

深圳市英唐智能控制股份有限公司
2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期、
第二期、第三期)、2019 年面向合格投资者公开
发行公司债券(第一期)2020 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：

谭璇

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪第【382】号 01

债券简称:

2018 年第一期: 18 英唐 01
2018 年第二期: 18 英唐 02
2019 年第三期: 18 英唐 03
2019 年第一期: 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:

2018 年第一期: 2.22 亿元
2018 年第二期: 1.00 亿元
2018 年第三期: 1.00 亿元
2019 年第一期: 1.38 亿元

债券到期日期:

18 英唐 01: 2022 年 1 月 3 日
18 英唐 02: 2022 年 5 月 25 日
18 英唐 03: 2022 年 8 月 17 日
19 英唐 01: 2023 年 6 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 刘惠琼

电话:
0755-82872532

邮箱:
jiangsh@cspeyuan.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中证鹏元官方网站。

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.cspeyuan.com

深圳市英唐智能控制股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期、第二期、第三期)、2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期) 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	负面	稳定
评级日期	2020 年 6 月 21 日	18 英唐 01、02、03: 2019 年 06 月 20 日 19 英唐 01: 2019 年 09 月 03 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 2018 年 1 月 3 日、2018 年 5 月 25 日、2018 年 8 月 17 日和 2019 年 6 月 19 日面向合格投资者公开发行的“18 英唐 01”、“18 英唐 02”、“18 英唐 03”和“19 英唐 01”(以下合称“本期债券”)2020 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级均维持为 AAA,发行主体长期信用等级维持为 AA-,评级展望调整为负面。本次展望下调主要是基于:公司偿债压力进一步加大,拟引入战略投资人的相关事项未能如期推进,疫情及中美贸易摩擦或将加大公司经营压力,实际控制人股权股份中累计质押及冻结股份数量占比达 100%,且公司仍面临一定的资产减值风险,2020 年一季度所有者权益大幅下降,重大资产重组的实施或将使得公司营收及盈利能力下降等风险因素。跟踪期内公司电子元器件分销业务仍具有一定的品牌代理及客户资源优势;子公司转让如能顺利进行,将有利于减轻公司债务压力;由深圳市高新投集团有限公司(以下简称“高新投集团”)提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

正面:

- 公司电子元器件分销业务仍具有一定的品牌代理及客户资源优势。近年公司通过

外延并购及股权合作相继整合了在行业内拥有良好代理资源的多家公司，主要代理品牌覆盖 26 家国内外电子元器件龙头供应商，产品下游领域覆盖手机与可穿戴设备、企业云服务、家电与智能家居、触控显示屏等多个领域的龙头企业。

- **重大资产重组如能顺利进行，将有利于减轻公司偿债压力。**2020 年 4 月公司拟以现金 14.80 亿元出售持有的联合创泰科技有限公司（以下简称“联合创泰”）100% 股权，预计将产生处置收益 7.18 亿元；根据《备考报表》，考虑出售联合创泰股权影响，公司 2019 年末资产负债率为 56.21%，较同期有所下降；同时，公司计划将转让价款中的 6.52 亿元用于偿还有息债务，有利于减轻公司偿债压力。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**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：

- **2020 年 3 月末公司所有者权益大幅下降，资产负债率上升至 78.06%，且面临很大的短期偿债压力。**2020 年一季度，公司完成联合创泰、深圳市海威思科技有限公司（以下简称“深圳市海威思”）及海威思“香港”有限公司（以下简称“香港海威思”）的少数股东权益收购，2020 年 3 月末，公司归属于母公司所有者权益降至 115,695.55 万元，资产负债率上升至 78.06%，有息债务规模达 29.95 亿元，其中，一年内到期的有息债务余额达 23.70 亿元，速动比率下降至 0.87；2019 年末公司货币资金规模为 9.61 亿元，受限资金占比 81.07%，公司面临很大的短期偿债压力。
- **公司拟引入战略投资人的相关事项未能如期推进，仍存在不确定性。**公司原计划向赛格集团非公开发行股票方案已于 2019 年 11 月终止。根据新的约定，公司控股股东胡庆周先生需于 2020 年 3 月 31 日前将其届时持有的全部公司股份对应的股东权利（除分红、转让、赠与或质押权利外）委托赛格集团行使；截至 2020 年 5 月 31 日，上述股东权利委托事项仍未达成，未来能否顺利推进存在不确定性。
- **2020 年一季度出现亏损，疫情及中美贸易摩擦或将给公司带来一定经营压力。**2020 年一季度受疫情影响，下游工厂停工使得订单量下降公司营业收入同比下降 23.18%，净利润为-4,384.02 万元；预计国外疫情的蔓延及中美贸易摩擦短期内仍将对下游市场需求产生不利影响，给公司带来一定经营压力。
- **重大资产重组的实施或将使得公司营收及盈利能力进一步下滑。**联合创泰主营业务为电子元器件分销，2019 年营业收入及净利润规模分别为 584,348.12 万元和

11,984.96 万元，占公司 2019 年合并口径营业收入和净利润的比重分别为 48.90% 和 171.86%，处置联合创泰将使得公司营业收入大幅下降，主业可能面临亏损的风险。

- **公司面临一定的资产减值风险。**截至 2020 年 3 月末，公司应收账款、预付款项、存货占总资产的比重合计 49.54%，对运营资金占用较大；商誉账面价值为 9.25 亿元，占总资产的比重达 16.82%；2019 年公司资产减值损失及信用减值损失分别为 4,988.85 万元和 2,816.54 万元，其中，商誉减值 745.21 万元，面临一定的坏账、存货及商誉减值风险；如重大资产重组能顺利实施，预计将分摊商誉 4.9 亿元。
- **公司实际控制人股权质押率较高，部分遭司法冻结且存在部分逾期情况。**截至 2020 年 6 月 5 日，公司控股股东及实际控制人胡庆周先生持有公司股份中累计质押及冻结股份数量占比达 100%，其中，比重为 98.58% 的股份已质押，比重为 13.65% 的股份被司法冻结，比重为 48.26% 的质押股份处于逾期状态，逾期股份涉及融资本金为 1.63 亿元。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	550,150.44	567,189.42	587,221.59	511,583.08
归属于母公司所有者权益合计	115,695.55	172,851.50	171,019.29	188,659.00
有息债务	299,469.47	288,153.98	299,210.03	225,206.32
资产负债率	78.06%	66.42%	67.32%	59.69%
流动比率	1.16	1.36	1.41	1.34
速动比率	0.87	1.10	1.14	1.03
营业收入	196,443.67	1,195,028.70	1,211,410.67	739,987.53
营业利润	-3,761.27	14,340.69	26,299.11	20,951.65
净利润	-4,384.02	6,973.67	19,856.25	17,705.87
综合毛利率	5.01%	7.40%	7.66%	8.59%
总资产回报率	-	6.22%	7.94%	6.82%
EBITDA	-	39,066.35	45,291.13	31,679.31
EBITDA 利息保障倍数	-	1.81	2.60	3.77
经营活动现金流净额	6,818.42	99,688.82	-21,812.00	-47,288.62

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告、2020 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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,193,578.17	2,052,718.02	1,346,952.97

所有者权益合计	2,155,836.69	1,178,738.97	1,119,617.32
营业总收入	278,716.28	208,520.14	150,517.45
担保业务收入	120,638.94	82,385.32	72,814.95
资金管理业务收入	119,685.53	82,494.33	53,159.92
净资产收益率	6.92%	9.86%	12.24%
融资担保余额	14,941,515	7,161,330	6,067,180
当期担保发生额	9,655,970	7,047,073	4,890,938

资料来源：高新投集团2017-2019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

公司分别于2018年1月3日、2018年5月25日、2018年8月17日和2019年6月19日面向合格投资者公开发行4年期公司债券“18英唐01”、“18英唐02”、“18英唐03”和“19英唐01”，募集金额分别为2.22亿元、1.40亿元、1.00亿元和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2020年3月末，“18英唐01”、“18英唐02”、“18英唐03”及“19英唐01”募集资金专项账户余额分别为8,995.02元、18,404.69元、2,123.10元及14,418.43元。

