

英唐智控 (300131)

顺应一站式需求，打造电子信息产业生态圈

推荐（维持）

现价：8.37 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.yitoo.com
大股东/持股	胡庆周/26.55%
实际控制人/持股	胡庆周/%
总股本(百万股)	1,070
流通 A 股(百万股)	628
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	89.52
流通 A 股市值(亿元)	52.55
每股净资产(元)	1.78
资产负债率(%)	48.50

行情走势图



相关研究报告

《英唐智控*300131*续推员工持股，彰显公司信心》 2017-03-17
 《英唐智控*300131*转型分销，初见成效》 2017-02-16
 《英唐智控*300131*战略转型初见成效，股份回购彰显信心》 2017-01-23
 《英唐智控*300131*实施“智控+双平台”战略，把握物联网家居数据端口》 2016-10-21

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

蒋朝庆 一般从业资格编号
 S1060115080090
 0755-33547558
 JIANGCHAOQING431@PINGAN.CO.M.CN

投资要点

- **依托优软平台，搭建电子互联网平台：**公司的产业互联网平台以 B2B 商务为切入点，实现垂直电子产业的“S2S”梦想。S2S 能够垂直化贯通电子信息全产业链，元器件分销商是该平台的入口端，目前公司的平台已积累了 5600 多家企业用户。基于 S2S 对交易层是开放的，所有电子行业及其配套的公司都可以在平台上注册和交易。公司产业互联网平台“优软云”的诞生，真正实现了电子行业间的系统连接，全方位智能化，解决中小企业的大部分问题，“让管理不再难，令生意更简单”。同时，优软云平台还可以提供融资、租赁、保理、小额贷等金融综合服务，为企业高速发展保驾护航。
- **降本增效，构筑智能分销商：**公司积极进行行业整合与合作，丰富了公司技术分销型和资源型的产品线，打造了公司完整而稳定的金字塔式的产品线。公司在产业链的横向整合中吸纳了 SK 海力士、MTK、楼氏、德信、微芯、汇鼎、三垦等众多优质品牌，一方面，公司将进一步完善深圳华商龙的电子分销产品线，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。另一方面，通过 MTK、SK 海力士等极具吸引力的电子产品在公司产业互联网平台上销售，能吸引更多的中小型客户入驻该平台，有助于扩充平台的注册用户，增加平台的粘性。
- **持续推动员工持股，彰显公司信心：**公司积极实施员工持股，2016 年以来公司实施了两次员工持股计划，目前共购买公司股份 4,794 万股，合计购买金额约 43,935 万元，成交均价约 9.16 元/股。一方面，员工持股计划的实施有利于吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，更灵活地吸引各种人才，从而更好地促进公司长期、持续、健康发展。另一方面，员工持股的实施有利于稳定股价，彰显了员工对于公司未来发展的信心。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1771	4222	8054	11277	14661
YoY(%)	260.9	138.3	90.8	40.0	30.0
净利润(百万元)	37.6	201	293	387	500
YoY(%)	74.8	435.5	45.4	32.0	29.5
毛利率(%)	10.3	9.9	9.9	10.0	10.0
净利率(%)	2.1	4.8	3.6	3.4	3.4
ROE(%)	2.1	10.8	14.2	16.7	18.2
EPS(摊薄/元)	0.04	0.19	0.27	0.36	0.47
P/E(倍)	237.98	44.4	30.6	23.2	17.9
P/B(倍)	5.27	4.8	4.4	3.9	3.3

- **投资建议：**随着电子信息产业向国内转移，我们看好英唐智控在电子分销和物联网家居的转型，公司积极推进“股份回购+员工持股”，彰显了公司的长期信心。考虑公司并购整合后致业绩提升，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 80.54/112.77/146.61 亿元，归母净利润分别为 2.93/3.87/5.00 亿元，对应的 EPS 分别为 0.27/0.36/0.47 元，对应 PE 为 31/23/18 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**并购整合不及预期；行业竞争加剧；代理权限风险。

正文目录

- 一、依托优软平台，搭建电子互联网平台 5
 - 1.1 企业线上交易比重逐步提升6
 - 1.2 顺应行业大趋势，打造电子信息产业生态圈.....7
- 二、降本增效，构筑智能分销商 10
 - 2.1 背靠实力厂商，业绩增长可期10
 - 2.2 国内半导体销售额占比逐年提升13
 - 2.3 同业对比，成长有望16
- 三、“股份回购+员工持股”显信心 18
 - 3.1 股份回购用于股权激励18
 - 3.2 员工持股计划，彰显未来发展信心19
- 四、投资建议 20
- 五、风险提示 20

图表目录

图表 1	英唐智控业务结构图	5
图表 2	英唐智控营收及增速	6
图表 3	英唐智控毛利率及净利率	6
图表 4	2011-2015 企业在线销售开展比例	6
图表 5	2011-2015 企业在线采购开展比例	6
图表 6	部分行业开展在线销售的企业比例（2014）	7
图表 7	部分行业开展在线采购的企业比例（2014）	7
图表 8	“优软云”六大模块	8
图表 9	优软云以 B2B 商务为切入点	9
图表 10	优软云提供金融服务	9
图表 11	“优企云服”系统	9
图表 12	优软云提供公共服务系统	9
图表 13	电子元器件分销商类型	10
图表 14	深圳华商龙分销流程示意图	11
图表 15	深圳华商龙分销的主要类别	11
图表 16	深圳华商龙主要产品营收占比（%）	12
图表 17	深圳华商龙主要产品地区占比（%）	12
图表 18	深圳华商龙承诺净利与实现净利	12
图表 19	深圳华商龙上游授权方	13
图表 20	全球及地区各季度半导体销售规模（亿美元）	14
图表 21	全球半导体销售额国内占比份额	14
图表 22	2016 年全球手机主要市场出货量占比	14
图表 23	全球智能手机出货量（亿部）	15
图表 24	2006-2014 年中国电子元件市场销售产值	15
图表 25	2006-2014 年中国电子器件市场销售产值	15
图表 26	深圳华商龙与境内外公司对比	16
图表 27	华商龙与同行业公司营收对比（亿元）	17
图表 28	华商龙与同行业公司净利对比（亿元）	17
图表 29	华商龙与同行业公司毛利率对比	17
图表 30	华商龙与同行业公司存货营收占比对比	17
图表 31	英唐智控员工持股计划完成情况	20

一、依托优软平台，搭建电子互联网平台

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。

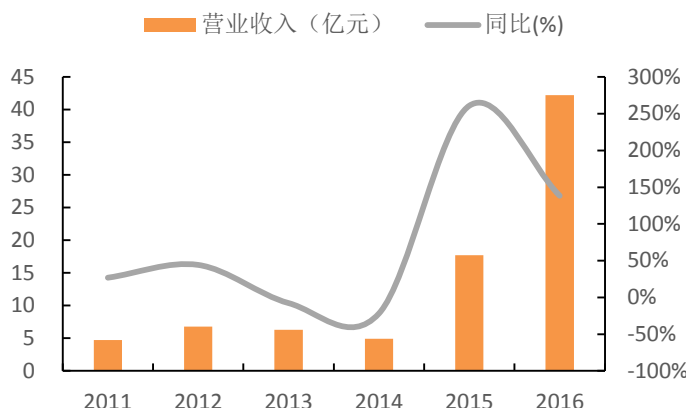
图表1 英唐智控业务结构图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

