



信用等级通知书

信评委函字[2019]G168-F1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2019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
二零一九年五月九日

TCL 集团股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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20亿元
债券期限	本期债券期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率	本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果由公司和主承销商按照市场情况确定
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公司生产经营需要，调整债务结构，补充流动资金及（或）项目投资等符合国家法律法规及政策要求的企业经营活动

概况数据

TCL 集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	457.47	541.43	608.72	634.62
总资产（亿元）	1,471.37	1,602.94	1,927.64	1,986.63
总债务（亿元）	496.31	552.03	744.06	748.53
营业总收入（亿元）	1,066.18	1,117.27	1,134.47	296.51
营业毛利率（%）	16.91	20.54	18.31	17.45
EBITDA（亿元）	97.81	140.70	146.97	40.74
所有者权益收益率（%）	4.67	6.55	6.68	6.34*
资产负债率（%）	68.91	66.22	68.42	68.06
总债务/EBITDA（X）	5.07	3.92	5.06	4.59*
EBITDA 利息倍数（X）	5.38	6.28	6.39	4.69
TCL 集团（备考）	2016	2017	2018	
所有者权益（亿元）	443.52	523.00	589.16	
总资产（亿元）	1,199.50	1,359.21	1,643.26	
总债务（亿元）	376.79	436.56	609.83	
营业总收入（亿元）	475.74	505.10	483.28	
营业毛利率（%）	9.68	19.81	14.24	
EBITDA（亿元）	91.64	143.48	130.44	
所有者权益收益率（%）	5.81	10.14	6.02	
资产负债率（%）	63.02	61.52	64.15	
总债务/EBITDA（X）	4.11	3.04	4.68	
EBITDA 利息倍数（X）	5.22	7.53	5.01	

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。

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 2019 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，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 集团聚焦核心主业、品牌及规模优势、雄厚的研发实力以及畅通的融资渠道等因素对公司及本期债券信用水平的支撑作用。同时，中诚信证评亦关注到公司面临面板行业周期性波动风险，财务杠杆比率较高，较大的资本支出压力以及重组后对外担保及资金拆借规模较大等因素对公司及本期债券信用状况的影响。

正 面

- 聚焦核心主业。公司于 2019 年 4 月 15 日收到本次重大资产重组全部交易价款，已完成智能终端及相关配套业务的重组剥离。2019 年二季度起公司将集中资金、技术和人力等资源，聚焦半导体显示及材料的核心主业发展，有助于提升整体运营效率，增强核心竞争力。
- 品牌及规模优势。凭借多年的经营积累，公司已建立较高的品牌认知度和广泛的营销网络，在 2018（第 24 届）中国品牌价值 100 强评价中，TCL 集团品牌价值 879.88 亿元。2018 年子公司深圳市华星光电技术有限公司（以下简称“华星光电”）大尺寸液晶面板出货量排名全球第五，32 吋和 55 吋 UD 产品出货量排名全球第二，子公司 TCL 电子控股有限公司（以下简称“TCL 电子”）全球电视机出货量市场占有率 11.6%。公司面板及电视出货量份额较高，

分 析 师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

徐晓东
曾永健 yjzeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月9日

同时 TCL 电子电视的规模出货将持续助力重组前后华星光电面板业务的发展。

- 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。2018 年华星光电申请中国专利 14,372 件，美国专利 7,684 件，在当年美国专利排行榜中排名中国科技企业第四名。
- 融资渠道畅通。公司为深交所上市企业，旗下另有华显光电和翰林汇等上市公司，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 2019 年 3 月末，公司获得主要合作银行授信额度共计 1,955.22 亿元，尚未使用额度 1,316.81 亿元，直接和间接融资渠道畅通。

关 注

- 面板行业周期性波动风险。公司重大资产重组后主营业务为半导体显示及材料业务，需关注面板行业供需及价格趋势的变化对公司经营稳定性带来的影响。
- 财务杠杆水平较高。随着多个液晶面板建设项目的持续推进，公司负债规模扩张较快，2018 年末总债务和备考总债务分别为 744.06 亿元和 609.83 亿元，资产负债率和备考资产负债率分别为 68.42%和 64.15%，财务杠杆处于相对较高水平。
- 资本支出压力。截至 2018 年末，子公司华星光电 3 个在建面板项目已投资 377.54 亿元，未来仍有约 864 亿元投资需求，其中 2019 年和 2020 年计划投资额分别为 217.90 亿元和 331.24 亿元。同时，公司模组整机一体化项目和印度模组项目在建，大规模项目投资将使公司面临较大的资本支出压力，中诚信证评对此予以关注。
- 重组后对外担保及资金拆借规模较大。重大资产重组后，公司与被重组剥离的相关标的子公司之间存在的资金拆借及担保将构成关联资金拆借及对外担保，且金额较大，若被重组剥离的相关标的子公司未来经营不善，可能会对公司带来不利影响。

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 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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

TCL 集团股份有限公司（以下简称“TCL 集团”或“公司”）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 15.92 亿元。2004 年 1 月，公司获得中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）签发的证监发行字[2004]1 号文批复，于深交所挂牌上市，证券代码：000100.SZ。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，对其持股比例增至 85.71%。2018 年 5 月 16 日，公司限制性股票 0.35 亿股授权完成并登记上市。截至 2019 年 3 月末，公司总股本 135.50 亿股，其中自然人李东生（直接持股比例为 4.91%，期末累计质押公司股份占其持有公司股份的 93.06%）及其一致行动人（新疆九天联成股权投资合伙企业（有限合伙）持股比例为 3.02%，期末累计质押公司股份占其持有公司股份的 100.00%）合计持股比例为 7.93%，湖北省长江合志汉翼股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“长江合志”）持股比例为 6.57%（期末累计质押公司股份占其持有公司股份的 85.55%），惠州市投资控股有限公司持股比例为 6.48%（期末未质押公司股份）。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。

2018 年 12 月 7 日，公司发布《TCL 集团股份有限公司重大资产出售暨关联交易报告书（草案）》，称将其直接持有的 T.C.L 实业控股（香港）有限公司（以下简称“T.C.L 实业”）100% 股权、惠州 TCL 家电集团有限公司（以下简称“TCL 家电”）100% 股权、TCL 家用电器（合肥）有限公司 100% 股权、惠州酷友网络科技有限公司 56.5% 股权、惠州客音商务服务有限公司 100% 股权、TCL 科技产

业园有限公司 100% 股权、简单汇信息科技（珠海）有限公司 75% 股权、格创东智科技有限公司 36% 股权（此 8 家子公司股权以下简称“标的资产”）出售给关联方 TCL 实业控股（广东）股份有限公司¹（以下简称“TCL 控股”）。本次出售的标的资产评估值合计 39.65 亿元，加上基准日后标的公司及其下属子公司新增实缴注册资本 8.03 亿元，交易价格为 47.60 亿元。2019 年 1 月 7 日，本次重大资产重组方案已通过股东大会审议。截至 2019 年 4 月 2 日，相关标的资产已完成过户手续及相关工商变更登记。截至 2019 年 4 月 15 日，公司已收到交易对方 TCL 控股以现金方式支付的本次重大资产出售涉及的全部交易价款 47.60 亿元，本次重大资产重组已完成。相关标的资产自 2019 年二季度起不再纳入公司合并报表核算范围。

经过本次重大资产重组，公司将消费电子、家电等智能终端及相关配套业务予以出售，核心主业聚焦于半导体显示及材料业务，经营主体主要为华星光电，该子公司主要生产和销售液晶面板和液晶模组等产品；此外，公司继续保留产业金融及投资业务和其他新兴业务，经营主体包括 TCL 集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）和翰林汇信息产业股份有限公司（835281.OC，以下简称“翰林汇”）等子公司，其中翰林汇主要从事 IT 消费产品分销与零售等业务。同时，本次重大资产重组不涉及 TCL 商标的权属转移及变更，该商标仍归属公司所有，TCL 控股未来需要承担平均每年不低于 4 亿元的品牌维护费用。

2019 年 3 月 31 日及之前，公司仍按原有的产业架构进行管理和核算，主营业务包括液晶面板、彩电、空调、手机、照明设备及小家电等产品的生产和销售。2018 年公司实现营业总收入 1,134.47 亿元，其中主营业务收入 1,122.83 亿元，华星光电、翰林汇对应业务板块分别实现收入 275.37 亿元、165.37 亿元，占主营业务收入的比重分别为

¹ 该公司成立于 2018 年 9 月 17 日，实际控制人为李东生和宁波励大致辉企业管理合伙企业（有限合伙）其他 25 名有限合伙人（包括公司高管杜娟、王成、廖骞，以及本次标的资产相关公司的其他任职人员）；同时，该公司系公司的关联方，公司股东李东生在该公司担任董事长职务。

24.53%、14.73%，重组出售的主要标的资产公司 TCL 电子控股有限公司²（01070.HK，以下简称“TCL 电子”）、TCL 家电、TCL 通讯科技控股有限公司（以下简称“TCL 通讯”）、通力电子控股有限公司（01249.HK，以下简称“通力电子”）对应业务板块分别实现收入 385.69 亿元、174.59 亿元、125.64 亿元、61.76 亿元，占主营业务收入的比重分别为 34.35%、15.55%、11.19%、5.50%。经过本次重大资产重组，公司将由过去的相关多元化经营转变为专业化经营。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,927.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）608.72 亿元，资产负债率 68.42%；2018 年公司实现营业总收入 1,134.47 亿元，净利润 40.65 亿元，经营活动净现金流 104.87 亿元。

截至 2019 年 3 月 31 日，公司资产总额 1,986.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）634.62 亿元，资产负债率 68.06%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 296.51 亿元，净利润 10.06 亿元，经营活动净现金流 22.44 亿元。

根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的备考审计报告，截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,643.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 589.16 亿元，资产负债率为 64.15%；2018 年公司实现营业总收入 483.28 亿元，净利润 35.45 亿元。

² 2018 年 6 月 28 日，由 TCL 多媒体科技控股有限公司更名为现名，股票简称由“TCL 多媒体”变更为“TCL 电子”，股票代码仍为“01070.HK”。

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 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过 20 亿元
债券期限	本期债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
票面金额及发行价格	本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果由公司和主承销商按照市场情况确定
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公司生产经营需要，调整债务结构，补充流动资金及（或）项目投资等符合国家法律法规及政策要求的企业经营活动

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（显像管电视）向 LCD（液晶电视）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 年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

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,根据市场研究机构 TrendForce 旗下的 WitsView 的报告显示,2018 年全球液晶电视出货量同比增长 4.1%至 2.19 亿台。未来几年,全球液晶电视出货量预期将保持一定的增长,同时面板价格的下跌将刺激大尺寸面板的需求,并带动平均尺寸的提高和面板需求的增长。根据市场研究机构 IHS 数据,2018 年全球液晶电视的平均尺寸为 45.9 吋,较上年提高 1.8 吋,预期 2019~2020 年平均尺寸将进一步提高至 46.9 吋和 48.5 吋;对应的 2019~2020 年面板需求将保持相对稳定,增速分别约为 6.4%和 4.4%。

市场供给方面,根据 WitsView 的报告,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,韩国 LGD 显示公司以 5,085 万片年度出货量继续保持第一排名;三星显示器(SDC) L7-1 关厂,电视面板出货量为 3,960 万片,排名降至第四位;而京东方福清 8.5 代线产能放量,当年出货量达到 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,当年出货量同比增长 16.8%至 3,864 万片。根据 WitsView 发布的 2018 年全球液晶电视面板出货量排名,京东方出货量为 5,430 万片,排名第一;LGD、群创光电、三星和华星光电分别分列第二到第五名,出货量分别为 4,860 万片、4,510 万片、3,940 万片和 3,870 万片;当年全球液晶电视面板出货量合计 2.84 亿片,同比增长 7.65%。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,且投资了超高清和大尺寸面板生产设备,增加了产品价值。同时,按出货尺寸面积排名,LGD 与三星仍稳居行业前两名,其在 2018 年出货面积分别为 3,000 万平方米和 2,620 万平方米,京东方为 2,340 万平方米,排名第三,群创和华星光电分

