



信用等级通知书

信评委函字[2018]G136-F2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拟发行的“TCL集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年八月九日

TCL 集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	TCL集团股份有限公司
发行总额	本期债券发行规模不超过30亿元（含30亿元）。
债券期限	本期债券期限为5年期，第3年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券采用固定利率方式，最终票面利率由发行人和主承销商按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券的募集资金拟用于补充流动资金和偿还债务。

概况数据

TCL 集团	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	376.29	457.47	541.43	571.97
总资产（亿元）	1,117.55	1,471.37	1,602.94	1,631.20
总债务（亿元）	339.99	496.31	552.03	576.30
营业总收入（亿元）	1,048.78	1,066.18	1,117.27	256.64
营业毛利率（%）	16.54	16.91	20.54	19.46
EBITDA（亿元）	92.45	97.81	140.70	34.65
所有者权益收益率（%）	8.58	4.67	6.55	5.51*
资产负债率（%）	66.33	68.91	66.22	64.94
总债务/EBITDA（X）	3.68	5.07	3.92	4.16*
EBITDA 利息倍数（X）	5.29	5.38	6.28	5.60

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、带“*”财务指标已经年化处理；
3、本报告中 EBITDA 及相关数据与公司年报中披露数据有所差异，主要由于计算口径不同所致。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“TCL 集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体 TCL 集团股份有限公司（以下简称“TCL 集团”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体 TCL 集团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。中诚信证评肯定了 TCL 集团多元化及全球化运营模式、雄厚的研发实力、稳固的行业地位以及畅通的融资渠道等因素对公司业务发展和信用质量的支持。同时，中诚信证评亦关注到 TCL 通讯板块经营亏损、未来资本支出压力较大等因素对公司整体信用状况的影响。

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，并已在欧洲、北美及中国等新兴市场形成了较为完整的全球化市场布局，有助于提升综合抗风险能力和保持整体盈利能力的稳定性。
- 雄厚的研发实力。公司为中国重点高新技术企业，已取得一系列重大科技成果，技术水平跻身全球一流企业。截至 2017 年末，公司在世界范围内拥有 26 个研发中心，研发人员近 8,000 人，累计申请中国专利 31,012 件，其中授权量达到 13,398 件，核心技术覆盖印刷 OLED 显示技术、HDR 技术、量子点技术、图像识别与增强技术等领域。
- 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，在 2017（第 23 届）中国品牌价值 100 强评价中，TCL 集团品牌价值达 806.56

分析师

梅楚霖 clmei@ccxr.com.cn

乔明星 mxqiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年8月9日

亿元，连续 12 年蝉联中国电视机制造业第一名，彩电行业龙头企业的市场地位稳固。

- 融资渠道畅通。公司为深交所上市企业，旗下另有四家上市公司，近年于资本市场运用多种金融工具顺利募集资金；此外，截至 2018 年 3 月末，公司获得主要合作银行授信额度共计 1,697 亿元，尚未使用授信额度为 1,260 亿元，直接和间接融资渠道畅通。

关注

- TCL 通讯板块面临一定经营压力，负面影响公司盈利水平。受通讯行业增速放缓、汇率波动以及下属经营主体中国区业务重组未达预期等多重因素影响，近年公司该板块经营业绩大幅下滑，2016 年和 2017 年销售收入同比分别减少 15.78% 和 26.54%，净亏损分别为 4.56 亿元和 20.36 亿元，负面影响公司整体业绩表现。
- 未来资本支出压力较大。2018 年 3 月末，深圳市华星光电技术有限公司在建项目已投资 123.11 亿元，未来仍有约 787 亿元的投资需求，其中 2018 年 4~12 月和 2019 年计划投资额分别为 301.98 亿元和 193.13 亿元。大规模投资将使公司面临较大资本支出压力，中诚信证评对此予以关注。
- 资产减值损失逐年增加。随着液晶模组行业及家电产品更新换代的提速，部分电子产品出现过时陈旧或不能满足消费者偏好的情况，致使公司存货规模上升，周转效率逐年降低，2017 年计提存货跌价损失 6.46 亿元，同时计提固定资产减值损失 5.57 亿元、商誉减值损失 2.07 亿元，当年共计提资产减值损失 16.63 亿元，同比增加 94.05%，年复合增长率为 88.10%，逐年增加的资产减值损失对公司利润总额带来一定负面影响。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

概 况

发债主体概况

TCL 集团股份有限公司（以下简称“公司”或“TCL 集团”）是根据《中华人民共和国公司法》（以下简称“公司法”）于 1997 年 7 月 17 日在中华人民共和国（以下简称“中国”）注册成立的有限责任公司。2002 年 4 月，经广东省人民政府粤办函[2002]94 号文、粤府函[2002]134 号文及广东省经济贸易委员会粤经贸函[2002]112 号文和粤经贸函[2002]184 号文批准，公司在原 TCL 集团有限公司基础上，整体变更为股份有限公司，注册资本人民币 15.92 亿元。2004 年 1 月，公司获得中国证券监督管理委员会签发的证监发行字[2004]1 号文批复，于深交所成功发行 5.9 亿股上市。2017 年 12 月 11 日，公司通过非公开发行 13.01 亿股完成收购深圳市华星光电技术有限公司（以下简称“华星光电”）10.04% 的股权，至此对华星光电的持股比例增至 85.71%。发行新股后，截至 2018 年 3 月末，公司总股本增至 135.15 亿股，其中李东生及其一致行动人合计持股比例为 11.10%，长江汉翼持股 7.84%，惠州市投资控股有限公司持股 6.50%。由于公司股权结构分散，不存在《公司法》所规定的控股股东及实际控制人。

公司主要从事彩电、液晶显示器件、家庭网络影音、手机、空调、白色家电、小家电、照明和压缩机等产品的研发、生产及销售业务，同时涉及电子产品物流服务等业务。目前，公司旗下拥有四家上市子公司，包括 TCL 电子控股有限公司¹（01070.HK，以下简称“TCL 电子”）、通力电子控股有限公司（01249.HK，以下简称“通力电子”）、华显光电技术控股有限公司（00334.HK，以下简称“华显光电”）和翰林汇信息产业股份有限公司（835281，以下简称“翰林汇”）。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,602.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 541.43 亿元，资产负债率为 66.22%；2017 年公

司实现营业总收入 1,117.27 亿元，净利润 35.45 亿元，经营活动净现金流 92.10 亿元。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司资产总额 1,631.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）571.97 亿元，资产负债率 64.94%。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 256.64 亿元，取得净利润 7.88 亿元，经营活动现金净流量为 30.34 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	TCL 集团股份有限公司
债券名称	TCL 集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）
发行规模	本期债券发行规模不超过 30 亿元（含 30 亿元）。
债券期限	本期债券期限为 5 年期，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券采用固定利率方式，终票面利率由发行人和主承销商按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券的募集资金拟用于补充流动资金和偿还债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

面板行业

大尺寸面板是平板电视生产的核心部件，占液晶电视生产成本比重超过 60%，其生产具有投入规模大、周期性强和盈利波动幅度大等特点，经过数十年的发展，生产技术不断改进、市场普及程度不断提高，目前仍处于快速发展阶段。

从需求端来看，全球范围内大尺寸面板需求主要来源于液晶电视和显示器，两者合计需求占大尺寸面板总需求的比例超过 80%，其中液晶电视是决定全球大尺寸面板需求的最关键要素。2014 年以来，受益于电视机的高清化（4K、8K）、智能化和大尺寸化趋势加快，另一方面在新兴国家由传统 CRT 向 LCD 升级的换机潮带动下，海外市场需求出现一定程度的回暖，电视机面板行业景气度逐渐回升。2016 全球液晶电视出货量达到 2.19 亿台，年增长率为 1.6%；但进入 2017 年以来，由于中大尺寸面板受到价格因素影响，需求疲软；同时在拉

¹ 2018 年 6 月 28 日，由 TCL 多媒体科技控股有限公司变更为现名，股票简称由“TCL 多媒体”变更为“TCL 电子”，股票代码仍为“01070.HK”。

美、中东非等新兴国家和地区带动下，小尺寸出货持续走强，2017 年全球品牌液晶电视出货量为 2.11 亿台，同比下降 4.1%。2018 年以来，液晶面板价格走低，同时世界杯之前电视品牌在一些主要新兴市场通过促销活动增加出货量，据 IHS Markit 数据，2018 年一季度液晶电视出货量同比增长 7.5% 至 5,010 万台。

市场供给方面，据市场研究公司 TrendForce WitsView 的报告称，全球液晶电视面板出货量在 2017 年逐季上升，共增长 1.3%，达到 2.64 亿片。根据经济切割尺寸的不同，液晶生产线被分为不同的世代。液晶面板生产线呈现由低世代到高世代进阶的发展态势。近年来，日本、韩国和台湾厂商进行产能调整，转变策略甚至关闭生产线以降低风险，行业产能逐渐向中国大陆转移。2017 年，三星显示器 (SDC) L7-1 关厂，排名降至第四位；而京东方福清 8.5 代线产能放量，当年电视面板出货量达到 4,381 万片，首次排名第二；群创和华星光电分列第三位和第五位，其中华星光电在第二条 8.5 代线第二阶段扩产后，当年出货量同比增加 16.8% 至 3.86 亿片。值得注意的是，尽管三星的出货量已跌出前三，但仍通过简化产品组合提升了产能利用率，同时也投资了超高清和大尺寸面板生产设备，增加了产品价值。中小尺寸方面，产能向中国大陆转移的特征更加明显，根据商业信息提供商 IHS Markit 的《智能手机显示屏信息服务》报告，2017 年，日本显示器公司市场份额下降至 26%，同比减少 10 个百分点；据 IHS Markit 初步估算，2017 年全球手机显示屏的总出货量达到 20.1 亿台，较 2016 年增长了 3%，得益于 iPhone X 的发布，2017 年下半年 AMOLED 面板出货量大幅增长，但由于上半年需求疲软，全年出货量合计 4.02 亿片，仅增长 3%。

表 2: 2016 年和 2017 年全球电视面板出货排名

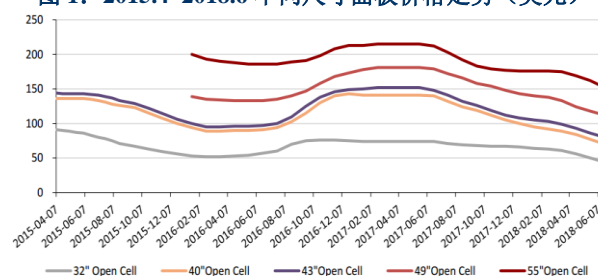
单位: 千片, %			
公司名称	2016	2017	增幅
LGD	52,940	50,854	-3.94
京东方	43,639	43,806	0.38
群创	41,725	41,799	0.18
三星	46,799	39,598	-15.39
华星光电	33,090	38,639	16.77
友达	27,224	27,208	-0.06
其他	14,996	21,926	46.21
合计	260,413	263,830	1.31

资料来源: WitsView, Jan, 2018, 中诚信证评整理

据 IHS Markit 预测，2018 年面板供需将会增加，原因主要有两个方面，一是冬季奥运会和 FIFA 世界杯等体育赛事相关的预先促销；二是 10.5 代工厂批量生产可能导致供过于求。总体看，旧面板厂的持续转型与重整以及新厂的爬坡是否顺利将是影响供需变化的关键。

面板价格方面，2015 年下半年面板价格持走低，并延续至 2016 年一季度；受终端需求向好及面板产能调整影响，2016 年下半年面板价格持续上行，并持续至 2017 年上半年。由于电视制造商大量采购但未达销售目标，因而库存依然存在；二季度末开始，电视制造商开始减少采购量，但面板供货商仍以更低的价格推进销售，而非降低生产，这导致了电视面板供应过剩和 2017 年下半年以来的面板价格下降。

