



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪103号

TCL集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“TCL集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级为AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月二十六日

TCL 集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	TCL 集团股份有限公司		
发行规模	16TCL01: 25 亿元 16TCL02: 15 亿元		
存续期限	16TCL01: 2016/03/16—2019/03/16 16TCL02: 2016/03/16—2021/03/16		
上次评级时间	2015/11/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

TCL 集团	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	199.58	268.60	376.29
总资产（亿元）	780.81	928.77	1,117.55
总债务（亿元）	276.38	323.69	342.27
营业总收入（亿元）	855.04	1,012.97	1,048.77
营业毛利率（%）	17.54	17.57	16.54
EBITDA（亿元）	80.47	97.91	84.86
所有者权益收益率（%）	14.45	15.76	8.58
资产负债率（%）	74.44	71.08	66.33
总债务/EBITDA（X）	3.43	3.31	4.03
EBITDA 利息倍数（X）	7.56	8.34	8.59

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

张 和 hzhang@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月26日

基本观点

2015年，TCL集团股份有限公司（以下简称“公司”或“TCL集团”）产品结构不断优化，产品均价、品牌指数稳步提升；通讯科技业务持续改善不同区域的产品组合，海外业务稳定增长并保持赢利；华星光电继续保持运营效率、产能利用率等方面的领先优势，公司总体仍具有极强的综合竞争力以及偿债能力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到黑电行业面临的竞争压力将加大、下游需求不足以及未来资本支出压力较大等因素对公司业务运营及信用水平带来的影响。

综上，中诚信证评维持TCL集团主体信用等级为AAA，评级展望稳定，维持“TCL集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为AAA。

正 面

- 多元化、全球化的运营策略。公司参与多种家电及消费类电子产品的生产和经销，并已在中国、欧洲、北美及广义新兴市场形成了较为完整的全球市场布局。多元化和全球化的运营有助于公司规避单一外部风险因素，降低整体盈利能力的波动风险。
- 稳固的行业地位。凭借多年的经营积累，TCL电视产品已建立了较高的品牌认知度和广泛的营销网络，黑电龙头企业的市场地位稳固。
- 融资渠道畅通。近年来，公司于资本市场使用多种金融工具顺利募集资金；此外，截至2015年末，公司拥有授信总额为820.50亿元，其中尚未使用授信额度为559.50亿元，直接和间接融资渠道畅通。

关 注

- 黑电行业竞争日趋激烈，产品价格面临较大的下行压力。电视市场竞争日趋激烈，显示技术的飞速发展、电视智能化大屏化趋势和互联网公司的进入打破了原有的竞争格局，产品价格面临一定的下行压力，利润空间被压缩。
- 未来资本支出压力较大。公司拥有数个在建项目，2016~2017 年仍有约 130 亿投资规划，资本支出压力较大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

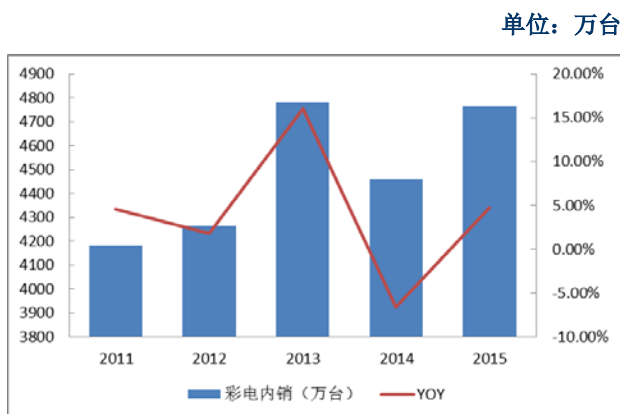
行业分析

全球以及国内黑电市场景气度持续下滑，但受益于我国城镇化水平和人均可支配收入的稳步增长，家电首次购置以及更新换代仍有一定需求空间。

2015 年欧洲与新兴市场受到货币贬值影响，导致进口物价提升，消费力降低，让原本支撑液晶电视的欧洲市场出现疲态，也使新兴市场的销售每况愈下。中国市场对液晶电视的需求逐渐放缓，整体销售亦不如原先预期。根据 Trend Force 旗下光电事业处 Wits View 最新报告显示，2015 年全球液晶电视总出货量为 2.15 亿台，同比减少 0.6%，成为继 2013 年后，再次出现年度出货负增长的一年。

虽然国际彩电市场景气度不高，但中国彩电企业积极探索转型道路并拓展大尺寸高端产品。2015 年，彩电出货量达 1.45 亿台，同比增长 2.8%；彩电内销市场规模约为 5,434 万台，同比增长 4.5%。彩电零售量 4,764 万台，同比增长 4.8%。长期来看，近年来我国城镇化水平和人均可支配收入呈现稳步增长态势，家电首次购置需求和产品更新换代需求将进一步增强，这将为我国家电行业的长期发展提供有效支撑。

图 1：2011-2015 年国内彩电内销情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从产品结构来看，近年来液晶（LCD）电视对传统 CRT 电视和等离子（PDP）电视的替代效果明显，内销市场 LCD 电视占比为 97% 以上，其余为 PDP 电视，CRT 电视已基本退出。此外，随着 4K 面板技术的提升和产能的扩充，4K 面板成本大幅下降，4K 超高清电视价格也由上市之初的 10 万元

以上降至目前的最低 3,000 元左右。虽然目前 4K 电视仍面临片源匮乏、信号普及难等问题，但随着互联网电视服务商与彩电企业的合作加深、在线影视平台及部分有线电视台建设 4K 频道，未来片源和渠道问题或将得以较快解决。

