术品拍卖是指将艺术品通过公开竞价的形式，转让给最高应价者的买卖方式。在世界范围内，艺术品拍卖的模式大同小异，艺术品拍卖公司接受客户的委托，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，主要是拍品征集、拍品鉴定、市场推介、预展拍卖几个环节。

图表 1：拍卖行业务流程图



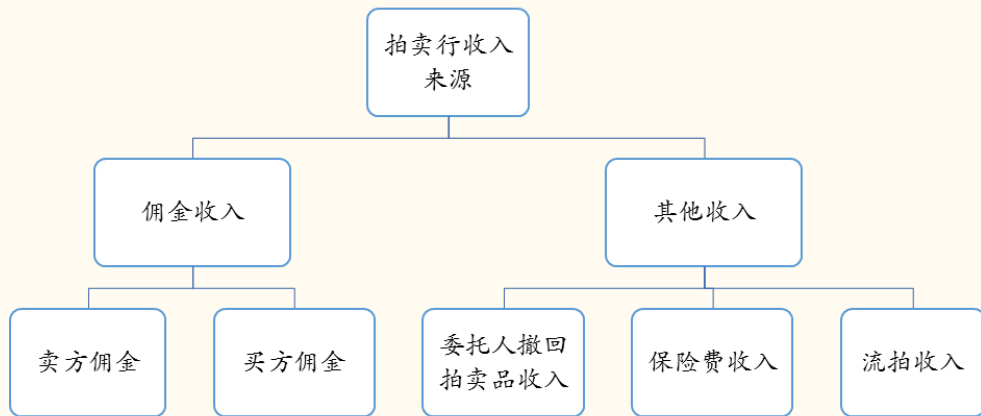
来源：公司公告，国金证券研究所

拍卖行作为交易的撮合方，其收入来源也依附于交易，可具体分为佣金收入与其他收入。其中佣金为主要收入，一部分是买方的佣金，另外一部分是委托人(卖方)的佣金，而佣金的确定以落槌价格为基础。以保利拍卖为例，委托人授权公司按落槌价的 10% 扣除佣金，同时扣除其它各项费用；买受人应支付公司相当于落槌 15% 佣金，同时应支付其它各项费用。

除了佣金收入外，拍卖行可在委托人撤回拍卖品、保险收费、竞拍未成交等环节进行额外收费。若委托人撤回拍卖品，需支付拍卖品保险金额 10%-20% 不等的费用。保险费的收入以保利为例，如果拍卖品成交，委托人都应支付相当于落槌价 1% 的保险费。如拍卖品未成交，委托人也要支付相当于保留价(拍卖成交价应达到的最低价格基数)1% 的保险费。如果拍卖品的竞投价低于保留价而未能成交，则公司向委托人收取未拍出手续费及其它各项费用。

拍卖行的经营成本主要包括策展(含租金)、宣传、拍品物料制作、团队薪酬和专家支出及其他运营支出等，拍品单件费用相近，人力成本较为固定。因此，拍卖行盈利能力受成交规模和成交率变化影响大，业绩弹性较为明显。

图表 2：拍卖行收入构成



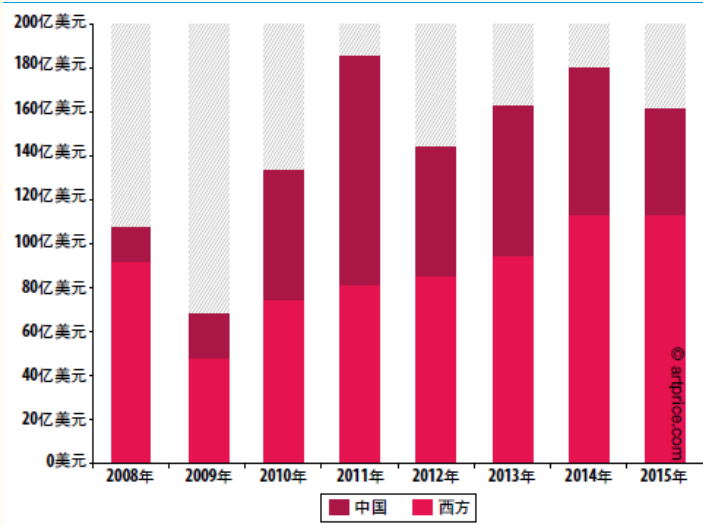
来源：国金证券研究所

拍卖行业诞生于 18 世纪，中国市场快速崛起

18 世纪以来，随着欧洲经济逐渐回暖，艺术品逐步市场化，拍卖行业开始蓬勃发展，世界第一家拍卖公司苏富比于 1744 年成立，此后佳士得、菲利普斯等拍卖行逐渐进入市场。第二次世界大战期间，艺术品拍卖陷入低潮，但随后的经济复苏为艺术品拍卖增添发展动力，行业保持成熟稳健发展。

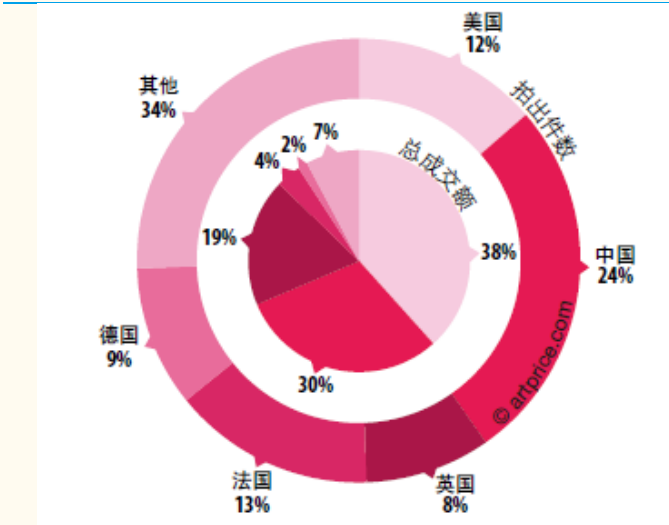
中国艺术品拍卖行业于 1990 年代诞生，在这 20 多年里，拍卖行业迅速成长，大量优秀艺术品和金融资本流入市场，一批优秀的拍卖行也逐渐脱颖而出。截至 2015 年，全球艺术品成交额约 160 亿美元，其中中国成交额约 48 亿美元，占全球市场的 30%，是仅次于美国的世界第二大艺术品市场。

图表 3：2008 年至 2015 年拍卖成交总额



来源：《2015 年全球艺术市场报告》，国金证券研究所

图表 4：全球拍卖市场构成



来源：《2015 年全球艺术市场报告》，国金证券研究所

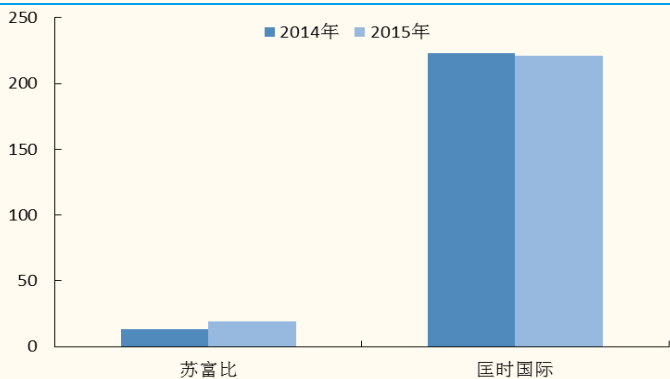
与海外成熟拍卖市场相比，国内拍卖行业具有自身的特殊性。一方面，国内拍卖行发展时间较短，市场环境仍不完善，信用问题频发，导致拍卖行收入确认、利润结算等方面与海外存在较大差异；另一方面，国内法律体系及税收安排对文物拍卖有着特殊的规定，拍卖行经营模式及市场构成也与海外有所不同。

从拍卖行财务处理来看，海外拍卖行当期确认收入，即拍卖会上落槌成交额按照佣金收取比例确认收入，而国内拍卖行由于市场环境差异，从拍卖落槌到交易完成周期较长，而收入确认需等实际结算完成，一般是收到全款或分期付款累计超过较大比例后确认佣金收入。因此，国内拍卖行的收入、利润体现较交易时间存在长时间的滞后，一般春拍的成交基本上在全年财报中才能开始体现，而秋拍的交易需要在第二年才能进入报表。

参考国内拍卖行业协会数据，当年成交额截至第二年 5 月填报日的结算进度在过去 4 年均保持在 55%~60% 区间，结算周期较长。代垫款是拍卖行在成交结算前提前向卖方预付的钱款，从海外苏富比和国内匡时国际的代垫款结算天数来看，苏富比结算天数在 20 天以内，而匡时国际则高达 220 天。

此外，由于国内拍卖行竞争激烈且具有强卖方市场属性，拍卖行在实际操作中通常仅向买方收取佣金，而且对于不同级别的客户采取灵活的佣金政策，因此综合佣金率低于海外同行。我们估算保利文化 2014 年拍卖佣金率仅为 12%，较苏富比 15% 的水平明显偏低。

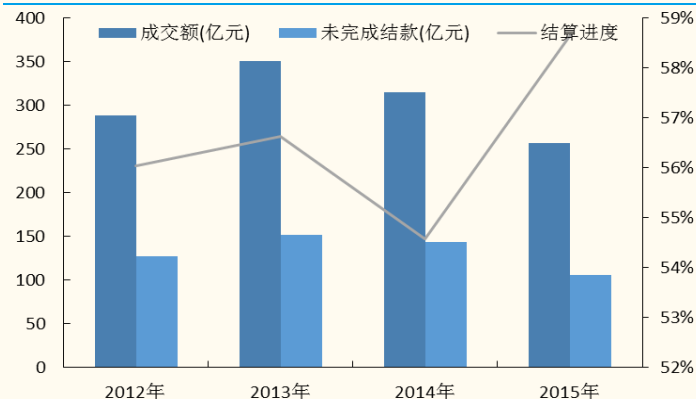
图表 5：苏富比和匡时国际代垫款结算天数



来源：公司公告，国金证券研究所

注：结算天数=365/（拍卖成交额/代垫款项平均余额）

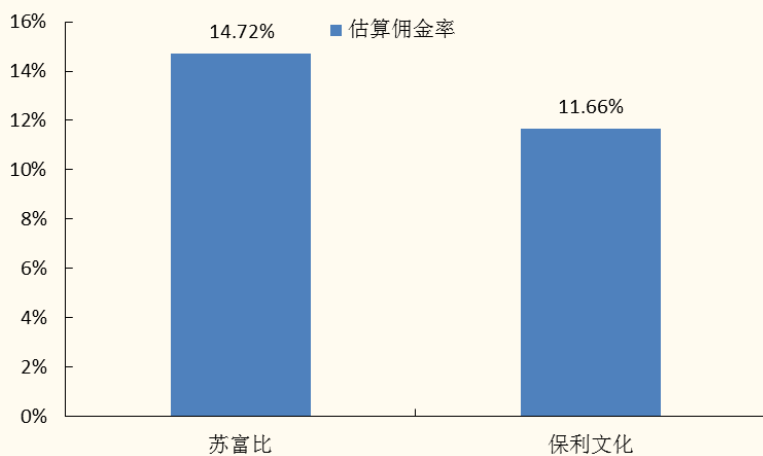
图表 6：历年拍卖行结算进度情况



来源：历年中国文物艺术品拍卖市场统计年报，国金证券研究所

注：结算进度为截至第二年 5 月填报日，上年成交额结款比例

图表 7：海外实际佣金率水平高于国内(2014 年)



