



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪343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）”和“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（第二期）”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，维持贵公司上述债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十日

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）¹、（第二期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	TCL 集团股份有限公司			
发行规模	16TCL01: 20 亿元 16TCL02: 20 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	2016/05/26			
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		

发行主体	TCL 集团股份有限公司			
发行规模	20 亿元			
存续期限	16TCL03: 2016/07/07-2021/07/07			
上次评级时间	2016/06/24			
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	2014	2015	2016	2017.03
所有者权益（亿元）	268.60	376.29	457.47	469.80
总资产（亿元）	928.77	1,117.55	1,471.37	1,502.17
总债务（亿元）	323.69	339.99	496.31	493.49
营业总收入（亿元）	1,012.97	1,048.78	1,066.18	254.24
营业毛利率（%）	17.57	16.54	16.91	18.22
EBITDA（亿元） ²	97.91	92.45	97.81	-
所有者权益收益率（%）	15.76	8.58	4.67	5.72
资产负债率（%）	71.08	66.33	68.91	68.73
总债务/EBITDA（X）	3.31	3.68	5.07	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.43	5.29	5.38	-

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、2017 年一季度的所有者权益收益率指标经年化处理。

¹ 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），三年期品种简称为“16TCL01”，债券代码为 112352；五年期品种简称为“16TCL02”，债券代码为 112353。

² 本报告中 EBITDA 及相关数据与公司 2016 年年报中披露的数据有所差异，主要由于计算口径不同所致。

基本观点

2016 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、盈利能力下降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，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（第二期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 保持多元化、全球化的运营策略。跟踪期内，公司继续完善在中国、欧洲、北美及广义新兴市场的全球市场布局。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。
- 继续维持稳固的行业地位。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。同时，华星光电保持满产满销，市场竞争力不断加强。
- 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 2016 年末，公司主要合作银行的授信额度共计为 1,007.70 亿元，其中尚未使用授信额度为 699.30 亿元，直接和间接融资渠道畅通。

分 析 师

张 和 hzhang@ccxr.com.cn夏 敏 mxia@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月20日

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。
- 盈利能力持续下降。跟踪期内，公司采取更为积极主动的竞争策略并加大研发的投入，使得经营性业务利润被吞噬，营业外损益与投资收益成为利润总额的主要来源，盈利能力较上年度进一步弱化。
- 未来资本支出压力较大。公司拥有数个在建项目，2017~2018 年仍有约 300 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 and 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。

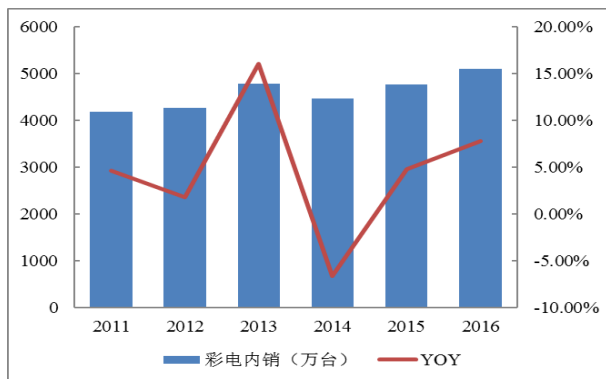
行业分析

全球消费电子市场增长放缓，竞争日趋激烈，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。

2016 年，英国脱欧引起欧元区动荡，美国引发贸易保护主义加剧，使得进口物价提升，消费力降低，让全球液晶电视市场销售增速放缓，中国市场对液晶电视的需求亦逐渐降低。根据 Trend Force 旗下光电事业处 Wits View 最新报告显示，2016 年全球液晶电视总出货量为 2.19 亿台（中国出货量占比达 30%），同比增加 0.75%。

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。2016 年，中国彩电零售量规模为 5,203 万台，同比增长 7.4%；零售额规模为 1,560 亿元，同比下降 1.8%。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 1：2011~2016 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，2016 年国际黑电市场增长速度依旧保持放缓态势，但中国彩电企业积极探索高端产品使得当年彩电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。

