



天马微电子股份有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0182 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 4 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	天马微电子股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 天马 01”、“21 天马 02”、“22 天马 01”、“22 天马 02”、“22 天马 04”、“22 天马 05”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于天马微电子股份有限公司（以下简称“深天马”或“公司”）在中小尺寸面板领域市场地位突出、主流技术布局完整且技术领先、产品多元化有助于分散风险、经营获现能力良好及享有有力的外部支持等方面的优势；同时中诚信国际也关注到公司因中小尺寸面板价格下降及产线转固等影响而盈利承压、AMOLED 技术的产业成果转化进展及相关产线运营效益改善情况等对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，天马微电子股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素： 不适用。 可能触发评级下调因素： 公司行业地位及产品竞争力下降，盈利水平和经营获现能力显著弱化；公司资本支出大幅上升带动债务规模持续攀升、偿债能力明显下降。	
正面		
<ul style="list-style-type: none">■ 公司保持在中小尺寸面板领域突出的行业地位及产能规模优势■ 半导体显示主流技术布局完整，技术水平行业领先，多元化的产品结构有助于分散风险■ 保持良好的经营获现能力■ 公司作为半导体显示领域的重点企业，可持续获得股东和政府层面有力的外部支持		
关注		
<ul style="list-style-type: none">■ 受中小尺寸面板价格下降、产线转固等影响，2023年公司净利润亏损■ AMOLED技术的产业成果转化进展及相关产线运营效益改善情况待关注		

项目负责人：贾晓奇 xqjia@ccxi.com.cn
项目组成员：郭子越 zyguo@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

深天马（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	756.82	809.89	819.76
所有者权益合计（亿元）	301.23	302.62	289.94
负债合计（亿元）	455.60	507.27	529.83
总债务（亿元）	333.64	385.91	399.99
营业总收入（亿元）	337.66	314.47	322.71
净利润（亿元）	-0.34	1.07	-21.10
EBIT（亿元）	8.51	8.74	-13.29
EBITDA（亿元）	50.82	49.54	36.47
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	32.88	39.13	39.58
营业毛利率（%）	12.11	12.90	6.78
总资产收益率（%）	1.14	1.12	-1.63
EBIT 利润率（%）	2.52	2.78	-4.12
资产负债率（%）	60.20	62.63	64.63
总资本化比率（%）	52.55	56.05	57.98
总债务/EBITDA（X）	6.57	7.79	10.92
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.11	4.07	3.09
FFO/总债务（X）	0.12	0.11	0.07

注：1、中诚信国际根据深天马提供的其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 2021~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的带息债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

评级历史关键信息 1

天马微电子股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2023/04/23	贾晓奇、王都、彭俊贤	中诚信国际电子信息制造行业评级方法与模型 C080000_2022_04	阅读全文
AAA/稳定	--	2019/02/27	刘洋、李路莹、刘莹	中诚信国际电子信息制造行业评级方法与模型 030100_2017_02	阅读全文

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

天马微电子股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2019/12/24	张晨奕、胡培	中诚信证评电子信息制造行业评级方法 CCXR2015002	阅读全文
AAA/稳定	--	2018/08/06	张晨奕、芦婷婷	中诚信证评电子信息制造行业评级方法 CCXR2015002	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	营业总收入（亿元）	EBITDA（亿元）	经营活动净现金流（亿元）	总资本化比率（%）	EBIT 利润率（%）	FFO/总债务（X）
TCL 科技	1,666.32	260.02	184.26	55.43	1.98	0.10
深天马	322.71	36.47	39.58	57.98	-4.12	0.07

