

深圳市英唐智能控制股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司

债券(第一期)2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI-Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪第
【1000】号 01

债券简称:

19 英唐 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 深圳市高新投
集团有限公司

债券剩余规模: 1.38 亿元

债券到期日期:

2023 年 06 月 19 日

债券偿还方式: 每年付息,
到期一次还本, 最后一期
利息随本金一起支付; 附
第 2 年末公司上调票面利
率选择权及投资者回售选
择权

分析师

姓名:

蒋申 董斌

电话:

0755-82872532

邮箱:

jiangsh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司公司
债券评级方法, 该评级方
法已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份有
限公司

地址: 深圳市深南大道 7008
号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.cspengyuan.com

深圳市英唐智能控制股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 09 月 03 日	2019 年 04 月 22 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对深圳市英唐智能控制股份有限公司（以下简称“英唐智控”或“公司”，股票代码“300131.SZ”）及其 2019 年 6 月 19 日面向合格投资者公开发行的公司债券第一期（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：行业景气度回升为公司未来发展提供了较好发展机遇；公司业务规模持续增长，具有一定规模优势；公司拟非公开发行股份，未来若顺利完成将增强公司的资本实力及偿债能力；由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司偿债及运营资金压力持续增长，短期偿债压力较大，毛利率有所下滑，实际控制人股权质押比例高，且公司仍面临一定应收账款回收、存货跌价及商誉减值风险等风险因素。

正面:

- 行业景气度持续回升为公司提供了良好的发展机遇。随着产业转移、进口替代趋势的持续以及 5G、物联网、汽车电子等新兴领域的技术革新，2018 年中国半导体销售额为 1,579.00 亿美元，同比增长 20.08%，电子元器件行业发展受到政府的支持，公司面临较好发展机遇。
- 公司业务规模持续增长，保持了一定的规模优势。随着存储器产品在云计算领域业务的拓展，公司业务规模持续增长，2018 年营业收入同比增速达

63.71%至 121.14 亿元。

- **公司拟非公开发行股份，未来若顺利完成将增强公司的资本实力及偿债能力。**
公司于 2018 年 10 月 9 日与深圳市赛格集团有限公司（以下简称“赛格集团”）签署了《附条件生效的股份认购协议》，向赛格集团非公开发行不超过本次发行前总股本的 20%即 21,000 万股，拟募集资金总额不超过 200,500 万元，上述方案已于 2019 年 6 月经深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）批复同意，若后续能顺利实施，赛格集团将成为公司控股股东，深圳市国资委将成为公司实际控制人，公司资本实力及偿债能力均将增强。
- **由高新投集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**高新投集团实力较雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，高新投集团主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司偿债压力持续增大且面临较大的短期偿债压力。**2019 年 3 月末，公司资产负债率由 2017 年末的 59.69%上升至 63.75%，有息债务规模达 26.51 亿元，其中一年内到期的有息债务规模为 20.47 亿元，货币资金为 6.75 亿元，公司面临较大的短期偿债压力。
- **公司应收账款及存货规模进一步增长，存在应收账款回收及存货跌价风险并加大了公司的营运资金压力，经营活动现金仍呈净流出状态。**公司对上下游议价能力较弱，截至 2019 年 3 月末，公司应收票据及应收账款、预付款项、存货占总资产的比重合计 62.35%，对运营资金占用较大，随着业务规模的增长，2018 年公司营运资本占用资金增加 61,558.11 万元，经营活动现金净流出 21,812.00 万元。
- **公司综合毛利率有所下滑。**2018 年公司电子元器件分销业务中低毛利产品销售额占比提升，同时电子智能控制业务市场竞争激烈、盈利压力增大，公司综合毛利率由上年的 8.59%下滑至 7.66%，营业利润率由上年的 2.83%持续下滑至 2.17%。
- **公司商誉规模较大，需关注商誉减值风险。**截至 2018 年末，公司商誉账面原值为 9.70 亿元，受业绩不达预期影响，2018 年公司计提商誉减值准备合计 0.18

亿元；截至 2019 年 3 月末，商誉占公司总资产比重达 17.16%，若后续相关公司经营业绩不达预期，则面临一定的商誉减值风险。

- **公司实际控制人股权质押比例高，且因逾期而被动减持。**2019 年 7 月 18-19 日，因质押给长江证券(上海)资产管理有限公司（以下简称“长江资管”）的 21,100.18 万股相应的股票质押式回购交易出现逾期，公司控股股东及实际控制人胡庆周先生累计被动减持公司总股本比例的 0.74%，减持后，胡庆周先生持有公司股份为 26,367.39 万股，占公司总股本的 24.65%，其中，累计质押股份占其所持公司股份总数的 99.68%。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	546,705.89	587,221.59	511,583.08	361,676.10
归属于母公司所有者权益合计	175,487.01	171,019.29	188,659.00	187,254.65
有息债务	265,060.45	299,210.03	225,206.32	75,789.02
资产负债率	63.75%	67.32%	59.69%	46.10%
流动比率	1.48	1.41	1.34	1.53
速动比率	1.16	1.14	1.03	1.11
营业收入	255,723.73	1,211,410.67	739,987.53	422,205.71
营业利润	7,814.36	26,299.11	20,951.65	23,958.51
净利润	6,177.47	19,856.25	17,705.87	21,016.66
综合毛利率	8.83%	7.66%	8.59%	9.90%
总资产回报率	-	7.94%	6.82%	8.84%
EBITDA	-	45,291.12	31,679.33	28,329.64
EBITDA 利息保障倍数	-	2.60	3.77	9.49
经营活动现金流净额	31,219.49	-21,812.00	-47,288.62	2,699.55

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计 2019 年一季报，中证鹏元整理

高新投集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,052,718.02	1,346,952.97	789,850.84
归属于母公司所有者权益合计	1,177,908.41	1,119,107.66	655,949.44
融资性担保期末在保责任余额（亿元）	456.66	621.32	781.62
拨备覆盖率*	214.52%	197.66%	154.12%
融资担保放大倍数*	3.96	5.55	11.92
当期担保代偿率*	0.12%	0.01%	0.26%

注：1、2017年净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项；
2、业务数据经过高新投集团重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异；
3、2018年带*标注指标为2018年6月末数据。
资料来源：高新投集团2016-2018年审计报告、高新投集团提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2019 年 6 月 19 日面向合格投资者公开发行 4 年期公司债券（第一期），募集资金金额为 1.38 亿元，募集资金计划用于偿还银行贷款和补充公司流动资金。截至 2019 年 7 月 31 日，本期债券募集资金专户余额为 777.78 元。

二、发行主体概况

2018年-2019年3月末，公司名称、注册资本、实收资本均未发生变动。截至2019年3月末，公司注册资本及实收资本均为106,952.64万元，控股股东及实际控制人均为胡庆周，持有公司总股份的26.55%，公司前十大股东明细如表1所示。

值得注意的是，2019年7月18-19日，因质押给长江资管的21,100.18万股相应的股票质押式回购交易出现逾期，胡庆周先生累计被动减持795.11万股，占公司总股本比例的0.74%，减持后胡庆周先生持有公司股份26,367.39万股，占公司总股本24.65%，累计质押股份占其所持公司股份总数的99.68%；同时，长江资管计划于2019年7月22日至2019年10月20日期间继续减持公司股份不超过2,413.47万股，占公司总股本约2.26%。

表 1 截至 2019 年 3 月 31 日公司前十大股东明细（单位：万股）

排名	股东名称	持股数量	占比
1	胡庆周	28,392.50	26.55%
2	甘礼清	4,493.00	4.20%
3	钟勇斌	3,907.02	3.65%
4	李波	3,561.87	3.33%
5	深圳市赛硕基金管理有限公司—赛硕名俊进取五号私募证券投资基金	1,536.00	1.44%
6	张红斌	1,268.51	1.19%
7	深圳市易实达尔电子技术有限公司	1,245.69	1.16%
8	刘裕	1,143.84	1.07%
9	董应心	1,143.84	1.07%
10	深圳市赛硕基金管理有限公司—赛硕名俊进取六号私募证券投资基金	1,134.02	1.06%
合计		47,826.30	44.72%

资料来源：公司 2019 年一季报

公司拟引入战略投资人赛格集团，并于2018年10月9日与赛格集团签署了《附条件生效的股份认购协议》，向赛格集团非公开发行不超过本次发行前总股本的20%即21,000万股（最终发行数量以中国证监会核准文件的要求为准），拟募集资金总额不超过200,500