图 1: 2015.4~2018.6 不同尺寸面板价格走势 (美元)



资料来源: Wind, 中诚信证评整理

考虑到新产品推出、FIFA 世界杯相关的需求来临以及供货商掌控库存水平，面板厂稼动率²将维持在较高水平；同时，2018 年的过剩供应将可能会使新的面板投资项目推迟，或迫使旧的面板工厂

² 指设备在所能提供的时间内，创造价值时间所占的比重，亦指一台设备实际的生产数量与可能的生产数量的比值。

重整或转型，而同时对大尺寸的需求将随着价格下降而增长；因此，面板供需或将呈现逐年波动而非连续三年的现象，并仍有可能出现面板短缺的情况，抑制价格的持续下跌。

从全球竞争格局来看，作为全球最大的电视机生产和消费国，我国对面板的需求一直保持在较高水平。但在以往较长一段时间内，日韩和台湾地区面板企业长期占据垄断地位，并根据自身利益需要增减液晶面板供应量、调整面板供应规格和时间等，严重限制了我国黑电行业的发展。2007年以来，国家陆续出台各项政策引导产业需求、完善产业配套，同时在资金支持和产业环境优化等各方面对面板行业进行大力扶持，并通过关税调整和垄断经济制裁等手段对国外面板厂商施加压力，不断促进国内面板企业的健康发展。2012年3月，财政部公布自2012年4月1日起，将“32英寸及以上不含背光模组的液晶显示板”3%的进口关税优惠税率恢复至5%³。2013年1月，国家发改委针对台湾地区的友达、群创（奇美）、华映、彩晶和韩国的三星、LG合计处以3.53亿元的面板价格垄断经济制裁。

总体来看，近年来国内企业在国家政策扶持和市场优势下快速发展，竞争力逐渐增强，未来我国有可能成长为全球最大的液晶面板制造基地。未来几年海外厂商扩产步伐缓慢，全球每年的新增产能有限，同时，下游需求的大尺寸化趋势有助于消耗新增产能，整体供需有望保持稳定水平，并伴随季节正常波动。

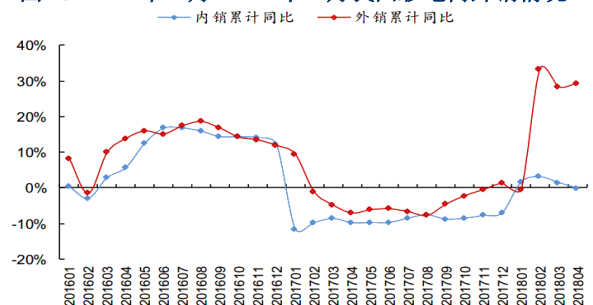
黑电行业

近年来全球黑电市场景气度有所下滑，根据Trend Force旗下光电事业处Wits View报告显示，2014~2016年全球液晶电视总出货量增长率分别为5.4%、-0.6%和1.6%，2016年增长率由负转正，但仍处于较低水平；2017年全球品牌液晶电视出货总量为2.11亿台，较上年下降4.1%，这是自2014年以来的历史新低。但随着2017年下半年以来原料面板价格的走低以及电视品牌的促销活动，2018年一季度，全球液晶电视出货量同比增长7.5%至

5,010万台。

产销量方面，国内彩电企业积极探索转型道路并拓展大尺寸高端产品，推动2016年彩电产销量小幅上升。根据产业在线数据显示，2016年我国液晶电视行业实现总销量1.37亿台，同比增长8.61%。但国际黑电市场景气度不高，且作为充分竞争行业，黑电市场仍面临较大压力，2016年四季度液晶电视行业总销量为3,485万台，同比下滑1.05%；2017年全球电视市场需求不振，上半年液晶电视行业实现总销量5,705万台，同比下滑6.96%；终端市场层面，根据奥维云网的数据显示，2017年中国彩电市场零售量规模为4,752万台，同比下降6.6%。进入2018年，在面板价格下降的利好因素下，一季度彩电市场进行了持续促销，市场零售量规模达1,215万台，同比增长3.0%，其中线上促销成为主要拉动力，线上零售量规模达到471万台，同比增长31.1%，线下零售量规模745万台，同比下降9.2%。

图2：2016年1月~2018年4月我国彩电内外销情况



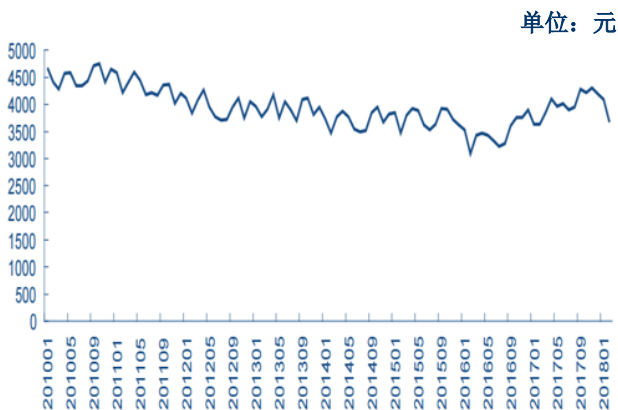
资料来源：产业在线，中诚信证评整理

黑电价格走高情况下，黑电行业主营有所改善，盈利能力短期内有望好转。在主要原料面板价格高位上扬及主要互联网品牌竞争策略转变等因素影响下，彩电均价自2016年下半年开始止跌回升；根据中怡康数据，2017年上半年彩电行业零售均价同比大涨13.22%；全年电视零售均价达到4,003元，同比提升14.9%，后续均价在低基数、大屏化、高端化等背景下仍有提升预期。虽然黑电产品销量表现不佳，但价格的走高仍使行业主营收入有所改善；2016年黑电行业实现主营业务收入2,332.58亿元，同比增长4.08%，2017年前三季度黑电行业累计实现主营业务收入1,941亿元，同比增长11.50%。鉴于黑电行业的典型大小年周期特

³ 此前国内进口液晶面板关税以32英寸为分界线，32英寸以下的面板进口关税税率为5%，32英寸及以上的为3%。

性，在 2017 年销量低基数和 2018 年俄罗斯世界杯刺激的双重作用下，2018 年以来我国电视内销和出口恢复增长，但电视销售价格略有下降，收入呈弱势反弹趋势；2018 年一季度彩电市场零售额 402 亿元，同比增长 3.3%。此外，互联网电视品牌市场份额缩小，夏普对行业的冲击减弱，黑电行业竞争格局逐步恢复正常。

图 3：2010 年以来彩电市场均价走势



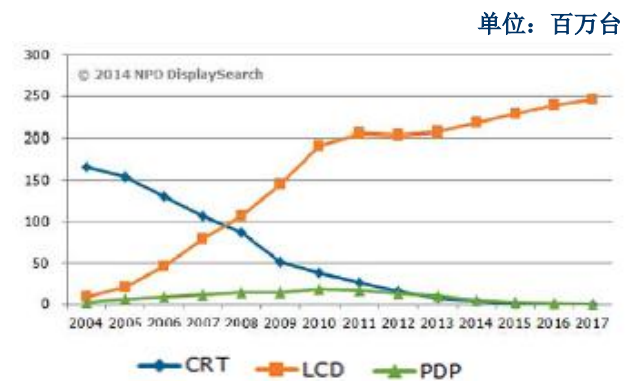
资料来源：奥维云网，中诚信证评整理

盈利方面，2016 年黑电行业整体毛利率为 15.78%，同比微增 0.55 个百分点；2017 年上半年黑电行业整体毛利率为 16.72%，同比提升 1.36 个百分点，其中二季度毛利率为 17.52%，同比提升 2.37 个百分点，前三季度为 16.10%；行业毛利率有所改善的核心原因在于面板价格同比大涨情况下，华星光电业务盈利能力大幅改善，并使得控股股东 TCL 集团毛利率明显推升；若剔除 TCL 集团，黑电行业上半年及二季度毛利率则分别同比下滑 2.25 及 2.17 个百分点。得益于寡头垄断的市场竞争格局，龙头公司产业链议价能力较强，并通过提价等方式使得其成本压力逐步向渠道及终端环节逐步转移；同时，在产品结构升级趋势延续背景下，高端产品占比持续提升也有望驱动盈利能力相应改善；此外，2017 年 8 月份以来，随着供给端产线持续投产，面板价格整体回落，综合考虑黑电企业面板库存周期因素，行业成本压力在三季度已逐步得到缓解，行业整体盈利能力短期内有望好转；但中长期来看，黑电行业盈利能力走势仍取决于行业竞争格局。

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 97% 以上，其余为 PDP 电视，CRT 电视已基本退出，LCD 电视已成为影响整个电视行业变化的主导产品。同时，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。根据 Display Search 的预测，2017 年全球 LCD 电视销量占彩电总销量的比例将达到 98.67%，未来，电视机主机厂商将逐步停止 CRT 和 PDP 电视的生产。

图 4：CRT、LCD、PDP 电视出货量对比预测



资料来源：NPD DisplaySearch，中诚信证评整理

从显示技术分类来看，近年来 3D 电视和 4K×2K 全高清电视快速发展，OLED 技术成为各大厂商研发的重点之一。但考虑到 OLED 技术难度大、制造成本较高等因素，OLED 电视实现大规模产业化或需要一段时间，短期内 4K×2K 将成为市场主流。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，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。从长期来看，近年我国城镇化水平和人均可支配收入呈现稳步增长态势，且随着人工智能等技术的不断成熟并在电视机上推广使用，彩电将逐步进入更新换代的周期，这将为我国家电行业的转型发展提供有效支撑。

从产业布局来看，液晶电视产业链较长，技术要求高，整个产业链具有全球化特征。用于生产面板的基材技术主要来源于美国和日本，存在较多的技术和专利门槛；液晶面板制造商主要集中在日本、韩国和台湾地区，以韩国的 LG 和三星电子、台湾的奇美和友达、日本的夏普为首的前五大 LCD 面板厂商占全球市场份额的 80% 以上；中国目前在产业链中主要集中于整机制造。目前，国内大尺寸液晶面板较多的依赖于进口，向产业链上游拓展将成为国内彩电龙头企业发展的趋势，有助于增强企业盈利能力和核心竞争力。

总体来看，2016 年以来，我国彩电企业积极探索高端产品，产销量有所波动，但在价格走高情况下，行业整体盈利能力短期内有望好转。长期来看，我国城镇化水平的提升和彩电将逐步进入更新换代周期等因素将为家电行业的转型发展提供有效支撑。

通讯设备行业

随着手机产业进入成熟期，近年市场增速逐步放缓，行业竞争将进一步加剧。据美国调查公司 IDC 数据显示，2015~2017 年全球智能型手机出货量分别为 14.4 亿部、14.71 亿部和 14.62 亿部，其中 2017 年智能手机出货量首次出现下滑，侧面反映出消费者对智能手机的更新换代需求已显疲态。

从全球市场竞争来看，随着智能手机的迅速普及，三星和苹果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。据 IDC 数据显示，2017 年三星和苹果市场占比分

别为 21.6% 和 14.7%，位居前两位，华为、OPPO 和小米紧随其后。当期，国内品牌手机已经对国际大品牌手机造成了很大冲击，华为、OPPO、小米、vivo 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、较高的性价比以及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。