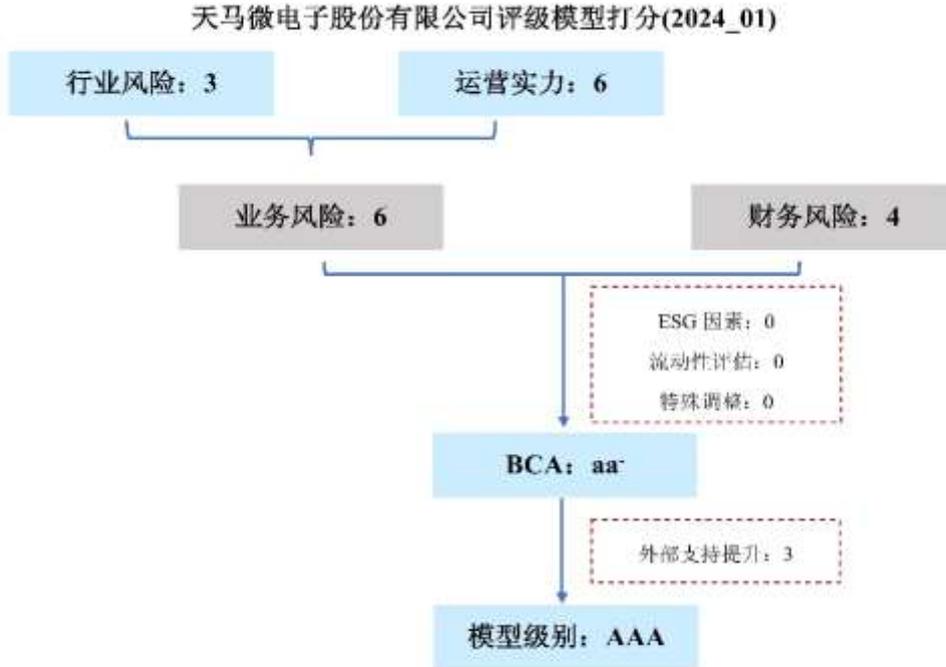
中诚信国际认为，与同行业相比，深天马在中小尺寸面板领域市场份额领先，技术布局完整且产品种类较丰富；公司保持良好的经营获现能力，但业务规模和盈利能力相对较弱，财务杠杆水平相近，均处于中等偏高水平。

注：1、TCL 科技为“TCL 科技集团股份有限公司”简称；2、TCL 科技暂未披露 2023 年报，上表使用 2022 年财务数据。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额(亿元)	债项余额(亿元)	存续期	特殊条款
21 天马 01	AAA	AAA	2023/4/23	10	10	2021/7/8~2026/7/8	财务指标承诺
21 天马 02	AAA	AAA	2023/4/23	10	10	2021/12/9~2026/12/9	--
22 天马 01	AAA	AAA	2023/4/23	15	15	2022/2/18~2025/2/18	--
22 天马 02	AAA	AAA	2023/4/23	10	10	2022/3/11~2025/3/11	--
22 天马 04	AAA	AAA	2023/4/23	14	14	2022/4/20~2025/4/20	--
22 天马 05	AAA	AAA	2023/4/23	6	6	2022/4/20~2027/4/20	--

● 评级模型



注:

外部支持: 公司作为中国航空工业集团有限公司体系内重要的半导体显示企业, 可持续获得股东支持; 同时, 公司是我国半导体显示行业重点企业, 亦可获得国家及地方政府、产业基金提供的有力支持, 外部支持调升 3 个子级。

方法论: 中诚信国际电子信息制造行业评级方法与模型 C080000_2022_04

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2020]356 号”文件核准，公司获准在中国境内公开发行面值总额不超过(含)30 亿元的公司债券。“21 天马 01”发行规模为 10 亿元，票面利率分别为 3.95%，附财务指标承诺条款。截至 2023 年末，上述债券募集资金已使用完毕。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2021]3523 号”文件核准，公司获准在中国境内公开发行面值总额不超过 100 亿元的公司债券。“21 天马 02”、“22 天马 01”、“22 天马 02”、“22 天马 04”和“22 天马 05”发行规模分别为 10 亿元、15 亿元、10 亿元、14 亿元和 6 亿元，票面利率分别为 3.7%、3.1%、3.35%、3.35%和 3.98%。上述募集资金计划全部用于偿还有息负债。截至 2023 年末，上述债券募集资金已使用完毕。

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年中国经济实现恢复性增长但复苏力度较为温和，在多项有利因素支撑下，2024 年中国经济有望延续向好，但经济运行仍将面临多重压力，“进”与“立”的政策措施仍需加快落实。

2023 年中国经济在复杂形势下保持韧性，GDP 同比增长 5.2%，较前值加快 2.2 个百分点，两年复合增速为 4.1%，总体实现温和复苏。虽然经济复苏节奏波动起伏，但产出缺口逐季收窄，三大产业与三大需求的增长贡献率总体恢复至常态。在经济恢复性增长的过程中，随着增长动能的持续调整与“多重压力”的交织影响，经济运行呈现出名义增速偏低，需求不足仍存，修复结构分化，以及价格水平较弱等特征。