万元，用于补充流动资金及偿还银行贷款。同时，公司控股股东胡庆周先生拟向赛格集团协议转让5,400万股上市公司股票，胡庆周已于2018年10月9日与赛格集团签署了《附条件生效的股份转让框架协议》。上述安排为一揽子交易，即股权转让框架协议的生效与执行以上市公司定向增发获得证监会核准并满足发行条件为前提。若本次非公开发行股票完成后，赛格集团将成为公司控股股东，深圳市国资委将成为公司实际控制人。

2019年6月27日赛格集团收到深圳市国资委下发的《深圳市国资委关于赛格集团并购英唐智控控股权事项的批复》（深国资委函【2019】626号），同意赛格集团参与公司非公开发行股票不超过2.1亿股及协议受让英唐智控现大股东胡庆周股份不低于0.54亿股，合计2.64亿股股份。截至2019年6月末，本次非公开发行股票事项尚待证监会发行核准审批，仍存在不确定性。

2018年以来，公司主要业务未发生重大变化，仍主要为电子元器件分销，同时涉及部分电子智能控制器生产销售业务。截至2018年末，公司纳入合并报表范围内的子公司，较2017年末新增子公司共7家，其中新设子公司6家，收购子公司1家，无不再纳入合并范围子公司。

表 2 2018 年公司新增纳入合并报表子公司明细（单位：万元）

公司名称	层级	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式	合并时间
惠州市英唐智能控制有限公司	2	500	100%	暂无业务	设立	2018 年 11 月
深圳中芯能供应链管理有限公司	3	500	51%	电子元器件分销	收购	2018 年 4 月
惠州市英唐光电科技有限公司	3	10,000	75%	曲面玻璃生产与销售	设立	2018 年 8 月
深圳市英唐之芯半导体有限公司	4	10,000	51%	电子元器件分销	设立	2018 年 7 月
腾冲英唐新能源科技有限公司	2	5,000	51%	电池材料的研发、生产及销售	设立	2018 年 2 月
深圳市鑫三奇科技有限公司	3	500	51%	电子元器件分销	设立	2018 年 4 月
联合创富科技有限公司	5	港币 500	40%	电子元器件分销	设立	2018 年 2 月

资料来源：公司提供

三、运营环境

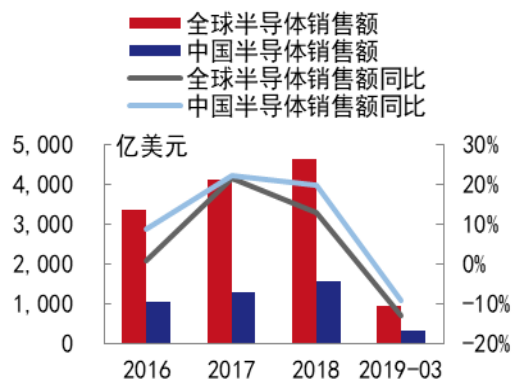
我国电子元器件产业持续发展，销售额保持较快增速，为电子元器件分销企业提供了良好的经营环境

受国内电子元器件产品技术研发实力较弱的影响，2018年我国新功能新结构和高性

能的电子元件进口规模呈快速增长态势。2018年集成电路依旧是我国第一大进口商品，进口规模达3,120.58亿美元，约合人民币20,658.23亿元，同比增长19.80%；净进口为2,274.22亿美元，同比增长6.41%。受中美贸易战等因素冲击，2019年一季度全球及中国的半导体销售额同比增速均出现较大回落，同比增速分别为-12.87%和-9.19%。我国分销企业目前以代理国外产品线为主，随着进口规模的增长，国内分销企业业务规模持续扩张。

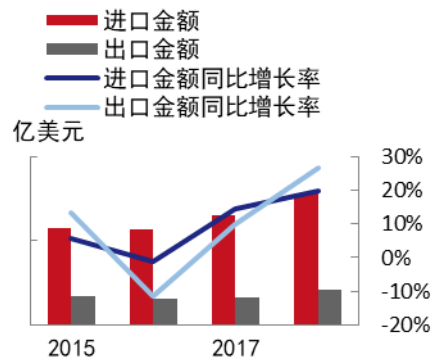
全球电子产业逐步向中国转移，我国电子元器件产业持续快速发展。凭借成本优势、技术进步及下游产业的快速发展，我国半导体的销售额占全球半导体销售额的比重持续提升，2018年达33.86%。根据全球半导体贸易统计组织数据，2018年全球半导体行业销售额总计4,664.00亿美元，同比增长13.09%；中国半导体销售额为1,579.00亿美元，同比增长20.08%，持续高于全球增速。随着全球电子产业向中国大陆进一步转移、进口产品的本土替代品越来越多，本土电子元器件分销行业的市场空间较大，龙头企业具有较好的增长潜力。

图1 全球半导体销售增速回落，中国保持较快增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 我国对集成电路存在进口依赖



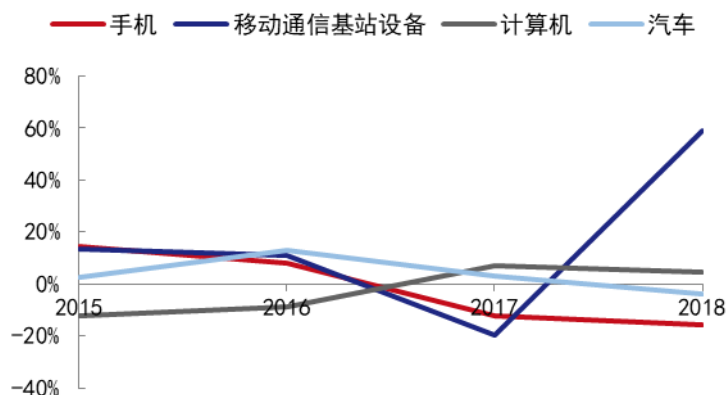
资料来源：Wind，中证鹏元整理

相关产业的发展将带动电子元器件技术升级及相关需求，为电子元器件产业提供良好的发展环境。2018年初，国家集成电路投资基金对分销商中电港增资入股，旨在进一步完善集成电路全产业链布局，带动产业链上下游共同发展，此举也表明分销环节在产业链中具有重要地位。近年，国家及各地区相关部门出台了一系列政策，鼓励和支持高端电子信息产业发展，在新能源汽车、5G通信、“互联网+”的全面推广应用、信息技术产业基础设施建设等各方面提出了近期的发展目标及重大项目工程部署、产业支持。

手机、计算机、消费电子等终端产品出货量放缓使分销行业面临下游需求减弱的压力，未来增长点主要在5G、物联网、汽车电子等新兴领域

手机、计算机、消费电子等终端产品出货量放缓拖累电子元器件分销行业需求。电子元器件代理分销商行业发展状况主要受上游技术更新及供给情况、下游需求状况及电子元器件整体市场规模的影响，电子元器件产品种类及规格较为丰富，下游应用行业较为广泛，其中，通信、消费电子、家电、汽车等为电子元器件重要的应用市场。2018年我国手机出货量同比下降15.6%；汽车产量出现负增长，同比下降3.8%。计算机保持相对较低增速，为4.5%，上述行业增长动力缺乏拖累电子元器件分销行业需求。需注意的是，2018年7月份以来，中美贸易摩擦对电子行业产生了一定扰动，美国对中国加征关税的电子产品包括LED、分离器件等偏低端的元器件，中国回应的关税清单则以农产品、汽车等产品为主，对集成电路等核心产品的进口约束不大。但中兴通讯、福建晋华等直接受到禁运影响的所受冲击较大，与其存在业务往来的公司将受到间接影响。

图3 电子元器件主要终端产品产量增速情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

物联网及汽车电子保持良好增长，系电子元器件分销需求的新动力。2017年我国物联网产业总体规模达到1.16万亿元，根据工信部的规划目标，到2020年物联网产业规模能突破人民币1.5万亿元，增量空间较大。汽车电子方面，尽管2018年汽车产量负增长，但汽车产量基数庞大、新能源汽车快速发展，目前中高档轿车中汽车电子成本占比约28%，新能源汽车约47%，随着汽车电子渗透率的提高，需求端仍存在支撑。