随着智能时代的到来，互联网技术越来越多地应用到家电行业，“智能电视”的提出重新定义了电视产品的功能和概念，对电视产品的要求不仅仅局限于良好的硬件配置，对内容和平台也存在较高要求，技术发展将呈现跨界融和的新趋势。新的模式将使得行业竞争格局趋于复杂，越来越多的非传统家电企业加入到市场竞争中来，行业竞争主体趋向多元。短期来看，以乐视、大麦为代表的新进入者愿意以较低的价格获取智能电视市场份额和用户数量，从而促进以用户规模为基础的服务费、应用分成及终端广告的增长。竞争的加剧使得电视产品价格面临一定下行压力，黑电行业的利润空间被压缩。

总体来看，受政策退出等因素的影响，2015 年国际黑电市场景气度依然不高，但中国彩电企业积极探索高端产品使得当年彩电出货量以及内销量同比有所上升，同时，长期来看我国城镇化水平的提升和人均可支配收入的稳步增长为家电行业的发展提供有效支撑。此外，2013 年 1 月，工信部、发改委和财政部等六部委联合发布《关于普及地面数字电视接收机的实施意见》，意见指出在 3~5 年内普及地面数字电视接收机，实现境内销售的所有电视机都具备地面数字接收功能，到 2020 年全面实现地面数字电视接收。目前，我国数字电视渗透率仍处于较低水平，这也将进一步促进存量 CRT 电视的更替，刺激 LCD 电视等新型电视的市场需求。

2015 年，全球智能手机销售持续增长，新兴市场智能化需求和 4G 网络推广为智能手机市场的发展提供较为有力的保障

2015 年，随着 4G 商用网络业务在全球电信运营商的陆续投入，智能型手机等智能终端保持蓬勃发展态势。2015 年，全球智能手机出货量为 12.93 亿部，同比增长 10.30%，其中来自中国地区的手机

品牌合计出货量高达 5.39 亿部，占全球比重超过四成。此外，印度、拉美、中东和非洲等新兴市场将成为主要成长动力。

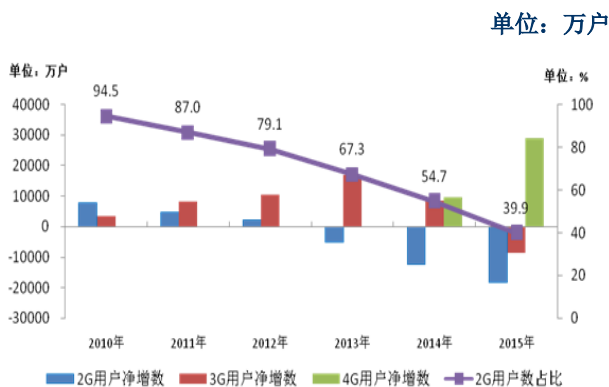
全球市场竞争来看，随着智能手机的迅速普及，三星、苹果、LG、HTC 等国际传统品牌厂商凭借强大的技术实力和品牌号召力，仍拥有较高的市场占有率；但国内品牌手机已经对国际大品牌手机造成了很大冲击，酷派、华为、中兴以及联想等国内手机厂商发力 4G，凭借快速的市场反应能力、较高的性价比和与运营商良好的合作关系，在国内甚至全球的通讯行业竞争力逐步增强。

表 1：2014~2015 年全球智能手机市场占比

2014		2015	
厂商	份额(%)	厂商	份额(%)
三星	27.80	三星	24.80
苹果	16.40	苹果	17.50
联想	7.90	华为	8.40
华为	6.20	联想	5.60
LG	5.40	小米	5.40
其他	36.30	其他	38.30

资料来源：Trend Force，中诚信证评整理

图 2：2010~2015 年我国移动电话用户数量情况



资料来源：工信部，中诚信证评整理

国内方面，中国是全球最大的手机用户国家，移动电话用户保持较快增长。2015 年，我国移动电话用户净增 1,964.5 万户，其中，2G 移动电话用户减少 1.83 亿户，是上年净减数的 1.5 倍，占移动电话用户的比重由上年的 54.7% 下降至 39.9%。4G 移动电话用户新增 28,894.1 万户，总数达 38,622.5 万户，在移动电话用户中的渗透率达到 29.6%。

我国手机市场 2015 年销售手机 3.86 亿部，同比降低 0.8%。手机产量增速放缓显示出我国手机市场正在趋于饱和状态，手机用户增长的总量效应已

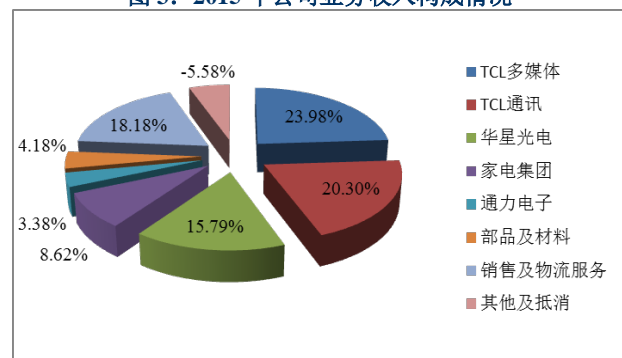
结束，手机市场销量开始小幅下滑。但 4G 手机呈爆发式增长态势，其销量占比由 2014 年的 21.4% 达到 2015 年的 77.9%，而 3G、CDMA、GSM 制式的手机销量都有下滑，其中 4G 多模手机替代 3G 手机效果明显，三大运营商已全面开启 4G 网络建设，CDMA 手机销量减少的同时，也助力 4G 制式手机的销量增加。随着移动互联产业发展完善，用户使用智能手机的网络互联需求也急剧上升，4G 手机对其以下制式手机的替代形势必然会进一步加剧。