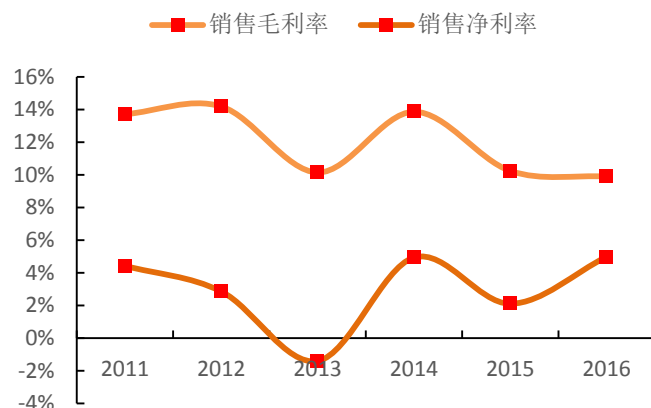
自 2015 年公司通过业务结构性调整将华商龙纳入合并报表，新增了电子元器件分销业务，逐步实现多元化经营。2017 年第一季度公司实现营业收入 12.6 亿元，同比增长了 126.42%，营收大幅上升。主要是因为公司强化业务结构性调整，新增了电子元器件分销业务，逐步实现多元化经营，同时将华商龙纳入合并报表使得营收大幅上升，同时得益于公司业务调整 and 成本控制，公司销售毛利率在保持 10%左右。

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 英唐智控毛利率及净利率

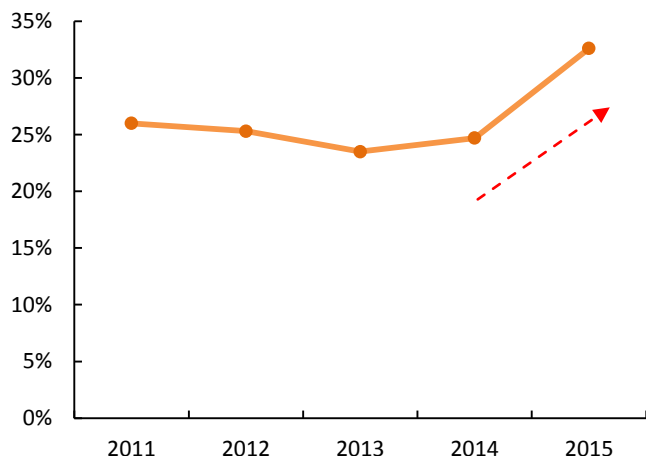


资料来源: wind, 平安证券研究所

1.1 企业线上交易比重逐步提升

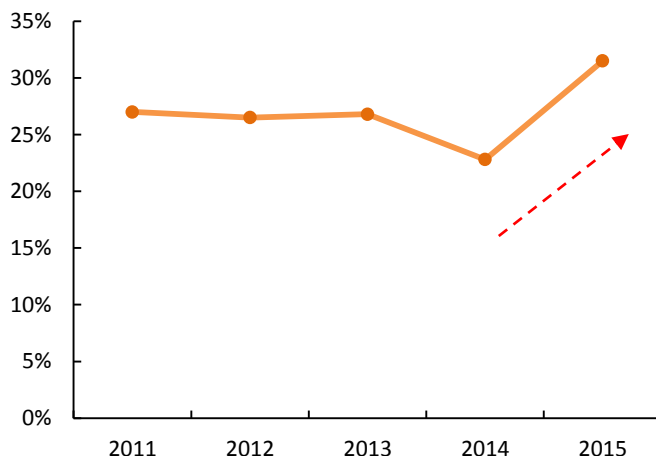
电子商务是对中国中小企业的严峻挑战,同时也带来更多的发展机遇。从电子商务发展起源来看,传统行业走向电子商务有两个驱动力:一个是新媒体用户的大量增长,比如互联网、手机用户的普及应用;另一个是国家人均 GDP 的增长。传统企业间的交易往往要耗费企业的大量资源,无论是销售和分销还是采购都要占用产品成本。电子商务已成为普遍认可的驱动传统行业持续发展的新模式。优软平台使企业之间的交易减少许多事务性的工作流程和管理费用,降低了企业经营成本。不仅仅是建立一个网上的买卖者群体,它也为企业之间的战略合作提供了基础。

图表4 2011-2015 企业在线销售开展比例



资料来源: CNNIC, 平安证券研究所

图表5 2011-2015 企业在线采购开展比例



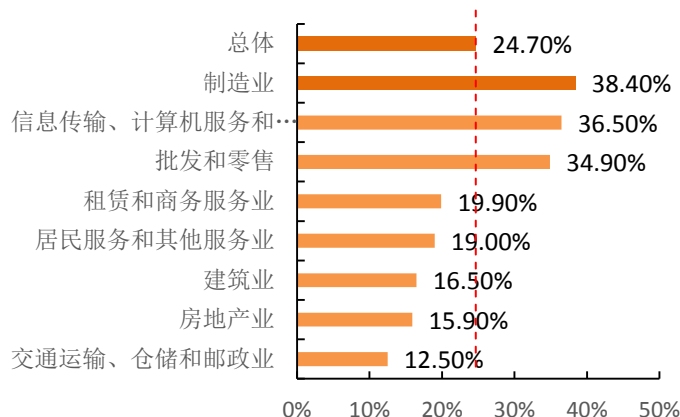
资料来源: CNNIC, 平安证券研究所

据 CNNIC 的数据,截止 2015 年底全国使用计算机办公的企业比例达 95.2%,其中制造业的计算机使用比例为 94.7%,服务业企业为 95.9%。2013-2015 年全国开展在线销售的企业比例从 23.5%提高至 32.6%,增加了 9.1 个百分点;同期全国开展在线采购的企业比例由 26.8%提高至 31.5%,增加了 4.7 个百分点。OECD 早期的统计数据显示,由于内部变革是推动信息化的主要动力,发达国家企业在线采购的比例大多高于在线销售。

截至 2014 年 12 月,全国开展在线销售的企业比例为 24.7%。其中制造业,信息传输、计算机服务和软件业,批发零售业的开展比例较高,分别达到 38.4%、36.5%和 34.9%;全国开展在线采购

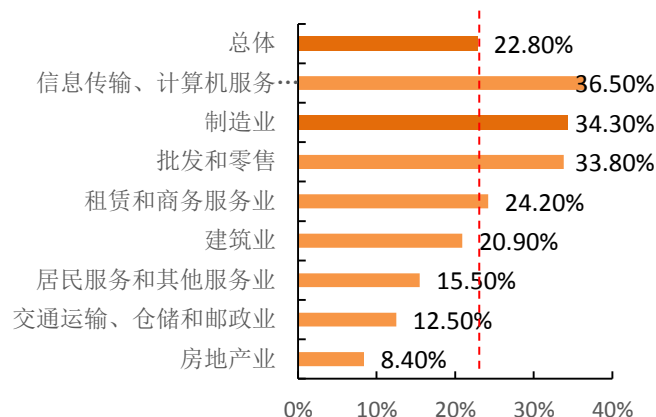
的企业比例为 22.8%，其中制造业，信息传输、计算机服务和软件业，批发和零售业的开展比例较高，分别达到 34.3%、36.5%和 33.8%。互联网 B2B、O2O 商业模式实现高速发展，未来将有越来越多的传统企业开展在线销售和在线采购，而英唐智控相继并购优软科技和华商龙后，强强联合，必将获得更多的市场份额。