2016 年，全球智能手机销售持续增长，但增速显著放缓；新兴市场智能化需求和 4G 网络推广依旧为智能手机市场的发展提供有力的保障。

2016 年，全球智能手机出货量为 14.70 亿部，较 2015 年出货量增幅仅为 2.30%，其中来自中国地区的手机品牌合计出货量高达 5.60 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未来主要成长动力。

全球市场竞争来看，随着智能手机的迅速普及，三星与苹果等国际传统品牌厂商凭借强大的技

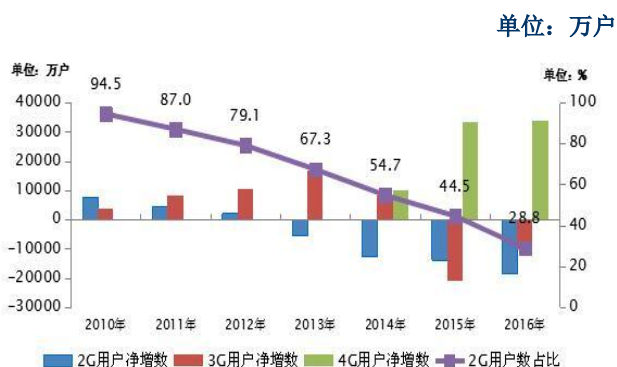
术实力和品牌号召力，仍拥有较高的市场占有率；但国内品牌手机已经对国际大品牌手机造成了很大冲击，华为、OPPO 以及 VIVO 等国内手机厂商发力 4G，凭借快速的市场反应能力、较高的性价比和与运营商良好的合作关系，在国内甚至全球的通讯行业竞争力逐步增强。

表 1：2015~2016 年全球智能手机市场占比

2015		2016	
厂商	份额 (%)	厂商	份额 (%)
三星	24.80	三星	21.20
苹果	17.50	苹果	14.60
华为	8.40	华为	9.50
联想	5.60	OPPO	6.80
小米	5.40	VIVO	5.30
其他	38.30	其他	42.70

资料来源：Trend Force，中诚信证评整理

图 2：2010~2016 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。2016 年，我国移动电话用户净增 5,054 万户，总数达到 13.20 亿户，其中，2G 移动电话用户减少 1.84 亿户，占移动电话用户的比重由上年的 44.50% 下降至 28.80%。4G 移动电话用户新增 3.40 亿户，总数达 7.70 亿户，在移动电话用户中的渗透率达到 58.20%。

我国手机市场 2016 年销售手机 5.60 亿部，同比增长 8.0%。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。4G 手机保持显著增长态势，其销量占比在 60% 以上，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

2016 年，公司各板块业务稳定发展，全年实现营业收入 1,066.18 亿元，同比增长 1.66%。其中，多媒体、通讯、华星光电³、家电业务和通力电子合计对主营业务收入贡献比超过 80%。

表 2：公司业务收入构成情况

	单位：%	
	2015	2016
多媒体	26.99	27.60
通讯	23.86	19.68
华星光电	17.77	21.54
家电	9.70	11.66
通力电子	3.81	3.51
销售及物流	20.46	21.63

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 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

³ 指深圳市华星光电技术有限公司

斯坦等地也建有海外生产基地；截至 2016 年末，公司拥有 2,535 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 1,755 万台产能，产品覆盖 28、32、46、48、55 等多个尺寸。

2016 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 285.90 亿元，同比增长 4.42%。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。2016 年 TCL 多媒体完成 LCD 电视销售 1,996 万台。

此外，TCL 多媒体亦全方位推进 TV+战略，持续提升产品力，可运营终端机活跃用户⁴数量快速增长。截至 2016 年末，TV+智能网络电视平台的累计激活用户数已达 1,729 万，日均活跃用户数已达 747 万；通过欢网运营的智能终端累计激活用户已达 2,859 万，日均活跃用户数达 1,076 万；全球播院线业务累计用户达到 1,670 万；受益于豪客互联网公司应用产品在海外目标市场新增趋势良好，移动互联网应用平台月活跃用户升至 2,299 万。