总的来看，随着新兴市场对高性价比的智能手机需求持续增长，以及全球电信运营商陆续投入 4G 商用网络业务，全球智能机市场保持较高的增长速率；目前我国手机行业已趋近饱和状态，但 4G 手机由于其代替效应依旧是手机销售市场的主力军。

经营分析

2015 年，公司各板块业务稳定发展，全年实现营业收入 1,045.79 亿元，同比增长 3.51%。其中，多媒体、移动通讯、华星光电¹、家电业务和通力电子合计对主营业务收入贡献比超过 80%。

图 3：2015 年公司业务收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

TCL 多媒体继续坚持积极主动的销售策略，使其彩电产品保持良好的竞争力与市场占有率

公司多媒体业务的运营主体 TCL 多媒体科技控股有限公司（以下简称“TCL 多媒体”）以彩电的生产销售为主，旗下拥有 TCL、ROWA、RCA 和 Thomson 多个品牌。在中国，公司以 TCL 品牌和 ROWA 品牌进行销售；在北美主要使用 RCA 品牌；在欧洲市场目前主要使用 Thomson 品牌和以

¹ 指深圳市华星光电技术有限公司

OEM 方式销售，未来 Thomson 品牌将向 TCL 品牌转型；在新兴市场则主要使用 TCL 品牌或以 OEM 形式销售。

从生产方面来看，TCL 多媒体国内拥有华南（惠州）、华东（无锡）、西北（内蒙）和华西（成都）四大液晶电视生产基地，在波兰、越南、巴基斯坦等地也建有海外生产基地；截至 2015 年末，公司拥有 3,660 万台 LCD 液晶电视的生产能力，其中惠州作为公司最大的液晶电视制造基地，拥有 1,470 万台产能，产品覆盖 28、32、46、48、55 等多个尺寸。

2015 年，为更好的应对国内电视机市场销售放缓、竞争加剧的环境，TCL 多媒体电子采取更为积极主动的销售策略，全年实现营业收入 273.84 亿元，同比增长 3.08%。从产品构成上看，近年来 TCL 多媒体通过对原有产品线的梳理，淘汰销量低、盈利差的产品，补充有竞争力的新品，附加值较高的产品收入占比稳步提升。2015 年 TCL 多媒体完成 LCD 电视销售 1,734 万台，其中 LED 电视和智能电视销售量分别达到 1,732 万台和 636.5 万台，在 TCL 多媒体电视机产品总销量中的占比分别为 99.88% 和 36.13%，产品结构调整稳步推进。

此外，TCL 多媒体亦全方位推进 TV+ 战略，持续提升产品力。2015 年 12 月，TCL 多媒体公布引入乐视为战略投资者，乐视以每股 6.50 港元认购 TCL 多媒体电子 3.49 亿股股份，交易完成后持股比例约为 20.1%。双方未来将围绕客厅互联网大屏用户，探索创新产品的共同研发、优质内容和垂直服务领域的用户联合营运、打通用户价值变现体系，拓展旗下产品的市场潜力。

表 2：2013-2015TCL 多媒体产品销量

	单位：万台		
	2013	2014	2015
LCD 电视	1,718	1,657	1,734
其中：中国市场	991	851	871.5
海外市场	728	807	862.8
其中：LED 电视	1,666	1,652	1,732
其中：智能电视	280	376	626.5
3D 电视	267	123	-
CRT 电视	106	17	3.5
合计	1,824	1,674	1,737.5

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料采购方面，华星光电投产前，公司 LCD 面板的主要供应商包括三星电子、奇美、友达等，另外一些是 IC、芯片、塑胶粒等电子料的供应商，其中 LCD 电视的境外采购（主要为 LCD 面板）占比约为 61%。华星光电 2011 年投产后，已开始向公司的多媒体业务提供液晶面板，目前华星光电提供的面板约占公司 LCD 电视生产所需面板总数的 40% 左右（主要是供应 32 寸面板）。凭借公司在彩电行业中的龙头地位，供应商均会优先满足公司生产需要，上下游供应销售链关系良好。公司与主要核心部件的供应商合作时间都在 10 年左右，形成了较为稳固的战略合作伙伴关系，供货情况稳定，渠道顺畅。

产品销售方面，公司的彩电在全球范围内的主要销售对象为 Wal-Mart、PHILCO ELETRONICOS LTDA.、Philips Electronics HongKong Ltd、国美、苏宁、麦德龙等国内外知名企业，其中苏宁、国美和惠州酷友网络科技有限公司分别占 2015 年多媒体业务收入的 9.00%、4.00% 和 9.00%。公司境内销售主要通过境内分公司销往大型连锁客户及终端客户；境外销售主要是通过当地业务中心销往 Wal-Mart 等世界 500 强大型优质企业，这些客户的信用良好，一般以 120 天以内账期的赊账交易方式结算，且公司均购买了出口信用保险。

总体看，随着公司积极应对电视智能化和技术更新换代的新趋势，进行产品结构调整，并坚持落实以“智能+互联网”和“产品+服务”为核心的“双+”战略转型，产品技术创新能力不断增强；公司以客户为中心，增强各类应用及内容服务能力，逐步增大服务收入的占比，为未来业务的持续健康发展奠定了基础。

