

公司研究/深度研究

2017年06月26日

商业贸易/零售 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 11.1  
合理价格区间(元): 13.27-16.57

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

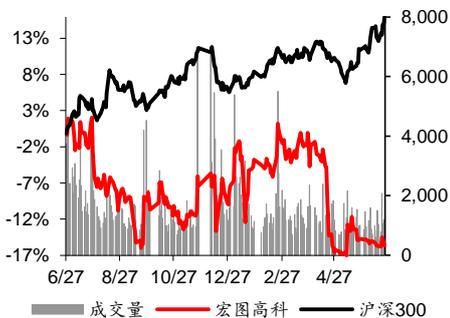
**张坚** 0755 82364269  
联系人 zhang\_jian@htsc.com

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

相关研究

- 1 《宏图高科(600122,增持): Q1 净利增95.23%, 估值优势凸显》2017.04
- 2 《宏图高科(600122,增持): 新奇特效果显现, 新金融初见雏形》2017.03
- 3 《宏图高科(600122,增持): 进军艺术品拍卖, 新金融布局可期》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

# 再论高科转型：新奇特渐入佳境

## 宏图高科(600122)

### 收购美国 Brookstone，导入新奇特构建核心竞争力

Brookstone 的品牌标语为“esay surprise (容易的惊喜)”，代表着源自生活、服务生活的创新精神，用有趣且功能实用的产品提升大众消费者的生活品质。目前中国零售业已进入商品供过于求的消费者主权时代，消费者对产品的需求开始逐渐从低价、耐用等基本需求升级为品质、颜值、品牌价值观等个性化需求。公司将以 Brookstone 为代表的新奇特产品导入后，其差异化产品的供给能力将得到显著增强，门店体验与服务能力亦将大幅提升，为公司的零售业务构建核心竞争力。

### 新奇特产品盈利能力强大，门店改造升级前景可期

2017 年起宏图三胞 400 余家门店进入密集改造期，改造完毕后门店内新奇特产品占比将有不同程度增长，其陈列与布局也将更具场景化与体验感，且受益于新奇特产品 30% 以上的高毛利率，门店盈利能力将获得大幅提升。此外，公司亦将对新奇特产品占比更高的宏图 Brookstone 旗舰店/机场店进行广泛布局。2017 年 6 月 17 日宏图 Brookstone 入驻北京盒马鲜生，考虑到盒马鲜生股东阿里巴巴提出的“新零售”概念与宏图三胞差异化、体验化的转型方向有许多共通之处，双方合作或将进一步深入。

### 拍卖业务：2016 秋拍&2017 春拍表现良好，拓展新市场打开增长空间

受益公司十周年庆典，匡时北京地区 2016 年秋拍成交额达 22.52 亿元，2017 春拍成交额为 13.33 亿元，香港地区春秋拍合计 3.42 亿元，为其今年业绩提供了良好的支撑。此外，2017 年起匡时将加大在香港的拍卖力度，并准备在上海举行首拍。我们认为随着匡时利润率的改善与新市场的开拓，公司拍卖业务的业绩将在未来实现稳定增长，若拍卖行业景气度回升则将具备更大的业绩弹性。

### 金融板块：天下支付初现威力，布局新金融前景广阔

目前公司金融业务主要为天下支付所经营的第三方支付业务，2016 年与合作商户形成的交易额约 600 亿元，预计 2017 年有望达到 1000-2000 亿元。公司未来计划通过对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。我们认为，宏图高科与三胞集团旗下丰富的消费场景为公司金融业务的开展提供了良好的载体，公司“新金融”业务的发展前景十分广阔。

### 维持“增持”评级，市场对公司新奇特转型前景与公司估值存在认知偏差

我们认为市场对公司新奇特转型前景与估值存在认知偏差。公司导入新奇特产品&体验化布局的转型方向直击传统零售痛点，转型完成后公司 3C 零售业务竞争力将显著提高，利润水平亦将大幅提升。从估值上看，我们认为将公司主业与金融股权资产进行分部估值更为合理，分部估值后公司合理股价应为 13.27-16.57 元，目前市值存在较大低估。维持公司“增持”评级，建议投资者积极关注。

风险提示：新奇特产品销售情况不达预期；拍卖行业景气度下滑。

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)	10.96-13.47
总市值(百万元)	12,811
总资产(百万元)	20,655
每股净资产(元)	6.97

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18,714	20,513	20,014	21,306	22,507
+/-%	7.11	9.61	(2.43)	6.46	5.64
归属母公司净利润(百万元)	421.66	446.88	541.88	696.22	886.68
+/-%	14.96	5.98	21.26	28.48	27.36
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.39	0.47	0.60	0.77
PE (倍)	31.55	29.77	24.55	19.11	15.00

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

3C 零售：营收利润逆势增长，新奇特转型渐入佳境 .....	4
营收利润逆势增长，坪效持续提升 .....	4
美国 Brookstone：新奇特零售巨头，给消费者带来“容易的惊喜” .....	5
产品有趣且实用，注重提升大众消费者的生活品质 .....	5
场景化、互动式购物体验 .....	6
强大的供应链与新品研发体系 .....	6
导入新奇特构建核心竞争力，门店升级前景可期 .....	7
消费者主权时代来临，差异化商品与服务成为零售企业的核心竞争力 .....	7
导入新奇特，借助 Brookstone&IDT 构建全球供应链 .....	7
Brookstone 旗舰店/机场店广泛布局，门店改造升级前景可期 .....	8
入驻盒马鲜生，新零售模式合作空间广阔 .....	9
艺术品拍卖：业绩承诺提供保障，开拓新市场打开增长空间 .....	11
拍卖行收入成本分析：佣金为唯一收入，差旅、印刷、租赁费为主要成本 .....	11
匡时 2016 秋拍&2017 春拍表现良好，拓展香港&上海市场贡献业绩增量 .....	11
金融板块：金融资产丰富，布局新金融前景广阔 .....	13
投资建议：维持“增持”评级，市场对公司新奇特转型前景与公司估值存在三大认知偏差 .....	14
附录一：匡时国际春季拍卖鉴赏会纪要 .....	16
附录二：宏图 Brookstone 上海门店草根调研纪要 .....	18