表 3：2014~2016 年 TCL 多媒体产品销量

单位：万台

	2014	2015	2016
LCD电视	1,657	1,734	1,996
其中：中国市场	851	924	942
海外市场	807	810	1,054
其中：LED电视	1,652	1,732	1,996
其中：智能电视	376	627	1,059
3D电视	123	-	-
CRT电视	17	4	-
合计	1,674	1,738	1,996

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，其中前五大客户合计占 2016 年多媒体业务收入的 22.00%。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。

华星光电继续保持核心竞争优势，随着 t2、t3 产线生产爬坡的顺利完成，其液晶电视面板出货量升至全球第五位

华星光电主要从事液晶面板的生产和液晶模组组装，截至 2016 年末，华星光电的注册资本为 183.42 亿元人民币，TCL 集团和国开基金分别持有华星光电 75.67%和 11%的股权⁵。2016 年，华星光电市场份额不断提升，当年实现销售收入 223.12 亿元，净利润 23.30 亿元（上年度实现销售收入 180.28 亿元，净利润 20.70 亿元）。

2016 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，拥有世界最大的 8.5 代液晶面板生产线，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，在跟踪期内产能爬坡顺利，并于第四季度达到满产。t3 工厂顺利投产并小批量出货。2016 年全年，华星光电投入玻璃基板 283.00 万片，同比增长 47.40%，产销率达 100%。受益于此，华星光电液晶电视面板出货量升至全球第五位。

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 2016 年末，该尺寸液晶

⁴ 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都计为一个用户数。

⁵ 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。2015 年 12 月国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）对华星光电增资 7.52 亿元。

面板全球市场占有率排名第二；在中国 6 大电视机品牌厂商采购份额连续三年行业排名第一；2016 年 55 寸产品国内市场占有率排名第一。

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，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，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 4：华星光电 2016 年前五大客户情况

单位：亿元		
	2016 年销售收入	占比
第一名	71.71	36%
第二名	41.66	21%
第三名	11.11	6%
第四名	9.51	5%
第五名	7.38	4%

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 2016 年末，华星光电累计申请中国专利 24,660 件，美国专利 5,908 件，PCT6,770 件，其中中国专利已授权 10,986 件，美国专利已授权 1,749 件。

总体看，华星光电继续保持竞争优势，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。

跟踪期内，通讯行业增速大幅放缓、货币汇率波动剧烈，同时，TCL 通讯中国地区实施全面重组，致使其出现亏损

公司通讯业务的运营主体为 TCL 通讯科技控股有限公司（以下简称“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。跟踪期内，通讯行业增速大幅放缓、货币汇率波动剧烈，同时，TCL 通讯中国地区实施全面重组，致使其出现亏损。TCL 通讯当年实现业务收入 203.85 亿元，较上年度同比下降 15.78%，实现净利润-3.25 亿元（上年度实现净利润 8.50 亿元）。

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。受通讯市场增速放缓影响，2016 年，TCL 通讯实现产品销量 6,877 万台，同比下降 17.68%，其中海外市场实现销售 6,534 万台，中国市场实现销售 343 万台。在产品结构方面，TCL 通讯 2016 年销售智能终端 3,898 万台，占总出货量比重 56.68%。

表 5：2014~2016 年 TCL 通讯产品销量

单位：万台			
	2014	2015	2016
海外市场	6,586	7,421	6,534
中国市场	763	932	343
合计	7,349	8,354	6,877
其中：智能手机	4,147	4,800	3,898

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 2016 年总采购成本比约为 17%。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，受行业增速放缓、货币汇率波动及 TCL 通讯进行重组影响，TCL 通讯在跟踪期内出现亏损。中诚信证评将持续关注汇率波动、重组进度等因素可能给 TCL 通讯带来的影响。

受益于产品力的改善，跟踪期内公司家电业务增长态势良好

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%。2016 年，公司空调业务继续专注高效、智能化产品的研发与推广，并由于产品力的改善，空调业务当年销量达 694 万台，同比增长 73%。受益于此，家电业务 2016 年实现收入 120.74 亿元，同比增长 22.70%。