来源：公司公告，国金证券研究所

注：苏富比佣金率=公开拍卖佣金/公开拍卖成交额，保利佣金率=15 年艺术品经营拍卖收入/14 年拍卖成交额

### 海外市场与国内市场处于分割状态，一定程度上保护了国内拍卖行的成长

在国内，文物和艺术品的概念存在较大重合的成分，受《文物保护法》和《拍卖法》的法律保护。国家明确规定不能上拍的元代以前的文物，且文物出入境也受到严格限制。以 1949 年为主要标准线，凡 49 年以前生产、制作的具有一定历史、艺术、科学价值的文物，原则上禁止出境，其中，1911 年以前生产、制作的文物一律禁止出境。此外，根据《文物保护法》的规定，国内禁止设立中外合资、中外合作和外商独资的文物商店或者经营文物拍卖的拍卖企业。

在严格的法律限制下，国内外艺术品拍卖市场形成明显差异，香港、纽约等境外拍卖市场不受《文物保护法》约束，可自由拍卖文物。但受法律的限制，境外拍卖行无法在国内开展文物拍卖活动，且无法携带文物出境拍卖，海外市场

与国内市场处于分割状态。

此外，艺术品入境需缴纳近 25%关税和进口增值税，限制了艺术品的跨国流通，这也导致保税拍卖的兴起。2013 年苏富比率先尝试在保税区召开拍卖会，买家购买后继续放在保税区内储存或直接运到香港，从而规避税收。保税拍卖主要意义在于有利于海外精品的引进及中国境外精品的回流，为国内买家提供更多的精品。

图表 8：艺术品拍卖重要法律条款梳理

《文物保护法》	重要条款
第二十五条	非国有不可移动文物不得转让、抵押给外国人。非国有不可移动文物转让、抵押或者改变用途的，应当根据其级别报相应的文物行政部门备案。
第五十条	文物收藏单位以外的公民、法人和其他组织可以收藏通过下列方式取得的文物： (一) 依法继承或者接受赠与； (二) 从文物商店购买； (三) 从经营文物拍卖的拍卖企业购买； (四) 公民个人合法所有的文物相互交换或者依法转让； (五) 国家规定的其他合法方式。
第五十一条	公民、法人和其他组织不得买卖下列文物： (一) 国有文物，但是国家允许的除外； (二) 非国有馆藏珍贵文物； (三) 国有不可移动文物中的壁画、雕塑、建筑构件等，但是依法拆除的国有不可移动文物中的壁画、雕塑、建筑构件等不属于本法第二十条第四款规定的应由文物收藏单位收藏的除外； (四) 来源不符合本法第五十条规定的文物。
第五十二条	国家禁止出境的文物，不得转让、出租、质押给外国人。
第五十四条	经营文物拍卖的拍卖企业不得从事文物购销经营活动，不得设立文物商店。
第五十五条	禁止设立中外合资、中外合作和外商独资的文物商店或者经营文物拍卖的拍卖企业。
第六十条	国有文物、非国有文物中的珍贵文物和国家规定禁止出境的其他文物，不得出境；但是依照本法规定出境展览或者因特殊需要经国务院批准出境的除外。
第六十一条	文物出境，应当经国务院文物行政部门指定的文物进出境审核机构审核。经审核允许出境的文物，由国务院文物行政部门发给文物出境许可证，从国务院文物行政部门指定的口岸出境。任何单位或者个人运送、邮寄、携带文物出境，应当向海关申报；海关凭文物出境许可证放行。
拍卖法	重要条款
第六条	拍卖标的应当是委托人所有或者依法可以处分的物品或者财产权利。
第七条	法律、行政法规禁止买卖的物品或者财产权利，不得作为拍卖标的。
第三十九条	买受人应当按照约定支付拍卖标的的价款，未按照约定支付价款的，应当承担违约责任，或者由拍卖人征得委托人的同意，将拍卖标的再行拍卖。拍卖标的再行拍卖的，原买受人应当支付第一次拍卖中本人及委托人应当支付的佣



金。再行拍卖的价款低于原拍卖价款的，原买受人应当补足差额。

**第六十一条**

拍卖人、委托人在拍卖前声明不能保证拍卖标的的真伪或者品质的，不承担瑕疵担保责任。

来源：互联网，国金证券研究所

**1.2 拍卖行业竞争格局：海外寡头垄断，国内强者恒强**

从全球拍卖市场来看，经过一百多年的大浪淘沙，苏富比、佳士得等拍卖行脱颖而出，成为海外拍卖市场的主导者，成交额、成交量远超其他拍卖行，进入寡头垄断的市场格局。国内拍卖行在政策保护、市场扩容的背景下，涌现一批优秀拍卖行，市场进入群雄逐鹿的阶段。从 2015 年全球前十强艺术拍卖行来看，中国拍卖行占 6 个席位。它们分别为保利拍卖、中国嘉德、北京匡时、上海嘉禾、西泠印社和北京翰海。

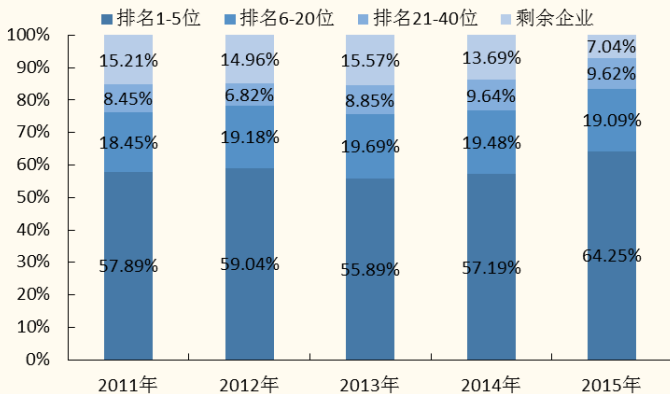
**图表 9：2015 年拍卖成交总额前 10 强拍卖行**

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

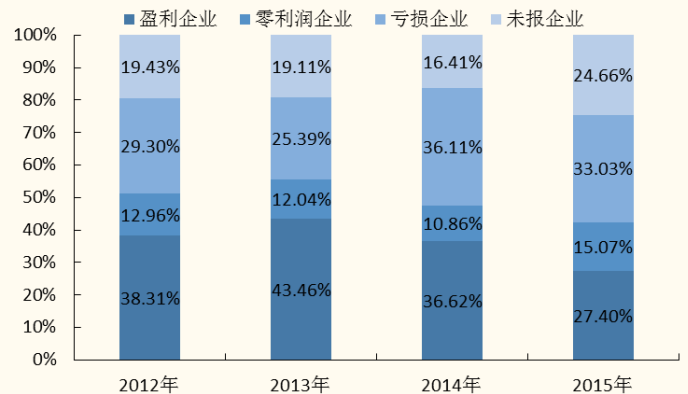
来源：《2015 年度艺术市场报告》，国金证券研究所

国内拍卖行强者恒强，“二八特征”明显。海外市场与国内市场相对独立，在没有海外领先拍卖行强势杀入的背景下，国内拍卖行充分享受到市场红利，一批本土拍卖行茁壮成长。自 2012 年行业进入调整期以来，市场格局呈现更为明显的“二八特征”，大型拍卖行大幅挤压小拍卖行生存空间，TOP5 市占率稳步提升，从 13 年 55.89% 提升至 15 年 64.25%，排名 6-20 位企业市占率、排名 21-40 位企业市占率基本稳定，40 名以外企业市占率大幅萎缩。从拍卖企业盈亏格局来看，盈利企业占比自 13 年 43.46% 逐年下降至 15 年 27.4%，行业优胜劣汰的趋势更为明显。

**图表 10：国内拍卖行市场集中度提升**



**图表 11：全国文物拍卖企业盈亏格局**



来源：历年中国文物艺术品拍卖市场统计年报，国金证券研究所

来源：历年中国文物艺术品拍卖市场统计年报，国金证券研究所

### 拍卖行梯队分明，北京保利、中国嘉德和北京匡时成为第一梯队

每年春秋拍一直是艺术品拍卖的重头戏，基本反应拍卖行全年的成交额。从目前竞争格局来看，保利拍卖无疑是国内拍卖行业龙头，保利拍卖、中国嘉德和北京匡时构成业内第一梯队(剔除香港地区的苏富比、佳士得)，春秋拍成交额均超过 20 亿元。北京东正、华艺国际、北京瀚海、中贸圣佳等拍卖行构成第二梯队，春秋拍成交额仅有 4~6 亿左右。

图表 12：历年春秋拍重点拍卖行情况(单位：亿元)

	行业整体	北京保利	香港苏富比	北京匡时	佳士得	中国嘉德	保利香港	北京东正	华艺国际	北京瀚海	中贸圣佳
2012 年春	282	30.33	20.04	12.65	22.48	21.42			2.62	9.44	
2012 年秋	294	23.3	16.73	9.44	20.71	17.96	4.18		2.67	5.48	3.44
2013 年春	266	28.38	17.52	14.15	25.25	26.48	5.18		4.13	8.28	2.05
2013 年秋	333	28.69	33.11		30.4	23.97					
2014 年春	296	27.77	27	17.48	24.23	22.52	8.74		4.65	8.91	
2014 年秋	287	24.76	22.94		23.33	16.75				18.38	
2015 年春	244	33.22	21.28	10.78	25.8	18.64	8.86	2.99	4.73	5.32	3.18
2015 年秋	257	29.24	21.94	9.95	21.58	18.31	7.59	2.82	4.83	6.83	3.04
2016 年春	244	28.58	26.34	25.6	23.75	21.89	10.86	5.5	5.03	3.81	3.26
2016 年秋		28.44	19.08	22.48	21.3	22.93	9.55	4.64	5.36	4.8	3.93

