

英唐智控 (300131)

资源整合持续扩大版图，打造国内分销龙头

推荐 (首次)

现价: 6.19 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.yitoo.com
大股东/持股	胡庆周/25.40%
实际控制人	胡庆周
总股本(百万股)	1,070
流通 A 股(百万股)	788
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	66.20
流通 A 股市值(亿元)	48.77
每股净资产(元)	1.67
资产负债率(%)	65.8

行情走势图



证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@PINGAN.COM.CN

研究助理

徐勇 一般从业资格编号
S1060117080022
0755-33547378
XUYONG318@PINGAN.COM.CN

韩允健 一般从业资格编号
S1060119030022
021-38093865
HANYUNJIAN297@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **转型分销，跻身国内一流梯队：**公司先后并购华商龙和联合创泰，转型电子行业分销。2018 年公司营收跨过百亿关口，国内排名第三。从国际分销龙头艾睿电子、安富利、大联大的发展路径来看，并购整合是企业在分销市场中快速成长的必经之路，对比全球市场，全球 CR3、CR10 和 CR20 的市场份额分别是 14.72%、18.40%和 19.36%，而国内只有 2.41%、5.22%和 6.84%，一方面，由于国内市场起步晚，因此跟发达国家比，整个中国电子元器件分销行业较为分散；另一方面，分销企业在早些年资金等方面压力不大，作为全球最大的电子市场，中国大陆供应链近年来崭露头角。随着国内分销企业规模不断扩大，对资金需求越来越强烈。同时，头部企业的并购整合逐渐增多，大资本的进入将会加快行业的整合与发展，更快的提升行业的集中度。
- **坐拥实力原厂，分销版图不断扩充：**公司积极进行资源整合与合作，一方面，深圳华商龙在授权代理上游原厂产品的同时，不断为下游客户提供更有针对性的技术支持服务和供应链管理服务，加大市场开拓力度，不断提高品牌影响力，赢得更多上游原厂的授权分销。公司在产业链的横向整合中吸纳了 SK 海力士、MTK、楼氏、罗姆、新思、汇顶等众多优质品牌；另一方面，通过完善公司的电子分销产品线，增强公司资源性优势，为客户提供更全面的一揽子服务，增加核心大中型客户的黏性，从而提高公司的市场综合竞争力和盈利能力。目前，公司在云服务器基础设施领域的客户包括 BAT，是 SK 海力士在 BAT 的唯一内存供货代理商，与中国移动签订关于 MTK 主芯片产品采购，有望受益于云服务器与 5G 的红利。
- **牵手赛格集团，背靠国资解决资金瓶颈：**公司拟通过本次非公开发行引入战略投资者赛格集团。赛格集团作为深圳市国资委下属控股企业，不仅具备较强的资金实力，其在半导体及电子商务市场领域的业务布局，与公司主营业务的发展存在较强的协同效应：一方面，有利于英唐智控借助赛格集团的业务资源，开拓新客户并争取优质电子元器件品牌代理资质；另一方面，赛格集团在半导体方面的技术积累可有效提升英唐智控的技术服务能力；最后，背靠国企，有利于拓宽公司融资渠道、提升信用评级，彻底解决公司资金瓶颈，为公司长远发展奠定基础。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7400	12114	14295	17868	22335
YoY(%)	75.3	63.7	18.0	25.0	25.0
净利润(百万元)	143	141	245	350	474
YoY(%)	-29.0	-1.7	74.4	42.7	35.5
毛利率(%)	8.6	7.7	8.5	8.5	8.5
净利率(%)	1.9	1.2	1.7	2.0	2.1
ROE(%)	8.6	10.3	12.9	16.5	19.2
EPS(摊薄/元)	0.13	0.13	0.23	0.33	0.44
P/E(倍)	46.3	47.1	27.0	18.9	14.0
P/B(倍)	3.5	3.9	3.4	3.0	2.5

- **投资建议：**英唐智控通过并购华商龙和联合创泰进入电子分销领域，在产业链的横向整合中吸纳了 SK 海力士、MTK、楼氏、罗姆、新思、汇顶等众多优质品牌；客户上拥有 BAT、中国移动等顶级客户；同时，牵手赛格集团，背靠国资有利于解决资金瓶颈，可有效提升上市公司的资信和抗风险能力，有助于上市公司加速成为电子分销行业的龙头企业。我们预计公司 2019-2022 年营收为 142.95 亿元、178.68 亿元和 223.35 亿元，对应 EPS 为 0.23 元、0.33 元和 0.44 元，对应的 PE 为 27 倍、19 倍和 14 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 互联网公司资本开支执行不及预期会使 IDC 运营服务市场增长不及预期：若是这些互联网公司购买服务器的资本开支执行不及预期，会使得整个 IDC 运营服务市场增长不及预期；2) 宏观经济波动风险：受到美国经济下行和中国经济增速放缓的影响，预计全球 GDP 增速将继续下降。在宏观经济下行背景下，全球消费电子需求预将下降；3) 产品技术更新风险：产业链公司属于移动通信行业，产品技术升级快、新技术与新工艺层出不穷。如果公司不能持续更新具有市场竞争力的产品，将会削弱公司的竞争优势；4) 中美贸易摩擦走势不确定的风险：未来如果中美之间的贸易摩擦进一步恶化，限制高端芯片出口到中国或者对相关产品征收高额关税，会对产业链公司产生一定影响；5) 5G 进度不及预期：5G 作为通信行业未来发展的热点，通信设备商及电信运营商虽早已开始布局下一代通信技术，现阶段也在有序推进，未来可能出现不及预期的风险。

正文目录

一、转型电子分销，打造一站式服务平台	6
1.1 转型分销，跻身国内一流梯队	6
1.2 资源整合，并购壮大成必经之路	8
1.3 对比海外，集中度仍具提升空间	12
二、坐拥实力原厂，分销版图不断扩充	15
2.1 顺应国产化趋势，匹配国内庞大市场	15
2.2 华商龙：泛品类、泛渠道，强销售实力	17
2.3 联合创泰：服务 BAT 等顶级客户，受益 5G、云服务市场	18
三、牵手赛格集团，背靠国资解决资金瓶颈	21
四、投资建议	22
五、风险提升	23

图表目录

图表 1	英唐智控业务结构图	6
图表 2	英唐智控营收及增速	7
图表 3	英唐智控归母净利及增速	7
图表 4	英唐智控营收分类（2015）	7
图表 5	英唐智控营收分类（2018）	7
图表 6	英唐智控毛利率	7
图表 7	英唐智控净利率	7
图表 8	电子元器件分销商类型	8
图表 9	全球前 20 分销商排名（按照 2018 年营收规模）	8
图表 10	近三年中国电子元器件分销商排名（单位：亿元人民币）	9
图表 11	电子分销三大巨头通过持续并购扩大自身规模	10
图表 12	大联大营收及增速	10
图表 13	大联大扣非归母净利及增速	10
图表 14	安富利营收及增速	11
图表 15	安富利扣非归母净利及增速	11
图表 16	艾睿电子营收及增速	11
图表 17	艾睿电子扣非归母净利及增速	11
图表 18	国内电子分销企业资本运作	11
图表 19	电子分销企业营收对比（亿人民币）	13
图表 20	电子分销企业扣非后归母净利对比（亿人民币）	13
图表 21	电子分销企业毛利率对比	14
图表 22	电子分销企业净利率对比	14
图表 23	全球&中国电子元器件分销商市场集中度	14
图表 24	国内智能机销量占据全球三成份额	15
图表 25	全球智能手机各品牌份额	15
图表 26	全球半导体市场规模及增速（亿美元）	16
图表 27	半导体市场各地区分布（2018）	16
图表 28	国内集成电路产业连年逆差	16
图表 29	深圳华商龙分销流程示意图	17
图表 30	深圳华商龙分销的主要类别	17
图表 31	华商龙营收及净利	18
图表 32	华商龙在原厂代理商体系排名情况	18
图表 33	联合创泰产品线	19
图表 34	主要互联网 APP 使用时长	19
图表 35	中国服务器数量（万台）	20
图表 36	我国 IaaS 服务厂商市场份额	20

图表 37 2016-2018 联合创泰营收及净利	20
图表 38 联合创泰产品线主要客户	21
图表 39 英唐智控与赛格集团产业协同	22
图表 40 英唐智控与可比公司估值对比	23

一、转型电子分销，打造一站式服务平台

英唐智控自成立以来主要从事智能控制器的研发、制造和销售，在过去的十多年中积累了大量的智能控制领域的关键技术和管理经验。凭借经验以及对行业的深刻理解，近些年公司通过合作和外延并购向智能家居物联网和电子行业 B2B 商务等领域转型。到目前为止，已建立了以智能控制及电子元器件分销为业务基础，以电子信息产业互联网平台为核心的发展战略。未来公司将以平台大数据分析及应用为基础，逐步建立智能、共享、有序的电子信息产业生态圈。