面对市场变化，TCL 家电集团在销售策略上做出相应调整。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，全面进入国家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 2016 年整体发展良好，保

持增长态势。

受视盘机业务市场萎缩以及某一主要客户业务重组影响，通力电子全年订单数量有所下滑

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。

2016 年，由于某一主要客户业务重组致使销售未达预期，影响通力电子全年业绩达成。但通力电子不断开发新产品及积极挖掘新客户，2016 年季度环比有所改善，声霸、耳机业务持续增长，新推出智能门锁、智能开关等业务拓展情况较好。2016 年，通力电子实现销售收入 36.37 亿元，同比下降 5.87%，实现净利润 1.30 亿元，同比下降 3.70%。

公司在建以及拟建项目较多，未来面临较大规模资本支出

公司在建项目主要包括液晶面板 G11 项目，华星光电 t3 项目以及 t4 项目。截至 2017 年 3 月末，公司在建、拟建项目总投资 960.00 亿元，已经投入 133.39 亿元，未来尚有较大的资金需求。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 2017 年 3 月末公司主要在建和拟建项目投资规划

单位：亿元

在建项目名称	起止年限	持股比例	总投资额	截至 2017 年 3 月末已投入金额	未来五年拟投入金额					资金来源
					2017.4~12	2018	2019	2020	2021	
液晶面板 G11 项目	2016/11-2019/3	26.69%	465.00	15.49	47.10	109.70	65.00	47.20	20.20	自有资金及贷款
华星光电 T3 项目	2014/9-2016/10	39.95%	145.00	117.90	17.00	5.70	1.70	1.70	1.00	自有资金及贷款
华星光电 T4 项目	2017/6-2020/2	52.38%	350.00	0	18.28	99.49	54.20	15.72	77.32	自有资金及贷款
合计	-	-	960.00	133.39	82.38	214.89	120.90	64.62	98.52	-

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大华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2014、2015、2016 年财务报告及未经审计的 2017 年第一季度财报。

资本结构

跟踪期内，由于公司主营业务保持稳定发展，公司债成功发行以及在建项目的持续推进，2016 年末公司资产规模上升至 1,471.37 亿元，同比上升 31.66%。同期，公司总负债增至 1,013.90 亿元，同比增加 36.78%。得益于公司利益留存的增加，公司所有者权益攀升至 457.47 亿元，同比增幅 21.57%。

另截至 2017 年 3 月末，公司资产规模 1,502.17 亿元，负债规模 1,032.37 亿元，所有者权益 469.80 亿元。

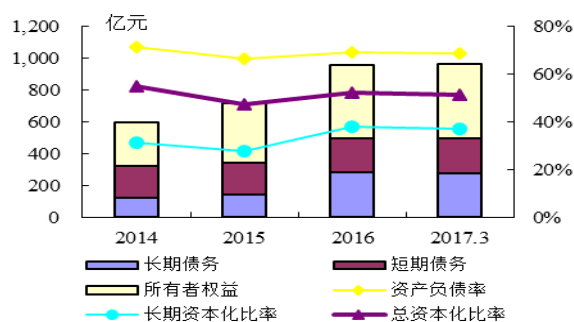
资本结构方面，2016 年末公司流动资产占总资产比重为 51.60%。具体来看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，截至 2016 年末，上述三项分别占流动资产的 34.77%、18.26%和 16.89%。公司一年以内的应收账款占比为 96.92%，应收账款回收风险很小。公司存货主要包括原材料和产成品，占比分别为 25.04%和 65.35%。公司基于谨慎性原则计提了一定的存货跌价准备，截至 2016 年末，存货跌价准备占存货账面余额的比例为 5.58%。非流动资产方面，截至 2016 年末，公司非流动资产占总资产的比例为 48.40%。公司非流动资产主要由固定资产与在建工程构成，截至 2016 年末，上述二者分别占非流动资产比重为 52.97%和 12.14%。