华星光电受行业需求转弱影响，盈利略有下降；t2 项目顺利投产，经营效率有望进一步提升

华星光电主要从事液晶面板的生产和液晶模组组装，截至 2015 年末，华星光电的注册资本为 163 亿元人民币，TCL 集团和三星电子株式会社（以下简称“三星电子”）分别持有华星光电 85% 和 9%

的股权²，为华星光电第一和第二大股东。2015年，受市场需求转弱影响，华星光电盈利略有下降，当年实现销售收入 180.28 亿元，净利润 20.70 亿元（上年度实现销售收入 179.64 亿元，净利润 24.34 亿元）。

2015年，华星光电通过技术改造和生产工艺优化使得华星光电 8.5 代 TFT-LCD 液晶面板项目（即“t1 项目”）最大产能提升到 15 万片玻璃基板/月，成为世界最大的 8.5 代液晶面板生产线，其主要产品良率接近 98%。t2 工厂主要生产 55 吋超高清电视面板；t2 工厂第一阶段已于 2015 年 4 月 24 日投产，四季度产能爬坡和良率达到预定目标并实现满产，第二阶段计划于 2016 年 5 月投产。2015 年全年，华星光电投入玻璃基板 192.15 万片，同比增长 19.7%，全年基本实现满产满销。

从产品结构上看，目前 32 寸液晶面板仍是华星光电的主要产品，截至 2015 年末，该尺寸液晶面板全球市场占有率 9.00%，在中国 6 大电视机品牌厂商采购份额中占比 23%，连续两年行业排名第一；2015 年 48 寸以上大尺寸产品销量同比增长 46.9%，超高清产品销量同比增长 18%。此外，华星光电第 6 代 LTPS•LCD/AMOLED 显示面板生产线项目（即“t3 项目”）已于 2014 年 9 月在武汉启动，已于 2016 年 2 月投产，将供应高端 LTPS 手机及平板电脑触控显示屏，与 TCL 通讯形成产业链垂直一体化优势。

原材料采购方面，面板及模组生产加工的主要原材料包括玻璃基板、偏光片、液晶、Mask、背光源等，其中玻璃基板在采购成本中占比较高。目前除背光源外，玻璃基板、液晶等主要原材料的制造仍被欧美及日本少数几家企业垄断，因此华星光电主要原材料供应商较为单一，玻璃基板全部采购自日本旭硝子公司（以下简称“旭硝子”），液晶则全部采购自德国默克公司。经过前期的积累，华星光电已与旭硝子等主要供应商建立了良好稳定的合作关系，2011 年 6 月，旭硝子在华星光电厂址附

近建立了玻璃基板生产基地，专门供应华星光电，目前该基地基本可以满足华星光电近一半的玻璃基板采购需求。

产品销售方面，华星光电所有产品销售均遵循市场定价原则，其主要客户包括 TCL 集团、三星电子、海信、长虹、康佳、创维和 LG 等主流电视主机厂商。对面板厂商而言，其盈利能力与出货量及产能利用率直接相关，虽然华星光电产品定价遵守市场定价原则，但与 TCL 多媒体及三星电子之间的关系有助于其出货量一直保持在较高水平。

表 3：华星光电 2015 年前五大客户情况

单位：亿元		
	2015 年销售收入	占比
第一名	36.75	20.36%
第二名	17.50	9.69%
第三名	16.37	9.07%
第四名	11.93	6.61%
第五名	9.61	5.32%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在技术研发方面，华星光电不断进行技术创新与拓展，截至 2015 年末，华星光电累计申请中国专利 5,744 件，美国专利 4,232 件，PCT4,592 件，其中中国专利已授权 742 件，美国专利已授权 501 件。

总体看，受液晶市场需求转弱影响，华星光电 2015 年盈利略有下降，但仍然是 TCL 集团内最主要的利润贡献主体之一。中诚信证评将持续关注液晶面板市场供需变化情况。

TCL 通讯产品销量持续上升，但行业竞争日趋激烈以及货币汇率波动使得通讯产品单价下滑，通讯业务收入较上年度有所下降

公司通讯业务的运营主体为 TCL 通讯科技控股有限公司（以下“TCL 通讯”），旗下拥有 Alcatel、TCL 两个品牌，其中在海外市场的手机品牌以 Alcatel 为主，在国内市场以 TCL 为主。受通讯行业竞争日趋激烈以及货币汇率波动影响，TCL 通讯实现业务收入 231.85 亿元，较上年度同比下降 5.46%，实现净利润 8.51 亿元，同比下降 1.52%。TCL 通讯产品销售均价由去年同期的 53.5 美元下降至 46 美元。

² 华星光电是 2009 年由公司和深超公司共同发起成立的，初始持股比例为 50%:50%；2011 年 4 月，深超公司将其持有的 15% 的华星光电股权转让给三星电子；2013 年 9 月，公司回购了深超公司持有的 35% 的华星光电股权。

近年来 TCL 通讯 80% 以上销售来自海外市场；主要运营模式是根据海外运营商需求进行新机型的定制研发。凭借稳定的产品质量，TCL 通讯与海外众多主流运营商建立了良好的合作关系，这成为 TCL 通讯在过去很长一段时期内保持稳步增长的主要支撑。2015 年，TCL 通讯实现产品销量达 8,354 万台，同比上升 13.70%，其中海外市场实现销售 7,421 万台，中国市场实现销售 932 万台。