图表1 英唐智控业务结构图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

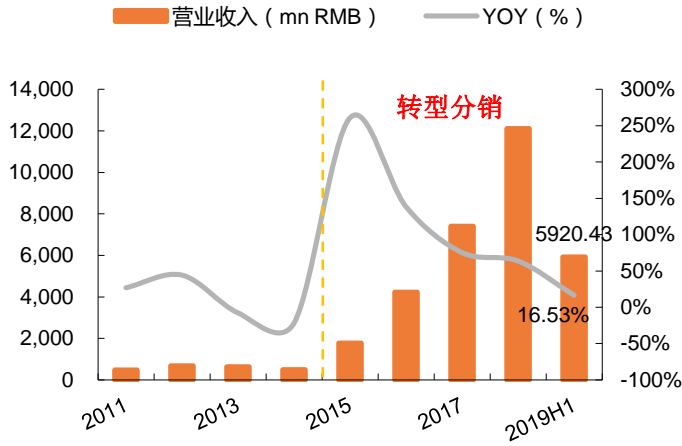
1.1 转型分销，跻身国内一流梯队

- 2015年3月，公司以11.45亿元并购华商龙100%股权，新增了电子元器件分销业务，逐步实现多元化经营；
- 2016年6月，英唐智控全资子公司深圳华商龙以自有资金1,500万元对深圳海威思增资，认购深圳海威思60%的股权（2016年8月收购剩余40%的股权），成为深圳海威思的控股股东，丰富公司电子元器件分销业务产品线；
- 2017年1月，全资孙公司华商龙商务控股有限公司收购联合创泰科技48.45%的股权（2018年3月以31550万元收购联合创泰31.55%的股权；2019年7月华商龙以46,000万元人民币收购联合创泰剩余的20%股权。收购完成后，华商龙控股持有联合创泰100%的股权），联合创泰同时拥有MTK的主控芯片和SK海力士品牌的代理权，横向整合公司电子分销业务产品线，更好的为客户提供上下游一揽子服务，最终实现公司战略规划目的；
- 2017年6月，深圳华商龙将以3,825万元的价格收购怡亚通所持有的怡海能达51%的股权，扩大电子元器件分销业务规模及市场占有率。

自2015年公司通过业务结构性调整将华商龙纳入合并报表，新增了电子元器件分销业务，逐步实现多元化经营。分销业务营收占比从2015年的84.47%提升至2018年的98.36%。2018年公司营收

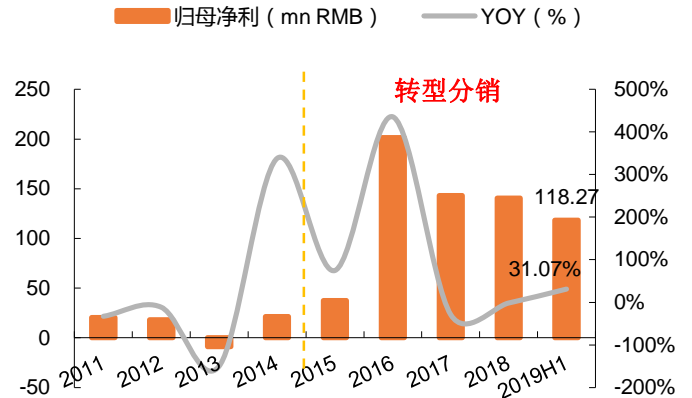
跨过百亿关口，2019年上半年公司实现营收 59.20 亿元，同比增长 16.53%，实现归母净利 1.18 亿元，同比增长 31.07%。

图表2 英唐智控营收及增速



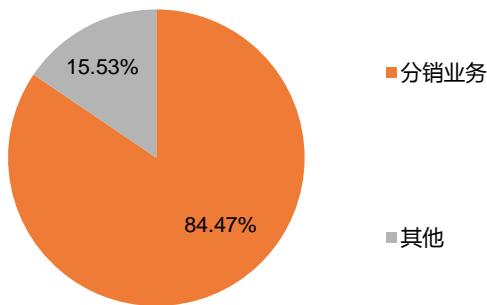
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表3 英唐智控归母净利及增速



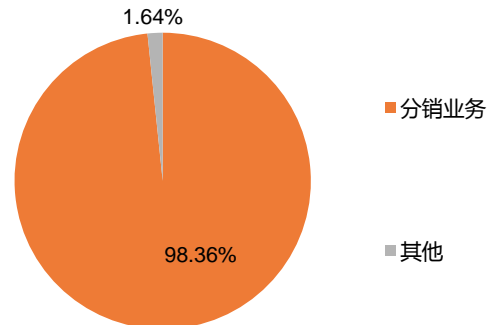
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 英唐智控营收分类 (2015)



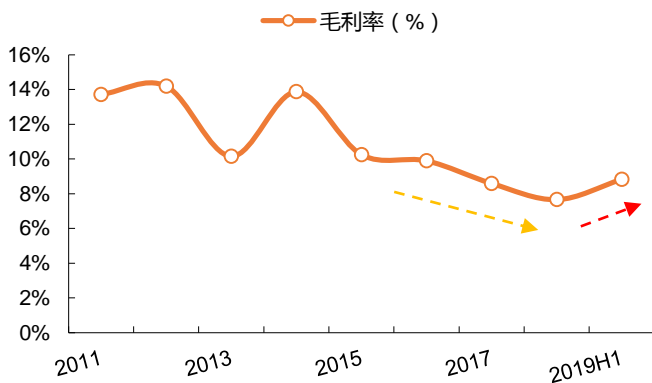
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 英唐智控营收分类 (2018)



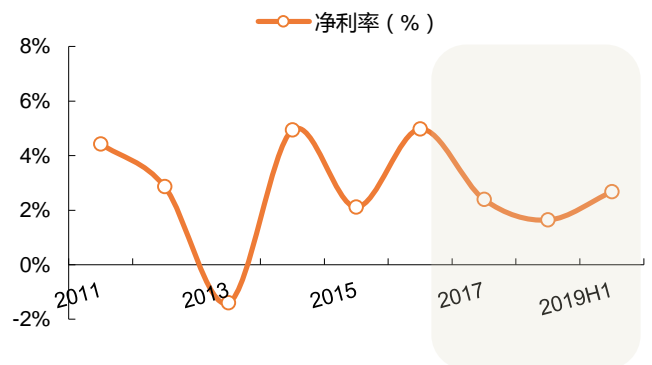
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 英唐智控毛利率



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 英唐智控净利率



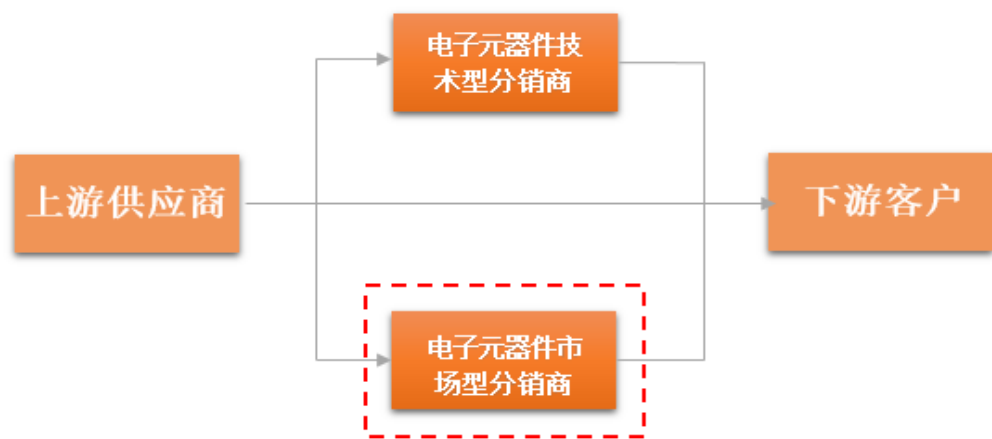
资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 资源整合，并购壮大成必经之路

电子元器件分销商是电子工业行业经营中的重要组成部分，其经营模式是将上游原厂的产品和服务传递到下游电子产品生产制造商，并将下游电子产品制造商的真实需求反馈给上游原厂，电子元器件分销商的主要收益是来自电子元器件产品分销所带来的收入。根据为下游客户提供的增值服务内容不同，可以分为**市场型分销商**和**技术型分销商**（英唐属于**市场型分销商**）。

- **市场型分销模式：**市场型分销商的业务来自于下游电子产品制造商的需求，此种销售模式销量主要取决于下游电子设备制造商，由于技术支持相对简单。因此，市场型分销商分销的产品以不需要太多技术支持的普通电子元器件为主，利润主要靠产品销量来驱动。
- **技术型分销模式：**技术型分销商基于对电子元器件性能的理解和下游电子设备制造商客户的需求的把握，可以从技术上满足电子设备制造商自身研发新产品对于电子元器件的比较和选型等需求，缩短电子设备制造商研发新产品的的时间。

图表8 电子元器件分销商类型



资料来源：公司网站，平安证券研究所

按照 2018 年营收规模排名，排名前十位的电子元器件分销商分别为 Arrow、Avnet、WPG Holdings LTD、Future Electronics、Digi-Key Electronics、TTI Inc、Allied Electronics & Automation、Mouser、Smith 和 Newark。其中，达到百亿美元营收的共有 3 家，十亿美元至百亿美元营收之间的共有 9 家。

据统计，排名前十的企业 2018 年总营收约为 848 亿美元，TOP50 企业 2018 年总营收约为 920 亿美元，前十企业占 TOP50 企业营收比重约为 92.24%。排名前三的企业 2018 年总营收约为 668 亿美元，占 TOP50 企业营收比重约为 72.62%。由此可见，产业集中度非常高。

图表9 全球前 20 分销商排名（按照 2018 年营收规模）

排名	分销商	归属地	营收	备注
1	Arrow Electronics	美国	\$29.67 billion	百亿级
2	Avnet Inc	美国	\$19.04 billion	
3	WPG Holding Ltd	中国台湾	\$18.07 billion	
4	Future Electronics	加拿大	\$5 billion	十亿至百亿级
5	Digi-Key Electronics	美国	\$3.16 billion	
6	TTI Inc	美国	\$2.80 billion	
7	Allide Electronics&Automation	英国	\$2.03 billion	