## 图表目录

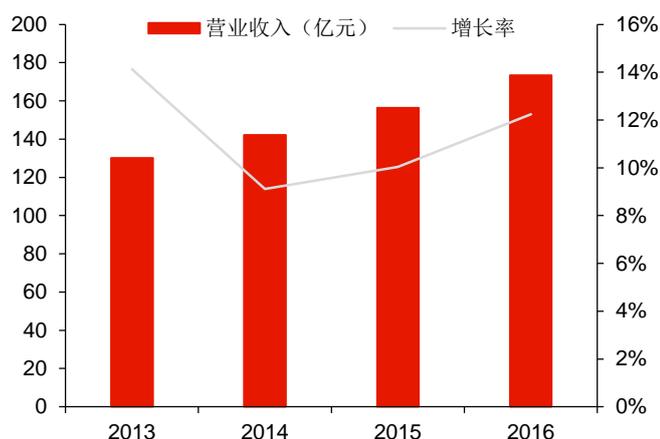
图表 1: 电子商贸 (3C 零售) 业务营业收入及增长率 (2013-2016)	4
图表 2: 电子商贸 (3C 零售) 业务归母净利润及增长率 (2013-2016)	4
图表 3: 公司 3C 零售门店数量 (2011-2016)	4
图表 4: 宏图高科专业店坪效稳定增长	4
图表 5: 美国 Brookstone 门店	5
图表 6: 美国 Brookstone 门店	5
图表 7: 美国 Brookstone 热销产品	5
图表 8: Brookstone 高知晓度、高购买率、高满意度	6
图表 9: Brookstone 店员向顾客展示无人机飞行	6
图表 10: 新零售背景下消费者需求的变化	7
图表 11: 宏图 Brookstone 全球供应链	8
图表 12: 宏图三胞门店内部分热销新奇特产品	8
图表 13: 宏图 Brookstone 旗舰店	9
图表 14: Brookstone 北京机场店	9
图表 15: 宏图 Brookstone 盒马鲜生店	10
图表 16: 宏图 Brookstone 盒马鲜生店	10
图表 17: 匡时国际财务经营情况 (2014-2015)	11
图表 18: 匡时国际历年春拍、秋拍成交额 (2010-2017)	12
图表 19: 宏图高科持有金融企业股权情况	13
图表 20: 宏图高科历史 PE-Bands	15
图表 21: 宏图高科历史 PB-Bands	15
图表 22: 宏图 Brookstone 徐家汇旗舰店一楼	18
图表 23: 宏图 Brookstone 徐家汇旗舰店赛车体验区	18
图表 24: 宏图 Brookstone 浦东店门面	19
图表 25: 宏图 Brookstone 浦东店猫耳耳机区	19
图表 26: 宏图 Brookstone 浦东店内助眠仪	19
图表 27: 宏图 Brookstone 浦东店内按摩椅	19

## 3C 零售：营收利润逆势增长，新奇特转型渐入佳境

### 营收利润逆势增长，坪效持续提升

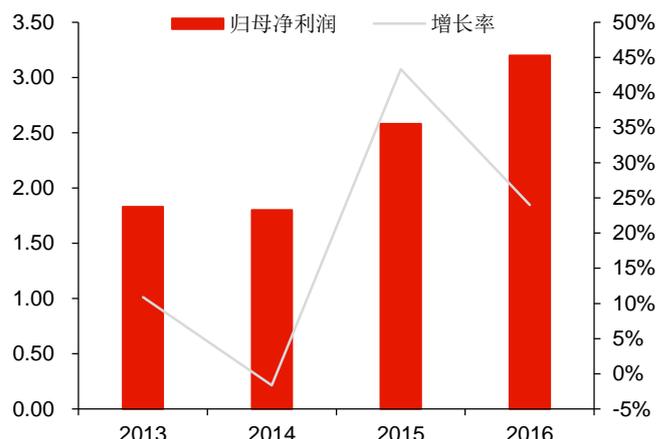
电子商贸（3C 零售）业务为公司的传统业务与核心主业，其收入占公司总营收的比重保持在 80%左右。近年来在 3C 电子产品需求增速放缓、电商冲击等不利因素的影响下，公司于 2014 年积极调整 3C 零售战略，结合行业发展趋势与自身优势，明确了宏图三胞“新奇特、高科技、互联网”的市场定位。公司一方面放缓开店步伐，聚焦门店升级，在门店中加大新奇特产品导入，并加强终端“专业化”、“体验化”、“服务化”的能力；另一方面加大信息化投入与互联网技术应用，不断提高运营效率。在公司的积极调整之下，近年来公司电子商贸（3C 零售）业务收入与利润均逆势增长，坪效稳步提升。

图表1：电子商贸（3C 零售）业务营业收入及增长率（2013-2016）



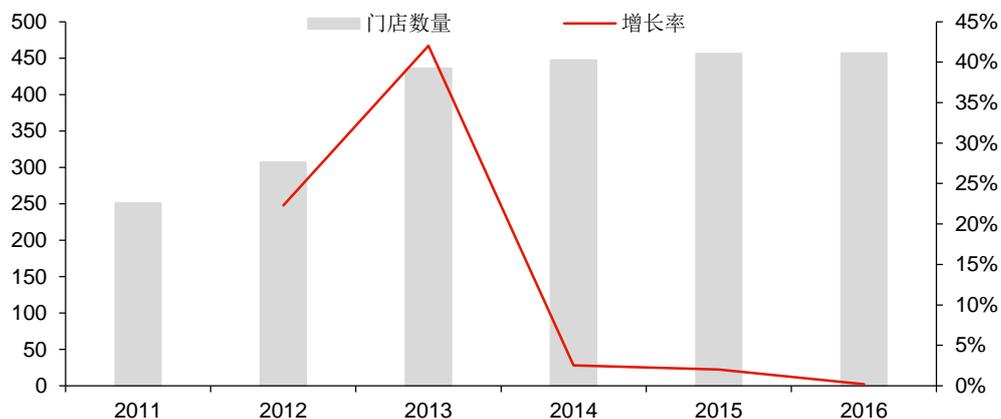
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：电子商贸（3C 零售）业务归母净利润及增长率（2013-2016）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司 3C 零售门店数量（2011-2016）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：宏图高科专业店坪效稳定增长

	平均销售增长率 (2015)	坪效(万元, 2015)	平均销售增长率 (2016)	坪效(万元, 2016)
江苏区域	8.52%	5.36	7.28%	5.75
上海区域	6.99%	5.57	6.68%	5.59
北京区域 (含山东)	7.74%	3.46	4.30%	3.53
浙江区域 (含江西、福建)	4.29%	5.62	4.15%	5.85
安徽区域	7.41%	1.62	7.67%	1.62
其他区域	5.92%	1.89	5.77%	1.92