中诚信国际认为，2024 年中国经济持续向好有多项有利因素支撑。其中，房地产等拖累因素有望减轻，工业生产将保持韧性，超额储蓄有望释放，新动能将持续蓄势，前期政策效果延续显现，后续政策空间也将形成有力支撑。但是，以下五个重点领域能否顺利实现“再平衡”依然面临一定的挑战与风险：一是投资需求和投资结构转换过程中的挑战；二是消费需求和供给结构重新匹配中的挑战；三是新旧动能转换与传统动能平稳衔接中的挑战；四是房地产调整转型与行业向新发展模式转变中的风险与挑战；五是债务风险化解过程中的结构性与尾部风险释放与挑战。

中诚信国际认为，2024 年宏观经济政策将落实“稳中求进、以进促稳、先立后破”总基调，并且“进”和“立”的政策力度将有所加强。从财政政策来看，积极的财政政策将适度加力、提质增效，注重用好政策空间，提高资金效益，优化支出结构，在操作节奏上或将“财政前置”。从货币政策来看，稳健的货币政策将灵活适度、精准有效，注重引导实体经济融资成本稳中有降，推动宽货币向宽信用传导，或将侧重支撑价格水平有所改善。总体来看，宏观政策操作仍将坚持在“稳增长”与“防风险”中寻求平衡。

综合以上因素，中诚信国际预计 2024 年中国 GDP 增速将为 5.0%左右。从中长期来看，中国式

现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10948?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，半导体显示行业集中度高且竞争日益激烈，行业周期性波动明显，中国厂商产能份额全球领先且 AMOLED 手机面板出货量占比快速上升；2023 年以来大尺寸及中小尺寸面板价格表现有所分化，大尺寸面板供需关系改善使其价格触底回温，中小尺寸面板价格总体仍在低位徘徊，部分 AMOLED 产线盈利承压。

半导体显示

半导体显示行业因涉及工艺复杂、关键技术点多且难度高、投资规模大，具有很高的技术壁垒及资本壁垒。产业链上游的玻璃基板、偏光片等核心材料和关键设备厂商主要分布在欧美、日韩和中国台湾，呈寡头垄断格局。产业链下游应用于电视、PC、手机等消费电子及商显、车载等专显产品。中游面板和模组制造产业集中在中国、日韩，行业集中度高。近年来，随着韩国和台湾厂商转变策略关闭生产线，中国大陆高世代产线陆续释放产能，全球面板产能进一步向中国大陆集聚，目前我国面板产业规模为全球第一。竞争格局方面，京东方和 TCL 华星已在大尺寸 LCD 领域建立起显著竞争优势，在中小尺寸面板领域，三星、京东方和深天马市场份额排名全球前三。从技术路线来看，国内厂商在 A-Si、LTPS 产品出货量占比更高，三星在 AMOLED 显示领域居领导地位，但中国大陆厂商快速追赶，2023 年中国 AMOLED 智能手机面板出货量占比同比增加 13.9 个百分点至 43.2%（CINNO Research）；与此同时，LTPS 受 AMOLED 技术的挤压，在中高端手机市场的使用率下降，并逐渐转向平板、笔电、车载等中尺寸市场。目前头部厂商的竞争重点在提升 AMOLED 技术水准、提高更高附加值产品及中尺寸市场占有率。

从行业发展趋势来看，半导体显示行业周期性特征较明显，2021 年下半年以来行业进入下行周期，但 2023 年二季度起，随着头部面板厂商减产，叠加终端库存逐步消化，大尺寸面板价格逐步回升，截至 2023 年末，各主流尺寸的电视面板平均价格均较 2022 年末上浮 25~50%，但四季度以来价格上涨出现动力不足，总体呈波动缓幅增长。中小尺寸面板因应用市场更广、产品标准化程度较低、技术变化快等特点，其价格波动相对较小。受经济增长乏力，消费者换机周期拉长影响，以手机、笔电为主的个人移动终端产品需求疲软，而供给端持续释放新增产能，2023 年中小尺寸中消费类面板价格处于下降通道；但车载和专显面板产品需求韧性强于消费电子产品，价格波动相对较小。第三季度市场需求端出现回暖信号，消费类中小尺寸面板价格有所企稳修复，但回升空间有待进一步观察。中诚信国际关注到，随着中国大陆厂商 AMOLED 产能不断释放以及在入门级 AMOLED 领域竞争加剧，该类面板价格或将继续在低位徘徊，部分厂商承担较大的产线折旧及盈利压力。