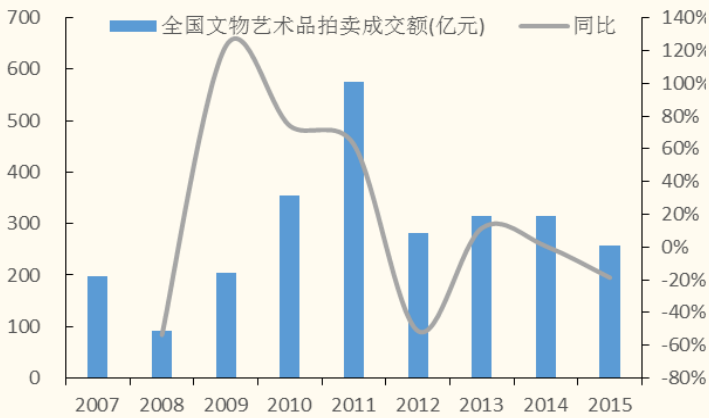
来源：雅昌艺术监测中心，国金证券研究所

### 1.3 行业现回暖迹象，高价拍品涌现

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，随后行业经历了规模暴跌，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仍处低迷期。

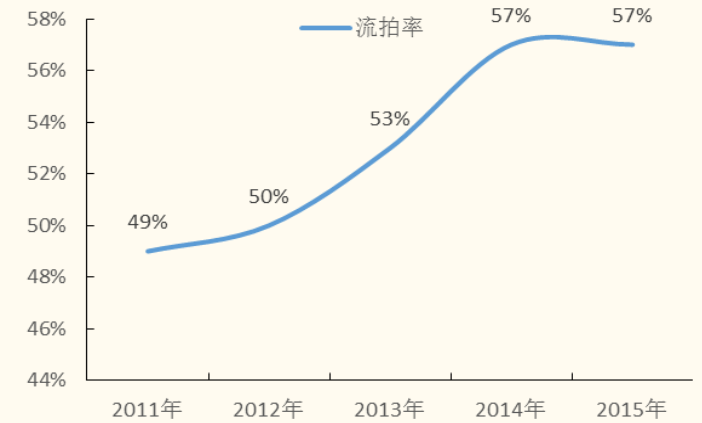
**16 年市场成交额/成交率指标好转，高价拍品涌现。**16 年春拍，艺术品市场出现了积极的变化，春拍实现成交额 243.6 亿元，同比仅下降 0.21%，终结过去 3 个半年度 10% 以上的跌幅；成交率延续改善趋势，自 15 年春拍 34% 的低点回升至 44% 的正常水平。高价拍品是市场人气的重要风向标，2016 年春拍高价拍品数量持续放大，亿元以上拍品高达 9 件，创近 5 年新高。目前，虽然行业整体秋拍数据仍未出炉，但根据已披露的拍卖行数据，成交规模仍在放大。

图表 13: 艺术品拍卖成交额出现下滑



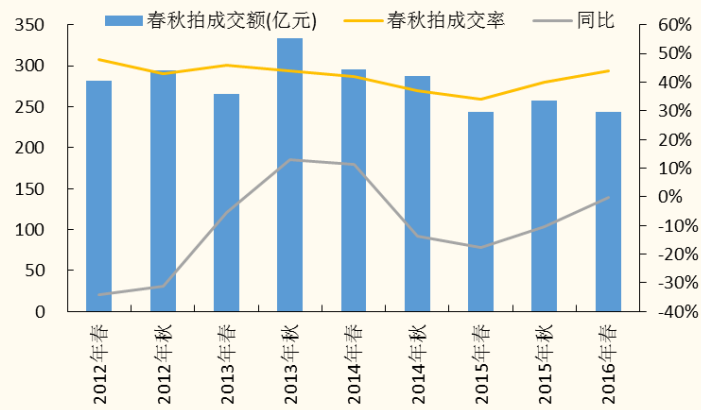
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 流拍率持续上升



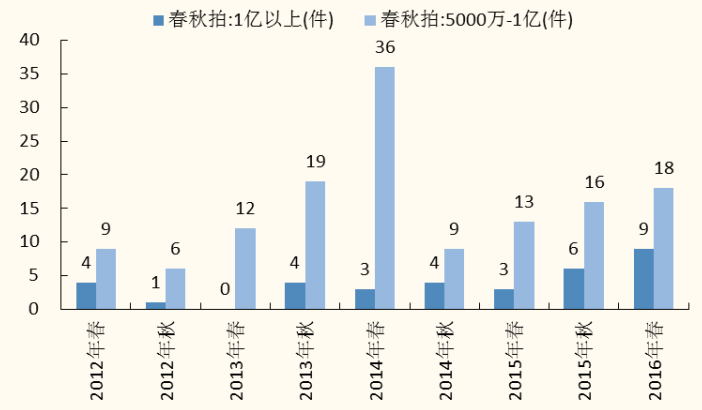
来源:《TEFAF2016 全球艺术市场报告》, 国金证券研究所

图表 15: 历年春秋拍成交情况



来源: Wind, 国金证券研究所

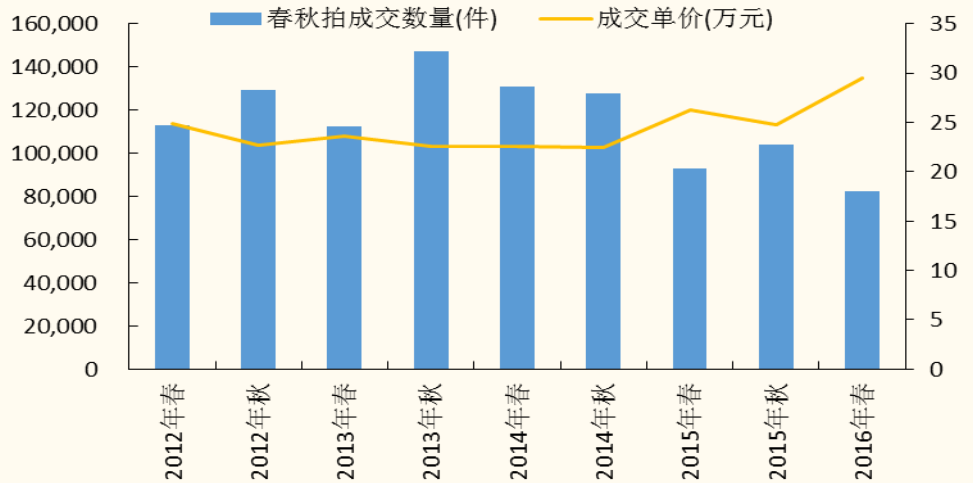
图表 16: 春秋拍高价拍品数量变化



来源: 雅昌艺术监测中心, 国金证券研究所

市场“缩量增质”趋势明显，成交单价持续上升。过去几年，市场景气处于低谷，市场信心不足导致藏家对中低端艺术品的需求下降，但高质量精品仍是买家追逐的焦点，市场热情仍在。对拍卖行来讲，每件拍品无论价格高低，都要拍照、宣传、策展等环节，单件成本相近。因此，提高拍品质量、走精品路线可以提高成交率，在行业低迷期改善利润率水平。2016年春拍，成交 82 万件拍品，延续 14 年春拍以来的缩量趋势，规模创近年新低，但成交均价却保持上升趋势。

图表 17: 春秋拍“缩量增质”趋势明显



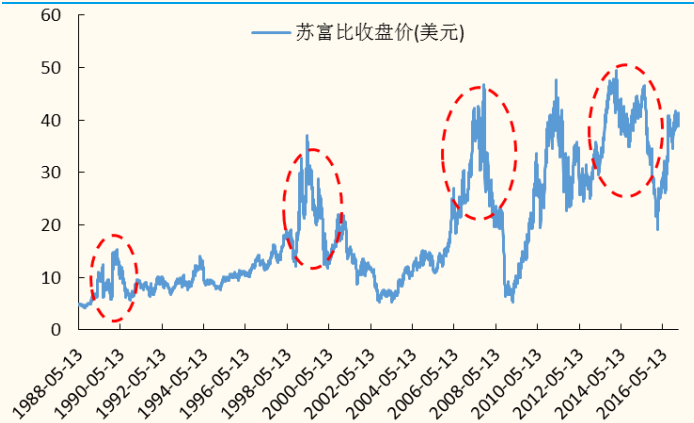
来源: Wind, 国金证券研究所

#### 1.4 艺术品市场或迎来上升周期, 投资需求&财富配置推动行业向好

##### 艺术品市场具有强周期性, 5-7 年为一次周期

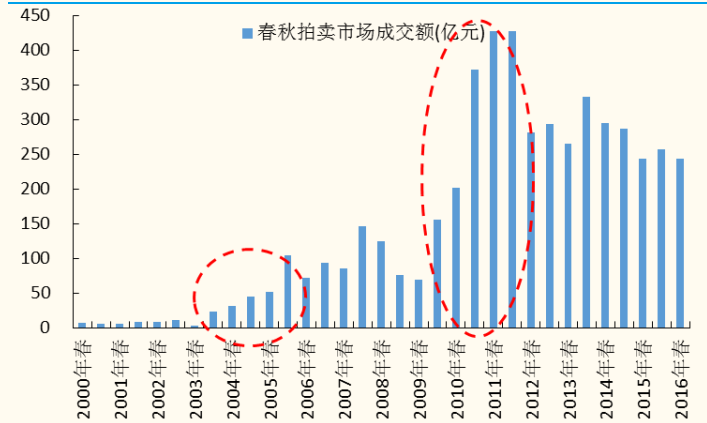
根据海内外历史数据, 艺术品市场具有较强的周期性。海外市场是 7-10 年形成一个完整周期, 从苏富比的股价变动来看, 大约 7 年出现一个波峰, 与海外周期较为吻合。从国内市场来看, 国内艺术品市场起步较晚, 仅经历过 3 个繁荣期, 分别是 1995 年至 1997 年、2003 年至 2005 年、2009 年至 2011 年, 大致也是 7 年为一个周期。从国内艺术品子类来看, 书画市场占主导地位, 且发展较为成熟, 形成较为明显的周期, 大约 5 年形成一轮周期, 其余品类则周期性不够明确。

图表 18: 苏富比股价 7 年为一周期



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 国内艺术品拍卖存在周期变化



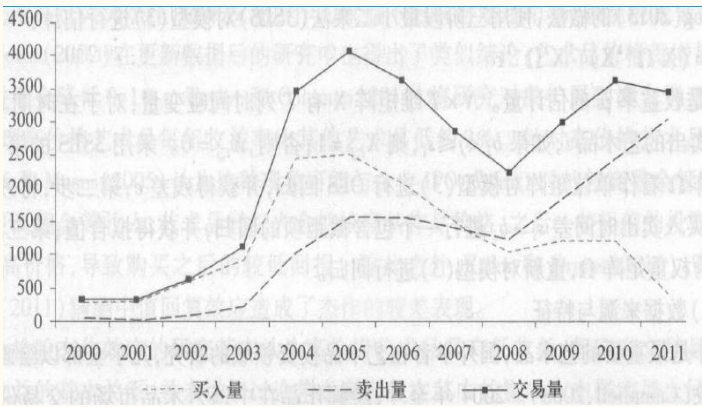
来源: Wind, 国金证券研究所

**艺术品投资属性凸显, 与宏观经济联动紧密。**目前, 艺术品市场的投资属性已经逐步凸显, 根据学者石阳的研究成果, 提取国内交易出现两次及以上重复交易样本, 假设某作品共在拍卖市场交易两次, 则认为作品有 1 对数据, 前一次交易价为买入价交易时间为买入时间, 后一次分别为卖出价与卖出时间; 若作品共交易三次, 则认为作品有 2 对数据, 并以此类推。通过研究发现, 2006 年前艺术品的买入量远大于卖出量, 体现此阶段艺术品投资为价值收藏; 而 2008 年后, 卖出量超过买入量, 说明艺术品买入后被卖出的情况增加, 市场的投机动机明显。