图表6 部分行业开展在线销售的企业比例（2014）



资料来源：CNNIC，平安证券研究所

图表7 部分行业开展在线采购的企业比例（2014）



资料来源：CNNIC，平安证券研究所

1.2 顺应行业大趋势，打造电子信息产业生态圈

在物联网时代到来之际，电子信息产业这支最富活力的产业面临着新的挑战。目前国际国内经济形势多重不确定性以及在国内电子元器件分销这个环节资本的介入，电子元器件分销行业都在试图寻找新的发展之路。功能上实现全面的 S2S（System to System）在线服务，满足中国企业批量和多样化采购的需求，为其提供便捷、快速、安全的一站式元器件采购服务，是元器件在线分销发展的总体趋势。

在这种背景下，公司顺应电子信息产业发展的大趋势，推出了电子信息产业互联网平台化的解决方案，即搭建了“优软云”，在掌控核心技术的同时，开发适用于支持中小型公司众多细分市场的产品，为建立电子信息产业垂直生态圈构建了基础平台。“优软云”包括六大模块，即 B2B 商务、电子商城、“优企云服”、金融服务、公共服务、会员服务。

“优软云”的诞生，真正实现了系统对接，全方位智能化，解决中小企业的大部分问题，向产业互联发展。未来将继续利用上市公司平台优势积极寻求并购在上市公司上下游领域具有竞争力和独创性的企业，借助于资本市场的有利条件，通过并购快速切入该行业，整合相关资源，实现公司业务多元化，整合上下游产业链，增加公司抗风险能力，改善公司业绩，扩大利润来源。

图表8 “优软云”六大模块



资料来源：公司网站，平安证券研究所

➤ 公司通过优软云平台可以高效整合企业上下游资源，节约企业管理成本。

公司的产业互联网平台以 B2B 商务为切入点，实现垂直电子产业的“S2S”梦想。S2S 能够垂直化贯通电子信息全产业链，元器件分销商是该平台的入口端，目前公司的平台已积累了 5600 多家企业用户；公司的研发、设计及生产处于产业链的中间行业；智能终端品牌商是产业链的出口端。基于 S2S 对交易层是开放的，所有电子信息行业及其配套的公司都可以在平台上注册和交易。公司产业互联网平台“优软云”的诞生，真正实现了电子行业间的系统连接，全方位智能化，解决中小企业的大部分问题，“让管理不再难，令生意更简单”。同时，优软云平台还可以提供融资、租赁、保理、小额贷等金融综合服务，为企业高速发展保驾护航。

图表9 优软云以 B2B 商务为切入点



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表10 优软云提供金融服务



资料来源：公司官网，平安证券研究所

优软云的软件服务是基于云计算为客户提供标准化解决方案。使得企业能够便捷高效地通过网页实现运营管理，数据高效流通从而大大提高公司管理效率，同时还能支持集团公司多组织、跨地域的运作模式，在其灵活和多样化应用功能的基础上，可以与优软 B2B 商务、电子商城等服务进行有效对接，同时也支持手机用户端随时办公，解决了用户移动办公的需要。公司的产业互联网平台在快速匹配的同时，大大降低了企业的时间成本及沟通成本。

图表11 “优企云服”系统



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表12 优软云提供公共服务系统



资料来源：公司网站，平安证券研究所

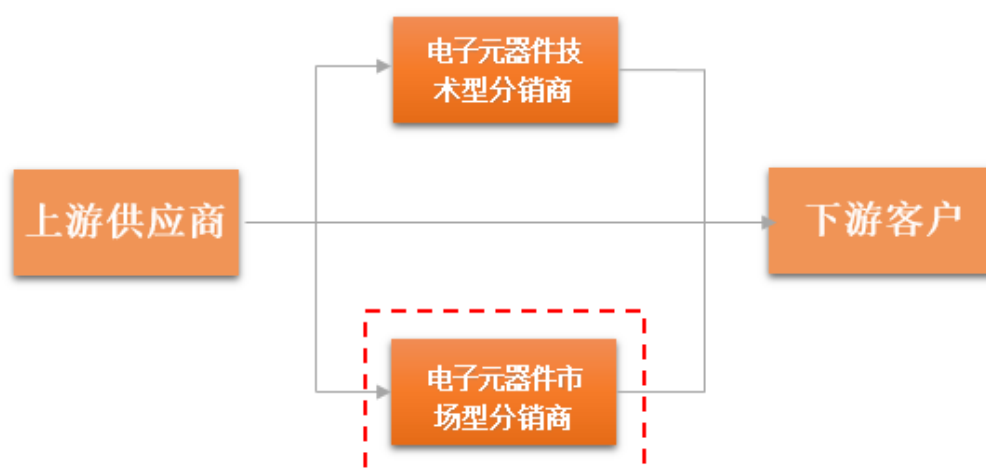
二、降本增效，构筑智能分销商

2.1 背靠实力厂商，业绩增长可期

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**。

- **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，缺少更深层次的技术支持，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时间。

图表13 电子元器件分销商类型

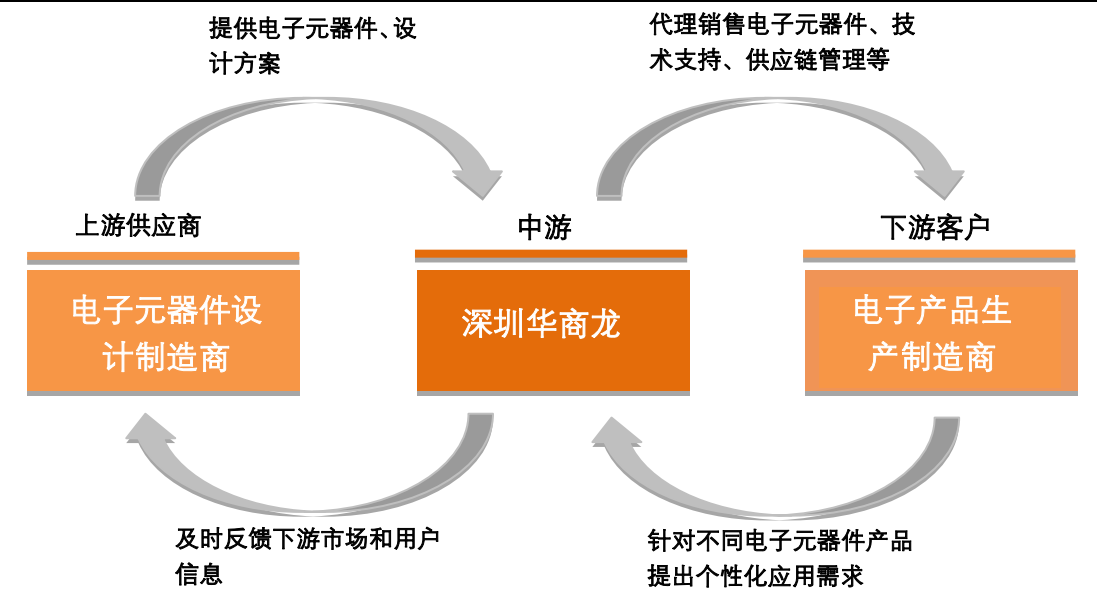


资料来源：公司网站，平安证券研究所

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。针对客户在产品的设计、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联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，业务发展迅速，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14 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。

