

# 宏图高科 (600122)

——A股拍卖第一股，商业搭场景，金融共串联！

行业名称	商业贸易
投资建议	买入
当前价格:	14.19元
目标价格:	17.03元

## 投资要点:

### ➢ 收购匡时国际，打造A股拍卖第一股。

公司拟发行股份收购全国文物艺术品拍卖行第三名——匡时国际，金融场景多维布局再下一城。公司拟向匡时文化、董国强等发行2.08亿股，发行价格为13.01元/股，购买其持有的匡时国际100%股权（总作价27亿元），同时拟向袁亚非、刘益谦发行不超过9305.21万股募集配套资金不超过15亿元（发行价格16.12元/股）。完成后，控股股东三胞集团持股比例变更为17.13%，实际控制人未发生改变。

### ➢ 艺术品拍卖市场强者愈强，匡时书画领域优势显著。

2015年我国文物艺术品拍卖成交额为280亿元，行业呈现显著强者愈强效应。匡时国际2015年落槌成交额为19.34亿元，占全国6.91%市场份额，其中在书画领域，公司具备全国领先优势，客户粘性极高，已形成了以匡时国际为中心的书画收藏文化圈。匡时16春拍创历史新高，总成交额达25.58亿元，同比增长近150%。伴随17年新设上海与香港春秋拍专场、18年杭州专场，将进一步提升国内市占率。预计未来5年收入年复合增速为14.75%，且公司承诺2016-18年扣非归母净利润分别不低于1.5亿元、2亿元、2.6亿元。

### ➢ 商业+金融+文化，渗透与串联并进。

公司作为三胞集团旗下专业IT连锁零售企业；通过“新奇特”+O2O生态圈激活线下场景价值，收购万威国际丰富产品线，联姻乐视控股，加速O2O生态圈建设。公司未来将围绕商业+文化+大金融，以新奇特商业为场景，以文化为升华，以大金融为串联，全面丰富与挖掘线下场景价值，并与线上充分联动。预计未来将在核心区域新增新奇特门店100家，展开艺术品电商建设促进大众文化消费。且未来将结合第三方支付完善消费场景与金融场景的结合，以支付结算为基础，实现多元化协同发展，从而探索长期可持续发展与盈利能力提升。

### ➢ 首次覆盖，给予买入评级。

若考虑本次定增事项及资产交割于年末完成，我们预计公司16-18年EPS分别为0.43元、0.48元、0.65元，当前股价对应PE分别为33倍、30倍、22倍。

### ➢ 风险提示: 收购进展低于预期

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,150/1,146
流通A股市值 (百万元)	16,268
每股净资产 (元)	6.50
资产负债率 (%)	54.74
一年内最高/最低 (元)	23.54/8.12

## 一年内股价相对走势



李振永 分析师  
 执业证书编号: S1110513070001  
 电话: 021-68376098  
 邮箱: lizhy@sh.tfzq.com

刘章明 联系人  
 电话:  
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

## 相关报告

财务数据和估	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	17,472.11	18,714.41	20,744.78	23,147.92	25,486.82
增长率 (%)	9.79%	7.11%	10.85%	11.58%	10.10%
EBITDA (百万元)	851.89	898.91	968.21	1,081.94	1,389.87
净利润 (百万元)	366.80	421.66	495.00	696.06	942.39
增长率 (%)	32.28%	14.96%	17.39%	40.62%	35.39%
EPS (元/股)	0.32	0.37	0.43	0.48	0.65
市盈率 (P/E)	44.49	38.70	32.97	29.58	21.85
市净率 (P/B)	2.04	2.11	2.75	3.01	2.68
EV/EBITDA	4.60	20.05	15.63	15.22	13.85

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

## 正文目录

1. 宏图高科：三胞集团旗下专业 IT 连锁零售企业	4
1.1 三胞集团旗下专业 IT 连锁零售企业	4
1.2 坚持“主业+金融投资”齐头发展	5
1.3 营收平稳增长，投资收益贡献突出	6
2. 进军艺术品拍卖，A 股拍卖第一股	8
2.1 艺术品拍卖行业：竞争格局集中化，产业链上下游金融需求强烈	8
2.2 收购匡时国际，成就 A 股拍卖第一股	15
3. 商业+金融+文化，渗透与串联并进	20
3.1 商业 IT 连锁主业稳健发展，线下渠道价值显现	20
3.2 “新奇特”+O2O 生态圈激活线下场景价值	22
3.3 借力国采支付构建支付闭环，协同商业发展	27
3.4 集团旗下金融资产丰富，助力金融生态圈搭建	30
4. 盈利预测与估值	31
4.1 传统 3C 业务	31
4.2 匡时国际	32

## 图表目录

图表 1: 袁亚非为公司实际控制人	4
图表 2: 三胞集团旗下主要资产	4
图表 3: 2004 年三胞集团收购乐语通讯	5
图表 4: 2014 年三胞集团收购美国 Brookstone	5
图表 5: 宏图高科坚持“主业+金融投资”的战略布局	6
图表 6: 形成 IT 零售为主、金融投资齐头发展格局	6
图表 7: 公司所持金融资产状况	6
图表 8: 公司近六年营收 CAGR 为 9.68%	7
图表 9: 电子贸易营收占比逾八成	7
图表 10: 公司近六年净利 CAGR 为 13.40%	7
图表 11: 公司金融投资收益不断提升	7
图表 12: 15 年公司毛利率 8.49%，净利率为 2.16%	8
图表 13: 2015 年公司期间费用率 6.19%	8
图表 14: 全国城镇人均可支配收入同比增长 6.17%	9
图表 15: 个人持有可投资资产规模（单位：万亿）	9
图表 16: 中国 2008-15 年高净值人群的规模及构成	9
图表 17: 08-15 高净值人群可投资资产规模及构成	9
图表 18: 国家有关文化政策梳理	10
图表 19: 15 年中国艺术品拍卖成交总额为 506 亿元	11
图表 20: 我国历年艺术品春秋拍总额	11
图表 21: 2015 年秋拍卖公司成交额排名对比	11
图表 22: 15 年全国文物艺术品拍卖成交额 280 亿元	12
图表 23: 书画买拍占整体文物艺术品拍卖比重较高	12
图表 24: 14 年文物艺术品拍卖成交额占全行业 5.68%	13
图表 25: 14 年文物艺术品拍卖佣金占全行业 33.13%	13
图表 26: 2014 年文物艺术品拍卖佣金率为 15.43%	13
图表 27: 2014 年文物艺术品行业市场竞争份额	14
图表 28: 过千万拍品中，四大企业占据成交额最多	14

图表 29: 2014 年全国文物拍卖企业实收佣金前十五位.....	14
图表 30: 2011-2015 年佳士得艺术品分项成交额.....	15
图表 31: 11-15 年佳士得艺术品分项成交额增长率.....	15
图表 32: 匡时国际官网.....	15
图表 33: 第三方支付向基于理财、融资营销等演进.....	15
图表 34: 匡时国际大事记.....	16
图表 35: 2015 年世界范围内拍卖成交总额前十名拍卖行.....	17
图表 36: 匡时国际业务模式.....	17
图表 37: 成交率平均为 63.48%.....	18
图表 38: 匡时国际总资产 7.74 亿元.....	18
图表 39: 公司预测未来 5 年的收入 CAGR 为 14.75%.....	18
图表 40: 书画类拍卖占八成营收.....	19
图表 41: 匡时国际毛利率 65.63%, 净利率 26.03%.....	19
图表 42: 其他应收款的结算周期.....	19
图表 43: 宏图高科营收规模不断增长.....	20
图表 44: 宏图高科营收增速高于同行.....	20
图表 45: 15 年年末, 公司在全国拥有门店 456 家.....	21
图表 46: 江苏地位为公司主要营收来源.....	21
图表 47: “红快服务”深耕 IT 领域, 服务优势明显.....	21
图表 48: “红快服务”立体化服务体系直击维修痛点.....	21
图表 49: 万威国际营收主要来自欧西亚及制造服务.....	22
图表 50: 欧西亚外门体验店及产品示例.....	22
图表 51: FY2016H1 万威健体健康产品营收占比 51%.....	23
图表 52: FY2015 万威欧洲市场营收占比 41%.....	23
图表 53: 收购万威国际, 四维度助力公司战略转型.....	24
图表 54: 新奇特产品之无人机.....	24
图表 55: Brookstone 迷你投影机开箱.....	24
图表 56: 16 年元旦, Brookstone 中国首店落地南京.....	25
图表 57: Brookstone 首日销售破 900 万.....	25
图表 58: 未来将在五大区域新设 100 个围绕新奇特的门店.....	25
图表 59: 公司与乐视网展开线上线多下多维度合作.....	26
图表 60: 2014 年 7 月国采支付获第三方支付牌照.....	28
图表 61: 14 年国采营收和净利情况.....	29
图表 62: 2014 年 7 月国采支付获第三方支付牌照.....	29
图表 63: 第三方支付盈利情况.....	29
图表 64: 第三方支付向的演进.....	29
图表 65: 宏图高科旗下拥有银行、证券等多项资产.....	30
图表 66: 三胞集团拥有多种其他金融资产.....	31
图表 67: 宏图高科 15-17 年收入预测 (单位: 亿).....	31
图表 68: 匡时国际未来收入预测 (单位: 亿元).....	33
图表 69: 财务预测摘要.....	34

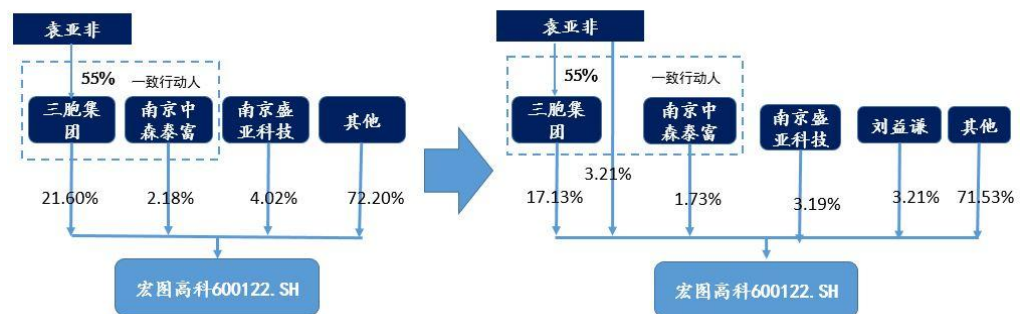
## 1. 宏图高科：三胞集团旗下专业 IT 连锁零售企业

### 1.1 三胞集团旗下专业 IT 连锁零售企业

公司成立于 1997 年，由宏图集团、有线电厂等五家单位共同发起设立；1998 年 4 月公司在上交所挂牌上市，其中宏图集团持股 25.70%为控股股东；2005 年 5 月，三胞集团收购宏图集团所持宏图高科 20%股份，变更为公司控股股东。

**定增收购匡时国际，袁亚非仍为公司实际控制人。**4月8日，公司公告定增预案，①收购资产：拟向匡时文化、董国强发行2.08亿股，发行价格为13.01元/股，购买其持有的匡时国际100%股权（总作价27亿元）；②募集配套资金：拟向袁亚非、刘益谦发行不超过9305.21万股，发行价格16.12元/股，募集配套资金不超过15亿元。本次发行完成后，控股股东三胞集团（实际控制人袁亚非）持上市公司股份由21.6%变更为17.13%，袁亚非直接持有3.21%，刘益谦持有3.21%，三胞集团仍为公司的控股股东，袁亚非先生仍为本公司的实际控制人。

图表 1：袁亚非为公司实际控制人

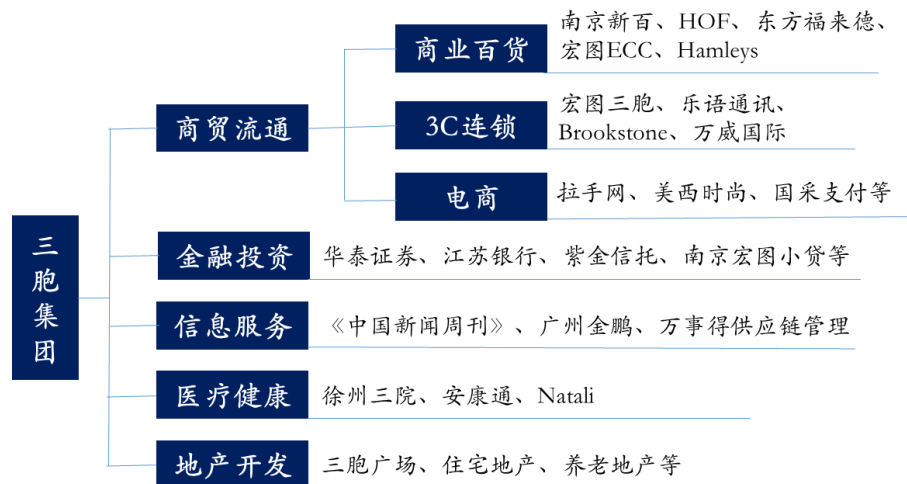


来源：公司公告，天风证券研究所

三胞集团有限公司，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，以大数据为核心，构建“金融、健康、消费”三大产业，形成“金、木、水、火、土”五大行业协同发展的产业生态圈，努力成为有中国特色、可持续发展的世界级企业组织。集团现拥有宏图高科（600122.SH）、南京新百（600682.SH）、万威国际（0167.HK）、金鹏源康（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，下属独资及控股企业超过 100 家，全球员工总数超过 9 万人，其中海外员工 3 万人。集团旗下“宏图”、“宏图三胞”、“金鹏”、“新百”商标系“中国驰名商标”，品牌家喻户晓、享誉全国。目前，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），并被全国工商联评为“中国民营企业 500 强”第 21 名、“中国民营服务业企业 100 强”第 9 名。