排名	分销商	归属地	营收	备注
8	Mouser Electronics	美国	\$1.9 billion	
9	Smith&Associates	美国	\$1.66 billion	
10	Newark	英国	\$1.5 billion	
11	Rutronik	美国	\$1.22 billion	
12	Fusion Worldwide	美国	\$1.01 billion	
13	DAC/Heilind	美国	\$959.1 million	十亿以下
14	Sager Electronics	美国	\$308 million	
15	America II electronics	美国	\$283 million	
16	Master Electronics	美国	\$280 million	
17	NewPower Worldwide	美国	\$252.2 million	
18	PEI-Genesis	美国	\$250 million	
19	Bisco Industries Inc	美国	\$202.86 million	
20	Rand Technology	美国	\$187million	

资料来源: SourceTadey 芯师爷, 平安证券研究所

国内市场, 2018 年本土分销商的业绩普遍增长。排名前十的企业分别是: 泰科源、中电港、英唐智控、深圳华强、武汉力源、唯时信电子、信和达电子、新蕾科技、科通芯城和天河星。营收超百亿的企业数量由 2016 年的三家、2017 年的两家飙升至 2018 年的六家, 泰科源、中电港、英唐智控分列前三名。其中, 英唐智控排名稳步提升, 从 2016 年的第 12 名、2017 年的第 6 名上升至 2018 年的第 3 名。

2018 年受益于被动器件部分产品价格上涨的行情, 天河星 (100%)、唯时信电子 (61.72%)、商络电子 (53.5%) 等代理被动元器件的分销商营收增长势头迅猛。另外, 受益于云服务器建设投入、存储器价格上涨, 泰科源 (三星存储代理商之一)、英唐智控 (联合创泰是 SK 海力士代理商之一) 等分销商营收增速表现不俗。

图表10 近三年中国电子元器件分销商排名 (单位: 亿元人民币)

年份	2016		2017		2018	
序号	公司	营收	公司	营收	公司	营收
1	科通芯城	129.33	泰科源	173	泰科源	200
2	中电港	102	中电港	135	中电港	160
3	泰科源	100	科通芯城	94	英唐智控	121.14
4	武汉力源	71.93	深圳华强	82.98	深圳华强	118
5	路必康	60	武汉力源	82.5	武汉力源	107.97
6	好上好控股	58.39	英唐智控	74	唯时信电子	103.5
7	唯时信电子	56	唯时信电子	64	信和达电子	70.2
8	深圳华强	55.45	路必康	58	新蕾科技	60
9	芯智控股	46.14	信和达电子	55.5	科通芯城	53.35
10	信和达电子	46	新蕾电子	53	天河星	50
11	新蕾电子	45	好上好控股	50.9	好上好控股	46.63
12	英唐智控	42.22	南基国际	40	路必康	46
13	韦尔半导体	21.6	芯智控股	38.8	南基国际	44
14	亚讯科技	20	天河星	25	芯智控股	42
15	世强先进	20	韦尔半导体	24.06	韦尔半导体	39.64
16	润欣科技	15.39	商洛电子	20	商洛电子	30.07
17	利尔达	14.59	睿能科技	19.09	博思达	20
18	商洛电子	14.5	亚讯科技	19	首科电子	19
19	贝能国际	13	润欣科技	18.3	睿能科技	18.53

20	周立功	13	利尔达	15.18	亚讯科技	17.26
----	-----	----	-----	-------	------	-------

资料来源：国际电子商情，平安证券研究所

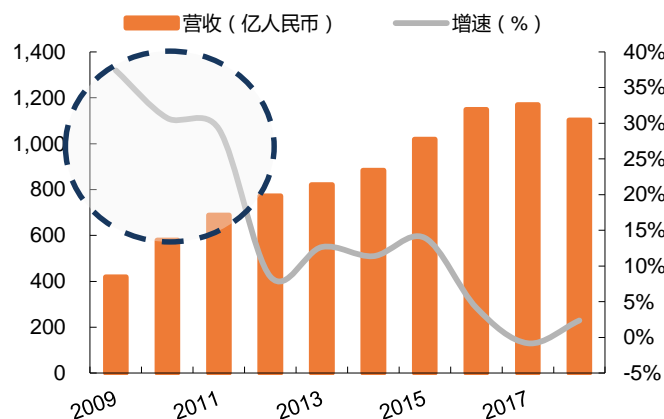
从国际分销龙头艾睿电子、安富利、大联大的发展路径来看，并购整合是在分销市场中快速成长的必经之路。艾瑞电子在 2010 年收购 Verical Inc、Converge、Richardson RFPD，2011 年收购 Nu Horizons Electronics、Chip One Stop；安富利在 2010 年收购 BellMicroproducts、Eurotone 部分资产、2011 年收购北京合众达分销业务、台湾得毅、台湾合讯，2016 年收购英国派睿；大联大在 2010 年收购友尚、全润，2016 年收购中电港 15% 股份、入股商络电子。

图表11 电子分销三大巨头通过持续并购扩大自身规模

时间	收购方	被收购方	交易金额
2016.8	WPG (大联大)	入股商络电子	未知
2016.7	Avnet (安富利)	英国派睿	60.7 亿人民币
2016.7	WPG (大联大)	中电港 15% 的股份	1.5 亿人民币
2011.8.9	Arrow (艾睿电子)	Chip One Stop	未知
2011.8.1	Avnet (安富利)	台湾合讯	未知
2011.8.1	Avnet (安富利)	台湾得毅	未知
2011.6.28	Avnet (安富利)	北京合众达分销业务	未知
2011.1.4	Arrow (艾睿电子)	Nu Horizons Electronics	1.3 亿美元
2010.12	WPG (大联大)	友尚、全润	未知
2010.10.4	Avnet (安富利)	Eurotone 部分资产	未知
2010.10.1	Arrow (艾睿电子)	Richardson RFPD	2.2 亿美元
2010.4.7	Arrow (艾睿电子)	Converge	未知
2010.4.7	Arrow (艾睿电子)	Verical Inc	未知
2010.3	Avnet (安富利)	Bell Microproducts	5.94 亿美元

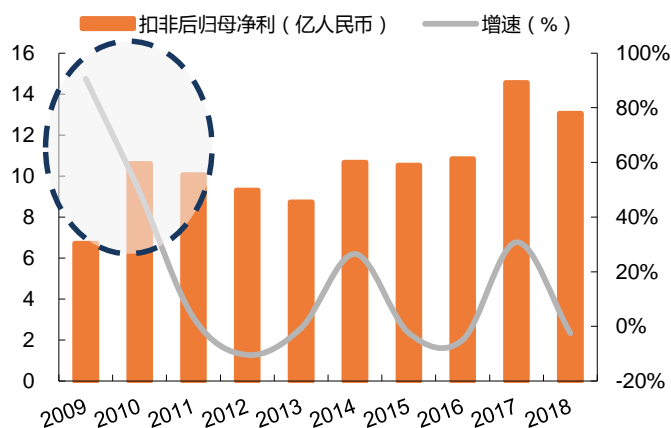
资料来源：国际电子商情，平安证券研究所

图表12 大联大营收及增速



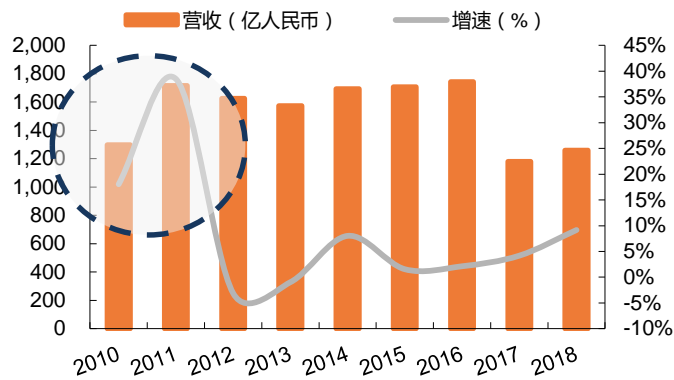
资料来源：wind，平安证券研究所

图表13 大联大扣非归母净利及增速



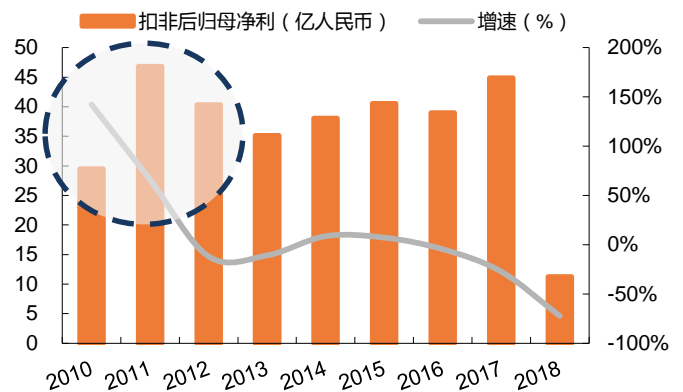
资料来源：wind，平安证券研究所

图表14 安富利营收及增速



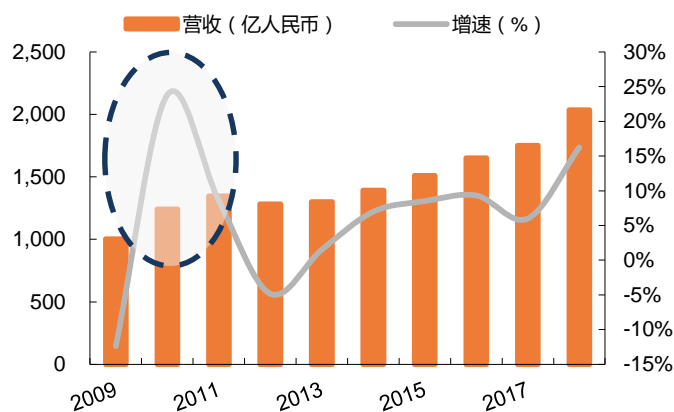
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 安富利扣非归母净利润及增速