因此, 艺术品市场逐渐成为一个信心市场, 其繁荣需要外部资金的支持, 与宏观经济联系紧密。具体而言, 艺术品市场是另类投资渠道, 货币供给量和其他

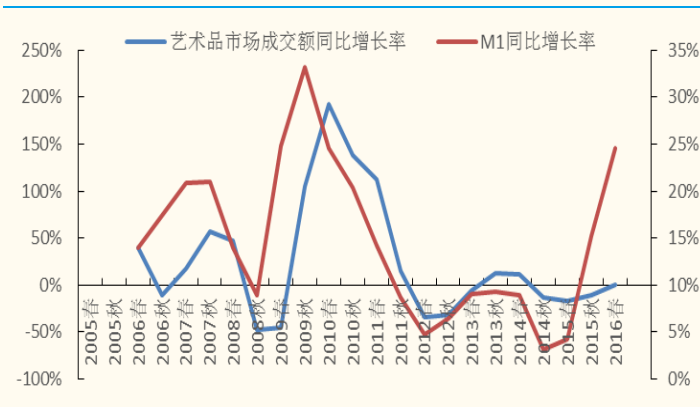
投资渠道收益情况对其存在潜在影响。当货币供给量增加，市场对通胀的预期增强，寻找合适的投资渠道实现保值增值，而此时若股市、楼市、黄金等市场相对低迷，资金将更多流入艺术品市场，从而推动艺术品繁荣。根据学者石阳的研究，股价指数增加 10%，会对艺术品价格产生 2.7% 的抑制作用；货币供应量增加 10%，将导致艺术品价格增加 13.5%。**从 M1 增速和艺术品成交额增速对比来看，两者之间存在较为紧密的联动关系，且 M1 增速变化领先艺术品市场变化。**

图表 20：中国艺术品买卖的时间分布



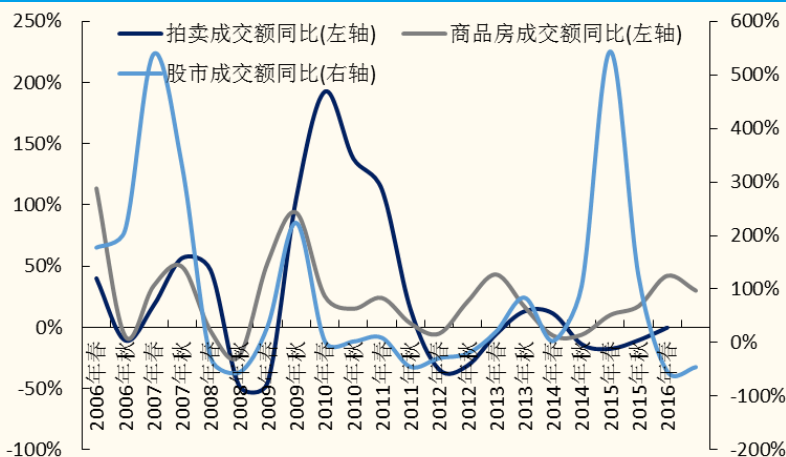
来源：《中国艺术品投资收益—整体特征与杰作效应》，国金证券研究所

图表 21：艺术品市场与货币供应量联动关系明显



来源：雅昌艺术市场监测中心，国金证券研究所

图表 22：艺术品市场与其他投资市场关系

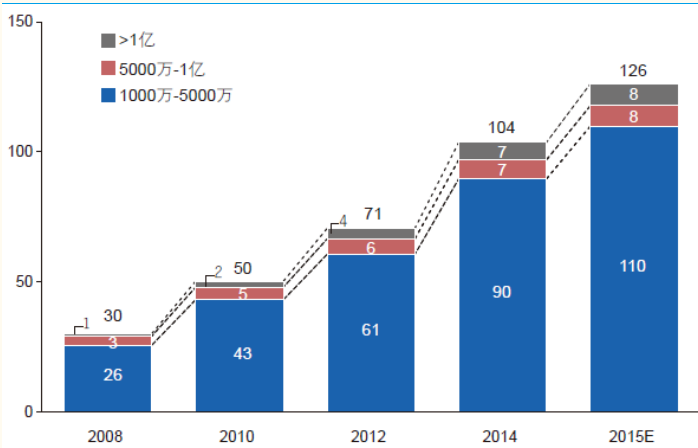


来源：Wind，国金证券研究所

**高净值人群、企业配置需求上升，为市场带来新活力。**随着居民财富水平快速上升，诞生了一批高净值客户群体。目前，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。随着可投资资产的逐年增长，使得高净值客户开始考虑更为广泛的投资渠道，艺术品由于其文化价值、审美价值、长期收益性受到高净值客户的欢迎。

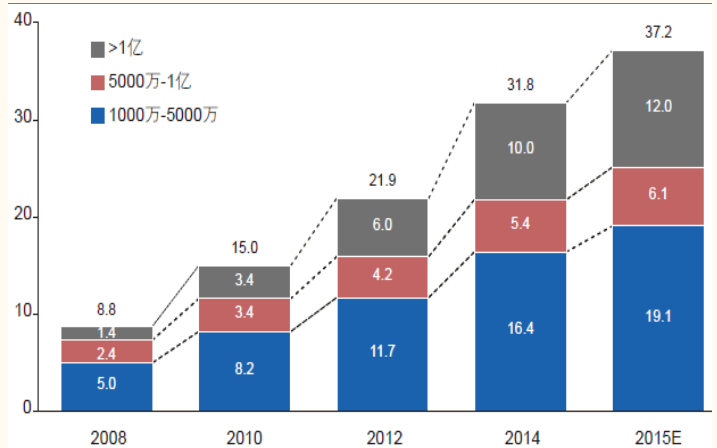
此外，企业收藏也成为近年的亮点，藏购艺术品不仅是资产配置的重要构成，还有利于提升企业的文化品位和品牌文化宣传。近年来，万达集团、苏宁集团、宝龙集团等企业进入艺术品市场，在收藏拍品的同时，也自建美术馆、博物馆，力求打造自身藏品体系。

图表 23: 中国高净值人群数量不断攀升(单位: 万人)



来源:《2015 中国私人财富报告》, 国金证券研究所

图表 24: 高净值人群的可投资资产规模(单位: 万亿元)



来源:《2015 中国私人财富报告》, 国金证券研究所

图表 25: 2016 年企业高端艺术品收藏

拍品名称	成交价 (亿元)	拍卖行	拍卖日期	收藏机构
任仁发 五王醉 归园卷 手卷	3.04	北京保利	2016/12/4	苏宁博物馆
傅抱石 1945 年 风光好 立轴	0.66	中国嘉德	2016/11/12	苏宁博物馆
铜鑿金哲布尊丹 巴像·扎那巴扎 尔	0.73	中国嘉德	2016/11/12	苏宁博物馆
齐白石 咫尺天 涯一山水册(十 二开)	1.96	北京保利	2016/12/2	宝龙集团
张大千 巨然晴 峰图 立轴 设色 纸本	1.04	中国嘉德	2016/11/12	宝龙集团
吴镇 1338 年山 窗听雨图 手卷	1.73	北京匡时	2016/12/6	三胞集团
曾巩 局事帖 镜 心 水墨纸本	2.07	中国嘉德	2016/5/15	华谊兄弟
宋克 临急就章 并诸家题跋	0.92	中国嘉德	2016/5/15	晋商张小军
潘天寿 鹰石山 花图 镜心	2.79	中国嘉德	2016/5/17	新疆广汇
李可染 1976 年 井冈山 镜心	1.27	中国嘉德	2016/5/17	新疆广汇

来源: 雅昌艺术市场监测中心, 国金证券研究所

市场或进入新一轮上升周期, 艺术品发展潜力巨大。根据艺术品行业的发展规律, 5-7 年为一轮周期, 自 2011 年以来, 艺术品市场已经经历长达 5 年的寒冬期。在短期内, 艺术品市场与资金流动关联度较高, 15 年以来, 央行执行偏松的货币政策, M1 增速处于高位, 而股市、楼市进入低迷期, 富余资金有望流入艺术品市场。2016 年艺术品市场已经出现回暖迹象, 春/秋拍成交额、成交率和高价拍品占比等指标均有好转, 有望进入新一轮的上升周期。长期来看, 随着国内经济稳健增长, 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。

## 二、征集、资金、机制决定拍卖行竞争力

### 2.1 卖方市场下，藏品征集成竞争焦点

艺术品是卖方市场，高端拍品具有稀缺性和不可再生性，拍卖后在短期内很难再流入市场。因此，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。**高端拍品的供给决定需求，持续获取收藏家提供的优质作品，是决定拍卖行竞争力的关键。**对于藏家而言，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，而这需要对拍卖行的众多能力进行综合考量：

- 1) **客户资源雄厚**：高价拍品需要资金支持，特别是行业景气下滑更需要大买家的积极参与，因此品牌影响力较强及客户维护能力较强的拍卖行受到更多关注。
- 2) **专业水平出众**：拍品能否高价很大程度上取决于其文化内涵、历史传承、作者等内在因素，具有较高专业能力的拍卖行团队更能挖掘出拍品亮点，从而精准定位宣传，提升拍品价值。
- 3) **与藏家保持良好关系**：藏家对拍卖行的信任也是重要的影响因素，高端艺术品大多集中在著名藏家手中，若想征集到精品，拍卖行必须与藏家保持长期联系，建立信任基础。

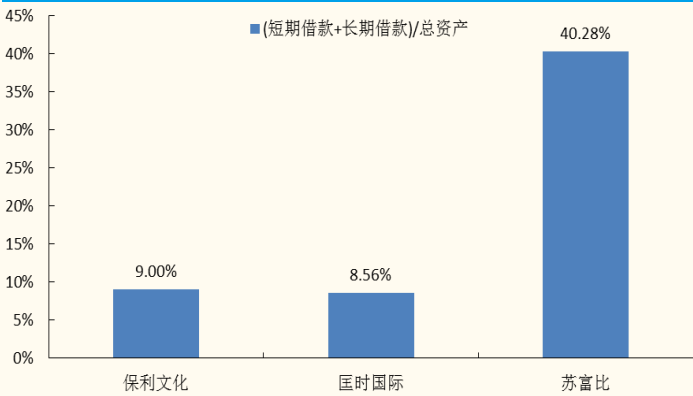
综合各因素来看，无论是客户资源、专业水平还是藏家关系均需要通过优秀团队来运作。因此，藏家对拍卖行的信心基础是对团队的专业性的信任，团队是拍卖行最核心的资产。