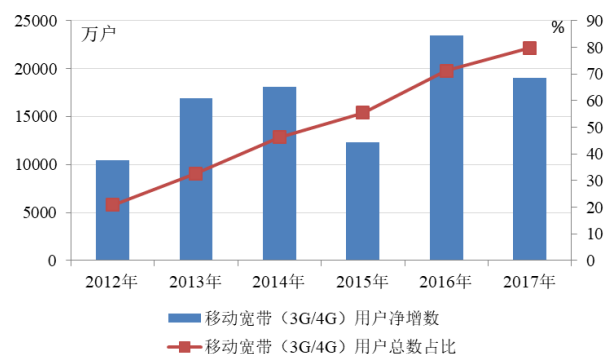
表 3：2015~2017 年全球智能手机出货量排名

2015		2016		2017	
厂商	份额 (%)	厂商	份额 (%)	厂商	份额 (%)
三星	24.80	三星	21.20	三星	21.60
苹果	17.50	苹果	14.60	苹果	14.70
华为	8.40	华为	9.50	华为	10.40
联想	5.60	OPPO	6.80	OPPO	7.60
小米	5.40	Vivo	5.30	小米	6.30
其他	38.30	其他	42.60	其他	39.50

资料来源：21IC 中国电子网，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。2017 年，我国电话用户净增 8,269 万户，总数达到 16.10 亿户，其中，移动电话用户净增 9,555 万户，总数达 14.2 亿户，移动电话用户普及率达 102.5 部/百人，同比提高 6.9 部/百人，全国已有 16 省市的移动电话普及率超过 100 部/百人；固定电话用户总数 1.94 亿户，同比减少 1,286 万户，每百人拥有固定电话数下降至 14 部。截至 2017 年末，移动宽带用户（即 3G 和 4G 用户）总数达 11.3 亿户，全年净增 1.91 亿户，占移动电话用户的 79.8%，其中 4G 用户总数达到 9.97 亿户，全年净增 2.27 亿户。

图 5：2012~2017 年我国移动电话用户数量



资料来源：工业和信息化部，中诚信证评整理

据中国信通院发布的手机市场运行分析报告，2017 年，中国手机总体出货量 4.91 亿部，同比下降 12.3%；2018 年一季度，国内手机市场出货量延

续了下降趋势,出货量8,737万部,同比下降26.1%。

国内智能手机品牌集中度将继续提升。根据 IDC 的数据,2017 年中国智能手机市场出货量为 4.4 亿台,其中华为、OPPO、vivo、小米和苹果位列前五,占中国市场 77% 的市场份额,五强之外“其他”品牌的市场份额较 2016 年下降了 10%,这意味着市场的集中度正在变得越来越高。从市场格局看,2018 年国内智能手机市场整体增长会继续缩小,不同品牌智能手机之间的竞争将会更加剧烈,而品牌集中度仍会继续提升,大的厂商在市场中的主导地位会更加稳固。

总的来看,随着新兴市场对智能手机需求的持续增长以及全球电信运营商对 4G 商用网络业务的不断投入,近年全球智能机市场保持较高的增长速率。我国 4G 手机由于其代替效应依旧是手机销售市场的主力军,行业已趋近饱和状态,且随着竞争日益激烈,各手机品牌市场分化愈加明显,集中度将继续提升。

白电行业

白色家电是指冰箱、空调和洗衣机等家用电器。近年来,我国白色家电行业形成了以格力、海尔和美的三大企业为龙头,奥玛、美菱和 TCL 等多家企业激烈竞争的市场竞争格局。三大龙头企业在渠道、品牌、技术、管理和规模等方面的优势明显,已经占据国内白色家电行业 50% 以上的市场份额,行业集中度较高。

在经历 2015 年白电行业景气度明显下降以后,2016 年以来白电行业呈现逐步回暖趋势。从销量来看,2017 年全国家用空调、冰箱和洗衣机的销量分别为 1.42 亿台、0.75 亿台和 0.64 亿台,同比分别上升 31.48%、1.21% 和 7.69%。

考虑到国内经济增速下行、商品房销量面临下滑风险、白色家电普及率较高、政府继续出台大规模白色家电需求刺激政策的可能性低及白色家电功能升级进入“瓶颈”阶段,未来国内白色家电需求较难大幅提振。在国外市场上,受全球经济景气度不高、贸易及汇率政策多变、部分地区竞争仍较激烈等因素的影响,我国白色家电出口量增长情况仍有待观察。从供给端看,目前白色家电企业库存高

企、结构性产能过剩、产品科技含量偏低、同质化严重的困境短时间内仍较难摆脱,同时白色家电主要原材料价格、人工成本和物流费用持续上升,龙头企业通过债务融资并购大型外企频繁,我国白色家电行业面临成本增长、负债率提升、盈利和现金流量净额下滑的风险,未来行业信用风险或将增加。

整体而言,目前行业竞争仍较激烈、市场需求短期内较难大幅提振,加之白色家电成本大幅上升,可能进一步推动行业集中度的提高。未来能够更好抓住农村市场、开拓海外市场、加快产品技术升级、充分运用线上线下结合渠道、综合实力较强的企业将更具竞争优势。

竞争优势

品牌及规模优势

公司创立于 1981 年,前身系中国首批 13 家盒子企业之一——TTK 家庭电气(惠州)有限公司,经过三十几年的品牌发展,TCL 集团自身知名度得到较大水平提升;另得益于近年对海外成熟品牌的成功收购,其在海外市场的品牌优势亦不断突出。目前公司拥有多品牌优势,其中电视品牌包括 TCL、ROWA、Thomson 等;通讯产品的自有品牌包括 TCL、Alcatel、Palm,并获得 BlackBerry 品牌许可。在 2017 (第 23 届) 中国品牌价值 100 强评价中,TCL 集团品牌价值达 806.56 亿元,连续 12 年蝉联中国电视机制造业第一名。

TCL 集团通过多年发展,现已形成产品业务、服务业务、创投及投资业务群三大业务领域,具体又分为多媒体、通讯、通力电子、华星光电、家电、商用系统部品及材料、互联网应用及服务、金融事业本部、销售及物流服务、创投及投资等十一大业务板块。公司在国内外的消费类电子领域处于行业领先地位,2017 年公司 LCD 电视销量全球市场份额名列第三,曲面电视市场占有率保持国内品牌排名第一;华星光电液晶电视面板出货量居全球第五位,其中 32 寸液晶面板出货量排名全球第二,55 寸液晶面板出货量排名全球第三。总体看,公司品牌和行业地位突出,近三年营业收入稳定在千亿以

上，显著的规模优势有助于降本增效，并进一步巩固核心竞争力。

研发优势

公司现为中国重点高新技术企业，且在美国、欧洲、东南亚以及中国等地共设有 23 个全球研发机构。2017 年公司研发投入 47.21 亿元，同比增长 10.67%，主要用于下一代新型显示技术和通信技术、多媒体应用技术、创新智能技术、互联网技术以及新材料等方面的研究，以巩固和提升集团在显示器件、芯片及软件、核心部件、整机生产工艺与互联网服务的技术优势。每年大规模的科研经费投入为公司取得重大科技成果和保持技术领先优势奠定了坚实基础。截至 2017 年末，公司已连续十年入选由美国国际数据集团 (IDG) 主办的“全球消费电子品牌 50 强”及“中国消费电子品牌 10 强”；同时，推出的量子点电视机再次荣获 CES“年度全球显示技术创新奖”。截至 2017 年末，公司在世界范围内拥有 26 个研发中心，研发人员近 8,000 人，拥有国家级技术中心、国家级工业设计中心、AMOLED 工艺技术国家工程实验室和国家数字家庭工程技术研究中心各 1 个，技术覆盖 OLED、QLED 等新型半导体显示技术和材料以及基于工业应用和产品终端的人工智能、大数据应用、智慧互联等领域；已累计申请中国专利 31,012 件，美国专利 7,337 件，PCT 专利 8,627 件，其中中国专利已授权 13,398 件，美国专利已授权 2,374 件。总体来看，公司研发实力雄厚，且通过自主研发不断提升竞争实力，目前技术水平已跻身全球一流企业。

国际化市场优势

近年公司不断加强海外市场拓展，在全球 80 多个国家和地区设立了销售机构，业务范围遍布发达国家和新兴国家在内的 160 多个国家和地区，建立了良好的品牌形象和营销网络体系。2015~2017 年，公司海外市场分别实现营业收入 471.58 亿元、473.34 亿元和 541.89 亿元，占总营业收入比重分别为 44.96%、44.40% 和 49.04%，海外收入稳中有增。另外，为顺应互联网发展趋势，打造新的商业模式，公司在业内率先提出“双+”转型战略，通过全面推进“智能+互联网”战略转型及建立“产品+服务”的商业模式，以实现全球化的智能产品制造和互联网应用服务，进一步拓展运营空间。总体来看，公司海外业务发展稳定，未来全球业务布局和“双+”战略的双轮驱动发展有助于国际化市场优势的充分发挥，进而带动国内业务协同发展。

业务运营

公司业务涵盖产品、服务和投资三大领域，具体包括多媒体、通讯、通力电子、华星光电、家电、商用系统部品及材料、互联网应用及服务、金融事业本部、销售及物流服务、创投及投资等十一大业务板块，其中前五大业务占近年主营业务收入比重超过 80%。2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 1,048.78 亿元、1,066.18 亿元和 1,117.27 亿元，年均复合增长率为 3.21%，业务规模呈现稳定增长趋势。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 256.64 亿元，同比增长 2.36%。

表 4：2015~2018.Q1 公司主营业务收入构成情况

业务板块	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
TCL 电子	273.84	26.99	285.94	27.60	353.05	31.95	87.53	34.38
TCL 通讯	242.05	23.86	203.85	19.68	149.75	13.55	21.30	8.37
华星光电	180.28	17.77	259.12	25.02	304.75	27.58	64.63	25.39
TCL 家电	98.41	9.70	120.74	11.66	158.91	14.38	48.55	19.07
通力电子	38.65	3.81	36.38	3.51	50.72	4.59	10.84	4.26
部品及材料	47.70	4.70	60.26	5.82	21.39	1.94	3.91	1.54
销售及物流服务	207.59	20.46	224.09	21.63	223.88	20.26	53.60	21.06
其他及抵消	-73.93	-7.29	-154.54	-14.92	-157.34	-14.24	-35.78	-14.06
主营业务收入合计	1,014.59	100.00	1,035.85	100.00	1,105.11	100.00	254.58	100.00

注：2017 年，公司通过华星光电收购华显光电 53.81% 股份，并对华星光电和部品及材料收入等比较期数据进行重述。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

多媒体业务

公司多媒体业务运营主体为 TCL 电子。TCL 电子主要从事彩电产销业务，旗下拥有 TCL、ROWA、RCA 和 Thomson 等多个品牌，其中，国内销售品牌主要为 TCL 和 ROWA；国外以 RCA 和 Thomson 为主，并逐步发展 TCL 品牌。

TCL 电子在国内拥有华南（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，同时亦在波兰、越南、巴基斯坦等地建有海外生产基地。其中，惠州为最大的液晶电视制造基地，产品覆盖 28、32、46、48 和 55 等多个尺寸。

2015~2017 年及 2018 年一季度，TCL 电子产品总销量分别为 1,738 万台、1,996 万台、2,323 万台和 637 万台，呈稳步上升趋势。2015 年，为应对国内电视机市场销售放缓、竞争加剧现状，TCL 电子积极调整运营效率和产品结构，推进线上线下一体化运营，提升电商渠道以及高端产品销售占比，全年产品销量同比增长 3.8%，其中电商渠道占比提升至 16.1%，共实现营业收入 273.84 亿元，同比增长 3.08%。2016 年 TCL 电子持续优化产品结构，提升量子点、曲面、4K 和大屏幕电视机等高端产品的销售占比，同时海外市场销售方面取得一定突破，全年实现营业收入 285.94 亿元，同比增长 4.42%。2017 年，受益于品牌推广和渠道拓展，TCL 电子在北美和新兴市场的 LCD 电视机销量同比分别提升 131.5% 和 21.5%，强化了国际化市场布局优势。