别以约 2,090 万平方米和 1,740 万平方米排名行业第四、五位。

表 2: 2017~2018 年全球电视面板出货量排名

单位: 万片、%

公司名称	2017	2018	增幅
京东方	4,381	5,430	23.94
LGD	5,085	4,860	-4.42
群创	4,180	4,510	7.89
三星	3,960	3,940	-0.51
华星光电	3,864	3,870	0.16
友达	2,721	2,530	-7.02
其他	2,193	3,260	48.65
合计	26,383	28,400	7.65

资料来源: WitsView, Jan, 2019, 中诚信证评整理

从 2017 年开始,国内面板企业产能投放开始加速,2017 年仅有京东方福州 8.5 代线和惠科重庆 8.6 代线投产;2018 年则有京东方合肥 10.5 代线、中电集团咸阳和成都两条 8.6 代线开出;2019 年面板产能将进一步释放,包括华星光电 11 代线、惠科滁州 8.6 代线、鸿海 10.5 代线和惠科绵阳 8.6 代线量产。在国内企业扩产的同时,海外面板企业则积极谋划转型,三星针对 L8-1 产线的 QD-OLED 产能转化已于 2018 年四季度开始实施,预计将于 2019 年中完成转化并开始产线的试运行,若转化成功,有望带动其 8.5 代线整体产能供给下降超过 20%;该部分减少的产能理论上对 2019 年全球大尺寸面板总产能影响在 2.63%,可使全球产能同比增速下降约 2.92%。LGD 也计划未来将部分 LCD 产线改成 OLED 产线。随着 2018 年新开产线的产能爬坡和 2019 年新开的产线,全球面板产线将进入集中投放期,即使考虑三星的转产,未来两年产能增速仍然较快,2019 年全球液晶面板行业供大于求压力仍较大。

表 3：2017~2021 年全球新增液晶面板产线情况

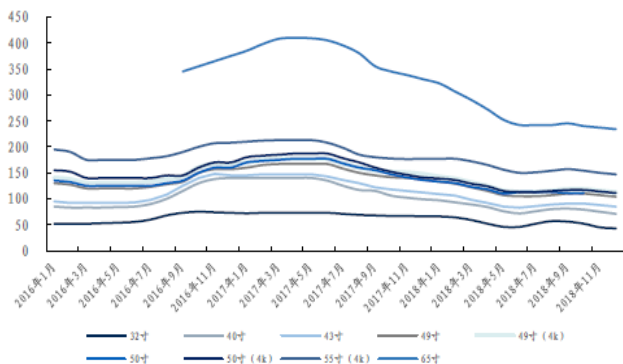
单位：万片/月

产线	预计量产时间	设计产能	目前状态
京东方福州 G8.5	2017.Q1	15	满产
惠科重庆 G8.6	2017.Q3	一期 7	满产
中电集团咸阳 G8.6	2018.Q1	12	爬坡
京东方 B9 合肥 G10.5	2018.Q1	12	爬坡
中电集团成都 G8.6	2018.Q2	12	爬坡
华星光电 t6 深圳 G11	2019.Q1	9	在建
惠科滁州 G8.6	2019.Q1	12	在建
鸿海广州 G10.5	2019.Q3	9	在建
惠科绵阳 G8.6	2019.Q3	12	在建
京东方 B12 武汉 G10.5	2020.Q1	12	在建
华星光电 t7 深圳 G11	2021.Q1	10.5	在建

资料来源：太平洋证券，中诚信证评整理

面板价格方面，受终端需求向好及面板产能调整影响，2016 年下半年面板价格上行，并持续至 2017 年上半年。由于电视机销量不佳，库存压力仍较大，2017 年二季度末开始电视制造商减少面板采购量，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 1：2016.1~2019.1 不同尺寸面板价格走势（美元/片）



资料来源：群智咨询，中诚信证评整理

全球电视面板价格自 2017 年 6 月见顶后，由于新增产能的持续增长，行业陷入供过于求，面板价格开启了下跌过程。2018 年三季度业内厂商开始调整产能结构，促进行业供需短期的缓解，随后面板价格短暂反弹。但由于产能供需没有得到本质性改善，叠加面板价格在四季度的备货需求走弱，面板价格再次进入下跌通道，2018 年四季度面板价格再次走低，全年面板价格呈现下滑趋势。32 吋、40 吋、49 吋和 55 吋面板的单片价格分别从 2017 年最高的 74 美元、141 美元、181 美元、215 美元下跌

到 2018 年 12 月的 43 美元、72 美元、111 美元、145 美元。

从 2019 年一季度价格变动情况来看，根据 IHS 数据，2019 年 3 月 50 吋及以下尺寸液晶电视面板在当月出现明显反弹，其中 32 吋、43 吋和 50 吋面板平均价格分别为 43 美元、83 美元和 109 美元，分别较上月上涨 5%、1%和 1%；55 吋和 65 吋面板平均价格分别为 139 美元和 213 美元，较上月分别下跌 1%和 2%，产品价格持续下跌。随着部分尺寸面板价格下跌并接近现金成本导致面板生产发生亏损，厂商更愿意减少生产来降低亏损程度，同时厂商年度检修降低了产能利用率。2019 年 2 月以来 50 吋及以下尺寸液晶面板价格有所反弹，叠加三星部分产线转产预期提振的短期备货需求，价格回升有望延续至二季度，但考虑到行业供需情况、竞争格局的变化等因素，全年价格仍有下行风险，尤其是随着大尺寸面板产能的逐渐释放，大尺寸面板价格低迷或仍将持续一定时间。中诚信证评认为，当前面板供需压力仍存，面板价格的周期性变动有待继续观察。

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。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，近年来京东方、华星光电等国内面

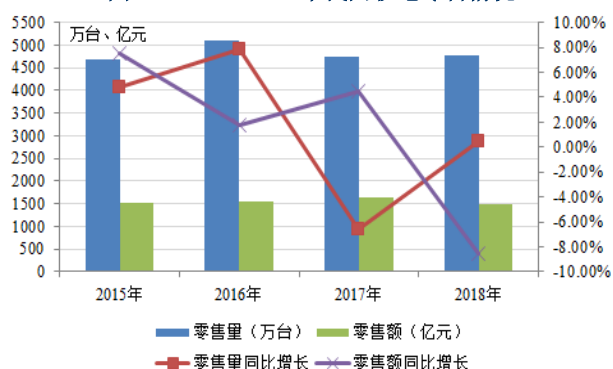
³ 此前国内进口液晶面板关税以 32 英寸为分界线，32 英寸以下的面板进口关税税率为 5%，32 英寸及以上的为 3%。

板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，未来我国有可能成为全球最大的液晶面板制造基地。但短期来看，全球经济不确定和大型体育赛事的缺席使得下游需求缺乏弹性，加上新增产线的集中投产，面板行业整体供需压力仍存，面板价格的周期性变动仍有待观察。

彩电行业

近年来全球黑电市场景气度有所下滑，根据 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，液晶电视出货量恢复增长。根据 Wits View 于 2019 年 1 月发布的报告，2018 年全球品牌液晶电视的出货量约 2.19 亿台，同比增长 4.1%。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，虽然在面板价格下降的利好因素下，彩电市场进行了持续促销，但“双十一”的销售为近十年来的首次负增长，全年彩电市场零售量为 4,774 万台，同比仅微增 0.5%。

图 2：2015~2018 年我国彩电零售情况



资料来源：奥维云网，中诚信证评整理

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 年电视零售均价达到 4,003 元，同比提升 14.9%。虽然彩电销量表现不佳，但价格的走高仍使行业收入略有改善；2016~2017 年彩电行业分别实现零售额 1,560 亿元和 1,630 亿元，同比分别增长 1.80%

和 4.50%。鉴于黑电行业的典型大小年周期特性，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，但线上促销使得电视销售价格有所下降，全年彩电零售均价 3,121 元，同比下降 9%。2018 年彩电行业零售额规模则同比下降 8.6%，行业竞争环境逐步恶化，其主要原因是低价战略导致了行业集体利润下行；同时，品牌集中度低、话语权分散、产品同质化、电视使用需求下降，以及新兴替代品争夺家庭娱乐等多重因素均导致电视行业景气度较低。

产品结构方面，近年来 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 95%左右，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，电视产业处于大屏化趋势，2018 年平均尺寸总体达到 49.5 英寸。此外，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合的新趋势。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

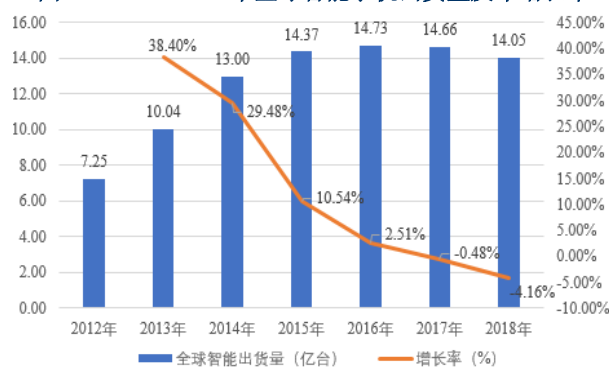
之初的 10 万元以上降至目前的最低 3,000 元左右。虽然目前 4K 电视仍面临片源匮乏、信号普及难等问题，但随着互联网电视服务商与彩电企业的合作加深、在线影视平台及部分有线电视台建设 4K 频道，未来片源和渠道问题或将得以较快解决。另一方面，目前 TFT-LCD 面板产值占整体平板显示产业比重超过 90%，且技术还在不断的进步，成本依然保持逐步降低的态势。AMOLED 技术是未来最具发展潜力的新一代显示技术，被誉为最有可能替代 TFT-LCD 的新型显示技术，但由于其在大尺寸应用领域尚有技术瓶颈需要突破，因此出货面积比例仅为 5%~10%，但 AMOLED 一直处于稳步增长态势。AMOLED 技术的研发期、成长期均较 LCD 技术更长，其良率提升、成本降低的难度远大于 LCD 技术，这也是目前仅限于应用在高端智能显示终端的原因。AMOLED 技术对 LCD 技术的替代将发生在半导体显示产品可以大规模商用阶段。

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；同时，随着竞争加剧及线上促销，2018 年彩电均价有所降低，零售额同比减少，行业景气度仍较低。

手机行业

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。2016~2018 年全球智能型手机出货量分别为 14.73 亿部、14.66 亿部和 14.05 亿部，其中 2017 年智能手机出货量首次出现下滑，2018 年继续呈下滑趋势，侧面反映出消费者对智能手机的更新换代需求已显疲态。其中，美国、西欧和中国等成熟市场由于智能手机更新换代已基本完成，增幅较小且主要来自产品结构的调整；拉美、非洲、印度和中东等新兴市场成为主要增长动力。

图 3：2012~2018 年全球智能手机出货量及年增长率



资料来源：IDC，中诚信证评整理

从全球市场竞争来看，2018 年安卓市场传统优势厂商三星电子的市场份额出现下滑，苹果受其年末新品销量不佳拖累，市场份额提升不明显，而中国厂商的市场占有率进一步明显。据 IDC 统计数据，2018 年三星和苹果出货量分别为 2.92 亿部和 2.09 亿部，市场占比分别为 20.78% 和 14.88%，位居前两位；华为、小米和 OPPO 分列 3~5 名。2018 年，前五强品牌手机出货量合计占全球市场 67.11% 的市场份额，这意味着市场的集中度正在变得越来越高，不同品牌智能手机之间的竞争将会更加剧烈，大的厂商在市场中的主导地位会更加稳固。