二、发行主体概况

2019年以来，公司名称、注册资本、实收资本均未发生变动。截至2020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先生，持有公司总股份的19.92%，公司前十大股东明细如表1所示。值得注意的是，截至2020年6月5日，公司控股股东及实际控制人胡庆周先生持有公司股份中累计质押及冻结股份数量占比达100%，其中，质押股份比重为98.58%，比重为13.65%的股份被司法冻结股份，比重为48.26%的质押股份处于逾期状态，逾期股份涉及融资本金为1.63亿元。

2019年5月，公司因收入成本核算不规范，财务管理基础薄弱，商誉减值测试不审慎，部分关联交易信息披露不准确、完整等原因，收到了深圳证监局采取责令改正的行政监管措施。2019年12月19日，胡庆周先生因未按规定披露减持公司股份的计划¹，以及减持行为发生日距离于减持计划预披露日期不足15个交易日的行为，被深圳交易所给予通报批评的处分。

表1 截至2020年3月31日公司前五大股东明细（单位：万股）

排名	股东名称	持股数量	占比
1	胡庆周	21,304.27	19.92%
2	深圳市赛格集团有限公司	5,590.00	5.23%
3	甘礼清	3,743.00	3.50%
4	王小兰	2,772.10	2.59%
5	钟勇斌	2,630.27	2.46%
合计		36,039.64	33.70%

资料来源：公司2020年第一季度报告

¹ 根据公司反馈，胡庆周先生未按规定披露减持公司股份的计划的系因部分逾期股份出现被动减持。

公司拟引入战略投资人深圳市赛格集团有限公司（以下简称“赛格集团”）的相关事项未能如期推进，未来仍存在不确定性。2018年10月，公司原计划向赛格集团非公开发行股票，同时在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，由胡庆周向赛格集团协议转让5,400万股上市公司股票的方式，引入赛格集团作为公司控股股东，深圳市国资委将成为公司实际控制人。由于宏观经济形势、资本市场环境以及公司实际情况的变化，2019年11月公司与赛格集团签署协议终止了上述方案，并约定胡庆周先生、深圳市赛硕基金管理有限公司一赛硕名俊进取六号私募证券投资基金向赛格集团合计协议转让5,590万股股份，占公司总股本的5.23%，同时胡庆周先生将于2020年3月31日前将其届时持有的全部公司股份对应除分红、转让、赠与或质押权利外的股东权利委托赛格集团行使。

截至2020年5月31日，约定的股权转让事项已实施，但相关股东权利委托事项仍未达成，未来能否顺利推进存在不确定性，若协议终止，将由胡庆周先生负责处理回购此前转让给赛格集团的3,790万股股份。

2019年-2020年3月，公司完成出售子公司共14家²，注销子公司3家，合计减少合并范围内的子公司共17家；通过设立新增合并范围内子公司2家，明细见附录二。2020年4月，公司拟出售持有的深圳市英唐创泰科技有限公司（以下简称“英唐创泰”）51%股权及持有的联合创泰科技有限公司（以下简称“联合创泰”）100%股权，并计划注销经营不达预期、处于长期亏损状态的两个控股子公司惠州市英唐光电科技有限公司及深圳市英唐致盈供应链管理有限公司。

三、运营环境

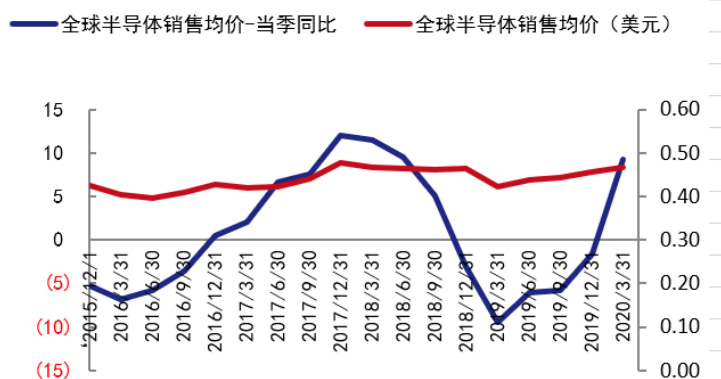
预计2020年全球半导体市场难以延续一季度的复苏趋势，电子元器件分销企业经营压力或加大

随着库存去化接近尾声以及疫情影响下上游供货趋紧，2020年半导体价格有望止跌回升，一定程度上刺激电子元器件分销厂商的备货需求。2019年下游终端需求遇冷叠加上游原材料厂商扩产计划逐渐推进并投产，2019年MCU、MLCC等半导体元器件缺货潮逐渐缓解，价格自2018年的高位有所下行；同时，由于存储器库存消化不及预期，2019年存储器价格延续了下行趋势。2019年三季度以来，存储器供需趋于平衡，市场有所复苏；同时，随着5G建设持续推进，5G 基站、消费电子、汽车电子和人工智能等下游领域

² 公司出售的深圳市怡海能达有限公司及其下属子公司股权视作同一家核算，出售的深圳市英唐金控科技有限公司及其下属子公司股权亦视作同一家核算。

发展加大电容需求，半导体行业进入补库存周期，2019年10月以来MLCC价格涨势再度开启。同时2020年年初疫情爆发，企业复工率低，供货进一步趋紧，加速MLCC价格上行。随着半导体价格进入上升趋势，将一定程度上刺激电子元器件分销厂商的备货需求。

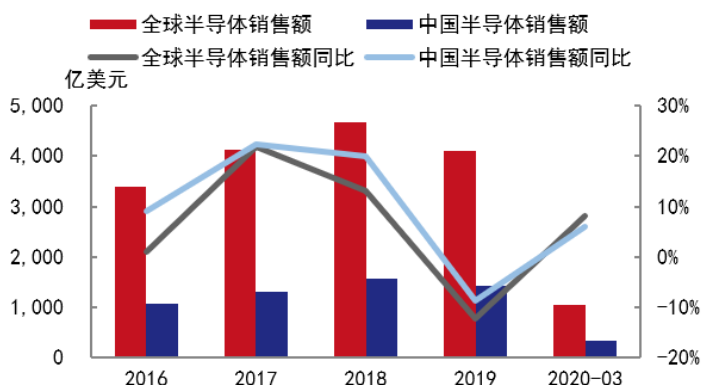
图1 2019年半导体价格延续下跌趋势，2020年一季度止跌回升



资料来源：WIND，中证鹏元整理

预计2020年半导体市场复苏难以持续，销量持续呈下滑趋势。下游终端市场需求疲弱，2019年全球半导体销量同比增速由2018年的7.4%大幅下降至-7.20%，叠加去库存周期下产品价格下行，2019年全球半导体市场销售额同比下降12%，中国半导体销售额下降9%。2020年一季度，全球半导体销量仍呈下降趋势，同比降幅达2.10%；但受产品价格上升影响，2020年1-3月全球及中国半导体销售额分别同比上升8%和6%。在疫情的冲击下，手机、PC、平板等消费终端出货量大幅下滑预计将使得半导体市场复苏趋势难以延续。考虑到国内电子元器件分销企业采购以国外电子元器件生产巨头为主，议价能力较弱，半导体市场景气度的下行预计将使其经营压力进一步加大。