图表 2：三胞集团旗下主要资产





来源：公司公告，天风证券研究所

集团旗下零售 3C 连锁板块还拥有乐语通讯、Brookstone。2004 年，三胞集团收购乐语通讯，其是目前国内最大的专业通讯连锁企业，零售网络覆盖 26 个省份 230 个城市，拥有 2000 多家店面，经营面积 20 万方，年销售手机近 800 万台；2014 年 6 月，三胞集团联合赛领国际以 1.73 亿美元拍下美国零售商巨头 Brookstone，其成立于 1965 年，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。2015 年，Brookstone(中国)成立，提出“Smartliving”全新品牌概念，时刻关注现代都市人共同向往的品质生活：随时随地互动(Connectivity)，尽情放松身心(Relaxation)，保持娱乐心态(Entertainment)。

图表 3：2004 年三胞集团收购乐语通讯



来源：百度图片，天风证券研究所

图表 4：2014 年三胞集团收购美国 Brookstone



来源：百度图片，天风证券研究所

## 1.2 坚持“主业+金融投资”齐头发展

三胞入主后公司逐渐形成以 IT 连锁零售为主、工业制造、地产开发以及金融投资齐头发展的业务格局。公司 1998 年上市后主营 DVD、数字机顶盒等数码视听产品生产与销售。2005 年三胞集团入主成为控股股东后，公司逐步形成以 IT 连锁零

售为主，兼营工业制造（包括光电线缆产业、通信设备产业、激光视听产业等）、房地产和系统集成三大主营业务，同时公司积极布局金融领域，先后投资入股多家金融机构。

图表 5: 宏图高科坚持“主业+金融投资”的战略布局



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 6: 形成 IT 零售为主，金融投资齐头发展格局



来源：公司公告，天风证券研究所

**工业制造**：已形成光电线缆、打印机、通信设备为主体的高科技制造产业群，由光电线缆公司、富士通公司（联合日本富士通株式会社等成立）等单位构成。地产开发：宏图地产板块运营主体为南京源久房地产公司（公司持股 82.98%），先后成功开发“宏图·天然居”（建面 3 万方）、宏图·香榭里”（建面 5 万方）以及“宏图·上花园”（建面 6 万方）等地产项目。

**金融投资锦上添花**，公司确定了“核心主业+金融投资”的战略定位，在大力发展核心主业的基础上，通过收购、参股、设立等方式完成各类优质金融资产的布局，一方面抵御国内资本市场周期波动带来的风险，另一方面提高公司的安全边际，实现价值稳定增长。

图表 7: 公司所持金融资产状况

	持有股份数量	持有股份占比	股东排名
华泰证券	1.37 亿元	1.92%	第六大股东
江苏银行	1 亿元	0.96%	
锦泰期货	9000 万	20.41%	第二大股东
农银无锡股权投资基金	认缴出资1 亿元	权益份额3.23%	
江苏金苏证投资发展有限公司	-	1.69%	-
南京市宏图科技小额贷款公司	出资1.2 亿元	40.00%	第一大股东

来源：WIND，天风证券研究所

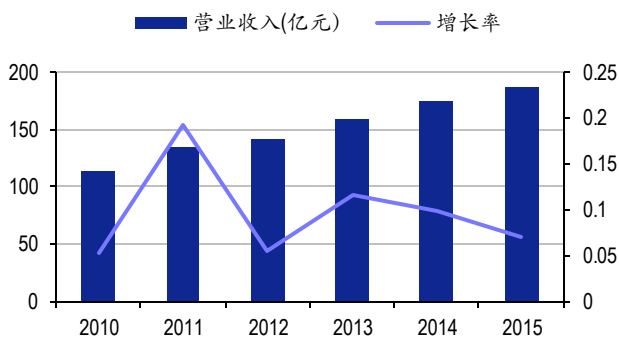
### 1.3 营收平稳增长，投资收益贡献突出

营收、净利近六年 CAGR 分别为 9.68%、13.40%。2015 年，公司实现营收 187.14

亿元，同比增长 18.57%，2009-2015 年复合增长率 9.68%；15 年实现归母净利 4.22 亿元，同比增长 14.96%，增长主要系公司减持华泰证券获得投资收益大幅提升所致（同比增长 676%至 2.31 亿元，持股比例由 2.56%下降至 1.92%），2009-2015 年归母净利复合增长率 13.40%。

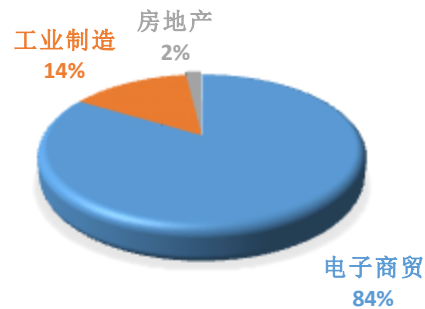
**电子贸易营收占比逾八成，江苏市场贡献六成。**分业务来看，2015 年电子商贸业务营收 154.52 亿元，同比增长 10.23%，占比 83.58%，工业制造营收 26.75 亿元，同比增长 21.35%，占比 12.95%，房地产营收 3.60 亿元，同比减少 64.78%，占比 1.95%；分地区来看，2015 年江苏地区营收 82.95 亿元，占比 53.69%，浙江地区 26.22 亿元，占比 16.97%，北京地区 20.81 亿元，占比 13.47%，上海地区 13.59 亿元，占比 8.79%，其他地区 10.94 亿元，占比 7.08%。

图表 8: 公司近六年营收 CAGR 为 9.68%



来源: wind, 天风证券研究所

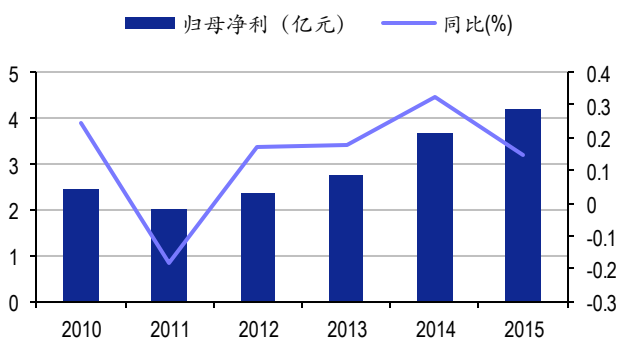
图表 9: 电子贸易营收占比逾八成



来源: 公司公告, 天风证券研究所

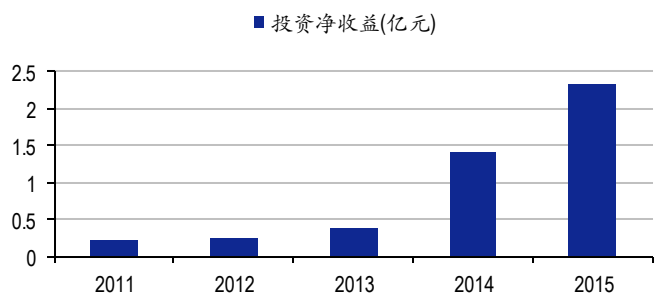
**得益于金融资产投资，公司投资收益不断提升**，2012 至 2015 年，公司分别实现投资收益 0.26 亿元、0.38 亿元、1.41 亿元、2.33 亿元，分别占到当期归母净利的 11.06%、13.72%、38.42%和 55.35%，15Q3 大幅增长主要系减持华泰证券股票所致。未来公司将以现有 IT 连锁主业为基础，逐步通过资本市场做大平台，实现核心主业和金融产双轮驱动。

图表 10: 公司近六年净利 CAGR 为 13.40%



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 11: 公司金融投资收益不断提升

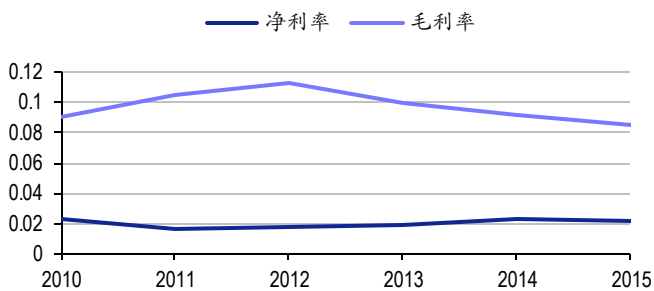


来源: 公司公告, 天风证券研究所

在盈利能力方面，15 年公司毛利率 8.49%，同比下降 0.67 个百分点；期间费用

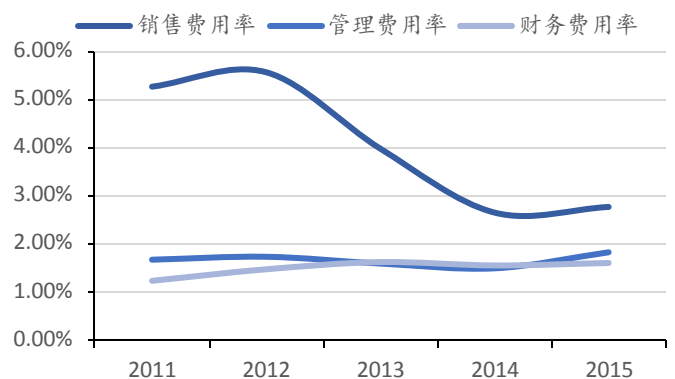
率为 6.19%，同比上升 0.50 个百分点；净利率为 2.16%，同比下降 0.14 个百分点。

图表 12: 15 年公司毛利率 8.49%，净利率为 2.16%



来源: wind, 天风证券研究所

图表 13: 2015 年公司期间费用率 6.19%



来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 进军艺术品拍卖，A 股拍卖第一股

### 2.1 艺术品拍卖行业：竞争格局集中化，产业链上下游金融需求强烈

艺术品市场通常由一级市场、二级市场和艺术品博览会构成。其中，一级市场即艺术品零售市场，市场参与者主要包括画廊、文物商店等；二级市场即艺术品拍卖市场，市场参与者主要包括艺术品拍卖行等；艺术博览会通常作为一二级市场间的交易和沟通纽带。伴随国际艺术品市场的发展，艺术品拍卖市场相较于零售市场和博览会的传统交易形式的影响力和发展势头趋于增强，对市场资源的聚合作用与整合能力亦在逐渐加大，目前已基本形成了拍卖市场为主导的市场层次。

艺术品拍卖市场呈现明显的季节性，春秋拍贡献全年大部分收入。多数的艺术品拍卖行都会举办“春拍”和“秋拍”两大拍卖季，春秋拍卖季的成交额占全年总成交额的绝大部分。春拍主要集中在每年的 4-7 月，而秋拍则在每年的 9-12 月期间举行。例如全世界最大的艺术品拍卖行佳士得 (Christie's) 2016 年春拍将在 5-6 月举行，其中香港专场于 5 月 27 日-6 月 1 日。此外，不同的拍卖行还会在非春秋拍期间安排精品拍卖会 and 网上拍卖会。

#### ➤ 2.1.1 艺术品市场发展驱动因素

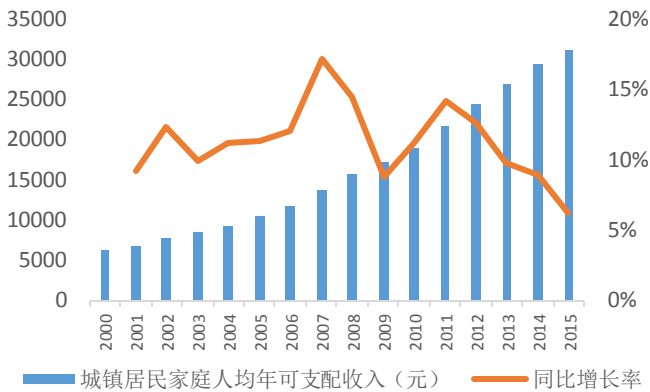
##### ● 财富增长

高净值人群增加及财富积累为艺术品拍卖市场培育优质土壤，2015 年我们城镇居民家庭人均可支配收入达 3.12 万元，同比增长 6.17%，增速较前几年虽有所下降，但仍保持稳定增长势头。另据招商银行和贝恩公司联合发布的《2015 年中国私人财富报告》数据显示，2014 年中国个人持有的可投资资产总体规模突破 100 万亿达到 112 万亿元，2012-2014 年的年均复合增长率为 16%，自 2010 年以来增速稳定。

2014 年中国高净值人群 (可投资资产超 1000 万) 数量首次超过 100 万人，较 2012 年增加了约 30 万人，年均复合增长率达 21%，较 2010 年实现翻倍。其中，超高净值人群 (可投资资产超 1 亿) 规模近 7 万人，可投资资产 5000 万以上共约 14 万人。

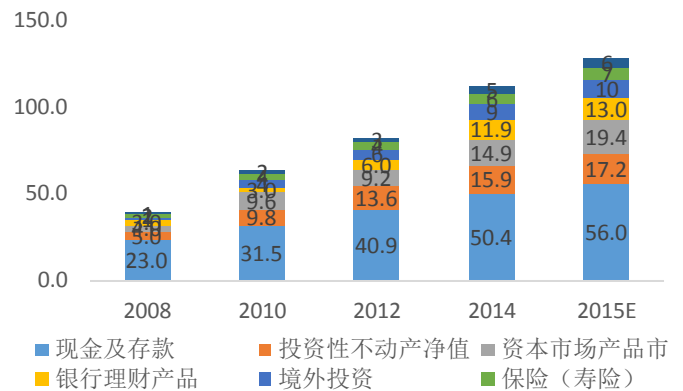


图表 14: 全国城镇人均可支配收入同比增长 6.17%



来源: wind, 国家统计局天风证券研究所

图表 15: 个人持有可投资资产规模 (单位: 万亿)