从销售产品构成来看，为贯彻“双+”战略转型的实施，近年 TCL 电子致力于原有产品线梳理，逐步淘汰销量低、盈利差的产品，补充有竞争力的新产品，稳步提升附加值较高的产品收入占比。具体来看，2015 年 TCL 电子产品结构调整稳步推进，LED 背光液晶电视机和智能电视机销量在电视机产品总销量中的占比分别为 99.88% 和 36.13%，CRT 电视机已逐步退出市场。2016 年 TCL 电子完成 LCD 电视销售 1,996 万台，均为 LED 电视，同比增长 15.1%，其中智能电视机 1,059 万台，同比增长 69.1%，产品结构调整已基本完成，“双+”战略

转型效果渐显。2017 年，TCL 电子坚持垂直一体化产业链整合优势，产品结构持续改善，海外市场尤其是北美及巴西市场表现突出，当年完成 LCD 电视销售 2,323 万台，同比增长 16.38%。据市场调研机构 IHS Technology 发布的数据显示，TCL 电子在全球 LCD 电视企业中销量连续多年位居第三位。整体来看，TCL 电子逐步提高附加值较高的产品业务占比，技术创新能力不断增强；同时受益于良好的海外市场表现，其产品销量及业务规模稳步增长。

表 5：2015~2018.Q1 TCL 电子产品销量

单位：万台

	2015	2016	2017	2018.1~3
LCD 电视	1,734	1,996	2,323	637
其中：中国市场	924	942	916	243
海外市场	810	1,054	1,407	394
其中：智能电视	627	1,059	1,509	464
CRT 电视	4	-	-	-
合计	1,738	1,996	2,323	637

注：公司年报中披露的智能电视销量中涵盖智能电视机和网络电视，本表格中智能电视销量已剔除网络电视；3D 电视自 2015 年起并入 LCD 电视类，不再单独披露。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售客户情况来看，TCL 电子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；境外销售主要通过当地业务中心销往 Wal-Mart 等世界 500 强企业。目前 TCL 电子客户具体包括 Wal-Mart、PHILCO ELETRONICOS LTDA.、Philips Electronics HongKong Ltd、国美、苏宁、麦德龙等国内外知名企业，2017 年前五大客户销售比重为 27.00%。结算方面，TCL 电子一般以 120 天以内账期的赊账交易方式与客户进行结算，为降低回收风险，其均购买了出口信用保险。

互联网应用平台方面，TCL 电子积极推进“双+”转型战略，并通过深圳市雷鸟网络科技有限公司（以下简称“雷鸟科技”）运营 TV+ 智能电视平台，与关联公司豪客数字娱乐科技（深圳）有限公司（以下简称“豪客”）、广州欢网科技有限责任公司（以下简称“欢网”）和全球播科技（北京）有限公司（以下简称“全球播”）协同发展，形成覆盖自有智能电视终端和第三方客厅智能终端的业务矩阵。TV+ 平台以网格化 launcher 作为用户导流基础，依托智能

电视、智能机顶盒、游戏主机等智能终端搭建家庭用户运营平台，建设付费内容分成、业务流量分成、服务广告分成及有偿增值服务等商业模式。2015~2017年及2018年3月末，TCL电子TV+平台累计激活用户⁴数分别为1,193万、1,729万、2,354万和2,559万，日均活跃用户⁵数分别为480万、747.3万、1,081万和1,206万，用户数量快速增长，智能终端等产品影响力逐步扩大。2017年，TCL电子通过欢网与广电、电信及智能终端开展全面合作，年末已覆盖17省广电运营商和21省电信运营商，连接智能电视/OTT盒子等智能终端5,400万台，平台级激活用户数达3,920万，日活跃用户数达1,566万；同时与国际知名广告主达成合作，广告业务行业占有率排名市场前三。TCL电子通过豪客向海外公开市场用户提供移动互联网各项应用产品及服务，整合自有及第三方的服务与内容，共同构建移动互联网生态圈，截至2017年末，公司移动互联网应用平台累计激活用户数已达2.6亿，活跃用户数为9,353万，同比增长306.9%。为提升战略资源跨界互补和软硬件协同水平，雷鸟科技于2017年7月以增资扩股的方式引入战略投资者腾讯数码（深圳）有限公司（对价4.5亿元，持股比例16.67%）；2018年5月2日，京东拟以3亿元认购雷鸟科技6.67%的股权；交易完成后，公司二级子公司FFalcon Technology Holding Limited对雷鸟科技持股比例将由54.05%降至41.48%，仍为其第一大股东；增资完成后，雷鸟科技不再是公司控股子公司，亦不再纳入合并报表范围。整体来看，TCL电子持续推进“双+”战略，积极布局TV+业务，互联网应用服务体系的建设进程进一步加快，平台用户数稳步增长，未来发展空间较大。

原材料采购方面，TCL电子生产所需原材料包括LCD面板、背光料、IC芯片、背光灯条、塑胶粒、线材和五金等，其中LCD面板占比约为60%。在华星光电投产前，TCL电子的LCD面板供应商包括三星电子、奇美、友达等。2011年华星光电投

产后，TCL电子生产所需的LCD面板50%左右由华星光电提供，结算价参照独立第三方报价。凭借TCL集团在彩电行业中的龙头地位，TCL电子生产需要原材料一般会得到供应商优先供货。公司与主要核心部件的供应商合作时间均在10年左右，已形成较为稳固的战略合作伙伴关系，供货情况稳定。

总体来看，TCL电子紧跟电视智能化和技术更新换代的新趋势，积极进行产品结构调整，坚持落实“双+”战略转型，产品技术创新能力不断增强；同时，TCL电子依托TV+智能电视平台，以客户为中心，增强各类应用及内容服务能力，逐步扩大服务业务占比，为未来整体业务的持续健康发展奠定了基础。

华星光电

华星光电主要从事液晶面板产销和液晶膜组组装业务，2009年成立，截至2017年6月末注册资本为183.42亿元，公司持股比例为75.67%。2017年12月11日，公司通过定向增发方式完成了对湖北省长江合志汉翼股权投资基金合伙企业（有限合伙）等合计持有的华星光电10.04%股权的收购，交易额为40.34亿元。至此，公司对华星光电持股比例达到85.71%。

2017年4月27日，华星光电通过其全资子公司HIGH VALUE VENTURES LIMITED收购公司及其他十家BVI公司持有的华显光电53.81%股份，自此成为华显光电控股股东。华显光电主要从事中小尺寸TFT-LCD/OLED显示模组的研发、生产和销售，其显示模组技术能够与华星光电实现一体化整合，促进双方在生产制造、供应链、产品结构、客户结构和售后服务方面的深度协同。

2015年，全球宏观经济低迷，液晶电视面板产品价格走低，但得益于大尺寸产品出货量同比增长46.9%，华星光电当年销售收入基本与上年持平；受面板终端需求向好及产能调整影响，2016年下半年面板价格持续上行，华星光电当年实现销售收入223.12亿元，同比增长23.76%，占当年公司营业收入的21.54%；取得净利润23.30亿元（公司当年净利润为21.38亿元），同比增长12.56%。2017年

⁴ 激活用户是指曾经使用一次以上互联网电视网络服务的用户。

⁵ 活跃用户数是七天内来访的不重复的独立用户数，七天之内同一用户来访一次及多次均计为一个用户数。

上半年面板价格高位企稳，下半年呈下降趋势，华星光电当年实现销售收入 304.75 亿元，同比增长 17.60%（2017 年华星光电收购华显光电部分股权，公司对华星光电 2016 年部品和材料收入等进行重述）。中诚信证评将持续关注面板行业供需变化以及面板价格走势对华星光电业绩表现的影响。

生产方面，2016 年华星光电投入玻璃基板 283.00 万片，同比增长 47.40%，并实现满产满销，当年面板出货量升至全球第五位。2017 年，t1 和 t2 工厂继续保持了满产满销，产能稼动率和产品综合良率维持较高水平，累计投入玻璃基板 338.7 万片，同比增长 19.9%。按具体项目来看，华星光电 8.5 代 TFT-LCD 液晶面板项目（即“t1 项目”）于 2012 年 9 月实现 10 万张玻璃大板/月的满产目标。在此基础上，华星光电通过技术改造和生产工艺优化使得 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。t2 工厂主要生产 55 吋超高清电视面板，第一阶段于 2015 年 4 月投产，2016 年产能持续增加，于第四季度达到满产；截至 2018 年 3 月末，t2 工厂产能达 14.6 万片/月，产销率达 100%。第 6 代 LTPS 生产线—t3 主

要生产高端智能手机、移动 PC、车载等中小尺寸面板，于 2016 年 10 月在武汉实现部分投产，2017 年 9 月末产能为 1.56 万片/月，产销率为 95.4%；2017 年末，t3 工厂在销售政策上开始向大客户转变，并调试设备，截至 2018 年 3 月末，t3 工厂产能为 0.4 万片/月，产销率为 60%，后续随着客户认证后的导入以及旺季的销售，产能及产销率将逐步恢复。

在建产能方面，华星光电主要在建项目包括第 6 代 LTPS-AMOLED 柔性生产线—T4 项目、液晶面板 G11 项目和惠州模组整机一体化项目，计划总投资为 911 亿元，截至 2018 年 3 月末已完成投资 123.11 亿元。分项目情况来看，T4 项目系第 6 代 LTPS-AMOLED 柔性生产线，于 2017 年 6 月在武汉开工建设，预计 2020 年投产；G11 项目系全球最高世代液晶面板生产线——第 11 代 TFT-LCD 及 AMOLED 生产线，于 2016 年 11 月开工建设，预计总投资 465 亿元。惠州模组整机一体化项目作为华星光电 G11 及 G8.5 代线配套工厂，总投资 96 亿元，预计在 2019 年完成一期建设，达成年产各尺寸液晶面板 4,000 万片的生产能力。

表 6：截至 2018 年 3 月末华星光电主要在建及拟建项目投资规划

单位：亿元

在建/拟建项目名称	持股比例	总投资额	截至 2018	未来五年拟投入金额					资金来源
			年 3 月末已 投金额	2018.4~12	2019	2020	2021	2022	
液晶面板 G11 项目	53.02%	465.00	94.70	172.6	120.1	48.1	17.9	5.1	自有资金及贷款
惠州模组整机一体化项目	100.00%	96.00	11.77	32.65	35.7	10.33	5.37	0.75	自有资金及贷款
T4 项目	50.00%	350.00	16.64	96.73	37.33	56.78	47.7	15.85	自有资金及贷款
合计	-	911.00	123.11	301.98	193.13	115.18	70.97	21.7	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，华星光电销售的 32 吋和 55 吋液晶面板为其主导产品，2016 年及 2017 年，32 吋的市场占有率全球第二；55 吋液晶面板出货量排名全球第三。另外，在 2016 年中国六大电视机品牌厂商采购份额中，华星光电占比为 28%，已连续三年排名行业第一。华星光电的核心客户包括 TCL 电子、三星电子、海信、长虹、康佳、创维和 LG 等主流电视主机厂商，客户质量较高。对面板厂商而言，其盈利能力与出货量、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

电子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。2017 年华星光电对 TCL 电子和三星电子的销售分别占到华星光电销售收入的 33%和 15%。

表 7：华星光电 2017 年前五大客户情况

单位：亿元

	2017 年销售收入	占比
客户一	99.86	33%
客户二	46.38	15%
客户三	34.66	11%
客户四	15.95	5%
客户五	14.90	5%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

技术研发方面，华星光电不断进行技术创新与拓展，近年来其在铜制程、Oxide、LTPS、COA、GOA、IGZO、AMOLED 和曲面技术等方面或领域均取得了重大成果，并成功推出国内最大的全彩色 31 寸 Oxide-OLED 全高清液晶电视面板和国内首创的 32 寸铜制程+Oxide-TFT 驱动的 120Hz 超高清液晶电视面板。截至 2017 年末，华星光电累计申请中国专利 112,555 件，美国专利 6,772 件，核心技术专利能力居中国企业领先水平。2017 年，华星光电新增研发投入 16 亿元，在开发基础技术的同时，重点将新技术产品化，大力发展创新和有竞争力的智能终端产品，提高产品均价和边际贡献，将技术成果更多转化为产品经营效益。