图2 半导体销售额下滑使得电子元器件分销商面临业务规模下降压力



资料来源：WIND，中证鹏元整理

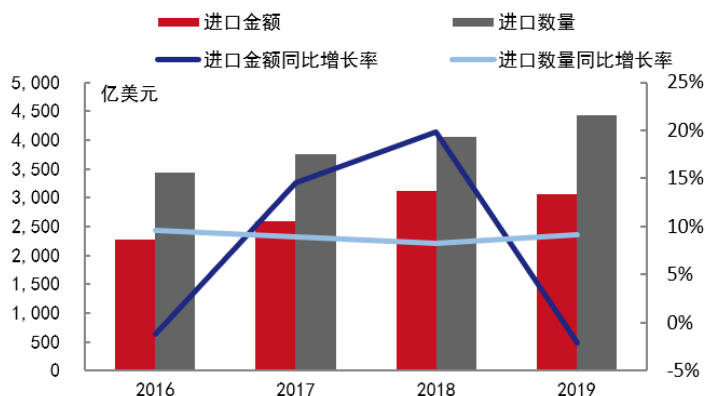
5G需求的增长预计将带动国内半导体市场需求率先回暖，叠加国产替代化进程推进，

对本土电子元器件分销业务有一定支撑

受国内电子元器件产品技术研发实力较弱的影响，集成电路为我国重要的进口产品，近年进口数量持续增长，2018-2019年我国集成电路进口数量同比增速分别达8.30%和9.20%，进口金额受产品价格下降影响同比增速由2018年的19.80%下降至-2.10%。

5G建设进程加快推动国内电子元器件需求增长。我国5G基站建设始于2019年下半年，预计2020年新增60万座，同比增长3.6倍，参照4G投资进度，预计整个5G基站建设周期将为通信PCB带来约640亿元的市场增量，并有望于2021-2023年迎来投资高峰。此外，伴随5G网络发展，数据流量大幅增加将驱动运营商提前扩建数据中心，高速运算服务器、数据存储、交换机和路由器等电子产品需求将持续增长，推动电子元器件需求增长，利好本土电子元器件分销商。

图 3 我国集成电路进口数量保持较快增长



资料来源：WIND，中证鹏元整理

国内半导体厂商技术实力不断增长，国产替代趋势将为本土电子元器件分销商提供新的市场机遇。随着中国对集成电路等核心元件需求的持续增长，进口替代空间巨大，同时我国政府继续给予资金和政策支持，也进一步推动集成电路的国产替代进展。在移动通信和消费电子领域已有优质本土企业在高端设计领域实现突破，代表企业包括深圳市海思半导体有限公司（以下简称“海思半导体”）、北京紫光展锐科技有限公司，其中海思半导体收入规模位列2018年全球Fabless设计企业第五位，其用于通信、消费电子等领域的芯片产品已具备国际性的竞争实力。同时，2019年以来随着中国大陆地区晶圆制造新增产能的陆续投产，有望在未来带动国产化率提升。目前我国本土电子分销商仍以代理国外电子元器件品牌为主，随着国内生产厂商的崛起，国内元器件品牌代理和分销有望成为本土电子分销业务新的市场增长来源。

2019年国内电子元器件分销龙头厂商逆势扩张，市场集中度持续提升

我国本土电子元器件分销产业经营模式趋同，对上下游议价能力弱。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，业务主要来源于国内电子生产厂商对于国外半导体巨头生产的中高端技术产品需求，经营模式相对趋同。随着上游供应商及下游生产企业的头部效应愈发明显，国内电子元器件分销厂商的利润空间持续压缩，营运资金压力持续增长。

近年国内电子元器件分销行业集中度持续提升，资金实力相对较强的本土元器件分销厂商市场份额持续增长。面对市场经营压力加大、利润空间压缩等不利环境，资金实力较强的龙头企业逆势扩张，2017-2019年我国本土电子元器件分销商排名前25位的企业营业收入规模合计分别为1,216.91亿元、1,524.01亿元和1,890.46亿元，2018-2019年增长率分别达25.24%和24.05%，增速显著高于我国半导体销售额及集成电路进口额增速，行业头部聚集效益逐渐显著。

四、经营与竞争

2019年及2020年1-3月，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。2019年公司加大了云服务、5G等市场客户的拓展力度，但由于电容、电阻等被动电子元器件市场价格呈下滑趋势，电子分销行业收入下行，毛利率下降0.38个百分点，拖累公司营业收入规模同比下降1.35%至119.50亿元，毛利率由上年的7.66%下滑至7.08%。电子智能控制产销规模较上年保持稳定，受益于原材料采购价格下降及2018年新增客户相关产品销售逐步稳定，毛利率大幅回升。

2020年1-3月，受疫情影响公司及上下游企业复工时间普遍延迟，国外疫情的蔓延也使得下游终端产品海外市场的需求也出现了下滑，公司营业收入同比下降23.18%，同时，代理产品价格上涨、备货滞后及毛利较低的主动元器件分销收入占比提升等相关因素综合影响下，公司当期综合毛利率大幅下降至5.01%。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
电子分销行业	193,178.69	4.77%	1,173,910.26	7.08%	1,191,538.14	7.46%
其中：资源型主动电子元器件	112,243.21	2.02%	584,348.12	4.79%	576,101.63	3.68%
被动电子元器件及其他	80,935.47	8.60%	589,562.14	9.34%	615,436.51	11.00%

电子智能控制行业	3,060.25	18.66%	18,056.12	28.11%	18,055.25	13.82%
其他	204.73	28.85%	3,062.32	9.16%	1,817.28	77.24%
合计	196,443.67	5.01%	1,195,028.70	7.40%	1,211,410.67	7.66%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，公司提供

公司下游客户为我国大陆终端消费类电子产品厂商及其在香港设立的法人或分支机构，终端客户为国内的电子产品生产厂商。公司按客户需求确定交货地点，一般为中国大陆地区和香港，其中，中国大陆地区业务包括销售被动电子元器件及智能控制器产品，香港地区销售收入主要来源于资源型主动电子元器件（2019年占比为70.54%）。公司将在香港地区交货形成的收入计为来源于中国大陆地区以外的国家和地区的收入，相应的产品采购和销售均以美元结算。2019年公司来源于大陆地区收入占比有所提升，但由于被动元器件价格下降影响，毛利有所下降。

考虑到公司近年外销业务比例较高，且原材料采购以境外为主，需关注相关汇兑损失风险，此外，由于公司上游采购主要来源于国外生产商，随着疫情在国外的持续蔓延及中美贸易摩擦的延续，或对公司后续原材料采购及下游需求有一定不利影响。

表 4 公司销售区域分布情况（单位：亿元）

项目	2019 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
中国大陆地区	38.41	32.14%	10.47%	34.74	28.68%	12.57%
中国大陆地区以外的国家和地区	81.10	67.86%	5.95%	86.40	71.32%	5.68%
合计	119.50	100.00%	7.40%	121.14	100.00%	7.66%

资料来源：公司2018-2019年年报，中证鹏元整理

公司具有丰富的电子元器件品牌代理资源，但易受市场需求下滑及产品价格下行影响，2019年该业务收入及毛利有所下滑

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，拥有丰富的行业经验，已获得了国内外知名电子元器件生产商的产品代理权，为上游供应商提供供应链服务，并为下游客户提供技术支持，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。

公司电子元器件分销业务品牌代理资源拓展主要依赖外延并购及股权合作，同时，通过投资合作成立事业部的模式，成立了柏建事业部和思凯易事业部，形成了相对丰富的品牌代理资源。2019年公司加大了云服务、5G通信等市场客户的拓展力度，对联科发、海力士相关产品的需求占比提升，公司对前五大供应商采购金额由上年的52.95%进一步提升

至61.57%，其中对海力士、联科发采购金额占比分别达31.93%和11.23%。由于公司电子元器件分销业务上游供应商主要为多为世界知名的原厂巨头，采购主要为现金结算，预付款或货到付款系主要采购结算方式，账期相对较短。

表 5 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	整合情况
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）、矽力杰（Silergy）、和冠（Wacom）	保留
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）	
柏建事业部	Microchip、Diodes、KNOWLES	
思凯易事业部	Cypress、三星	
上海康帕科贸有限公司（简称“康帕科贸”）	移远 QUECTEL、西博 Simple、KDS 大真空	
深圳中芯能供应链管理有限公司（以下简称“中芯能”）	瑞萨 RENESAS 中熔电气 SINOFUSE	2019 年以来处置或 2020 年拟处置
联合创泰	MTK（联发科）、海力士	
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）	