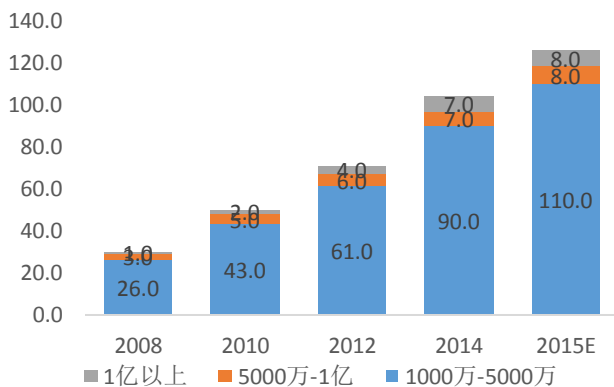


来源: 《2015 年中国私人财富报告》, 天风证券研究所

就私人财富规模而言,2014 年中国高净值人群共持有 32 万亿人民币的可投资资产, 2012-2014 年增速与 2010-2012 年基本持平; 人均持有可投资资产约 3 千万人民币。预计 2015 年全国个人可投资资产总体规模将达到 129 万亿元, 较 2014 年增长 16%; 中国高净值人群将达到 126 万人左右, 较 2014 年增长 22%; 高净值人群持有财富将达 37 万亿人民币, 同比增长 17%。

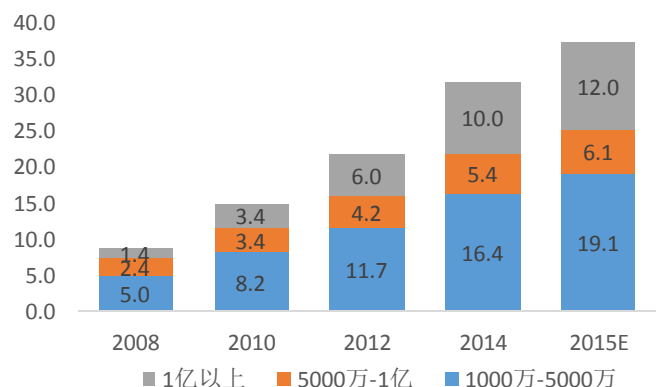
随着近日房地产市场日趋回归理性以及在量化宽松背景下银行理财产品收益率持续走低, 以艺术品收藏拍卖为代表的新兴投资产品或将迎来新一轮发展机遇, 此外, 不断增长的高净值人群以及持续扩大的可投资资产也为我国艺术品拍卖市场奠定了坚实的客户基础与增长潜力。

图表 16: 中国 2008-15 年高净值人群的规模及构成



来源: 《2015 年中国私人财富报告》, 天风证券研究所

图表 17: 08-15 高净值人群可投资资产规模及构成



来源: 《2015 年中国私人财富报告》, 天风证券研究所

### ● 政策支持

顶层设计支持文化产业发展, 鼓励金融业与文化产业全面对接。2010 年 4 月, 九部委联合发布《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》, 首次从国家政策层面提出加大金融支持文化产业的力度, 推动金融业与文化产业全面对接, 推动

符合条件的文化企业上市融资。

国家对文化产业的战略定位与大力扶持为该行业企业向更深层次的纵向发展和更广泛行业领域的横向发展奠定政策支持的基础。同时,随着我国国民经济持续增长、人民物质生活水平不断提高,我国文化产业也呈现不断增长的势头。

图表 18: 国家有关文化政策梳理

时间	文件	内容
2012年	《“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	公共文化服务体系框架基本建立,服务能力和水平显著提高。文化产业蓬勃发展,整体规模和实力快速提升。文化产品创作生产十分活跃,精品不断涌现、市场日益繁荣。文化走出去步伐加快,中华文化的国际竞争力和影响力明显增强。
2012年	《“十二五”时期文化产业倍增计划》	培育文化产权鉴定、评估、拍卖、经纪等机构,大力发展演艺经纪、票务销售、会展策划、版权代理、创意设计等文化企业。
2011年	《商务部关于“十二五”期间促进拍卖业发展的指导意见》	完善拍卖业法律法规和制度体系;培育专业化市场,全面提升拍卖企业经营管理水平,形成一批适应市场经济和行业发展要求、具有市场竞争力的骨干拍卖企业。
2011年	《关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	明确提出将文化产业作为国民经济支柱性产业加以推动,鼓励通过重点文化产业的大力发展及市场化资本运作,建立完善的产业发展生态环境,提升文化产业整体实力和国际竞争力,增强国家文化软实力,努力建设社会主义文化强国。
2010年	《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	首次从国家政策层面提出加大金融支持文化产业的力度,推动金融业与文化产业全面对接,推动符合条件的文化企业上市融资。
2009年	《文化产业振兴规划》	明确将加快振兴文化产业。

来源: 天风证券研究所

## ● 投资需求的多元化和资本的涌入

中国高净值客户的投资由过去的专注于不动产投资逐渐向多元化的资产配置发生转变。除股票、债券等传统金融资产配置类型外,艺术品作为另类投资的重要组成部分,近年来亦受到高净值客户的追捧,成为国内及海外资金丰富其投资组合的资产配置的重要选择。根据国际第一大艺术品拍卖行佳士得统计数据,2015年来自中国的买家数量增长5%。

同时,金融危机后,艺术品投资需求的增长与高回报使得更多的机构资金参与其中,例如保利文化等拍卖行与信托公司设立信托计划向投资者提供以艺术品为标的资产的投资产品。资金的大量涌入保证了艺术品市场未来在较长的时期内仍然保持良好发展。

### ➤ 2.1.2 2015年我国艺术品拍卖市场规模为506亿

伴随全球化进程的深入,全球艺术品市场投资和消费的重心正在逐渐由如法国、英国、美国等发达国家向新兴市场转移,中国市场在全球艺术品市场中的地位愈发提高,2012年中国(包括香港)高雅艺术品拍卖成交额已占据全球当年总成交额的41%,显著领先其他国家。同时,北京已成为全球中国艺术品拍卖的中心之一。

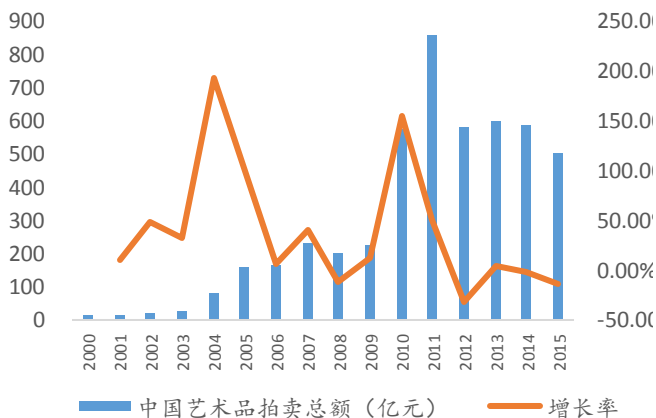
拍卖企业数量稳步上升,行业成交总额与佣金收入整体下行。根据《中国拍卖2015年蓝皮书》披露,截至2015年底,我国内地共有6,831家拍卖企业,较2014

年新增 258 家；全行业拥有国家注册拍卖师共 12,659 人，较 2014 年净增 446 人。2015 年全国拍卖成交额累计 4,635.2 亿元，与 2014 年相比下降 16.6%。全行业实现主营业务利润约 25.75 亿元，同比下降 35.45%。

**艺术品拍卖市场继续调整,有望触底反弹。**根据雅昌艺术市场监测中心(AMMA)相关数据显示,全球艺术品拍卖市场在过去十年增幅超过 212%,2015 年受全球经济放缓影响,年度艺术拍卖成交额 160.95 亿美元(含佣金),同比减少 10.31%。2015 年中国艺术品拍卖市场成交总额为 506 亿元,同比减少 20%,其中下半年成交总额为 257 亿元,比去年减少 19.1%,成交量同比减少 4.16 万件为 10.38 万件,但单品均价有所提升,为 24.78 万元/件,同比增长 13%;此外,高位成交不减反增,6 件亿元作品种 5 件来源于书画板块;5000 万至 1 亿元价格区间的拍品均价高于去年同期(6736 万元)达到 7,277 万。

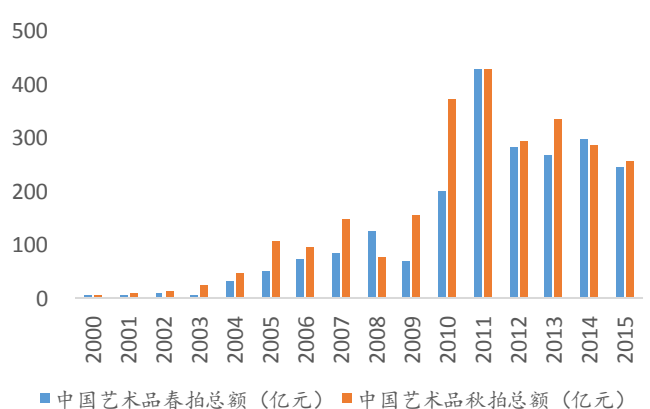
不过,整体而言拍卖市场行情持续低迷艰难,市场规模在连续下跌后基本维持在大涨前 2010 年的水平。如前所分析,艺术品市场未来发展的驱动因素主要来自于高净值客户的人数及资产规模的增长,政策的鼓励支持以及投资需求多元化和资本的涌入。一定程度上仍然是与宏观经济发展密切相关,此前受中国经济蓬勃发展而发展,之后随中国经济结构性转型和瓶颈状态而停滞,艺术品市场本身有一定的发展规律,短期内在资金层面上依然受到流动性及投资机会的影响和制约,但是长期来看有望实现触底反弹。

图表 19: 15 年中国艺术品拍卖成交总额为 506 亿元



来源: 雅昌艺术市场监测中心(AMMA), 天风证券研究所

图表 20: 我国历年艺术品春秋拍总额



来源: 雅昌艺术市场监测中心(AMMA), 天风证券研究所

中国艺术品交易主要集中香港、北京两地,2012 年以来,以北京为代表的北方拍卖行和香港地区拍行积极进行自我调整,以上海、广东等地为代表的南方地区也在快速成长,南北方拍卖公司之间的差距逐步缩小。从拍卖规模和成交额来看,北方二线拍行有所下滑,南方地区拍行成交额稳健上涨。2015 年秋拍北京保利、香港苏富比、香港佳士得虽然位置小有变化,但总体上稳居前三,同比增长率分别为 20.48%、-4.37%以及-8.64%。

图表 21: 2015 年秋拍卖公司成交额排名对比

拍卖公司	2015年秋拍成交额 (RMB,万元)	同比增长率
北京保利	292,382	20.48%
香港蘇富比	219,401	-4.37%
佳士得	215,817	-8.64%
中国嘉德	183,149	9.37%
西泠拍卖	100,745	-45.04%
北京匡时	99,535	-24.52%
上海嘉禾	77,771	118.23%
保利香港	75,855	16.95%

来源：雅昌艺术市场监测中心(AMMA)，天风证券研究所

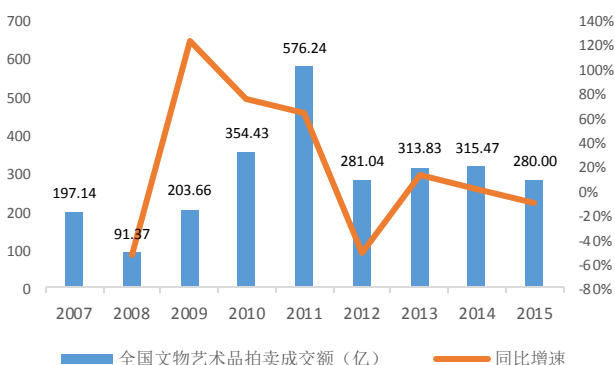
### 2.1.3 中国文物艺术品拍卖细分行业市场利润率优秀

中国文化历史悠久，中国文物艺术品数量庞大、种类丰富，近年来持续引发国内及海外各界投资者和收藏者的广泛兴趣。较多流落文物和民间艺术品被发现并交付拍卖，使得艺术品拍卖市场中的中国文物艺术品拍卖细分市场近年来发展迅猛。

根据中国拍卖行业协会数据显示，2015年我国文物艺术品拍卖成交额为280亿元，2014年我国文物艺术品成交额为315.47亿元，其中中国书画成交额205.96亿元，占当年文物艺术品拍卖成交额的65%，瓷玉杂项、油画及当代艺术以及古籍碑帖成交额分别为66.02亿元、19.01亿元以及5.15亿元。根据AMMA数据显示，2015年我国文物艺术品拍卖市场规模占全球的30.19%，在美国之后位居第二。