中诚信国际认为，跟踪期内，深天马在中小尺寸面板领域行业地位高，技术布局完整，产能规模突出且产品应用领域广，供应链及客户资源良好是公司综合竞争力的重要体现，但需关注 AMOLED 等新技术的产业成果转化、新增产能消化及产线投资收益等情况。

公司聚焦中小尺寸显示领域，技术布局全面且产品应用领域广泛，其中，消费类同车载和专业显示类业务的收入贡献较均衡，有助于分散单一产品需求波动风险，合作客户质量高；目前 AMOLED 部分核心原材料仍需进口，公司对相关供应商议价能力有限。

公司是全球重要的中小尺寸显示面板供应商之一，产品包括显示屏及显示模组，产业链完整度较高，技术布局涵盖无源、a-Si TFT-LCD、LTPS TFT-LCD、IGZO、AMOLED、Micro-LED，产品广泛应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴等移动智能终端显示领域，以车载、医疗、POS、HMI、智能家居、工控手持、人机交互为主的专业显示领域。2023 年消费显示类、车载和专业显示类产品的销售收入占主营业务收入比重分别约 54%和 40%，其中手机和车载显示为公司核心产品。受益于车载行业的快速发展，公司车载和专业显示业务占比总体呈上升趋势。在移动智能终端市场需求疲软背景下，公司较为均衡的产品结构有助于在一定程度上分散经营风险。

从上游采购情况来看，公司主要原材料包括背光板、驱动电路(IC)、玻璃基板、柔性电路板(FPC)和偏光片等，其中核心原材料采购额占比超 51%。由于原材料种类繁多，上游供应商集中度较低，2023 年前五大供应商采购额占比为 20.45%，其中应用于 LCD 产品的原材料国产化程度较高，凭借规模效应，公司采购价格具有相对优势，但应用于 AMOLED 产品的材料及 IC 等部分关键原材料尚未完成大规模国产化替代，仍主要采购自境外，如韩国、日本等。2023 年公司境外采购额占比约 29%，相关国外供应商仍拥有较强的话语权，公司议价能力有限，但已与多数关键供应商签订长期合作战略协议以保障供货稳定。

公司下游主要面向移动智能终端厂商以及车载和专业显示产品制造商，包括行业主流手机品牌厂商、国际主流车厂和中国自主车厂品牌（Top 10）、专业显示各行业知名品牌头部客户。2023 年以来，公司取得 5 家国际头部整车厂的多系列合作项目，且在主要新能源汽车客户的份额加速提升。基于在中小尺寸面板领域领先的市场地位及面板作为终端应用的核心原材料，公司对下游客户具有一定议价能力，信用账期一般为 60~90 天，销售回款率较高，能较好地控制运营风险。公司同下游主流厂商合作稳定，得益于与部分大客户合作份额进一步提升，加强高端、旗舰项目覆盖，2023 年前五大客户销售金额占比 38.21%，同比提升 6.92 个百分点。

公司技术实力突出，2023 年产品产销量小幅增长，柔性 AMOLED 产能加快释放、生产效率及旗舰项目的获取能力有所提升，在车载显示等多个领域保持全球第一，但市场需求疲软、TM17 产线转固对利润的不利影响加大，未来 AMOLED 产线扭亏情况有待观察。

由于面板市场价格透明度高，面板厂商的技术领先性和成本控制能力成为主要的竞争力来源，其中，产能规模和良率水平是影响生产成本的重要因素。从产能情况来看，公司生产基地分布在深圳、上海、成都、武汉、厦门、芜湖和日本等地，近年来公司持续巩固在中小尺寸领域的产能规模优势，2023 年武汉天马 TM17 产能利用率保持增长，良率同比明显改善；公司与合资方共同设立联营公司投建的产线中，TM18 第一阶段产能和良率持续提升，柔性 AMOLED 产能及出货进一步提升，成本控制能力有所增强，TM19 和 Micro-LED 分别完成核心设备和首台设备搬入，TM20 于 12 月实现首款产品点亮。截至 2023 年末，公司通过参控股形式在国内共拥有已投产面板产线 11 条、在建产线 2 条。