5G基站建设及5G的商用化将为电子元器件分销行业发展带来广阔的发展空间。工信部预计，5G基站建设总投资额为6,980亿元，建设于2019年开始，但实际5G通信设备已于2018年开始出货。受益于5G网络基础设施建设启动，2018年移动通信基站设备产量增速达59.0%，预计2019年及以后需求将逐渐提高。2018年12月，三家电信运营商获得5G试验频段，工信部还将在2019年发放试点城市的5G临时牌照。中国的5G将于2019年进入商业前试验阶段，并计划于2020年开始商业化，5G网络的商用化将推动物联网、汽车电子、

5G手机等领域进入新一轮增长，带动电子元器件需求，间接促进电子元器件分销行业发展。

我国本土电子元器件分销商经营模式趋同、市场集中度较低，竞争持续加剧促使业内企业并购整合频繁

我国本土电子元器件分销市场集中度低，创投资本和创业公司的加入进一步增大了线上分销竞争压力。我国本土电子产品制造商不是海外分销商的业务重点，这部分市场需求由中国本土电子分销商满足。国内电子元器件采购市场规模在万亿以上，而我国本土电子元器件分销商排名前25位的企业2017年营业收入规模合计仅为1,216.91亿元，集中度较低。借助线上交易及中小客户服务市场成为多家分销企业的转型方向，但创投资本和创业公司的加入也将加大现有市场参与者的竞争压力。根据国际电子商情的统计，2018年元器件电商平台分别有云汉芯城、猎芯网、华强聚丰、立创商城进行了融资，且融资规模均已过亿元。市场竞争压力增大、资金成本上升、供应商变动，导致自营电商和代理销售额下降，信息服务商龙头收入下滑明显，2018年深圳华强的电商业务收入同比下降57.35%，科通芯城收入同比下降42.43%。

并购整合的行业趋势仍在继续。据Gartner统计，2018年全球前十大半导体厂商总营收年增率达18.54%，占整个半导体市场的59%，上游行业集中度较高削弱电子元器件分销商的议价能力。上游提价、下游出货量下滑，导致分销业利润空间受到挤压，为扩大规模效应、丰富代理产品线、增强竞争实力，近年我国元器件分销企业发生的并购、上市或者战略合作趋势有所加强。在2018年偏紧的金融环境下并购整合趋势依然不减，深圳华强、润欣科技和公司等具备一定实力的上市分销企业均在并购整合方面取得进展。

表 3 近年主要上市本土电子元器件分销商并购整合情况

上市公司简称	证券代码	主要并购整合事件
力源信息	300184.SZ	2014-2015 年收购鼎芯无限、2016 年收购飞腾电子，2017 年收购武汉帕太，参股电商云汉芯城
深圳华强	000062.SZ	2015 年以来，先后收购湘海电子、深圳捷杨、鹏源电子、淇诺科技；2018 年收购芯斐电子、增资记忆电子
英唐智控	300131.SZ	2015 年收购深圳华商龙，2016 年相继并购康帕科贸、威尔电子等；2017 年并购联合创泰科技有限公司（以下简称“联合创泰”）、怡海能达等
润欣科技	300493.SZ	2018 年拟收购全芯科电子技术（深圳）有限公司 100%的股权、Upkeen Global Investment Limited 51%的股份和 Fast Achieve Ventures Limited 51%的股份

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2018年以来，公司主要业务较上年未有变化，仍主要包括电子元器件分销、电子智能控制器的研发、生产、销售以及软件研发、销售及维护业务，其中，电子元器件分销业务系公司主要收入及利润来源。随着新增收购相关元器件种类的多样化以及客户的拓展，2018年及2019年1季度公司电子元器件分销业务收入分别达119.15亿元和25.04亿元，带动公司营业收入大幅增长。毛利率方面，2018年受产品结构变化影响，公司电子元器件分销业务毛利有所下滑；此外，由于电子智能控制器产品原下游客户需求收缩、新客户拓展不利，该业务毛利率亦持续下滑。2019年1-3月，存储器价格下行而部分合同订单由于提前锁定了相对较高的销售价格使得公司电子分销行业业务毛利率提升，同时，公司降低了部分低毛利的电子智能控制产品销售额，推动业务毛利有所增长。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年 1-3 月		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
电子分销行业	250,442.25	8.43%	1,191,538.14	7.46%	723,083.86	8.27%
电子智能控制行业	4,683.08	28.04%	18,055.25	13.82%	16,612.95	22.45%
其他	598.4	25.62%	1,817.28	77.24%	290.72	40.60%
合计	255,723.73	8.83%	1,211,410.67	7.66%	739,987.53	8.59%

注：2018 年公司调整主营业务分类口径，将原商品贸易拆分至产品销售、汽车经销和其他中，其他收入主要包括资本运作收入和部分商品贸易收入。

资料来源：公司 2018 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

公司主要外销产品包括电子元器件及智能家居控制产品，其中，智能控制器产品主要出口对象为欧盟、美国等，产品销售以间接出口为主；公司电子元器件的采购和销售地点根据下游客户交货需求确定，主要包括中国大陆地区和中国大陆地区以外的国家和地区（主要为香港地区），香港地区的采购和销售均以美元结算，主要客户为我国大陆终端消费类电子产品厂商在香港设立的法人或分支机构。2018年公司大陆地区收入及毛利率保持小幅增长，收入规模增长主要来源于子公司联合创泰代理的MTK的主控芯片和海力士的内存产品分销业务，该公司业务区域主要集中在香港地区，推动中国大陆地区及以外的国家和地区收入规模同比增长95.83%。考虑到公司在中国大陆地区以外的国家和地区业务比例持续增长，相关交易主要以美元结算，需关注相关汇兑损失风险。

表5 公司销售区域分布情况（单位：亿元）

项目	2018 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
中国大陆地区	34.74	28.68%	12.57%	30.12	40.71%	12.41%
中国大陆地区以外的国家和地区	86.40	71.32%	5.68%	43.87	59.29%	5.97%
合计	121.14	100.00%	7.66%	74.00	100.00%	8.59%

资料来源：公司 2017-2018 年年报，中证鹏元整理

2018年产品线及客户拓展推动公司电子元器件分销业务规模持续大幅提升，需关注并购子公司未来业绩未能达到预期的商誉减值风险

公司电子元器件分销业务主要系由子公司深圳市华商龙商务互联科技有限公司（以下简称“深圳华商龙”）负责。公司于2015年8月通过发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的方式收购深圳华商龙100%股权，深圳华商龙作为国内较早提供电子元器件分销的企业之一，盈利主要来源于电子元器件采购和销售的价差以及供应商的销售返点。深圳华商龙品牌代理开拓以并购整合的方式为主，近年来通过并购及投资合作成立事业部的模式，相继整合了在行业内拥有良好代理资源的多家公司，丰富了公司品牌代理权资源。