在产品结构方面，TCL 通讯 2015 年销售智能终端 4,800 万台，占总出货量比重的 57.46%。新产品开发方面，TCL 通讯在中高端市场推出具备眼纹识别技术和反转接听功能的 IDOL3 手机，并于 2016 年世界移动通信大会上发布新一代手机 IDOL4 和配备 VR 体验设备的 IDOL4S；针对户外用户推出拥有 IP67 级别防震、防水及防尘功能的 GO PLAY 手机。

表 4：2013~2015 年 TCL 通讯产品销量

	单位：万台		
	2013	2014	2015
海外市场	5,037	6,586	7,421
中国市场	483	763	932
合计	5,520	7,349	8,354
其中：智能手机	1,756	4,147	4,800

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

原材料采购方面，TCL 通讯通讯业务主要采购的原材料包括 LCD 液显模块、IC、壳料、模具等电子料件，境外采购占比约为 30%。主要供应商包括包括 Media Tek Inc, 高通、WPI International (HK) Ltd.等，前 5 大供应商占 2015 年总采购成本比约为 19%。通过多年的合作，TCL 通讯已经与主要供应商结成了较为稳固的战略合作关系。

产品销售方面，手机及其他通讯产品 70% 以上的销量来自运营商渠道，主要包括 T-Mobile PCS Holdings LLC、America Movil SAB de CV、Vodafone Procurement Company S.A.R.L 等，这些企业多与 TCL 通讯合作时间长，信用良好。此外，为加快资金周转，降低回款风险，TCL 通讯在境外开展了部分应收账款的保理业务。

总体看，目前 TCL 通讯手机及其通讯产品市场定位仍在海外，TCL 通讯将充分挖掘新兴市场以及智能机更新换代的消费需求，有效整合与打通销售

渠道。中诚信证评将持续关注汇率波动、全球 4G 网络建设等因素可能给 TCL 通讯带来的影响。

空调市场整体景气度略有下滑，为此家电业务积极推进产品结构优化，使得 2015 年全年平稳发展

公司家电业务的运营主体为惠州 TCL 家电集团有限公司（以下简称“TCL 家电集团”），产品涵盖空调、冰箱、洗衣机及小家电等，其中空调是 TCL 家电主要的产品，销量占比超过 60%。2015 年，国内空调市场景气度略有下滑，受此影响，公司当年空调实现 502.3 万台销售，此外，冰箱和洗衣机销量分别为 132.2 万台和 153.9 万台，家电业务当年实现销售收入 98.40 亿元，基本与上年度持平。

表 5：2013~2015 年公司家电产品销量

	单位：万台		
	2013	2014	2015
空调	450.2	505.2	502.3
冰箱	109.0	109.5	132.2
洗衣机	125.6	142.2	153.9

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

面对市场变化，TCL 家电集团在销售策略上做出相应变化。空调销售方面，TCL 空调把握国内市场新兴渠道的增长机遇，加强电商渠道建设；在海外市场与 TCL 多媒体联合拓展渠道，积极开拓战略客户。同时，TCL 空调贯彻“产品领先”策略，产品结构向变频、高能效、智能化转型，并探索基于“智能互联”的用户经营模式，向产品力驱动和用户驱动的新型增长模式转型。TCL 冰洗业务方面，则以中高端产品为依托，优化销售渠道，全面进入全国家电连锁及部分地方电器连锁，拓展优质县级渠道及线上渠道，提升市场占有率。同时，TCL 冰洗业务积极搭建智能家庭平台系统，提升用户体验。总体看，家电业务 2015 年整体发展较为平稳，冰洗产品保持增长态势。

视盘机业务市场萎缩，通力电子销售收入同比下降；为资源整合，扩大业务规模，通力电子 2015 年实现重组并购

通力电子控股有限公司（以下简称“通力电子”）是从 TCL 多媒体中分拆出来的经营主体，2013 年 8 月在香港联交所主板独立上市（股票代码：

01249.HK)。通力电子主要为全球消费电子一线品牌提供优质音视频产品的 ODM 服务，主要产品包括视盘机产品、音频产品、流媒体播放器和其他产品。通力电子是目前全球最大的视频产品制造商及全球第四大家庭影院制造商。

2015 年，通力电子在内生转型增长同时，还通过并购重组实现垂直资源整合，扩大业务规模。通力电子当年重组广东瑞捷光电股份有限公司的模具及塑胶零部件制造业务；收购普笙集团股份有限公司 100% 股权；并与深圳前海浩方科技有限公司等共同成立创业投资基金，将依托通力电子产业链优势进行创新型智能硬件和相关互联网服务业务布局。受 2015 年视盘机市场萎缩影响，通力电子 2015 年实现销售收入 38.65 亿元，同比下降 9.02%，实现净利润 1.35 亿元，同比增长 5.46%。

公司在建以及拟建项目较多，未来面临较大规模资本支出

近年来公司先后公告了多个项目的拟投资计划。首先，公司计划在安徽合肥设立大型家电生产基地，该项目计划总投资 13 亿元，项目规划用地 2,000 亩，计划分两期滚动开发。目前，该基地已顺利投产。

2013 年 10 月，公司宣布子公司华星光电拟投资 244 亿人民币实施第二期 8.5 代 TFT-LCD（含氧

化物半导体及 AMOLED）生产线建设项目。其中项目自筹资金 146.4 亿元，包括华星光电自有资金 82.7 亿元、引进战略投资者投资 60 亿元，员工持股 3.7 亿元，自筹资金占总投资比例为 60%；自筹资金以外的投资资金来源于向银团申请贷款，贷款金额 97.6 亿元，占总投资比例 40%。