负债结构方面，2016 年末公司流动负债占总负债比重为 66.37%。具体来看，公司流动负债主要是由短期借款、应付账款以及其他应付款组成，截至 2016 年末，上述三项分别占流动负债的 15.13%、29.08%以及 25.28%。公司应付账款主要系应付供应商货款；其他应付款主要是工程及设备款、关联方往来款及销售佣金及返利等。非流动负债方面，截至 2016 年末，公司非流动负债占总负债比重为 33.63%。公司非流动负债由长期借款与应付债券组

成，上述两者占非流动负债比重为 60.56%与 21.98%，其中，应付债券主要系由中期票据与公司债券构成。

财务杠杆方面，由于在建项目的增多，使得公司对外融资需求增加，加上跟踪期内公司债券的成功发行，使得财务杠杆水平向上攀升。截至 2016 年末，资产负债率及总资本化比率分别上升至 68.91%和 52.04%，较上年度分别上升 2.58 以及 4.57 个百分点。另截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率为 68.73%，总资本化比率为 51.23%。

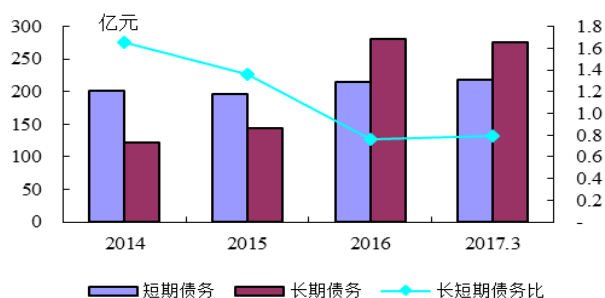
图 3：2014~2017.03 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

刚性债务方面，截至 2016 年末，公司总债务达 496.31 亿元，同比上升 45.98%。期限结构方面，公司 2016 年长短期债务比下降至 0.76。截至 2017 年 3 月末，公司总债务 493.49 亿元，长短期债务比为 0.79。

图 4：2014~2017.03 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，公司对外融资需求不减，财务杠杆比率继续攀升。

盈利能力

2016 年，随着业务规模的逐步增大，公司实现营业收入 1,066.18 亿元，同比增长 1.66%。

表 7：2014~2016 年公司分板块营业收入和毛利率情况

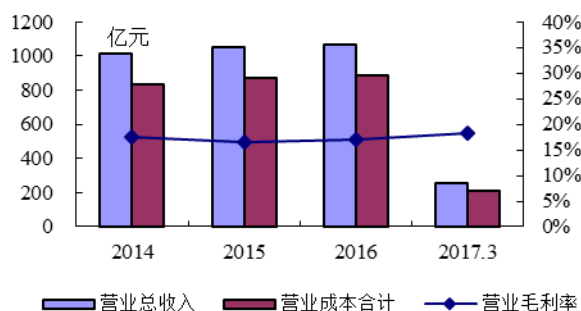
单位：亿元

	2014		2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
TCL 多媒体	265.66	16.93%	273.84	17.34%	285.94	17.52%
TCL 通讯	245.24	25.24%	242.05	26.34%	203.85	26.76%
华星光电	179.64	14.65%	180.28	13.33%	223.12	12.72%
家电集团	100.38	20.43%	98.41	16.35%	120.74	17.89%
通力电子	42.48	12.32%	38.65	12.46%	36.38	14.17%
部品及材料	52.89	9.46%	47.70	6.58%	60.26	6.45%
销售及物流服务	171.66	4.31%	207.59	4.40%	224.09	4.39%
其他及抵消	-82.39	-	-73.93	-	-118.53	-

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，2016 年，TCL 媒体与家电业务板块积极推动智能化，提高产品附加值，使得毛利率分别上升至 17.52%与 17.89%；华星光电受液晶显示市场价格持续下降影响，毛利率下降至 12.72%，较上年度减少 0.61 个百分点。综上，公司 2016 年综合毛利率为 16.91%，与上年度基本维持同一水平。2017 年 1~3 月，公司综合毛利率为 18.22%。