原材料采购方面，华星光电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 和背光源等，其中玻璃基板在采购成本中占比较高。目前除背光源外，玻璃基板和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；华星光电与日本旭硝子公司（母公司为三菱集团，以下简称“旭硝子”）等主要供应商建立了良好合作关系，2017 年向前五大供应商的采购比例为 42%，其中玻璃基板 21% 采购自旭硝子，液晶 8% 采购自 LG。

总体来看，华星光电主导产品拥有较高的市场份额，且近年盈利规模较大，是公司最主要的利润贡献主体之一。但中诚信证评亦关注到液晶面板市场供需变化及价格走势对华星光电及公司业绩的影响，此外华星光电未来 1~2 年投资需求保持高位，相关资本支出压力亦值得关注。

通讯业务

公司通讯业务运营主体为 TCL 通讯科技控股

有限公司（以下简称“TCL 通讯”），TCL 通讯成立于 1999 年 3 月，主要从事通讯设备产销业务。2016 年 6 月，公司全资子公司 T.C.L 实业控股（香港）有限公司（以下简称“T.C.L 实业控股”）拟通过协议安排方式收购 TCL 通讯其它股东持有的股份，以实现 TCL 通讯私有化；9 月 30 日，T.C.L 实业控股完成了对 TCL 通讯的 100% 股权，TCL 通讯从香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）退市。2017 年 10 月 10 日，T.C.L 实业控股拟向紫光集团有限公司、云南省城市建设投资集团有限公司和 Vivid Victory Developments Limited 分别转让其所持有的 TCL 通讯 18%、18% 和 13% 的股份，合计对价约 4.9 亿港元；12 月 19 日，本次股权转让已完成交割，T.C.L 实业控股持有 TCL 通讯 51% 的股权，TCL 通讯仍系公司控股子公司。

TCL 通讯运营的自有通讯品牌包括 Alcatel、TCL 和 BlackBerry，其中前者主要面向海外市场，后两者以国内市场为主。2016 年 12 月，TCL 通讯与 BlackBerry 签署授权协议获得品牌许可。根据协议条款，BlackBerry 将授权 TCL 通讯使用其安全软件、服务套件以及相关品牌资产，TCL 通讯将负责设计和制造 BlackBerry 品牌移动设备并提供客服支持，同时将作为其全球经销商之一，在全球销售 BlackBerry 品牌的全新移动设备。2017 年 2 月，TCL 通讯向全球推出全新 BlackBerry 智能手机——BlackBerry KEYone。BlackBerry 手机一直是通讯行业的标志之一，与其合作能一定程度上提升 TCL 通讯的竞争力。

TCL 通讯产品销售覆盖中国、美洲、欧洲、中东、非洲及亚太市场，销售点遍布 170 多个国家和地区，其中外销比重在 80% 以上，核心客户包括 Vodafone、America Movil SAB de CV、AT&T、T-Mobile PCS Holdings LLC 和 Vodafone Procurement Company S.A.R.L 等。受通讯市场增速放缓、业内企业竞争日益激烈、海外销售区域拉丁美洲经济增长放缓及汇率波动等因素影响，近年 TCL 通讯产品销量持续下滑，2015~2017 年销量分别为 8,345 万台、6,877 万台和 4,388 万台。随着销量减少，TCL 通讯收入亦呈逐年减少趋势，近三年

分别为 242.05 亿元、203.85 亿元和 149.75 亿元。在苹果和三星已占据中高端市场的大部分份额，华为、小米、OPPO 和 VIVO 等品牌手机渗透率不断上升的背景下，TCL 通讯经营压力日趋加大，同时叠加关键部件成本大幅上升和国内业务重组未达预期等因素，2015~2017 年 TCL 通讯净利润分别为 8.54 亿元、-4.56 亿元和 -20.36 亿元，近两年亏损额较大，对公司盈利造成一定负面影响。2018 年 1~3 月，受海外手机市场持续低迷、关键零部件成本大幅提高等因素的影响，TCL 通讯营业收入为 21.30 亿元，同比下降 36.64%。未来，公司计划通过调整产品结构、提升内部管理机制、提效降本和业务合作模式创新等方式改善经营业务，中诚信证评将对此保持关注。

表 8：2015~2017 年 TCL 通讯产品销量

	单位：万台		
	2015	2016	2017
海外市场	7,421	6,534	4,093
中国市场	932	343	295
合计	8,354	6,877	4,388
其中：智能手机	4,800	3,898	2,536

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料采购方面，TCL 通讯主要原材料包括 LCD 液显模块、IC、壳料、模具等电子料件，其中境外采购占比约为 30%。2017 年 TCL 通讯原材料供应商包括 Media Tek Inc、高通、WPI International (HK) Ltd. 等，前 5 大供应商占当年总采购额比例约为 21%。经多年合作，TCL 通讯已与主要供应商建立了较为稳固的战略合作伙伴关系，原材料供应较有保障。

总体来看，受通讯市场增速放缓、市场竞争激烈、业务重组、海外销售区域拉丁美洲经济增长放缓及货币汇率波动等多重因素影响，2016 年以来 TCL 通讯业务规模及盈利水平均大幅下滑。中诚信证评将持续关注通讯市场景气度、全球 4G 网络建设以及 TCL 通讯私有化退市后的业务整合进展等因素可能给公司带来的影响。

家电业务

公司家电业务运营主体为惠州 TCL 家电集团有限公司（以下简称“TCL 家电”）。TCL 家电成立

于 2007 年，主要从事空调、冰箱、洗衣机及健康电器的生产和销售，同时还进行智能家居产品的设计与研发。TCL 家电业务中，空调系其主导产品，业务占比超过 60%。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，TCL 家电实现营业收入分别为 98.41 亿元、120.74 亿元、158.91 亿元和 48.55 亿元，2016 年以来，公司空调销量大幅上升，并带动收入实现增长。

TCL 家电起步较晚，业务规模相比国内行业龙头企业存在较大差距，但近年通过积极调整销售策略，同时确定高效节能、健康环保和智能化发展方向，主要家电产品销量实现稳步增长。空调销售方面，TCL 家电通过加强电商渠道建设、在海外市场与 TCL 电子联合拓展渠道的方式开拓业务；同时贯彻“产品领先”策略，将产品结构向变频、高效率、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变，2016 年空调销量同比增长 43.82% 至 722.4 万台；2017 年销量为 916.9 万台，位列国内第五位。冰洗产品销售方面，首先，TCL 家电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；其次，TCL 家电通过积极搭建智能家庭平台系统，提升用户体验，2016 年洗衣机业务推出的全封桶免污洗衣机技术解决了污水洗衣问题，荣获 2016 年德国 IF 设计大奖。渠道的完善和用户体验的提升使得冰箱和洗衣机销量亦呈稳步增长趋势，2015~2017 年冰箱销量分别为 132.2 万台、162.2 万台和 154.0 万台；同期洗衣机销量分别为 153.9 万台、172.0 万台和 192.0 万台。2018 年 1~3 月，冰箱和洗衣机销量分别为 39.0 万台和 54.0 万台。

表 9：2015~2018.Q1 TCL 家电产品销量

	单位：万台			
	2015	2016	2017	2018.Q1
空调	502.3	722.4	916.9	267.0
冰箱	132.2	162.2	154.0	39.0
洗衣机	153.9	172.0	192.0	54.0

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，TCL 家电业务发展较快，但与行业龙头企业仍存在一定差距。未来，随着对该板块业务

的整合，公司家电业务的收入及盈利能力有望得到提升。

通力电子

通力电子系 2013 年 8 月从 TCL 电子分拆出来的经营主体，并于当月 15 日在香港联交所主板独立上市。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。

近年来科技迅速发展，平板电脑与智能手机日渐普及，传统视盘机市场持续遭受挤压，整体市场需求不断萎缩，业内企业经营压力趋增。2015~2017 年，通力电子营业收入分别为 38.65 亿元、36.38 亿元和 50.72 亿元。2016 年某一核心客户业务重组致使视盘机销售未达预期，全年营业收入同比下滑 5.87 个百分点。为应对外部市场环境风险，通力电子坚持以产品创新为重心，不断加强产品设计及核心技术的开发。2017 年以来通力电子大力发展音频产品及智能产品业务，无线音箱、声霸及头戴式耳机等产品增长迅速，新推出的智能门锁、智能开关等 IOT 业务发展情况良好。目前通力电子在智能语音音响的布局方面具有先发优势，与多家国际互联网知名企业在智能语音音响及配套产品合作方面取得了良好进展。2017 年，受益于某客户智能语音音箱在“双 11”购物节中出货量快速增长，通力电子智能化及配套产品销售收入同比增长 5 倍，并推动整体收入规模实现较大增长。

整体来看，2017 年以来，通力电子通过加强产品创新、开发新客户等方式，实现了收入的小幅回升。未来通力电子将继续以智能音箱产品形态为主力点，与全球各大语音辨识平台合作，挖掘更大的市场机会，提升公司整体业绩。

其他业务

公司其他业务包括部品及材料业务、销售及物流服务业务和产业金融业务。

公司部品及材料业务主要为终端产品提供材料、部品和附件产品，由惠州 TCL 金能电池有限公司（以下简称“金能电池”）和惠州 TCL 环保资源

有限公司（以下简称“TCL 环保”）负责运营，其中 TCL 环保主要从事工业固废综合利用与处理处置、家电拆解及深加工回收利用等业务；金能电池聚焦于聚合物锂离子电池的研发、制造和销售。为聚焦主导产业，2017 年 12 月 29 日，公司将金能电池 100% 股权转让给合作伙伴惠州亿纬锂能股份有限公司（证券代码：300014）。2015~2017 年及 2018 年一季度，公司该板块实现营业收入分别为 47.70 亿元、60.26 亿元、21.39 亿元和 3.91 亿元。

公司销售及物流服务业务的运营平台为翰林汇和惠州酷友网络科技有限公司的 O2O 平台（以下简称“酷友科技”），2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司该板块营业收入分别为 207.59 亿元、224.09 亿元、223.88 亿元和 53.60 亿元，业务规模稳步扩张。翰林汇是专业从事 IT 产品销售与服务的业务平台，覆盖国内外一线品牌笔记本电脑、台式电脑、数码产品和相关配件，2015 年 12 月正式挂牌新三板。2016 年翰林汇积极调整销售策略，笔记本电脑市场份额进一步提升，零售业务规模和盈利实现增长，全年销售收入同比增长 5.24% 至 166.8 亿元。2017 年，翰林汇以“销售+服务”战略为牵引，巩固在笔记本电脑的市场份额，实现销售收入 152 亿元。酷友科技由十分到家（服务网）、速必达（物流网）、电商（虚拟网）、体验店（实体网）四部分共同构成 TCL 集团的 O2O 平台，其中“速必达”通过对仓储运营模式变革和物流资源整合，大幅提升配送时效，截至 2017 年末，其配送覆盖范围已覆盖 31 个省；线下服务平台“十分到家”提供家电送装调及保养、维修、清洗、回收、附件/延保的销售等服务，在家电上门清洗行业的市场占有率和口碑领先，并引入战略投资者。

产业金融方面，2015 年公司正式组建了 TCL 金融控股集团（深圳）有限公司（以下简称“TCL 金控”），建立了面向产业链合作伙伴和个人用户的金融服务平台。此外，公司战略投资的上海银行、湖北省消费金融股份有限公司、惠州农商行等业务发展良好，截至 2018 年 3 月末对上述三家公司持股比例分别为 4.99%、20.00% 和 7.66%。