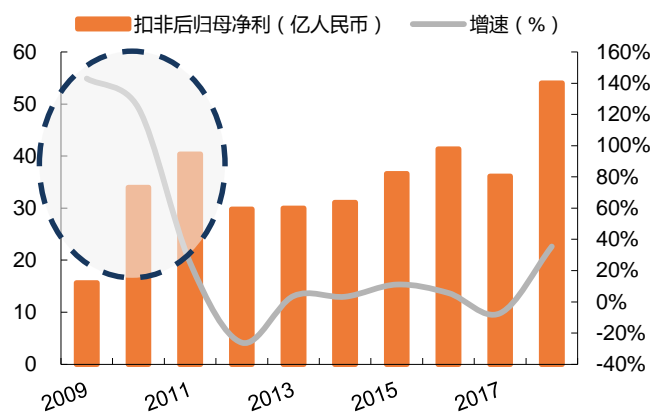
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表16 艾睿电子营收及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表17 艾睿电子扣非归母净利润及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

随着智能手机从增量市场变成存量市场、中美贸易摩擦加剧、制造业成本上升、半导体产业步入周期性回落等诸多不利因素的影响叠加,本土分销市场面临着更激烈的市场竞争和行业洗牌。因此,国内分销行业开始步入资源整合的时代。在这个产业大背景下,各大上市分销商纷纷加速了自身的资本运作进程。例如商洛电子已启动 IPO 计划,而雅创电子、利尔达、北高智等也在积极寻求资本之路。英唐智控拟进一步并购前海首科,目标是扩充产品线,加速实现对产业链高度覆盖。

图表18 国内电子分销企业资本运作

相关企业	事项
好上好	效仿大联大,成立好上好控股,包括北高智、天午、大豆等公司
润欣科技	2015年公司创业板上市
商洛电子	2015年挂牌新三板 2017年公司在全国中小企业股份转让系统终止挂牌
英唐智控	2015年3月,公司以11.45亿元并购华商龙100%股权,新增了电子元器件分销业务 2017年收购联合创泰科技48.45%的股权(2018年3月以31550万元收购联合创泰31.55%的股权;2019年7月华商龙以46,000万元人民币受让黄泽伟先生持有的

相关企业	事项
	联合创泰 20%股权。收购完成后，华商龙控股将持有联合创泰 100%的股权），打造电子分销垂直领域航母
力源信息	2015 年 3 月公司以 1.42 亿的价格收购鼎芯无限 35%股权 2015 年 9 月公司以 3.60 亿的价格收购飞腾电子 100%股权 2016 年 8 月公司以 26.3 亿的价格收购武汉帕太 100%股权
淇诺电子	2016 年公司挂牌新三板
芯智控	2016 年登录港交所 2018 年以收购目标公司铭冠国际已发行股份的 25%签订股份收购协议，本次收购总金额为 307 万美元
深圳华强	2017 年 1 月公司以 6.16 亿的价格收购鹏源电子 70%股权 2017 年 7 月公司以 4.24 亿的价格收购淇诺电子 60%股权 2018 年 4 月公司以 2.72 亿的价格收购芯斐电子 60%股权
韦尔半导体	2017 年登录上交所，分销加 IC 设计的模式 2019 年并购北京豪威进入 COMS 领域

资料来源：国际电子商情，平安证券研究所

1.3 对比海外，集中度仍具提升空间

电子元器件分销商行业的盈利模式已经从传统的缺料现货模式，逐步向 NPI(新产品导入)配套服务、PPV（物料清单）配套服务和 VMI（库存管理）等综合配套服务模式的转变。因此，一些拥有完善服务体系、深厚的技术积累和一定品牌知名度的分销商将占领更多的市场份额。目前国际的分销商主要有：ARROW、AVNET 和大联大，国内上市分销商主要包括英唐智控、深圳华强、力源信息和润欣科技。

- **ARROW（艾睿电子公司）**是一家电子组件产品及服务的提供商和服务商，为工商企业提供的产品、服务和解决方案包括材料的规划、新产品的设计服务、编程和组装服务、库存管理、反向物流、电子资产处置(EAD)和各种在线供应工具。
- **AVNET（安富利股份有限公司）**主要分销计算机产品和半导体，以及互连、无源和机电组件。同时还提供供应链整合、工程设计和技术服务。安富利的客户遍及全球各地，为全球 70 多个国家 300 多个地区的客户服务。
- **大联大控股**是一家于台湾证券交易所上市之电子通路企业亚太区市场份额领先的电子元器件分销商，代理产品供应商超过 250 家，提供创造需求、交钥匙解决方案、技术支持、仓储物流与 IC 电子商务等增值服务，满足原始设备制造商、原始设计制造商、电子制造服务商及中小型企业等不同客户需求，全球超过 130 个分销据点（亚太区约 80 个）。

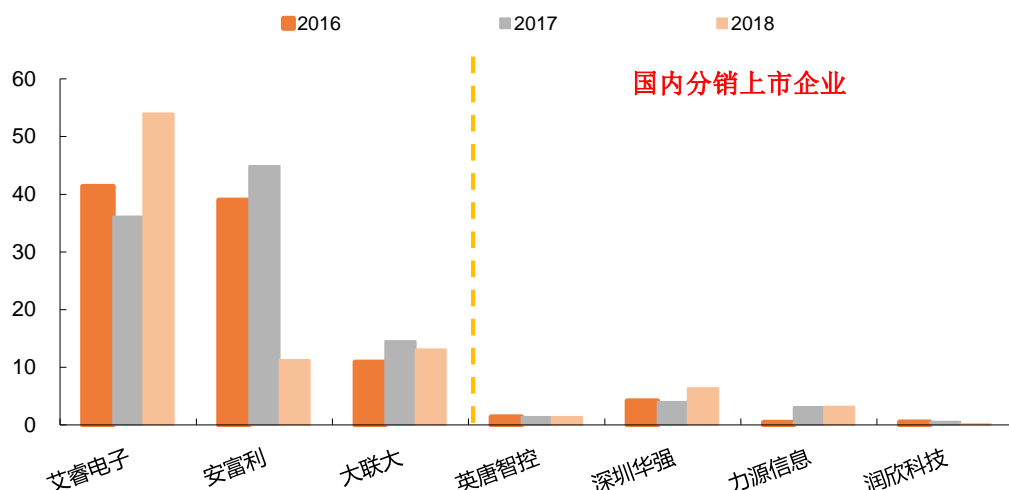
2018 年 ARROW、AVNET 和大联大营收规模分别为 2036.78 亿元、1259.59 亿元和 1102.25 亿元。国内上市电子分销商中，英唐智控、深圳华强、力源信息和润欣科技分别为 121.14 亿元、118 亿元、107.97 亿元和 16.93 亿元，比较而言，国内分销商整体规模相比国际一流分销商还有差距。随着电子产业向国内转移，以英唐智控为代表的大陆一流电子分销商具有很大的成长空间。

图表19 电子分销企业营收对比（亿人民币）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表20 电子分销企业扣非后归母净利对比（亿人民币）



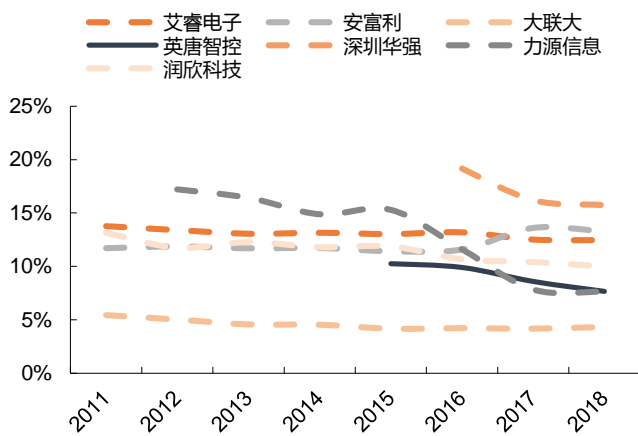
资料来源: wind, 平安证券研究所

国内方面，由于市场起步晚，因此跟发达国家比，整个中国电子元器件分销行业较为分散。电子元器件分销行业规模驱动的行业特点和受人员、资金、地域等资源限制，大中型分销商遵循“28”原则，集中精力聚焦上下游大客户，中小型长尾客户受到忽视。

全国约 300 万家电子制造商(电子元器件下游买方)中，仅约 3000 家大型蓝筹制造商可获得品牌原厂商或大型分销商服务，大量长尾客户需要依靠多层次的小型分销商、零售商等获得所需元器件，产品价格、种类、品质、数量均难以得到长期稳定的有效供应。