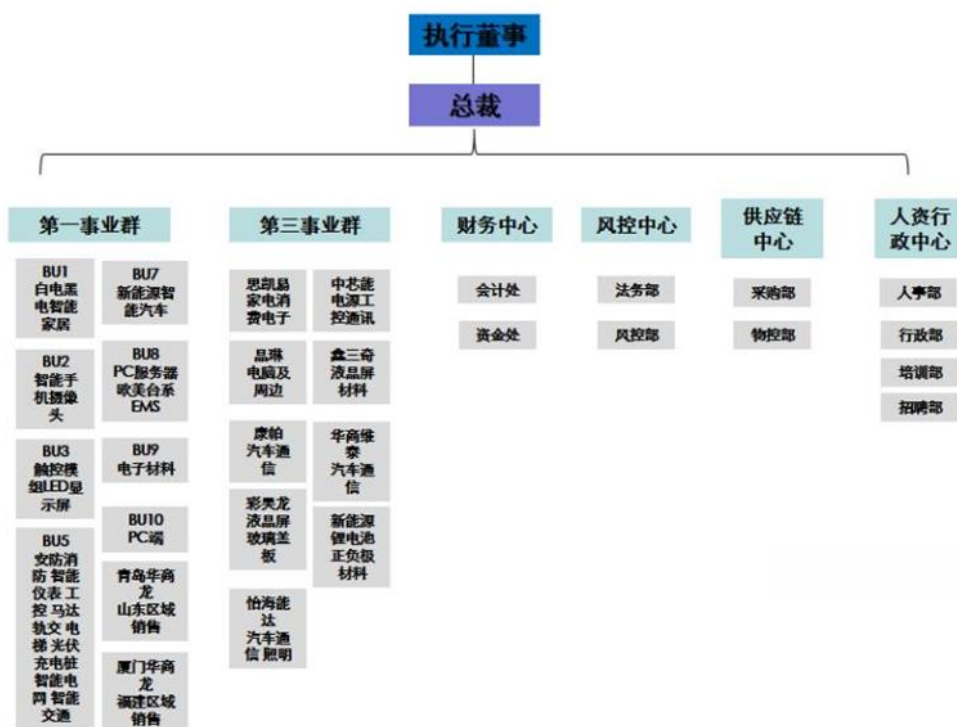
表6 公司电子元器件分销业务主要品牌代理情况

公司简称	主要代理品牌
深圳华商龙（原代理品牌）	新思国际（Synaptics）、松下（Panasonic）、罗姆半导体（Rohm）、福州瑞芯微（Rockchip）、安费诺集团、（Amphenol）、欧菲光（O-film）
联合创泰	MTK（联发科）、海力士
深圳海威思科技有限公司（简称“深圳海威思”）	汇顶科技、YAMAHA、爱普生（Epson）
深圳市怡海能达有限公司（简称“怡海能达”）	村田制作、BPS（LED 驱动芯片）、飞利浦（LED 电源）、Prisemi 芯导（半导体功率器件）
上海柏建电子科技有限公司（以下简称“柏建电子”）	Microchip、Diodes、KNOWLES
深圳市思凯易科技有限公司（以下简称“思凯易”）	Cypress、三垦
上海康帕科贸有限公司（简称“康帕科贸”）	KDS 大真空、意力速 IRISO
中芯能	瑞萨 RENESAS 中熔电气 SINFUSE

资料来源：公司提供

业务结构方面，深圳华商龙本部承担公司电子元器件业务的管理中心职能，设立了市场管理中心、财务中心、供应链中心、运营管理中心、营销管理中心，以及柏建事业群和思凯易事业群；华商龙商务控股有限公司整合了深圳华商龙各子公司的香港业务团队，负责电子元器件的海外采购、仓储、运输；柏建电子、康帕科贸、联合创泰、怡海能达的业务运营及管理仍由其原管理团队负责，同时接受深圳华商龙的监督管理。

图4 截至2019年3月末深圳华商龙电子元器件业务架构图



资料来源：公司提供

2018年深圳华商龙对联合创泰的股权由48.45%增持至80%，同时通过并购深圳中芯能供应链管理有限公司（以下简称“中芯能”）51%的股权，新增“瑞萨RENESAS”及“中熔电气SINOFUSE”两个品牌代理，主要涉及家电及新能源领域，2018年销售收入为1,298.00万元，规模较小。2018年深圳华商龙实现营业收入122.03亿元，净利润3.35亿元，分别同比增长69.91%和46.29%；其中，通过并购整合深圳海威思、怡海能达、柏建电子、思凯易、联合创泰等新增的主要代理品牌实现销售收入和净利润合计分别约达67.59亿元和1.82亿元，占比深圳华商龙收入及净利润的比重分别约为55.39%和54.33%。

公司通过2017年2月并购联合创泰新增MTK（联发科）和海力士的代理权，进入云计算领域，并与阿里巴巴于2017年下半年开展合作；受益于企业云计算市场发展及与国内云计算巨头阿里巴巴在内存芯片分销领域合作规模的扩大，2018年联合创泰收入及利润规模均大幅增长，为公司2018年业绩增长的主要动力。联合创泰利润主要来源于MTK，其销售价格基本一致，收益来源于根据联合创泰的采购金额计算的返点，返点比例约为采购金额的2%左右，受此影响，2018年公司电子元器件产品分销毛利率由上年的8.27%下降至7.46%。2019年一季度，存储器采购价格下降而部分销售合同约定价格相对较高，使得

该业务毛利率回升至8.43%。

表 7 深圳华商龙电子元器件产品分销业务主要并购公司情况（单位：万元）

名称	康帕科贸	威尔电子有限公司	深圳海威思	联合创泰	怡海能达
并购时间	2016 年 2 月	2016 年 2 月	2016 年 7 月	2017 年 2 月及 2018 年 3 月	2017 年 7 月
持股比例	51.00%	51.00%	100.00%	80.00%	51.00%
并购成本	445 万元	93.67 万港元	1,500 万元（60%） ¹	35,841.70 万元 ²	3,825 万元
总资产	1,415.10	528.80	12,853.82	142,803.75	26,570.11
净资产	1,101.22	217.32	2,165.11	15,228.16	13,993.34
资产负债率	22.18%	58.9%	83.16%	89.34%	47.33%
2018 年营业收入	4,237.80	436.26	40,158.14	576,101.63	54,975.52
2018 年净利润	204.57	-32.51	-298.00	12,229.44	6,111.85
2017 年营业收入	2,565.35	2,253.68	49,119.12	187,045.54	58,655.23
2017 年净利润	15.88	91.21	371.54	3,045.92	765.00

注：1、表格中总资产、净资产及资产负债率时间截点为2018年12月31日；

2、2017年联合创泰、怡海能达营业收入及净利润均为全年口径。

资料来源：公司提供

2015年4月公司以收购并增资的方式获得优软科技51%的股权，股权对价为10,928.57万元，形成商誉6,153.20万元。优软科技在办公系统软件研发业务的基础上，致力于研发电子信息产业互联网平台“优软云”，于2016年10月正式发布。值得注意的是，受平台推广、盈利模式探索不达预期影响，2018年末，公司累计计提优软科技商誉减值1,842.87万元，当年新增计提623.36万元。

截至2019年3月末，公司并购深圳华商龙、联合创泰和优软科技产生的商誉账面价值分别为8.47亿元、0.47亿元和0.43亿元，相关收购价格评估结果是基于一系列假设下，预测出的收入及盈利情况确定的评估价值，若相关指标未来实际情况与预测值有较大差异，将使得收购相应并购标的形成的商誉面临减值风险。

此外，公司全资孙公司华商龙商务控股有限公司（以下简称“华商龙控股”）于2019年7月15日签署了《关于联合创泰科技有限公司之股权转让协议》，拟以46,000 万元人民币收购黄泽伟先生持有的联合创泰剩余 20%股权，黄泽伟先生承诺联合创泰 2019 年度、

¹剩余 40%股权的收购款确认方法：深圳海威思满足在约定期（2016 年 6 月至 2019 年 5 月）内每年实现的税前利润数总额不低于人民币壹仟万元，且每年的税前利润增长率均为正值的条件下，收购价款为深圳华商龙于约定期内产生的税后净利润总额的 40%乘以 4.5，再加上截止 2019 年 11 月 30 日深圳海威思收到的约定期内应收账款对应的已计提的坏账准备金总额乘以 4.5。第一年业绩承诺已完成。

²公司分别于 2017 年 2 月及 2018 年 3 月收购了联合创泰 48.45% 和 31.55%股权，收购价格分别为 4,845 万港元和 31,550 万元。

2020年度及2021年度分别实现净利润不低于17,000万元、20,000万元及23,000万元³。截至2019年3月末，联合创泰资产总额为120,419.94万元，净资产为20,552.10万元，根据北京北方亚事资产评估事务所出具的评估报告（北方亚事评报字[2019]第01-323号），联合创泰股东全部权益评估值为242,639.06万元。

2018年业务规模的扩张给公司带来了较大的营运资金占用压力，需关注品牌代理资格变动、上下游市场景气度波动对公司业务的影响

2018年以来，公司在原下游企业应用领域的基础上，重点拓展企业云服务相关应用领域。截至2019年3月末，公司电子分销业务产品下游应用行业涵盖家电、通信、手机、汽车、安防、企业云服务等行业，并在手机、家电、消费电子等行业积累了丰富的客户资源，与各行业龙头企业建立了相对稳定的合作关系。