2014 年 4 月，公司又宣布子公司华星光电将联合湖北省科技投资集团有限公司（以下简称“湖北科投”）成立子公司共同建设第 6 代 LTPS(OXIDE)•LCD/AMOLED 面板生产线。合资公司计划投资 160 亿元用于上述项目建设，注册资本为 70 亿元，合作双方按 50%:50% 的比例出资，项目建设所需其它资金由合资公司向银行、银团进行贷款解决。

除上述项目外，公司在建项目亦包括西丽项目，数字化 X 射线机项目以及环境科技惠台基地项目。截至 2015 年末，公司在建项目预计总投资 384.00 亿元，已投资 184.25 亿元，未来尚有较大的资金需求。

总体来看，根据自身业务运营的情况，公司制定了较为明确的发展目标。目前合肥家电基地已实现投产，华星光电 t2 项目已正式投产，t3 项目建设也将采取分期逐步投资的形式；但整体来看，公司未来仍面临较大规模的资本支出压力，中诚信证评将持续关注公司未来实际资本支出变化情况。

表 6：截至 2015 年末公司主要在建和拟建项目投资规划

单位：亿元

	预计投资总额	公司持股比例	已完成投资	预计完工时间	未来投资规划		资金来源
					2016	2017	
华星光电 t2 项目	244.00	100%	115.00	阶段 1 已实现量产	67.00	22.00	60% 自筹资金 40% 银团贷款
华星光电 t3 项目	145.00	华星光电:湖北科投=50%:50%	65.00	预计 2016 年	43.00	-	项目资本金及银团贷款
西丽项目	10.50	100%	0.25	-	-	-	自有资金及贷款
数字化 X 射线机项目	1.50	100%	1.80	预计 2016 年	0.20	-	自有资金及贷款
环境科技惠台基地项目	3.00	100%	2.20	-	0.80	-	自有资金及贷款
合计	384.00		184.25		111.00	22.00	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2013、2014、

2015 年财务报告。

资本结构

2015 年，公司主营业务保持稳定发展，同时受

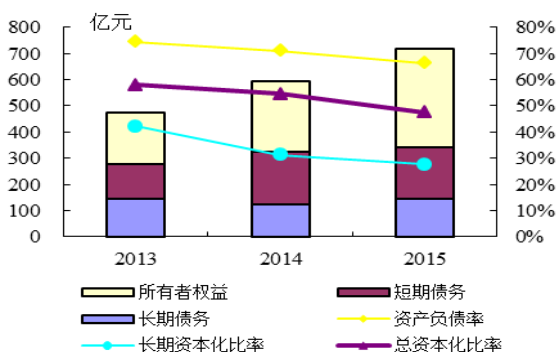
益于非公开发行股票的成功发行，使得公司资产规模上升至 1,117.55 亿元，同比上升 20.33%。同期，公司 2015 年总负债增至 741.25 亿元，同比增加 12.28%。得益于公司利益留存和非公开发行股票，公司所有者权益攀升至 379.29 亿元，同比增幅 40.09%。

资本结构方面，2015 年末公司流动资产占总资产比重为 48.10%。具体来看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，截至 2015 年末，上述三项分别占流动资产的 28.54%、24.76% 和 16.80%。公司应收账款中账龄一年以内的应收账款占比为 96.33%，应收账款回收风险很小。公司存货主要包括原材料和产成品，占比分别为 20.84% 和 69.39%。公司基于谨慎性原则计提了一定的存货跌价准备，截至 2015 年末，存货跌价准备占存货账面余额的比例为 7.66%。非流动资产方面，截至 2015 年末，公司非流动资产占总资产的比例为 51.90%。公司非流动资产主要由固定资产构成，截至 2015 年末，固定资产合计占非流动资产的 65.88%。

所有者权益方面，得益于公司业务的稳步发展，其利润不断夯实权益。此外，公司 2015 年通过非公开发行股票成功募集 57.01 亿元资金，充实公司自有资本，截至 2015 年末，公司所有者权益 379.29 亿元，同比增长 40.09%。同期，资产负债率及总资本化比率分别降至 66.33% 和 47.63%，较上年度分别下降 4.75 以及 7.02 个百分点。

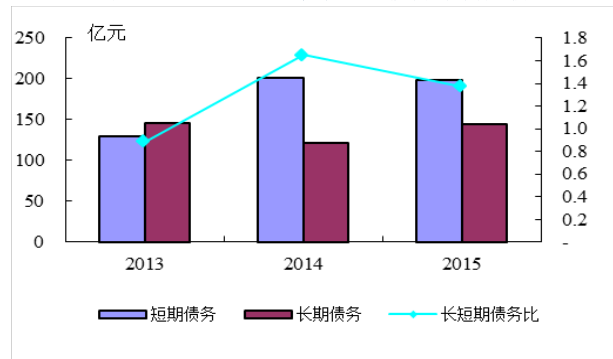
刚性债务方面，截至 2015 年末，公司总债务达 342.27 亿元，占总负债的 46.17%。期限结构方面，公司 2015 年长短期债务比下降至 1.37，但仍有进一步的提升空间。

图 4：2013~2015 年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 5：2013~2015 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着业务规模的扩大，公司资产规模持续上升，同时，公司自有实力持续增强，负债水平不断下降，财务结构稳健。