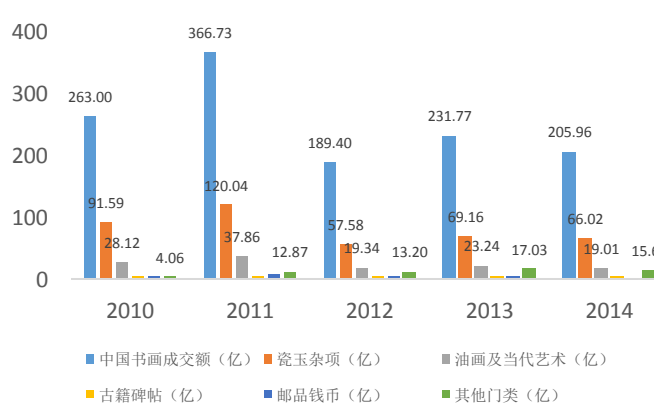
2014年我国文物艺术品拍卖行业营收30.94亿，利润率33.71%。中国拍卖行业协会数据显示，2014年，我国全国文物拍卖企业396家，注册资本47.48亿，从业人员4280人，全国共举办911场文物艺术品拍卖会，成交拍品32.79万件，成交额315.47亿元，行业主营业务收入30.94亿元，主营业务利润率33.71%。

图表 22: 15年全国文物艺术品拍卖成交额 280 亿元



来源：中国拍卖行业协会，天风证券研究所

图表 23: 书画买拍占整体文物艺术品拍卖比重较高

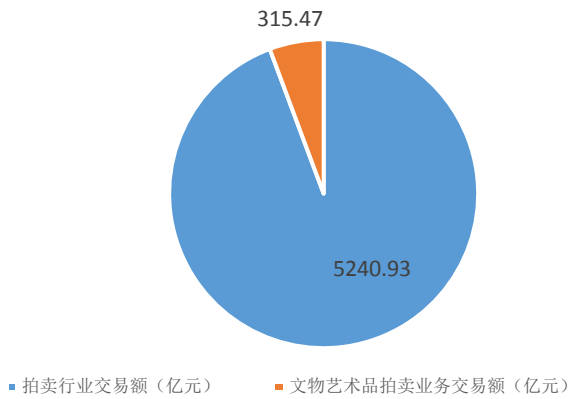


来源：中国拍卖行业协会，天风证券研究所

文物艺术品类拍卖佣金率 15.43%，高居拍卖行业之首。2014年我国文物艺术品拍卖成交额占全行业 5.68%，佣金占比 33.13%。2014年全国拍卖行业总成交额 5556.40 亿元，文物艺术品拍卖业务占全行业的份额为 5.68%，比 2013 年增长 0.67

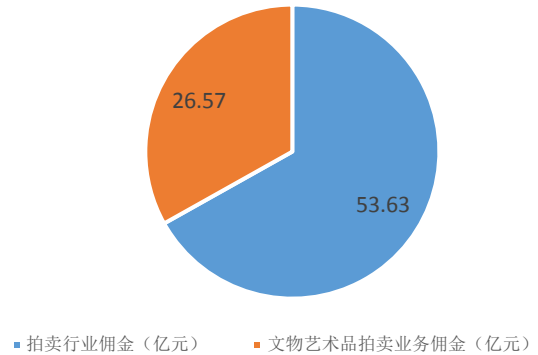
个百分点,年度成交额下降幅度小于全行业。全国文物艺术品拍卖业务实收佣金(买卖双方)26.57亿元,占拍卖行业整体佣金收入的33.13%,与房地产拍卖业务并驱,成为拍卖行业佣金收入较大的两大板块。

图表 24: 14 年文物艺术品拍卖成交额占全行业 5.68%



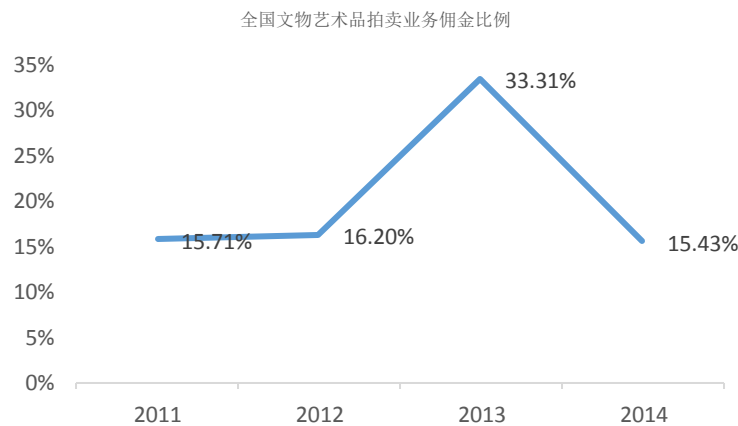
来源: 中国拍卖行业协会, 天风证券研究所

图表 25: 14 年文物艺术品拍卖佣金占全行业 33.13%



来源: 中国拍卖行业协会, 天风证券研究所

图表 26: 2014 年文物艺术品拍卖佣金率为 15.43%



来源: 中国拍卖行业协会, 天风证券研究所

文物艺术品拍卖行业呈现集中化趋势, 2014 年排名前 10% 的企业实收拍品款合计 148.60 亿元, 占整个市场的 86.32%, 较上年增长 1.88 个百分点。其中排名前 5 名企业所占市场份额为 57.19%, 较 13 年上升 1.30 个百分点; 排名 6-20 位企业所占市场份额为 19.48%; 其它企业所占市场份额为 13.68%, 较 13 年降低 1.88 个百分点。2014 年在成交额过千万拍品中, 四大企业占据数量与成交额最多, 其中匡时国际成交额为 3.17 亿, 占比 7.18%。

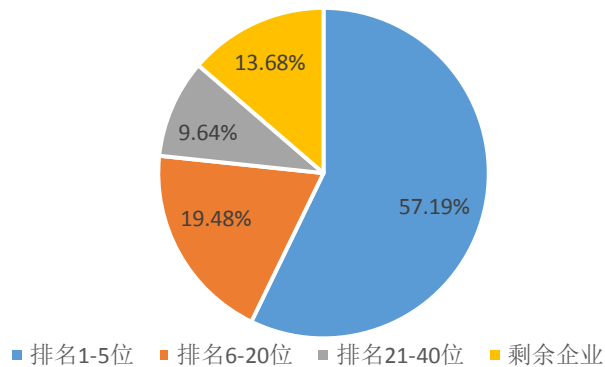
根据中拍协艺委会统计, 截至 2015 年末, 我国文物拍卖企业年度成交额 300 余亿元(含买方佣金)。其中, 排名前十的北京保利、中国嘉德、匡时国际、杭州西泠、



北京翰海、广东崇正、上海朵云轩、北京诚轩、北京荣宝、北京华辰等 10 家拍卖公司共举办 407 个专场拍卖, 上拍 67,747 件(套), 成交 46,073 件(套), 成交率 68.01%, 成交额为 168.34 亿元(含买方佣金)。根据近 4 年统计数据, 前 10 家公司年度成交总额稳定在 150-200 亿元之间, 而全国文物艺术品拍卖总成交额基本稳定在 300-400 亿元之间, 行业前十的市场份额合计约在 50%-60%左右。

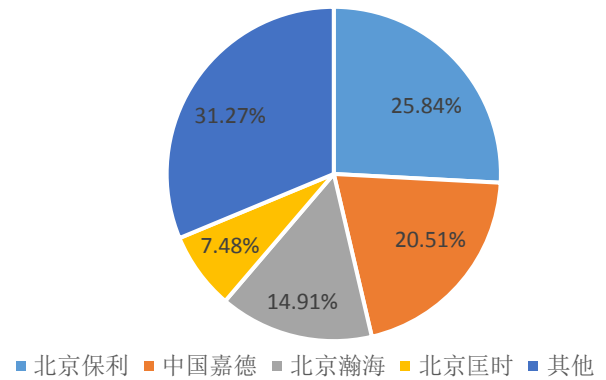
拍卖市场在 2015 年以后呈现出更加显著的强者愈强的效应。信誉差, 没有成交能力的拍卖公司将会退出舞台, 大型拍卖公司的地位将更加牢固。国内巨头将一定程度上挤压原本属于中小拍卖公司和地方性拍卖公司生存空间, 作为行业内知名的拍卖公司, 将迅猛发展, 打造自己的拍卖体系。

图表 27: 2014 年文物艺术品行业市场竞争份额



来源: 中国拍卖行业协会, 天风证券研究所

图表 28: 过千万拍品中, 四大企业占据成交额最多



来源: 中国拍卖行业协会, 天风证券研究所

图表 29: 2014 年全国文物拍卖企业实收佣金前十五位

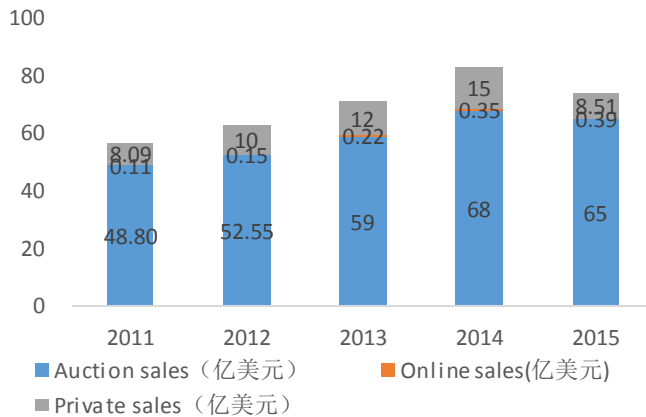
实收佣金排名	企业名称
1	中国嘉德国际拍卖有限公司
2	北京保利国际拍卖有限公司
3	西泠印社拍卖有限公司
4	北京瀚海拍卖有限公司
5	北京匡时国际拍卖有限公司
6	北京城轩拍卖有限公司
7	上海朵云轩拍卖有限公司
8	北京艺融国际拍卖有限公司
9	广东崇正拍卖有限公司
10	广州华艺国际拍卖有限公司
11	上海嘉禾拍卖有限公司
12	上海泓盛拍卖有限公司
13	北京荣宝拍卖有限公司
12	荣宝斋(上海)拍卖有限公司
15	北京华辰拍卖有限公司

来源: 中国拍卖行业协会, 天风证券研究所

主要竞争对手分析——佳士得: 网络竞拍快速增长, 亚洲地区表现亮眼, 作为

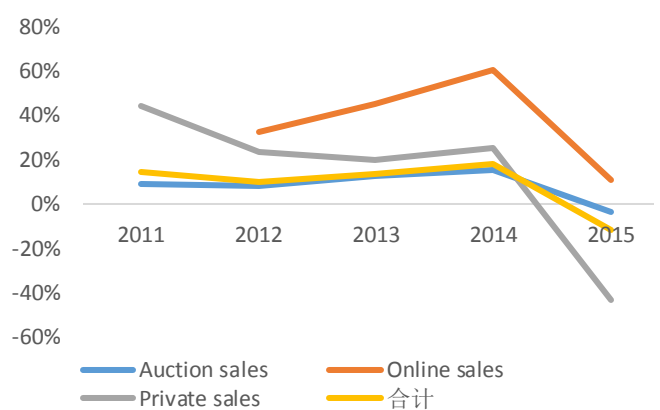
世界最大艺术品拍卖行之一，佳士得成立于 1766 年，近两年来全球艺术品拍卖交易额持续增长，15 年略有下滑，2013-15 年交易额分别同比增长 13.24%、18.31%、-11.90%，其中网络竞拍快速增长，2013-15 年网络竞拍成交额分别为 0.22 亿美元、0.35 亿美元、0.39 亿美元，分别同比增长 45%、60%、11%。分地区来看，2013 年佳士得亚洲区域营收 9.78 亿美元，同比增长 39%，中国买家所带来的成交量占全球成交量的 22%，到了 2014 年亚洲买家交易占比更是达到 27%。

图表 30: 2011-2015 年佳士得艺术品分项成交额



来源：公司官网，天风证券研究所

图表 31: 11-15 年佳士得艺术品分项成交额增长率



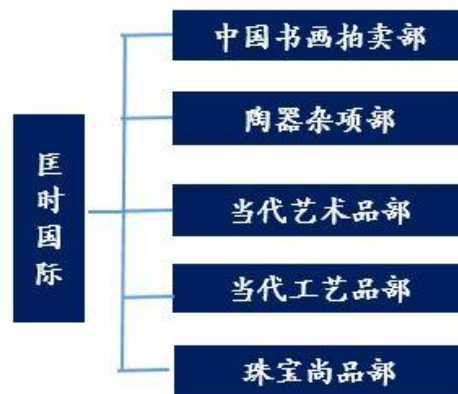
来源：公司官网，天风证券研究所

## 2.2 收购匡时国际，成就 A 股拍卖第一股

北京匡时国际拍卖有限公司成立于 2005 年 10 月，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，并承接资产拍卖以及各类慈善拍卖。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 年世界范围内文物艺术品拍卖成交额前十名中，匡时国际位列全国第三。2015 年公司落槌成交额为 19.34 亿元，占 2015 年全国文物艺术品拍卖落槌成交额 280 亿元的 6.91%。公司专注书画领域，已累积了较好的口碑，且由于书画收藏门槛较高，收藏群体相对固定，匡时国际在书画拍卖中的专业性使得其客户群体相对稳定，已相对形成了一个以匡时国际为中心的文化圈。