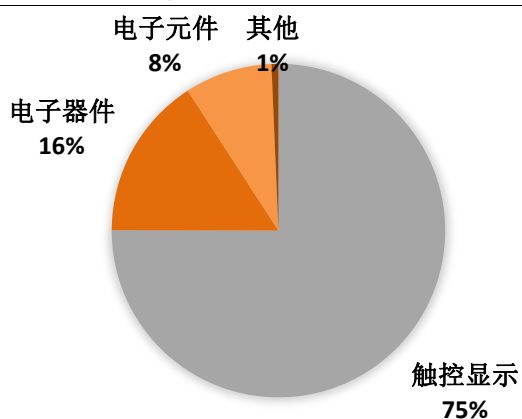
图表15 深圳华商龙分销的主要类别

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

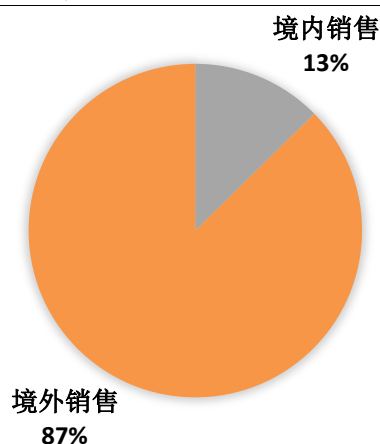
虽然电子元器件行业整体发展趋势良好，但是自 2014 年初以来，由于触控显示行业竞争加剧，导致了触控显示行业产能持续过剩、库存堆积，触控显示类产品毛利率较低等问题，深圳华商龙 2014 年度的销售结构中，触控显示占比达 75%。深圳华商龙未来拟通过调整销售产品类别结构，实现销售收入逐步向电子元件和电子器件转移，提高毛利率较高品牌触控显示产品的销售。

图表16 深圳华商龙主要产品营收占比（%）



资料来源：公司网站，平安证券研究所

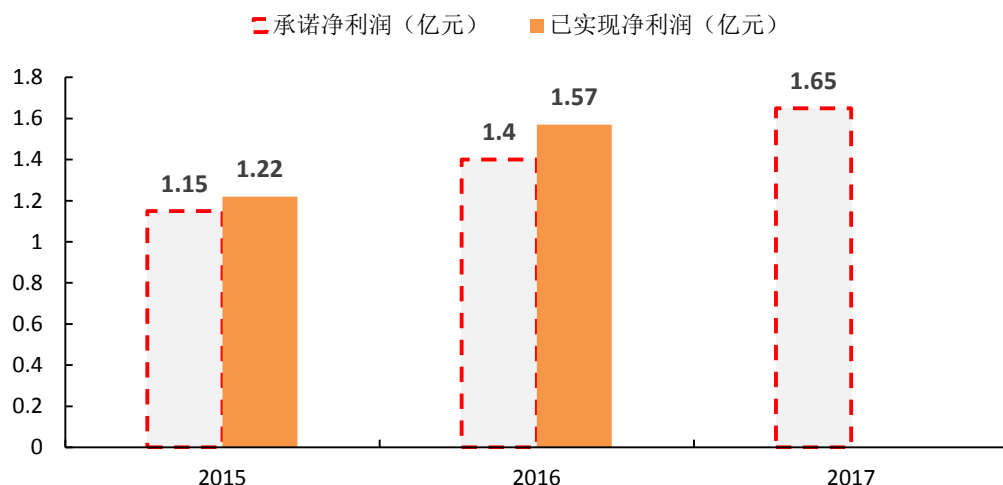
图表17 深圳华商龙主要产品地区占比（%）



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。英唐智控收购深圳华商龙后，交易对方承诺 2015- 2017 年度的净利润分别不低于 1.15 亿元、1.4 亿元和 1.65 亿元。2016 年深圳华商龙实现净利 1.57 亿元，高于承诺净利。

图表18 深圳华商龙承诺净利与实现净利



资料来源：公司网站，平安证券研究所

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。

处于中游的电子元器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器件的研发、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19 深圳华商龙上游授权方

授权方	授权内容
松下电器机电（中国）有限公司	所有元器件
松下电器机电（中国）有限公司	所有元器件
ROHM SEMICONDUCTOR HONG KONG CO.,LTD	ROHM 及 LAPIS 半导体制品的推广以及商务洽谈
ROHM Semiconductor (Shanghai) Co.,LTD	ROHM 及 LAPIS 半导体制品的推广以及商务洽谈
EneSolCo.,Ltd	EneSol 产品
安费诺精密连接器（深圳）有限公司	安费诺 HEV 产品
安费诺精密连接器（深圳）有限公司	安费诺新能源汽车 产品代理（连接器）
BOE TECHNOLOGY(HK) LIMITED	7.36 英寸 HD（ADS 1280RGB*400）LCD FOG
福州瑞芯微电子有限 公司	芯片
3PEAK INCORPORATED	集成电路标准器件
北京中科汉天下电子 技术有限公司	产品业务代理
NIIPPON Chemi-Con Corporation	产品业务代理
美国矽力杰半导体有 限公司	系列产品
Synaptics Co.Ltd	产品业务代理
Analog Integrations Corporation	产品业务代理
江苏欧密格光电科技 股份有限公司	全系列贴片式 LED 元件
深圳市广华群藏股份 有限公司	焊锡系列产品
群创光电股份有限公 司	中小尺寸
RCL DISPLAY LIMITED	全线产品业务代理

资料来源：公司网站，平安证券研究所

2.2 国内半导体销售额占比逐年提升

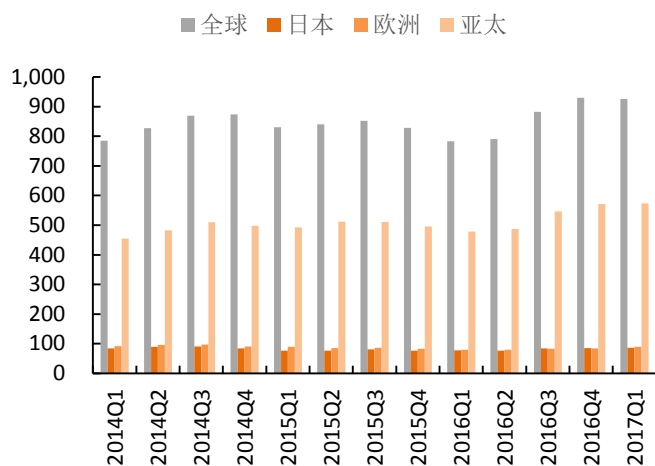
由于电子元器件的核心配件主要以半导体材料为基础，因此，国外市场针对电子元器件行业的景气描述是通过对半导体行业的描述来体现。近年来，随着全球整体电子产品制造业的快速发展，全球整体半导体行业景气度持续保持较高的水平。

- **电子元件：**目前我国电子元件企业生产规模较小，技术开发投入力度不足，缺乏核心技术，高端产品主要依靠进口。深圳华商龙拥有众多国外优质原厂为其提供高质量的电子元件产品，为其发展提供了可靠的保障。与此同时，电子元件产品更新换代较快，深圳华商龙根据其战略发展规划，不断调节销售产品类别结构。
- **电子器件：**从硅整流器件、整流器时代发展到逆变器时代，并逐渐演变成如今的变频器时代，现代电力电子技术已经被运用到生产生活等各个领域，并发挥着非常重要的作用。电子器件作为其中不可缺少的一环，是未来生产生活的刚需，同时作为消耗品必将拥有巨大的市场。
- **触控显示：**在全球应用和体验式消费驱动下，早些年智能手机和平板电脑出现快速增长。虽然电子元件行业整体发展趋势良好，但是近几年触控显示行业竞争加剧，毛利率持续走低。