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**美国 Brookstone: 新奇特零售巨头, 给消费者带来“容易的惊喜”**

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 成立于1965年, 是一家具有超过50年历史的美国专业新奇特产品零售商, 专门供应各种功能多、质量好、设计独特新奇、在市场上较难寻找的“新奇特”消费产品。截止2017年3月, Brookstone 在北美40个州拥有近300家门店, 每年有超过400万人次消费者从 Brookstone 购买商品。

图表5: 美国 Brookstone 门店



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表6: 美国 Brookstone 门店



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**产品有趣且实用, 注重提升大众消费者的生活品质**

Brookstone 的品牌标语为“easy surprise (容易的惊喜)”, 代表着源自生活、服务生活的创新精神, 用有趣且功能实用的产品提升大众消费者的生活品质, 产品涵盖玩具与游戏、音频、睡眠与健康、健身、按摩、旅行、户外等多个类别。Brookstone 有趣、独特、高品质的品牌理念得到了广大消费者的认可, 在美国获得了高知名度、高购买率、高满意度的“三高”特点。据公司统计, 81%的美国消费者知晓 Brookstone 品牌, 在知晓品牌的消费者中 73%购买过 Brookstone 的产品, 在购买过产品的消费者中 75%对产品表示满意。

图表7: 美国 Brookstone 热销产品

<p><b>new</b></p>  <p>Fitbit Alta HR Heart Rate &amp; Fitness Wristband Free standard shipping with purchase \$149.95</p>	 <p>Big Blue Party™ Indoor-Outdoor Bluetooth Speaker Save Now! Limited Time Semi Annual Sale \$179.99 \$499.99</p>	<p><b>exclusive</b></p>  <p>Razor Hovertrax 2.0 DLX Hoverboard Save Now! Limited Time Semi Annual Sale \$359.99 \$479.99</p>
 <p>SAND Build by Brookstone Save Now! Limited Time Semi Annual Sale \$7.99 \$49.99</p>	<p><b>exclusive</b></p>  <p>Aperto Auto-Sensing Wine Bottle Opener \$39.99 \$49.99 ★★★★★ (10)</p>	 <p>Active Sport Massager Free standard shipping with purchase Save Now! Limited Time Semi Annual Sale \$55.99 \$69.99</p>

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**图表8: Brookstone 高知晓度、高购买率、高满意度**

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**场景化、互动式购物体验**

Brookstone 的另一特色在于其场景化、互动式的购物体验。门店内商品采用开放式的陈列，每件商品都有样品供消费者使用。导购人员则会通过实际演示来展示产品的独特之处，与消费者一起探讨各种新奇特产品的玩法，引导消费者感受新奇与惊喜。

**图表9: Brookstone 店员向顾客展示无人机飞行**

资料来源：Portland Press Herald，华泰证券研究所

**强大的供应链与新品研发体系**

依托背后强大的供应链与新品研发体系，Brookstone 每年近 40% 的产品都是当年新品或升级产品，且产品品类非常丰富，没有一个商品单品或产品品类超过 7% 的销售额。Brookstone 的新品研发体系主要由三方面构成：

**1) 公司自身的产品研发中心。**公司 1999 年在美国新罕布什尔州成立专业的产品研发中心，包含机械和电气工程师、工业设计师、质检专家以及产品经理。此外在香港公司也设立了 IDG 千人研发中心，同时与世界多地的产品研发机构保持密切信息联系。

**2) 与知名科研机构的战略合作。**2015 年 5 月，三胞集团、Brookstone 与世界著名科研创新机构“美国麻省理工学院 (MIT) 媒体实验室”签署重要战略合作协议，MIT 媒体实验室每年将向三胞集团及旗下公司提供可商业化落地研发成果。

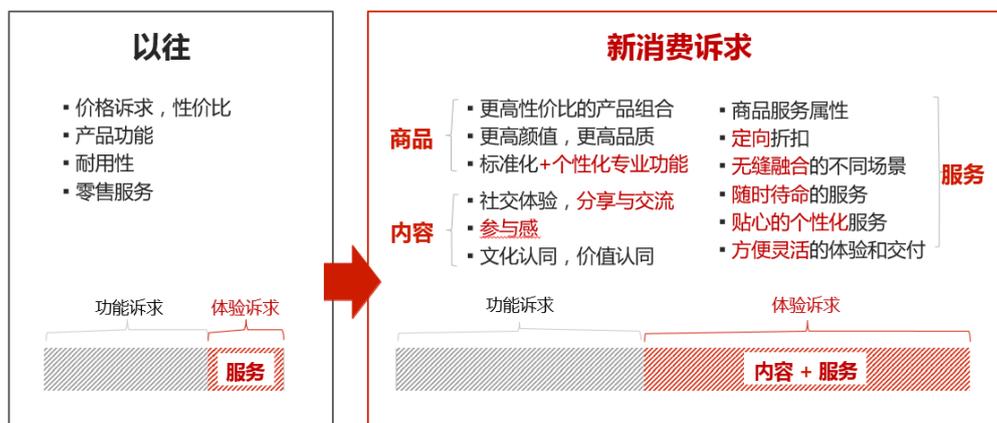
**3)与科技众筹平台的战略合作。**2015年公司与全美第二大众筹平台 indiegogo 宣布全面战略合作，双方推出面向创客的“Brookstone Launch”产品发布服务，由 Brookstone 负责创意新品的研发与制造，将众筹平台上的创意概念最快地变成产品，并由 Brookstone 进行销售。

### 导入新奇特构建核心竞争力，门店升级前景可期

#### 消费者主权时代来临，差异化商品与服务成为零售企业的核心竞争力

中国零售业已进入商品供过于求的消费者主权时代，传统零售企业收取商业地产租金、联营扣点的经营方式失去了对商品的经营把控能力，商品的同质化已成为零售业的最大痛点。而随着消费升级浪潮的不断推进，消费者对产品的需求由低价、耐用等基本需求升级成为品质、颜值、品牌价值观等个性化需求。此外，随着互联网等新兴购物渠道的迅速发展，线下实体零售店的渠道价值正在逐渐降低，体验、互动与服务成为线下零售商的核心价值。阿里研究院在《新零售研究报告》中指出，零售的本质在于始终为消费者提供超出期望的“内容”，差异化的商品与服务已成为零售企业的核心竞争力。