图表 32: 匡时国际官网

图表 33: 第三方支付向基于理财、融资营销等演进



来源：匡时国际官网，天风证券研究所

来源：天风证券研究所

图表 34：匡时国际大事记

时间	拍品及成交金额
2015年春拍	国家一级文物“三宋”以1.29亿元领衔，其中《宋人摹郭忠恕四猎骑图》以8050万元刷新今春古代书画最高拍卖纪录；南宋《吕祖谦告身》、《司马伋告身》分别拍出了2875万元、2012.5万元的成绩。
2014年秋拍	成交13.4亿元；黄宾虹的《江山卧游图》成交价为4830万元，是艺术家个人作品拍卖纪录中排名第三的成绩；徐悲鸿《十二生肖册》也以4600万元成交，创造了徐悲鸿个人年度拍卖最高价纪录。
2014年春拍	以17.5亿元收槌，书画夜场以4.2亿元领衔拍场，“澄道”——中国书画夜场拍得3.06亿元，首次推出的“畅怀”——中国书法夜场斩获1.14亿元，本场拍卖中石涛中年鼎盛期佳作《黄山紫玉屏》以1610万元成为本次春拍的冠军拍品，吴冠中《墙上秋色》和陈洪绶《炼芝图》均以1380万元成交。
2013年	全年成交额达到34.03亿元，春拍19.9亿元圆满收槌，首次推出的“澄道”——中国书画夜场以96%的成交率、4.1亿元的成交额；秋拍以19.9亿元圆满收槌，“澄道”——中国书画夜场以4.15亿元的成交额，过千万元的拍品有24件，并出现了10个白手套专场，北宋刻本《礼部韵略》以2990万元成交，黄胄《巡逻图》拍出了4543万元的价格再创佳绩。
2012春拍	以12.64亿元稳健收槌，万众瞩目的过云楼藏书不负众望2.16亿元刷新了古籍拍卖的世界纪录，并入选中拍协年终十大行业事件。2012秋拍南长街54号藏梁氏重要档案不负众望以6709万元全数成交。
2011年	成交额超40亿元，其中春拍总成交额突破20亿元，创历年最高单季成交纪录，吴冠中《网师园》以5175万元摘得本次春拍头筹；秋拍成交额18.15亿元，4个白手套专场，24件超千万拍品，更有元《崇真万寿宫瑞鹤诗唱和卷》破亿元大关，创元代书法拍卖纪录。
2010年春拍	隆帝行书《洪咨夔春秋说论隐公作伪事》以5712万元成交，刷新乾隆御笔书法作品的拍卖纪录。此外，在宫廷艺术品、瓷器、玉器、古琴、油画、雕塑等领域，匡时也表现优异，多项纪录在匡时被刷新和改写；2010年五周年秋拍总成交额高达15.6亿元，7个专场成交率达到百分之百，并出现了27件过千万的重量级拍品。其中四件王铎书法成交过亿，创造了王铎书法成交的世界纪录，清乾隆青花缠枝莲纹花觚以6680万元创造当年国内瓷器秋拍最高成交价。

来源：天风证券研究所

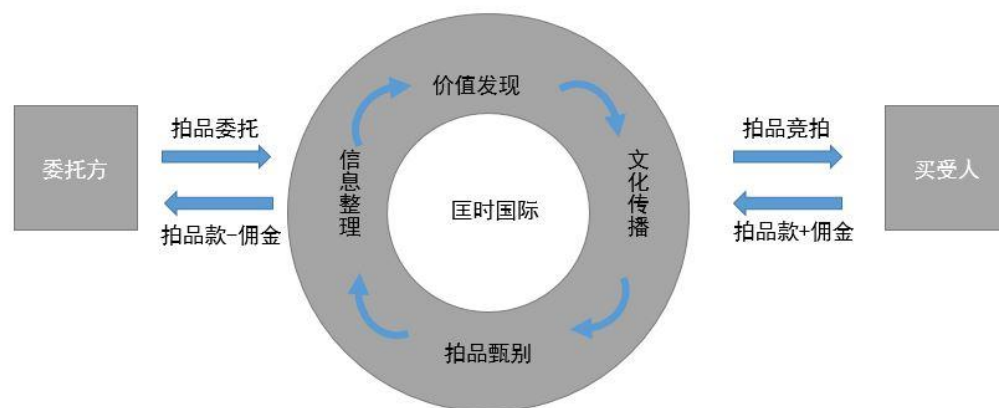
图表 35: 2015 年世界范围内拍卖成交总额前十名拍卖行

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	北京翰海	147,791,657	4,492
10	邦瀚斯	143,121,888	8,949

来源：天风证券研究所

**盈利模式：**匡时国际作为艺术品拍卖公司，接受客户的委托，并通过专业的营销策划，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双向收取佣金实现收入。以拍卖成交额分别为 14.31 亿元和 11.84 亿元计算，公司过去 2 年的平均佣金率分别为 14.68%和 20.35%

图表 36: 匡时国际业务模式



来源：公司公告，天风证券研究所

**成交率方面，**匡时国际合理控制各个环节流程以保证和提高拍卖品的成交率，14-15 年的拍卖场次平均成交率为 63.48%，符合行业 60-70%成交率现状。公司一方面组织专家团队对拍卖品进行鉴定后，和委托方商讨，确定合理的拍卖底价；另一方面，在拍卖会的宣传和图录的制作中尽心尽责以促成交易；最后，在拍卖的过程中

严格按照国家法律、法规及规章制度实施，做到各个步骤皆合法合规。从而保证和提高成交率。

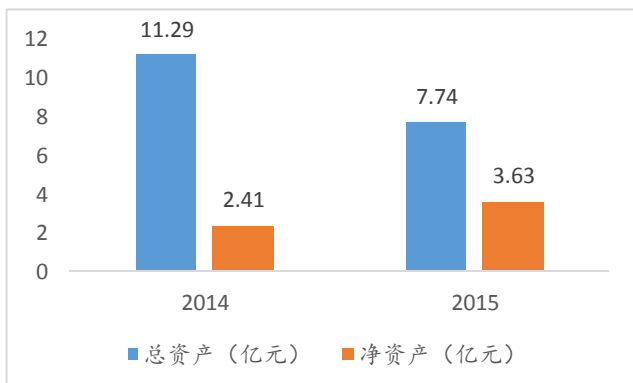
**图表 37: 成交率平均为 63.48%**

拍卖场次	上拍件数 (件)	成交件数 (件)	成交率
14迎春	1,350	853	63.19%
14春	3,836	2,635	68.69%
14夏	1,968	1,188	60.37%
14秋	3,479	1,813	52.11%
2014年合计数	10,633	6,489	61.03%
15迎春	1,288	891	69.18%
15春	2,796	1,832	65.52%
15夏	1,270	981	77.24%
15秋	2,854	1,768	61.95%
2015年合计数	8,208	5,472	66.67%
总合计数/加权平均成交率	18,841	11,961	63.48%

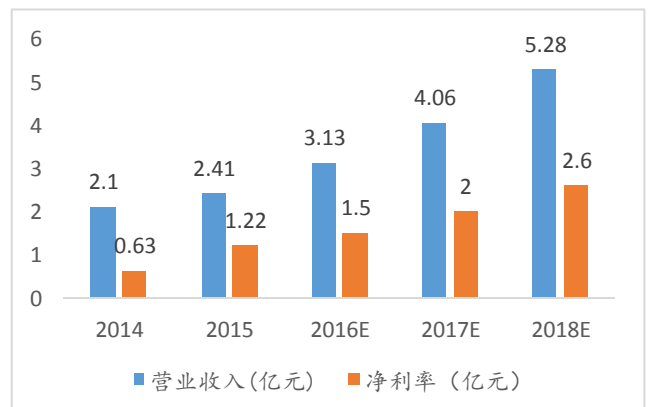
来源：公司公告，天风证券研究所

**财务方面：收入增长较快，受益加大费用管控，净利大幅增长，**匡时国际 2014 年、2015 年年营收分别为 2.10 亿元、2.41 亿元；净利分别为 0.63 亿元、1.22 亿元，营收增长主要系书画类和瓷杂类拍品收入上升，其中书画类拍品 2015 年收入较上年增长 1559.91 万元，瓷杂类拍品 2015 年收入增长 1080.28 万元；业绩增长主要系收入的增长、费用管控以及资产减值金额下降所致，具体来看，销售费用、管理费用及资产减值损失较 14 年分别下降 2067.71 万元、183.48 万元及 2765.85 万元，使得 15 年度营业利润较上年上升 7650.25 万元。

截至 2015 年底，匡时国际总资产 7.74 亿元，净资产 3.63 亿元；15 年末资产总额同比下降约 31.5%，主要系因为其他应收款较 2014 年末下降 4.46 亿元，货币资金较 14 年末上升 7407.97 万元所致。

**图表 38: 匡时国际总资产 7.74 亿元**


来源：公司公告，天风证券研究所

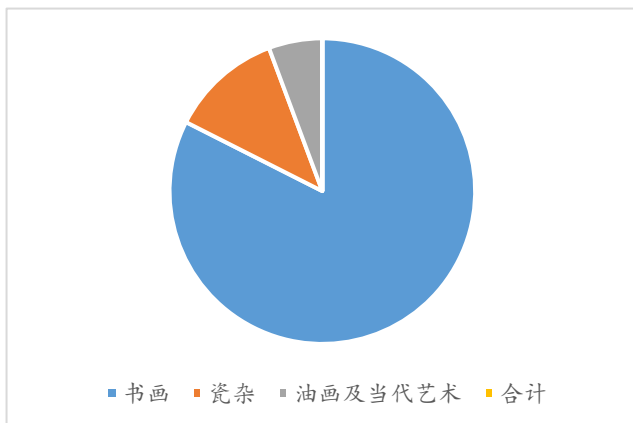
**图表 39: 公司预测未来 5 年的收入 CAGR 为 14.75%**


来源：公司公告，天风证券研究所



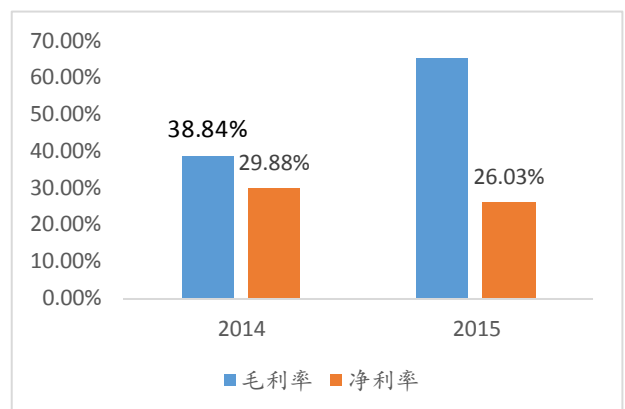
书画类拍卖占八成营收，净利率 50%左右，从 15 年营收构成来看，2015 年书画类拍卖佣金收入为 1.99 亿元，占比 82.5%，瓷杂拍卖佣金收入为 0.29 亿元，占比 11.9%，油画及当代艺术品拍卖佣金收入为 0.14 亿元，占比 5.7%。盈利能力方面，2015 年匡时国际毛利率 65.63%，净利率 26.03%，根据公司业绩承诺，未来净利率大致在 50%左右。

图表 40: 书画类拍卖占八成营收



来源公司公告，天风证券研究所

图表 41: 匡时国际毛利率 65.63%，净利率 26.03%



来源：公司公告，天风证券研究所

匡时国际应收账款周转天数约为 220 天，其他应收款主要为应收买受人拍品款，以匡时国际每年的拍品成交额计算其周转天数更切合实际的业务情况。2014/2015 年匡时国际的其他应收款周转天数为 223 天及 221 天。

图表 42: 其他应收款的结算周期

	2013	2014	2015
代垫款项期末余额	8.27	9.18	5.18
代垫款项平均余额		8.73	7.18
拍卖成交额		14.3	11.84
结算天数(天)		223	221

来源：公司公告，天风证券研究所

公司预测，未来 5 年的收入年复合增速为 14.75%，即 2016-2020 年公司艺术品拍卖佣金收入将分别为 3.13 亿元、4.06 亿元、5.28 亿元、6.34 亿元、6.98 亿元。公司未来营业收入增长的主要贡献来源于中国书画拍卖佣金。业绩承诺：2016-18 年扣非归母净利分别不低于 1.5 亿元、2 亿元、2.6 亿元。

2016 年 6 月 6-8 日春拍中，匡时国际共推出了 31 个专场，展出 3700 多件精品，此次春拍成交金额达 25.58 亿元，较上年春拍 10.8 亿元增长近 150%，未来有望保持稳健增长。同时，公司计划于 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，并在上海、杭州和香港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，预计 2017 年及以后上海和香港地区会分别带来 10% 的业务量增长，2018 年杭州会带来 10% 以上的业务量的增长。未来或将加强在北美、日本、欧洲、台湾等地区的市场拓展力度。

此外，公司将积极拓宽拍卖渠道，在原有传统的拍卖会基础上增加网拍、微拍等业务，建设艺术电商平台，以支持 6 类电子商务应用，即 B2C 综合电商、B2B 交易平台、供应链电子商务、C2B 电子商务、大宗商品交易、跨境电子商务等，从而促进大众积极参与文化消费。

### 3. 商业+金融+文化，渗透与串联并进

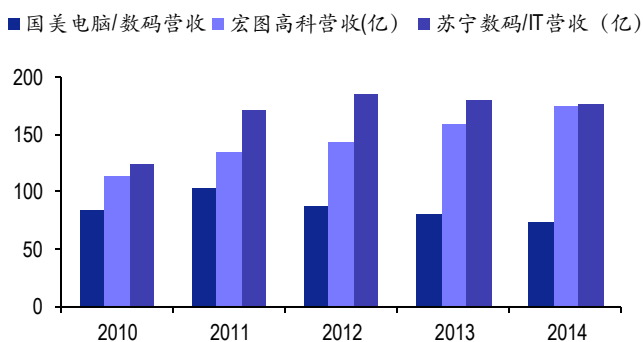
#### 3.1 商业 IT 连锁主业稳健发展，线下渠道价值显现

##### ➤ 3.1.1 IT 连锁经营优于同行，为转型提供有力支撑

公司收入、毛利情况优于同行，参考目前国内几家主营 IT 产品企业的经营状况，公司销售规模在增速方面快于同行。近四年，宏图高科营收增速分别为 5.59%、11.70%、9.79%、7.11%，相较国美电器电脑/数码近四年营收增速-15.42%、-8.04%、-7.55%以及苏宁数码/IT 近三年营收增速：7.58%、-2.18%、-2.52%