但中诚信国际关注到：2023 年公司并表的武汉天马 TM17 按进度转固、参股 TM18 的厂房部分也已转固，折旧摊销对公司整体盈利产生的负担增加。同时，面板行业具有重资产属性，根据行业惯例，新产线试运行及产能爬坡阶段所需时间较长，新技术路线的产品突破盈亏平衡、实现规模经济效益需要一定过程，因此，随着公司参控股 AMOLED 产线逐步放量，叠加行业竞争加剧影响，2023 年武汉天马、厦门天马显示科技均出现较大金额亏损，未来盈利改善情况有待关注。

表 1：公司控股的国内主要面板生产线情况

控股产线	条数	明细
无源生产线	2	深圳 TN/STN-LCD 和车载 TFTL-CM
a-Si 生产线	4	3 条第 4.5 代生产线（上海、成都、武汉）、1 条第 5 代生产线（上海）
LTPS 生产线	2	厦门天马第 5.5 代生产线和第 6 代生产线
AMOLED 产线	2	第 6 代生产线、第 5.5 代生产线

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：公司参股面板产线情况

参股产线	条数	明细	公司合计对项目运营主体的持股比例	截至 2023 年末项目已投资进度
AMOLED	1	厦门第 6 代 AMOLED 产线（简称 TM18）（一阶段已投产）	15.00%	58.16%
TFT-LCD	1	厦门第 8.6 代 TFT-LCD 产线（含 a-Si 和 IGZO，第 8.6 代新型显示面板生产线项目，简称 TM19）	15.00%	22.25%
Micro-LED 试验线	1	厦门 Micro-LED 试验线	36.00%	1.22%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从主要产品竞争力来看，2023 年公司在 LTPS 智能手机、TFT 车载前装和车载仪表、工业品、刚性 OLED 智能穿戴等显示产品细分领域出货量保持全球第一，柔性 OLED 智能机面板出货量升至国内第二。同时，在医疗、智能家居、工业手持、人机交互等多个专业显示细分市场持续保持全球领先。2023 年公司显示屏及显示模组产量和销量分别同比增长 0.55% 和 7.34%，增量主要来自 TM17 柔性 AMOLED 手机显示和 LTPS 车载业务；低世代 A-Si 手机产品需求下降，而由于 OLED 对 LTPS 在手机领域的替代作用，手机 LTPS 需求承压。叠加受竞争加剧、终端需求疲软等影响，全年中小尺寸面板价格降幅明显，综合作用下，2023 年公司主营收入同比增长 3.28%。此外，2023 年公司柔性 AMOLED 在手机旗舰项目和高规格产品的占比有所上升，高端折叠、HTD 产品实现稳定交付，LTPS 车载显示产品出货量同比增长超过 50%，公司获得的车载定点项目中，LTPS 项目金额占比超 60%，中高端 IT 显示产品出货量同比增长近 150%，持续优化产品结构。

表 3：近年来公司主要产品生产销售情况（万片）

产品	2021	2022	2023	
显示屏及显示模组	销量	31,702	28,664	30,768
	产量	31,918	29,933	30,099
	库存量	1,122	1,420	1,001

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

研发方面，公司设有研发中心，并承担国家发改委、科技部、工信部等部门的多个重大国家级专题项目，自主掌握诸多国际先进、国内领先的面板行业前沿及量产技术。2023 年公司研发投入同比增长 12.14%，当年发布的由天马新型显示技术研究院（厦门）有限公司牵头制定的两项关

于 Micro LED 的技术规范为行业首发，且填补了国内外 Micro LED 车载显示标准的空白。

表 4：近年来公司研发投入情况（亿元）

	2021	2022	2023
研发投入	20.68	29.83	33.45
占营业总收入比重	6.12%	9.49%	10.37%
资本化研发投入占研发投入的比例	3.39%	8.42%	9.27%

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司仍维持较大的资本开支规模，资金来源较有保障，但市场环境变化、新增产能消化及投资收益等情况有待关注。