图表10：新零售背景下消费者需求的变化



资料来源：阿里研究院《新零售研究报告》，华泰证券研究所

#### 导入新奇特，借助 Brookstone&IDT 构建全球供应链

2014年起公司开始将新奇特产品导入到门店中，以增强零售业务差异化产品的供给能力。从来源上看，宏图三胞门店内的新奇特产品主要包括三类：

**1) Brookstone 产品。**作为宏图三胞门店内新奇特产品的主要供应商，Brookstone 为新奇特产品提供了数量与质量的保障。

**2) IDT 自有品牌产品。**2015年4月宏图高科收购 IDT（万威国际）50.42%股权。IDT 主营业务为电子消费产品的设计、制造与销售，旗下自主品牌欧西亚在智能硬件和可穿戴设备领域具有显著优势。收购 IDT 后宏图高科顺利引入了其自主研发与生产能力，有效提高了公司新奇特产品的供应链水平。

**3) 其他品牌的新奇特产品。**产品包括大疆无人机、小优机器人、IGOO 智能灯、科沃斯扫地机、SPV 电子烟、乐视生态、小米全系产品等。除了产品的引入，公司还与其中部达公司成了深度合作，包括新品首发协议、售后培训等，从而进一步发挥宏图三胞门店的渠道价值。

图表11: 宏图 Brookstone 全球供应链



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表12: 宏图三胞门店内部分热销新奇特产品

产品图片



产品简介

**Brookstone Tranquil Moments 助眠仪**

可以播放 12 种大自然音乐, 这些音乐经过科学论证, 采用脑电波嵌入式音乐, 具有独特的声音减缓回放功能, 有助提高睡眠质量。该产品获 2015 年德国“红点”设计大奖。

售价: 799RMB



**Brookstone 不锈钢冰块**

使用前将冰块放于冰箱中冷冻, 使用时将冰块放入酒水中。该冰块的两大优点: 1) 避免了传统冰块因融化而对酒水带来的稀释作用; 2) 可重复使用。

售价: 159RMB



**欧西亚 (IDT 旗下品牌) 电子投影钟**

- 1) 可将时间投影到墙上, 角度、亮度可调
- 2) 触屏设计, 轻触机身上方可开启 8 分钟贪睡功能
- 3) 同时显示室内&室外温度
- 4) 附带收音机功能

售价: 599RMB

资料来源: 公司官网, 天猫旗舰店, 华泰证券研究所

**Brookstone 旗舰店/机场店广泛布局, 门店改造升级前景可期**

由于新奇特产品生产壁垒较高, 其整体毛利率水平达 30% 以上, 远高于传统 3C 产品, 导入后可对宏图三胞门店的盈利能力起到显著的提升作用。按门店中新奇特产品的占比分类, 目前宏图三胞旗下门店主要可分为三种类型:

- 1) **宏图三胞传统 PC MALL 店。**2014 年起公司开始将新奇特产品导入到传统 PC MALL 店中, 2016 年公司开始对部分门店进行改造升级, 2017 年起 400 余家传统门店将进入密集改造期。传统门店改造主要包含两个方面内容: 一方面在于对商品品类与结构的改变, 考虑门店所在城市、商圈等因素进行不同比例新奇特产品的导入; 另一方面在于对门店设计布局进行的创新与改进, 展台、展柜、道具等均紧密围绕产品的场景化和体验化进行设

计，从而增强门店整体的体验感。

2) **宏图 Brookstone 门店/旗舰店**。宏图 Brookstone 门店/旗舰店由传统店改造或新建而成，新奇特商品占比在 50% 以上。首家店南京水游城旗舰店开业于 2016 年 1 月 1 日，经营面积约 800 平米，预计其 2016 年销售额约 4500 万元。目前公司已在南京、上海、苏州、北京、扬州等地先后开设了 20 余家宏图 Brookstone 门店。

3) **Brookstone 机场店**。2016 年 9 月 8 日 Brookstone 首家机场店在北京首都国际机场 T3 航站楼开业，截止目前已在北京、杭州、青岛开设了三家机场店。Brookstone 机场店针对机场人群高收入、高学历、高层次的特点进行定位，新奇特商品占比为 100%，同时机场的消费环境使得大家有充足的时间去体验新奇特产品，因此机场店往往具有更高的坪效与毛利率水平。

图表13： 宏图 Brookstone 旗舰店



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表14： Brookstone 北京机场店



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

受门店密集改造影响，今年公司 3C 零售业务收入或将有所下滑。但从长期看，传统宏图三胞门店改造完毕后其盈利结构与获客能力将获得显著提升，宏图 brookstone 旗舰店与机场高铁店的持续扩张亦将贡献可观业绩增量，我们认为公司零售主业收入与利润在未来几年将实现较快增长。

#### 入驻盒马鲜生，新零售模式合作空间广阔

除了注重自身的转型与升级，宏图三胞亦积极与外界开展多方位合作，以寻求业务的协同与共赢。6 月 17 日，宏图 brookstone 正式入驻北京盒马鲜生首店。盒马鲜生与宏图 brookstone 的客群均以追求品质、体验与潮流的 80、90 后为主，双方在目标客群上具备天然的合作基础。此外，盒马鲜生股东阿里巴巴提出的“新零售”概念与宏图三胞差异化、体验化的转型方向亦有许多共通之处，双方存在较多的合作切入点。

据南京市商务局消息，阿里巴巴集团高管已于 6 月 21 日到访三胞集团就双方业务合作开展洽谈。在当天的座谈会上，阿里巴巴与三胞集团双方负责人分别介绍了各自的产业优势、战略布局和发展逻辑。阿里巴巴集团战略发展部高级总监全腾表示，阿里与三胞在零售方面有诸多关联点，希望双方能找到合作的方向和落脚点。三胞集团高级副总裁岳雷也指出，阿里巴巴与三胞集团在零售领域可谓优势互补，希望双方对接合作产生化学反应，优势叠加产生质的跨越，重构商业要素、重塑零售价值，打造零售新模式。

图表15: 宏图 Brookstone 盒马鲜生店



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表16: 宏图 Brookstone 盒马鲜生店



资料来源: 联商网, 华泰证券研究所

## 艺术品拍卖：业绩承诺提供保障，开拓新市场打开增长空间

2016年12月7日公司公告以220,000万元现金收购北京匡时国际拍卖有限公司100%股权，正式进军文物艺术品拍卖行业。根据协议，标的公司匡时国际承诺收到支付本次交易对价首期款的当年及其后两年（对应2017-2019年）的净利润数分别不低于6,000万元/18,500万元/21,500万元。若标的公司业绩承诺期内有任何一个年度业绩承诺未完成，则由其承担现金补偿义务。