表 4：2017~2018 年全球智能手机厂商出货量及市场份额

单位：亿部

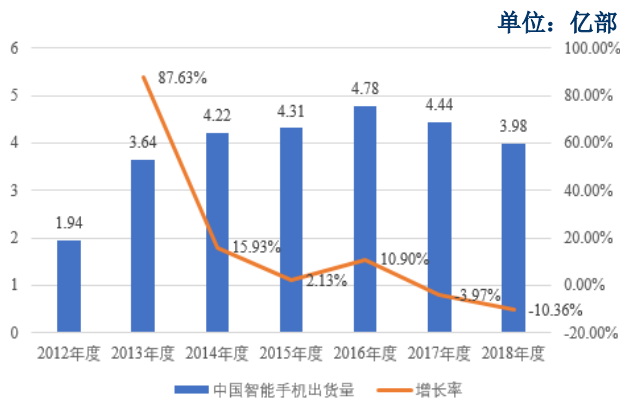
厂商	2017		2018		出货量 年增长率
	出货量	市场份额	出货量	市场份额	
三星	3.18	21.69%	2.92	20.78%	-8.90%
苹果	2.16	14.73%	2.09	14.88%	-3.35%
华为	1.54	10.50%	2.06	14.66%	25.24%
小米	0.93	6.34%	1.23	8.75%	24.39%
OPPO	1.12	7.64%	1.13	8.04%	0.88%
其他	5.73	39.09%	4.62	32.88%	-24.03%
合计	14.66	100.00%	14.05	100.00%	-4.34%

资料来源：IDC，中诚信证评整理

国内方面，据 Cananlys 统计数据，2018 年中国智能手机出货量为 3.98 亿部，同比下降 10.36%，延续上年的下降趋势。分厂商来看，2018 年国内市场仅有华为、vivo 继续保持增长，其他厂商出货量均出现不同程度的下跌。虽然需求放缓致使国内手机出货量下滑，但当前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 并积极探索 5G，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展示了竞争实力；随着 5G 时代的到来，国内品牌手机竞争力有望进一步增强。

图 4：2012~2018 年中国智能手机出货量及增速



资料来源：Cananlys，中诚信证评整理

表 5：近两年中国市场智能手机厂商出货量及市场份额

厂商	2017		2018		出货量 年增长率
	出货量	市场份额	出货量	市场份额	
华为	0.91	20.46%	1.05	26.4%	15.51%
OPPO	0.81	18.12%	0.79	19.8%	-1.99%
vivo	0.69	15.44%	0.76	19.1%	10.79%
小米	0.55	12.40%	0.52	13.1%	-5.63%
苹果	0.41	9.25%	0.36	9.1%	-11.68%
其他	1.08	24.35%	0.50	12.5%	-54.25%
合计	4.44	100.00%	3.98	100.00%	-10.36%

资料来源：Cananlys，中诚信证评整理

总的来看，随着美国、西欧和中国等成熟市场智能手机换代的基本完成，近年全球智能手机出货量出现下滑。同时，手机行业已趋近饱和状态，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。

白色家电行业

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 1.80 亿台、0.87 亿台和 0.75 亿台，同比分别增长 26.4%、13.6% 和 3.2%；2018 年 1~9 月，三者销量分别为 1.60 亿台、0.60 亿台和 0.51 亿台，同比分别增长 12.9%、2.1% 和 0.7%，增速放缓。

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，我国白色家电行业销售规模增速或出现明显放缓，而家电龙头则将受益，盈利预期更为稳定。

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。在 2018（第 24 届）中国品牌价值 100 强评价中，TCL 集团品牌价值达 879.88 亿元，同时公司连续多年入选由美国国际数据集团（IDG）主办并评选的“全球消费电子领先品牌 50 强”。本次重大资产重组不涉及 TCL 商标的权属转移及变更，该商标仍归属公司所有。

公司在面板及消费类电子领域处于行业领先地位,根据群智咨询数据,2018年华星光电大尺寸液晶面板出货量排名全球第五,32吋和55吋UD产品出货量排名全球第二;当年TCL电子全球电视机出货量市场占有率为11.6%,排名较上年上升一位至全球第二,曲面电视市场占有率34.4%,保持国内品牌排名第一。总体来看,公司品牌和行业地位突出,面板及电视出货量份额较高,同时TCL电子电视的规模出货将持续助力重组前后华星光电面板业务的发展。

研发技术优势

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多个全球研发机构。2018年公司完成研发投入56.71亿元,同比增长20.1%,主要用于新型半导体显示技术和材料、人工智能及大数据、智能制造和工业互联网等技术战略领域;2019年1~3月,公司完成研发投入15.8亿元,同比增长60.5%。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2018年末,公司在世界范围内拥有研发人员近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。公司致力于新产品及新技术的开发,近年来成功开发一系列具有国际先进水平的重大技术成果,主要包括HVA、4mask、GOA、COA、Cu制程、曲面显示、3D显示、IGZO、LTPS、WOLED、打印式OLED和量子点显示等关键核心技术。

在新型半导体显示技术领域,华星光电控股子公司——广东聚华印刷显示技术有限公司的“国家印刷及柔性显示创新中心”是我国显示领域唯一的一家国家级创新中心,已建成全球最先进的印刷显示公共平台,成功研制出31吋4K印刷OLED产品及全球首台31吋4K印刷H-QLED显示产品。同时,华星光电全资子公司——广州华睿光电材料有限公司承担了国家“印刷OLED显示关键材料产

业化示范项目”,引领印刷式OLED材料的开发与应用。在电致发光的QLED材料开发上,公司QLED研发团队已解决红、绿材料使用寿命等关键问题,自主研发的蓝光材料的性能全球领先,相关研究成果已在国际顶尖科学杂志《自然·通讯》上发表,研发实力及开发进展均处行业最前沿水平。

2018年,公司提交PCT国际专利申请1,607件,累计申请9,990件,覆盖欧洲、美国、韩国等国家和地区。截至2018年末,公司已累计申请中国专利36,389件,美国专利8,363件,其中,华星光电累计申请中国专利14,372件,美国专利7,684件,核心技术专利能力居中国企业领先水平。公司在量子点电致发光领域的公开专利数量为757件,居全球第二名。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,目前新型半导体显示技术水平已跻身全球一流企业。

业务运营

公司自2017年起启动变革转型,2018年进一步向核心主业聚焦,近两年先后出售、关闭非核心业务企业63家,亏损企业大幅减少,人力、资金和技术等资源集聚,主要产业的核心竞争力增强。2018年公司业务架构调整为半导体显示及材料业务、智能终端业务、产业金融及投资业务和其他新兴业务等四个业务群,核心产业为半导体显示及材料业务和智能终端业务。同时,2019年1月,公司重大资产重组方案得到股东大会批准,截至2019年4月15日,公司已收到交易对方TCL控股以现金方式支付的本次重大资产出售涉及的全部交易价款47.60亿元,智能终端及相关配套业务已完成剥离。经过本次重大资产重组,公司以半导体显示及材料为核心主业,并继续保留产业金融及投资业务和其他新兴业务。2019年3月31日及以前,公司仍按原有的产业架构进行管理和核算。

2016~2018年,公司分别实现营业总收入1,066.18亿元、1,117.27亿元和1,134.47亿元,年均复合增长率为3.15%,业务规模稳定增长。2019年1~3月,公司实现营业总收入296.51亿元,同比增长15.54%,其中实现主营业务收入293.29亿元,同比增长15.21%。

表 6：2016~2019.Q1 公司主营业务收入构成情况

单位：亿元、%

重组前后划分	业务板块	2016		2017		2018		2019.Q1	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
重组保留板块	华星光电	259.12	25.02	304.75	27.58	275.37	24.53	72.48	24.72
	翰林汇	167.10	16.13	152.01	13.75	165.37	14.73	38.99	13.30
重组剥离板块	TCL 电子	285.94	27.60	353.05	31.95	385.69	34.35	107.47	36.65
	TCL 家电	120.74	11.66	158.91	14.38	174.59	15.55	47.13	16.07
	TCL 通讯	203.85	19.68	149.75	13.55	125.64	11.19	26.20	8.93
	通力电子	36.38	3.51	50.72	4.59	61.76	5.50	13.40	4.57
其他及抵消		-37.28	-	-64.07	-	-65.60	-	-12.38	-
合计		1,035.85	100.00	1,105.11	100.00	1,122.83	100.00	293.29	100.00

注：2017 年，公司通过华星光电收购华显光电技术控股有限公司（00334.HK，以下简称“华显光电”）53.81%的股份，并对华星光电等比较期数据进行重述。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

重组后保留业务

华星光电

华星光电主要从事液晶面板产销和液晶模组组装业务，于 2009 年成立。2017 年 12 月 11 日，公司通过定向增发方式完成了对长江合志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，公司对华星光电持股比例达到 85.71%。2018 年 12 月 27 日，华星光电注册资本由 183.42 亿元增至 198.23 亿元，公司对华星光电的持股比例增至 87.80%，持股比例进一步提高。

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% 的股份，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。

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 259.12 亿元，占当年公司主营业务收入的 25.02%。2017 年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 17.61%（2017 年华星光电收购华显光电部分股权，公司对华星光电上年收入重述）。2018 年以来，面板价格延续下降趋势，尽管华星光

电销量保持增长，但整体收入仍有所下滑，当年实现业务收入 275.37 亿元，同比下降 9.64%。2019 年 1~3 月，华星光电完成面板出货面积 556 万平方米，同比增长 17.1%，当期实现收入 72.48 亿元，同比增长 12.14%，近期出货量的增长带动收入规模有所回升，但产品价格较上年同期仍出现较大幅度下降。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，华星光电目前建有 6 条面板产线，截至 2018 年末，t1、t2 和 t3 共 3 个项目已投产。华星光电通过持续的技术改造和生产工艺优化，提升产线的最大产能，不断提高产品品质和丰富产品结构。截至 2018 年末，t1 和 t2 项目月产能分别达到 16 万片/月和 15 万片/月，分别较设计产能提升 60% 和 50%，2016~2018 年 t1 和 t2 项目持续保持满产满销，产能稼动率和产品综合良率维持较高水平，累计投入玻璃基板分别为 283.00 万片、338.7 万片和 359.3 万片，2016 年以来面板出货量持续保持在全球第五位，规模优势较突出。

具体项目来看，华星光电 t1 项目于 2012 年 9 月实现 10 万张玻璃基板/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 16 万片玻璃基板/月，成为世界最大的 8.5 代液晶面板生产线，主要产品为 32 吋电视面板。t2 项目主要生产 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 年末，t2

工厂产能达 15 万片/月，保持满产满销。华星光电 t3 项目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 9 月在武汉实现量产；2017 年 t3 项目在销售政策上开始向大客户转变，2018 年成功导入多家国际一线品牌客户，当年第四季度实现满产满销，截至当年末月产能达到 4.5 万

片/月，同时 2019 年计划继续通过技改提升产能至 5 万片/月，预期将进一步推动出货量的增长。根据奥维云网（AVC）数据统计，2018 年第四季度华星光电 t3 项目以 2,480 万片的出货量排名单条产线全球第三、国内第二。

表 7：截至 2018 年末华星光电液晶面板项目情况

单位：亿元

产线	代线	材质	定位	投资额	量产时间	2018 年末产能 (万片/月)	主要产品规格	地区
t1	G8.5	TFT-LCD	TV 面板	245	2011.8	16 (设计 10)	32 吋	深圳
t2	G8.5	TFT-LCD	TV 面板	244	2015.4	15 (设计 10)	55 吋	深圳
t3	G6	LTPS-LCD/AMOLED	手机&移动 PC 显示面板	160	2016.9	4.5 (设计 4.5)	5.5 吋	武汉
t4	G6	柔性 LTPS-AMOLED	手机&移动 PC 显示面板	350	计划 2019	4.5 (设计产能)	5.5 吋	武汉
t6	G11	TFT-LCD/AMOLED	TV 面板	465	计划 2019.9	9 (设计产能)	65+吋	深圳
t7	G11	TFT-LCD/AMOLED	超高清新型显示器	426.83	计划 2021	10.5 (设计产能)	65+吋	深圳