总体来看，通讯板块经营亏损、华星光电后续

资本支出需求大等因素对公司经营造成了一定负面影响，但公司品牌及规模优势明显、研发实力突出，在“双+”战略及国际化业务布局的双轮驱动下，各业务板块协同发展，综合实力进一步增强。

公司治理

根据相关法律法规以及证监会有关规范性文件要求，公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会以及经营管理层的治理架构，并且制定了较为规范和完善的制度。上市以来，公司制定并完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《信息披露事务管理制度》以及《董事会专门委员会工作细则》等规章制度，已形成了比较系统的公司治理框架。

日常运作中，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和相关议事规则的规定开展工作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

公司现任董事会由 12 名成员组成，设董事长 1 名。董事会的人数及人员构成符合相关法律法规要求。公司全体董事能够依据相关法律法规开展工作，认真出席董事会，积极参加培训。公司监事会由 3 名成员组成，设主席 1 名。监事会能够认真履行自己的职责，并按规定的程序召开监事会，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，维护公司的合法权益。

为加强内部控制，防范经营风险，公司按照《公司法》等法律法规和规范性文件的相关要求，根据业务实际情况，建立了较为完善的内部控制制度和内部管理体系，对公司的日常经营起到了重要的指导、规范、控制和监督作用。

内部管理

公司严格按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，以建立健全完备的法人治理结构，实现规范化、制度化为宗旨，制定和修改了公司《章程》、《股东大会组织及议事规则》、《信息披露管理办法》、《募集资金管理办法》、《内部控制制度》、《重大投资管理制度》、《关

联交易管理制度》、《重大信息内部报告制度》、《控股子公司管理办法》、《总裁工作细则》、《对外担保管理制度》等规范性文件，进一步健全了公司各项规章制度，不断完善公司法人治理结构、规范公司的运作机制。

公司 2006 年成立了 TCL 集团财务有限公司（以下简称“财务公司”），财务公司对公司国内下属企业的资金按照金融企业运作模式实行集中管理，境内下属企业资金入存财务公司比例达 90% 以上。境外下属企业部分也已纳入财务公司统一管理，大部分境外下属企业目前暂由各企业按照集中资源的方式自行管理货币资金，并定期将存款情况报备财务公司与报表核对。通过合理运作，财务公司每年可为公司节约一定规模的融资成本，更好地保证了公司的资金流转安全，提高了公司资金的运作效率。

公司本部的财务管理中心作为总部的职能部门，负责制定统一的财务政策、编制公司合并报表及财务报告、规范公司整体预算管理体系、组织公司绩效考核、实施财务监控、规范公司固定资产投资、税务管理与筹划、考核各产业财务主管以及处理总部财务日常事务。

总体来看，公司内部治理结构完善，对下属企业的投资和资金控制严格，但同时存在下属企业数量较多，管理链条较长的问题。

战略规划

经过多年发展与积累，公司整体实力不断增强，并逐步成为行业结构的整合者。未来，公司将扎实推进“双+”战略转型以及“国际化”战略，继续发挥二者的协同发展作用。

到 2020 年，公司转型战略目标包括：产品业务方面，TCL 电子将继续把优化产品结构和销售渠道作为工作重点，加强产品技术的创新能力，提高运营效率，未来 5 年智能电视销量达到全球前 3 名；TCL 通讯科技将积极把握 4G 网络普及带来的机遇，改善产品结构，未来 5 年智能手机销量达到全球前 3 名；华星光电将继续推进产品线优化和成本控制工作，通过导入铜制程、COA、GOA、超窄边框、曲面、氧化物半导体、AMOLED 等新的技术

工艺,不断开发中高端新品,提升产品性能以及大尺寸、超高清等产品的占比,增强公司的营收水平;据公司 2018 年 5 月 22 日公告,华星光电拟新投资建设一条第 11 代超高清新型显示器件生产线,主要生产和销售 65"、70" (21:9)、75"的 8K 超高清显示屏及 65"OLED、75"OLED 显示屏等。项目总投资约 427 亿元,项目建成后极大丰富公司产品线,尤其是在大尺寸、8K 产品的市场份额显著提升,本投资事项尚需提交公司股东大会审议批准,相关交易安排尚待政府机关批准;家电集团将持续致力于优化产品结构,扩充中高端产品线,优化销售渠道,提升市场占有率,同时积极探索及搭建智能家庭平台系统,提升用户体验;通力电子将坚持以产品创新为发展策略,积极拓展新型音频和流媒体播放机业务,提升电声及相关技术的创新能力,对物联网行业持续投入,整合研发及供应链。服务业务方面,公司通过“产品+服务”,发展有 ARPU 值贡献的 1 亿家庭用户和 1 亿移动用户;通过各种服务能力的建设,实现来自产品和服务的收益贡献各占 50%;互联网应用及服务事业本部通过云计算和大数据分析技术,构建基于各类智能终端的海量互联网用户资产管理平台,并通过开放合作及培育有竞争力的垂直应用业务搭建互联网生态,在智能电视运营平台、移动互联网应用平台、全球播同步院线等领域保持行业领先;销售及物流服务业务群将着力于打造“销售+服务”为核心的线上线下销售服务平台,加大 B2B2C 双向电商平台建设,推动业务战略转型;TCL 金控以产融协同的商业模式推动金融服务业务布局,建立面向产业链合作伙伴的供应链金融服务平台,并继续推动支付金融、小额贷款、互联网金融及消费金融等个人业务发展,与集团 O2O 平台共同构建面向家庭用户和移动用户的服务闭环;构建新的核心能力,使公司价值增长超越销售收入增长,实现市值超千亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编

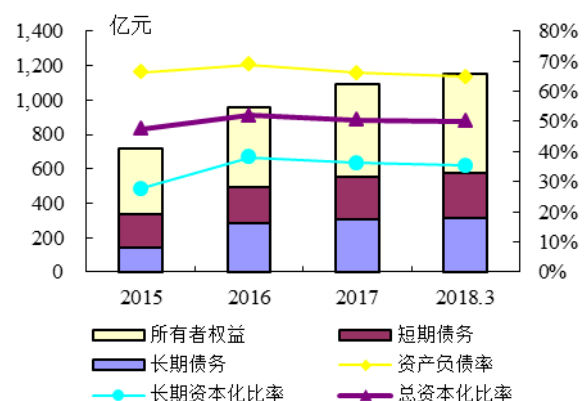
制。

资本结构

随着经营业务稳定发展及液晶面板建设项目的持续推进,公司资产规模不断扩大,2015~2017 年末分别为 1,117.55 亿元、1,471.37 亿元和 1,602.94 亿元,年均复合增长率为 19.76%;2018 年 3 月末增至 1,631.20 亿元。所有者权益方面,得益于未分配利润增加、少数股东权益增加及非公开股票的成功发行,2015~2017 年末,公司所有者权益分别为 376.29 亿元、457.47 亿元和 541.43 亿元,三年年均复合增长率为 19.95%;2018 年 3 月末进一步增至 571.97 亿元。

业务结构的战略性调整以及在建项目的持续推进导致公司融资需求大幅上升,负债规模保持较高水平,2015~2017 年及 2018 年 3 月末总负债分别为 741.25 亿元、1,013.90 亿元、1,061.51 亿元和 1,059.23 亿元,同期资产负债率分别为 66.33%、68.91%、66.22%和 64.94%。公司外部融资中刚性债务约占 52%,主要为银行借款和多期债券融资工具。2015~2017 年及 2018 年 3 月末,公司总债务分别为 339.99 亿元、496.31 亿元、552.03 亿元和 576.30 亿元,同期总资本化比率分别为 47.47%、52.04%、50.48%和 50.19%。近年公司负债规模扩张较快,财务杠杆处于相对较高水平,需关注后期降杠杆情况。

图 6: 2015~2018.Q1 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

从资产构成来看,公司流动资产与非流动资产占比相当。2015~2017 年及 2018 年 3 月末,公司流动资产分别为 537.49 亿元、759.22 亿元、800.96 亿元和 788.14 亿元,占总资产比重分别为 48.10%、

51.60%、49.97%和 48.32%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成，2017 年末对应规模分别为 274.59 亿元、147.47 亿元、38.54 亿元、129.46 亿元和 116.66 亿元，占流动资产比重分别为 34.28%、18.41%、4.81%、16.16%和 14.57%。其中，货币资金主要为银行存款（人民币存款 158.01 亿元，占银行存款比重 57.54%），受限金额为 41.78 亿元，主要为保证金存款和海关保证金，2018 年 3 月末货币资金余额为 203.90 亿元。应收账款主要为应收销售款，账龄一年以内的占比为 96.07%，2017 年计提坏账损失 1.80 亿元，截至年末累计计提坏账准备 3.84 亿元。其他应收款主要系应收出口退税、应收政府补助款、存出保证金及押金等款项，2017 年末前五名欠款金额占比为 36.05%；公司其他应收款年末累计计提坏账准备 4.37 亿元，其中 2017 年计提 0.86 亿元。存货主要包括原材料和产成品，占比分别为 20.02%和 69.53%，2017 年计提存货跌价损失 6.46 亿元，转销 5.40 亿元，年末累计计提存货跌价准备 7.07 亿元；2018 年 3 月末，存货规模为 120.02 亿元；由于公司须维持一定规模的原料存货以保证稳定供应，且随着液晶模组行业及家电产品更新换代的提速，部分电子产品出现过时陈旧或不能满足消费者偏好的情况，致使公司存货规模上升，周转效率逐年降低，近三年一期分别为 9.47 次、8.10 次、6.89 次和 6.62 次，公司存货后续仍面临一定的滞销或跌价风险，并在一定程度上加大流动资金周转压力，中诚信证评对此保持关注。其他流动资产主要为信托理财产品、增值税留抵税额、票据转贴现金额等，2018 年 3 月末为 189.62 亿元。

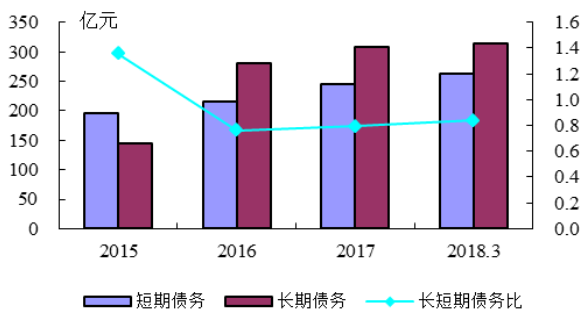
2017 年末公司非流动资产主要包括可供出售金融资产（32.02 亿元）、长期股权投资（153.52 亿元）、固定资产（325.98 亿元）、在建工程（147.75 亿元）、无形资产（63.73 亿元）和其他非流动资产（33.89 亿元），占非流动资产比重分别为 3.99%、19.14%、40.65%、18.42%、7.95%和 4.23%。公司可供出售金融资产包括上市公司股票（2017 年计提减值损失 0.42 亿元）和非上市公司的股权投资，近年相关股票和股权出售使得公司获得了一定规模