随着全球经济形势趋向好转以及全行业深化结构调整、产业升级等一系列提质增效的举措将为电子产品制造业的后续发展提供增长的空间。根据 WIND 数据显示，2014Q1-2017Q1 每个季度全球半导体销售额在 800-900 亿美元左右，而亚太地区的半导体销售额在 400-500 亿美元左右。其中物联网、车联网等理念驱动下持续创新的电子产品销量的增长起到了重要的推动作用，如智能家居设备、

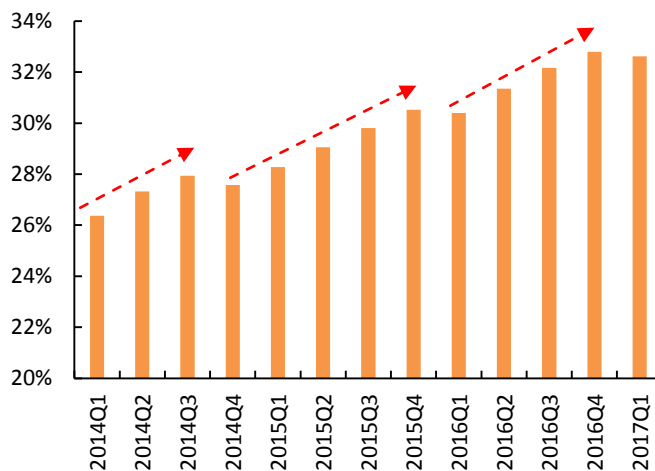
便携式电子设备、基于车联网的车载电子设备等。另外，随着中国成为重要的智能终端销售市场，国内半导体销售额在全球的占比也在逐步提升，2014 年第一季度时占比只有 27% 左右，到 2017 年第一季度国内的半导体销售额在全球范围内的占比已经超过 30%。

图表20 全球及地区各季度半导体销售规模（亿美元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 全球半导体销售额国内占比份额

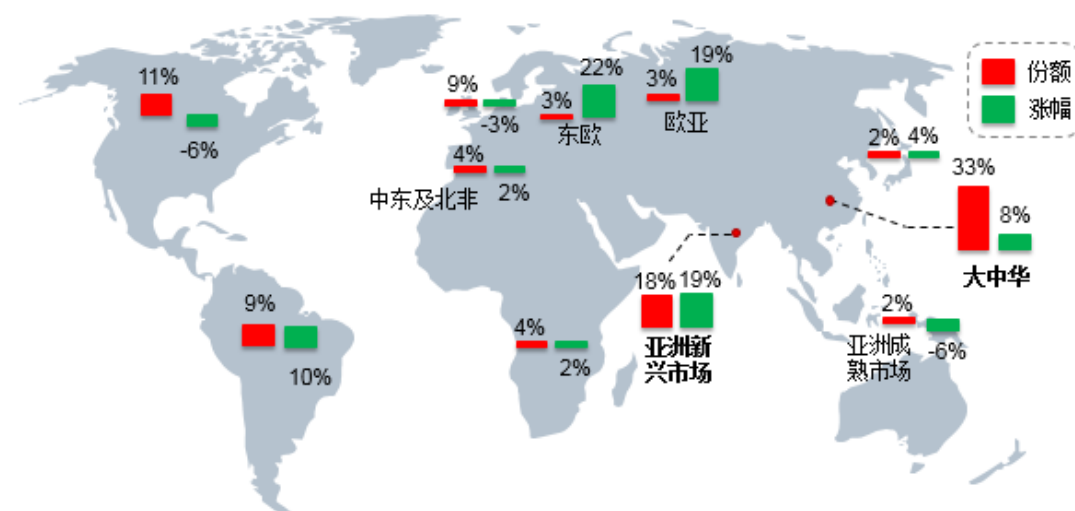


资料来源：Wind，平安证券研究所

➤ 亚太地区仍是手机出货重点区域

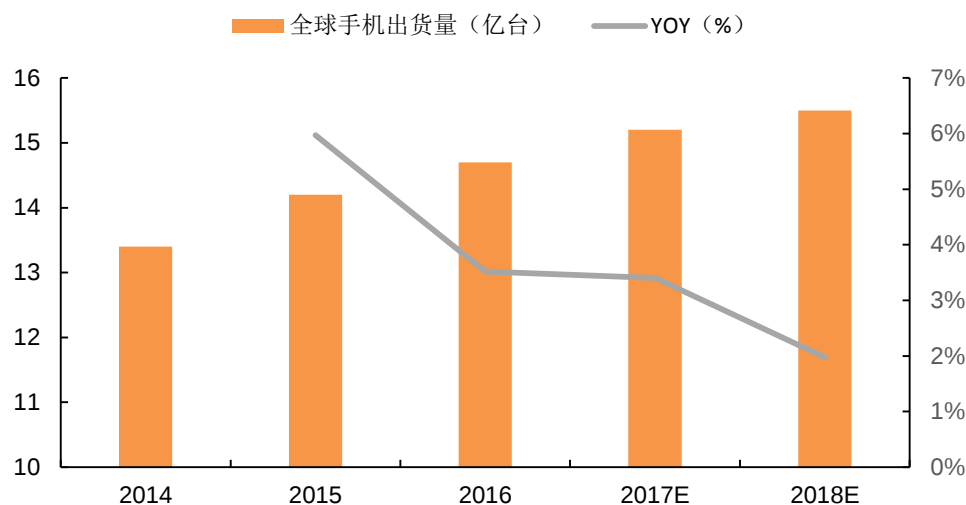
2016 年全球智能手机出货量为 14.7 亿部，同比增长 3.52%。根据赛诺数据预测，2017 年全球智能手机出货量将超过 15 亿部。就地区而言，亚太地区仍然是手机出货量的主要地区，占比高达 33%，亚太新兴市场为 18%，北美市场占比约为 11%，东欧及欧亚地区只有 3%。所以，亚洲仍然是全球手机厂商的必争之地。在各区域手机市场增速方面，东欧市场为 22%，欧亚地区 19%，亚太新兴市场 19%，国内增速达到 8%。

图表22 2016 年全球手机主要市场出货量占比



资料来源：52RD，平安证券研究所

图表23 全球智能手机出货量（亿部）

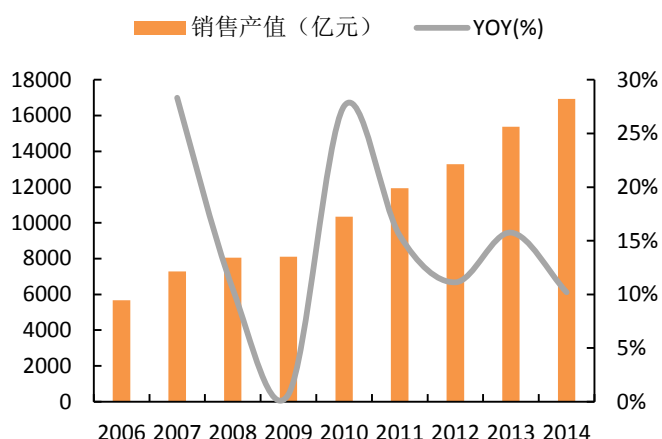


资料来源：赛诺，平安证券研究所

自 2000 年以来凭借低廉成本的竞争优势，促使我国逐渐成为世界电子行业相关产品的主要生产基地。2014 年亚太地区半导体市场规模达到 1,942 亿美元，约占全球市场份额的 58%；若与日本市场 352 亿美元的规模合并计算，亚洲半导体市场已占全球约七成左右，目前，中国已成为全球最主要的电子产品制造基地和电子产品出口大国。此外，由于中国国民经济增长强劲，工业现代化程度加深及居民消费水平的升级也形成了庞大的电子元器件内需市场。