表 8 深圳华商龙主要下游客户

行业	客户名称
手机与可穿戴设备	广东欧珀移动通信有限公司、维沃移动通信有限公司、宸鸿科技（厦门）有限公司、深圳市深越光电技术有限公司、香港垦鑫达科技有限公司等
家电与智能家居	广东美的集团股份有限公司、格力电器股份有限公司、广东好帮手电子科技有限公司、杭州海康威视科技有限公司、广州胜维电器制造有限公司等
工业与社会设施	霍尼韦尔腾高电子系统（广州）有限公司、苏州福莱盈电子有限公司、上海大社实业有限公司、深圳天星创展电子有限公司等
汽车电子	比亚迪股份有限公司、宁德时代新能源科技有限公司、微宏动力系统（湖州）有限公司、长城汽车股份有限公司、湖南中车时代电动汽车股份有限公司等
电子材料	超声、易方数码、深圳市澳斯腾科技有限公司、帕诺迪电器（深圳）有限公司、鞍山俊达显示器件有限公司、深圳市道格恒通科技有限公司、深圳市纽邦通讯电子科技有限公司、深圳市杰科数码有限公司
触控显示屏	天马、联想、ZTE
企业云服务	中霸集团有限公司、Alibaba.comSingapore E-Commerce Private Limited

资料来源：公司提供

2018年公司与各行业龙头企业建立了合作关系保持稳定，同时与阿里巴巴及中霸集团在企业云服务方面的合作规模显著增长，使得2018年前五大客户结构有所变化，销售额占比由上年的21.90%提升至36.28%，客户集中度明显上升。

表 9 2017-2018 年深圳华商龙前五大客户明细（单位：万元）

排序	客户名称	2018 年	
		销售金额	占比
1	客户一	265,558.98	21.76%

³当期应补偿金额=（截至承诺期每期期末累积承诺净利润－截至承诺期每期期末累积实际净利润）÷承诺期内承诺净利润总和×联合创泰 20%股权的交易价格-截至承诺期累计已补偿金额。承诺年度内任一会计年度的实际净利润如有超过当年承诺净利润，该等超过部分可用于抵补后期会计年度的承诺利润，但不得抵补前一会计年度的承诺利润。

2	客户二	48,197.06	3.95%
3	客户三	46,596.55	3.82%
4	客户四	45,043.94	3.69%
5	客户五	37,376.58	3.06%
合计		442,773.11	36.28%
排序	客户名称	2017 年	
		销售金额	占比
1	客户一	44,242.98	6.16%
2	客户二	40,739.91	5.67%
3	客户三	26,363.25	3.67%
4	客户四	26,129.34	3.64%
5	客户五	19,801.41	2.76%
合计		157,276.89	21.90%

资料来源：公司提供

从前五大供应商情况看，2018年公司前五大供应商较上年基本保持稳定，但受市场需求及业务拓展影响，对于海力士存储器的采购金额大幅提升，带动公司前五大供应商集中度由上年的47.69%提升至52.95%，采购集中度偏高。

表 10 2017-2018 年深圳华商龙前五大供应商明细（单位：万元）

排序	供应商名称	主要产品	2018 年	
			采购金额	占比
1	供应商一	海力士存储器	356,657.66	31.53%
2	供应商二	电容式触摸板、开发工具、IC 类	88,205.94	7.80%
3	供应商三	手机主板(GSM 制式)	54,870.05	4.85%
4	供应商四	集成电路	54,649.45	4.83%
5	供应商五	触控芯片与指纹芯片	44,532.22	3.94%
合计			598,915.33	52.95%
排序	供应商名称	主要产品	2017 年	
			采购金额	占比
1	供应商一	电容式触摸板、开发工具、IC 类	81,681.00	11.99%
2	供应商二	集成电路	70,408.00	10.34%
3	供应商三	海力士存储器	64,528.00	9.48%
4	供应商四	可控硅耦合器、继电器	54,801.00	8.05%
5	供应商五	触控芯片与指纹芯片	53,291.00	7.83%
合计			324,709.00	47.69%

资料来源：公司提供

由于电子分销市场竞争激烈，且深圳华商龙的上游供应商及下游客户均对其具有相对

较强的技术实力及市场影响力，深圳华商龙对上下游议价能力均较弱，业务情况易受市场景气度波动影响。公司与上游生产商的结算方式主要为现金结算，结算周期主要包括预付款、货到付款、月结15-60天等，其中，预付款或货到付款系主要采购结算方式；与下游客户的主要结算方式包括现金及票据，同时，为满足下游需求、稳定采购成本，公司会配备一定的库存。值得注意的是，子公司联合创泰代理的海力士及MTK产品购货以预付款为主，2018年相关业务规模及占比均大幅增长，使得公司电子元器件库存规模、应收下游供应商货款及预付上游采购款规模进一步扩大，给公司带来了较大的营运资金占用压力。

综上，受益于新增产品代理资源以及下游客户拓展，2018年公司电子元器件分销业务收入的大幅增长给公司带来了较大的营运资金占用压力，供应商及客户集中度提升，需关注品牌代理资格变动、上下游市场景气度波动对公司业务的影响。

市场开拓不利、主要客户需求缩减等因素拖累下，2018年公司智能控制器盈利持续下滑

公司电子智能控制器产品主要家居类控制器及家居物联网两类产品，其中，家居类控制器主要根据客户订单需求进行研发和生产，产品包括空气净化器控制器、壁炉控制器、发钳控制器、风筒控制器等小型家电智能控制器等；家居物联网业务主要由丰唐物联技术（深圳）有限公司（以下简称“丰唐物联”）经营，业务模式以委托加工为主。公司电子智能控制器产品下游客户主要包括国内家电生产企业、国内家电生产成品制造商（OEM、ODM）以及国外家电生产企业三类，小型家电智能控制器产品对下游家电生产企业议价能力较弱，其销售及盈利状况易受下游客户需求影响。

2018年，公司电子智能控制器业务销量同比下降10.91%，但销售均价同比增长21.96%，实现收入18,055.25万元，同比增长8.68%，但毛利由2017年的22.45%下降至13.82%，下滑明显。其中，受新增客户开拓推动家居类控制器单价提升带动，家居类控制器收入同比增长29.86%至14,538.63万元，但对新增客户销售的产品毛利较低，拖累家居类控制器毛利由上年的20.68%下降至12.61%；同时，家居类控制器客户需求下降拖累产品收入及毛利率均较上年有所下滑。

受家居物联网业务持续下滑及连续亏损影响，截至2018年末，公司对并购丰唐物联形成的商誉合计1,369.68万元计提了减值，其中，2018年新增计提减值1,166.89万元。2019年1-3月，随着产品结构的调整以及新增客户和产品销售的逐步稳定，公司电子智能控制器产品营业收入为4,683.08万元，同比增长56.26%，毛利率提升至28.04%。

表 11 2017-2018 年公司电子智能控制器产销及库存情况

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

销售量（万台/万套/万件/万个）	406.78	456.57
生产量 ⁴ （万台/万套/万件/万个）	409.19	442.61
平均售价（元）	44.38	36.39
库存量（万台/万套/万件/万个）	24.71	25.05

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年及2018年审计报告及2019年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年，公司合并报表范围新增子公司共7家，其中，新设子公司6家，收购子公司1家，无不再纳入合并报表范围子公司，明细如表2所示。

公司于2018年1月1日调整坏账准备会计估计，将对于电子分销类企业及商业保理、融资租赁类企业按照组合计提坏账计提方法做了调整，具体如下。

表 12 公司坏账准备会计估计调整情况

原计提比例		调整后计提比例				
		电子分销类企业		商业保理、融资租赁类企业		
账龄	计提比例	账龄	计提比例	类别	账龄	计提比例
1 年内	3%	6 个月内（含）	0%	正常	账期内	0%
		7-12 个月	3%	关注	逾期 1-90 天	3%
1-2 年	10%	1-2 年	10%	次级	逾期 91-180 天	25%
2-3 年	20%	2-3 年	20%	可疑	逾期 181-360 天	50%
3-4 年	50%	3-4 年	50%	损失	逾期 360 天以上	100%
4-5 年	80%	4-5 年	80%	-	-	-
5 年以上	100%	5 年以上	100%	-	-	-

资料来源：公司提供

资产结构与质量

2018年公司资产规模保持增长，但货币资金受限程度较高、资产流动性减弱，且面临一定应收款项坏账、存货跌价及商誉减值风险

截至2019年3月末，公司总资产规模达54.67亿元，较2017年末增长6.87%，主要系业务规模扩张使得相应运营资本增长、融资规模扩大影响。从资产结构来看，流动资产占比