盈利能力

2015 年，随着业务规模的逐步增大，公司实现营业收入 1,045.79 亿元，同比增长 3.51%。

表 7：2013~2015 年公司分板块营业收入和毛利率情况

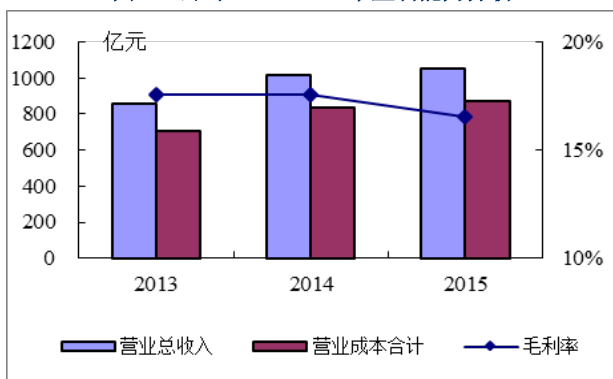
单位：亿元

	2013		2014		2015	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
TCL 多媒体	314.57	14.71%	265.66	16.93%	273.84	17.34%
TCL 通讯	152.95	25.68%	245.24	25.24%	231.85	27.05%
华星光电	155.31	13.37%	179.64	14.65%	180.28	13.33%
家电集团	93.23	19.09%	100.38	20.43%	98.41	16.35%
通力电子	36.26	11.09%	42.48	12.32%	38.65	12.46%
泰科立	36.69	9.15%	45.70	8.67%	-	-
翰林汇	124.25	3.96%	135.67	3.95%	-	-
部品及材料	-	-	-	-	47.70	6.58%
销售及物流服务	-	-	-	-	207.59	4.40%
其他及抵消	-58.22	-	-1.80	-	-63.73	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利率看，TCL 媒体、TCL 通讯、华星光电以及家电业务板块在营业收入构成中所占比重较大，2015 年，华星光电受市场需求不足、价格持续下降影响，毛利率下降至 13.33%，较上年度减少 1.32 个百分点；家电业务则受合肥冰洗产业基地建设及投产前期成本摊销影响，毛利率下降至 16.35%，与 2014 年相比降低 4.08 个百分点。受此影响，公司 2015 年综合毛利率由上年度 17.57% 下降至 16.54%。

图 6：公司 2013~2015 年盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司业务规模持续扩大，其各项费用均较上年度略有增长，当年发生期间费用合计 167.92 亿元，三费占收入比重为 16.01%，较上年增加 0.36 个百分点。其中，销售费用和管理费用上升主要系由于采取更为积极主动的竞争策略，人工费用相对较大所致；财务费用上升至 9.67 亿元主要系由于利息支出增加所致。总体看，公司期间费用规模虽略有增长，但控制能力依

旧很强。

表 8：2013~2015 年公司期间费用分析

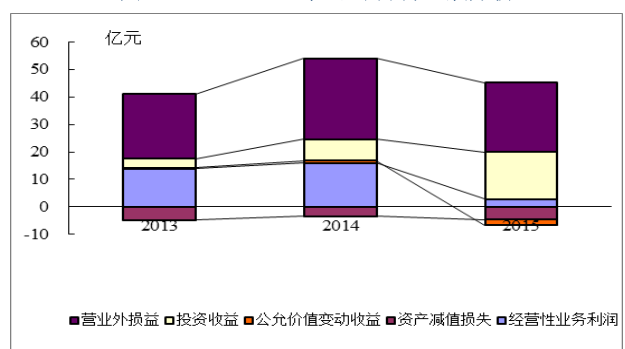
单位：亿元

	2013	2014	2015
销售费用	80.81	88.15	90.32
管理费用	49.97	60.89	67.93
财务费用	1.78	9.51	9.67
三费合计	132.56	158.54	167.92
三费收入占比	15.50%	15.65%	16.01%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015 年，公司利润总额 38.68 亿元，同比下降 23.55%。其中，鉴于公司业务成本的增加使其经营性业务利润受到一定程度侵蚀，公司当年经营性业务利润为 2.86 亿元。此外，营业外损益以及投资收益是利润总额的重要组成部分，2015 年上述两部分分别贡献 25.28 亿元和 17.10 亿元，其中，营业外收入主要是公司取得的软件产品等增值税退税、战略新兴产业建设补助、生产性水电费返还等。

图 7：2013~2015 年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体而言，公司在 2015 年采取更为积极主动的竞争策略使得营业成本有所上升，导致盈利能力较上年度有所弱化。但此策略未来或将提升总体销售数量，为整体盈利能力的稳定或提升提供有效支撑。

偿债能力

获现能力方面，从 EBITDA 构成来看，利润总额、利息支出、固定资产折旧和无形资产摊销为公司 EBITDA 的主要构成。由于利润总额下降使得公司 2015 年 EBITDA 降至 84.86 亿元，较上年度下降 13.33%。经营活动现金流方面，公司现有业务收现能力较强，加之 2015 年政府补助数量较上年度增加，其经营活动现金流净流入 73.94 亿元，较上年度提升 36.62%。

从偿债能力指标看，2015 年公司总债务有所增加，加之 EBITDA 规模下降，使得公司 EBITDA 对债务本息的保障程度整体有所弱化，但仍处于较好水平，其中 EBITDA 利息保障倍数 8.59 倍，总债务/EBITDA 上升至 4.03 倍。受益于经营净现金流的良好表现，经营净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别上升至 0.22 和 7.48 倍。

表 9：2013-2015 年公司部分偿债指标

指标	2013	2014	2015
EBITDA (亿元)	80.47	97.91	84.86
总债务/EBITDA (X)	3.44	3.31	4.03
长期债务/EBITDA (X)	1.82	1.25	1.70
EBITDA 利息倍数 (X)	7.56	8.34	8.59
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.19	0.17	0.22
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	4.87	4.61	7.48
资产负债率 (%)	74.44	71.08	66.33
总资本化比率 (%)	58.08	54.66	47.63
长期资本化比率 (%)	42.31	31.27	27.72