截至 2023 年末，公司资本开支主要为并表项目 TM20 建设以及参股产线对应的资本金出资部分，合计尚需投资 72.33 亿元。总的来看，公司建设资金来源有保障，但仍维持较高的投资规模，且新布局的 AMOLED 折叠、Micro-LED 等新工艺和技术路线较复杂，而市场需求、未来市场竞争情况存在不确定性，需关注未来公司上述项目的产业化成果转化进展及相关产线的运营效益改善情况。此外，2023 年 5 月 12 日公司定增申请获得中国证券监督管理委员会同意注册批复¹，批复自同意注册之日起 12 个月内有效，后续定增事项推进进展有待关注。

表 5：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

并表在建项目	建设主体	总投资	已投资	资金来源	项目概况	
新型显示模组生产线项目（TM20）	天马（芜湖）微电子有限公司	80.00	25.58	自有资金	项目于 2022 年 11 月开工，2023 年 6 月封顶，2023 年 12 月 27 日项目成功点亮。项目预计 2024 年下半年量产。	
参股在建项目	建设主体	建设主体股权结构	总投资/建设进度	公司计划资本金出资	公司已出资	产能规划/技术路线
第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目（TM18）	厦门天马显示科技有限公司	厦门国贸产业有限公司、厦门金圆产业发展有限公司、厦门天马、厦门兴马股权投资合伙企业（有限合伙）、厦门象屿集团有限公司分别持股 45%、20%、15%、10%、10%	480.00/58.16%	40.50	40.50	AMOLED 柔性显示基板 4.8 万张/月
第 8.6 代新型显示面板生产线项目（TM19）	厦门天马光电有限公司	厦门国贸控股集团有限公司、厦门轨道建设发展集团有限公司、厦门金圆产业发展有限公司、厦门天马分别持股 45.5%、20.2%、19.3%、15%	330.00/22.25%	29.70	13.05	2250mm×2600mm 玻璃基板 12 万张/月（a-Si 和 IGZO）
Micro-LED 试验线	天马新型显示技术研究院（厦门）有限公司	深天马、天马显示科技、厦门国贸产业有限公司、厦门火炬高新区招商服务中心有限公司、厦门市翔安投资集团有限公司分别持股 36%、24%、16%、12%、12%	11.00/1.22%	1.80	0.54	Micro-LED 试验线
合计	--	--	821.00	72.00	54.09	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，深天马经营获现能力保持良好，受面板行业周期性波动、公司 AMOLED 业务放量及产线折旧压力增大等，其经营性业务利润由正转负，产业研发等补贴对利润形成重要补充；盈利水平下

¹ 本次拟向特定对象发行股份不超过 7.37 亿股，募集资金总额不超过 78 亿元，用于项目建设及补流，其中募投项目除“新型显示模组生产线项目”外，还包括“厦门天马车载及 IT 生产线技术升级改造项目”与“上海天马车载生产线改扩建项目”，上述两项目总投资分别为 6.10 亿元和 4.07 亿元，其中拟使用定增募集资金 6.10 亿元和 3.90 亿元，资金缺口采用自筹方式解决。

滑导致偿债指标有所弱化，但债务结构合理、内生性资金来源稳定及融资渠道顺畅，短期偿债压力可控。

跟踪期内，公司销量增加带动收入小幅增长，但面板价格下行、公司 AMOLED 产品销售占比上升及折旧压力增加导致盈利水平下滑，经营性业务利润由正转负；但费用控制能力较好。

2023 年以来中小尺寸面板价格整体同比下行但公司产品销量有所增长，带动公司营业总收入小幅提升。毛利率方面，2023 年受中小尺寸面板价格大幅下降冲击，叠加盈利不佳的 AMOLED 产品收入占比上升，TM17 产线按进度转固带来的折旧成本压力加大等因素影响，2023 年毛利率同比大幅下滑，后续盈利改善情况待关注。期间费用方面，近年来公司研发费用在期间费用中占比逐年提高，2023 年末为 59.76%。此外，2023 年公司压降销售和管理费用，但由于汇兑收益和利息资本化金额减少，财务费用同比增加，总体来看，公司费用控制能力较好。受消费类产品价格下降、AMOLED 产品占比上升及产线计提折旧大幅增加影响，2023 年公司主营业务盈利水平明显下降，以产业研发补贴为主的其他收益对利润的贡献度加大，但经营性业务利润仍表现为亏损状态。此外，以存货跌价损失为主的资产减值损失仍对利润形成一定侵蚀，综合影响下，跟踪期内，公司各项盈利指标均有所下降。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
显示屏及显示模组业务	332.57	12.14	309.79	12.92	319.97	6.66
其中：消费显示	212.10	--	154.15	--	171.74	--
车载和专业显示	103.60	--	130.88	--	129.56	--
其他	16.87	--	24.76	--	18.67	--
其他业务	5.09	--	4.68	--	2.74	--
营业总收入/营业毛利率	337.66	12.11	314.47	12.90	322.71	6.78