⁴ 公司电子智能控制器业务生产主要采取对外委托生产的模式，该数据包括了对外委托生产的产量。

由2017年末的76.97%持续提升至78.11%。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 3 月		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	67,488.28	12.34%	74,213.87	12.64%	66,003.84	12.90%
应收票据及应收账款	189,766.01	34.71%	253,009.44	43.09%	194,931.96	38.10%
其中：应收票据	9,100.68	1.66%	6,696.20	1.14%	33,626.75	6.57%
应收账款	180,665.33	33.05%	246,313.24	41.95%	161,305.20	31.53%
预付款项	57,742.41	10.56%	33,380.00	5.68%	35,713.19	6.98%
存货	93,347.44	17.07%	88,550.58	15.08%	89,529.40	17.50%
流动资产合计	427,057.95	78.11%	465,991.36	79.36%	393,754.54	76.97%
固定资产	7,559.29	1.38%	7,314.29	1.25%	4,461.06	0.87%
无形资产	6,249.46	1.14%	6,558.78	1.12%	5,455.70	1.07%
商誉	93,800.06	17.16%	93,800.06	15.97%	95,590.31	18.69%
非流动资产合计	119,647.95	21.89%	121,230.24	20.64%	117,828.54	23.03%
资产总计	546,705.89	100.00%	587,221.59	100.00%	511,583.08	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产方面，随着业务及融资规模上升，截至2018年末，公司货币资金规模达7.42亿元，同比增长12.44%，其中，受限资金占比65.24%，相对较高，主要系借款、保函及票据保证金。

截至2018年末，公司应收账款账面价值达24.63亿元，同比增长52.70%，主要系应收电子元器件下游客户款项，其中已质押账面价值为1.53亿元。受坏账准备会计估计调整影响，2018年末公司应收账款规模虽大幅增长，但已计提坏账由上年0.57亿元下降至0.26亿元，计提比例由上年的3.42%下降至1.03%，账龄6个月以内账面余额占比为92.74%，前五大应收对象占应收账款余额比重为30.13%，当年计提坏账准备金额为-0.31亿元。公司通过对应收账款进行卖断式融资变现⁵，从而缩短应收账款回笼时间，2019年3月末，公司应收账款规模大幅下降。

截至2019年3月末，公司预付款项规模达5.77亿元，较2017年末增长61.68%，主要系联合创泰业务规模相对较大且均以预付款进行采购；2018年末公司前五名预付款项金额占比达73.55%，集中度较高。

公司存货主要系电子元器件备货产品，随着业务规模的扩张，公司备货规模相应增长，截至2018年末，公司存货账面价值达8.86亿元，较上年基本持平，存货跌价准备累计为0.29

⁵ 商业保理业务的一种，企业（保理申请人）将应收账款转让给保理商转换为现金，加快营运资金周转效率。

亿元；其中，入库时间在3个月以内的占比约67.52%，入库时间在4-6个月的占比为15.33%。考虑到电子元器件市场价格及需求更新较快，若前期备货未能如期销售，则公司存货面临一定的跌价风险。

公司非流动资产主要由商誉、固定资产和无形资产构成。2018年末，公司固定资产及无形资产均较上年有所增长，其中，固定资产主要购买深圳湾科技生态园商品房公寓以及当年新增融资租赁的机器设备，无形资产主要为软件使用权及非专利技术，当年新增主要来源于开发支出转入。截至2018年末，公司商誉账面原值为97,012.61万元，主要包括合并深圳华商龙形成的商誉84,702.25万元、合并优软科技商誉6,153.20万元及合并联合创泰形成的商誉4,671.49万元，已计提减值准备为3,212.55万元，较上年新增1,790.24万元，主要系优软科技及丰唐物联业绩不达预期相关减值，公司收购上述子公司的评估增值率较高，若后续其经营业绩不达预期，则面临一定商誉减值风险。

综上，随着业务规模的扩张，公司资产规模进一步增长，主要由应收票据及应收账款、预付款项、存货及商誉构成，其中存货及应收款项易受下游行业景气度影响，存在一定的坏账或跌价风险，商誉主要系收购上公司的评估增值，相关评估增值率较高，需关注相关子公司经营状况及盈利能力不达预期时所面临的减值风险；此外，截至2018年末，公司受限资产规模合计6.53亿元，包括货币资金4.84亿元、已质押应收账款1.53亿元及已质押其他流动资产0.16亿元，其中，货币资金受限比重偏高，流动性有所减弱。

资产运营效率

随着业务规模的增长，2018年公司运营资产及总资产周转率均有所提升

公司主要业务为电子元器件分销，资产主要以应收及预付款项、存货等流动资产构成，电子元器件产品种类众多，市场需求变化相对较快，故该业务整体结算及周转周期相对较短。2018年收入规模的快速增长，受产品特性影响，相关新增产品分销业务周转效率较高，带动公司应收票据及应收账款、预付款项及存货等各项运营资产周转效率均有所提升，净营业周期由上年的87.50天小幅下降至79.79天，总资产周转天数由上年的212.42天下降至163.27天，整体资产周转效率有所提升。

表 14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
应收票据及应收账款周转天数	66.56	78.51
预付款项周转天数	11.12	12.02
存货周转天数	28.65	42.52

应付票据及应付账款周转天数	23.97	40.16
预收款项周转天数	2.57	5.40
净营业周期	79.79	87.50
流动资产周转天数	127.75	157.94
总资产周转天数	163.27	212.42

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司收入规模持续提升，但毛利率呈下滑趋势且盈利空间受财务费用增长挤压；考虑到公司产品外销占比较高且有所增长，需关注相关汇兑损失风险

2018年，随着产品代理权不断丰富及业务的持续拓展，公司营业收入规模达121.14亿元，同比增长63.71%，其中，来源于中国大陆地区以外的国家和地区规模占比由上年的59.29%提升至71.32%，需关注相关汇兑损失风险。2019年1-3月，公司营业收入规模为25.57亿元，较2018年1季度保持稳定。

毛利率方面，电子元器件分销业务中低毛利产品销售额占比提升以及电子智能控制器市场竞争加剧影响下，2018年公司综合毛利率由上年的8.59%下降至7.66%。2019年1-3月，随着上游存储器产品价格下降及电子智能控制器产品结构优化，公司综合毛利率有所回升。2018年以来，公司销售费用率及管理费用（含研发支出）率保持相对稳定，但业务规模增长使得营运资金投入增加，相关资金需求主要靠融资满足，导致公司财务费用增长较大，整体期间费用率呈上升趋势。

2018年，公司营业利润为26,299.11万元，同比增长25.52%，主要得益于公司收入规模提升以及调整坏账准备会计估计使得公司资产减值损失由上年的5,051.86万元下降至915.48万元；但受毛利率下降及利息支出大幅上升拖累，公司营业利润率由2017年的2.83%下降至2.17%，盈利能力有所下滑。受益于利润规模增长，2018年公司总资产及净资产回报率较上年有所提升。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
营业收入	255,723.73	1,211,410.67	739,987.53
营业利润	7,814.36	26,299.11	20,951.65
利润总额	7,808.43	26,200.31	21,392.78
净利润	6,177.47	19,856.25	17,705.87
综合毛利率	8.83%	7.66%	8.59%
期间费用率	5.94%	5.38%	5.06%

营业利润率	3.06%	2.17%	2.83%
总资产回报率	-	7.94%	6.82%
净资产收益率	-	9.97%	8.83%
营业收入增长率	3.41%	63.71%	75.27%
净利润增长率	7.57%	12.14%	-15.75%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动收现情况保持稳定，但营运资本占款及并购活动资金需求增长，经营活动现金流表现欠佳，仍面临一定筹资压力

公司经营活动现金收支主要包括销售商品现金回款、存货备货支出、支付人力成本以及相关税费等。2018年，公司收现比为0.96，较上年基本保持稳定。值得注意的是，公司与上游供应商结算以预付款和货到付款为主，与下游客户结算以月结15-60天为主，同时随着业务规模的扩大，上下游占款规模持续增长，公司营运资本持续增加，受此影响，2018年公司经营活动现金净流出21,812.00万元。2018年，公司投资活动现金净流出41,216.68万元，主要包括深圳华商龙支付收购联合创泰及中芯能款项合计27,308.53万元以及购买理财产品、对外股权投资相关投资支出。

受营运资本及对外投资现金需求增加影响，公司筹资规模持续增长，2018年筹资活动现金净流入53,268.87万元，主要来源于银行借款、关联企业借款及发行债券等；随着公司业务规模的扩张，预计营运资金需求将持续增长，公司仍面临一定的筹资压力。