资料来源：公司提供

依托于丰富的电子元器件产品代理资源，公司电子分销业务产品下游应用行业丰富，涵盖了家电、通信、手机、汽车、安防、企业云服务等行业，并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；2019年来自手机与可穿戴设备及企业云服务相关客户的销售额占比约为电子元器件分销收入的50%左右。为开拓市场、维护客户关系，公司一般向下游客户提供30-90天不等的账期，结算方式包括现金及票据。2019年公司客户结构有所变化，其中，对企业云服务、移动通信相关客户销售提升，前五大客户销售额占比由上年的36.28%进一步提升至44.52%，客户集中度上升。

表 6 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	OPPO、VIVO、传音、华勤、天珑、波导、小米、天马微电子（终端华为）
企业云服务	中霸集团有限公司、Alibaba.com Singapore E-Commerce Private Limited、百度
家电与智能家居	奥克斯、格力、美的、格兰仕、长城、长虹、TCL
触控显示屏	歌尔股份、信利光电、广东紫文星、矢崎仪表、蓝思科技、意力（广州）电子
工业与社会设施	海康威视、大华技术、宇视科技、杭州智诺、杭州宇泛、大洋电机、卧龙控股、禾川科技
汽车电子	比亚迪、广汽、上汽、东风、吉利、奇瑞、众泰、北汽、长城

资料来源：公司提供

上下游结算账期的差异及库存备货给公司带来了较大的营运资金占用压力。同时，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，深圳华商龙业务情况易受市场景气度波动影响。2019年公司通过加大对云服务、5G通信等市场客户的拓展力度，集成电路产品销量增长，在电子元器件产品价格下跌的不利情形下，电子元器件分销收入同比降幅不大，为1.48%，实现电子元器件分销收入117.39亿元，但由于公司上下游响应价格变动的速度不一致，销售价格下跌速度高于公司采购备货成本降幅，毛利率下降0.38个百分点至7.08%。其中，通过并购整合的联合创泰、深圳海威思、怡海能达、上海康帕科贸有限公司等子公司及柏健事业部、思凯易事业部实现销售收入和净利润合计分别为85.59亿元和2.17亿元。

公司对部分子公司股权进行处置，若相关处置计划能顺利完成，公司资金压力将有所缓解，但电子元器件分销业务营收及利润规模将大幅下滑且需关注后续资金回收情况

鉴于柏健事业部、深圳海威思和香港海威思均达成了前期协议约定的业绩目标，公司按照前期收购协议约定，于2019年8月收购了柏健事业部剩余的40%的税前利润分配权³、于2020年3月收购了深圳海威思和香港海威思剩余的40%股权⁴。同时，按照协议约定，若联合创泰2018年度净利润达到1.3亿元，公司可能在2019年度或其后年度择机受让公司副董事长黄泽伟先生持有的联合创泰20%的股权。在联合创泰净利润为12,229.44万元，未实现1.30亿元的业绩承诺，但鉴于2019年上半年净利润较去年同期有较大幅度的增长，公司于2019年7月与黄泽伟先生签订股权收购协议，约定收购联合创泰剩余20%的股权，同时约定2019-2021年联合创泰净利润分别需达到或超过1.70亿元、2.00亿元和2.30亿元。

表 7 2019 年以来公司电子元器件分销业务主要股权收购情况（单位：万元）

项目	联合创泰	深圳海威思	香港海威思	柏健事业部
收购内容	剩余 20% 股权	剩余 40% 股权	剩余 40% 股权	剩余 40% 的税前利润分配权
协议签订日期	2019 年 7 月	2019 年 12 月	2019 年 12 月	2019 年 4 月

³ 原协议约定收购剩余 40% 股权的条件为，柏健事业部在 2016-2018 年度每年实现的税前利润数额不低于人民币 1,000 万元，且每年的税前利润增长率均为正值。柏健事业部在 2016-2018 年培育期间实现的税前利润分别为 2,101.45 万元、2,937.75 万元、4,085.44 万元，满足协议约定目标。

⁴ 原协议约定收购剩余 40% 股权的条件为，深圳海威思和香港海威思于约定期内（2016 年 6 月 1 日至 2019 年 5 月 31 日）每年（每年 6 月 1 日至次年 5 月 31 日）实现的扣除非经常性损益的税前利润数总额（以下简称“税前利润”）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。2016 年 6 月 1 日至 2019 年 5 月 31 日，深圳海威思和香港海威思合并计算后每年度税后净利润分别为人民币 2,260.25 万元、2,341.67 万元、3,068.92 万元，满足协议约定收益要求。

收购价格	46,000.00	1,733.45	12,181.12 ⁵	10,666.70 ⁶
收购完成日期	2020年2月	2020年3月	2020年3月	2019年8月
收购价格	46,000.00	1,733.45	12,181.12 ⁷	10,666.70 ⁸
100%股权评估价值	242,639.06	4,333.62	30,452.80	27,050.00
评估增值率	1,080.60%	-	-	-
评估/交易基准日	2019年3月31日	2019年5月31日	2019年5月31日	2018年12月31日

注：1、深圳海威思40%股权、香港海威思40%股权、柏健事业部40%的税前利润分配权收购定价依据为对赌条款。

2、柏健事业部40%收益权收购于2019年完成，联合创泰20%的股权收购于2020年2月完成，深圳海威思及香港海威思股权收购于2020年3月完成。

资料来源：公司提供

2019年以来，下游市场需求及产品价格的下跌使得公司面临的业绩下滑压力及资金周转压力。为减轻公司业务及资金压力，2019年以来公司逐步剥离了处于发展初期且亏损的非主业板块相关子公司，以及盈利能力不强、发展潜力不大的电子元器件分销业务产品线相关子公司股权。2019年及2020年一季度，公司相关子公司股权处置价格主要基于净资产规模确定。此外，中芯能、鑫三奇、彩昊龙、英唐金控及英唐创泰近年总资产、净资产、营收及利润规模相对较小，转让对公司营收、利润规模影响较小。截至2020年3月末，公司2019年以来处置的子公司股权价款中尚未回收的金额为5,120万元，尚未支付的子公司股权及收益权收购价款的金额为33,421.72万元。

表8 2019年以来公司主要（拟）处置子公司股权情况（单位：万元）

转让事项	交易时间	交易金额	总资产	净资产	营业收入	净利润
中芯能 51% 股权	2019年7月	270	1,994.76	553.32	1,840.73	20.87
深圳市鑫三奇科技有限公司（以下简称“鑫三奇”）51% 股权	2019年12月	615	1,961.28	821.07	3767.77	321.07
深圳市彩昊龙科技有限公司（以下简称“彩昊龙”）51% 股权	2019年12月	1,498	3,616.07	2050.53	3,934.54	552.97
深圳市英唐金控科技有限公司（以下简称“英唐金控”）80% 股权	2020年1月	15,131	15,819.55	15,673.94	166.54	-465.99

⁵ 收购股权对价计算公式=（标的公司在约定期扣除非经常性损益的税后净利润总额×40%×4.5）+（截止2019年11月30日标的公司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×40%×4.5）。

⁶ 收购股权对价按照柏健事业部培育期累计实现税后利润总额的40%的三点五倍（其中尚需按16.5%的香港税率扣除税费）计算。

⁷ 收购股权对价计算公式=（标的公司在约定期扣除非经常性损益的税后净利润总额×40%×4.5）+（截止2019年11月30日标的公司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×40%×4.5）。

⁸ 收购股权对价按照柏健事业部培育期累计实现税后利润总额的40%的三点五倍（其中尚需按16.5%的香港税率扣除税费）计算。

怡海能达 51% 股权	2020 年 1 月	5,100	27,795.92	12,604.98	54,770.17	2,761.75
英唐创泰 51% 股权	2020 年 4 月	6,169	9,798.78	4,976.02	15,568.90	35.98
联合创泰 100% 股权	拟转让	148,000	99,000.42	27,171.79	584,348.12	11,984.96