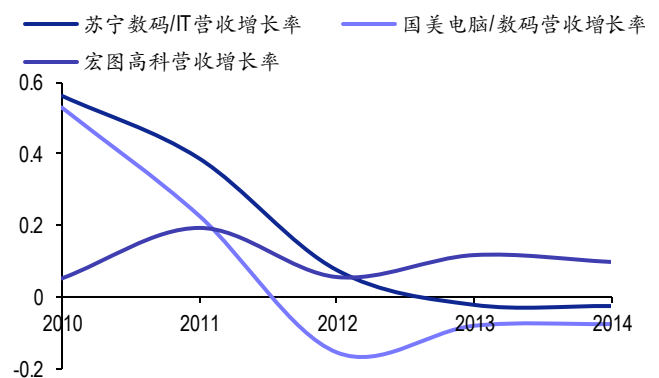
在毛利率方面，宏图高科优势也较为明显，2012-14 年宏图高科毛利率分别为 11.31%、10.02%、9.16%，同期国美电器电脑/数码毛利率分别为 8.65%、9.42%、9.09%；苏宁数码/IT 毛利率分别为 8.86%、7.18%、5.32%。

图表 43: 宏图高科营收规模不断增长



来源: wind, 天风证券研究所

图表 44: 宏图高科营收增速高于同行

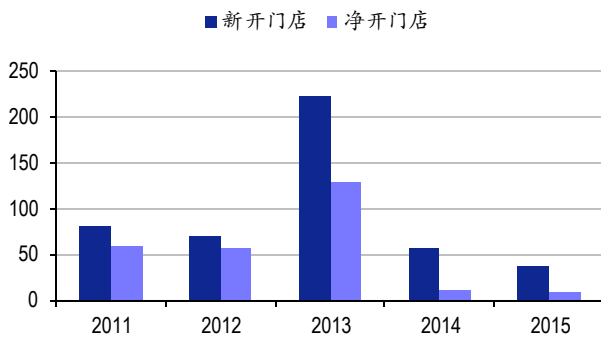


来源: wind, 天风证券研究所

##### ➤ 3.1.2 推进门店建设，加强服务属性带动线下场景价值重估

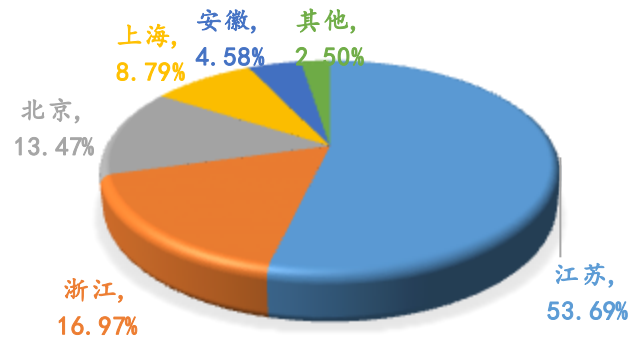
门店数量稳步增长，结构逐步优化，不断完善线下渠道。作为专业数码、IT、3C 连锁企业，截止 15 年年末，宏图三胞在全国拥有门店 456 家，15 年全年公司新开门店 37 家，调整关闭低效门店 28 家，净开门店 9 家。公司在“稳中求进”开店策略的指引下，以门店为支撑，进行微店的规划与尝试，利用门店作为双向 O2O 的载体，做到线上线下双向导流。同时不断建立红快服务站的外包、加盟的标准，用服务带动产品销售。

图表 45: 15 年年末, 公司在全国拥有门店 456 家



来源: wind, 天风证券研究所

图表 46: 江苏地位为公司主要营收来源



来源: wind, 天风证券研究所

**积极推动品牌、渠道拓展。**公司一方面加强产品品类拓展, 加大各类新、奇、特产品的引进和试销; 另一方面, 根据门店辐射范围内的消费结构, 不断调整和优化门店的产品品类特色与服务特色, 新增智能家庭 (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) 两大类品类的商品。在渠道拓展方面, 宏图三胞通过会员的互动与管理, 独立、百货、商超分渠道营销模式的建立以及创新项目如小店面去库存化尝试库存共享等, 持续提升终端零售和服务能力。

**红快维修直击售后痛点, 加强服务属性。**“红快服务”是由宏图三胞于 2002 年 9 月设立的国内第一家 IT 产品专业连锁服务品牌, 为目前国内辐射范围最强、服务能力最专业、协同服务速度最快的连锁服务体系之一。“红快服务”依托宏图三胞的实体连锁门店遍布全国, 拥有 2000 余名高水平 IT 技术和专业管理人才, 已获得 Apple、惠普、戴尔等品牌授权维修资质。

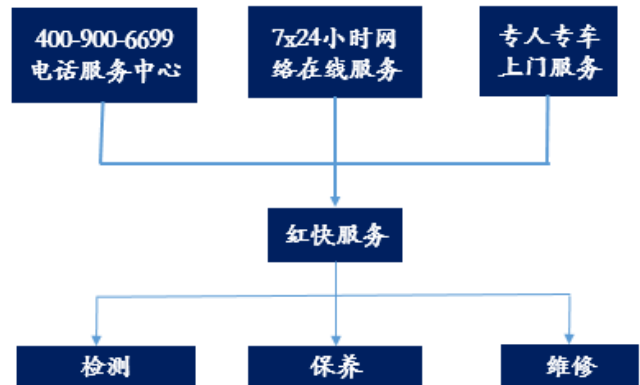
**立体化服务体系直击售后维修痛点。**“红快服务”拥有电话服务中心、网络在线服务及专人专车上门服务, 用户可以通过电话、微信等多种手段报修并可预约上门服务, 初步形成了“店面接修+工程师登门+红快在线”的立体化服务作业布局。“红快服务”涵盖 IT 产品检测、保养、维修三大功能, 基本能决定用户所有常见问题。2010 年“红快服务”开展“红快无忧服务”, 无论客户的机器是否在宏图三胞购买, 都可以送至宏图三胞门店进行维修。依托强大的维修平台以及广泛分布的网点, “红快服务”在解决客户找维修站难的困境同时为客户提供就近优质的维修维护服务。

图表 47: “红快服务”深耕 IT 领域, 服务优势明显

图表 48: “红快服务”立体化服务体系直击维修痛点



来源：公司官网，天风证券研究所



来源：公司官网资料整理，天风证券研究所

红快服务融合了电商平台的规模效率优势与线下的服务优势的基础上，使得 IT 零售业摆脱传统的简单竞价模式，而向溢价和增值服务空间都更广阔的服务型产业转变。服务将成为 IT 零售业转型和决胜的关键基因，也将成为由物流型零售企业向价值型、服务型零售转变的旗手和先锋。

### 3.2“新奇特”+O2O 生态圈激活线下场景价值

- 3.2.1 收购万威国际丰富产品线，借力新奇特实现战略转型
- 3.2.1.1 万威主营时尚电子生产销售

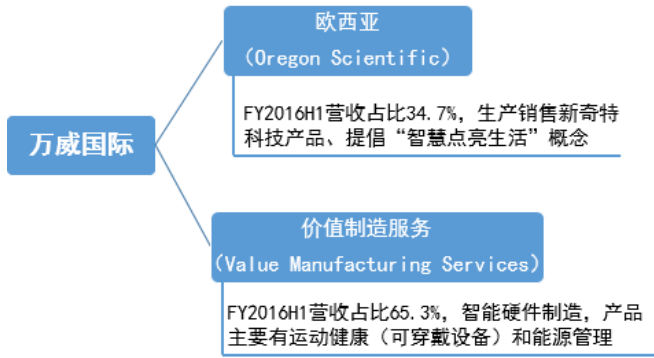
2015 年 4 月 15 日公司完成对港股上市公司万威国际的收购，目前公司共计持有万威国际 13.11 亿元股股份，占总股本的 50.42%，成为万威国际的控股股东，进一步打通智能硬件和可穿戴设备领域。

万威国际智能硬件和高科技、新奇特域优势显著，旗下欧西亚致力于提倡“智慧点亮生活”概念，具有创新性、科技性、智能性等特点，万威成立于 1977 年，1988 年在香港联交所上市（0167.HK），主营业务为时尚生活电子产品的设计研发、制造和销售，素以创新能力享誉业内，被誉为时尚生活产品领域的领导者。旗下主营业务包括欧西亚（Oregon Scientific）和价值制造服务（Value Manufacturing Services），其中欧西亚科技产品销售收入规模占 FY2016H1 总营收的 34.7%，价值制造服务收入规模占 FY2016H1 总营收的 65.3%，后者依赖于前者产品。

欧西亚主要包括五大系列产品，在全球市场享有一定美誉。其中，时间及天气系列是欧西亚主要收入和利润来源，FY2016H1 营收占比 77.5%，受到欧洲市场广泛认可；运动健康体检产品主要有计步器、手腕血压计、心跳监测手表等；电话通讯系列产品包括无线电话、商业会议电话等；数码媒体系列产品包括超薄卡片型录音机等；电子教学系列方面产品主要有儿童学习平板电脑 MEEP。未来欧西亚将继续加强其品牌定位及形象、打造成集技术、设计及生活方式成功元素为主导及首选的品牌。

图表 49：万威国际营收主要来自欧西亚及制造服务

图表 50：欧西亚外门体验店及产品示例



来源：公司公告，天风证券研究所

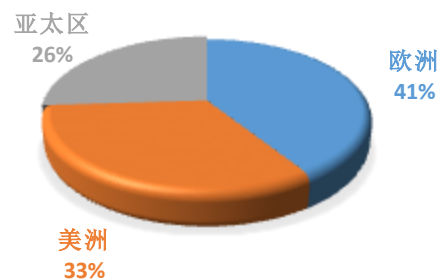
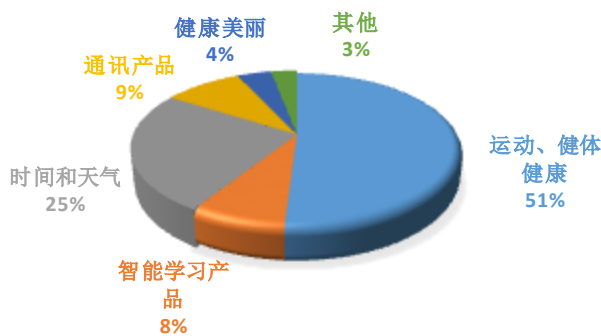
来源：公司官网，天风证券研究所

**万威国际营收、净利承压**，由于其产品主要销往欧洲地区，近几年受制于欧美零售市场疲弱以及高昂的渠道成本，公司经营状况表现欠佳。FY2015（截至2015年3月31日）营业收入人民币8.83亿元，同比减少19.03%，净利润人民币-0.53亿元，同比增长2.62%；

分产品来看，2016财年上半年公司运动、健体健康产品营收占比51%、时间及天气产品营收占比25%、通讯设备营收9%；分地区来看，公司产品主要销往欧美地区，其中欧洲41%、美洲33%。未来借力宏图高科以及三胞集团全的渠道优势，万威国际有望释放盈利潜力，对双方业绩和经营产生积极影响。

图表 51: FY2016H1 万威健体健康产品营收占比 51%

图表 52: FY2015 万威欧洲市场营收占比 41%



来源：公司公告，天风证券研究所

来源：公司公告，天风证券研究所

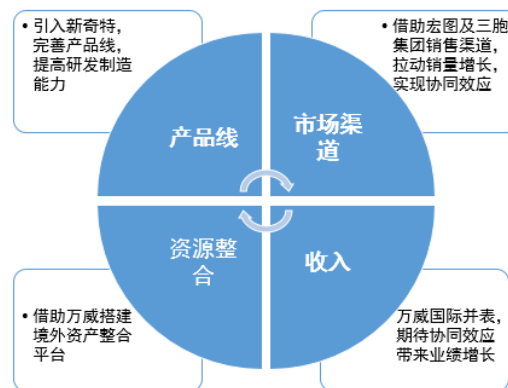
**联手万威国际尽享协同效应，丰富产品线助力战略转型。**公司联手万威国际后，双方将在产品线、销售渠道以及收入方面产生积极协同效应，帮助公司进一步完善“智慧生活”电子产品从研发到销售的全产业链体系，加速向全球化新型高科技零售连锁业领导者的转变，具体来看：

**第一，产品线方面：引入新奇特，完善产品线，提高研发制造能力，**万威国际在为公司引入新奇特智能时尚电子产品的自有品牌的同时为公司引进智能硬件和可穿戴设备的研发和生产能力，从而构建从产品研发到销售的全产业链体系。**第二，市**



场渠道方面：借助宏图及三胞集团销售渠道，拉动销量增长，实现协同效应。目前万威收入主要来源于欧美，宏图高科主要布局在国内市场，宏图三胞和乐语通讯数千家线下零售店面和三胞集团旗下拉手网等线上资源将帮助万威国际拓展国内市场；**第三，借助万威搭建境外资产整合平台**，本次收购完成后，万威国际将保持香港联交所主板上市地位不变，从而为宏图高科及三胞集团增加境外资产整合平台，拓宽公司境外融资渠道。