表 16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.96	0.96
净利润	19,856.25	17,705.87
营运资本变化	-61,558.11	-79,547.04
其中：存货减少（减：增加）	644.02	-10,759.52
经营性应收项目的减少（减：增加）	-64,026.21	-27,362.39
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,824.08	-41,425.13
经营活动产生的现金流量净额	-21,812.00	-47,288.62
投资活动产生的现金流量净额	-41,216.68	-14,069.79
筹资活动产生的现金流量净额	53,268.87	64,135.43
现金及现金等价物净增加额	-9,203.98	2,211.89

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模及负债率持续上升，偿债压力有所增加且面临较大短期偿债压力

随着并购子公司及业务规模扩张伴随的营运资金需求增长，公司融资规模进一步上升，截至2018年末，公司负债总额达395,289.56万元，同比增长29.45%。2018年深圳华商龙以30,574.21万元增持联合创泰31.55%股权，与按照新增持股比例计算应享有子公司自购买日开始持续计算的净资产份额之间的差额为28,721.14万元，相应调减未分配利润，使得公司所有者权益规模较上年有所下降，产权比率上升至2.06。2019年3月末，随着部分有息借款的到期偿付以及未分类利润积累，公司产权比率小幅下降至1.76。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
负债总额	348,517.22	395,289.56	305,349.39
所有者权益	198,188.67	191,932.04	206,233.69
产权比率	1.76	2.06	1.48

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，中证鹏元整理

截至2018年末，公司应付票据为5,344.43万元，较上年大幅下降，主要系票据结算规模较少；应付账款为66,014.85万元，同比增长28.61%，随着业务规模的扩张，公司对上游供应商的资金占款规模有所增长。预收款项主要系预收下游客户采购款，2019年3月末为3,788.71万元。截至2018年末，公司短期借款为14.54亿元，较上年小幅下降，主要系银行借款，其中，保证借款为12.89亿元、保证兼抵押借款为1.50亿元，利率约为3.67%-7%左右。2019年3月末，公司短期借款规模进一步下降至13.35亿元；公司其他应付款主要向JUNCTION TECHNOLOGY LIMITED借入有息借款41,042.25万元，利率为6.20%，向信扬（香港）有限公司借入有息借款3,711.63万元，利率为6.00%，向深圳市富森供应链管理有限公司借入有息债务5,007.37万元，利率为13.2%；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的银行借款、融资租赁及售后租回融资款。2019年3月末，公司长期借款主要系保证借款，应付债券系“18英唐01”、“18英唐02”和“18英唐03”，长期应付款主要系融资租赁及售后回租融资。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年 3 月		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	133,462.01	38.29%	145,355.57	36.77%	153,668.99	50.33%
应付票据及应付账款	65,598.81	18.82%	71,359.21	18.05%	77,612.62	25.42%
预收款项	3,788.71	1.09%	4,203.14	1.06%	13,075.25	4.28%
其他应付款	62,335.84	17.89%	86,456.49	21.87%	42,516.24	13.92%
一年内到期的非流动负债	14,151.76	4.06%	14,249.99	3.60%	330.89	0.11%

流动负债合计	288,009.19	82.64%	331,432.14	83.85%	294,241.70	96.36%
长期借款	7,658.68	2.20%	7,806.20	1.97%	10,838.53	3.55%
应付债券	45,886.59	13.17%	45,862.59	11.60%	-	-
长期应付款	6,796.09	1.95%	10,009.46	2.53%	40.00	0.01%
非流动负债合计	60,508.03	17.36%	63,857.42	16.15%	11,107.69	3.64%
负债合计	348,517.22	100.00%	395,289.56	100.00%	305,349.39	100.00%
其中：有息债务	265,060.45	76.05%	299,210.03	75.69%	225,206.32	73.75%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司有息债务规模达26.51亿元，较2017年末增长17.70%，其中，一年内到期的有息债务规模为20.47亿元，短期偿债压力较大。此外，本期债券的发行进一步增加了公司债务规模。2019年3月末公司资产负债率较2017年末有所上升，同时，受有息债务及利息支出大幅上升影响，EBITDA利息保障倍数由2017年的3.77下降至2018年的2.60，此外，受营运资金占用影响，经营性净现金流表现不佳，经营活动净现金流对流动负债及总负债的保障能力不强，偿债压力仍较大。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
资产负债率	63.75%	67.32%	59.69%
流动比率	1.48	1.41	1.34
速动比率	1.16	1.14	1.03
EBITDA（万元）	-	45,291.12	31,679.33
EBITDA 利息保障倍数	-	2.60	3.77
有息债务/EBITDA	-	6.61	7.11
债务总额/EBITDA	-	8.73	9.64
经营性净现金流/流动负债	-	-0.07	-0.16
经营性净现金流/负债总额	-	-0.06	-0.15

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

高新投集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由高新投集团提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券票面金额的本金及利息、罚息和实现债权的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

高新投集团原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司

（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于1994年12月投资成立，初始注册资本1亿元。高新投集团于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年12月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，截至2018年末，高新投集团注册资本和实收资本均为88.52亿元，控股股东深圳投控持有高新投集团41.80%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表21所示。

表 20 截至 2018 年末高新投集团股东情况（单位：万元）

公司名称	出资额	出资比例	企业类别
深圳市投资控股有限公司	370,027.25	41.80%	国资有限责任公司
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	177,043.79	20.00%	民营有限责任公司
深圳市财政金融服务中心	132,236.81	14.94%	事业单位法人
深圳市远致投资有限公司	97,728.026	11.04%	国资有限责任公司
恒大集团有限公司	84,189.37	9.51%	民营有限责任公司
深圳市海能达投资有限公司	21,047.34	2.38%	民营有限责任公司
深圳市中小企业服务署	2,937.91	0.33%	事业单位法人
合计	885,210.50	100.00%	-

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

高新投集团形成了以融资担保和保证担保业务（非融资担保业务）为主、创业投资业务为辅、资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构，并通过设立专业子公司实现融资担保、保证担保和创业投资等业务的专业化经营。作为深圳市委、市政府为解决中小科技企业融资难问题而设立的金融担保机构，高新投集团主要为深圳市内科技企业提供服务，包括融资担保、短期资金支持等。截至2018年末高新投集团合并范围子公司7家，2018年高新投集团纳入合并报表范围内子公司增加深圳市高新投正轩股权投资基金管理有限公司。

深圳市经济稳进向好，金融产业保持良好发展，近年出台了一系列扶持小微融资举措，区域融资需求和政策环境为担保行业营造了较好发展环境。高新投集团控股股东为深圳市投资控股有限公司，最终控制人为深圳市人民政府，股东实力较强。受益于股东持续注资，高新投集团资本实力进一步增强，融资担保放大倍数下降。2017年末高新投集团债券在保业务规模大幅增长，同时因高新投集团承接较多短期间接融资担保项目，全年间接融资担保发生额大幅增加，二者效应叠加使得当期担保业务收入同比增加。同时中证鹏元也关注到2018年银行不良率整体提升、债券违约集中爆发，在国内经济增速放缓的大背景下，担保机构面临较大代偿压力。随着高新投集团委托贷款业务规模增长，发生逾期也相应增长较快，存在一定资产损失风险。高新投集团在保债券数量大幅增加，所担保债券发行主体

中有个别主体信用级别被调低，存在一定代偿风险。截至2018年6月末，高新投集团间接融资担保在保责任余额前五大行业占比较上年同期相比进一步上升，集中于高新技术企业，不利于经营风险的分散。

表 21 2016-2018 年高新投集团主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,052,718.02	1,346,952.97	789,850.84
归属于母公司所有者权益合计	1,177,908.41	1,119,107.66	655,949.44
现金类资产	245,812.02	315,598.91	117,361.44
营业收入	208,520.14	150,517.45	110,064.01
投资收益	5,793.09	8,676.67	17,187.44
利润总额	152,101.10	110,942.95	95,238.51
净资产收益率	9.86%	12.24%	10.94%
在保责任余额（亿元）*	835.99	974.22	1,167.06
其中：融资担保在保责任余额（亿元）*	456.66	621.32	781.62
拨备覆盖率*	214.52%	197.66%	154.12%
准备金覆盖率*	0.97%	0.68%	0.48%
融资担保放大倍数*	3.96	5.55	11.92
当期担保代偿率*	0.12%	0.01%	0.26%
累计代偿回收率*	—	40.24%	28.44%