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在财务弹性方面，公司与多家银行形成稳定的银企关系。截至 2015 年 12 月 31 日，公司拥有授信总额为 820.50 亿元，其中尚未使用授信额度为 559.50 亿元，公司拥有一定的备用流动性。

截至 2015 年末，公司无对生产经营产生重大影响的对外诉讼、仲裁事项。

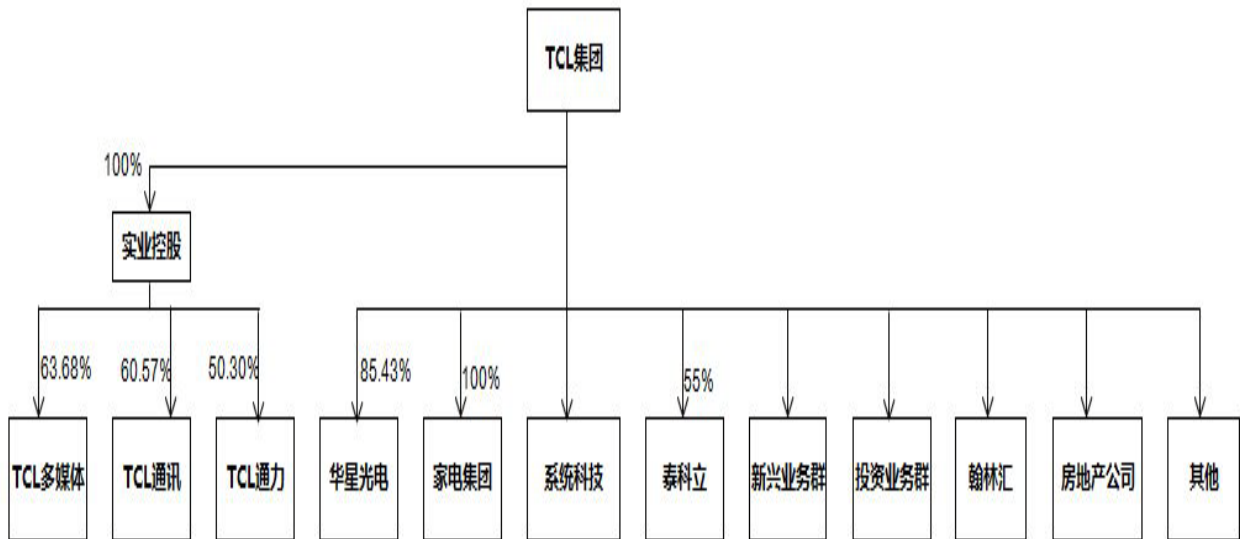
整体来看，公司业务规模持续增长，资产规模

持续提升，公司通过定向增发等多种资本运作方式筹集项目资金，保持财务结构的相对稳健。公司未来仍有较大规模的在建项目和资本支出，未来其债务规模或将有所增长，但同时，在建项目达产后，公司收入规模、盈利能力和经营活动现金流均有望进一步提升，为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持。

结论

综上，中诚信证评维持 TCL 集团主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定；维持“TCL 集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

附一：TCL 集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：TCL 集团股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：TCL 集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	1,231,773.50	1,579,099.10	1,534,041.50
应收账款净额	1,026,713.30	1,330,881.40	1,330,777.80
存货净额	1,218,300.40	942,314.50	902,855.60
流动资产	4,792,861.80	5,548,029.80	5,374,948.9
长期投资	389,488.70	577,882.70	1,115,340.40
固定资产合计	2,186,311.80	2,450,730.40	3,821,222.90
总资产	7,808,063.70	9,287,688.60	11,175,482.10
短期债务	1,301,169.20	2,015,623.50	1,979,397.20
长期债务	1,463,759.80	1,222,204.60	1,443,264.80
总债务（短期债务+长期债务）	2,764,929.00	3,237,828.10	3,422,662.00
总负债	5,812,254.40	6,601,639.10	7,412,538.00
所有者权益（含少数股东权益）	1,995,809.30	2,686,049.50	3,762,944.10
营业总收入	8,550,434.50	10,129,662.00	10,487,663.10
三费前利润	1,464,248.90	1,744,968.30	1,707,802.80
投资收益	32,624.40	77,349.50	170,988.20
净利润	288,468.90	423,272.70	322,900.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	804,671.48	979,131.30	848,613.00
经营活动产生现金净流量	518,161.00	541,224.10	739,407.50
投资活动产生现金净流量	-451,245.80	-1,086,275.40	-1,949,768.50
筹资活动产生现金净流量	-104,941.00	654,948.20	1,376,687.70
现金及现金等价物净增加额	-52,496.10	114,575.20	221,912.40
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	17.67	17.74	16.54
所有者权益收益率（%）	14.45	15.76	8.58
EBITDA/营业总收入（%）	9.41	9.67	8.09
速动比率（X）	0.96	0.96	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.19	0.17	0.22
经营活动净现金/短期债务（X）	0.40	0.27	0.37
经营活动净现金/利息支出（X）	4.87	4.61	7.48
EBITDA 利息倍数（X）	7.56	8.34	8.59
总债务/EBITDA（X）	3.44	3.31	4.03
资产负债率（%）	74.44	71.08	66.33
总资本化比率（%）	58.08	54.66	47.63
长期资本化比率（%）	42.29	31.27	27.72

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润 / 所有者权益

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA / （计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。