### 2.2 拍卖属资本密集型行业，资金实力撬动交易规模

**艺术品拍卖业务具有类金融属性，资本实力是重要竞争壁垒。**由于买方、中介、卖方三方结算时间的差异，拍卖行一定程度上行使了资金融通的角色，需要以垫付资金撬动交易，同时在交易后长期沉淀买方资金。因此，拍卖业务具有资本密集属性，具有资本实力优势的拍卖行可以在行业逆势下获得更大的成交规模。另一方面，由于轻资产行业属性，拍卖行很难获取银行资金提高杠杆率，自有资金成为重要竞争壁垒。

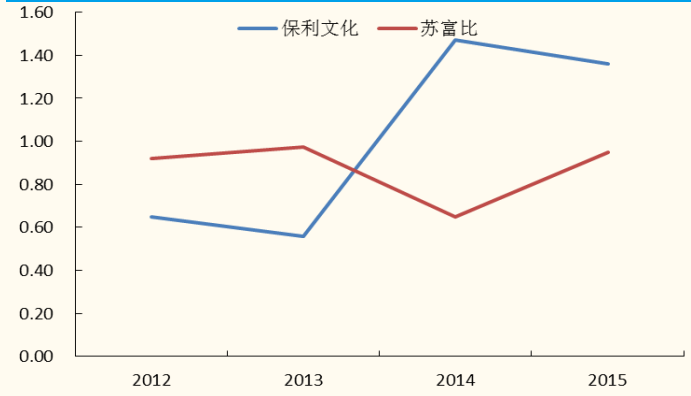
- 1、**拍品征集预付拍品款，需要巨额资金支持。**在拍品征集环节，拍卖行为征集到更多优质的拍品，通常会提前向部分优质委托人预付部分拍品款，并收取利息。垫付款主要分为两类，一类是拍品成交前，向委托人提前支付款项（一般 30%左右比例），另一类是成交后，先向委托人预付部分拍品款。在行业寒冬期，卖家“惜售”情绪升温，拍卖行为征集优质拍品需付出更大努力。2015 年，国内领先拍卖行保利文化、匡时国际垫付款余额占当年营收比重均在 150% 以上，占用大量资金。
- 2、**为买家提供资金便利，撮合拍品成交。**拍品单位价值较高，诸多买家难以在短期全额支付拍品款。为提升拍品成交额、成交率，拍卖行普遍为买家提供资金便利服务，如为买方提供分期付款服务并收取利息。
- 3、**交易结算期限不匹配，沉淀长期资金。**在拍卖完成后，拍卖行在买方全款付清后才把拍品交割给买方，并将款项一次性支付给卖方。由于国内结算周期较长，多在半年以上，部分高价拍品可能更是长达 2~3 年，形成了长期的沉淀。

图表 26：国内拍卖行难以获得外部资金支持



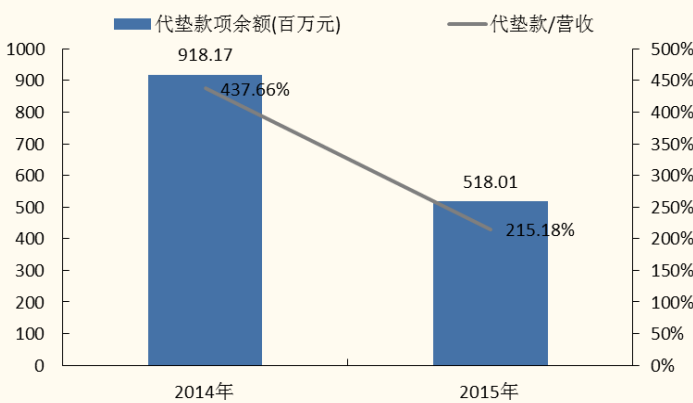
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：国内外拍卖行营运资金/收入



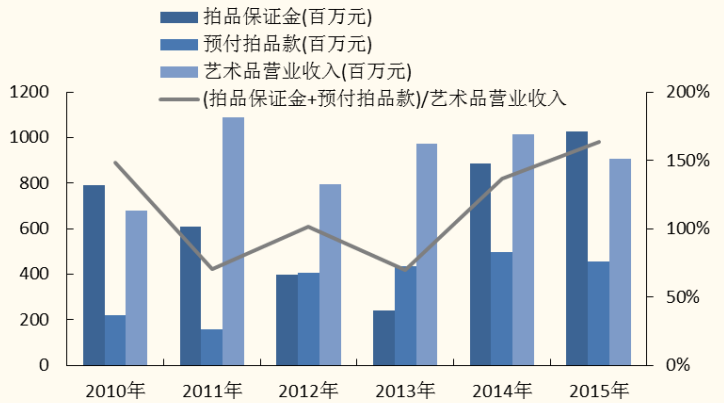
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：匡时国际垫付款规模较高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：保利文化前期垫付款占营业收入比例较高



来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3 团队是核心资产，激励机制决定人才吸引力

拍卖是轻资产行业，团队是拍卖行最核心的资产。拍品征集能力是拍卖行竞争力的直接表现，而其背后体现团队的专业能力。从过往的拍卖行发展历程来看，拍卖行的人才培养多采取同行挖人和自身培养的方式，较少通过收购的方式实现。因为拍卖行之间存在一定的文化差异，一旦融合效果不佳，员工离职，则收购资产价值将大幅下降。因此，吸引优秀的行业人才和保持团队的稳定性是提升拍卖行竞争力的前提条件，市场化的激励机制成为关键。

## 三、金融业务延伸前景广阔，推动利润来源多元化

### 拍卖行向艺术品金融业务延伸可以实现人才和行业资源价值最大化

拍卖是连接买家和卖家的重要平台，通过自身品牌影响力及专业性消除买卖双方的信息不对称性，从而撮合交易。作为平台而言，拍卖行在经营过程中积累了丰富的产业链上下游资源，凭借自身人才优势、资金优势，可以延伸拍卖业务至更为广阔的领域，如艺术品财富管理、艺术品金融等。拓展延伸业务不仅实现拍卖行自身资源的价值最大化，还有利于增强老客户粘性，是拍卖行未来的竞争方向。

### 3.1 自营及艺术品基金业务

从长期来看，优质的艺术品具有巨大的升值潜力。国内高净值人群的不断扩大，



引发巨大的艺术品资产配置需求，优质艺术品具有稀缺性，价格受市场波动影响极小，是非常稳健的投资品类。在长期供需缺口下，优质艺术品价值有望长期稳步提升。以负责保管英国铁路员工退休金的英国铁路养老基金为例，在1974年石油危机背景下，基金每年将可支配流动资金总数的5%用于购买艺术品，并在持有25年后进行销售，在2000年售出其全部藏品后实现总体11.3%的年化收益，彰显艺术品投资的长期稳定收益性。国内优质艺术品在过去20余年也受到市场热捧，精品价值不断抬升。

图表 30：优质拍品升值案例

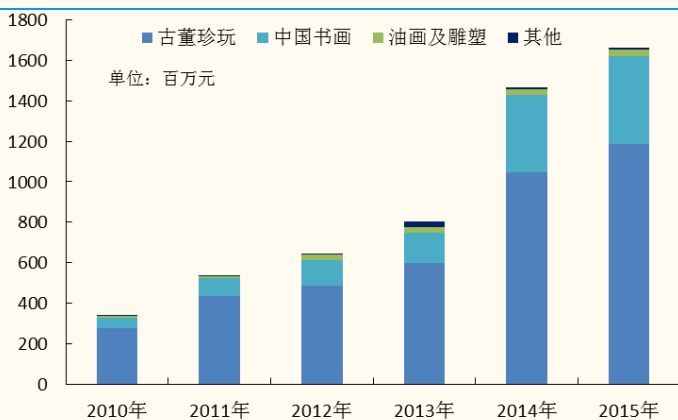
作品	案例
任仁发《五王醉归图》	《五王醉归图》曾在2009年以4658万港元拍出，2016年拍得3.036亿元，7年时间增长了2.6亿元，增值6.5倍。
齐白石《松柏高立图·篆书四言联》	刘益谦2005年以500万元买入齐白石的《松柏高立图》，2010年以1500万元购入《篆书四言联》，2011年嘉德春拍中，齐白石的《松柏高立图·篆书四言联》创造的4.255亿元的成交价。
徐悲鸿《九州无事乐耕耘》	《九州无事乐耕耘》1996年在中国嘉德秋拍以192.5万元成交，2004年在北京荣宝秋拍以1705万元成交，2011年在北京保利秋拍成交价达到2.668亿元。
周春芽《剪羊毛》	《剪羊毛》2008年在拍卖会以627.2万元成交，2011年中国嘉德的秋拍成交价高达3047.5万元。

来源：互联网，国金证券研究所

拍卖行拥有一支专业性极强的艺术品研究团队，以实现对市场准确判断、对拍品鉴定及估值。此外，拍卖行在长期经营中，积累了丰富的渠道资源，可以获得全面的藏品信息。因此，拍卖行开展自营业务或管理艺术品基金可以实现优质资源的价值最大化，一方面保证艺术品标的的来源及控制收购成本，另一方面凭借专业优势在市场调整期凭借专业判断，抄底低估的艺术品，在市场回暖后逐步卖出，实现投资收益。

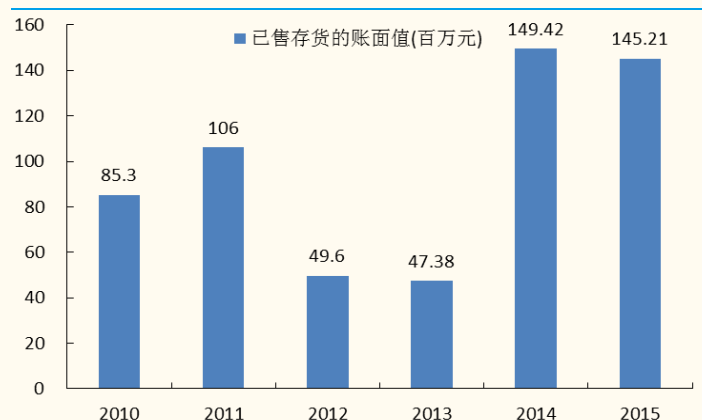
艺术品自营对拍卖行具有较高的资金要求，一方面艺术精品的单价较高，需要巨额资金建仓，另一方面，拍卖行一般在行业低迷期加大艺术品采购，在行业繁荣期卖出，艺术品周期长达5-7年，需要长期占用大量资金。目前，国内拍卖行资金大量被拍卖垫付占用，开展自营业务的拍卖行较少，仅保利文化等龙头有所涉及。保利文化较早就开展自营业务，2014年在香港上市后，凭借充裕的资金支持，进一步加大自营业务的投入，2015年保利文化存货高达16.61亿元，主要投资古董珍玩、中国书画。