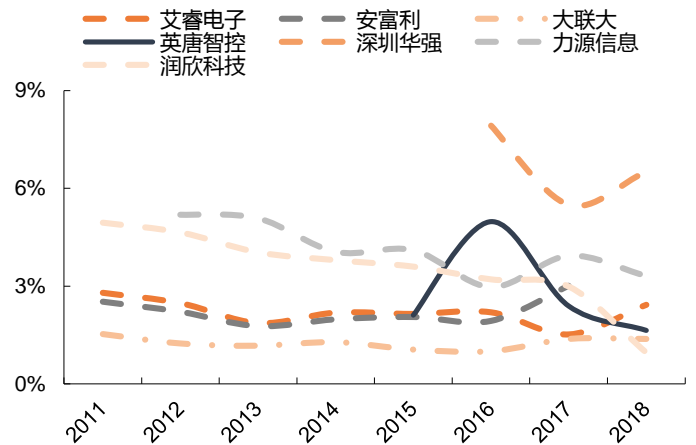
对比各家盈利情况，电子行业分销企业毛利率和净利率均值分别为 10%和 3%左右，英唐智控与行业整体水平大体相当。

图表21 电子分销企业毛利率对比



资料来源: wind, 平安证券研究所

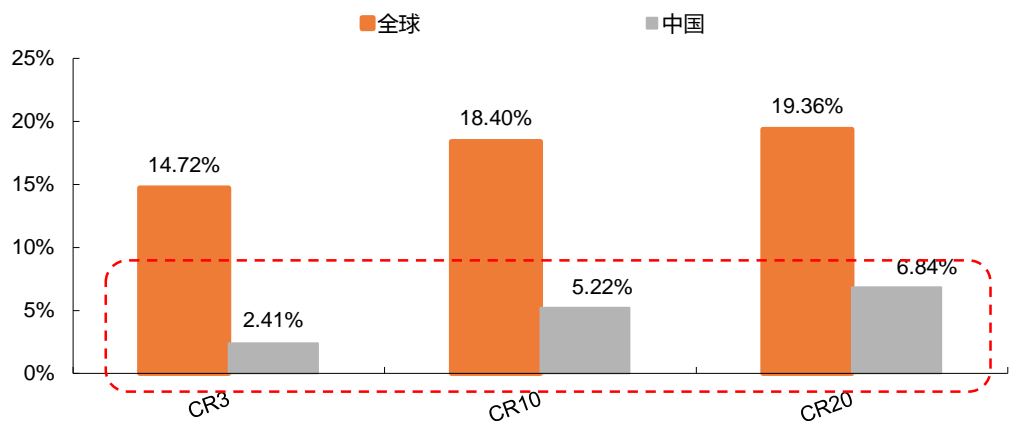
图表22 电子分销企业净利率对比



资料来源: wind, 平安证券研究所

对比全球市场,全球 CR3、CR10 和 CR20 的市场份额分别是 14.72%、18.40%和和 19.36%,而国内只有 2.41%、5.22%和 6.84%,一方面,国内半导体和元器件厂商尚处于成长之中,国际一流分销商靠近原厂,且发展时间长并经历多次整合;另一方面,国内电子行业起步相对晚,分销企业在早年的资金等方面压力不大。作为全球最大的电子市场,中国大陆供应链近年来崭露头角。随着行业对资本的需求越来越强烈,上市会成为不少分销商将来发展的选择和目标。大资本的进入将会加快行业的整合与发展,更快的提升行业的集中度。

图表23 全球&中国电子元器件分销商市场集中度



资料来源: 国际电子商情, 平安证券研究所

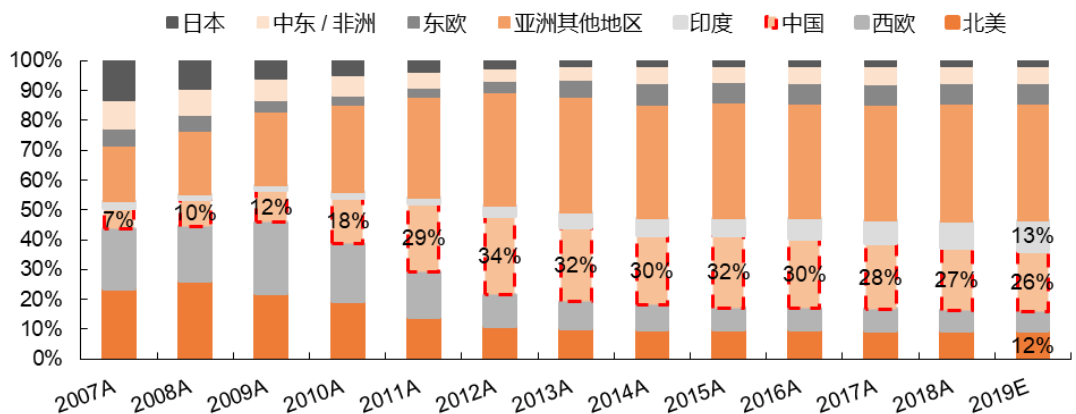
二、坐拥实力原厂，分销版图不断扩充

2.1 顺应国产化趋势，匹配国内庞大市场

国内智能机销量占据全球三成份额：2009 年以来，中国智能手机的出货量在全球的占比稳步攀升，2011 年中国已经超越美国成为全球最大的智能手机市场。无论是整体手机还是智能手机的出货量，中国都是最大的市场。

从 2018 年各个国家市场份额来看，排名前三的分别是中国、印度和美国，市场份额分别为 26%、13%和 12%。

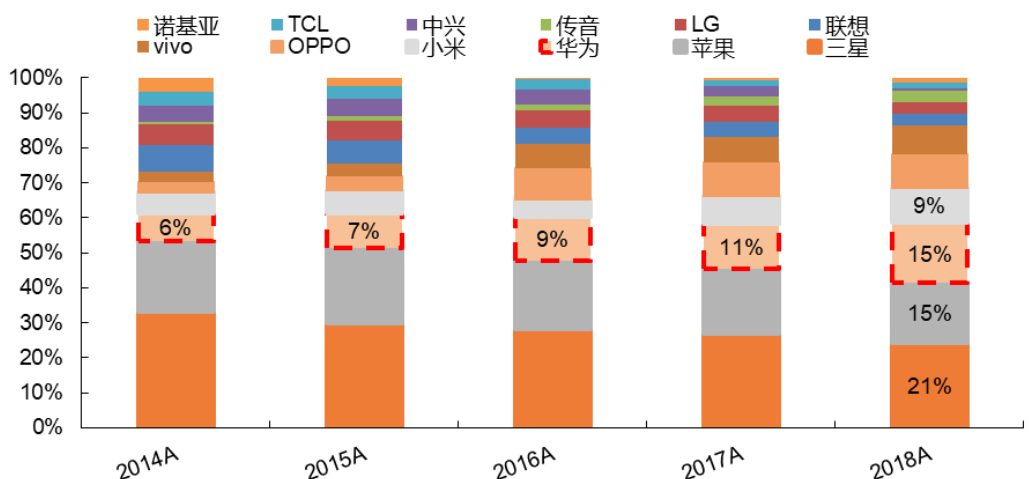
图表24 国内智能机销量占据全球三成份额



资料来源：IDC，平安证券研究所

国产品牌受益国内市场崛起：百花齐放的中国智能手机市场为消费者提供了多种多样的选择，随着移动互联趋势加深，智能手机将成为越来越多消费者的首选，中国巨大的市场需求在吸引国际巨头的同时也给中国本土手机品牌的崛起增添了更多的筹码。

图表25 全球智能手机各品牌份额

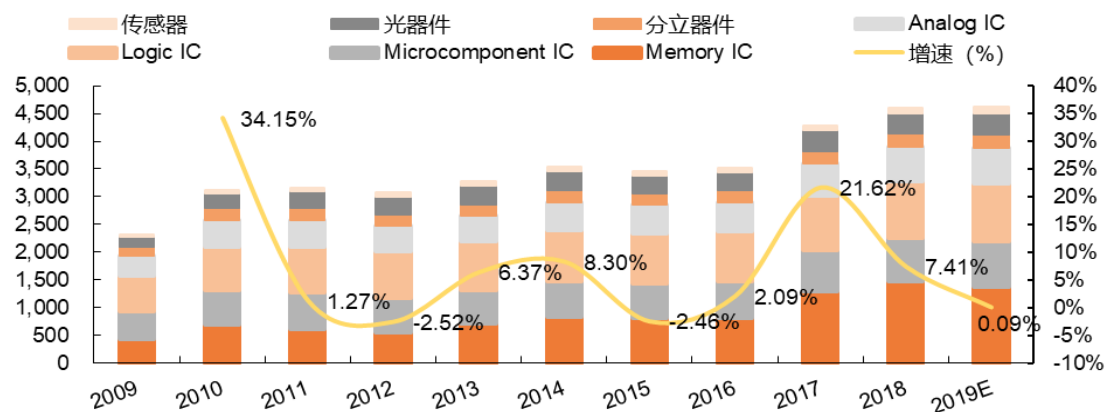


资料来源：IDC，平安证券研究所

2018 年全球半导体市场规模为 4607.63 亿美元，同比增长 7.4%。首次突破 4500 亿美元大关，创十年以来新高。其中，集成电路产品市场销售额为 3897.97 亿美元，同比增长 8.09%，增速放缓，低于 2017 年的 24.06%。

集成电路市场销售额占到全球半导体市场总值 85% 的份额。存储器件产品市场销售额为 1484.95 亿美元，同比增长 13.98%，占到全球半导体市场总值的 32.22%。