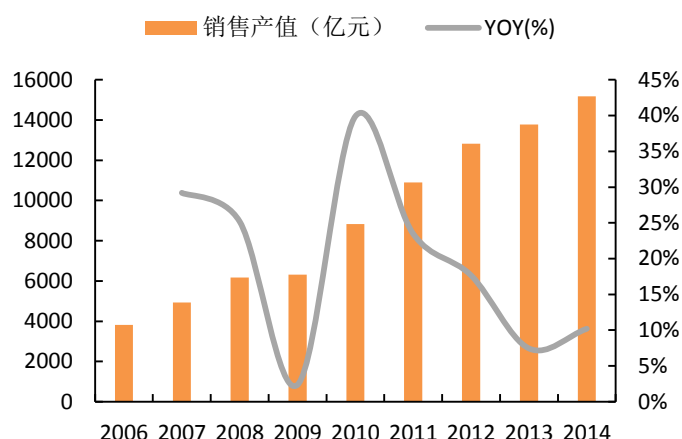
2014 年中国电子元器件行业整体保持着 10% 左右的增长。其中电子元件行业 2006-2014 年销售产值的数据显示，其年均复合增长率为 14.63%。2014 年电子器件行业实现销售产值 15,183 亿元，较 2013 年同比增长 10.2%。而 2006-2014 年电子器件的年均复合增长率为 18.86%，相对电子元件的增幅高出 4 个百分点。

图表24 2006-2014 年中国电子元件市场销售产值



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表25 2006-2014 年中国电子器件市场销售产值



资料来源：公司网站，平安证券研究所

微型化、高速度、大容量、智能化、个人化、集成化是个人计算机、汽车电子、医疗电子、消费类电子等电子整机产品结构升级的六大趋势，由此决定了电子元器件产品必须向：小型化、多功能化、集成模块化、高频化、宽带化等方面发展，以适应电子整机产品发展的需求。因此，随着电子元器件产品技术的不断升级，电子元器件行业也将保持快速增长的趋势。

2.3 同业对比，成长有望

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。目前市场知名的分销商主要有：ARROW、AVNET、文晔科技、大联大、力源信息和润欣科技。

图表26 深圳华商龙与境内外公司对比

分销商名称	分销主要产品	与境内外公司对比
深圳华商龙	电子元件、电子器件、触控显示等	与境外同行业上市公司相比，深圳华商龙的主要竞争优势为：1、相比境外同行业上市公司，深圳华商龙推行本地化销售战略，更了解下游客户产品需求，能及时将客户需求信息反馈至原厂，并为其提供产品技术等支持服务；2、能够为客户提供周到且及时的服务。 与境内同行业上市公司相比，深圳华商龙的竞争优势主要为：境内同行业上市公司主要以销售半导体件为主，而深圳华商龙销售产品门类较多，应用广泛，基本能满足下游客户的一站式需求。
ARROW(艾睿电子公司)	半导体产品、无源产品、机电产品和连接器产品等电子元器件	
AVNET(安富利股份有限公司)	提供半导体、互连、无源和机电等电子元器件	
文晔科技股份有限公司	分散式元件、特定应用 IC、记忆体 IC、晶片组、微处理器、类比 IC(含线性 IC)、逻辑 IC 等	
大联大投资控股股份有限公司	核心元件、类别及混合讯号元件、离散及逻辑元件、记忆元件、被动及电磁及连接器元件、光学元件等	
武汉力源信息技术股份有限公司	IC、分立半导体器件、被动无源器件等	
上海润欣科技股份有限公司	半导体元器件,包括集成电路芯片和其它电子元件	

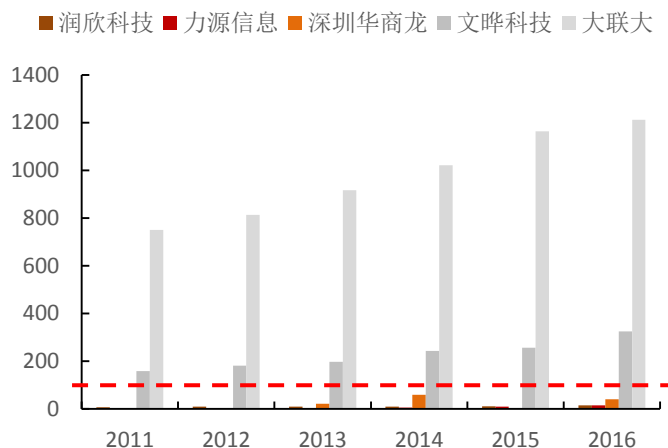
资料来源：公司网站，平安证券研究所

- **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。
- **文晔科技**是一家于台湾证券交易所上市之电子通路企业。主营电子零组件、成品之加工、制造、研究开发、买卖及进出口业务。电话器材及其零组件之制造、代理国内外厂商有关之报价投标业务。信息软件服务、零售与批发业、仓储业、电信器材批发业。
- **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)。

对比 2011-2016 年同业公司营收，可以发现大陆分销商营收均未达到百亿级别，而台湾的两家分销商文晔科技和大联大 2016 年营收分别达到 325 亿元和 1212 亿元遥遥领先大陆分销商。随着电子产业向国内转移，以深圳华商龙为代表的大陆一流电子分销商具有很大的成长空间，目前而言深圳华

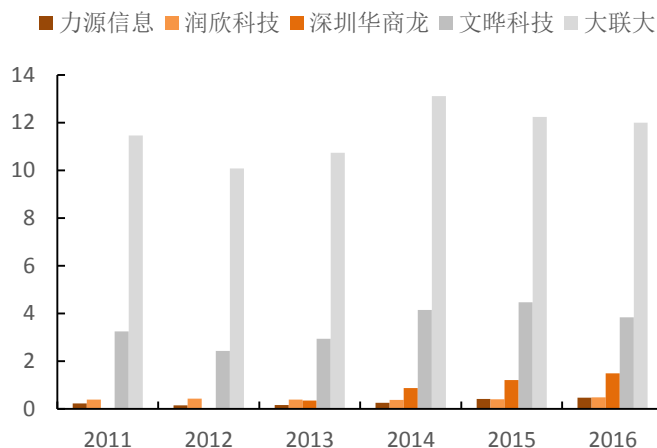
商龙营收金额在大陆分销商中排名前列。而且电子市场瞬息万变，存货管理尤为重要。深圳华商龙存货营收占比在众多分销商中管理得当，只有 10% 左右，低于行业 12% 左右的水平。华商龙毛利率在 4% 左右，相比 2015 年提高了两个百分点。

图表27 华商龙与同业公司营收对比（亿元）



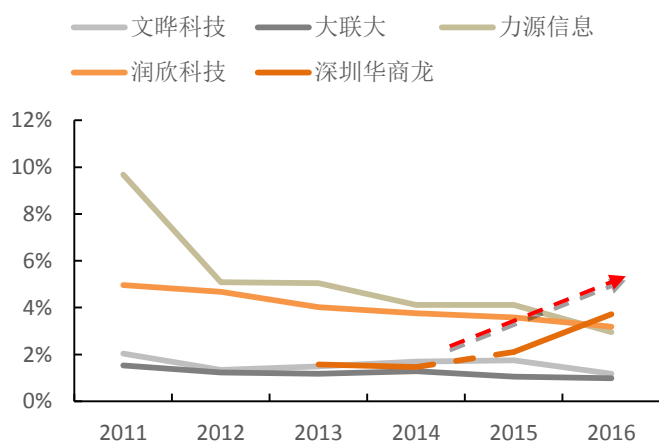
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表28 华商龙与同业公司净利对比（亿元）