注：1、2017年净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项；

2、业务数据经过高新投集团重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异；

3、带*标注指标为2018年6月末数据。

资料来源：高新投集团2016-2018年审计报告、高新投集团提供，中证鹏元整理

综合来看，高新投集团实力较雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，高新投集团主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年7月31日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

2018年以来，受高端消费电子以及新兴领域的技术更新需求带动，电子元器件分销行业景气度持续回升，公司面临良好的发展机遇；随着下游客户的拓展，公司业务规模持续提升，规模优势持续保持；非公开发行股份正在实施过程中，未来若顺利完成将增强公司的资本实力及偿债能力。此外，由高新投集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

中证鹏元也关注到，公司应收、预付及存货等占比较高，且随着业务规模的增长而有所增加，存在应收账款回收及存货跌价风险，亦增大了公司运营资金压力；公司经营活动现金持续净流出，资产负债率及有息债务规模保持增长，偿债压力有所增大且面临较大的短期偿债压力；此外，受电子元器件分销业务中低毛利产品销售额占比提升以及电子智能控制业务市场竞争激烈影响，公司盈利能力有所下滑；公司仍面临一定商誉减值风险；公司实际控制人股权质押比重较高。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA-，维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	67,488.28	74,213.87	66,003.84	42,069.46
应收票据及应收账款	189,766.01	253,009.44	194,931.96	127,836.92
预付款项	57,742.41	33,380.00	35,713.19	9,465.34
存货	93,347.44	88,550.58	89,529.40	70,265.20
固定资产	7,559.29	7,314.29	4,461.06	581.96
无形资产	6,249.46	6,558.78	5,455.70	4,044.32
商誉	93,800.06	93,800.06	95,590.31	92,341.12
资产总计	546,705.89	587,221.59	511,583.08	361,676.10
短期借款	133,462.01	145,355.57	153,668.99	68,186.62
应付票据及应付账款	65,598.81	71,359.21	77,612.62	73,306.20
其他应付款	62,335.84	86,456.49	42,516.24	8,903.47
一年内到期的非流动负债	14,151.76	14,249.99	330.89	2,702.40
长期借款	7,658.68	7,806.20	10,838.53	0.00
应付债券	45,886.59	45,862.59	0.00	0.00
长期应付款	6,796.09	10,009.46	40.00	0.00
负债合计	348,517.22	395,289.56	305,349.39	166,735.47
有息债务	265,060.45	299,210.03	225,206.32	75,789.02
归属于母公司所有者权益合计	175,487.01	171,019.29	188,659.00	187,254.65
营业收入	255,723.73	1,211,410.67	739,987.53	422,205.71
营业利润	7,814.36	26,299.11	20,951.65	23,958.51
净利润	6,177.47	19,856.25	17,705.87	21,016.66
经营活动产生的现金流量净额	31,219.49	-21,812.00	-47,288.62	2,699.55
投资活动产生的现金流量净额	-1,234.89	-41,216.68	-14,069.79	-3,755.15
筹资活动产生的现金流量净额	-37,399.47	53,268.87	64,135.43	24,093.02
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数	-	66.56	78.51	82.84
预付款项周转天数	-	11.12	12.02	6.99
存货周转天数	-	28.65	42.52	52.82
应付票据及应付账款周转天数	-	23.97	40.16	49.14
预收款项周转天数	-	2.57	5.40	4.50
净营业周期	-	79.79	87.50	89.01
流动资产周转天数	-	127.75	157.94	165.64
总资产周转天数	-	163.27	212.42	261.35
综合毛利率	8.83%	7.66%	8.59%	9.90%

期间费用率	5.94%	5.38%	5.06%	4.99%
营业利润率	3.06%	2.17%	2.83%	5.67%
总资产回报率	-	7.94%	6.82%	8.84%
净资产收益率	-	9.97%	8.83%	11.39%
营业收入增长率	3.41%	63.71%	75.27%	138.35%
净利润增长率	7.57%	12.14%	-15.75%	462.55%
资产负债率	63.75%	67.32%	59.69%	46.10%
流动比率	1.48	1.41	1.34	1.53
速动比率	1.16	1.14	1.03	1.11
EBITDA（万元）	-	45,291.12	31,679.33	28,329.64
EBITDA 利息保障倍数	-	2.60	3.77	9.49
有息债务/EBITDA	-	6.61	7.11	2.68
债务总额/EBITDA	-	8.73	9.64	5.89
经营性净现金流/流动负债	-	-0.07	-0.16	0.02
经营性净现金流/负债总额	-	-0.06	-0.15	0.02

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计 2019 年一季报，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末公司纳入合并报表范围子公司

公司名称	层级	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
惠州市英唐光电科技有限公司	二级	10000	75%	曲面玻璃生产与销售
腾冲英唐新能源科技有限公司	二级	5000	51%	电池材料的研发、生产及销售
深圳中芯能供应链管理有限公司	三级	500	51%	电子元器件分销
深圳市鑫三奇科技有限公司	三级	500	51%	电子元器件分销
联合创富科技有限公司	三级	HKD500	100%	电子元器件分销
深圳市英唐之芯半导体有限公司	四级	10,000	51%	电子元器件分销
深圳市英唐在线电子商务有限公司	二级	100	100%	电子商务
丰唐物联技术（深圳）有限公司	二级	USD300	51%	物联网
丰唐物联技术（香港）有限公司	三级	HKD50	100%	物联网
深圳市英唐智能科技有限公司	二级	1000	100%	智能家居
深圳市英唐智能交通有限公司	二级	200	70%	智能平衡车生产销售
深圳市华商龙商务互联科技有限公司	二级	30000	100%	电子元器件分销
上海宇声电子科技有限公司	三级	500	100%	电子元器件分销
上海钦链电气设备有限公司	三级	500	60%	电子元器件分销
华商龙商务控股有限公司	三级	HKD19738.35	100%	投资
华商龙科技有限公司	四级	HKD18738.35	100%	电子元器件分销
威尔电子有限公司	四级	HKD183.6735	51%	电子元器件分销
海威思科技（香港）有限公司	四级	HKD100	60%	电子元器件分销
柏建控股（香港）有限公司	四级	HKD100	100%	投资
深圳海威思科技有限公司	三级	1250	60%	电子元器件分销
海威思国际控股有限公司	四级	HKD109.9	60%	投资
上海赛勒米克有限公司	四级	HKD100	100%	电子元器件分销
上海柏建电子科技有限公司	三级	100	100%	电子元器件分销
上海康帕科贸有限公司	三级	102.0408	51%	电子元器件分销
深圳市优软科技有限公司	二级	142.8571	51%	软件平台
深圳市优软商城科技有限公司	三级	5000	80%	软件平台
深圳市华商维泰显示科技有限公司	三级	1000	51%	液晶显示模组生产与销售
深圳市英唐创泰科技有限公司	二级	10000	51%	电子元器件分销
深圳市英唐光显技术有限公司	二级	5000	60%	LED 灯生产及销售
深圳市英唐金控科技有限公司	二级	20000	80%	金融

深圳市彩昊龙科技有限公司	三级	1500	51%	电子元器件分销
深圳市怡海能达有限公司	三级	10000	51%	电子元器件分销
优软商城（香港）有限公司	三级	HKD100	51%	电子商务
深圳市优软众创技术有限公司	三级	1000	60%	软件
深圳市英唐保理有限公司	三级	10000	100%	金融
深圳市英唐融资租赁有限公司	三级	2000	75%	金融
怡海能达（香港）有限公司	四级	HKD3000	100%	电子元器件分销
联合创泰科技有限公司	四级	HKD500	80%	电子元器件分销
英唐科技（香港）有限公司	五级	HKD100	60%	电子元器件分销
青岛英唐供应链管理有限公司	二级	5000	51%	电子元器件分销
深圳市维泰软件开发技术有限公司	三级	100	51%	软件开发
厦门市华商龙科技有限公司	三级	100	100%	电子元器件分销
青岛华商龙科技有限公司	三级	100	100%	电子元器件分销
深圳市英唐致盈供应链管理有限公司	二级	1000	51%	电子元器件分销
青岛英伟创物联科技有限公司	三级	500	70%	电子元器件分销
惠州市英唐智能控制有限公司	二级	500	100%	物业管理

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2] \}$
预付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初预付款项} + \text{期末预付款项}) / 2] \}$
预收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初预收款项} + \text{期末预收款项}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 预收款项周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数 + 预付款项周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 其他应付款中的有息债务 + 长期应付款中的有息债务

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。