### 拍卖行收入成本分析：佣金为唯一收入，差旅、印刷、租赁费为主要成本

从收入端看，拍卖佣金为拍卖行唯一收入来源。《中华人民共和国拍卖法》规定“拍卖人不得在自己组织的拍卖活动中拍卖自己的物品或者财产权利”，因此拍卖行不能对艺术品进行买断，拍卖中向买卖双方收取的佣金为其唯一收入来源。根据国内拍卖行惯例，买方默认向拍卖行支付成交价15%的佣金，委托方默认向拍卖行支付成交价10%的佣金。由于文物艺术品在国内是稀缺资源，各大拍卖行为了竞争获取优质拍品往往会向委托方在佣金率上进行让步，实际成交中拍卖行收取的综合佣金率（买卖双方）约为15%-20%。

对于一些大额拍品，拍卖成交后买方款项往往无法一次性付清，且中国拍卖行业存在拍卖成交后买受人违约率较高的情况，拍卖公司在确认买、卖双方佣金收入时遵循谨慎性原则。以匡时为例，在匡时国际拍卖成交后，竞买人即产生付款义务，此时匡时国际暂不根据拍卖现场成交额来确认佣金收入，而是待买受人支付全部款项后，匡时国际出具《收款结算账单》，买受人持《收款结算账单》到库房提取拍品，从而完成拍品移交，此时再根据拍卖合同约定的买受人佣金确认收入。因此拍卖行的佣金收入具有一定的延迟性与不确定性。

### 从成本端看，拍卖行主要成本由三方面构成：

- 1) 征集拍品所支出的差旅费用。文物艺术品被收藏于全国乃至世界各地，拍卖行在征集拍品的过程中需要到各地进行考察与谈判，因此产生了数额较大的交通、住宿等差旅费用。
- 2) 印制、邮寄图录所产生的印刷与快递费用。拍卖行在拍卖会举办之前会将本次拍卖会所有拍品印制图录并向客户邮寄。一套完整图录往往包含数十本分册，且纸张优质印刷精美，随之产生的印刷、邮寄费用数额较高。
- 3) 场地租赁与安保费用。拍卖会往往在市中心核心地段举办，同时需要大量安保人员对拍品进行保护，租赁与安保费用亦为拍卖行主要成本之一。

### 匡时2016秋拍&2017春拍表现良好，拓展香港&上海市场贡献业绩增量

从匡时近年财务情况看，2015年匡时加大催款力度，大量往年拍品款于2015年收到，一方面提高了公司2015年的营业收入，另一方面使得应收款项大幅下降，计提的坏账准备有所冲回。此外匡时从2015年起严控成本，包括控制场地租赁面积的不必要铺装、减少不必要的图录印刷数量、将多个专场的图录合并装订等，费用得到了有效控制。2015年匡时净利润与净利率均出现了显著增长。

图表17：匡时国际财务经营情况（2014-2015）

项目	2014年度(万元)	2015年度(万元)	YOY
营业收入	20978.62	24073.22	14.8%
减：销售费用	6464.62	4382.66	-32.2%
减：资产减值损失	2222.06	-543.78	-124.5%
营业利润	8148.66	15798.91	93.9%
减：所得税费用	2103.93	4108.70	95.3%
净利润	6267.38	12189.08	94.5%
净利率	29.88%	50.63%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

由于佣金收入确认存在延迟性，当年秋拍产生的大部分佣金一般在次年体现。从匡时近期拍卖情况看，受益公司十周年庆典 2016 年北京秋拍成交额达 22.52 亿元，2017 春拍成交额为 13.33 亿元，此外香港地区春秋拍合计 3.42 亿元，为其今年业绩提供了良好的支撑。此外，2017 年起匡时将加大在香港的拍卖力度，并在准备在上海举行首拍，这将为匡时业绩增长打开新的空间。我们认为随着匡时利润率的进一步改善与新市场的不断开拓，公司拍卖业务的业绩将在未来三年实现稳定增长，若拍卖行业出现景气度回升则将具备更大的业绩弹性。

**图表18：匡时国际历年春拍、秋拍成交额（2010-2017）**

年份	春拍成交额(亿元)	YOY	秋拍成交额(亿元)	YOY
2010	10.84		15.64	
2011	19.81	82.75%	18.04	15.35%
2012	12.65	-36.14%	9.44	-47.67%
2013	14.15	11.89%	20.08	112.72%
2014	17.61	24.40%	13.50	-32.77%
2015	10.89	-38.16%	10.07	-25.39%
2016	25.62	135.32%	22.52	123.62%
2017	13.33	-47.99%		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 金融板块：金融资产丰富，布局新金融前景广阔

作为三胞集团未来“新金融”板块的核心，公司近年来通过参股、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6月23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40亿元。

图表19：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（亿股）	持股比例	股价	当前价值（亿元）
华泰证券	0.9	1.32	1.85%	17.94	23.55
江苏银行	4.65	1.00	0.96%	9.23	9.19
锦泰期货	2.2		20.41%		2.05
宏图小贷	0.6		40%		0.61
天下支付	1		100%		5
合计					40.66

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2017.6.23收盘价格；锦泰期货、宏图小贷取公司2016年年报账面价值；天下支付价值参照2016年支付牌照收购案平均价格

目前公司金融业务主要为天下支付所经营的第三方支付业务，2016年实现营业收入3367万元，实现净利润-175万元。目前天下支付业务主要以与商户合作为主，2016年合作商户形成的交易额约600亿元，预计2017年有望达到1000-2000亿元。此外，公司计划继续通过对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。

我们认为，宏图高科与三胞集团旗下丰富的消费场景为公司金融业务的开展提供了良好的载体。通过支付等金融业务的发展，公司可在信息流、支付流、供应链物流、资金流等领域积累大量数据资源，亦可与零售业务起到协同作用。公司“新金融”业务发展的前景十分广阔。

## 投资建议：维持“增持”评级，市场对公司新奇特转型前景与公司估值存在三大认知偏差

我们根据公司最新情况对盈利模型进行一定修正：

**电子商贸（3C零售）业务：**公司今年起将对宏图三胞传统PC Mall门店进行密集改造，改造完毕后门店内新奇特产品占比将有不同程度的上升。我们假设新奇特产品整体毛利率为30%，单店改造完成后新奇特产品经营面积为20%（对应新奇特销售占比约为16.64%），且未来三年门店改造进度分别为50%/80%/100%，则经我们测算未来三年电子商贸业务收入分别增长-4.00%/7.76%/6.29%，毛利率分别为6.77%/7.60%/8.09%，毛利分别增长8.75%/20.96%/13.13%。