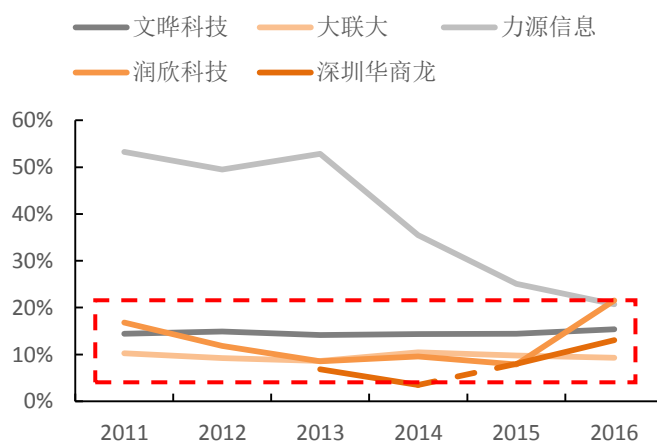
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表29 华商龙与同业公司毛利率对比



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表30 华商龙与同业公司存货营收占比对比



资料来源: wind, 平安证券研究所

去年，公司在产业链的横向整合中吸纳了 SK 海力士、MTK、楼氏、德信、微芯、汇鼎、三星等众多优质品牌，提升了对行业客户的技术支持的能力和合作宽度及深度，进而提升了公司综合业务能力，从而大大增强了企业的行业竞争力和公司行业领导地位。同时，公司与柏健电子深度合作，将其主营业务及相关业务人员在深圳华商龙、华商龙科技体系内部成立事业部，最终实现各方优质资源的强强联合、互利共赢。

➤ 指纹芯片领域

公司全资子公司华商龙对深圳海威思进行增资，认购深圳海威思 60% 的股权，成为深圳海威思的控股股东。目前，海威思营业收入达 10 亿元以上，其产品主要为电容触摸屏驱动、重力加速度、磁传

传感器、陀螺仪、指纹传感器等大量技术领先及市场前景广阔的产品。目前，海威思是汇顶科技的第一大客户，汇顶科技是全球第二大指纹芯片 fabless，其电容触摸的技术基础上开发出电容式指纹识别，配合算法的支持识真率和识假率高达 99.99%。同时，又在蓝宝石盖板的基础上，延伸出玻璃盖板、IFS 等新应用，活体指纹识别传感器。

➤ 存储领域

公司收购联合创泰，IC 产业金字塔的布局已完成。联合创泰是国际一线品牌 MTK 和 SK 海力士的国内核心代理商。MTK（台湾联发科技股份有限公司）是全球第四大 IC 设计厂商，全球第二大手机芯片供应商；SK 海力士是全球三家全产业存储器供应商之一，致力生产以 DRAM 和 NAND Flash 为主的半导体产品）均为全球 IC 行业龙头。联合创泰的资源性优势突出，其产品覆盖到手机，电视，车载，可穿戴，IOT 等行业。

一方面，其高端产品线将进一步完善深圳华商龙的电子分销产品线，增强了公司资源性优势，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，从而大大提高了公司的市场综合竞争力和盈利能力。另一方面，通过 MTK、SK 海力士等极具吸引力的电子产品在公司产业互联网平台上销售，能吸引更多的中小型客户入驻该平台，有助于扩充平台的注册用户，增加平台的粘性。

➤ 汽车电子领域

公司投资成立了上海钛链电气和华商维泰显示这两家公司。上海钛链电气其业务主要是集中在电气设备、传感器及线束等产品的技术开发与生产。华商维泰显示是公司针对显示屏市场的战略布局。显示屏的应用除了汽车电子外，还可在家电、消费电子、医疗、工业制造等诸多领域实施应用。其中后视镜及中控屏智能化作为汽车的专用“手机”，用户体验被日益重视，除了功能精益求精之外，多媒体的大屏、全屏显示成为趋势。

三、“股份回购+员工持股”显信心

3.1 股份回购用于股权激励

2017 年 2 月 21 日英唐智控召开股东大会并审议通过《关于回购公司股份的预案》，自股东大会审议通过之日起至 2017 年 6 月 30 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份共计 1145.30 万股，总金额为 9998.21 万元，回购股份占公司总股本的比例为 1.07%，最高成交价为 8.90 元/股，最低成交价为 7.71 元/股，成交均价为 8.73 元/股。本次回购的股份将用于员工股权激励。公司回购股份的具体情况如下：

- ◆ 4 月 20 日，回购公司股份 737 万股，总金额为 6452 万元，均价 8.76 元/股。
- ◆ 4 月 21 日，回购股份 117 万股，总金额 1033 万元，均价 8.80 元/股。
- ◆ 4 月 24 日，回购公司股份 268 万股，总金额 2329 万元，均价 8.69 元/股。
- ◆ 5 月 22 日，回购公司股份 6.95 万股，总金额 56.47 万元，均价 8.12 元/股。
- ◆ 5 月 23 日，回购公司股份 14.68 万股，总金额 115 万元，均价 7.83 元/股。
- ◆ 6 月 9 日，回购公司股份 1.48 万股，总金额 12 万元，均价 8.22 元/股。

截至 6 月 20 日，公司第二期员工持股计划通过二级市场等法律法规许可的方式取得英唐智控股票的情况如下：

- ◆ 5 月 26 日，回购公司股份 107 万股，总金额 853.49 万元，均价 7.97 元/股。

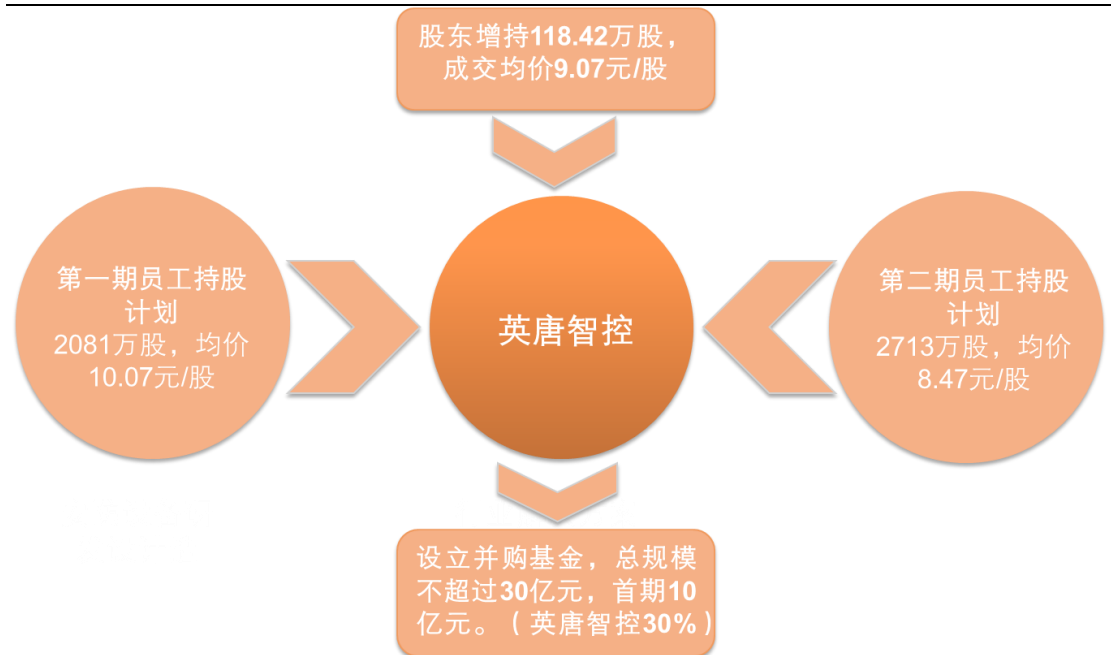
- ◆ 5月31日,回购公司股份598.54万股,总金额5003.22万元,均价7.83元/股。
- ◆ 6月1日,回购公司股份162万股,总金额1316.06万元,均价8.12元/股。
- ◆ 6月2日,回购公司股份77万股,总金额640.78万元,均价8.32元/股。
- ◆ 6月7日,回购公司股份150万股,总金额1253.34万元,均价8.36元/股。
- ◆ 6月9日,回购公司股份91.50万股,总金额756.39万元,均价8.27元/股。
- ◆ 6月12日,回购公司股份48万股,总金额391.40万元,均价8.15元/股。
- ◆ 6月14日,公司第二期员工持股计划全部认购了通过公司回购专户回购的本公司股份,其股份数量为1145.30万股,总金额9998.48万元(含手续费),均价8.73元/股。
- ◆ 6月19日,回购公司股份180.79万股,总金额1499.81万元,均价8.30元/股。
- ◆ 6月20日,回购公司股份152.97万股,总金额1279.28万元,均价8.36元/股。