图表 31：保利文化自营业务（存货规模）持续扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：保利文化历年售出存货成本

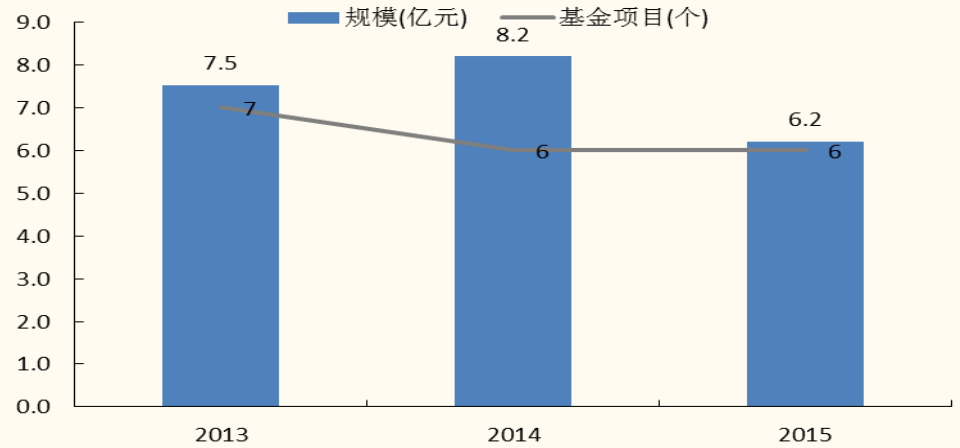


来源：公司公告，国金证券研究所

艺术品基金于2007年开始在国内兴起，保利文化是行业的先行者，2009年与国投信托合作发行了国内首支艺术品质押融资型信托理财产品“国投信托·盛

世宝藏 1 号保利艺术品投资集合资金信托计划”，2010 年 7 月，保利文化正式组建的北京保利艺术投资管理有限公司，专门负责艺术品投资业务，并于 2014 年获得私募基金管理证书，是目前国内唯一一家国有大型艺术品投资顾问机构。截至 2015 年，保利文化运行项目 6 个，总规模 6.2 亿元。

图表 33：保利文化艺术品基金规模



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 艺术品交易融资业务

**拍卖衍生融资需求，拍卖行介入空间大。**在正常拍卖流程中，卖家将拍品委托拍卖行拍卖，交易完成后，拍卖行在买方全款付清后才把拍品交割给买方，并将款项一次性支付给卖方。在此过程中，由于时间周期较长，从而衍生出一系列交易融资需求。

对于卖家而言，其愿意提供拍品拍卖，一方面是为了获得投资收益，另一方面是存在资金需求。由于国内结算周期多在半年以上，部分高价拍品可能更是长达 2~3 年，卖家为尽快获得回款，愿意以拍品款为还款来源接受拍卖行融资服务。

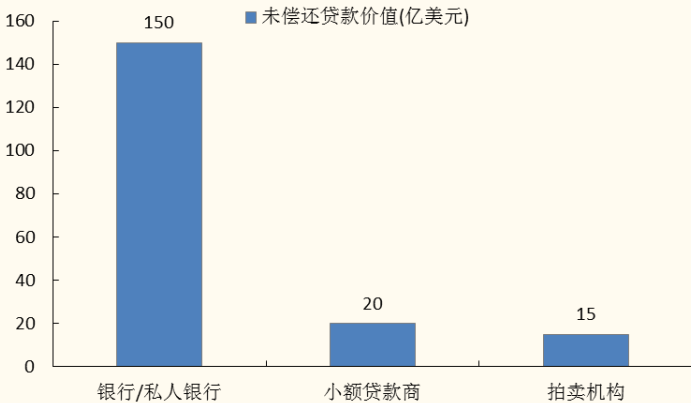
对于买方而言，艺术品单价较高，一次性支付拍品款一般存在较大的资金压力，拍卖行作为中介可以拍品作为质押向买家提供分期付款服务。此外，随着国内买家逐渐进入国际艺术品市场，海外拍品拍卖需用外币结算，领先拍卖行可为客户提供海外融资服务。

拍卖行可以在交易中发挥了金融支持的作用，利息收入也成为拍卖行的重要收入来源，一方面拍卖行为卖家提供垫付款并收取利息，另一方面拍卖行为买家提供分期付款服务。拍卖行凭借自身的专业性及对拍品的掌握，相关交易融资业务风险较小，在资金成本稳定的情况下，具有丰厚的利润空间。

### 3.3 艺术品抵押融资业务

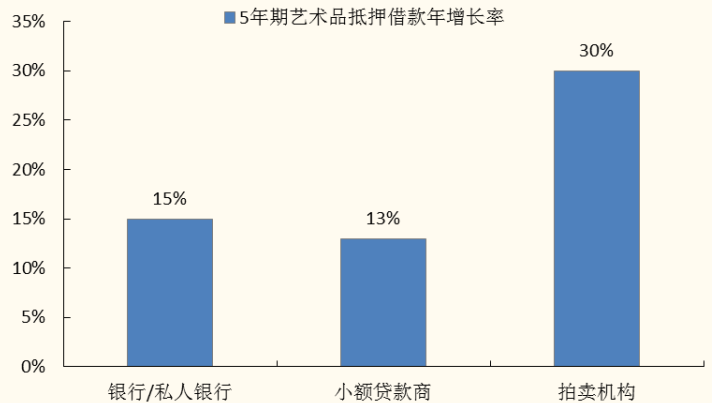
随着艺术品配置成为大类资产配置的重要组成，艺术品融资的需求也日益显现。艺术品融资的风险在于在鉴定真伪和价值评估。海外艺术品融资业务已较为成熟，银行&私人银行、小额贷款商以及拍卖机构均有所涉足，其中银行是最重要的融资提供方。根据德勤的数据，2016 年美国银行&私人银行、小额贷款商及拍卖行提供的艺术品贷款余额分别为 150、20、15 亿美元。

图表 34：2016 年美国艺术品贷款市场规模



来源：德勤，国金证券研究所

图表 35：美国艺术品抵押借款市场增速情况



来源：德勤，国金证券研究所

在国内，银行受制专业能力、法律法规的约束，难以涉足艺术品融资领域。相比之下，拍卖行具备较强艺术品鉴定和评估能力，对客户还款能力熟悉，且具有艺术品的流通渠道，成为重要艺术品融资的通道。2015 年，保利文化与中国文化艺术金融服务及域耀订立合资协议，共同出资 2 亿元设立保利文化艺术融资租赁有限公司，以开展艺术品融资租赁业务，通过获取银行低成本资金提供艺术品质押融资，目前规模已经达到 6 亿元。

#### 四、拍卖行龙头发展历程启示

纵观国内外拍卖龙头，无论是国际龙头苏富比还是国内龙头保利文化，其发展路径大致相同。在发展早期，拍卖行专注某一细分优势领域，然后逐步拓展至全品类业务。随着当地市场领先优势巩固，再通过异地扩张或并购开拓新市场。同时逐步探索拍卖延伸业务，如自营、财富管理、艺术品金融等领域，打造新利润增长点。从苏富比过去数十年的股价走势看，随着市场份额和盈利规模的提升，龙头拍卖企业具有长期投资价值，强周期属性也使得股价波动率较高，择时非常重要。

##### 4.1 苏富比：经历百年风云的国际拍卖行龙头

苏富比是世界上最古老的拍卖行，以书籍品类起家。苏富比创始人山姆·贝克早年在科芬园工作，当时是伦敦具有一定规模的旧书市场。1744 年，山姆·贝克受到委托，拍卖约翰·史丹利爵士收藏的数百本珍藏书籍，通过奔走宣传，拍卖大获成功，苏富比由此诞生。此后，苏富比深耕书籍拍卖，在业内具有较高知名度。1821 年，拿破仑病逝于圣赫勒拿岛，他的藏书也是经苏富比拍卖，从而进一步打响名声。

图表 36：欧洲早期书籍拍卖

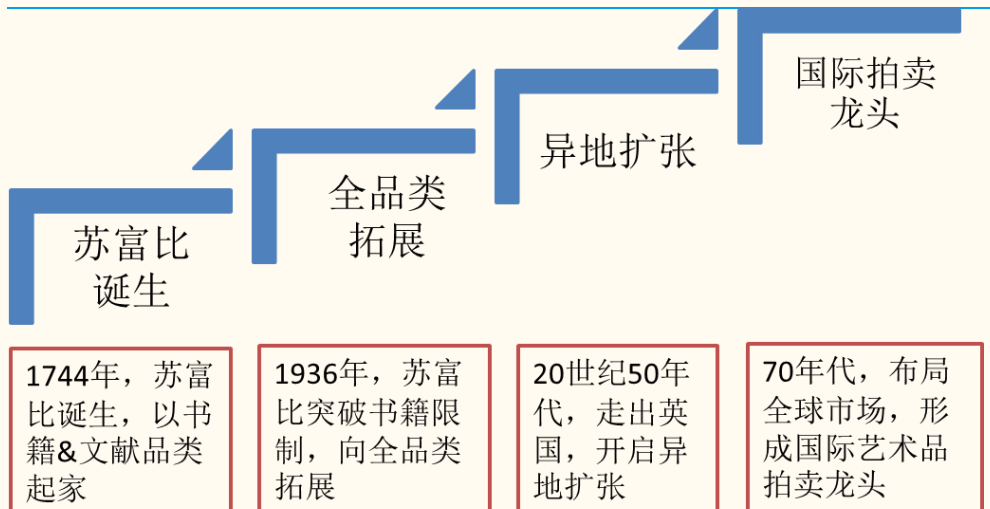


来源：互联网，国金证券研究所

**突破书籍局限，向全品类拓展。**在苏富比家族的管理下，业务范围不断拓展，第一次世界大战后期，苏富比已经将拍卖范畴已扩展至版画、勋章与钱币等不同类别。1936年，彼得·威尔森加盟苏富比，推动公司开展多元化经营策略，并取得显著成效。苏富比在油画与其他艺术品板块的成交金额大幅提升，并超越传统的书籍拍卖。