的投资收益，2015~2017 年分别为 2.78 亿元、0.70 亿元和 2.12 亿元。2017 年末公司长期股权投资对象主要包括上海银行股份有限公司（76.31 亿元，以下简称“上海银行”）、湖北省长江合志股权投资基金合伙企业（有限合伙）（10.51 亿元）、花样年控股集团有限公司（21.25 亿元）等，当年对上海银行新增投资 20.32 亿元使得年末长期股权投资同比上升 33.04%，2018 年 3 月进一步增至 157.57 亿元；公司已对经营不善、资不抵债的被投资单位计提减值准备 1.40 亿元；另外，2015~2017 年公司通过处置长期股权投资获得投资收益分别为 3.02 亿元、8.61 亿元和 4.56 亿元。固定资产主要包括机器设备、房屋建筑物和办公电子设备等，2017 年由在建工程转入 41.46 亿元，但年末固定资产较上年末仍下降 51.23 亿元，一方面系会计准则变化调整，相应政府补助冲减固定资产原值，使得固定资产同比减少 32.37 亿元；另一方面系公司对液晶面板生产线采用较短的折旧期限，当年共计提固定资产折旧 64.75 亿元；同时，2017 年子公司亚太石油有限公司的油田开采固定资产发生减值，致使公司当年计提固定资产减值损失 5.57 亿元，较高的折旧费用及减值损失对公司盈利能力产生一定负面影响。在建工程主要为液晶面板 T3 线和 G11 项目，2017 年分别增加投资 41.96 亿元和 30.71 亿元，其中 T3 项目转入固定资产 27.03 亿元，年末在建工程同比增长 70.85%。无形资产主要为土地使用权和非专利技术/专利权，当年土地使用权增加 19.71 亿元使得无形资产同比增长 34.03%。公司其他非流动资产主要为预付设备及土地使用权款，2017 年末同比增长 97.03%。

从负债结构来看，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司流动负债规模分别为 539.73 亿元、672.93 亿元、722.48 亿元和 712.40 亿元，占负债总额的比重分别为 72.81%、66.37%、68.06%及 67.26%。2017 年末公司流动负债主要由短期借款（159.90 亿元）、应付账款（193.24 亿元）、其他应付款（166.63 亿元）、一年内到期的非流动负债（59.28 亿元）及其他流动负责（60.75 亿元）构成。其中，短期借款主要为信用借款，占比 91.28%，较上年增加 58.06

亿元；应付账款主要为应付原材料款和外购零部件款，账龄超过一年的占比 0.80%；其他应付款主要为应付工程及设备款、往来款和专利及特许权使用费，2017 年末分别为 56.76 亿元、31.29 亿元和 21.97 亿元，其中往来款中应付关联方 2.58 亿元；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款；其他流动负责主要为回购金融资产款、货币互换和产品售后服务费，2017 年卖出回购金融资产款较上年增加 27.51 亿元使得其他流动负债同比增长 59.49%。公司非流动负债主要由长期借款（202.83 亿元）和应付债券（104.97 亿元）构成，占比分别为 59.83%与 30.96%；其中，长期借款主要系以建筑物、机器设备和土地使用权作为抵押取得的借款；应付债券由中期票据（4.97 亿元）和公司债券（100 亿元）构成，其中 2017 年发行公司债券 40 亿元。

图 7：2015~2018.Q1 公司债务结构图



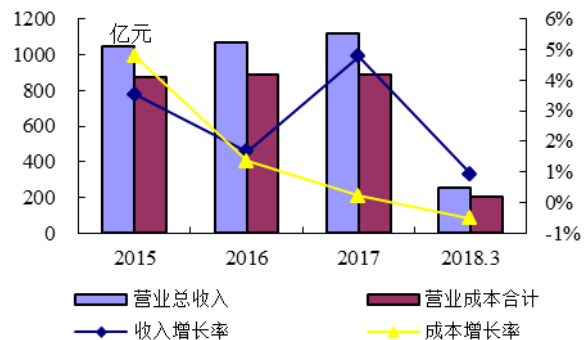
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 1.36 倍、0.76 倍、0.79 倍和 0.84 倍；为匹配业务运行特点、满足项目投资需要，2016 年以来公司通过增加银行长期借款和发行公司债券等方式，使得整体债务期限结构有所调整，一定程度上有利于缓解短期偿债压力。

总体来看，公司期限结构已逐步调整为相对合理水平，且较为充足的货币资金可对其债务偿还形成一定支撑。但未来华星光电仍有较大规模的投资规划，公司或仍将面临一定资本支出压力；同时，公司存货周转效率逐年降低，或在一定程度上加大流动资金周转压力，中诚信证评将对此予以持续关注。

盈利能力

图 8：2015~2018.Q1 公司收入成本构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在国内外较为严峻的经济形势和激烈的竞争环境下，公司单一业务板块运营存在一定波动，但多元化的业务结构能够在一定程度上分散经营风险，使得公司主营业务总体保持向上发展趋势。2015~2017 年及 2018 年一季度，公司营业总收入分别为 1,048.78 亿元、1,066.18 亿元、1,117.27 亿元和 256.64 亿元；同期公司营业毛利率分别为 16.54%、16.91%、20.54%和 19.46%。分板块来看，2016 年和 2017 年 TCL 电子海外市场销量和盈利均取得较大突破，分别实现销售收入 285.94 亿元和 353.05 亿元，同比分别增长 4.42%和 23.47%，但 2017 年受面板价格整体较高影响，毛利率小幅降至 15.77%。受 2016 年下半年以来面板价格升高及大尺寸产品出货量同比增加影响，华星光电近两年销售收入同比增幅分别为 23.76%和 17.61%，2017 年其毛利率增至 27.88%。近年 TCL 通讯产品销量持续下滑，收入亦逐年减少，近三年分别为 242.05 亿元、203.85 亿元和 149.75 亿元；叠加关键部件成本上升等多重因素，同期其毛利率亦呈下滑趋势，分别为 27.05%、26.76%和 21.96%。2016 年以来空调销量大幅增长，带动近两年 TCL 家电销售收入持续增加至 120.74 亿元和 158.91 亿元；但 2017 年受原材料价格上涨影响，毛利率小幅降至 15.51%。通力电子方面，2016 年传统视盘机市场需求持续萎缩且某一主要客户业务重组，致使当年销售收入同比下滑 5.87%至 36.38 亿元；但通力电子及时调整经营策略，2017 年通过加强产品创新、开发新客户等方式，当年实现销售收入 50.72 亿元，同比增长 39.42%。

表 10: 2015~2018.Q1 公司主要板块营业毛利率情况

产品	单位: %			
	2015	2016	2017	2018.Q1
TCL 电子	17.34	17.52	15.77	16.18
TCL 通讯	27.05	26.76	21.96	22.78
华星光电	13.33	12.72	27.88	25.78
TCL 家电	16.35	17.89	15.51	13.34
通力电子	12.46	14.17	14.47	10.18
部品及材料	6.58	6.45	10.00	12.24
销售及物流服务	4.40	4.39	5.21	5.07
合计	16.54	16.91	20.54	19.46

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面, 近年来随着经营规模的扩张, 公司三费规模逐年增加。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司三费合计分别为 167.92 亿元、189.37 亿元、206.32 亿元和 44.13 亿元, 三费收入占比分别为 16.01%、17.76%、18.47%和 17.20%。公司三费中销售费用占比相对较大, 2016 年同比上升 6.60%, 主要系公司采取更为积极主动的竞争策略, 人工费用相应增加所致, 2017 年末为 95.11 亿元; 2016 年公司管理费用同比增长 25.02%, 主要系研发支出大幅度增加所致, 2017 年进一步增至 94.56 亿元; 财务费用主要为利息支出, 由于利息支出和汇兑损失分别增加 3.84 亿元和 6.41 亿元, 2017 年财务费用同比大幅增加 104.00%至 16.65 亿元。整体来看, 公司期间费用逐年增加, 费用控制能力有待进一步提升。

表 11: 2015~2018.Q1 公司期间费用情况

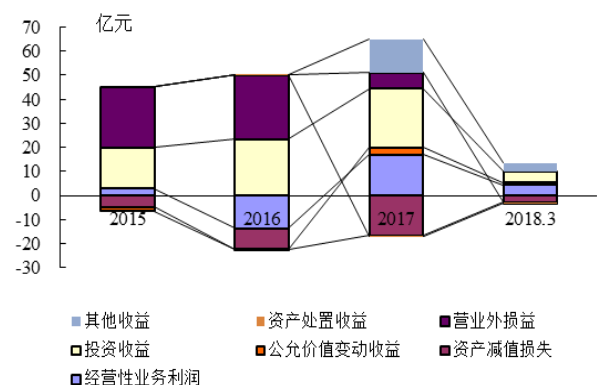
项目	单位: 亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	90.32	96.28	95.11	20.88
管理费用	67.93	84.92	94.56	18.73
财务费用	9.67	8.16	16.65	4.52
三费合计	167.92	189.37	206.32	44.13
营业总收入	1,048.78	1,066.18	1,117.27	256.64
三费收入占比	16.01	17.76	18.47	17.20

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司利润总额分别为 38.69 亿元、27.97 亿元、47.90 亿元和 10.57 亿元, 经营性业务利润分别为 2.87 亿元、-13.67 亿元、16.86 亿元和 4.34 亿元。

受期间费用规模大、2016 年以来 TCL 通讯中国区业务重组未达预期和汇率大幅波动影响, 2015 年和 2016 年公司经营性业务获利能力逐年下降。进入 2017 年, 公司经营性业务获利能力大幅提升, 一方面系半导体显示行业保持较高的景气度, 华星光电业绩突出; 另一方面系会计准则变化引起, 2017 年开始公司对期间新增的政府补助采用未来适当法处理, 使得公司当年营业成本被冲减 12.84 亿元, 进而带动经营性业务利润增加。投资收益和营业外收益是公司利润的重要补充, 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司投资收益分别为 17.10 亿元、23.46 亿元、24.39 亿元和 4.81 亿元, 主要系处置信托理财产品、分占联营企业净利润、处置长期股权投资和可供出售金融资产形成; 2015 和 2016 年, 公司实现营业外收益分别为 25.28 亿元和 26.68 亿元, 主要来自政府补贴款, 补助类型包括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, 2017 年对于政府补助的会计准则调整使得公司当期营业外损益降至 6.77 亿元, 同时新增其他收益 13.80 亿元。此外, 近三年一期, 公司发生资产减值损失 4.70 亿元、8.57 亿元、16.63 亿元和 2.90 亿元, 其中, 2016 年大幅增加系年内计提坏账损失 3.61 亿元, 部分股票投资股价下跌导致可供出售金融资产计提减值 2.37 亿元; 2017 年计提存货跌价损失 6.46 亿元、固定资产减值损失 5.57 亿元和商誉减值损失 2.07 亿元, 对利润总额造成了一定负面影响。

图 9: 2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

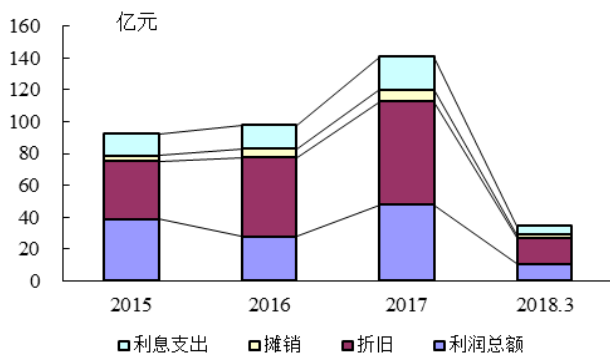
总体来看, 近年公司业务规模稳中有升, 同时初始获利能力增强, 毛利率上升幅度较大; 但公司

期间费用较高，利润总额对政府补助、投资收益等非经营性业务存在较高的依赖性，且部分资产减值损失增多，对利润总额带来一定负面影响，中诚信证评将对此予以关注。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成，2015~2017 年分别为 92.45 亿元、97.81 亿元和 140.70 亿元。从主要偿债能力指标表现来看，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 3.68 倍、5.07 倍和 3.92 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 5.29 倍、5.38 倍和 6.28 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所减弱，但总体保障能力依然较强。