图表26 全球半导体市场规模及增速（亿美元）

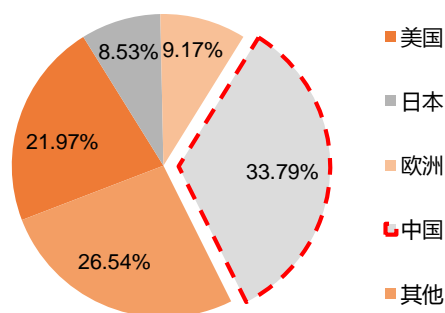


资料来源: IHS、wind, 平安证券研究所

中国已成为全球半导体最大的消费市场: 中国智能手机、平板电脑、汽车电子、智能家居等物联网市场快速发展，尤其智能手机和平板电脑市场快速增长，对各类集成电路产品需求不断增长。根据 WSTS 统计，2018 年中国大陆半导体市场销售值占全球比重达到 33.79%，是全球最大的市场。

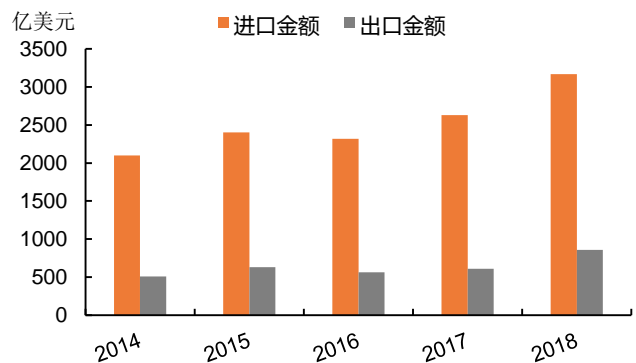
国内供给能力不足，进口替代空间大: 目前，中国半导体产业仍处于初级发展阶段，发展程度低于国际先进水平。尤其在集成电路领域，进口替代空间广阔。2018 年我国集成电路出口金额为 860.15 亿美元，进口金额为 3166.81 亿美元，贸易逆差同比增长 11.21%。2015 年起集成电路的进口金额连续 4 年超过原油，成为我国第一大进口商品。

图表27 半导体市场各地区分布（2018）



资料来源: WSTS, 平安证券研究所

图表28 国内集成电路产业连年逆差



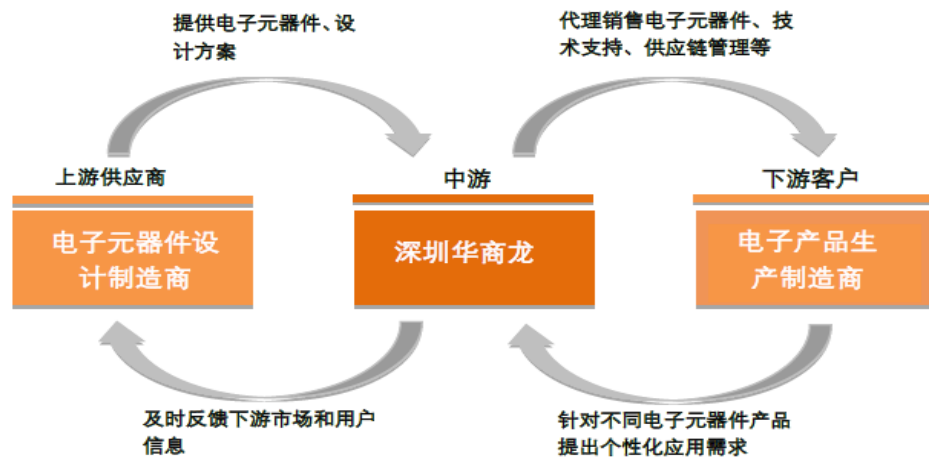
资料来源: IHS、wind, 平安证券研究所

2.2 华商龙：泛品类、泛渠道，强销售实力

深圳华商龙是一家专注于为手机、家电、汽车电子行业等领域的客户提供电子元器件产品分销、技术支持、供应链管理服务等一体的市场型分销商。针对客户在产品设计、产品定型及批量生产等各个阶段对电子元器件产品的不同需求，向客户提供包括产品资料、产品选型、免费样品、小量销售、参考设计、技术支持、供应链管理服务等一揽子增值服务。

深圳华商龙是该产业链中连接上游原厂和下游客户的重要纽带。凭借成熟的商业模式与丰富的团队经验，在电子元器件分销行业树立了良好的品牌形象。作为典型的电子元器件市场型分销商，深圳华商龙从上游原厂处采购电子元器件，上游原厂为深圳华商龙在信息、技术、供货方面提供支持，为下游客户提供电子元器件产品的分销并提供技术支持、供应链管理服务等一系列增值服务。

图表29 深圳华商龙分销流程示意图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

深圳华商龙代理及销售国内外著名原厂的的产品，主要包括电子元件、电子器件和触控显示等类别产品。目前公司在服务手机行业、汽车电子和家电行业等消费电子行业的同时，进一步提高相关行业如：安防设备、工业电子、新能源及轨道交通等行业市场份额。

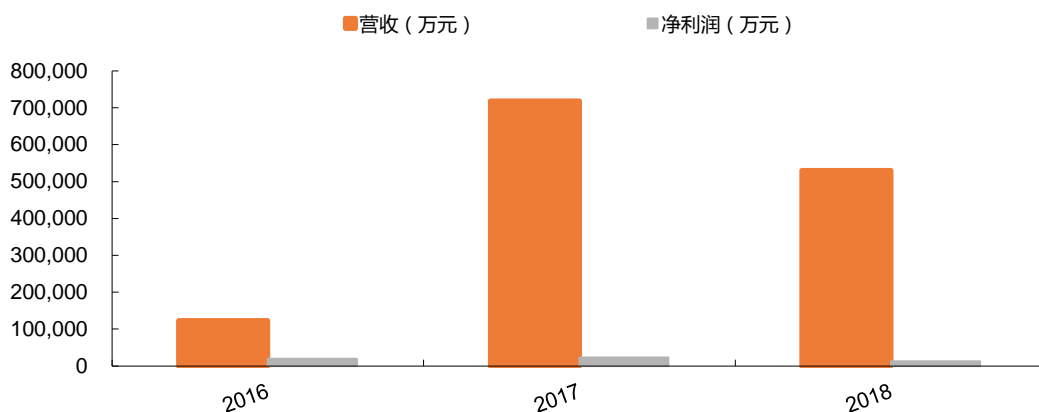
图表30 深圳华商龙分销的主要类别

产品分类	内容
电子元件	包括电容、电阻、连接器等被动元件
电子器件	包括电源器件、光电器件、存储器件、集成电路、IC 芯片等
触控显示	包括 LCD 面板、触摸屏、玻璃、LCM 模组等
其他	包括整机、原材料等

资料来源：公司网站，平安证券研究所

虽然电子元器件行业整体发展趋势良好，但是自 2014 年初以来，由于触控显示行业竞争加剧，导致了触控显示行业产能持续过剩、库存堆积，触控显示类产品毛利率较低等问题，深圳华商龙 2014 年度的销售结构中，触控显示占比达 75%。深圳华商龙通过调整销售产品类别结构，实现销售收入逐步向电子元件和电子器件转移，2018 年触控显示约为 30%。

图表31 华商龙营收及净利



资料来源: wind, 平安证券研究所

处于中游的电子元件分销商对于上游原厂而言,可以弥补原厂与下游客户信息不对称及服务不足的问题,使原厂得以聚集优势用于电子元件的研发、设计和生产。深圳华商龙将在授权代理上游原厂产品的同时,不断为下游客户提供更有针对性的技术支持服务和供应链管理服务,加大市场开拓力度,不断提高品牌影响力,赢得更多上游原厂的授权分销。

图表32 华商龙在原厂代理商体系排名情况



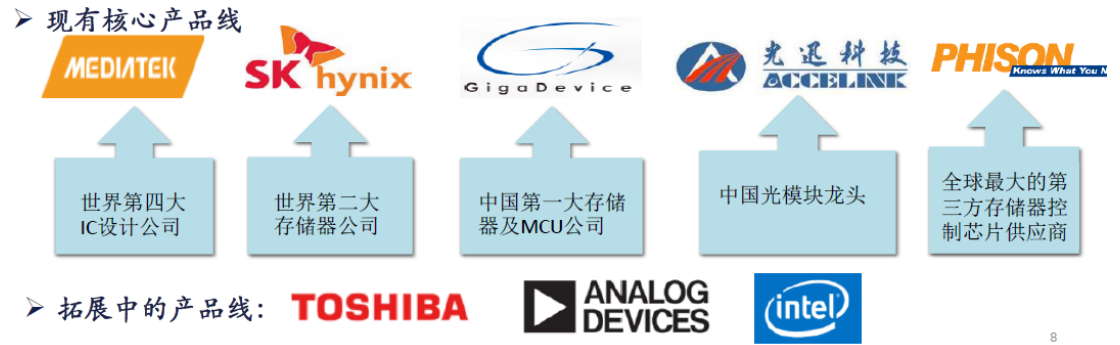
资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

2.3 联合创泰: 服务 BAT 等顶级客户, 受益 5G、云服务市场

2017年1月,英唐智控通过子公司华商龙收购联合创泰48.45%股份,并将其纳入合并报表范围;2018年3月,公司通过华商龙进一步收购联合创泰31.55%股份,合计持有其80%股份。2019年7月华商龙以46,000万元人民币受让黄泽伟先生持有的联合创泰20%股权。收购完成后,华商龙控股将持有联合创泰100%的股权)。联合创泰是一家电子元件产品的授权分销商,主要代理线锁定在国际上知名的资源型产品。