注：中芯能、鑫三奇、彩昊龙数据取自2018年（末）；英唐金控、英唐创泰、怡海能达、联合创泰数据均来源于2019年（末）。

资料来源：公司提供

2020年4月，公司拟以支付现金的方式以14.80亿元⁹向深圳市英唐创泰科技有限公司¹⁰转让所持有的联合创泰100%股权，并拟在本次重大资产出售成功的前提之下，终止黄泽伟先生在前次联合创泰20%股权交易所进行的业绩承诺。上述转让事项的相关协议已于2020年4月签订，并于2020年6月2日经公司股东大会审议通过。

截至2019年末，联合创泰总资产为99,000.42万元，净资产为27,171.79万元，资产负债率达72.55%。2019年联合创泰营业收入及净利润规模合计分别为584,348.12万元和11,984.96万元。如后续能按照已有协议约定价格完成处置，预计将产生处置收益71,764.93万元，使得对公司总资产规模小幅提升，短期偿债能力有所增强，资产负债率有所下降。

联合创泰为公司营业收入的重要构成及主要的盈利来源，考虑出让联合创泰100%股权的影响后，2019年公司营业收入规模较股权出让前下降47.66%。由于联合创泰代理的品牌主要为MTK和海力士，下游客户主要为阿里巴巴和中霸集团，对运营资金占用需求大、毛利率较低，剔除该公司业务后，公司2019年营运资金占用规模将下降，毛利率及期间费用率均有所上升，但净利润亏损。

根据公司出具的资金使用安排，公司计划将转让联合创泰100%股权所得现金中的6.52亿元用于偿还有息债务、3.29亿元用于支付前期尚未支付的股权收购款项，2.39亿元用于补充日常营运资金，若上述转让能顺利完成并收到转让款，有利于减轻公司的负债压力，减少财务费用，但需关注后续股权出让款收回情况。

表9 出售联合创泰100%股权对公司主要财务指标的影响（单位：万元）

项目	2019 年	
	重组完成后 (备考报表)	重组完成前
总资产	595,360.88	567,189.42
归属于母公司所有者权益合计	248,516.10	172,851.50
资产负债率	56.21%	66.42%
流动比率	1.75	1.36
速动比率	1.54	1.10

⁹ 评估基准日为2019年12月31日，增值率为444.58%。

¹⁰ 该公司股权转让后，实际控制人将变更为黄泽伟先生。

营业收入	625,508.02	1,195,028.70
营业利润	212.84	14,340.69
净利润	-4,808.17	6,973.67
综合毛利率	9.99%	7.40%
总资产回报率	2.66%	6.22%

资料来源：公司 2019 年审计报告及《审阅报告》，中证鹏元整理

公司计划通过并购及投资设立子公司等方式进入半导体研发设计领域，但业务转型升级能否达到预期面临一定的不确定性

2019年下半年公司确定了向上游半导体设计开发领域转型的发展战略。为此，公司与GTechSystemsGroup Inc.（以下简称“GTSGI”）、CHANGYORKYUAN（以下简称“张远”）签署了《合作协议》，约定了一揽子交易¹¹。协议约定，三方合资成立科富香港控股有限公司（以下简称“科富控股”），由该公司收购パイオニア・マイクロ・テクノロジー株式会社（英文名Pioneer Micro Technology Corporation，即先锋微技术有限公司，以下简称“先锋微技术”），同时，由公司向科富控股提供不超过2.8亿元人民币的借款。先锋微技术成立于2003年，原为先锋集团于1977年成立的半导体实验室，专注于光盘设备和图像处理的模拟IC和数字IC产品的研发生产，目前已形成包括光电集成电路（OEIC）、光学传感器、LCD驱动IC、车载IC、MEMS镜在内的主要产品，并提供MBE以及晶圆代工服务。同时，在完成先锋微技术的股权交割的前提下，公司拟以不超过6,000万元人民币收购上海芯石半导体股份有限公司（以下简称“上海芯石”）¹²10~20%股份。芯石股份主营业务为以肖特基二极管芯片的设计及销售。此外，上述协议还约定公司和张远及GTSGI将展开在中国选择符合半导体产业发展的城市投资设立新公司的工程，业务计划以生产硅基、碳化硅为基础的模拟电路、大功率器件等半导体芯片为主。

2020年3月，科富控股已与パイオニア株式会社（英文名：Pioneer Corporation，即先锋集团）签订了《股权转让协议》，约定以现金¹³支付方式收购100%股权。截至2020年5月末，对于先锋微技术的收购尚需获得日本政府机构审批同意，公司尚未与上海芯石股东就股份收购事项签署协议，需关注后续交易进展能够顺利完成。

¹¹ 根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《公司章程》以及公司《重大事项决策制度》的规定，上述交易未构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组，交易对方与本公司无关联关系，未构成关联交易，上述交易事项无需提交股东大会审议。

¹² 上海芯石的实际控制人为施振飞，施振飞与张远系亲戚关系。

¹³ 根据公司已与MTC签署的签署《Share Purchase Agreement》（《股权收购协议》，以下简称“SPA协议”），双方同意以基准价格30亿日元现金（以2019年12月31日汇率折算人民币约19,225.84万元，还需减去交割日之前仍未支付的期末负债、未支付的环境整治费用和未支付的公司交易费用）。同时，科富控股、MTC拟与先锋集团就知识产权、过渡期服务等经营具体事项签署一系列附属协议。

值得注意的是，先锋微技术尚处于亏损状态，中美贸易战或将其业务持续产生不利影响，且其此前未涉足半导体设计及生产相关业务。上述交易完成后，公司需与先锋微技术在业务管理、财务管理、人力资源管理等方面进行整合，面临一定的管理整合及业务拓展不达预期的风险。同时，对于上海芯石收购后的业务转型及拓展、新设立的公司生产线引进及相关业务开展对于张远及GTSGI的资源整合及履约能力存在较大的依赖，后续业务开展情况存在不确定性。

2019年公司智能控制器业务规模较上年保持相对稳定，毛利率有所提升，但面临一定成本控制压力

公司电子智能控制器产品主要为家居类控制器及家居物联网两类产品。公司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。公司电子智能控制器业务的原材料成本占产品成本比重在80%以上，上游供应商主要系电子元器件分销商。

2019年公司电子智能控制器产品收入较上年保持稳定，但毛利率提升明显，主要受益于原材料采购价格下降及新增客户相关产品销售逐步稳定的影响。2020年1-3月，受疫情开工延迟的影响，公司电子智能控制器收入同比下降34.65%，毛利率下滑至18.66%。

表 10 公司电子智能控制器产品营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
家居类控制器	14,183.25	28.94%	14,538.63	12.61%
家居物联网	3,872.86	25.09%	3,516.62	18.85%
合计	18,056.11	28.11%	18,055.25	13.82%

资料来源：公司提供

由于相关技术较为成熟、产品更新换代快、行业进入门槛较低、市场竞争相对激烈，小型家电智能控制器产品定价相对透明，其销售及盈利状况易受下游客户需求影响。2019年，随着前期开发的客户及产品销售逐步稳定，公司产电子智能控制器业务销量较上年小幅增长，整体业绩保持稳定。2020年以来相关电子元器件产品价格有所回升，考虑到公司在采购及销售环节议价能力均较弱，原材料价格波动使得智能控制器业务面临一定成本控制压力。

表 11 2018-2019 年公司电子智能控制器产销及库存情况

项目	2019年	2018年
销售量（万台/万套/万件/万个）	409.65	406.78
生产量 ¹⁴ （万台/万套/万件/万个）	411.03	409.19
平均售价（元）	44.07	44.38
库存量（万台/万套/万件/万个）	23.83	24.71

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2018年、2019年审计报告及2020年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年及2020年1-3月，公司新增及不再纳入合并报表范围子公司分别为2家和17家，明细见附录二。

资产结构与质量

公司资产以流动资产为主，货币资金受限程度仍较高，仍面临一定的应收款项坏账、存货跌价及商誉减值风险

2019年以来，公司资产规模较上年小幅下降，资产结构保持稳定，2020年3月末流动资产占比为77.38%。

截至2019年末，受限资金为7.79亿元，占货币资金的比重达81.07%，受限规模相对较高。2019年期末公司非受限货币资金余额相较期初减少7,599.75万元至18,199.26万元。