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2018 年末，华星光电主要在建项目包括 t4、t6 和 t7 三个项目，计划总投资为 1,241.83 亿元，已完成投资 377.54 亿元。2016~2018 年，公司液晶面板项目取得政府补助分别为 12.92 亿元、25.63 亿元和 35.42 亿元，对项目运营及投资带来一定助力。分项目来看，2017 年 3 月，华星光电设立武汉华星光电半导体显示技术有限公司（以下简称“t4 项目公司”），注册资本 180.00 亿元，华星光电、长江合志、武汉光华半导体显示产业发展基金合伙企业（有限合伙）和武汉光谷产业投资基金管理有限公司出资比例分别为 50.00%、6.11%、42.22%和 1.67%；t4 项目计划总投资 350.00 亿元（截至 2018 年末已投资 116.32 亿元），项目总投资与 t4 项目公司注册资本金的差额主要通过银行贷款等渠道进行融资。华星光电 t4 项目为柔性面板生产线，2017 年 6 月在武汉开工建设，2018 年 12 月点亮，预计 2019 年四季度实现量产。华星光电在武汉建有 G4.5 代柔性 AMOLED 实验线，为 t4 项目快速量产做好了前期技术和人才储备。

华星光电 t6 项目系目前全球最高世代液晶面板生产线——第 11 代 TFT-LCD 及 AMOLED 新型显示器件生产线，项目运营主体为华星光电控股子公司——深圳市华星光电半导体显示技术有限公

司（以下简称“华星半导体”），其股东为华星光电、三星显示株式会社和深圳市重大产业发展一期基金有限公司（以下简称“深圳市工大产业发展基金”），注册资本 215.00 亿元，出资比例分别为 53.02%、9.77%和 37.21%。华星光电 t6 项目计划总投资 465.00 亿元，除注册资本金外主要采取银行贷款方式进行融资，由公司和华星光电共同申请，截至 2018 年末已投资 256.00 亿元。t6 项目主要生产 65 吋、75 吋等超大尺寸新型显示面板，于 2016 年 12 月项目开工建设，2017 年 11 月主体厂房提前封顶，于 2018 年 5 月实现设备搬入，2018 年 11 月提前点亮投产，计划 2019 年 9 月正式量产。t6 项目 2019 年将处于产能爬坡阶段，计划于 2019 年底实现满产。

2018 年 5 月，公司、华星光电与深圳市工大产业发展基金签署合作协议，计划投资建设 t7 项目。t7 项目总投资约 426.83 亿元，其中华星光电和深圳市工大产业发展基金分别出资 133 亿元和 70 亿元共同增资认缴华星半导体新增注册资本 203 亿元，项目总投资与新增注册资本金的差额主要由银行贷款等方式进行融资，截至 2018 年末已完成投资 5.22 亿元。t7 项目主要生产和销售 65 吋、70 吋（21:9）、75 吋的 8K 超高清显示屏及 65 吋 OLED、75

吋 OLED 显示屏等，2018 年 11 月开工建设，计划 2020 年 12 月完成产品点亮，2021 年 3 月实现量产，

项目建成后将丰富公司产品线，提升公司在大尺寸、8K 产量及在各产品中的占比。

表 8：截至 2018 年末华星光电主要在建液晶面板项目投资规划

单位：亿元

在建产线	股权比例	总投资额	截至 2018 年末已投金额	未来五年拟投入金额					资金来源
				2019	2020	2021	2022	2023	
t4	50.00%	350.00	116.32	43.30	64.74	55.67	23.82	21.30	自有资金及贷款
t6	43.71%	465.00	256.00	114.10	66.20	15.40	6.70	6.70	自有资金及贷款
t7	55.67%	426.83	5.22	60.50	200.30	117.60	25.40	10.30	自有资金及贷款
合计	-	1,241.83	377.54	217.90	331.24	188.67	55.92	38.30	-

注：未来五年拟投入金额将随着项目投入不断调整变化。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除上述液晶面板产线外，华星光电模组整机一体化智能制造产业基地-高世代模组项目一期工程于 2018 年 6 月投产，具备液晶显示模组 4,000 万片的年加工能力，已实现批量出货，截至 2019 年 3 月末已投资 10 亿元；二期工程预计于 2021 年完成建设，达成年产各尺寸液晶面板 6,000 万片的生产能力。作为 G8.5 及 G11 代线配套模组工厂，该项目总投资 96 亿元，定位于提供高端、大尺寸的显示模组产品，解决客户高世代线模组生产加工能力缺失的困扰，将进一步增强华星光电在半导体显示领域的工业能力。

同时，华星光电印度模组项目于 2018 年 12 月底在印度动工建设，预计 2020 年初实现量产，计划总投资 15.3 亿元。印度模组项目是华星光电布局海外制造的第一个项目，将整合大尺寸电视屏及中小尺寸移动终端显示屏生产，规划年产 800 万片大尺寸电视面板及 3,000 万片小尺寸手机面板。目前，华星光电相关产线项目按预期规划有序投建，整体投资规模较大，中诚信证评将持续关注相关项目的后续进展情况及由此给公司带来的投资资金压力。

销售方面，目前华星光电销售的 32 吋和 55 吋液晶面板为其主导产品，根据群智咨询统计，2016~2018 年，大尺寸液晶面板出货量排名保持全球第五，32 吋液晶面板出货量保持全球第二，55 吋液晶面板出货量排名由 2017 年的全球第三上升至 2018 年的全球第二。另外，2018 年对国内一线 TV 品牌客户出货量中，华星光电连续四年排名行业第一。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，同时，作为重组后独立运营的华星光电将更好的服务其他非关联方客户。2018 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 32%和 18%，同时前五大客户合计销售额占比为 65%，客户集中度较高，中诚信证评将对华星光电较高的关联交易占比及客户集中度予以持续关注。

表 9：华星光电 2018 年前五大客户情况

单位：亿元

	2018 年销售收入	占比
客户一	89	32%
客户二	49	18%
客户三	22	8%
客户四	10	4%
客户五	8	3%
合计	178	65%

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取得了重大成果，并成功推出国内最大的全彩色 31 吋 Oxide-OLED 全高清液晶电视面板和国内首创的 32 吋铜制程+Oxide-TFT 驱动的 120Hz 超高清液晶电视面板。2017~2018 年，华星光电新增研发投入 16 亿元和 26 亿元，华星光电将充分利用现有产能与技术优势，加速向多应用场景显示界面提供商转

型，通过积极布局大尺寸触控模组、电子白板、拼接屏和高端专用显示器等新的显示应用领域产品开发，提升高技术、高附加值产品占比，未来将以多场景显示应用驱动市场需求，以差异化高价值产品提升盈利水平。截至 2018 年末，华星光电累计申请中国专利 14,372 件，美国专利 7,684 件。2018 年美国专利排行榜中，华星光电位居中国科技企业第四名，核心技术专利能力居中国企业领先水平。

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（其母公司为三菱集团）等主要供应商建立了良好合作关系，2018 年向前五大供应商的采购比例为 55%。

总体来看，华星光电主导产品拥有较高的市场份额，产销情况良好。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。

金融、投资及其他新兴业务

经过本次重大资产重组后，除半导体显示及材料业务外，公司还保留了产业金融及投资创投业务（包含 TCL 金融和 TCL 资本）和新兴业务群（包含翰林汇、教育网和环保等）两大板块。

TCL 金融主要包括公司财资业务和供应链金融业务。2018 年，财务公司强化对公司产业发展的资金保障作用，并进一步提升对产业资金和风险的主动管理能力。供应链金融业务方面，公司对内服务相关产业企业，对外提升业务输出能力，为产业链合作伙伴特别是中小企业伙伴提供应收账款融通服务。截至 2019 年 3 月末，公司供应链金融业务对公金融客户数超过 1.27 万家，零售金融注册客户数超过 36 万个。

公司创投业务围绕核心主业发展需求聚焦前瞻性及技术创新性投资机会，重点投资于新材料、新能源、大消费及高端制造行业。截至 2019 年 3 月末，公司创投业务管理的基金规模为 93.65 亿元，

累计投资项目 108 个，持有捷佳伟创、赛特斯、集创北方、宁德时代、百勤油服和 Sky Solar 等上市公司股票，另持有寒武纪、无锡帝科和星环科技等公司的股权。同时，在非核心主业领域的投资方面，目前公司持有七一二（603712.SH）19.07%的股权、花样年控股（01777.HK）20.08%（由全资子公司 TCL 实业控股（香港）有限公司直接持有其股份）的股权，以及上海银行（601229.SH）4.99%的股权、湖北省消费金融股份有限公司 20.00%的股权（成本法核算）和惠州农商行 7.66%的股权（成本法核算），2018 年取得投资收益 11.08 亿元。公司保留的产业金融及投资创投业务为主业发展提供相关资源保障，同时相对稳定的利润贡献有利于平衡半导体显示行业周期波动的影响。

新兴业务群方面，翰林汇是一个专业从事 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。2018 年翰林汇以“销售+服务”的战略为牵引，打造智能时代的计算设备提供商，当年翰林汇实现销售收入 165.37 亿元，同比增长 8.79%。TCL 教育网有限公司的学历教育招生工作近年来进展顺利，教师培训业务稳步推进，并不断加大教育资源整合和 B2C 业务拓展，截至 2019 年 3 月末下属的互联网 IT 职业教育平台（慕课网）注册用户规模为 1,540 万人。惠州 TCL 环保资源有限公司主要从事工业危险废物回收、运输、综合处理和资源再生利用、家电拆解及深加工回收利用等业务，经营较为平稳。公司新兴业务群相关业务总体经营稳定，但与主业关联度有限，未来公司将在适当时机以重组、剥离或出售等多种方式，按股东价值最大化的原则逐步退出，实现进一步聚焦主业发展。

总体来看，随着消费电子、家电等智能终端及相关配套业务剥离，公司半导体显示及材料业务将实现独立发展，可加快各自核心竞争优势的构建，为华星光电提供更大的市场空间，有利于其更好的开拓 TCL 品牌外的其他客户，强化公司核心主业。此外，重组后公司保留了产业金融、投资创投及翰林汇等业务，可围绕核心主业进行产业链布局 and 投

资规划，辅助主业发展，提升核心竞争实力。但同时，公司在建项目投资规模较大，且半导体显示及材料主业较为单一，未来面板行业供需变化、价格趋势及面临的资本支出压力将持续影响公司相关业务的运营，中诚信证评对此予以持续关注。

重组后剥离业务

彩电业务

公司彩电业务运营主体为 TCL 电子，其主要从事彩电产销业务，旗下拥有 TCL、ROWA、RCA 和 Thomson 等多个品牌。

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、越南和巴基斯坦等地建有海外生产基地。其中，惠州基地为 TCL 电子最大的液晶电视制造基地，产品覆盖 28 吋、32 吋、46 吋、48 吋和 55 吋等多个尺寸。为推动公司在消费电子终端领域多元化布局与发展，打造国际化的 TCL 品牌消费电子终端产业集团，2018 年 5~6 月 TCL 电子先后完成于注册地开曼群岛及香港的更名手续，由“TCL 多媒体科技控股有限公司”更名为“TCL 电子控股有限公司”。公司正逐步把消费电子终端业务分拆至香港 TCL 电子上市公司平台，实现各终端业务的优势互补和产业协同，优化整体资源配置和运营效率。

2016~2018 年，TCL 电子产品总销量分别为 1,996 万台、2,323 万台和 2,861 万台（不含商用显示），呈稳步上升趋势。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，提升量子点、曲面、4K 和大屏幕电视机等高端产品的销售占比，并在海外市场销售方面取得一定突破，2016 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增长 131.5%和 21.5%，强化了国际化市场布局优势。2018 年，TCL 电子规模效应优势进一步突显，降本增效工作稳步推进，海外市场销售提升明显，推动当年销售收入同比增长 9.25%至 385.69 亿元。

从销售产品构成来看，近年 TCL 电子致力于

原有产品线梳理，稳步提升附加值较高的产品收入占比。具体来看，2016 年 TCL 电子产品结构调整稳步推进，完成 LCD 电视销售 1,996 万台，同比增长 15.1%。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%。2018 年，TCL 电子 LCD 电视机销量 2,861 万台，同比增长 23.1%，其中海外市场同比增长 29.5%；当年 TCL 电子智能电视和 4K 电视销量分别同比增长 40.3%和 58.2%至 2,118 万台和 918 万台。根据群智咨询数据显示，TCL 电子 2018 年全球电视机出货量市场占有率为 11.6%，排名提升一位至全球第二；根据中怡康全渠道数据显示，TCL 电子 2018 年在中国市场的电视机销售额市场占有率为 12.8%，位列第三；中国市场（不含 ODM 业务）曲面电视市场占有率为 34.4%，4K 电视（不含 ODM 业务）市场占有率为 13.2%，分别排名中国市场第一和第三名。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；同时受益于良好的国外市场表现，其产品销量及业务规模稳步增长。