公司拥有全球著名主控芯片品牌 MTK 以及全球三家全产业存储器供应商之一的 SK 海力士 (SKHynix) 的代理权、国内品牌兆易创新、中国光模块龙头光迅科技的、全球最大的第三方存储器控制芯片群联的代理权以及国内连接器龙头立讯精密的代理权, 同时在持续开拓东芝、ADI、Intel 等国际知名品牌的代理权。联合创泰是国内唯一一家同时拥有顶级主控 MTK 和顶级存储芯片 SK 海力士代理权的分销商。

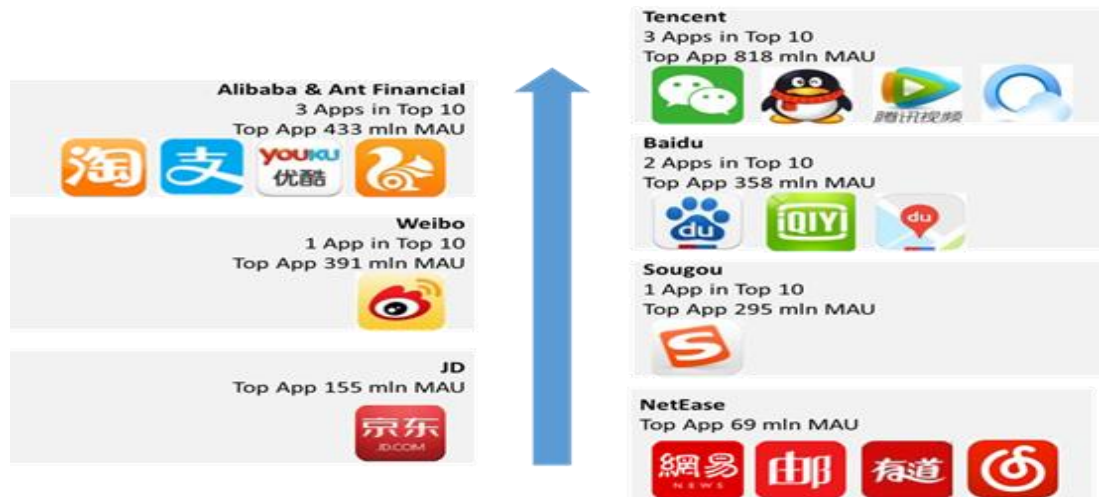
图表33 联合创泰产品线



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

从流量驱动到算力驱动服务器增长: 在 IDC 运营服务出现的早期, 市场增长的主要驱动力来自于互联网数据流量的增长和互联网用户数的增长。目前, 互联网用户数以及互联网用户上网时长增速已经放缓, 如何让用户更有效率的获取内容以及如何占用用户更多的时间已经成为后移动互联网时代互联网公司考虑盈利模式的出发点。在此背景下, 互联网公司已经开始应用人工智能算法来为用户提供服务, 以抢占更多的用户, 从而获得更多的市场份额。

图表34 主要互联网 APP 使用时长



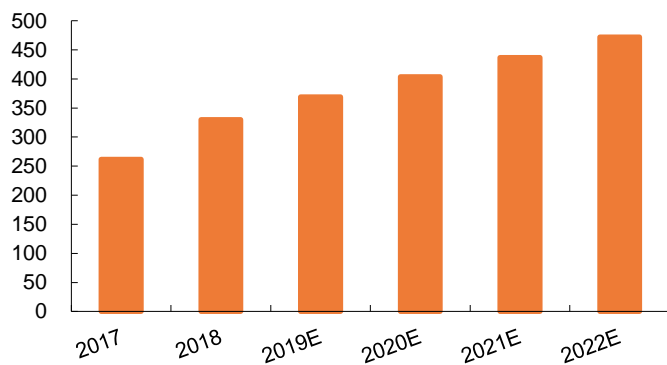
资料来源: QuestMobile, 平安证券研究所

数据显示, 2018 年中国 X86 服务器市场出货量为 330.4 万台, 同比增长 26.1%; 市场规模为 1152 亿元, 同比增长 54.9%, 预计到 2022 年我国服务器出货量将达到 472 万台。

根据 IDC 数据, 2017 年, 我国公有云 IaaS 服务市场排名前五的厂商分别是阿里、腾讯、中国电信、金山和 AWS, 排名前五的厂商占有 75.3% 的市场份额, 市场集中度高, 其中阿里一家独大, 占有 45.5% 的市场份额。到 2018 年下半年, 排名前五的厂商仍然是这五家厂商, 排序变成了阿里、腾讯、

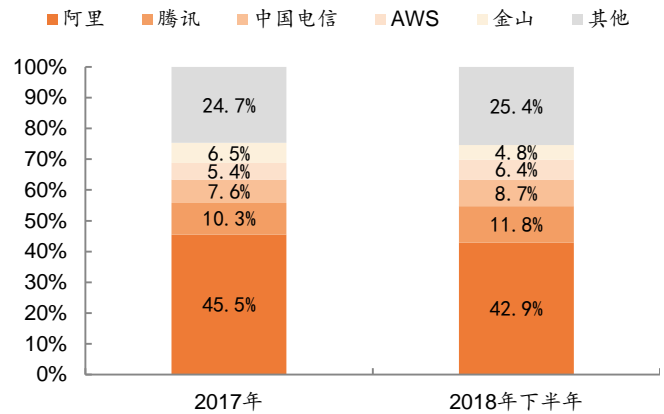
中国电信、AWS 和金山，阿里仍然一家独大，占有 42.9% 的市场份额，竞争优势非常明显。当前，我国公有云 IaaS 服务市场已经主要是巨头在竞争，巨头公司凭借先发优势、技术优势、资金优势和资源优势，留给后来者反超的机会不大，我国公有云 IaaS 服务市场已经基本形成阿里一家独大，巨头公司占有绝大部分市场份额的竞争格局。

图表35 中国服务器数量（万台）



资料来源：IHS、wind，平安证券研究所

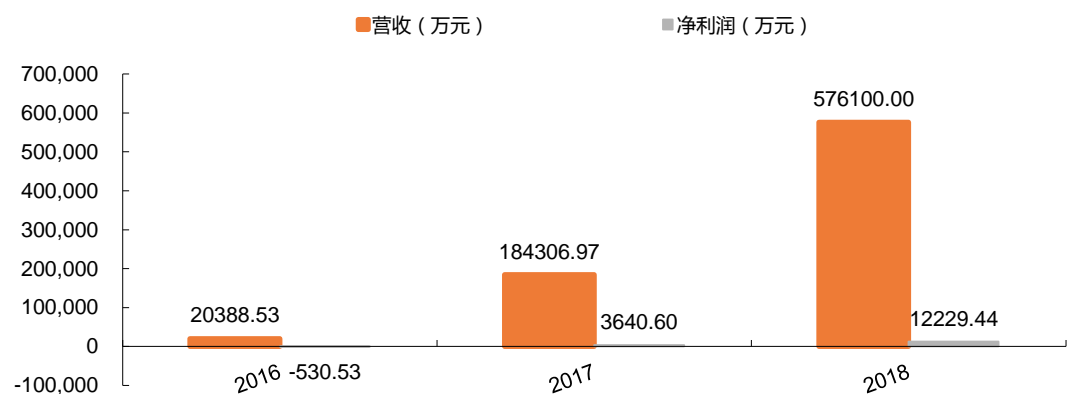
图表36 我国 IaaS 服务厂商市场份额



资料来源：IHS、wind，平安证券研究所

公司目前在云服务器基础设施领域的客户包括 BAT，是 SK 海力士在 BAT 的唯一内存供货代理商。公司在服务器领域的布局支撑公司短中期业绩的快速增长，2016-2018 年联合创泰的营收从 2.04 亿元增长至 57.61 亿元，净利润从 -0.05 亿元增长至 1.22 亿元。同时，基于公司在 IaaS 及 PaaS 领域的客户资源，以及在 SaaS 层的合作伙伴资源的积累，作为切入 IoT 领域的入口，分享未来 IoT 行业爆发式增长的红利。

图表37 2016-2018 联合创泰营收及净利



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司获得中国移动的供应商资格：英唐智控与中国移动签订关于 MTK 主芯片产品采购的《手机主芯片合作框架协议》。本合同为协议双方长期合作的合作框架协议，合作标的为手机主芯片，本框架合同的采购规模上限为 800 万片。公司成为中国移动的供应商及签订协议标志着公司正式进入国内三大通信运营商之一的中国移动供应链，将有望跟随运营商分享 5G 行业发展红利，同时借此切入中

国移动以其庞大通信网络为底层基础的人工智能、物联网、云计算、大数据、边缘计算及生态链系统的布局。

图表38 联合创泰产品线主要客户



资料来源：公司网站，平安证券研究所

电子元器件分销行业的下游行业是电子产品制造行业。分销商拥有充足的货源、即时的市场信息和丰富的项目经验，能够为众多的中小电子产品制造商提供及时的上游产品信息，以及适合的电子元器件。对以中小客户为目标的电子元器件分销商而言，中小企业的缺点在于单笔业务量不大、经营不稳定，但其数量众多，需求多样化，单个客户对电子元器件分销商的影响有限，而且，中小企业无法直接向原厂采购，必须通过电子元器件分销商采购。

电子元器件行业的上游供应商主要由三星、日立、西门子、索尼、东芝和松下等数家全球知名的供应商主导，这些品牌供应商由于生产产品型号众多、产品应用涉及下游行业广泛等特点，导致原厂对其产品不可能全部直销，只能将其有限的销售资源和技术服务能力用于覆盖下游战略性大客户，其余销售必须通过电子元器件分销商来完成。