图表 53: 收购万威国际，四维度助力公司战略转型



来源：天风证券研究所

### ➤ 3.2.1.2“新奇特”提升公司线下场景价值

宏图三胞作为国内最大的专业 IT 零售和服务连锁企业，2014 年中国连锁百强第 18 位，门店个数 456 家（截止 15 年年末），产品涵盖 3C、智慧生活、新奇特产品及各种配套产品。公司已明确“新奇特、高科技、互联网”的市场定位，向“全渠道专业零售服务商”转身，未来模式将以全渠道、新奇特、场景体验为核心，全方位满足用户多样化、便捷性、专业性的产品体验与消费需求。收购万威进一步丰富公司 IT 连锁零售主业产品线以迎合新兴市场对新奇特、中高端产品日益增长的需求。

图表 54: 新奇特产品之无人机



来源：百度图片，天风证券研究所

图表 55: Brookstone 迷你投影机开箱



来源：百度图片，天风证券研究所

依托新奇特产品激发消费者好奇、体验心理，引导其进行线下体验消费或成为

挖掘线下渠道价值的路径之一。电商经过几年的飞速发展已相对成熟，各行各业或多或少受到其影响甚至颠覆。但与此同时，电商弊端开始逐渐显现，一方面，消费者已麻木于网络上琳琅满目的产品与价格战，新鲜感、兴奋点越来越难找；另一方面，消费者对消费体验越来越看重，而线上消费很难给消费者带来直观的体验。同时，线下渠道以其能提供直观的体验场景、展示商家形象并加深感知和信任等特点价值开始逐渐凸显。

在消费者个性化消费体验需求提升以及线下资源禀赋价值逐渐显现的背景下，积极布局线下、完善消费场景成为大势所趋。依托新奇特产品激发消费者好奇心理，引导其进行线下体验消费或成为挖掘线下渠道价值的路径之一。新购物形态下，购物行为发生于碎片化场景中，电商和线下零售商将共同服务于整个消费群体，通过展开深入合作推动零售商由物业价值重估转向场景价值重估。

公司未来或成集团旗下零售资产整合平台。集团旗下零售连锁板块还拥有乐语通讯（覆盖 230 个城市，拥有 2000 多家门店）和 Brookstone（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）。目前集团旗下南京新百已成为养老大健康资产整合平台，宏图高科作为公司旗下优质 IT 连锁零售企业未来或将成为集团整合零售连锁资产的重要平台，通过将相关线下渠道资产的进一步整合，实现协同效应，进一步发挥公司线下渠道价值。

2016 年 1 月 1 日，美国 Brookstone 在中国的第一家店在南京水游城开业，开业当日单店销售突破 900 万元。同日，三胞集团旗下专业的通讯连锁企业乐语通讯也同步在北京、上海三家门店内开出了 Brookstone 店中店，开业现场火爆。未来公司或加速整合海外供应链与国内对接，打造场景式、体验式的购物体验，来增强消费者的黏性。公司未来将围绕新奇特计划在华东、华北、西南、华中、华南五大区域的一、二线城市发展 100 家连锁店，预计新增连锁店面积 6 万平方米。

图表 56: 16 年元旦, Brookstone 中国首店落地南京



来源：网络公开资料整理，天风证券研究所

图表 57: Brookstone 首日销售破 900 万



来源：网络公开资料整理，天风证券研究所

图表 58: 未来将在五大区域新设 100 个围绕新奇特的门店

编号	区域	新店计划	其中：旗舰店	面积（平方米）
1	华东	40	22	24,000
2	华中	15	6	9,000
3	西南	10	6	6,000
4	华北	25	13	15,000
5	华南	10	5	6,000
	总计划	100	52	60,000

来源：公司公告，天风证券研究所

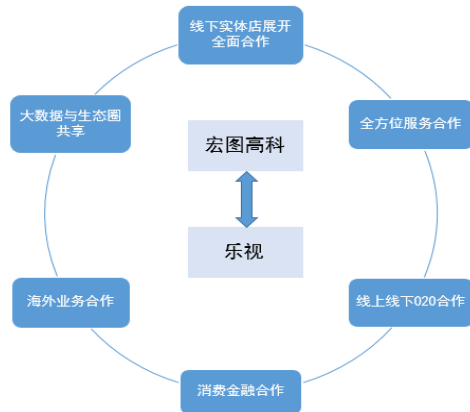
### ➤ 3.2.2 联姻乐视控股，加速 O2O 生态圈建设

联手乐视全面合作，国内零售业 O2O 再添一笔。2015 年 9 月，公司与乐视控股签订全面战略合作协议，在资本及业务层面展开合作。其中，资本层面通过旗下境外子公司战略投资乐风移动；业务层面，在线下实体店、服务、O2O、消费金融、海外业务、大数据&生态圈等六大领域实现全面业务合作。公司与乐视控股强强联手，成为继京东永辉、阿里苏宁“联姻”之后，中国零售业又一起 O2O 线上线下融合案例。

互联网生态巨头，补足线下零售终端。乐视以视频网站起家，目前已成为规模仅次于 BAT、京东的互联网生态巨头。乐视致力于打造垂直整合的“平台+内容+终端+应用”生态模式，随着乐视超级手机、超级电视等业务的迅速发展，零售终端将成为乐视生态发展的重要一环。未来乐视将借助宏图三胞和乐语通讯在强大的线下渠道优势，建立乐视超级手机和其他产品的体验中心，让更多用户接触到乐视打造的生态产品。

线上线下多维度展开合作，勾画全新发展蓝图。公司与乐视控股拟从六大维度推进合作：①线下实体店合作：“宏图三胞”门店提供乐视手机与生态应用的销售、体验于一体的业务，并享有乐视新品全国同步首发、独家首发以及包销定制业务的资格；②服务合作：公司旗下“红快服务”品牌全面进入乐视生态圈，为乐视产品提供物流、安调、售后维护等服务；③O2O 合作：乐视产品服务将全面导入公司线下渠道及拉手网、美西时尚线上平台，展实现线上推广付款，线下体验提货等多种 O2O 模式；④消费金融业务：公司通过国采支付的“天付宝”平台，与乐视联合开展分期付款等消费金融业务，并推出手机金融业务；⑤海外业务合作：公司旗下万威国际携手 Brookstone、HoF 全面参与乐视控股海外产品及服务的战略性拓展和业务扩张。

图表 59：公司与乐视网展开线上线下多维度合作



来源：天风证券研究所

公司与乐视控股依托双方优势资源打造全新业务生态圈，在夯实公司主业发展基础上，业务协同效应逐渐彰显，**第一、开设乐视体验店，丰富线下门店业态。**目前宏图三胞拥有 575 家门店，乐语通讯也在全国布局了 2000 多家门店。新增的乐视手机体验店及乐视全产品体验店，将丰富公司现有门店业态组合，在满足消费者体验式需求的同时进一步挖掘线下渠道价值；**第二、借力乐视网线上流量，导流线下促进业务增长。**乐视作为互联网生态巨头，线上流量丰富，月度覆盖用户超过 3.5 亿人、日均浏览量超过 2.5 亿元次，其中移动端日均播放量超过 1 亿元次。公司有望借助乐视丰富线上资源，为线下门店导入大量客流。此外通过共享线上线下消费数据，有助于公司实现精准营销，提高门店经营效率；**第三、“红快服务”切入乐视生态圈，线下渠道成增值服务窗口。**红快服务将为乐视产品提供专业 IT 上门服务，在提升了乐视产品的用户体验同时，丰富红快服务收入来源、打开利润增长空间；**第四、推进金融业务布局，**通过旗下国采支付的“天付宝”平台，与乐视进行消费金融合作，拓展消费金融业务受众范围。

### 3.3 借力国采支付构建支付闭环，协同商业发展

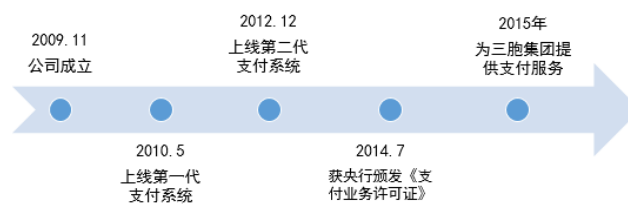
2015 年 8 月，公司公告以 9010 万元向控股股东三胞集团子公司国采数码收购其持有的国采支付 90.1% 的股权，同时以人民币 990 万元向海陆通电子收购其持有的国采支付 9.9% 股权，股权转让款合计 1 亿元，收购完成后，公司将持有国采支付公司 100% 股权。

**2014 年 7 月获第三方支付牌照。**国采支付成立于 2009 年 11 月，是集互联网、手机、电话语音等多元化支付方式的综合性支付平台；2010 年 5 月正式开展业务并上线第一代消费支付系统，初期主要为网络游戏运营商和移动手机话费充值运营商提供便捷高效的支付服务；2012 年上线第二代支付系统，开始为中国公共采购网、中央机关采购等提供第三方支付业务；2014 年 7 月国采支付获得央行颁发《支付业务许可证》（即第三方支付牌照）；2015 年开始为三胞集团提供支付服务，承接三胞集团国内外下属企业所有线上第三方支付业务。；近日，公司收购国采支付获得中国人民银行批复，国采支付主要出资人正式变更公司。



国采支付创立了国内首家服务于政府及大型企业机构公共采购的第三方支付平台，有超过 17 万家国内外供应商和合作伙伴支持在线、无线支付服务。已建立全国数据中心和各省交易中心，实现与银行、电信运营商以及上游合作商的实时联网。未来国采支付将陆续推出理财、现金管理、跨境支付、供应链融资等新产品，2014 年国采支付年实现营业收入 43.61 万元，净利润 1.17 万元。

图表 60: 2014 年 7 月国采支付获第三方支付牌照



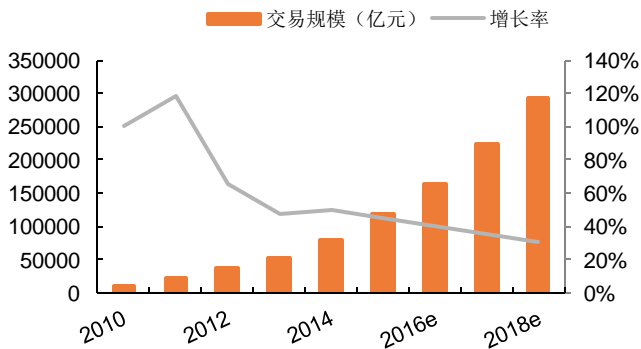
来源：天风证券研究所

收购国采支付是公司培育新兴产业的重要步伐之一。公司作为国内最大的 IT 专业连锁企业，拥有完善的供应链体系、庞大的客户基础和高效的销售网络。**本次收购作为公司在支付业务的战略布局**，一方面通过构建完整的支付闭环体系，满足各业务在线上线下的经营需求，提升了公司的核心竞争力，加快公司传统产业与互联网平台的相互融合，巩固“新奇特、高科技、互联网”的市场定位；另一方面在增强用户体验、积累支付业务数据的同时，挖掘客户潜在需求，与公司 IT 连锁零售产业链综合服务业务协同，从而形成新的利润增长点，提升公司的内在价值。

**第三方支付交易规模快速增长**，其充当着资金通道、数据平台和信用中介的重要角色。中国人民银行于 2010 出台《非金融机构支付服务管理办法》，开始将第三方支付纳入监管体系。2011 年 5 月，颁布了首批 26 张第三方支付牌照，截至目前，央行共计颁布 270 张第三方支付牌照。艾瑞咨询数据显示，2014 年，我国第三方联网支付交易规模达 8.08 万亿元，同比增长 50.3%。伴随着电子商务环境的持续优化、支付场景的不断丰富，未来我国第三方支付规模仍将保持较快的增长。

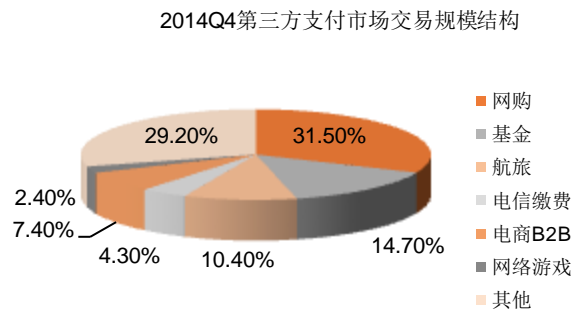


图表 61: 14 年国采营收和净利情况



来源: 公司公告天风证券研究所

图表 62: 2014 年 7 月国采支付获第三方支付牌照



来源: 公司公告天风证券研究所

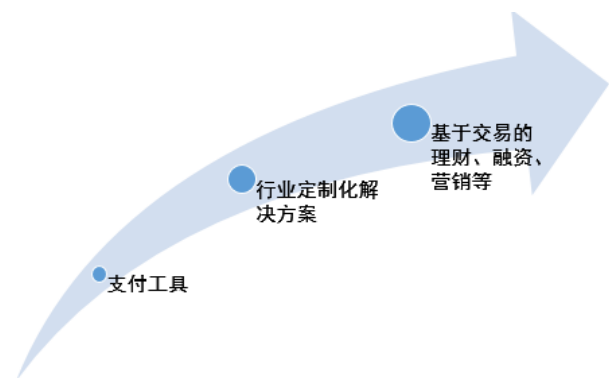
目前, 第三方支付盈利主要来自手续费、预付卡、广告费以及沉淀资金的利息收入。其中手续费是指第三方支付向用户收取手续费与向银行支付的手续费之差, 一般在 0.08%-1.25%之间, 这种盈利方式技术含量和边际利润较低; 预付卡作为一种辅助性货币, 提前锁定未来收入; 广告费是指第三方支付平台向各种商户的广告费用; 利息收入主要来自第三方支付的备付金账户中的沉淀资金(以支付宝为例, 主要有支付水电煤等待清算资金以及淘宝购物中的中间信用账户资金)。