表 10：2016~2018 年 TCL 电子产品销量

	单位：万台		
	2016	2017	2018
LCD 电视	1,996	2,323	2,861
其中：中国市场	942	916	1,039
海外市场	1,054	1,407	1,821
其中：智能电视	1,059	1,509	2,118
4K 电视	398	581	918
合计	1,996	2,323	2,861

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 等客户。目前 TCL 电子客户具体包括 Wal-Mart、PHILCO ELETRONICOS LTDA.、Philips Electronics HongKong Ltd、国美、苏宁和麦德龙等国内外知名企业，2018 年前五大客户销售比重为 35%，其中第一大客户销售比重为 11%。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 电子通过深圳市雷鸟网络科技有限公司运营 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、广州欢网科技有限责任公司和全球播科技（北京）有限公司协同发展，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。2016~2018 年末，TCL 电子 TV+平台累计激活用户⁴数分别为 1,729 万户、2,354 万户和 3,191 万户，日均活跃用户⁵数分别为 747.3 万户、1,081 万户和 1,528 万户，用户数量快速增长，智能终端等产品影响力逐步扩大。2018 年，TCL 电子 TV+平台用户日均开机时长 5.5 小时，同比增长 12.2%，通过对用户的精细化运作，用户粘性进一步增强。整体来看，TCL 电子积极布局 TV+业务，互联网应用服务体系建设进程进一步加快，平台用户数稳步增长，发展前景良好。

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 面板成本占比约为 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、奇美和友达等。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。凭借公司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，同时 TCL 电子较大的面板采购量亦有助于华星光电面板业务的平稳发展。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。

2019 年 1~3 月，受益于全球化布局、产品力和品牌力持续提升，以及产品结构和渠道结构的优化，TCL 电子电视机销量同比增长 32.5%至 844.3 万台，当期实现板块收入 107.47 亿元，同比增长

22.79%。

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，技术创新能力不断增强，同时受益于良好的国外市场表现，近年来产品销量及业务规模稳步增长。同时，TCL 电子良好的电视销售情况将有助于华星光电面板业务的平稳发展。

通讯业务

公司通讯业务运营主体为 TCL 通讯，其成立于 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 实业完成了对 TCL 通讯的 100%股权收购，TCL 通讯从香港联交所退市。2017 年 10 月 10 日，T.C.L 实业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%的股权，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 实业持有 TCL 通讯 51%的股权。

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。

TCL 通讯产品销售覆盖中国、美洲、欧洲、中东、非洲及亚太市场，销售点遍布近 200 个国家和地区，其中外销比重在 80%左右，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，2016~2018 年销量分

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 活跃用户数是指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。

别为 6,877 万台、4,388 万台和 3,387 万台。随着销量减少，TCL 通讯收入亦呈逐年减少趋势，2016~2018 年分别为 203.85 亿元、149.75 亿元和 125.64 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，2016~2017 年 TCL 通讯净利润分别为-4.56 亿元和-20.36 亿元，亏损额较大，对公司盈利造成较大负面影响。2018 年，TCL 通讯加强主动变革转型，积极推进组织架构调整和业务单元重组，优化产品结构，持续提效降本，使得亏损额大幅缩减，当年净利润亏损 3.3 亿元。

表 11：2016~2018 年 TCL 通讯产品销量

单位：万台

	2016	2017	2018
海外市场	6,534	4,093	3,175
中国市场	343	295	212
合计	6,877	4,388	3,387
其中：智能手机	3,898	2,536	1,914

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2019 年 1~3 月，TCL 通讯业务聚焦区域市场，并积极投入新技术与新产品研发，当期实现产品销量 690 万台，同比增长 11%，实现板块收入 26.20 亿元，同比增长 23.00%，当期净利润亏损 0.9 亿元，近期仍呈现亏损。

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，近年 TCL 通讯业务规模大幅下滑。2018 年以来，通过加强主动变革转型，优化产品结构等措施，TCL 通讯亏损幅度虽大幅降低，但仍对当年公司整体盈利带来一定负面影响；2019 年近期 TCL 通讯经营呈现亏损，未来经营情况仍需关注。

家电业务

公司家电业务运营主体为 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%。2016~2018 年，TCL 家

电实现板块收入分别为 120.74 亿元、158.91 亿元和 174.59 亿元，收入实现逐年增长。

TCL 家电起步较晚，业务规模相比美的、海尔等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、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，2016~2018 年空调销量分别为 722.4 万台、916.9 万台和 919.7 万台。冰洗产品销售方面，TCL 家电以中高端产品为依托，优化销售渠道，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 家电通过积极搭建智能家庭平台系统，提升用户体验。渠道的完善和用户体验的提升使得冰箱和洗衣机整体销售表现良好，2016~2018 年 TCL 家电冰箱销量分别为 162.2 万台、154.0 万台和 177.0 万台，呈现波动增长；同期洗衣机销量分别为 172.0 万台、192.0 万台和 236.8 万台，销量保持增长。

表 12：2016~2018 年 TCL 家电产品销量

单位：万台

	2016	2017	2018
空调	722.4	916.9	919.7
冰箱	162.2	154.0	177.0
洗衣机	172.0	192.0	236.8

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2019 年 1~3 月，TCL 家电不断驱动产品技术迭代升级，推进精细化管理，当期空调销量 274.2 万台，同比增长 2.8%，洗衣机销量 64.3 万台，同比增长 19.5%，冰箱销量 45.7 万台，同比增长 18.4%；但受空调产品销售均价有所降低的影响，当期实现板块收入 47.13 亿元，同比下降 2.93%。

总体来看，主要受益于销售渠道的完善和用户体验的提升，近年 TCL 家电主要产品整体销售良好，推动板块业务实现较好发展。

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等。

2016~2018 年，通力电子板块收入分别为 36.38 亿元、50.72 亿元和 61.76 亿元。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，2016 年某一核心客户业务重组致使通力电子视盘机销售未达预期，全年收入同比下降 5.87%。2017 年，通力电子坚持产品创新及技术研发，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。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。2018 年，在强化智能语音音箱研发和创新之外，通力电子积极布局智能语音跨行业应用产品，利用在智能语音技术方面的先发优势以及各语音生态平台的合作基础，挖掘更多跨智能音箱行业的品牌客户智能产品业务机会，当年实现板块收入 61.76 亿元，同比增长 21.76%。2019 年 1~3 月，通力电子实现板块收入 13.40 亿元，同比增长 23.60%。通力电子通过加强产品创新、开发新客户等方式，2017 年以来实现了收入规模持续回升。未来通力电子将继续以智能音箱产品形态为主力点，挖掘更大的市场机会。

2018 年，公司包含彩电、通讯、家电和智能音箱在内的智能终端业务群整体经营有所改善，从上年巨额亏损（主要来自移动通讯终端业务）转为当期盈利，当年实现板块归母净利润约 3 亿元。其中，TCL 电子彩电业务增长较快，家电和智能音箱业务发展稳定，同期通讯终端业务亏损大幅收窄。但该项业务利润率不高，同时其组织流程和管理逻辑与半导体显示业务差异较大；为集中资源发展半导体显示业务，如前述重大资产重组，2019 年二季度起

公司智能终端业务已剥离，不再纳入合并报表范围。

总体来看，2018 年公司智能终端业务群经营改善一定程度上弥补了华星光电由于产品价格下跌带来的收入及利润下滑影响，全年整体经营表现平稳。随着重大资产重组的完成，公司由过去的相关多元化经营转变为专业化经营，半导体显示及材料成为核心主业，多条面板产线的投建将进一步提升其核心竞争力。但同时，公司在建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力，加之未来面板行业供需及价格趋势的变化将持续影响公司相关业务的运营，中诚信证评对此予以持续关注。

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》和《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

通过变革重组，目前半导体显示及材料成为公司的核心主业。公司已定位为主业突出、发展战略明确、业务结构清晰及运营高效的科技产业集团，并进一步聚焦资源用以提高华星光电的产业规模和市场竞争力，做强和做深半导体显示及材料产业链，并在核心、高端及基础信息电子器件领域中寻找相关业务的整合及拓展机会。公司将通过业务战

略转型、优化资产结构和业务流程、改善运营效率和效益，提升综合竞争力和企业价值。

在核心主业方面，未来公司将集中资源专注半导体显示及材料业务，集中资金、人力和技术等资源，聚焦于半导体显示产业的发展。一方面，公司将技术能力的提升作为最重要的战略内驱，从效率领先蜕变到产品技术领先；通过下一代新型显示技术和材料的开发，建立起公司高阶产品的核心竞争力。另一方面，公司将继续发挥产线区域集聚的规模优势，巩固并提升运营效率和各项经济指标。华星光电规模优势的扩大和产品结构的完善，将进一步提升公司行业地位，并带动运营效率和获利能力的增长。

同时，在重组完成后，公司成为以半导体显示及材料业务为核心的运营平台，针对开放的市场和更广泛的客户需求独立开发新的产品和应用，进一步提升市场份额。华星光电将持续优化现有显示业务的产品和客户结构，积极布局商用显示、笔记本电脑和车载显示等新型应用领域的产品开发，聚焦高附加值的细分市场，加速业务转型。

在产业金融等领域，公司金融和创投业务为成员企业和产业链生态核心伙伴提供充足的资源保障。公司产业链金融业务将通过财务公司、小贷、网贷、保理、融资租赁以及资产管理等境内外金融牌照，为关联企业提供各项金融服务，在风险可控的前提下，提高资金使用效率、降低财务成本，并利用溢余资本创收增益。公司投资和创投业务将围绕主业相关的前沿技术领域进行布局，在构造半导体显示及材料产业生态链的同时，也兼顾具有稳健收益的创投项目，目前已成功投资一批明星科技企业。

在研发和技术方面，公司将加强人工智能与大数据的研发布局；通过在全球多地设立研发中心，引进国际领军人才，快速提升算法、数据和应用场景的构建能力，提升制造端效率及产品端的应用体验。同时，在智能制造和工业互联网领域，公司将不断创新和开发自有核心 IP 和知识产权的智能制造及工业互联网产品和解决方案，打造行业领先的工业互联网平台，建立智能化、数字化、模块化管

理系统，构建全场景智能制造解决方案体系。

总体来看，公司制定的战略发展规划较为符合行业发展趋势和自身业务情况，中诚信证评将对公司上述战略规划实施效果保持关注。

财务分析

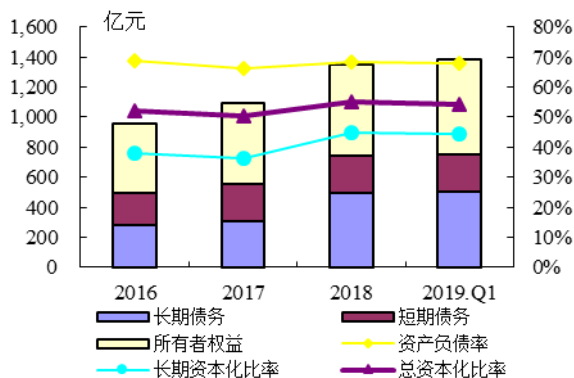
以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告和未经审计的2019年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。

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，2016~2018年末分别为1,471.37亿元、1,602.94亿元和1,927.64亿元，年均复合增长率为14.46%；2019年3月末增至1,986.63亿元。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发行股票的成功发行，2016~2018年末，公司所有者权益分别为457.47亿元、541.43亿元和608.72亿元，年均复合增长率为15.35%；2019年3月末进一步增至634.62亿元。中诚信证评关注到，2019年3月末公司少数股东权益323.76亿元，占同期所有者权益的比重为51.02%，较上年末提高1.12个百分点，少数股东权益占比较大。