2019年以来，公司通过及时催收、保理融资等方式加速回款，应收账款规模持续下降，但占总资产比重仍相对较高。截至2019年末，公司应收账款计提坏账金额为4,141.92万元，计提比例为2.40%；账龄在6个月以内占比为81.84%，应收前五名款项占比合计26.16%；整体坏账风险不大，但部分账款在6个月以上的分销业务应收款（12,053.44万元）、账龄1年以上的应收款（8,533.13万元）回收期偏长，面临一定的坏账风险。截至2019年末，公司应收账款中16,314.31万元已用于质押。

2019年公司将已用于进行贴现和背书的银行承兑汇票及保理的应收账款计入应收款项融资科目，该科目期初余额为26,440.82万元。2020年1-3月受疫情影响，公司应收账款及应收款项融资规模下降。

¹⁴ 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。

公司预付款项主要系MTK、海力士等产品采购预付上游供应商采购款，其中，预付对象归集的年末余额前五名预付账款占预付账款年末余额的比重达72.20%。2020年3月末，受相关产品价格上涨及公司备货安排影响，预付账款规模大幅上升。

2020年3月末其他应收款账面价值增长至2.37亿元，主要系随着子公司股权转让，原为其提供的资金支持尚未能回收所致¹⁵，其中应收原子公司往来款合计1.22亿元，应收股权转让款0.51亿元，其他主要为保证金及应收股利。考虑到相关处置子公司经营规模较小，盈利偏弱，相关款项或面临一定坏账风险。

公司存货主要系电子元器件分销业务相关备货，截至2019年末已计提跌价准备1,594.36万元。随着相关产品价格增长及备货需求增加，2020年3月末公司存货规模大幅增长。考虑到电子元器件近年价格波动较大，若未能及时销售，或面临一定的减值风险。

公司无形资产主要系非专利技术及收益权，2019年公司收购了柏健事业部剩余40%的股权，新增收益权10,812.96万元，若柏健事业部后续经营业绩下滑，相关收益权面临一定的减值风险。

2019年末，公司商誉主要包括合并深圳华商龙形成的商誉84,161.01万元、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3,957.76万元，2019年新增对优软科技计提减值745.21万元，仍面临一定的商誉减值风险。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	112,209.06	20.40%	96,115.06	16.95%	74,213.87	12.64%
应收账款	119,982.52	21.81%	168,264.86	29.67%	246,313.24	41.95%
应收款项融资	11,726.25	2.13%	30,676.36	5.41%	-	-
预付款项	44,620.16	8.11%	33,481.62	5.90%	33,380.00	5.68%
其他应收款（合计）	23,674.39	4.30%	9,491.33	1.67%	3,371.76	0.57%
存货	107,960.27	19.62%	80,970.03	14.28%	88,550.58	15.08%
流动资产合计	425,704.81	77.38%	424,794.54	74.89%	465,991.36	79.36%
无形资产	14,564.19	2.65%	15,896.18	2.80%	6,558.78	1.12%
商誉	92,513.61	16.82%	92,513.61	16.31%	93,800.06	15.97%
非流动资产合计	124,445.63	22.62%	142,394.88	25.11%	121,230.24	20.64%
资产总计	550,150.44	100.00%	567,189.42	100.00%	587,221.59	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告、2020 年一季报，中证鹏元整理

¹⁵ 根据相关协议安排，有相关公司于两年内分批履行还款义务，其中前 6 个月免息，第 6-24 个月按 9% 年化利率支付利息，并每半年等额偿还主债务及相应利息，资金偿还主要来源于相应公司的经营回款。

资产运营效率

在业务规模保持稳定的背景下，2019年公司资产周转效率较上年变动不大

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。2019年业务规模较上年变动不大，公司应收账款、存货及应付账款周转效率较上年保持稳定，净营业周期变动不大。

表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	62	61
存货周转天数	28	29
应付账款周转天数	21	19
净营业周期	69	70
流动资产周转天数	134	128
总资产周转天数	174	163

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模小幅下降，但盈利能力下降幅度较大，存货减值及融资成本对利润造成较大侵蚀

2019年及2020年一季度，公司营业收入仍主要来源于电子元器件分销业务及智能控制器生产销售业务。2019年公司智能控制器生产销售业务收入及盈利较上年保持稳定。电子元器件分销业务业务规模及盈利易受产品价格波动及市场景气度影响。2019年电子元器件价格下降影响，公司在企业云、消费电子等产品领域持续拓展，收入规模小幅下降，毛利亦有所下降。2020年一季度，受疫情开工延迟影响，公司订单规模下降，同时，由于部分电子元器件价格上升，而公司未能按计划完成先期产品采购及备货，导致营业收入及毛利率同比下降。

期间费用率方面，2019年公司加强成本管控，销售费用及研发费用均较上年下降，但由于融资成本增长，财务费用同比增长16.89%，当前期间费用率由上年的5.38%增至5.61%。坏账损失方面，2018年公司调整坏账准备会计估计，当年坏账损失为-2,965.28万元，资产减值损失规模较小；由于2019年电子元器件产品市场价格下滑，公司计提存货跌价准备4,243.64万元，同比增幅达102.99%，计提坏账2,816.54万元。在毛利率下滑、财务

成本上升及存货减值增加的影响下，2019年公司营业利润率、总资产回报率及净资产收益率均有所下降，净利润同比下降64.88%。2020年1-3月，公司收入规模及毛利率下降，管理、销售及研发费用均同比有所下降，但财务费用成本同比有所上升，一季度公司盈利亏损4,384.02万元。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	196,443.67	1,195,028.70	1,211,410.67
资产减值损失	418.37	4,988.85	915.48
信用减值损失	84.56	2,816.54	-
营业利润	-3,761.27	14,340.69	26,299.11
利润总额	-3,746.72	14,299.82	26,200.31
净利润	-4,384.02	6,973.67	19,856.25
综合毛利率	5.01%	7.40%	7.66%
期间费用率	6.42%	5.61%	5.38%
营业利润率	-1.91%	1.20%	2.17%
总资产回报率	-	6.22%	7.94%
净资产收益率	-	3.65%	9.97%
营业收入增长率	-23.18%	-1.35%	63.71%
净利润增长率	-170.97%	-64.88%	12.15%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所改善，受偿债及股权投资支出影响，2019年筹资活动现金净流出10.43亿元

2019年公司加快了应收账款回收力度，收现比有所提升。但毛利率下降、融资成本及资产减值使得公司盈利能力下降，净利润规模同比下降64.88%，其中，融资成本及资产减值对净利润侵蚀较大。得益于公司通过及时催收应收账款，应收账款保理融资等方式，加速应收账款回款，公司经营活动现金流表现较上年大幅改善。2020年1-3月公司营业收入规模下降，前期交易产生的应收账款到期回收，使得收现比提升至1.47，经营活动现金呈净流入状态。

公司2019年完成收购的少数股东股权相关现金支出体现在筹资活动中，当年投资活动现金支出主要系收购柏建事业部的40%收益相关现金支出。此外，公司2019年处置子公司收购到款项合计1,390.80万元，叠加被处置子公司账面货币资金影响，当年因处置子公司

获得的现金净流入为860.70万元。

2019年公司筹资活动资金来源主要为银行借款、发行债券及其他企业借款，资金流出主要包括到期本息偿付、支付收购少数股东股权款项，当年筹资活动现金净流出104,310.39万元。公司拟以现金14.80亿元转让联合创泰100%股权，相关现金回笼计划用于偿还借款、支付对外股权投资款及补充流动资金，若相关交易能顺利进行，预计未来公司的新增融资需求规模不大。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
收现比	1.47	1.16	0.96
净利润	-4,384.02	6,973.67	19,856.25
营运资本变化	-	56,631.62	-61,558.11
其中：存货减少（减：增加）	-	2,104.99	644.02
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	47,335.81	-64,026.21
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	7,190.82	1,824.08
经营活动产生的现金流量净额	6,818.42	99,688.82	-21,812.00
投资活动产生的现金流量净额	-1,120.50	-2,773.79	-41,216.68
筹资活动产生的现金流量净额	2,243.91	-104,310.39	53,268.87
现金及现金等价物净增加额	7,720.85	-7,599.74	-9,203.98