注：消费显示业务主要包括手机业务、IT 业务和智能穿戴业务，除消费显示、车载和专业显示外，其他收入主要包括与显示屏和显示模组相关的技术服务费、开模收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023
期间费用率	11.59	14.99	15.88
经营性业务利润	6.41	5.15	-15.21
其他收益	7.07	14.19	16.46
利润总额	-1.55	1.64	-19.32
EBITDA	50.82	49.54	36.47
EBIT 利润率	2.52	2.78	-4.12
总资产收益率	1.14	1.12	-1.63

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司资产增速放缓，库存去化情况较好，运营效率有所提升，但利润亏损导致权益规模减少，叠加债务持续增长拉升财务杠杆。

2023 年以来公司总资产增速放缓，受业务特点影响，在建工程和固定资产占总资产的比重超 60%。因武汉天马 TM17 产线转固，2023 年末固定资产大幅增长，在建工程随之下降。随着公司对厦门天马光电子有限公司（以下简称“厦门光电子”）、厦门天马显示科技等联营企业追加投资，长期股权投资规模保持较快增长。流动资产方面，公司根据资金需求以及抓住低利率窗口进行资金储备，2022 年以来货币资金保持高位，截至 2023 年末受限比例为 0.87%。2023 年公司通

过数字化、精细化管理手段加强库存管理，期末存货周转率有所上升；2023 年第四季度下游需求回升导致当期销售收入同比增长，叠加公司为联营企业天马显示科技、厦门光电子集采集销业务过程中提供代收代付资金服务，以及账期相对较长的车载业务收入占比上升，综合影响期末应收账款增长较快，周转速度延续放缓趋势。

公司负债主要系有息债务和以应付账款为主的经营性负债。近年来公司持续的资本开支需求带动有息债务增长，但 2023 年以来债务增速放缓，仍保持以长期债务为主的债务结构。应付账款及其他应付款等经营性负债规模缓速增长，但总体来看，公司现金周转天数由 2022 年的 53.26 天缩短至 2023 年的 45.99 天，运营效率有所提升。权益方面，近年来公司股本和资本公积金额稳定，所有者权益小幅波动主要受未分配利润影响，2023 年利润亏损在一定程度上削弱了权益规模，同时，公司债务保持增长，总资本化比率随之小幅上升。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2021	2022	2023
货币资金	40.35	90.56	82.87
存货周转率(X)	7.80	6.09	7.06
应收账款周转率(X)	5.71	4.91	4.64
长期股权投资	24.24	35.28	49.93
固定资产	242.97	230.27	460.32
在建工程	266.39	271.48	39.82
总资产	756.82	809.89	819.76
总负债	455.60	507.27	529.83
总债务	333.64	385.91	399.99
所有者权益合计	301.23	302.62	289.94
短期债务/总债务(%)	29.95	26.28	21.65
总资本化比率(%)	52.55	56.05	57.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营获现水平良好，2023 年资本开支力度加大导致投资活动净流出规模扩大，偿债指标随盈利水平下滑而有所弱化，但债务结构合理，资金储备及备用流动性较充足，短期偿债压力可控。

公司经营获现能力保持良好，2023 年经营活动净现金流同比小幅增长。公司持续推进自建产线建设和参控股产线资本金出资，投资活动维持较大规模现金净流出，2023 年资本开支规模同比扩大超 50%。公司主要通过经营活动及筹资活动现金流入平衡投资需求，2022 年由于提前储备资金，筹资活动呈现大规模净流入，因而 2023 年筹资活动净流入规模随之收窄。