三、牵手赛格集团，背靠国资解决资金瓶颈

2018年10月9日英唐智控与赛格集团签署了《附条件生效的股份认购协议》。公司大股东胡庆周拟向赛格集团协议转让5,400万股上市公司股票。同时，为进一步提升公司的业务规模、盈利能力和抗风险能力，推动英唐智控的可持续发展，公司拟引入战略投资人赛格集团，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，用于补充流动资金及偿还银行贷款。

本次非公开发行股票完成后，赛格集团持有的股份数量将超过胡庆周所持股份数量，同时赛格集团根据《附条件生效的股份认购协议》之约定有权推荐半数以上董事及监事人选，届时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。

图表39 英唐智控与赛格集团产业协同

降低财务费用，增加公司利润
募集资金补充流动资金



提高信用评级，降低融资成本
在国资入主后，公司的信用评级有望从目前的AA-提升到AA，有助于降低公司的融资成本

拓宽融资渠道，打破增长瓶颈

目前英唐智控增长的瓶颈主要在于资金，国资入主将有望打破公司增长瓶颈。

成为国有控股企业，拥有更强并购整合能力

作为A股唯一一家国有控股电子分销商，将对并购标的拥有更强的吸引力，成为行业整合者

产业协同

资料来源：公司网站，平安证券研究所

赛格集团系深圳市国资委下属控股企业，不仅资金实力强，同时与上市公司存在较好的业务协同性，可有效提升上市公司的资信和抗风险能力，有助于上市公司加速成为电子分销行业的龙头企业。

公司拟通过本次非公开发行引入战略投资者赛格集团。赛格集团作为深圳市国资委下属控股企业，不仅具备较强的资金实力，其在半导体及电子商务市场领域的业务布局，与公司主营业务的发展存在较强的协同效应：

- 1) 赛格集团在电子行业具有较高的品牌影响力，且与国际知名电子元器件品牌厂商具有长期的业务合作关系，本次发行完成后，赛格集团将成为英唐智控控股股东，有利于英唐智控借助赛格集团的业务资源，开拓新客户并争取优质电子元器件品牌代理资质，以进一步丰富英唐智控的优质产品线并提升盈利能力；
- 2) 半导体产业系赛格集团未来重点发展产业，赛格集团在半导体的研发、生产制造领域均有布局。英唐智控作为专业的电子元器件分销综合解决方案供应商，拥有强大的市场销售能力及丰富的下游客户资源，可以为专注于半导体研发制造的赛格集团提供销售支持，协助赛格集团形成半导体产业闭环。赛格集团在半导体方面的技术积累可有效提升英唐智控的技术服务能力，并可进一步扩充英唐智控的代理产品线，从而提高英唐智控的盈利能力；
- 3) 英唐智控的“优软云”线上平台与赛格集团的赛格电子市场、赛格电子商务、赛格国际创客中心等板块形成业务协同，可提升双方在线下、线上分销的渠道力量，进一步覆盖数量更加庞大的中小型企业，扩大双方的业务规模。

四、投资建议

从国际分销龙头艾睿电子、安富利、大联大的发展路径来看，并购整合是在分销市场中快速成长的必经之路。对比全球市场，全球 CR3、CR10 和 CR20 的市场份额分别是 14.72%、18.40% 和 19.36%，而国内只有 2.41%、5.22% 和 6.84%，一方面，国内半导体和元器件厂商尚处于成长之中，国际一流分销商靠近原厂，且发展时间长并经历多次整合；另一方面，国内电子行业起步相对晚，分销企业在早些年资金等方面压力不大。随着智能手机从增量市场变成存量市场、中美贸易摩擦加剧、制造业成本上升、半导体产业步入周期性回落等诸多不利因素的影响叠加，本土分销市场面临着更激烈的市场竞争和行业洗牌。因此，国内分销行业开始步入资源整并的时代。

2015年3月，英唐智控以11.45亿元并购华商龙100%股权，新增了电子元器件分销业务，逐步实现多元化经营；2017年开始通过多次并购收购联合100%的股权。营收方面，2018年突破百亿人民币关口，其中英唐智控排名稳步提升，从2016年的第12名、2017年的第6名上升至2018年的第3名。从代理品牌上，公司在产业链的横向整合中吸纳了SK海力士、MTK、楼氏、罗姆、新思、汇顶等众多优质品牌；下游客户上，公司拥有BAT、中国移动等顶级客户；同时，牵手赛格集团，背靠国有有利于解决资金瓶颈，可有效提升上市公司的资信和抗风险能力，有助于上市公司加速成为电子分销行业的龙头企业。展望未来，公司具有进一步并购整合的预期，看好公司在分销领域的未来成长。我们预计公司2019-2022年营收为142.95亿元、178.68亿元和223.35亿元，对应的EPS为0.23元、0.33元和0.44元，对应的PE为27倍、19倍和14倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表40 英唐智控与可比公司估值对比

证券代码	公司简称	收盘价 9/20	EPS				PE				评级
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
300131.SZ	英唐智控	6.19	0.13	0.23	0.33	0.44	47.62	26.91	18.76	14.07	推荐
000062.SZ	深圳华强	16.31	0.66	0.80	0.96	1.15	24.71	20.39	16.99	14.18	未评级

资料来源：wind，平安证券研究所（未评级公司采用wind一致预期）

五、风险提升

- 1) 互联网公司资本开支执行不及预期会使IDC运营服务市场增长不及预期：互联网公司购买服务器后，会将这些服务器托管在IDC机房，是IDC运营服务的主要需求方，若是这些互联网公司购买服务器的资本开支执行不及预期，会使得整个IDC运营服务市场增长不及预期；
- 2) 宏观经济波动风险：受到美国经济下行和中国经济增速放缓的影响，预计全球GDP增速将继续下降。在宏观经济下行背景下，全球消费电子需求预将下降；
- 3) 产品技术更新风险：产业链公司属于移动通信行业，产品技术升级快、新技术与新工艺层出不穷。如果公司不能持续更新具有市场竞争力的产品，将会削弱公司的竞争优势；
- 4) 中美贸易摩擦走势不确定的风险：未来如果中美之间的贸易摩擦进一步恶化，限制高端芯片出口到中国或者对相关产品征收高额关税，会对产业链公司产生一定影响；
- 5) 5G进度不及预期：5G作为通信行业未来发展的热点，通信设备商及电信运营商虽早已开始布局下一代通信技术，现阶段也在有序推进，未来可能出现不及预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4660	7801	9969	12177
现金	742	3188	3985	4982
应收票据及应收账款	2530	2756	3852	4407
其他应收款	34	45	53	69
预付账款	334	481	538	736
存货	886	1197	1406	1847
其他流动资产	135	135	135	135
非流动资产	1212	1363	1461	1539
长期投资	38	45	52	60
固定资产	73	218	310	387
无形资产	72	62	58	48
其他非流动资产	1029	1038	1041	1044
资产总计	5872	9164	11430	13716
流动负债	3314	6434	8441	10304
短期借款	1454	4391	5745	7177
应付票据及应付账款	714	1028	1149	1573
其他流动负债	1147	1014	1547	1554
非流动负债	639	551	450	345
长期借款	537	449	348	243
其他非流动负债	102	102	102	102
负债合计	3953	6985	8891	10649
少数股东权益	209	246	314	429
股本	1070	1070	1070	1070
资本公积	521	521	521	521
留存收益	99	259	525	941
归属母公司股东权益	1710	1934	2225	2638
负债和股东权益	5872	9164	11430	13716

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-218	171	127	261
净利润	199	282	419	589
折旧摊销	16	26	38	43
财务费用	199	363	409	423
投资损失	-1	-16	-20	-10
营运资金变动	-616	-484	-719	-784
其他经营现金流	-16	0	0	0
投资活动现金流	-412	-161	-116	-112
资本支出	26	143	91	70
长期投资	-115	-7	-7	-7
其他投资现金流	-501	-25	-32	-49
筹资活动现金流	533	-502	-567	-586
短期借款	-83	0	0	0
长期借款	428	-87	-101	-105
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	188	-415	-466	-481
现金净增加额	-92	-492	-556	-436

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12114	14295	17868	22335
营业成本	11186	13080	16350	20437
营业税金及附加	11	13	16	20
营业费用	240	243	304	357
管理费用	165	194	243	304
研发费用	48	50	36	45
财务费用	199	363	409	423
资产减值损失	9	14	18	22
其他收益	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
投资净收益	1	16	20	10
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	263	354	514	737
营业外收入	1	4	3	3
营业外支出	2	1	1	2
利润总额	262	356	515	738
所得税	63	75	97	150
净利润	199	282	419	589
少数股东损益	58	37	69	115
归属母公司净利润	141	245	350	474
EBITDA	380	517	766	1049
EPS (元)	0.13	0.23	0.33	0.44

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	63.7	18.0	25.0	25.0
营业利润(%)	25.5	34.5	45.2	43.4
归属于母公司净利润(%)	-1.7	74.4	42.7	35.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	7.7	8.5	8.5	8.5
净利率(%)	1.2	1.7	2.0	2.1
ROE(%)	10.3	12.9	16.5	19.2
ROIC(%)	7.0	5.6	6.9	7.8
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	67.3	76.2	77.8	77.6
净负债比率(%)	77.8	85.6	91.5	86.7
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	2.2	1.9	1.7	1.8
应收账款周转率	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	15.0	15.0	15.0	15.0
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.23	0.33	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.16	0.12	0.24
每股净资产(最新摊薄)	1.60	1.81	2.08	2.47
估值比率	-	-	-	-
P/E	47.1	27.0	18.9	14.0
P/B	3.9	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	21.9	16.9	12.1	9.3

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033