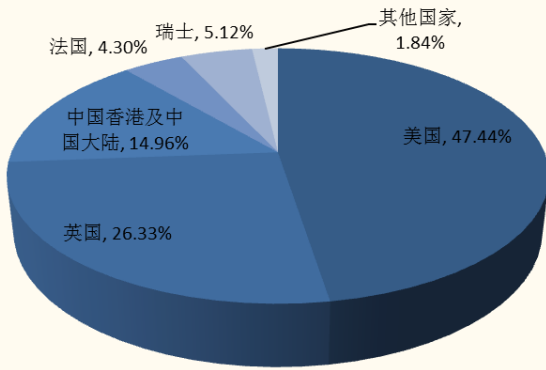
**异地扩张，寻求新市场空间。**第二次世界大战后，国际艺术品市场逐渐形成。为抢占国际艺术品市场，苏富比 50 年代开始异地扩张，1955 年在纽约 Bowling Street 设立办事处，1964 年收购美国最大的艺术品拍卖商帕克·博涅特成为国际性拍卖行，1967 年在巴黎和洛杉矶设立办事处。70 年代，苏富比加快全球布局步伐，业务拓展至香港、蒙特卡罗、日内瓦等国际都市，并在世界主要城市设立办事处，形成了国际艺术品拍卖的格局和规范。发展至今，苏富比办事处遍布达 40 个国家，共 90 处地方，成为世界性的艺术品拍卖龙头。截至 2015 年，苏富比在全球的市场份额高达 28.4%。

图表 37：苏富比发展历程



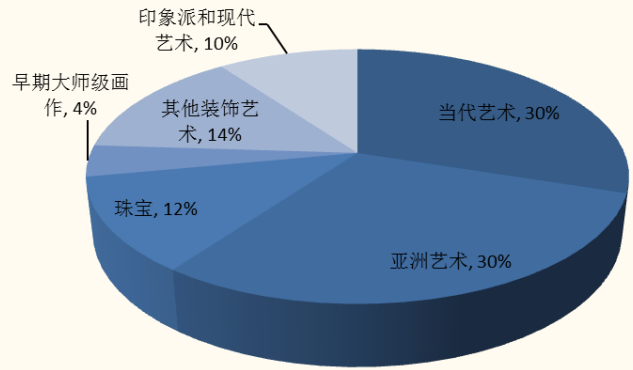
来源：国金证券研究所

图表 38: 苏富比收入地区构成(2015 年)



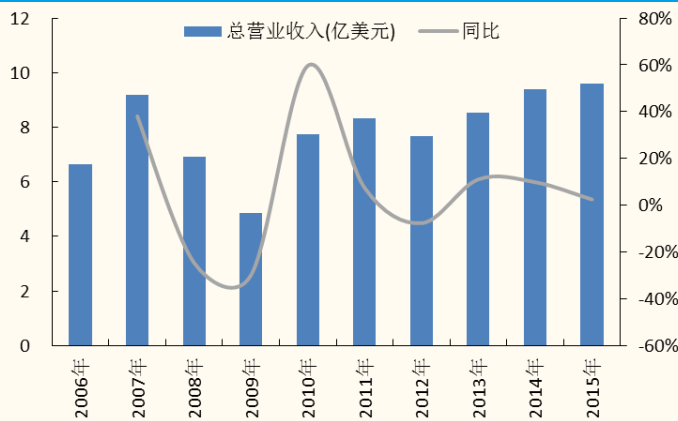
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 苏富比各品类占比(2015 年)



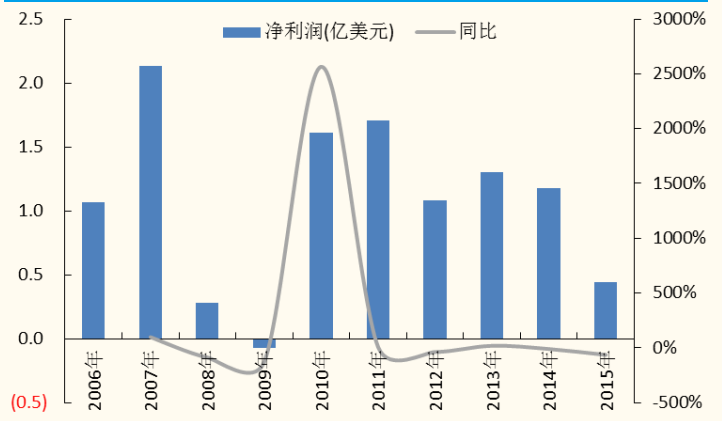
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 苏富比近年营业收入规模



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 41: 苏富比净利润变化

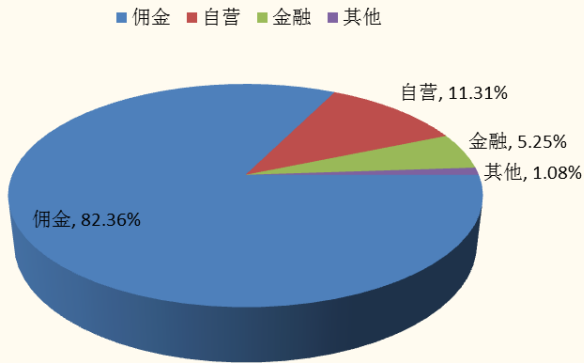


来源: 公司公告, 国金证券研究所

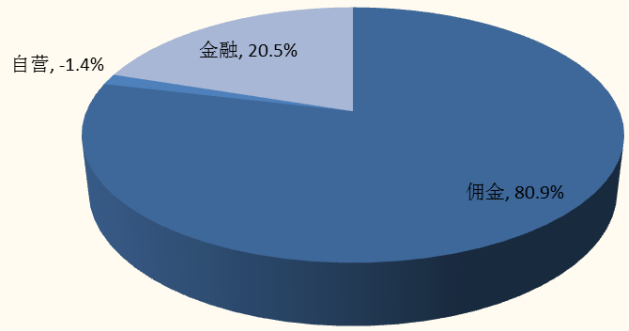
**拓展延伸业务, 实现外延式增长。**随着苏富比市场份额接近饱和&全球经济低迷, 苏富比开始积极探索拍卖延伸业务。目前, 苏富比除了拍卖中介业务外, 还有自营业务和金融业务。自营业务是苏富比将低估的艺术品买入, 未来通过拍卖或洽谈等其他方式售出。金融业务则是依托拍卖行的专业、渠道优势, 为收藏家提供艺术品抵押贷款。

近年来, 公司营收保持小幅增长势头, 净利润受国际拍卖市场不景气而遭遇瓶颈, 15 年因员工离职支付巨额离职金和为陶布曼收藏所支付的巨额担保导致业绩大幅下滑。从业务构成来看, 2015 年, 公司佣金、自营、金融和其他贡献的营业收入分别占比 82.36%、11.31%、5.25%、1.08%, 我们估算佣金、金融分别贡献 80.9%、20.5%的利润, 自营业务受市场变化影响出现亏损。

图表 42: 苏富比营业收入构成(2015 年)



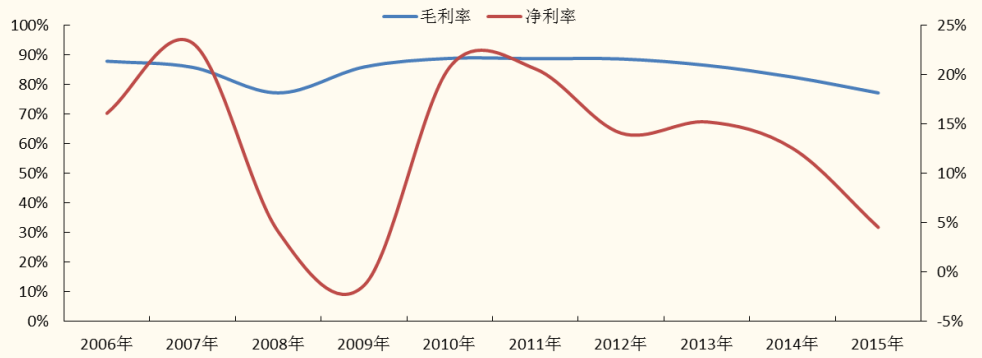
图表 43: 苏富比利润构成估算(2015 年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 44: 苏富比毛利率、净利率水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 45: 苏富比股价走势



来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.2 保利文化: 走在时代浪尖的国内艺术品市场领导者

诞生于第一批拍卖浪潮的央企背景拍卖行。保利文化隶属于保利集团, 其前身是成立于 2000 年 2 月的保利文化艺术有限公司。2005 年, 国内艺术品市场迎来繁荣期, 上百家拍卖行如雨后春笋般诞生, 保利文化在此时设立北京保利拍

卖，涉足拍卖行业。05年11月，保利拍卖举办了首届大型拍卖会，取得5.6亿元的成交额，使保利拍卖在发展初期就挤入国内顶级拍卖企业行列。

**专注油画品类，精品思路切入市场。**2006年，保利拍卖经过对市场深入分析后，决定以油画为突破口，加大现当代艺术品的比重，以精品思路切入市场。2006年春拍，保利《中国油画》专场以1.45亿元的成交额，创造国内油画专场最高成交纪录。当年秋拍，三个油画专场取得1.88亿元的成交额，刘小东的《三峡新移民》以2200万的成交额打破了中国当代艺术品的世界纪录。

**图表 46：2006 年刘小东的《三峡新移民》打破了中国当代艺术品的世界纪录**



来源：互联网，国金证券研究所

**加快品类拓展，迈向综合性拍卖行。**2007年以来，保利拍卖在继续巩固油画优势的同时，逐步拓展古董、古籍等品类。07年春拍，吴冠中的《交河故城》以4070万元刷新了中国内地油画作品成交价最高纪录，保利首次举行的古董珍玩和古籍善本专场也都圆满落槌。08年，保利加大近现代书画方面的开拓力度，当年春拍黄胄代表作《洪荒风雪》以918.4万元成交，拔得近现代书画部分头筹。综合来看，保利拍卖自07年开始走向综合性拍卖行，业务成功从油画拓展至书画、古董、古籍、水墨、当代艺术等全品类，并在珠宝、藏传佛教、红酒白酒、科技古董等领域布局，确定国内拍卖行业领先地位。

**图表 47：黄胄《洪荒风雪》以 918.4 万元成交，拔得近现代书画部分头筹**



来源：互联网，国金证券研究所

**异地扩张、海外拓展，扩大领先优势。**中国艺术品市场具有区域性特点，京津唐地区因其深厚的中国艺术品存世量基础，从而使北京成为国内的艺术品拍卖核心，但藏家对本土艺术品更为关注。上海是国内外经济、文化交流中心，本地藏家对西方当代艺术接受度较高。山东潍坊是传统书法之乡，当地收藏古代书画风气盛行。海外市场一直是精品的聚集地，澳门、香港与海外市场具有联动性。因此，各区域拥有自身独特的收藏特点，中国的艺术品市场处于较为分散的状态。