图 5：公司 2014~2017.03 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，2016 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 189.37 亿元，三费占收入比重为 17.76%，较上年增加 1.35 个百分点。其中，销售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；管理费用上升至 84.92 亿元主要系由于研发支出大幅度增加所致。总体看，期间费用规模扩张速度较快，对公司利润造成一定程度的侵蚀。

表 8：2014~2016 年公司期间费用分析

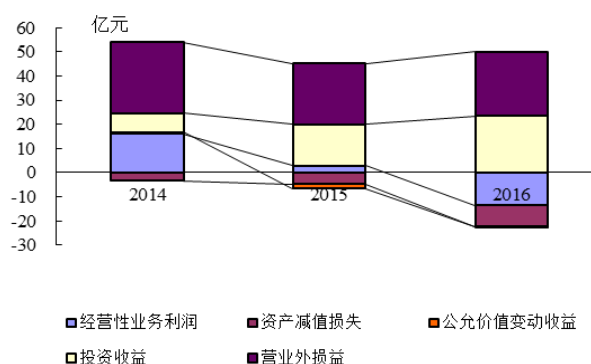
单位：亿元

	2014	2015	2016
销售费用	88.15	90.32	96.28
管理费用	60.89	67.93	84.92
财务费用	9.51	9.67	8.16
三费合计	158.54	167.92	189.37
三费收入占比	15.65%	16.01%	17.76%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016 年，公司利润总额 27.97 亿元，同比下降 27.70%。其中，由于公司期间费用大幅增长侵蚀了其经营性业务利润，公司当年经营性业务利润为-13.67 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，2016 年上述两部分分别贡献 26.68 亿元和 24.45 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；投资收益主要是联营公司本期利润及理财收益等。

图 6：2014~2016 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，跟踪期内，公司采取更为积极主动的竞争策略并加大对研发的投入，经营性业务利润处于亏损状态，营业外损益与投资收益成为利润总额的主要来源，整体盈利能力较上年度进一步弱化。中诚信证评将持续对公司盈利能力保持关注。

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。由于折旧金额的增加使得公司 2016 年 EBITDA 增加至 97.81 亿元，较上年度上升 5.81%。经营活动现金流方面，公司现有业务收现能力较强，加之 2016 年政府补助数量较上年度增加，其经营活动现金流净流入 80.28 亿元，较上年度提升 8.57%。

从偿债能力指标看，2016 年公司总债务规模较上年度增幅较大，故使得相关指标有所弱化，其中 EBITDA 利息保障倍数下降至 5.38 倍，总债务/EBITDA 上升至 5.07 倍；经营净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别下降至 0.16 和 4.42 倍。

表 9：2014~2017.03 公司部分偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.03
EBITDA (亿元)	97.91	92.45	97.81	-
总债务/EBITDA (X)	3.31	3.68	5.07	-
EBITDA 利息倍数 (X)	8.43	5.29	5.38	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.17	0.22	0.16	-
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	4.66	4.23	4.42	-
资产负债率 (%)	71.08	66.33	68.91	68.73
总资本化比率 (%)	54.66	47.63	52.04	51.23
长期资本化比率 (%)	31.27	27.72	38.09	36.97

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 2016 年 12 月 31 日，公司主要合作银行授信合计为 1,007.70 亿元，其中尚未使用授信额度为 699.30 亿元，公司拥有一定的备用流动性。