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模增长，有息债务以短期债务为主，偿债压力较大且进一步增长；处置联合创泰股权有利于减轻公司债务压力

2019年公司偿还往来借款影响，负债规模有所下降，同时对少数股东股利分配、处置子公司股权等因素使得少数股东权益规模下降，整体产权比率较上年末变动不大。2020年1季度，公司完成了对收购联合创泰、深圳海思威少数股东股权的收购，未分配利润规模由2019年末的8,684.61万元下降至-48,333.64万元，同时处置了部分子公司股权，少数股东权益亦有所下降，2020年3月末，公司所有者权益规模为120,728.00万元，较2019年末下降36.62%。同时，收购子公司股权相关应付款规模增长，公司新增借入短期借款以满足备货资金需求，2020年3月末公司负债总额上升至429,422.45万元，较2019年末增加14.00%。2020年3月末，公司产权比率上升至355.69%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	429,422.45	376,701.21	395,289.56
所有者权益	120,728.00	190,488.20	191,932.04
产权比率	355.69%	197.76%	205.95%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司短期借款主要为银行借款，2019年末包括质押借款3.67亿元、保证借款5.19亿元、保证加质押借款5.34亿元和保证加担保加质押借款2.10亿元，质押物包括保证金、应收账款；2020年3月末公司短期借款规模进一步增长，包括部分保函美元贷款，借款利率主要在3%-7%左右。公司应付票据为银行承兑汇票。公司应付账款主要系应付采购款。2020年3月末，公司其他应付款规模增长较快，主要包括两笔有息借款合计2.87亿元，期限均为2个月，利率分别为10%和13%，以及应付联合创泰、深圳海思威股权收购款合计3.99亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款0.79亿元及一年内到期的长期应付款0.81亿元；应付债券主要系本期债券余额。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	182,107.00	42.41%	163,009.95	43.27%	145,355.57	36.77%
应付票据	10,403.35	2.42%	10,297.25	2.73%	5,344.36	1.35%
应付账款	58,312.57	13.58%	61,282.82	16.27%	66,014.85	16.70%
其他应付款（合计）	85,039.79	19.80%	43,324.81	11.50%	86,456.49	21.87%
一年内到期的非流动负债	15,781.40	3.68%	16,010.50	4.25%	14,249.99	3.60%
流动负债合计	366,957.98	85.45%	311,938.80	82.81%	331,432.14	83.85%
应付债券	62,157.55	14.47%	61,058.87	16.21%	45,862.59	11.60%
非流动负债合计	62,464.47	14.55%	64,762.41	17.19%	63,857.42	16.15%
负债合计	429,422.45	100.00%	376,701.21	100.00%	395,289.56	100.00%
其中：有息债务	299,469.47	69.74%	288,153.98	76.49%	299,210.03	75.69%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，中证鹏元整理

2020年3月末，公司有息债务主要以短期有息债务为主，占有息债务的比重达79.14%，短期债务压力很大。2020年3月末，受收购子公司股权、运营资金需求增长影响，公司债务压力增长较为明显，资产负债率增至78.06%，速动比率下降至0.87，面临较大的债务压力。根据公司出具的资金使用安排，公司计划将转让联合创泰100%股权所得现金中的6.52亿元用于偿还有息债务，若上述转让能顺利完成并收到转让款，有利于减轻公司的负债压力。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	78.06%	66.42%	67.32%
流动比率	1.16	1.36	1.41
速动比率	0.87	1.10	1.14
EBITDA（万元）	-	39,066.35	45,291.13
EBITDA 利息保障倍数	-	1.81	2.60
有息债务/EBITDA	-	7.38	6.61
债务总额/EBITDA	-	9.64	8.73
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.32	-0.07
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.26	-0.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季报，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2019年末，高新投集团注册资本和实收资本均为121.11亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持有公司30.55%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表19所示。

表 19 截至 2019 年末公司股东情况（单位：万元）

公司名称	出资额	出资比例
深圳市投资控股有限公司	370,027.25	30.55%
深圳市平稳发展投资有限公司	325,946.59	26.91%
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	177,043.79	14.62%
深圳市财政金融服务中心	132,236.81	10.92%
深圳市远致投资有限公司	97,728.03	8.07%
恒大集团有限公司	84,189.37	6.95%

深圳市海能达投资有限公司	21,047.34	1.74%
深圳市中小企业服务署	2,937.91	0.24%
合计	1,211,157.08	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、非融资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。

深圳市经济发达，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。受益于股东持续注资，高新投集团资本实力进一步增强。同时中证鹏元也关注到随着高新投集团委托贷款业务规模增长，委托贷款逾期规模也大幅提升，截至2019年末，委托贷款已产生诉讼的项目规模为188,550万元，需要持续关注其可能发生的资产损失。另外，受疫情影响，宏观经济增速明显下滑，银行资产质量承压，不良率或将提升、债券违约事件较多，担保机构面临较大代偿压力。高新投集团在保债券规模大幅增加，所担保债券发行主体中有个别主体信用评级被调低，另外高新投集团的金融产品担保增速很快，在国内经济增速放缓的大背景下债券到期面临较大兑付压力，市场信用风险仍较大，面临较大代偿压力。

表 20 2017-2019 年高新投集团主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,193,578.17	2,052,718.02	1,346,952.97
所有者权益合计	2,155,836.69	1,178,738.97	1,119,617.32
营业总收入	278,716.28	208,520.14	150,517.45
担保业务收入	120,638.94	82,385.32	72,814.95
资金管理业务收入	119,685.53	82,494.33	53,159.92
净资产收益率	6.92%	9.86%	12.24%
融资担保余额	14,941,515	7,161,330	6,067,180
当期担保发生额	9,655,970	7,047,073	4,890,938

资料来源：高新投集团2017-2019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。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2017年1月1日至报告查询日（2020年6月11日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。截至2020年6月11日，公司本部无逾期未偿付本金及利息；自2017年1月1日至报告查询日（2020年6月11日）公司子公司深圳华商龙不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，其各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

2018年12月27日泰国法院判决，公司及深圳市英唐数码电器有限公司自判决生效之日起60日内向OBEC支付50,616,857泰铢的违约金及利息，利息从反诉提出之日起开始计算，直至全额支付之日止，利率为7.5%。公司不服此判决结果，但鉴于公司在泰国没有可供执行的财产，且根据两国律师的意见，泰国法院无法执行公司在中国（包括香港）的财产，为避免长期诉讼给公司带来的负面影响及高成本支出，公司决定不对本次判决提起上诉，若后续存在强制执行的情形，公司控股股东、董事长胡庆周先生承诺对公司利益损失部分在12个月内给予补偿。此外，截至2020年3月末，公司对英唐创泰存在合计1.40亿元的连带责任担保，同时对联合创泰存在合计3.15亿美元的连带责任担保，规模较高，需关注公司转让英唐创泰、联合创泰股权之后相关担保解除情况，如未能及时解除，公司将面临一定的担保代偿风险。

八、评级结论

跟踪期内，公司电子元器件分销业务仍具有一定的品牌代理及客户资源优势；2019年以来公司逐步剥离了相关子公司股权并计划转让联合创泰100%股权，该项交易如能顺利完成将有利于减轻公司的偿债压力。此外，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，公司拟引入战略投资人的相关事项未能如期推进，债务压力持续加大，面临的短期偿债压力很大；公司电子元器件分销业务规模及盈利易受产品价格波动及市场景气度影响；融资成本、坏账及存货减值风险对公司盈利拖累较大，2019年以来公司营收及利润规模均有所下降，2020年1季度公司净利润亏损4,384.02万元，预计短期内疫情及中美贸易摩擦或仍对公司造成较大的经营压力，相关商誉面临一定减值风

险；此外，联合创泰对公司营收及利润贡献较大，处置其100%股权将使得公司营收规模大幅下行，并可能面临业绩亏损风险。截至2020年6月2日，公司实际控制人持有的公司股权质押率高且已出现逾期，部分股权被司法冻结。