图 10：2015~2018.Q1 公司 EBITDA 构成及变化



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，公司对经营性应收账款的回收能力较强，其经营活动现金流呈现持续净流入状态，2015~2017 年分别为 73.94 亿元、80.28 亿元和 92.10 亿元。同期，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.22 倍、0.16 倍和 0.17 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 4.23 倍、4.42 倍和 4.11 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障程度很高。投资活动现金流方面，公司业务整合及项目建设使其资本支出较大，投资活动现金流连续多年呈净流出状态。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司投资活动净现金流分别为 -194.98 亿元、-185.96 亿元、-169.25 亿元和 -111.93 亿元。筹资活动现金流方面，2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流分别为 137.67 亿元、219.34 亿元、85.52 亿元和 47.68 亿元。

表 12：2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务 (亿元)	339.99	496.31	552.03	576.30
短期债务 (亿元)	195.67	214.90	244.22	262.78
长期债务 (亿元)	144.33	281.41	307.81	313.52
EBITDA (亿元)	92.45	97.81	140.70	34.65
EBITDA 利息倍数 (X)	5.29	5.38	6.28	5.60
总债务/EBITDA (X)	3.68	5.07	3.92	4.16*
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.23	4.42	4.11	4.90
经营活动净现金/总债务 (X)	0.22	0.16	0.17	0.21*
资产负债率 (%)	66.33	68.91	66.22	64.94
总资本化比率 (%)	47.47	52.04	50.48	50.19

注：带“*”财务指标已经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

就财务弹性而言，直接融资方面，公司为深交所上市企业，旗下另拥有 TCL 电子、通力电子、华显光电和翰林汇四家上市公司，融资渠道畅通；间接融资方面，公司与国家开发银行、进出口银行和工商银行等多家银行机构建立了良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，获得主要合作银行授信合计为 1,697 亿元，其中未使用额度 1,260 亿元，备用流动性充足。

资产抵质押方面，截至 2018 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 379.80 亿元，占总资产的比重为 23.28%，其中，货币资金受限金额为 9.33 亿元，抵押应收票据 14.14 亿元，抵押固定资产 349.93 亿元。

或有事项方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保事项共 6 笔，担保额度共计 16.79 亿元，实际担保金额共计 6.82 亿元，占净资产比重为 1.19%，对外担保规模较小。

整体来看，近年公司采取更为积极主动的竞争策略，坚实推进“双+”战略和国际化市场战略的双轮驱动，加大研发投入的同时，积极调整运营效率和产品结构。目前，公司不断完善多元化及全球化运营，品牌影响力以及领先的市场地位日益巩固，综合竞争实力进一步提升，加之顺畅的融资渠道和较为充足的货币资金能够对有息债务的偿还提供有力支持，公司偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定 TCL 集团股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“TCL集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行人公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

关于TCL集团股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

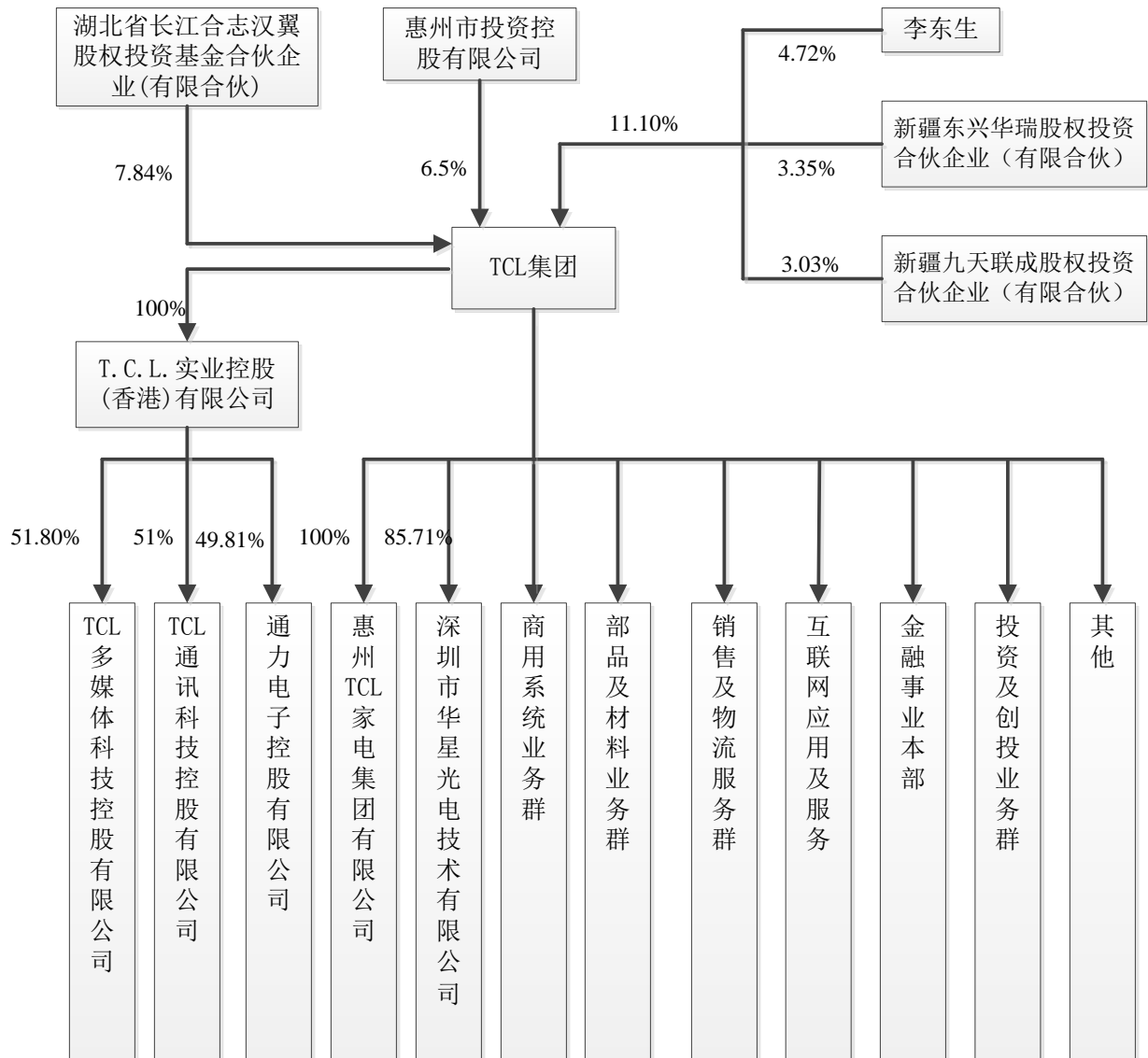
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

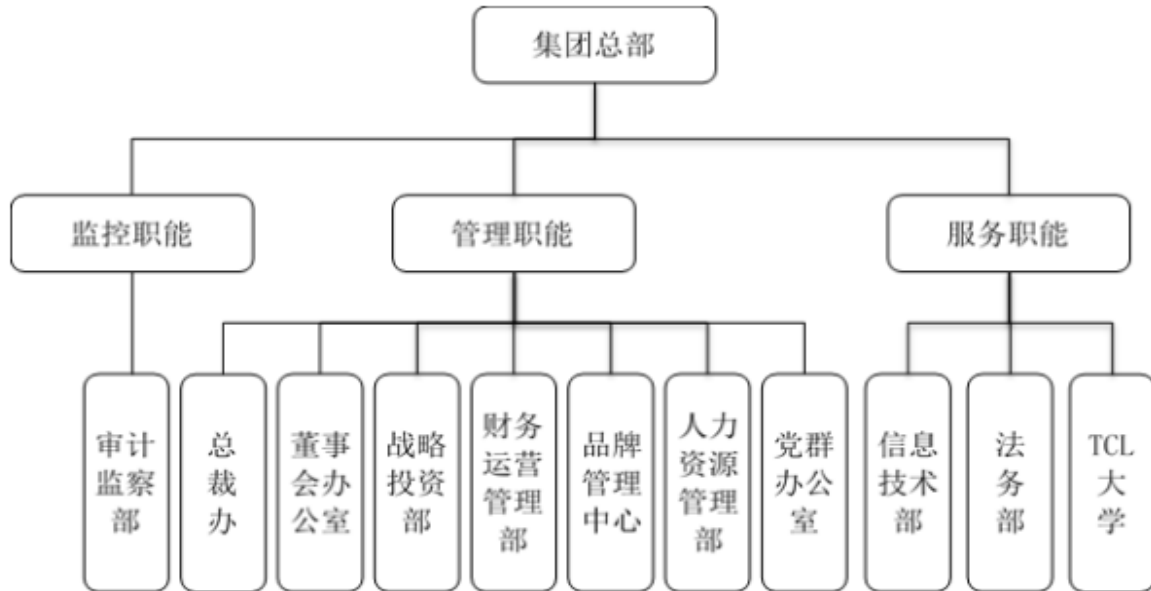
附一：TCL 集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



注：截至 2018 年 3 月 31 日，李东生、新疆东兴华瑞股权投资合伙企业（有限公司）、新疆九天联成股权投资合伙企业（有限合伙）为一致行动人，合计持有公司 1,499,833,496 股，占公司总股本的 11.10%。根据《公司法》规定，公司不存在控股股东和实际控制人。

资料来源：公司提供

附二：TCL 集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	1,534,041.50	2,639,491.30	2,745,945.30	2,038,961.67
应收账款净额	1,330,777.80	1,385,994.20	1,474,722.30	1,265,939.70
存货净额	902,855.60	1,282,503.80	1,294,630.30	1,200,174.30
流动资产	5,374,948.90	7,592,231.90	8,009,590.70	7,881,396.49
长期投资	1,115,340.40	1,479,232.40	1,855,406.90	1,924,194.68
固定资产合计	3,821,222.90	4,694,305.10	3,259,797.90	3,134,422.85
总资产	11,175,482.10	14,713,678.60	16,029,398.40	16,312,020.59
短期债务	1,956,678.90	2,148,996.80	2,442,204.60	2,627,759.64
长期债务	1,443,264.80	2,814,135.70	3,078,062.90	3,135,196.29
总债务（短期债务+长期债务）	3,399,943.70	4,963,132.50	5,520,267.50	5,762,955.93
总负债	7,412,538.00	10,139,000.50	10,615,104.80	10,592,325.00
所有者权益（含少数股东权益）	3,762,944.10	4,574,678.10	5,414,293.60	5,719,695.59
营业总收入	10,487,763.10	10,661,785.80	11,172,744.20	2,566,394.76
三费前利润	1,707,902.80	1,756,982.50	2,231,883.60	484,684.18
投资收益	170,988.20	234,560.10	243,869.20	48,099.74
净利润	323,000.90	213,754.00	354,470.20	78,804.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	924,464.42	978,129.76	1,407,033.34	346,532.52
经营活动产生现金净流量	739,407.50	802,800.20	920,961.50	303,438.66
投资活动产生现金净流量	-1,949,768.50	-1,859,576.80	-1,692,516.10	-1,119,280.43
筹资活动产生现金净流量	1,376,687.70	2,193,439.40	855,212.90	476,767.42
现金及现金等价物净增加额	221,912.40	1,100,944.90	-53,448.70	-402,737.17
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	16.54	16.91	20.54	19.46
所有者权益收益率（%）	8.58	4.67	6.55	5.51*
EBITDA/营业总收入（%）	8.81	9.17	12.59	13.50
速动比率（X）	0.83	0.94	0.93	0.94
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	0.16	0.17	0.21*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.38	0.37	0.38	0.46*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.23	4.42	4.11	4.90
EBITDA 利息倍数（X）	5.29	5.38	6.28	5.60
总债务/EBITDA（X）	3.68	5.07	3.92	4.16*
资产负债率（%）	66.33	68.91	66.22	64.94
总资本化比率（%）	47.47	52.04	50.48	50.19
长期资本化比率（%）	27.72	38.09	36.25	35.41

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

2、带“*”财务指标已经年化处理。

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+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。