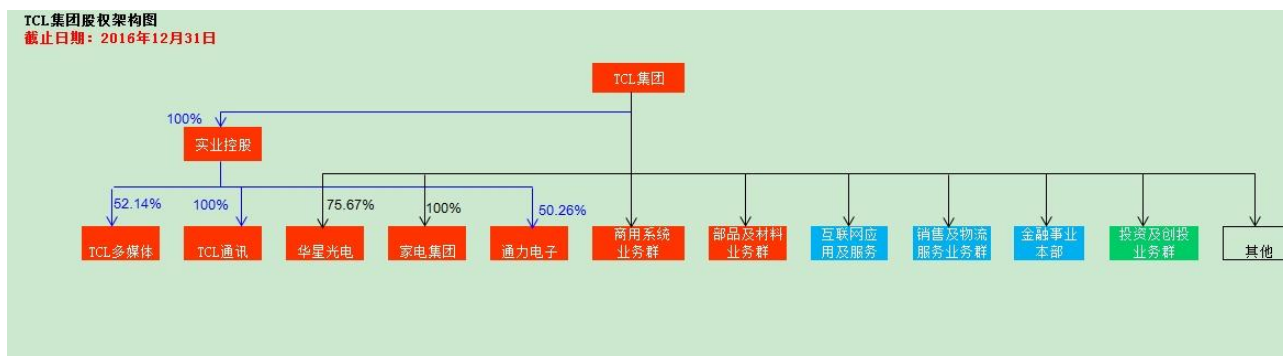
截至 2016 年末，公司对外担保事项共 3 笔，担保额度共计 12.98 亿元，实际担保金额共计 1.58 亿元，占净资产比重为 0.35%，对公司生产经营产生的影响很小。

整体来看，跟踪期内，面对行业内激烈竞争，公司采取更为积极主动的竞争策略并加大对研发的投入，使得公司整体盈利能力进一步弱化。但考虑到公司完善的业务架构、全球化的品牌影响力以及领先的市场地位，中诚信证评认为公司偿债风险可控。

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）”信用等级为 **AAA**，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（第二期）”信用等级为 **AAA**。

附一：TCL 集团股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：TCL 集团股份有限公司组织结构图（截至 2016 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	1,579,099.10	1,534,041.50	2,639,491.30	2,660,853.38
应收账款净额	1,330,881.40	1,330,777.80	1,385,994.20	1,208,702.81
存货净额	942,314.50	902,855.60	1,282,503.80	1,401,476.48
流动资产	5,548,029.80	5,374,948.90	7,592,231.90	7,865,581.69
长期投资	577,882.70	1,115,340.40	1,479,232.40	1,533,511.50
固定资产合计	2,450,730.40	3,821,222.90	4,694,305.1	4,623,650.28
总资产	9,287,688.60	11,175,482.10	14,713,678.60	15,021,656.58
短期债务	2,015,623.50	1,956,678.90	2,148,996.80	2,179,036.17
长期债务	1,221,301.00	1,443,264.80	2,814,135.70	2,755,872.84
总债务（短期债务+长期债务）	3,236,924.50	3,399,943.70	4,963,132.50	4,934,909.00
总负债	6,601,639.10	7,412,538.00	10,139,000.50	10,323,680.31
所有者权益（含少数股东权益）	2,686,049.50	3,762,944.10	4,574,678.10	4,697,976.27
营业总收入	10,129,662.00	10,487,763.10	10,661,785.80	2,542,418.00
三费前利润	1,744,968.30	1,707,902.80	1,756,982.50	452,823.10
投资收益	77,349.50	170,988.20	234,560.10	32,887.93
净利润	423,272.70	323,000.90	213,754.00	67,238.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	979,131.00	924,464.42	978,129.76	-
经营活动产生现金净流量	541,224.10	739,407.50	802,800.20	234,125.21
投资活动产生现金净流量	-1,086,275.40	-1,949,768.50	-1,859,576.80	-486,253.25
筹资活动产生现金净流量	654,948.20	1,376,687.70	2,193,439.40	242,282.98
现金及现金等价物净增加额	114,575.20	221,912.40	1,100,944.90	-15,641.24
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	17.57	16.54	16.91	18.22
所有者权益收益率（%）	15.76	8.58	4.67	5.72
EBITDA/营业总收入（%）	9.67	8.81	9.17	-
速动比率（X）	0.96	0.83	0.94	0.93
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.22	0.16	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.27	0.38	0.37	0.43
经营活动净现金/利息支出（X）	4.66	4.23	4.42	6.51
EBITDA 利息倍数（X）	8.43	5.29	5.38	-
总债务/EBITDA（X）	3.31	3.68	5.07	-
资产负债率（%）	71.08	66.33	68.91	68.73
总资本化比率（%）	54.65	47.47	52.04	51.23
长期资本化比率（%）	31.26	27.72	38.09	36.97

注：1、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。

2、2017年一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

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

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。