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，2016~2018年末及2019年3月末总负债分别为1,013.90亿元、1,061.51亿元、1,318.92亿元和1,352.00亿元，同期资产负债率分别为68.91%、66.22%、68.42%和68.06%。公司外部刚性债务融资主要为银行借款和债券。2016~2018年末及2019年3月末，公司总债务分别为496.31亿元、552.03亿元、744.06亿元和748.53亿元，同期总资本化比率分别为52.04%、50.48%、55.00%和54.12%。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 5：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

从资产构成来看，随着在建工程等项目投资的大幅增加，公司非流动资产不断增长，占总资产的比重整体有所提高。2016~2018年末及2019年3月末，公司非流动资产分别为712.14亿元、801.98亿元、1,124.56亿元和1,168.82亿元，占总资产比重分别为48.40%、50.03%、58.34%和58.82%。2018年末公司非流动资产主要包括长期股权投资169.57亿元、固定资产359.83亿元和在建工程389.25亿元，占非流动资产的比重分别为15.08%、32.00%和34.61%。具体来看，公司长期股权投资为对联营公司和合营公司的投资，主要投资对象包括上海银行（期末投资额83.64亿元）、湖北省长江合志股权投资基金合伙企业（有限合伙）（期末投资额10.48亿元）和新疆东鹏伟创股权投资合伙企业（有限合伙）（期末投资额9.57亿元）等，2018年公司按权益法核算的股权投资项目增加，使得当年末长期股权投资增长10.46%；当年末，公司已对经营不善及资不抵债的被投资单位累计计提减值准备1.71亿元，其中当年计提减值准备0.31亿元；2019年3月末长期股权投资增至183.97亿元。公司固定资产包括机器设备、房屋建筑物和办公电子设备等，其中主要为t1、t2和t3项目相关资产，2018年末上述三条产线占固定资产账面价值的比例为86.61%；由于在建工程转入，当年末固定资产净额同比增长10.38%；由于面板项目投建增加，当年末在建工程同比增长163.44%，其中主要为t4和t6项目投建成本，当年分别增加164.87亿元和117.12亿元，年末金额分别为193.77亿元和130.03亿元。

2018 年末公司流动资产合计 803.08 亿元，占资产总额的 41.66%，主要包括货币资金 268.01 亿元、应收票据及应收账款 178.77 亿元、存货 198.88 亿元和其他流动资产 76.24 亿元，占流动资产的比重分别为 33.37%、22.26%、24.76%和 9.49%。具体来看，当年末公司货币资金主要为银行存款（257.02 亿元，其中人民币存款 196.87 亿元，占银行存款比重为 76.60%），受限货币资金金额为 10.99 亿元，主要为财务子公司存放于中央银行法定存款准备金，整体货币资金较为充裕；应收票据及应收账款包括应收票据 42.72 亿元和应收账款 136.04 亿元，其中应收票据包括银行承兑汇票 23.72 亿元及商业承兑汇票 19.00 亿元，总体风险可控。公司应收账款主要为应收销售款，随着子公司加快对款项的回收，当年末应收账款同比减少 7.75%；从应收账款（包含长期应收款）原值按账龄分类来看，当年末账龄一年以内占比 96.06%，账龄结构较优；当年末按欠款方归集的前五名应收账款余额合计占比为 19.19%，集中度较低；当年公司计提应收账款坏账准备 3.02 亿元，转回和冲销坏账准备 1.03 亿元和 1.44 亿元，当年末坏账准备 4.35 亿元；公司存货主要为原材料 30.00 亿元、在产品 9.92 亿元、产成品 116.74 亿元、周转材料 4.00 亿元和房地产开发成本 36.46 亿元，当年末产成品备货量增加及产业园新增开发项目使得当年末存货同比增长 53.62%；公司为保证生产和销售的稳定供应，需维持一定规模的原材料和产成品库存，由于液晶模组行业及家电产品更新换代较快，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，公司按成本与可变现净值孰低计量，对可变现净值低于存货成本的差额，按单个存货项目或存货类别计提存货跌价准备，当年末累计计提存货跌价准备 7.79 亿元；随着存货规模的增长，公司存货周转率呈现下降趋势，2018 年周转率为 5.65 次，较上年下降 1.24 次，2019 年一季度存货周转率为 5.39 次；其他流动资产主要为信托理财产品、增值税留抵税额及票据转贴现金额等，由于低风险理财产品的减少，当年末其他流动资产同比下降 34.65%。

从负债结构来看，2016~2018 年末及 2019 年 3

月末，公司流动负债规模分别为 672.93 亿元、722.48 亿元、788.35 亿元和 817.19 亿元，占负债总额的比重分别为 66.37%、68.06%、59.77%和 60.44%，负债以流动负债为主。2018 年末公司流动负债主要由短期借款 132.40 亿元、应付票据及应付账款 270.15 亿元和其他应付款 29.33 亿元构成，占流动负债的比重分别为 16.80%、34.27%和 29.33%。当年末公司短期借款为银行短期借款，借款方式为信用借款；应付票据及应付账款包括应付票据 30.93 亿元和应付账款 239.23 亿元，其中应付票据均为一年内到期的应付票据，包括银行承兑汇票 22.35 亿元和商业承兑汇票 8.58 亿元（主要由各子公司通过公司下属财务公司开票给上游供应商）；应付账款主要为应付原材料款和外购零部件款，当年末账款同比增长 23.80%；其他应付款主要为工程设备款 102.36 亿元、应付外部单位一般往来款 67.06 亿元和未付款费用 47.09 亿元等，当年末应付的工程设备款增加使得其他应付款同比增长 35.10%。当年末公司非流动负债 530.57 亿元，主要为长期借款 368.65 亿元和应付债券 129.86 亿元，占非流动负债的比重分别为 69.48%和 24.47%。公司长期借款为银行长期借款，当年末包括抵押借款 295.16 亿元和信用借款 108.59 亿元，长期抵押借款主要以土地使用权、房屋建筑物、机器设备和在建工程作为抵押；应付债券为近年发行的公司债券 104.93 亿元和中期票据 24.93 亿元；2019 年 3 月末应付债券金额 129.87 亿元。

表 13：截至 2019 年 3 月末公司已发行尚处于存续期内的债券情况

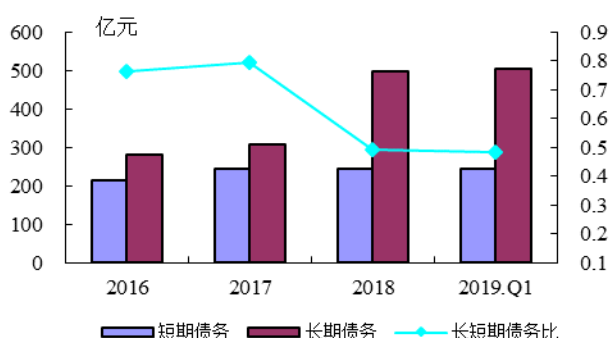
单位：亿元

债券名称	发行日期	发行期限（年）	票面利率（%）	发行规模	债券种类
15TCL 集 MTN001	2015-04-01	5	5.50	5.00	中期票据
16TCL02	2016-03-15	5	3.56	15.00	公司债
16TCL03	2016-07-06	5	3.50	20.00	公司债
17TCL01	2017-04-18	5（3+2）	4.80	10.00	公司债
17TCL02	2017-07-06	5（3+2）	4.93	30.00	公司债
18TCL01	2018-06-05	5（3+2）	5.48	10.00	公司债
18TCL02	2018-08-17	5（3+2）	5.30	20.00	公司债
18TCL 集 MTN001	2018-11-29	3	4.58	20.00	中期票据

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务中长期债务分别为 281.41 亿元、307.81 亿元、498.51 亿元和 504.19 亿元，随着多个液晶面板建设项目的持续推进，近年来债务规模增长较快；同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.76 倍、0.79 倍、0.49 倍和 0.48 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，但近年整体债务规模的攀升仍需予以持续关注。

图 6：2016~2019.Q1 公司债务结构

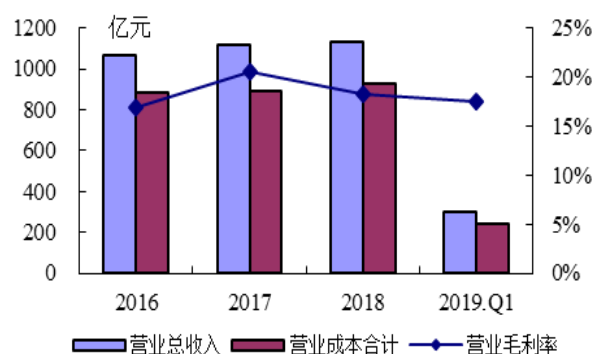


资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

总体来看，公司债务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。但近年整体债务规模攀升，未来华星光电仍有较大规模的投资规划，公司或仍将面临较大的资本支出压力；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 7：2016~2019.Q1 公司收入成本构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

2016~2018 年，公司营业总收入分别为 1,066.18 亿元、1,117.27 亿元和 1,134.47 亿元，年均复合增长率为 3.15%，业务规模逐年增长。公司经营业务涉及面板、彩电及家电等多个领域，板块间业务的协同发展平滑了少数板块收入波动带来的影响。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 296.51 亿元，同比增长 15.54%，近期收入保持较快增长。

营业毛利率方面，2016 年下半年以来得益于面板价格升高及获利水平相对较高的大尺寸产品出货量及销售占比同比增加，2017 年华星光电板块毛利率上升至 27.88%；但随着 2017 年下半年以来面板价格持续走低，2018 年华星光电板块毛利率下降至 18.43%，2019 年 1~3 月进一步下降至 14.70%。翰林汇主要从事 IT 消费产品分销与零售业务，板块毛利率有限且相对平稳。公司包含彩电、通讯和家电等智能终端板块业务毛利率由于自身产品结构调整等有所波动，但大多受到市场竞争加

剧等因素影响整体呈现下降趋势。2016~2018 年和 2019 年 1~3 月，公司营业毛利率分别为 16.91%、20.54%、18.31%和 17.45%。

表 14：2016~2019.Q1 公司主要板块营业毛利率情况

单位：%

板块	2016	2017	2018	2019.Q1
华星光电	12.72	27.88	18.43	14.70
翰林汇	3.61	3.74	3.80	3.77
TCL 电子	17.52	15.76	15.67	15.50
TCL 家电	26.76	21.96	26.37	15.95
TCL 通讯	17.89	15.51	15.55	19.04
通力电子	14.17	14.48	12.11	11.80
综合营业毛利率	16.91	20.54	18.31	17.45

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司期间费用合计分别为 189.37 亿元、206.32 亿元、188.37 亿元和 45.55 亿元，期间费用收入占比分别为 17.76%、18.47%、16.60%和 15.36%。近两年公司深入推进变革转型，提升经营效率，2018 年以来期间费用率呈现下降趋势。具体来看，因广告费、促销费下降，2018 年公司销售费用同比下降 6.56%至 88.87 亿元；管理费用主要包括职工薪酬、办公费、折旧费等，随着中介费用的支出减少，当年管理费用同比（扣除上年研发费用）下降 8.06%至 43.00 亿元；研发费用方面，公司近年来保持较大规模的研发投入，当年研发费用支出 46.78 亿元；当年在建项目投建使得资本化利息支出有所增加，当年费用化利息支出同比减少，同时汇率波动使得当年汇兑损益由上年的亏损 1.76 亿元转为收益 3.21 亿元，整体财务费用同比下降 41.56%至 9.73 亿元。但总体来看，公司期间费用仍侵蚀了较大部分经营所得，费用控制能力有待进一步提升。

表 15：2016~2019.Q1 公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	96.28	95.11	88.87	21.82
管理费用	84.92	94.56	43.00	9.01
研发费用	-	-	46.78	11.62
财务费用	8.16	16.65	9.73	3.10
期间费用合计	189.37	206.32	188.37	45.55
营业总收入	1,066.18	1,117.27	1,134.47	296.51
期间费用收入占比	17.76	18.47	16.60	15.36