保利拍卖是国内较早开始异地扩张的拍卖行，2012年保利拍卖成立保利香港拍

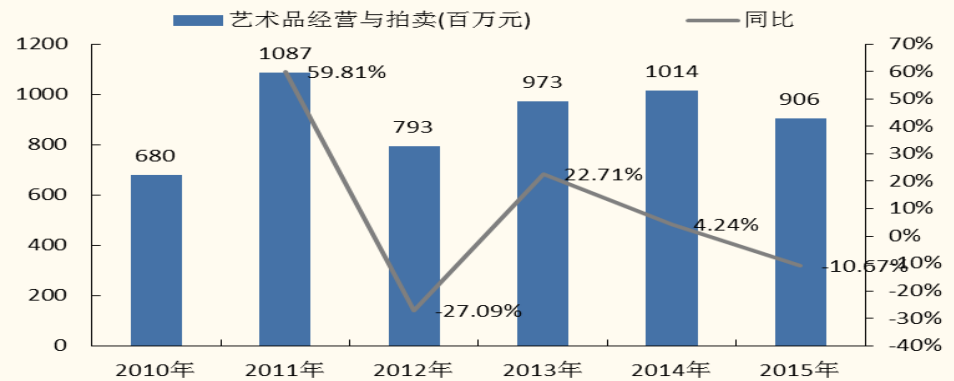
卖，并在 15 年成立保利澳门拍卖，力图拓展海外拍卖市场，布局国际化战略。14 年，保利拍卖成立保利厦门拍卖，试图开拓闽台市场，2015 年，成立保利山东拍卖，深耕山东市场。通过异地扩张、海外拓展，保利拍卖进一步强化全国乃至世界范围内的拍品征集能力，与更多潜在客户建立直接联系，扩大市场领先优势。2012 年以来，受益异地扩张战略，公司在行业低迷期未出现明显的营收下滑迹象，表现出较强的成长性。

图表 48：2015 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

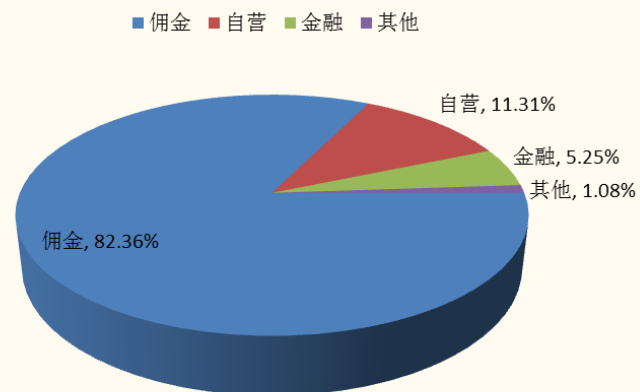
图表 49：公司拍卖业务在市场低迷期保持稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

拓展拍卖延伸业务，布局艺术品金融蓝海。随着拍卖业务逐渐面临发展瓶颈，公司开始探索拍卖衍生业务，寻求外延式增长空间。公司先后布局艺术品自营业务，涉足艺术品基金，并逐渐拓展艺术品融资，形成艺术品全产业链优势，为客户提供一站式拍卖延伸服务。2016 年上半年，公司艺术品经营与拍卖业务实现营业收入 4.26 亿元，其中拍卖收入 3.7 亿元，自营业务收入 0.46 亿元，艺术品基金管理收入 0.1 亿元。

图表 50：保利文化拍卖业务构成



来源：公司调研，国金证券研究所



## 五、投资推荐

艺术品市场具备保值和投资属性，经历了 5 年多的调整，2016 年呈现回暖迹象，拍卖成交额、成交率和高价拍品占比等指标均有好转，在货币供给量增长和其他大类投资渠道低迷背景下，有望进入新一轮的上升周期。

艺术品拍卖行龙头企业凭借征集、资金、机制优势，在行业低迷期市场集中度快速提升，在行业恢复和成长期将有更大业绩弹性。参照苏富比发展历程，国内领先拍卖行在本地市场份额提升、异地扩张、海外布局和金融业务延伸等方面具有较大发展空间，龙头拍卖企业具有长期投资价值，强周期属性也使得择时尤为重要。我们建议投资者关注艺术品市场的投资机会，投资稀缺的艺术品拍卖上市标的。

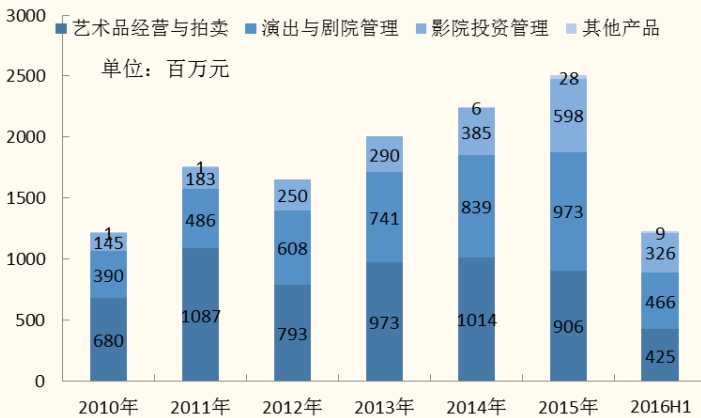
### 保利文化（3636.HK）：布局海外、艺术品金融的拍卖行龙头，央企改革有望受益

公司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，15 年分别贡献 68%、9%、23% 的经营利润，其中艺术品拍卖及演出剧院业务均占据行业第一的领先地位。此外，公司依托主业已向艺术教育、文化金融、文化旅游和文化场馆运营管理等领域拓展，布局大文化产业链。

拍卖业务竞争优势明显，布局延伸业务打造新增长点。征集、资金、机制决定拍卖行竞争力，公司综合竞争优势明显，团队专业性强，12 年率先布局精品广泛的海外市场，拍品征集能力行业领先；拍卖属资本密集型行业，对资金实力要求较高，公司 14 年于港交所上市，账面资金充裕，且央企背景融资成本低廉，在行业回暖趋势下可撬动更大成交规模。随着 12 年艺术品市场陷入低迷，公司加大力度布局拍卖延伸业务，自营、艺术品基金、艺术品金融业务稳步推进，有望成为公司新的利润增长点。

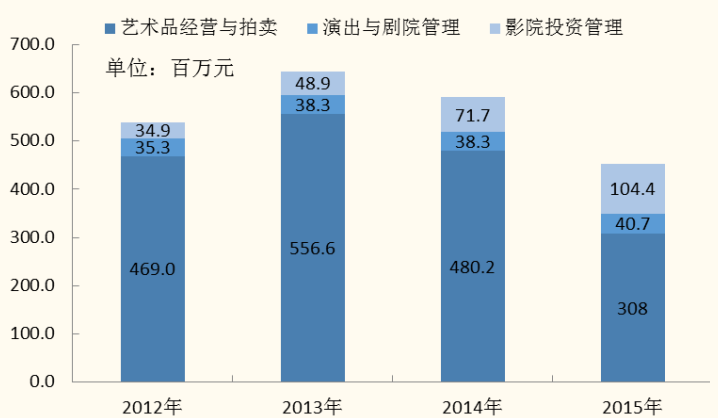
公司 15 年受拍卖结算周期拉长影响，导致当年拍卖业绩大幅下滑，但交易集中 16 年结算将增厚 16 年业绩。行业回暖趋势下，公司全拍卖产业链布局优势进一步显现，且剧院、影院业务具备高成长性，未来业绩有望继续超预期。公司是保利集团旗下子公司和大文化产业的业务主体，央企改革背景下有望迎来市场化机制改革以及员工持股、股权激励等措施的落地，实现经营提效。

图表 51：保利文化营业收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：保利文化经营利润构成



来源：公司公告，国金证券研究所

### 宏图高科：收购国内第三大拍卖行，股权捆绑助力发展

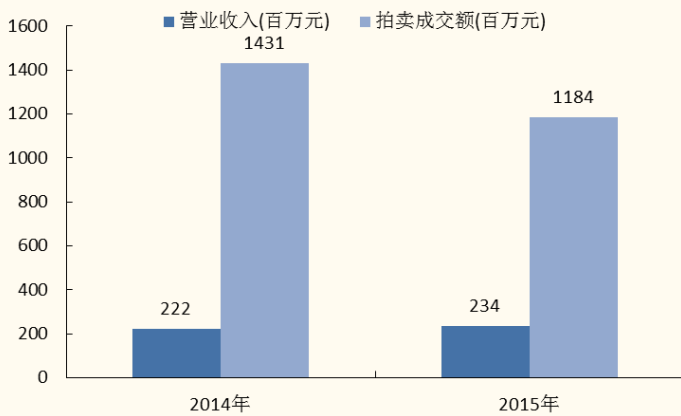
公司是领先的 3C 连锁零售商，15 年底引入定位于快时尚、体验化、智能化的新奇特产品推动主业转型。目前，公司新奇特新业态门店培育情况良好，业绩稳步增长。16 年 12 月，公司作价 22 亿元现金收购国内第三大拍卖行匡时国际 100% 的股权，交易对方承诺匡时国际在公司支付交易对价首期款的当年及其后两年的净利润分别不低于 1.6 亿元、1.85 亿元、2.15 亿元。本次交易对价将

根据业绩承诺期分期支付，分别支付 13.2、2.86、2.86、3.08 亿元。

匡时国际位居国内前三，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。艺术品拍卖行业强者恒强，寡头格局已成，匡时凭借书画领域领先优势、上市公司资金支持以及优秀团队股权绑定，有望通过异地扩张、艺术品金融进一步提升市场份额。16 年以来，艺术品市场出现回暖趋势，且未来有望延续，16-17 年业绩大概率超预期。

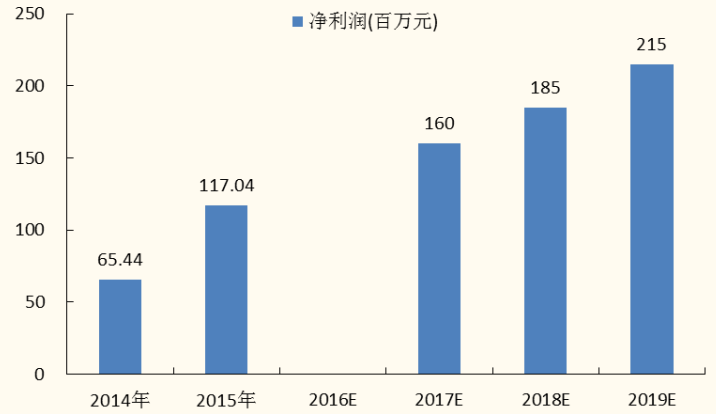
匡时国际原股东承诺于收到首期款后 3 个月内全额购买公司股票，通过股权深度绑定匡时团队，助力拍卖业务的长远发展。收购匡时国际的落地，有利于公司进军拍卖和文化金融领域，匡时股东大幅增持公司股票将提振股价，维持公司评级“买入”评级。

图表 53：匡时国际营业收入及拍卖成交额情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：匡时国际历史业绩及承诺净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

## 六、风险提示

- 1、宏观经济低迷，艺术品市场景气度下降；
- 2、部分参与者不规范经营影响行业诚信度；
- 3、艺术品拍卖和金融延伸业务监管趋严。

**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。

**公司投资评级的说明：**

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。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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作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