**工业制造业务：**工业制造业务表现平稳，假设2017-2019年收入分别增长0%/0%/0%，毛利率分别为12.30%/12.30%/12.30%。

**艺术品拍卖业务：**保守按匡时国际承诺业绩进行预测，即2017-2019年分别实现净利润1.60/1.85/2.15亿元。

**金融业务：**目前公司金融业务（主要为第三方支付业务）规模较小，预计将迎来快速增长。不考虑扩展其他金融业务的情况下，假设2017-2019年营业收入增长100%/50%/50%，毛利率分别为50%/50%/50%。

**投资净收益：**公司参股华泰证券、江苏银行获取的现金红利为公司投资收益的稳定来源。不考虑公司减持金融股权产生收益的前提下，预计公司2017-2019年分别实现投资净收益0.85/0.85/0.85亿元。

**房地产业务：**假设2017年公司房地产业务实现收入5000万元，毛利率为40%；2018年起房地产收入为0。

基于以上假设，预计公司2017-2019年分别实现营业收入200.14/213.06/225.07亿元，归母净利润分别为5.42/6.96/8.87亿元，分别同比增长21.26%/28.48%/27.36%。2017年匡时国际并表为公司贡献明显业绩增量，2018年起宏图三胞门店改造后所带来盈利能力的改善将带动公司电子商贸（3C零售）业务净利润快速增长。

我们认为市场目前对公司门店转型前景与估值存在三大认知偏差：

1) 公司转型方向直击传统零售痛点，差异化商品与服务将为公司零售业务构建核心竞争力与壁垒。中国零售业已进入商品供过于求的时代，传统零售企业收取商业地产租金、联营扣点的经营方式失去了对商品的经营把控能力，商品的同质化已成为零售业的最大痛点。此外随着互联网等新兴购物渠道的迅速发展，线下实体零售店的渠道价值正在逐渐降低，体验、互动与服务成为线下零售商的核心价值。宏图门店转型后新奇特产品的导入将显著提高公司差异化产品的供给能力，线下门店的体验与服务能力亦将大幅提升，从而为公司零售业务构建核心竞争力与壁垒。

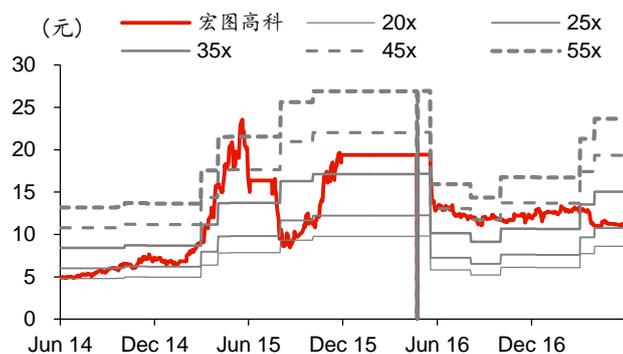
2) 受益新奇特产品的高毛利率，转型完成后公司电子商贸（3C零售业务）利润水平将获得显著提升。由于新奇特整体产品毛利率达30%以上，远高于传统3C产品5%-6%的水平，导入后门店盈利能力将获得大幅改善。经我们测算公司电子商贸（3C零售）业务2018-2019年业绩将达到30%以上增长。

3) 将公司主业与金融股权资产进行分部估值更为合理，剔除金融股权资产后公司主业价值存在明显低估。我们对公司进行分业务估值，预计公司原有主业（电子商贸+工业制造业务）2017-2019年分别实现归母净利润3.15/4.27/5.68亿元，分别同比增长约5.87%/35.70%/32.86%，2017年对应EPS 0.27元，考虑其业绩增速以及新奇特零售业

务所构建的核心竞争力，给予 23-30 倍 PE，对应每股 6.28-8.19 元；拍卖业务 2017 年对应 EPS 0.14 元，参照可比公司苏富比，给予 25-35 倍 PE，对应每股 3.47-4.85 元；金融股权价值按照前文价值估算合计 40.66 亿元，对应每股 3.52 元。加总以上各项业务对应每股价值，公司 2017 年合理股价应为 13.27-16.57 元，目前市值存在较大低估。维持公司“增持”评级，建议投资者积极关注。

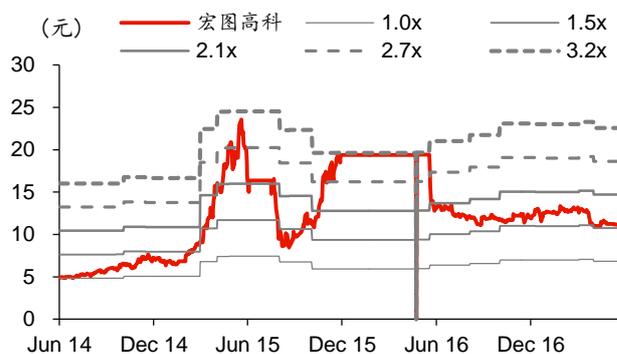
**风险提示：**新奇特产品销售情况不达预期；拍卖行业景气度下滑。

图表20： 宏图高科历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表21： 宏图高科历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 附录一：匡时国际春季拍卖鉴赏会纪要

6月2日，我们赴北京参加了宏图高科旗下匡时国际拍卖行2017年春季拍卖鉴赏会，经深入交流后发现：

拍卖行业的特点可以用“一二三”概括：一是盈利来源，拍卖佣金是拍卖行唯一的收入来源；二是拍卖行业具有两个特征，5-6年的周期性与强者恒强的马太效应；三是拍卖公司的三大核心优势：品牌、服务以及对拍品鉴别真伪的能力。目前匡时国际一年拍卖体量约为35-50亿元，在中国位居前三。2017年匡时国际春拍共有书画、当代艺术、珠宝、紫砂、茶、古董、酒等七大类共计3000多件拍品。

**具体情况如下：**

### 匡时国际领导介绍公司及拍卖行业情况：

匡时国际的拍卖体量在中国排名前3，全球排名前6，今年是公司举行拍卖的第11年。2017年春拍有书画、当代艺术、珠宝、紫砂、茶、古董、酒等七大类，共计3000多件拍品。