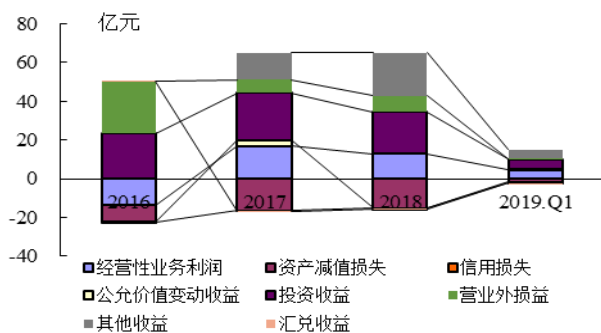
注：1、根据财会[2018]15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，之前年度未重述；2、表中部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异，这些差异是由于四舍五入造成。

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

利润总额构成方面，2016~2018 年，公司经营性业务利润（营业总收入-营业成本合计-营业税金及附加-期间费用）分别为-13.67 亿元、16.86 亿元和 12.71 亿元。受期间费用规模较大、TCL 通讯中国区业务重组未达预期和汇率大幅波动影响，2016 年公司经营性业务利润为负值；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用法处理，使得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。2018 年，公司智能终端业务整体盈利改善，但面板价格下跌使得华星光电板块盈利有所下滑，当年经营性业务利润同比下降 24.64%。投资收益和营业外收益是公司利润的重要补充，2016~2018 年公司投资收益分别为 23.46 亿元、24.39 亿元和 21.67 亿元，主要由处置信托理财产品、分占联营企业利润、处置长期股权投资和可供出售金融资产形成，其中 2018 年取得处置理财产品投资收益 6.92 亿元，分占联营公司本年利润 13.34 亿元；2016 年公司实现营业外收益 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 年起对于政府补助的会计准则调整使得 2017~2018 年营业外损益分别为 6.77 亿元和 8.52 亿元，同期其他收益分别为 13.80 亿元和 22.19 亿元。此外，2016~2018 年，公司发生资产

减值损失 8.57 亿元、16.63 亿元和 15.23 亿元，其中 2016 年减值损失包括坏账损失 3.61 亿元，以及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 年发生存货跌价损失 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；2018 年发生坏账损失 2.18 亿元、存货跌价损失 10.00 亿元、固定资产减值损失 0.62 亿元和商誉减值损失 0.63 亿元，对各期利润总额造成了一定负面影响。综上，2016~2018 年，公司利润总额分别为 27.97 亿元、47.90 亿元和 49.44 亿元，同期净利润分别为 21.38 亿元、35.45 亿元和 40.65 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现经营性业务利润 4.48 亿元，取得投资收益 5.36 亿元、营业外损益 0.22 亿元、其他收益 4.65 亿元，发生资产减值损失 1.71 亿元，最终利润总额为 12.19 亿元，实现净利润 10.06 亿元，整体经营效益较好。

图 8：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

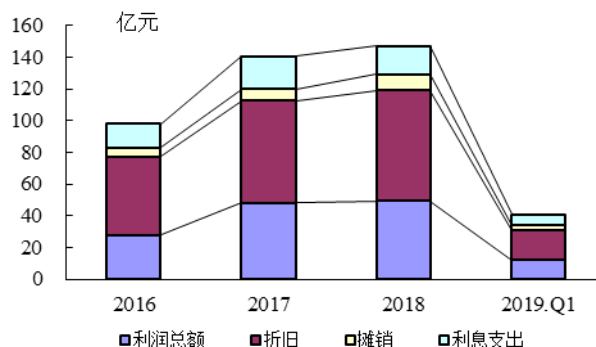
总体来看，受到面板价格下跌等因素影响，公司营业毛利率呈现波动下滑趋势，但业务规模逐年增长，整体经营效益表现较好。此外，公司利润总额对政府补助、投资收益等非经营性业务存在较高的依赖性，且部分资产减值损失增多，对利润总额带来一定负面影响，中诚信证评将对此予以关注。

偿债能力

公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月分别为 97.81 亿元、140.70 亿元、146.97 亿元和 40.74 亿元。近年来公司折旧和摊销规模随着固定资产、无形资产的扩大而有所增长，同时受益于利润总额的增长，EBITDA 逐年有所增长。从主要偿债能力指标表现来看，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司总

债务/EBITDA 分别为 5.07 倍、3.92 倍、5.06 倍和 4.59 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 5.38 倍、6.28 倍、6.39 倍和 4.69 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力增强。

图 9：2016~2019.Q1 公司 EBITDA 构成及变化



资料来源：公司审计报告及财务报表，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，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月分别为 80.28 亿元、92.10 亿元、104.87 亿元和 22.44 亿元。同期，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.16 倍、0.17 倍、0.14 倍和 0.12 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 4.42 倍、4.11 倍、4.56 倍和 2.58 倍，经营活动净现金流对债务及利息的保障程度很高。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，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月投资活动净现金流分别为 -185.96 亿元、-169.25 亿元、-282.31 亿元和 -67.87 亿元。筹资活动现金流方面，2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流分别为 219.34 亿元、85.52 亿元、200.40 亿元和 16.69 亿元。

表 16：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	496.31	552.03	744.06	748.53
短期债务（亿元）	214.90	244.22	245.55	244.34
长期债务（亿元）	281.41	307.81	498.51	504.19
EBITDA（亿元）	97.81	140.70	146.97	40.74
EBITDA 利息倍数（X）	5.38	6.28	6.39	4.69
总债务/EBITDA（X）	5.07	3.92	5.06	4.59*
经营活动净现金/ 利息支出（X）	4.42	4.11	4.56	2.58
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.16	0.17	0.14	0.12*
资产负债率（%）	68.91	66.22	68.42	68.06
总资本化比率（%）	52.04	50.48	55.00	54.12

注：带“*”财务指标已经年化处理。

资料来源：公司审计报告及财务报表，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，旗下另有华显光电和翰林汇等上市公司，近年于资本市场运用多种金融工具顺利募集资金，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 2019 年 3 月末，获得主要合作银行授信合计为 1,955.22 亿元，其中未使用额度 1,316.81 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 448.50 亿元，占总资产的比重为 22.58%，其中，受限货币资金为 11.02 亿元，抵押固定资产和无形资产分别为 392.63 亿元和 44.61 亿元，需关注受限资产对整体资产流动性的影响。

或有事项方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保事项共 6 笔，担保额度共计 16.70 亿元，实际担保金额共计 11.49 亿元，占净资产比重为 1.82%，对外担保规模较小。另截至 2019 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼、仲裁或行政处罚。

备考财务分析

以下备考财务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备考审计报告，包括 2016 年 12 月 31 日、2017 年 12 月 31 日、2018 年 12 月 31 日的备考合并资产负债表、2016~2018 年度的备考合并利润表；以及 2017~2018 年的备考合并现金流量表。

近年来，随着公司业务的发展，资产和负债规

模不断增长，2016~2018 年末总资产分别为 1,199.50 亿元、1,359.21 亿元和 1,643.26 亿元，负债总额分别为 755.97 亿元、836.21 亿元和 1,054.11 亿元，同期净资产分别为 443.52 亿元、523.00 亿元和 589.16 亿元。2016~2018 年末，公司资产负债率分别为 63.02%、61.52%和 64.15%，总资本化比率分别为 45.93%、45.50%和 50.86%，财务杠杆处于相对较高水平。

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2016~2018 年末非流动资产合计分别为 657.12 亿元、736.92 亿元和 1,059.93 亿元，占总资产的比重分别为 54.78%、54.22%和 64.50%。2018 年末，公司非流动资产主要由发放贷款及垫款 62.26 亿元、长期股权投资 148.53 亿元、固定资产 323.35 亿元、在建工程 377.81 亿元和无形资产 51.50 亿元构成。公司发放贷款及垫款为子公司财务公司、广州 TCL 互联网小额贷款有限公司和惠州市仲恺 TCL 智融科技小额贷款股份有限公司发放的贷款；长期股权投资为对外投资的联营企业和合营企业，投资对象主要包括上海银行（期末投资额 83.64 亿元）、长江合志（期末投资额 10.48 亿元）和新疆东鹏伟创股权投资合伙企业（有限合伙）（期末投资额 9.57 亿元）等，2018 年末公司按权益法核算的股权投资项目增加，使得当年末长期股权投资增长 8.95%；当年末，公司已对经营不善及资不抵债的被投资单位计提减值准备 0.33 亿元，其中当年计提减值准备 0.31 亿元；固定资产主要为机器设备、房屋建筑物和办公电子设备等，其中主要为 t1、t2 和 t3 项目相关资产；由于面板项目投建增加，当年末在建工程同比增长 167.89%，其中主要为 t4 和 t6 项目投建成本，当年分别增加 164.87 亿元和 117.12 亿元，年末金额分别为 193.77 亿元和 130.03 亿元。

2018 年末公司流动资产总额 583.33 亿元，占总资产的比重为 35.50%，主要包括货币资金 202.91 亿元、应收票据及应收账款 91.45 亿元、其他应收款 173.92 亿元、存货 50.12 亿元和其他流动资产 51.53 亿元。当年末公司货币资金中人民币银行存款和美元银行存款分别为 177.81 亿元和 13.53 亿元，财务公司存放中央银行款项 8.69 亿元，整体流

动性较好；应收票据年末金额 8.97 亿元，应收账款 82.48 亿元，当年末账款账面余额前五名合计占比为 28.06%，客户集中度风险一般；按账龄分析法计提坏账的应收账款中，账龄一年以内（含 1 年）的账款占比为 94.82%，当年末累计计提应收账款坏账准备 1.65 亿元，当年计提坏账准备 1.19 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，当年末前五名欠款金额合计占比为 43.45%，集中度一般；存货主要为原材料、产成品和周转材料，当年末账面价值占比分别为 8.15%、79.47%和 9.94%，年末累计计提存货跌价准备 3.56 亿元；其他流动资产主要为信托理财产品（22.78 亿元）、于非金融机构购买的资产及债权（7.40 亿元）、增值税待抵扣和待认证等（20.35 亿元）。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2016~2018 年末流动负债总额分别为 436.58 亿元、513.63 亿元和 559.70 亿元，占负债总额的比例分别为 57.75%、61.42%和 53.10%。2018 年末公司流动负债主要由短期借款 63.37 亿元、吸收存款及同业存放 58.75 亿元、应付票据及应付账款 93.89 亿元、其他应付款 241.20 亿元和一年内到期的非流动负债 59.22 亿元构成。当年末公司短期借款均为银行信用借款；吸收存款及同业存放为子公司财务公司吸收的关联方存款；应付票据及应付账款中应付票据 8.07 亿元，应付账款 85.81 亿元，其中应付账款主要为应付原材料和外购零部件款；其他应付款主要为应付工程设备款、应付外部单位一般往来款和未付款费用等，当年末应付的工程设备款和往来款增长使得其他应付款同比增长 39.38%；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 34.22 亿元和一年内到期的公司债 25.00 亿元。当年末，公司非流动负债合计 494.41 亿元，占负债总额的比重为 46.90%，主要包括长期借款 328.37 亿元和应付债券 129.86 亿元。其中，公司长期借款包括抵押借款 293.66 亿元和信用借款 68.92 亿元，其中抵押物包括土地使用权、房屋建筑物、机器设备和在建工程；应付债券为发行的中期票据 24.93 亿元及公司债券 104.93 亿元。

总债务方面，2016~2018 年末，公司总债务分别为 376.79 亿元、436.56 亿元和 609.83 亿元，长短期债务比分别为 0.43 倍、0.52 倍和 0.33 倍，债务期限结构处于相对合理水平，但近年整体债务规模的持续攀升需保持关注。

盈利能力方面，2016~2018 年公司营业总收入分别为 475.74 亿元、505.10 亿元和 483.28 亿元，近三年华星光电面板出货量不断增长，但受到产品价格波动影响，2018 年华星光电板块收入同比下降 9.64%，近三年营业总收入呈现波动。同期公司综合营业毛利率分别为 9.68%、19.81%和 14.24%，受益于 2016 年下半年以来面板价格的升高及大尺寸产品出货量和销售占比同比增加，2017 年公司营业毛利率较上年提升明显，但随着 2017 年下半年以来面板价格的持续走低，2018 年综合营业毛利率有所下降。