基于以上分析，中证鹏元维持本期债券信用等级均为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望调整为负面。

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）	2020年3月	2019年（备考）	2019年	2018年	2017年
货币资金	112,209.06	207,702.19	96,115.06	74,213.87	66,003.84
应收账款	119,982.52	135,807.85	168,264.86	246,313.24	161,305.20
存货	107,960.27	57,096.45	80,970.03	88,550.58	89,529.40
商誉	92,513.61	87,842.12	92,513.61	93,800.06	95,590.31
资产总计	550,150.44	595,360.88	567,189.42	587,221.59	511,583.08
短期借款	182,107.00	157,511.81	163,009.95	145,355.57	153,668.99
应付账款	58,312.57	55,517.30	61,282.82	66,014.85	51,328.57
其他应付款（合计）	85,039.79	27,337.75	43,324.81	86,456.49	42,516.24
一年内到期的非流动负债	15,781.40	16,010.50	16,010.50	14,249.99	330.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	7,806.20	10,838.53
应付债券	62,157.55	61,058.87	61,058.87	45,862.59	0.00
负债合计	429,422.45	334,642.44	376,701.21	395,289.56	305,349.39
有息债务	299,469.47	-	288,153.98	299,210.03	225,206.32
归属于母公司所有者权益合计	115,695.55	248,516.10	172,851.50	171,019.29	188,659.00
所有者权益合计	120,728.00	260,718.44	190,488.20	191,932.04	206,233.69
营业收入	196,443.67	625,508.02	1,195,028.70	1,211,410.67	739,987.53
营业利润	-3,761.27	212.84	14,340.69	26,299.11	20,951.65
净利润	-4,384.02	-4,808.17	6,973.67	19,856.25	17,705.87
经营活动产生的现金流量净额	6,818.42	-	99,688.82	-21,812.00	-47,288.62
投资活动产生的现金流量净额	-1,120.50	-	-2,773.79	-41,216.68	-14,069.79
筹资活动产生的现金流量净额	2,243.91	-	-104,310.39	53,268.87	64,135.43
财务指标	2020年3月	2019年（备考）	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	86	62	61	39
存货周转天数	-	42	28	29	43
应付账款周转天数	-	37	21	19	14
净营业周期	-	91	69	70	68
流动资产周转天数	-	268	134	128	158
总资产周转天数	-	337	174	163	212
综合毛利率	5.01%	9.99%	7.40%	7.66%	8.59%
期间费用率	6.42%	8.91%	5.61%	5.38%	5.06%

营业利润率	-1.91%	0.03%	1.20%	2.17%	2.83%
总资产回报率	-	2.65%	6.22%	7.94%	6.82%
净资产收益率	-	-1.80%	3.65%	9.97%	8.83%
营业收入增长率	-23.18%	-	-1.35%	63.71%	75.27%
净利润增长率	-170.97%	-	-64.88%	12.15%	-15.75%
资产负债率	78.06%	56.21%	66.42%	67.32%	59.69%
流动比率	1.16	1.75	1.36	1.41	1.34
速动比率	0.87	1.54	1.10	1.14	1.03
EBITDA（万元）	-	-	39,066.35	45,291.13	31,679.31
EBITDA 利息保障倍数	-	-	1.81	2.60	3.77
有息债务/EBITDA	-	-	7.38	6.61	7.11
债务总额/EBITDA	-	-	9.64	8.73	9.64
经营性净现金流/流动负债	0.02	-	0.32	-0.07	-0.16
经营性净现金流/负债总额	0.02	-	0.26	-0.06	-0.15

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告、2020 年一季报及《审阅报告》

附录二 2019年及2020年一季度公司合并报表范围子公司变化情况

公司名称	层级	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	主营业务	变动原因	变动时间
深圳市闯客网络科技有限公司	三级	1,000	60	软件开发	出售	2019年1月14日
深圳市英唐新材料科技有限公司	二级	1,000	40	电子元器件分销	出售	2019年1月14日
深圳市优软商城科技有限公司	三级	5,000	80	互联网	出售	2019年1月23日
深圳市英唐智能交通有限公司	三级	200	70	电子智能控制器 生产制造	出售	2019年1月25日
联合创富科技有限公司	五级	500万港币	40	电子元器件分销	出售	2019年2月21日
英唐科技(香港)有限公司	五级	100万港币	60	电子元器件分销	出售	2019年3月19日
青岛英伟创物联科技有限公司	三级	500	70	电子元器件分销	出售	2019年4月24日
优软商城(香港)有限公司	三级	100万港币	100	互联网	出售	2019年4月24日
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	出售	2019年7月18日
圳市彩昊龙科技有限公司	三级	1,500	51	电子元器件分销	出售	2019年12月24日
深圳市鑫三奇科技有限公司	三级	500	51	电子元器件分销	出售	2019年12月24日
北京北商龙科技有限公司	三级	100	100	电子元器件分销	新设	2019年10月25日
重庆华商龙科技有限公司	三级	100	100	电子元器件分销	新设	2019年9月20日
深圳市英唐在线电子商务有限公司	二级	100	100	智能家居、电子商务	注销	2019年3月19日
上海钛链电气设备有限公司	四级	500	60	电子元器件分销	注销	2019年8月30日
深圳市维泰软件开发技术有限公司	四级	100	100	电子元器件分销	注销	2019年12月12日
深圳市怡海能达有限公司	三级	1,000	51	电子元器件分销	出售	2020年3月10日
深圳市英唐金控科技有限公司	二级	20,000	80	金融	出售	2020年2月20日
腾冲英唐新能源科技有限公司	二级	5,000	51	化学原料及化学 制品制	出售	2020年3月6日

资料来源：公司提供

附录三 截至2020年3月末纳入公司合并报表范围主要子公司情况

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	10,000.00	75%	曲面玻璃生产与销售
英唐创泰香港科技有限公司	三级	HKD500.00	100%	电子元器件分销
丰唐物联技术（深圳）有限公司	二级	USD300.00	51%	物联网
丰唐物联技术（香港）有限公司	三级	HKD50.00	100%	物联网
深圳市英唐智能科技有限公司	二级	1,000.00	100%	智能家居
深圳市华商龙商务互联科技有限公司	二级	30,000.00	100%	电子元器件分销
上海宇声电子科技有限公司	三级	500.00	100%	电子元器件分销
华商龙商务控股有限公司	三级	HKD19,738.35	100%	投资
华商龙科技有限公司	四级	HKD18,738.35	100%	电子元器件分销
威尔电子有限公司	四级	HKD183.67	51%	电子元器件分销
海威思科技（香港）有限公司	四级	HKD100.00	60%	电子元器件分销
柏建控股（香港）有限公司	四级	HKD100.00	100%	投资
深圳海威思科技有限公司	三级	1,250.00	60%	电子元器件分销
上海赛勒米克有限公司	四级	HKD100.00	100%	电子元器件分销
上海柏建电子科技有限公司	三级	100.00	100%	电子元器件分销
上海康帕科贸有限公司	三级	102.04	51%	电子元器件分销
深圳市优软科技有限公司	二级	142.86	51%	软件平台
深圳市华商维泰显示科技有限公司	三级	1,000.00	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	10,000.00	51%	电子元器件分销
深圳市英唐光显技术有限公司	二级	5,000.00	60%	LED 灯生产及销售
联合创泰科技有限公司	四级	HKD500.00	80%	电子元器件分销

青岛英唐供应链管理有限公司	二级	5,000.00	51%	电子元器件分销
厦门市华商龙科技有限公司	三级	100.00	100%	电子元器件分销
青岛华商龙科技有限公司	三级	100.00	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	1,000.00	51%	电子元器件分销
重庆华商龙科技有限公司	三级	100.00	100%	电子元器件分销
北京北商龙科技有限公司	三级	100.00	100%	电子元器件分销

资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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	负债总额 / 资产总额 * 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年内到期的非流动负债 + 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

附录五 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。