拍卖佣金是拍卖行唯一的收入来源，正规拍卖行如果没有拍卖成功都不收费，包括咨询、鉴定、看预展等都不收费。根据中国拍卖法拍卖行卖的物品必须有3天的公开预展，因此拍卖行其实也在变相地做无偿的社会教育活动，一家拍卖行的预展现场汇集了几千件珍品，尤其是一些古董完全可以跟博物馆相媲美。匡时的市场部在中国拍卖行业内首屈一指，匡时会告诉大家张大千、齐白石的作品好在哪里，把客户教育成对这个专业有一定认识的、有专业辨认度的收藏家，这是匡时的强项。

中国的拍卖行业求大于供，委托方的资源非常稀缺，现在关键的是哪家的拍卖行能拿到好的藏品，只要有能够有找到好物品的可能性，无论天涯海角匡时的专家和业务员都会过去找。中国拍卖行已经运行了接近20年，没出现过的生货已经很少了，很难再出现新的珍品。所以拍卖行运行的时间越长，货源就会越多越稳定，拍卖行已经知道十年前哪些货在谁手中，五年前哪些货在谁手里。艺术品行业里一般认定一个周期是5年，一件作品如果连续两年被拍卖并不是一件好事情，可能说明买到的人不愿意保留它。

随着市场越来越规范化，艺术品也可以进行抵押等方式进行融资，这也是近一两年被很多金融机构关注的点。这在国外已经很成熟了，国外做这个行业的人又懂艺术品又有资金，中国的问题在于有资金的可能还没有介入艺术品行业，拍卖行的从业者也还没有介入到金融中去。匡时未来也希望发展这样的方式，将艺术品产业链圆起来。对比国外，国外中产阶级的家里一般会挂一张10万美金左右的画，基本每个人家里都有，如果中国也这样那么艺术品市场将非常大。

### Q&A:

#### Q:艺术品抵押国内和国外的差别？

A:国外买艺术品可以抵税。国外有很多以公司或者个人的名义买了很多艺术品。比如如果某人突然得到了大额遗产需要交遗产税，但为了不交遗产税他全部用来买成艺术品，对应税就可以少交很多。在国外一些艺术品的硬通货在纽约、伦敦等不同地方拍卖价格都大体一致。在国外投资艺术品有明确的好处，但在中国还没有，拍卖行协会和艺术品协会每年参加人大等向国家反映问题的会议中都会一直提，现在艺术品进口税已经有所降低了。

#### Q:匡时目前的年交易额和佣金率的情况？

A:匡时一年交易额大概在35-50亿之间，但拍卖是先举牌后付款，成交不代表即时到账。在中国面临一个信用的问题，买家也可能因为一些个人原因对款项进行拖欠或无法完成付款，拍卖行有时需要对拍卖物重新处理。拍卖法中规定拍卖行不能持有艺术品，拍卖行只是中介。佣金率方面中国根据落槌价买方默认付15%，委托方佣金默认10%，但随着中国艺术品越来越稀有竞争越来越大，拍卖行会给委托方在佣金率上进行让步。

**Q:艺术品拍卖的周期是否跟经济周期有关?**

A:大拍一般分为春拍和秋拍,几家大的拍卖行拍卖时间一般会相互错开,4月、6月是春拍季,10月、12月是秋拍季。从过往的历史看一般5-6年一个周期,前一个周期高点是2008年拍卖金额约800亿,2016年是行业的低谷总金额约400亿,未来拍卖市场可能会有景气回升的阶段。拍卖行业的一二三:一是盈利来源,拍卖行的盈利点在于收取佣金,这是唯一的收入来源。二是行业有两个特征,刚才提到的行业周期性和马太效应,强者恒强。三是拍卖公司的三大核心优势:品牌、服务、对拍品鉴别真伪的能力。

**Q:匡时的拍卖价格段最集中在哪个价格段?买家有什么共同的特征?**

A:成交额更多是在20万-200万之间。客户分为委托方和买方,买方各行各业的人都有,唯一的共同点是对艺术品行业感兴趣。买方分为藏家和行家,藏家买入后很少卖出,多数是企业家和老板。行家以此为生,买卖频次非常快,赚取艺术品差价,目前在中国的拍卖行业里占比非常高。

**Q:鉴定的专家来自哪里?**

A:匡时都是自己的专家,每个部门的主管必须业务过关,多数都是学艺术出身。有些感兴趣的专家也会过来,比如匡时这次钟表专场请了故宫专门做钟表的专家,但都是出于义务,匡时可能出一点车马费,他们本身对此也感兴趣。

**Q:拍卖行主要的成本来源?**

A:成本最重要的是三块。一是征集拍品中的飞机票、酒店等差旅费用。二是印制图录和快递图录的费用。三是拍卖会租赁的场地费用,包括其中的大量安保人员。

## 附录二：宏图 Brookstone 上海门店草根调研纪要

### (1) 徐家汇旗舰店

近期我们草根调研了宏图 Brookstone 徐家汇旗舰店。该店位于徐家汇商圈，为上海第一家 Brookstone 旗舰店，开业于 2016 年 6 月 9 日，经营面积 1500 平方米。

该店分为上下两层，一楼主营 Brookstone 等新奇特产品，包括猫耳耳机、无人机、飞虎队、品质酒具、暴风魔镜等区域，二楼主营电脑、手机等传统 3C 产品。整个门店的布局明亮通透，商品陈列具备较强的层次感。导购员们都较为年轻，服务态度非常友善。门店整体具备较强的购物体验感。

图表22：宏图 Brookstone 徐家汇旗舰店一楼



资料来源：华泰证券研究所

图表23：宏图 Brookstone 徐家汇旗舰店赛车体验区



资料来源：华泰证券研究所

**Q:这家店是上海经营最好的店吗?**

A:这家店经营面积是最大的，但生意不是最好的，浦东店的生意应该是最好的。这周边主要是居民区，中老年人比较多，年轻人比较少。

**Q:顾客是以年轻人为主?**

A:年轻人比较多。中老年人也有一些，他们会买按摩的器具。

**Q:卖得最好的东西有哪些?**

A:猫耳耳机、按摩器具卖得比较好，其他的东西差不多。

**Q:一个消费者大概买多少钱的东西?**

A:大概 1000 多一点。

### (2) 浦东店

之后我们来到了浦东店，该店位于南泉北路八佰伴商圈，由宏图三胞 PC mall 改建而成，开业于 2017 年 1 月份。该店经营面积目测约 200 平米，一半的面积经营新奇特产品，一半的面积经营传统 3C 产品。受益于八佰伴商圈，该店客流较多。