图表 63: 第三方支付盈利情况



来源: 天风证券研究所

图表 64: 第三方支付向的演进



来源: 天风证券研究所

此外, 公司发起设立南京宏图科技小贷公司, 2012 年 8 月, 公司获江苏省金融办批准, 发起筹建南京市宏图科技小额贷款有限公司; 2013 年 6 月, 南京宏图科技小额贷款公司开业, 公司经营范围涵盖向科技型中小微企业发放贷款、创业投资、提供融资性担保, 开展金融机构业务代理等, 注册资本 3 亿元, 其中宏图高科出资 1.2 亿元, 持股比例 40%, 为第一大股东。小贷公司借助供应链将产业集群化, 推动“物流”、“资金流”等有机统一。

### 3.4 集团旗下金融资产丰富，助力金融生态圈搭建

公司及集团层面拥有多种类金融资产，公司通过收购、参股、设立等方式完成各类优质金融资产的布局，目前拥有华泰证券(持股 1.37 亿股)、江苏银行(持股 0.96%)、锦泰期货(持股 20.41%)以及南京市宏图科技小额贷款公司(持股 40%)等多类金融企业。

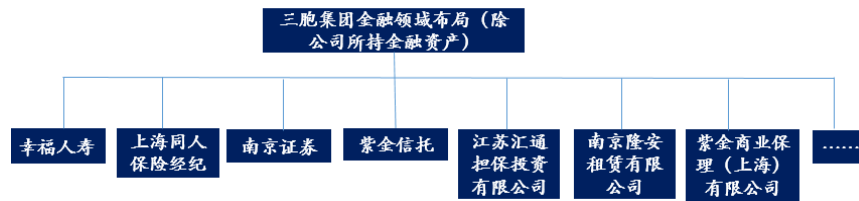
图表 65: 宏图高科旗下拥有银行、证券等多项资产



来源：公司官网天风证券研究所

公司控股股东三胞集团也在金融领域积极布局，先后投资参股多家金融机构，除公司所投资参股金融资产外还有：幸福人寿（第二大股东）、上海同人保险经纪（控股股东）、南京证券、紫金信托；先后发起设立并控股江苏汇通担保投资有限公司、南京隆安租赁有限公司、紫金融资租赁（上海）有限公司、紫金商业保理（上海）有限公司等多家金融类企业；发起设立上海禾石房地产基金；与韩国 KTB 金融集团合作成立中韩产业投资基金、同时与红杉资本、软银赛富等国内外机构在金融投资领域开展深入合作。集团旗下金融资产涵盖银行、证券、保险、信托、租赁等多个细分行业，将协同公司国采支付以及小贷公司业务发展，完善金融生态圈搭建。

图表 66: 三胞集团拥有多种其他金融资产



来源: 天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 传统 3C 业务

#### 未来业绩驱动因素

(1) IT 连锁经营优于同行, 不断推进门店建设, 加强服务属性带动线下场景价值重估。公司作为三胞集团旗下专业 IT 连锁零售企业, “新奇特、高科技、互联网”战略定位清晰服务将成为 IT 零售业转型和决胜的关键基因, 也将成为由物流型零售企业向价值型、服务型零售转变的旗手和先锋。

(2) “新奇特”+O2O 生态圈激活线下场景价值, 收购万威国际丰富产品线, 借力“新奇特”提升公司线下场景价值, 实现战略转型, 联姻乐视控股, 加速 O2O 生态圈建设。

我们预计 16-18 年公司营收分别为 215.05 亿元、247.31 亿元、284.40 亿元, 318.53 亿元其中电子商贸、工业制造以及房地产毛利率分别为 5.98%、10.13%以及 40.22%, 费用方面, 随着公司在运营、营销等方面的加大投入, 我们预计期间费用率为 6.12%。

图表 67: 宏图高科 15-17 年收入预测 (单位: 亿)

	2016E	2017E	2018E	2019E
电子商贸	140.18	159.58	176.85	191.25
工业制造	22.05	24.26	26.68	29.35
房地产	10.21	10.1	9.8	9.8
合计	174.72	193.94	213.33	230.4
增长率	15%	15.00%	11.00%	.8.00%
净利率	2.16%	2.23%	2.31%	2.5%

来源：公司公告天风证券研究所

**市值对应经营性 PE 46x，估值弹性较大。**目前公司持有华泰证券股份 1.37 亿元，占总股本的 1.92%，按 4 月 9 日华泰证券 1144 亿元市值计算，该股权价值约 22 亿元；12 月 15 日，公司市值为 223 亿元，减去华泰证券价值，公司经营性市值约 200 亿元。参考公司 15 年归母净利 4.22 亿元，由此算得公司目前 PE 约  $200/4.22=46$  倍，参考 A 对标公司苏宁云商 100 倍估值，我们认为公司估值目前仍有较大弹性。

## 4.2 匡时国际

(1) 拍卖行业的强者愈强效应显著，铸就匡时国际业务的快速增长。拍卖市场在 2015 年以后更加两极化，信誉差，没有成交能力的拍卖公司将会退出舞台，大型拍卖公司的地位将更加牢固。

(2) 以文化价值诉求为核心，打造匡时国际品牌。中国艺术品市场要在全球市场治理中发挥更大的作用，从艺术品资本市场规模、市场影响力等诸多方面综合来看，以北京为中心的中国艺术品市场迅猛发展，匡时国际业已成为国际领先的艺术品拍卖行之一。

(3) 拥有社会各界在艺术品收藏领域雄厚的高端客户与人脉资源。匡时国际集聚了一批具有雄厚的经济实力和一定文化素养的收藏家以及艺术品投资者和爱好者。

(4) 增设国内分支机构，强化国内市场份额，同时开拓国际市场。公司计划于 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；同时于 2017 年开始在香港举行春秋两个场次的专场拍卖会。

图表 68: 匡时国际未来收入预测 (单位: 亿元)

	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	3.12	4.65	5.28	6.34
营业毛利	3.09	4.01	5.21	6.25
净利润	1.52	1.99	2.62	3.15

来源: 公司公告天风证券研究所

给予买入评级, 若考虑本次定增事项及资产交割于年末完成, 我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.43 元、0.48 元、0.65 元, 当前股价对应 PE 分别为 33 倍、30 倍、22 倍。



**图表 69: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,557.4	5,683.9	1,659.5	3,798.7	2,038.9	营业收入	17,472	18,714	20,744	23,147	25,486
应收账款	1,387.5	1,363.6	1,814.0	424.60	2,040.2	营业成本	15,872	17,125.77	18,978	20,421	22,452
预付账款	2,875.3	2,824.5	3,767.6	3,208.5	4,438.8	营业税金及附加	220.52	128.28	142.20	229.16	252.32
存货	3,392.3	3,232.9	5,591.6	3,360.7	6,959.9	营业费用	463.67	517.93	539.36	833.33	917.53
其他	553.39	513.51	379.23	478.49	465.99	管理费用	259.71	341.34	311.17	601.85	662.66
<b>流动资产合计</b>	<b>12,766.</b>	<b>13,618.</b>	<b>13,212.</b>	<b>11,271.</b>	<b>15,943.</b>	财务费用	270.86	299.63	242.56	82.37	70.58
长期股权投资	258.62	268.96	268.96	268.96	268.96	资产减值损失	-2.04	16.70	7.99	7.55	10.75
固定资产	694.80	749.68	740.23	749.73	757.60	公允价值变动收	0.20	-0.20	15.85	-4.00	-2.62
在建工程	2.56	6.55	39.93	71.96	73.17	投资净收益	140.80	233.38	137.48	137.48	137.48
无形资产	62.64	68.88	56.00	43.12	30.24	其他	-282.00	-466.36	-306.67	-266.97	-269.73
其他	4,048.8	3,290.3	3,277.1	3,261.1	3,261.2	<b>营业利润</b>	<b>528.09</b>	<b>517.93</b>	<b>676.69</b>	<b>946.97</b>	<b>1260.80</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,067.4</b>	<b>4,384.4</b>	<b>4,382.3</b>	<b>4,394.9</b>	<b>4,391.2</b>	营业外收入	528.09	517.93	676.69	1,105.17	1,255.11
<b>资产总计</b>	<b>17,833.</b>	<b>18,003.</b>	<b>17,594.</b>	<b>15,666.</b>	<b>20,335.</b>	营业外支出	9.78	7.23	10.10	9.04	8.79
短期借款	1,705.5	1,706.5	1,272.3	0.00	988.82	<b>利润总额</b>	<b>537.08</b>	<b>523.22</b>	<b>693.57</b>	<b>1,115.55</b>	<b>1,265.96</b>
应付账款	497.77	677.79	676.42	731.94	831.99	所得税	135.50	119.05	173.39	278.89	316.49
其他	5,125.4	4,888.5	7,184.8	5,225.9	7,775.4	<b>净利润</b>	<b>366.80</b>	<b>421.66</b>	<b>495.00</b>	<b>696.06</b>	<b>942.39</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7,328.7</b>	<b>7,272.8</b>	<b>9,133.5</b>	<b>5,957.9</b>	<b>9,596.2</b>	少数股东损益	34.78	-17.49	25.17	25.58	11.29
长期借款	0.00	91.00	0.00	0.00	191.33	<b>归属于母公司净</b>	<b>401.58</b>	<b>404.16</b>	<b>520.17</b>	<b>718.66</b>	<b>935.47</b>
应付债券	1,600.0	1,900.0	1,533.3	1,677.7	1,703.7	每股收益(元)	0.32	0.37	0.43	0.48	0.65
其他	601.42	497.77	457.99	519.06	491.61	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,201.4</b>	<b>2,488.7</b>	<b>1,991.3</b>	<b>2,196.8</b>	<b>2,386.6</b>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,530.1</b>	<b>9,761.5</b>	<b>11,124.</b>	<b>8,154.7</b>	<b>11,982.</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	318.64	519.34	543.26	568.41	579.45	营业收入	9.79%	7.11%	10.85%	11.58%	10.10%
股本	1,146.5	1,150.2	1,150.2	1,451.2	1,451.2	营业利润	31.91	29.98%	30.65%	39.94%	33.14%
资本公积	2,063.4	2,086.4	2,086.4	2,086.4	2,086.4	归属于母公司净	32.28	14.96%	27.39%	38.15%	30.17%
留存收益	3,941.3	4,340.0	4,776.0	5,491.6	6,321.5	<b>获利能力</b>					
其他	833.50	145.46	-2,086.	-2,086.	-2,086.	毛利率	9.16%	8.49%	8.52%	11.78%	11.90%
<b>股东权益合计</b>	<b>8,303.4</b>	<b>8,241.5</b>	<b>6,469.5</b>	<b>7,511.2</b>	<b>8,352.2</b>	净利率	2.10%	2.25%	2.39%	3.50%	3.68%
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,833.</b>	<b>18,003.</b>	<b>17,594.</b>	<b>15,666.</b>	<b>20,335.</b>	ROE	4.59%	5.46%	8.35%	11.68%	12.07%
<b>现金流量表</b>						ROIC	14.43	17.16%	20.20%	18.80%	37.46%
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	<b>偿债能力</b>					
净利润	401.58	404.16	495.00	811.08	938.18	资产负债率	53.44	54.22%	63.23%	52.05%	58.93%
折旧摊销	79.87	102.08	48.95	51.35	53.79	净负债率	21.43	11.74%	-0.31%	83.78%	26.21%
财务费用	307.32	349.00	242.56	82.37	70.58	流动比率	1.74	1.87	1.45	1.89	1.66
投资损失	-140.80	-233.38	-137.48	-137.48	-137.48	速动比率	1.28	1.43	0.83	1.33	0.94
营运资金变动	-6.71	531.56	-1,300.	2,127.7	-3,742.	<b>营运能力</b>					
其它	-231.46	-639.45	41.02	21.58	8.67	应收账款周转率	12.77	13.60	13.06	20.68	20.68
<b>经营活动现金流</b>	<b>409.79</b>	<b>513.98</b>	<b>-610.27</b>	<b>2,956.6</b>	<b>-2,809.</b>	存货周转率	4.75	5.65	4.70	5.17	4.94
资本支出	-832.60	311.13	99.78	18.93	77.45	总资产周转率	1.08	1.04	1.17	1.39	1.42
长期投资	-534.24	10.34	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	989.84	-89.87	-54.00	46.55	15.27	每股收益	0.32	0.37	0.43	0.48	0.65
<b>投资活动现金流</b>	<b>-377.00</b>	<b>231.60</b>	<b>45.78</b>	<b>65.48</b>	<b>92.72</b>	每股经营现金流	0.36	0.45	-0.53	2.57	-2.44
债权融资	4,005.5	4,097.5	3,172.3	2,166.6	3,302.3	每股净资产	6.94	6.72	5.15	4.78	5.36
股权融资	1,599.8	-932.52	-2,468.	224.13	-65.07	<b>估值比率</b>					
其他	-4,655.	-2,809.	-4,163.	-3,273.	-2,280.	市盈率	44.49	38.70	32.97	25.39	21.95
<b>筹资活动现金流</b>	<b>950.06</b>	<b>355.72</b>	<b>-3,459.</b>	<b>-882.98</b>	<b>956.65</b>	市净率	2.04	2.11	2.75	2.97	2.65
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	4.60	20.05	15.63	13.16	13.93
<b>现金净增加额</b>	<b>982.85</b>	<b>1,101.3</b>	<b>-4,024.</b>	<b>2,139.1</b>	<b>-1,759.</b>	EV/EBIT	4.90	22.05	16.46	13.73	14.49

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)