截至6月20日,公司第二期员工持股计划通过二级市场等法律法规许可的方式取得英唐智控股票合计为2,713.10万股,占公司总股本2.54%,成交均价8.47元,成交金额合计为22992.25万元。

3.2 员工持股计划,彰显未来发展信心

- ◆ **股东增持:** 基于对公司未来持续发展前景的信心,股东郑汉辉先生通过深圳证券交易所系统从二级市场竞价交易的方式以自有资金增持公司股份1,184,200股,占公司总股本的0.11%,增持公司股份市值约1,070万元,成交均价约9.07元/股。
- ◆ **成立并购基金:** 为提高和巩固公司行业地位,深耕公司产业,推进战略发展,巩固行业地位,公司共同发起设立并购基金,基金总规模不超过30亿元人民币,首期规模10亿元人民币。哲灵投资(GP)出资150万元,英唐智控(LP1)出资占基金份额的30%,存续期限采取3+2年的模式,其中前3年为投资期,后2年为退出期,经全体合伙人同意可延长两年。作为公司产业整合的主体,并购基金未来围绕公司以电子信息产业互联网平台为核心的战略发展方向开展投资、并购、整合等业务,就公司发展深入合作。能够提高并购效率,进一步提升公司综合竞争力,对公司未来发展产生积极影响,符合全体股东的利益和公司发展战略。
- ◆ **第一期员工持股计划:** 截至2016年6月20日,公司第一期员工持股计划通过二级市场购买方式共买入英唐智控股票2081万股,占公司总股本1.945%,成交均价约10.07元/股,成交金额合计为20944万元。
- ◆ **第二期员工持股计划:** 截至2017年6月20日,公司第二期员工持股计划通过二级市场购买方式共买入英唐智控股票2713万股,占公司总股本2.54%,成交均价约8.47元/股,成交金额合计为22992万元。

图表31 英唐智控员工持股计划完成情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

一方面，员工持股计划的实施有利于吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，兼顾公司长期利益和近期利益，更灵活地吸引各种人才，从而更好地促进公司长期、持续、健康发展。另一方面，员工持股的实施有利于稳定股价，彰显了员工和管理层对于公司未来发展的信心。

四、投资建议

随着电子信息产业向国内转移，我们看好英唐智控在电子分销和电子信息产业互联网的转型，公司积极推进“股份回购+员工持股”，彰显了公司的长期信心。考虑公司并购整合后致业绩提升，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 80.54/112.77/146.61 亿元，归母净利润分别为 2.93/3.87/5.00 亿元，对应的 EPS 分别为 0.27/0.36/0.47 元，对应 PE 为 31/23/18 倍，维持“推荐”评级。

五、风险提示

并购整合不及预期；行业竞争加剧；代理权限风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2556	6419	7713	10859
现金	421	2178	3050	3965
应收账款	1123	2247	2472	3662
其他应收款	31	172	112	257
预付账款	95	187	207	305
存货	703	1426	1554	2318
其他流动资产	183	210	318	351
非流动资产	1061	1910	2551	2966
长期投资	0	0	0	0
固定资产	6	702	1264	1679
无形资产	56	57	52	45
其他非流动资产	999	1151	1236	1242
资产总计	3617	8329	10265	13824
流动负债	1667	6028	7603	10779
短期借款	682	4376	5591	8056
应付账款	684	1203	1439	1994
其他流动负债	301	450	574	729
非流动负债	1	178	233	213
长期借款	0	177	232	212
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	1667	6206	7836	10992
少数股东权益	77	86	104	118
股本	1070	1070	1070	1070
资本公积	521	521	521	521
留存收益	263	442	525	711
归属母公司股东权益	1873	2037	2325	2715
负债和股东权益	3617	8329	10265	13824

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	27	-989	633	-576
净利润	210	302	404	514
折旧摊销	12	35	85	126
财务费用	22	130	231	316
投资损失	-63	0	0	0
营运资金变动	-183	-1455	-88	-1532
其他经营现金流	29	0	0	0
投资活动现金流	-38	-884	-727	-540
资本支出	56	849	642	414
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	18	-35	-85	-126
筹资活动现金流	241	-64	-249	-434
短期借款	383	0	0	0
长期借款	0	177	56	-20
普通股增加	535	0	0	0
资本公积增加	-535	0	0	0
其他筹资现金流	-142	-241	-305	-414
现金净增加额	230	-1937	-344	-1550

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4222	8054	11277	14661
营业成本	3804	7254	10155	13196
营业税金及附加	4	14	15	18
营业费用	100	129	169	220
管理费用	89	161	226	293
财务费用	22	130	231	316
资产减值损失	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-0
投资净收益	63	0	0	0
营业利润	240	366	481	617
营业外收入	2	4	4	4
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	241	370	484	621
所得税	31	68	80	106
净利润	210	302	404	514
少数股东损益	9	9	18	14
归属母公司净利润	201	293	387	500
EBITDA	282	522	800	1062
EPS (元)	0.19	0.27	0.36	0.47

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	138.3	90.8	40.0	30.0
营业利润(%)	400.9	52.9	31.4	28.3
归属于母公司净利润(%)	435.5	45.4	32.0	29.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	9.9	9.9	10.0	10.0
净利率(%)	4.8	3.6	3.4	3.4
ROE(%)	10.8	14.2	16.7	18.2
ROIC(%)	9.1	6.0	7.3	7.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	46.1	74.5	76.3	79.5
净负债比率(%)	14.8	113.9	117.1	154.8
流动比率	1.5	1.1	1.0	1.0
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.8
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.2
应收账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标 (元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.27	0.36	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.22	-0.92	0.59	-0.54
每股净资产(最新摊薄)	1.75	1.90	2.17	2.54
估值比率	-	-	-	-
P/E	44.44	30.57	23.16	17.89
P/B	4.78	4.39	3.85	3.30
EV/EBITDA	33.0	21.9	14.9	12.7

平安证券综合研究所投资评级：

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。
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它人。
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 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	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