图表24: 宏图 Brookstone 浦东店门面



资料来源: 华泰证券研究所

图表25: 宏图 Brookstone 浦东店猫耳机区



资料来源: 华泰证券研究所

图表26: 宏图 Brookstone 浦东店内助眠仪



资料来源: 华泰证券研究所

图表27: 宏图 Brookstone 浦东店内按摩椅



资料来源: 华泰证券研究所

**Q: 这边生意怎么样?**

A: 不错, 这边的商圈人比较多的。

**Q: 一个消费者大概买多少钱的东西, 1000?**

A: 差不多, 我们卖的比较好的猫耳机、助眠仪价格都是接近一千, 还有按摩椅买的人也比较多。

**Q: 按摩椅多少钱?**

A: 按摩椅 1800 多, 可以分 10 期免息付款。

**Q: 免息分期付款需要什么条件吗?**

A: 你把你的储蓄卡号给我们, 我们每个月从里面自动扣款, 基本上的储蓄卡都支持。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13,619	14,496	15,723	16,670	17,843
现金	5,684	7,173	7,931	8,636	9,437
应收账款	885.69	788.40	876.30	907.35	951.87
其他应收账款	477.99	487.36	496.74	523.84	552.01
预付账款	2,825	2,832	2,882	3,000	3,146
存货	3,233	2,885	3,146	3,233	3,375
其他流动资产	513.51	329.60	391.63	369.47	380.10
非流动资产	4,384	4,612	4,658	4,481	4,325
长期投资	268.96	265.43	265.43	265.43	265.43
固定投资	749.68	705.19	754.17	797.38	833.62
无形资产	68.88	62.70	51.71	39.67	27.22
其他非流动资产	3,297	3,579	3,587	3,378	3,199
资产总计	18,003	19,107	20,381	21,151	22,168
流动负债	7,273	8,317	7,960	8,100	8,297
短期借款	1,707	2,241	1,973	2,018	2,040
应付账款	538.34	355.08	429.43	446.28	456.55
其他流动负债	5,028	5,721	5,557	5,635	5,800
非流动负债	2,489	1,982	3,090	3,083	3,085
长期借款	91.00	65.00	65.00	65.00	65.00
其他非流动负债	2,398	1,917	3,025	3,018	3,020
负债合计	9,762	10,299	11,049	11,182	11,382
少数股东权益	519.34	508.47	486.13	457.49	421.00
股本	1,150	1,154	1,154	1,154	1,154
资本公积	2,086	2,109	2,109	2,109	2,109
留存公积	2,254	2,655	5,583	6,248	7,102
归属母公司股	7,722	8,300	8,846	9,511	10,365
负债和股东权益	18,003	19,107	20,381	21,151	22,168

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	513.98	818.86	645.59	830.17	976.95
净利润	404.16	428.49	519.55	667.58	850.18
折旧摊销	102.08	104.18	87.45	95.04	102.91
财务费用	299.63	350.52	297.92	315.29	310.25
投资损失	(233.38)	(181.77)	(85.00)	(85.00)	(85.00)
营运资金变动	(105.67)	120.65	(176.54)	(166.53)	(207.95)
其他经营现金	47.16	(3.22)	2.23	3.79	6.56
投资活动现金	231.60	319.21	(85.28)	138.70	107.10
资本支出	44.47	30.75	110.00	110.00	110.00
长期投资	(233.68)	(205.00)	39.73	(200.00)	(200.00)
其他投资现金	42.40	144.96	64.45	48.70	17.10
筹资活动现金	355.72	340.41	196.89	(263.07)	(283.00)
短期借款	1.00	534.00	(267.17)	44.58	22.24
长期借款	91.00	(26.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3.70	3.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	22.97	22.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	237.05	(193.63)	464.06	(307.65)	(305.23)
现金净增加额	1,126	1,489	757.20	705.81	801.05

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,714	20,513	20,014	21,306	22,507
营业成本	17,126	18,856	17,985	19,027	20,002
营业税金及附加	128.28	64.94	119.51	110.44	115.00
营业费用	517.93	541.81	696.41	719.12	716.26
管理费用	341.34	332.42	334.79	362.77	354.38
财务费用	299.63	350.52	297.92	315.29	310.25
资产减值损失	16.71	10.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.20)	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	233.38	181.77	85.00	85.00	85.00
营业利润	517.93	538.75	665.39	856.00	1,094
营业外收入	12.52	24.30	19.45	19.91	20.49
营业外支出	7.23	4.46	6.27	5.83	5.75
利润总额	523.22	558.59	678.57	870.08	1,109
所得税	119.05	130.10	159.03	202.50	258.71
净利润	404.16	428.49	519.55	667.58	850.18
少数股东损益	(17.49)	(18.39)	(22.33)	(28.64)	(36.50)
归属母公司净利润	421.66	446.88	541.88	696.22	886.68
EBITDA	919.64	993.46	1,051	1,266	1,507
EPS (元)	0.37	0.39	0.47	0.60	0.77

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	7.11	9.61	(2.43)	6.46	5.64
营业利润	(1.92)	4.02	23.51	28.65	27.82
归属母公司净利润	14.96	5.98	21.26	28.48	27.36
获利能力 (%)					
毛利率	8.49	8.08	10.14	10.69	11.13
净利率	2.25	2.18	2.71	3.27	3.94
ROE	5.46	5.38	6.13	7.32	8.55
ROIC	17.21	20.64	21.12	24.48	27.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.22	53.90	54.21	52.87	51.34
净负债比率 (%)	22.51	34.04	26.14	26.60	26.66
流动比率	1.87	1.74	1.98	2.06	2.15
速动比率	1.41	1.39	1.57	1.65	1.73
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.11	1.01	1.03	1.04
应收账款周转率	20.30	23.95	23.48	23.35	23.65
应付账款周转率	37.32	42.21	45.85	43.46	44.31
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.39	0.47	0.60	0.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.71	0.56	0.72	0.85
每股净资产 (最新摊薄)	6.69	7.19	7.67	8.24	8.98
估值比率					
PE (倍)	31.55	29.77	24.55	19.11	15.00
PB (倍)	1.72	1.60	1.50	1.40	1.28
EV_EBITDA (倍)	8.50	7.87	7.44	6.17	5.19

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

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、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：A0K809

©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

### 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

### 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

### 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