表 17：2016~2018 年公司主要板块收入及毛利率

单位：亿元、%

板块	主营业务收入		
	2016	2017	2018
华星光电	259.12	304.75	275.37
翰林汇	166.77	152.01	165.37
环保业务	7.09	7.81	9.34
其他及抵消	34.00	33.43	23.02
合计收入	466.98	497.99	473.09
板块	毛利率		
	2016	2017	2018
华星光电	11.73	27.88	18.43
翰林汇	3.42	3.74	3.80
环保业务	14.94	21.86	16.42
综合营业毛利率	9.68	19.81	14.24

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016~2018 年，公司期间费用合计分别为 49.44 亿元、58.90 亿元和 61.37 亿元，占当期营业总收入的比重分别为 10.39%、11.66%和 12.70%，期间费用把控能力有待提升。

从利润总额构成来看，2016~2018 年公司经营性业务利润分别为-4.26 亿元、40.33 亿元和 5.54 亿元，其中 2017 年受益于面板行业好转和毛利率大幅回升，当年经营性业务利润大幅好转，但随着

2018 年近期毛利水平的下滑,加之期间费用支出较大,经营性业务利润规模大幅缩减。同期,公司分别实现投资收益 15.66 亿元、18.76 亿元和 18.97 亿元,营业外损益 20.25 亿元、7.19 亿元和 7.89 亿元,2017~2018 年其他收益分别为 8.99 亿元和 18.07 亿元。同时,公司同期资产减值损失分别为 3.63 亿元、10.02 亿元和 10.49 亿元,对利润总额产生一定的影响。2016~2018 年,公司实现利润总额 30.78 亿元、62.64 亿元和 40.01 亿元,同期净利润分别为 25.75 亿元、53.03 亿元和 35.45 亿元。总体来看,受益于面板行业的好转,2017 年公司盈利情况表现较好,但随着面板价格下跌,2018 年盈利能力有所下降,且盈利对投资收益及政府补助存在较大程度的依赖,中诚信证评对其未来盈利规模及稳定性予以持续关注。

偿债能力方面,2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 91.64 亿元、143.48 亿元和 130.44 亿元,同期总债务/EBITDA 分别为 4.11 倍、3.04 倍和 4.68 倍,EBITDA 利息保障倍数分别为 5.22 倍、7.53 倍和 5.01 倍,EBITDA 能够对债务利息形成一定保障。经营性现金流方面,公司经营活动净现金流表现良好,2017~2018 年经营活动净现金流分别为 69.48 亿元和 78.90 亿元,经营活动净现金流/总债务分别为 0.16 倍和 0.13 倍,经营活动净现金流/利息支出分别为 3.65 倍和 3.03 倍,经营活动净现金流对债务利息能够形成有效覆盖。

此外,本次重大资产重组前,公司与标的公司之间存在资金拆借及担保,交易完成后上述资金拆借将构成关联资金拆借及对外担保。截至 2018 年 6 月 30 日,公司对标的公司及其控股、参股子公司提供担保总额为 140.34 亿元(公司于 2019~2021 年将按照合计约为 342.55 亿元的担保总额度继续提供担保,同时 TCL 控股提供反担保);标的公司自财务公司取得的借款 50.16 亿元,该部分贷款 50.16 亿元将在重组完成后 3 年内归还完毕。由于拆借资金及担保金额较大,若标的公司未来经营不善,可能会对公司带来不利影响。

过往债务履约情况

根据公开资料显示,截至 2019 年 3 月末,公

司在公开市场无信用违约记录。

根据公司提供的企业信用报告及相关资料,截至 2019 年 3 月 18 日,公司借款均能够到期还本、按期付息,未出现延迟支付本金和利息的情况。

整体来看,随着智能终端及相关配套业务剥离,公司将聚焦以半导体显示及材料为核心的主业发展,多条面板产线的投建将进一步提升其核心竞争力。财务方面,公司货币资金较充足,同时顺畅的融资渠道和良好的经营活动净现金流能够对公司有息债务的偿还提供有力支持,整体偿债能力极强。此外,公司在建项目投资规模较大,面临较大的资本支出压力;半导体显示及材料主业较为单一,未来面板行业供需及价格趋势变化将持续影响公司相关业务的运营;由于拆借资金及担保金额较大,若标的公司未来经营不善,可能会对公司带来不利影响,中诚信证评对上述事项将予以持续关注。

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 2019 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**。

关于TCL集团股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期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。

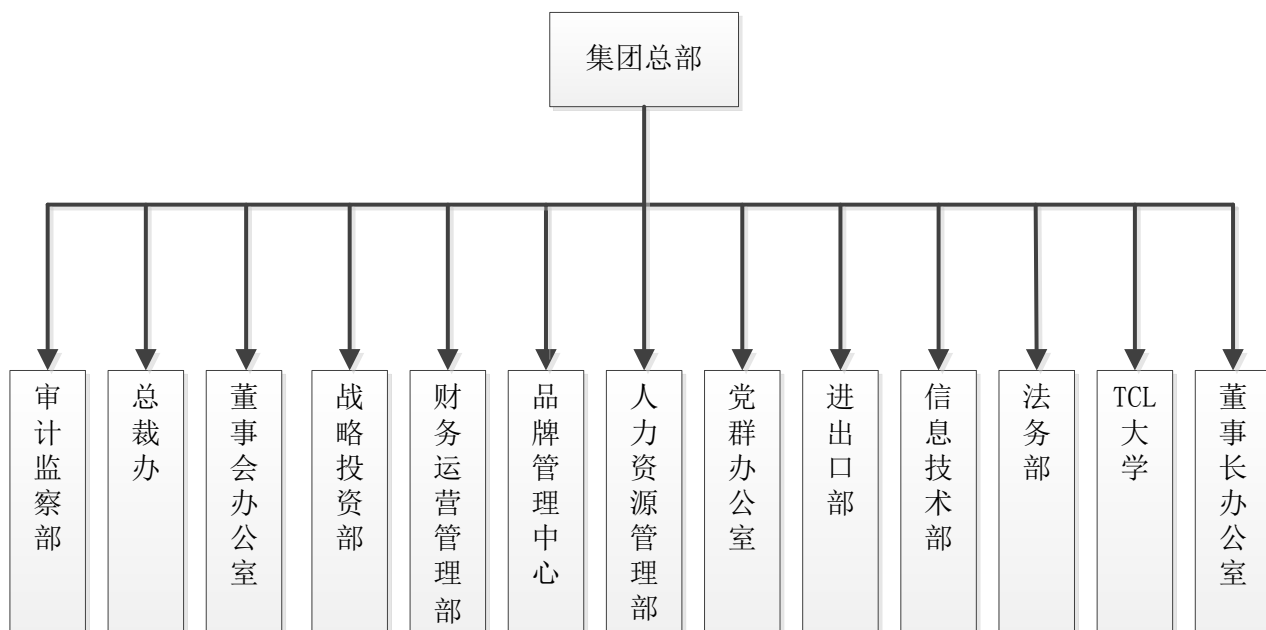
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：TCL 集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



注：上述为重组后业务架构。

附二：TCL 集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	2,639,491.30	2,745,945.30	2,680,134.30	2,408,896.89
应收账款净额	1,385,994.20	1,474,722.30	1,360,435.80	1,488,997.83
存货净额	1,282,503.80	1,294,630.30	1,988,797.20	1,642,674.57
流动资产	7,592,231.90	8,009,590.70	8,030,780.10	8,178,044.25
长期投资	1,479,232.40	1,855,406.90	2,122,795.40	2,152,712.11
固定资产合计	4,694,305.10	4,823,310.60	7,658,392.80	7,968,923.50
总资产	14,713,678.60	16,029,398.40	19,276,394.30	19,866,270.33
短期债务	2,148,996.80	2,442,204.60	2,455,522.30	2,443,383.56
长期债务	2,814,135.70	3,078,062.90	4,985,055.10	5,041,918.38
总债务（短期债务+长期债务）	4,963,132.50	5,520,267.50	7,440,577.40	7,485,301.95
总负债	10,139,000.50	10,615,104.80	13,189,227.00	13,520,041.78
所有者权益（含少数股东权益）	4,574,678.10	5,414,293.60	6,087,167.30	6,346,228.55
营业总收入	10,661,785.80	11,172,744.20	11,344,743.80	2,965,089.65
期间费用前利润	1,756,982.50	2,231,883.60	2,010,833.90	500,281.62
投资收益	234,560.10	243,869.20	216,725.40	53,648.05
净利润	213,754.00	354,470.20	406,519.80	100,607.75
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	978,129.76	1,407,033.34	1,469,743.70	407,443.93
经营活动产生现金净流量	802,800.20	920,961.50	1,048,657.90	224,390.32
投资活动产生现金净流量	-1,859,576.80	-1,692,516.10	-2,823,054.30	-678,726.30
筹资活动产生现金净流量	2,193,439.40	855,212.90	2,003,982.20	166,879.71
现金及现金等价物净增加额	1,100,944.90	-53,448.70	242,121.50	-273,338.59
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	16.91	20.54	18.31	17.45
所有者权益收益率（%）	4.67	6.55	6.68	6.34
EBITDA/营业总收入（%）	9.17	12.59	12.96	13.74
速动比率（X）	0.94	0.93	0.77	0.80
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.17	0.14	0.12*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.37	0.38	0.43	0.37*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.42	4.11	4.56	2.58
EBITDA 利息倍数（X）	5.38	6.28	6.39	4.69
总债务/EBITDA（X）	5.07	3.92	5.06	4.59*
资产负债率（%）	68.91	66.22	68.42	68.06
总资本化比率（%）	52.04	50.48	55.00	54.12
长期资本化比率（%）	38.09	36.25	45.02	44.27

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、应付短期融资券进行财务指标计算时计入短期债务。

附四：TCL 集团股份有限公司主要财务数据及指标（备考财务数据）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	2,279,069.50	2,433,274.10	2,029,078.00
应收账款净额	760,105.30	896,260.50	824,772.60
存货净额	373,113.30	377,504.50	501,207.30
流动资产	5,423,785.30	6,222,859.70	5,833,303.50
长期投资	1,278,904.90	1,612,361.90	1,818,262.80
固定资产合计	4,167,535.40	4,283,825.40	7,020,525.90
总资产	11,994,960.00	13,592,104.80	16,432,641.00
短期债务	1,139,573.10	1,494,446.00	1,516,040.10
长期债务	2,628,373.40	2,871,141.80	4,582,213.50
总债务（短期债务+长期债务）	3,767,946.50	4,365,587.80	6,098,253.60
总负债	7,559,737.00	8,362,114.30	10,541,059.20
所有者权益（含少数股东权益）	4,435,223.00	5,229,990.50	5,891,581.80
营业总收入	4,757,445.00	5,051,029.50	4,832,773.90
期间费用前利润	451,753.20	992,348.60	669,064.10
投资收益	156,580.20	187,571.50	189,731.00
净利润	257,489.30	530,264.20	354,523.80
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	916,419.53	1,434,787.61	1,304,371.09
经营活动产生现金净流量	-	694,818.20	789,042.50
投资活动产生现金净流量	-	-1,515,678.80	-2,705,690.80
筹资活动产生现金净流量	-	780,468.50	1,800,993.70
现金及现金等价物净增加额	-	-92,386.70	-102,185.00
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	9.68	19.81	14.24
所有者权益收益率（%）	5.81	10.14	6.02
EBITDA/营业总收入（%）	19.26	28.41	26.99
速动比率（X）	1.16	1.14	0.95
经营活动净现金/总债务（X）	-	0.16	0.13
经营活动净现金/短期债务（X）	-	0.46	0.52
经营活动净现金/利息支出（X）	-	3.65	3.03
EBITDA 利息倍数（X）	5.22	7.53	5.01
总债务/EBITDA（X）	4.11	3.04	4.68
资产负债率（%）	63.02	61.52	64.15
总资本化比率（%）	45.93	45.50	50.86
长期资本化比率（%）	37.21	35.44	43.75

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、应付短期融资券进行财务指标计算时计入短期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

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 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 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

期间费用前利润 = 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

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用) / 营业总收入

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

附六：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。