偿债指标方面，债务规模增长叠加盈利能力下行，2023 年 EBITDA、FFO 对债务本息的保障能力有所弱化，但 EBITDA 和经营活动净现金流仍能对利息支出形成较好覆盖。公司债务结构合理，非受限货币资金对短期债务覆盖能力稳中有升，加之公司畅通的融资渠道，短期偿债风险可控。同期末，公司共获得银行授信、债券发行额度及中航工业集团财务有限责任公司提供授信合计为 996.94 亿元，其中未使用的额度为 623.04 亿元，备用流动性较充足。资金管理方面，公司对下属子公司实行资金归集、统一管理，并通过信息化建设打通业务及财务数据，提升资金使用及管理效率。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	32.88	39.13	39.58
投资活动产生的现金流量净额	-62.16	-34.67	-54.28
筹资活动产生的现金流量净额	24.34	43.02	6.84
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	3.30	3.21	3.36
FFO/总债务(X)	0.12	0.11	0.07
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.11	4.07	3.09
总债务/EBITDA(X)	6.57	7.79	10.92
非受限货币资金/短期债务(X)	0.40	0.89	0.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年末，公司受限资产账面价值合计 74.98 亿元，占总资产的比重约为 9.15%，主要系为借款抵押的固定资产及质押的股权。同期末，联营公司厦门天马显示科技根据项目建设需要进行银团贷款，子公司厦门天马将持有厦门天马显示科技 15% 的股权质押给银团贷款的担保方，公司实际对外担保余额共计 31.50 亿元，占当期期末净资产比重为 10.86%，除此之外，公司无其他对合并范围外的担保。未决诉讼方面，公司应收金立集团账面余额为 6.84 亿元的货款、债权转让对价款、未及时履行提货义务产生的违约金及库存损失已经法院判决确认，待后续根据金立集团破产财产分配方案向本公司分配。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 3 月，公司本部及所有子公司借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测²

假设

——深天马将继续保持在中小尺寸面板领域领先的行业地位及产能规模优势，预计 2024 年业务成长带动营业总收入增长，经营获现能力维持良好。

——预计 2024 年产品市场价格缓慢改善有助于公司盈利修复，但折旧金额加大仍导致利润承压；当年资本开支规模同比小幅下降。

预测

² 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

表 10：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率（%）	56.05	57.98	51~57
总债务/EBITDA（X）	7.79	10.92	8.1~10.0

调整项

流动性评估

公司经营获现水平稳定良好，现金及等价物储备较好，截至 2023 年末非受限货币资金 82.15 亿元，并与多家银行保持良好的合作关系，未使用授信较充足，融资成本处于行业内较低水平。同时，公司融资渠道多元且保持顺畅，可及时为自身资金缺口形成补充。公司经营收现对经营性支出形成良好覆盖，流动性支出需求主要来自对参控股产线的建设，综合来看，未来一年流动性来源可以较好覆盖流动需求。

ESG 分析³

环境方面，公司及子公司均建有废水、废气、噪声处理以及固体废物贮存仓库等污染防治设施，可以满足污染物达标排放的需求，在环境管理方面表现较好。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生重大人身伤亡和生产事故，在社会管理相关方面表现较好。公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构⁴和运行等方面综合考察公司治理情况，总体表现良好。战略方面，公司持续坚定“2+1+N”发展战略，将手机显示、车载显示作为核心业务“2”，将 IT 显示作为快速增长的关键业务“1”，将工业品、横向细分市场、非显业务、生态拓展等作为增值业务“N”。公司战略规划清晰，有助于指导公司稳健推进各项业务取得突破。

外部支持

股东背景实力雄厚，公司作为中航国际下属显示领域核心主体可望持续获得股东支持；公司为国内中小尺寸面板研发创新及地方产业发展做出较大贡献，能享有国家产业相关政策及地方政府的大力支持。

中航国际系中央管理的中国航空工业集团有限公司一级子公司，拥有航空业务、先进制造业务、海外公共事业、服务与贸易四大类业务，公司作为其下属重要的显示领域公司，可获得控股股东和实际控制人在资源、业务赋能等方面的有力支持。此外，近年来，在国家和地方政府的政策支持下，新型显示产业快速发展。公司作为中小尺寸面板显示领域的优质企业，得到了地方政府对新型技术产线投资项目的资金支持。

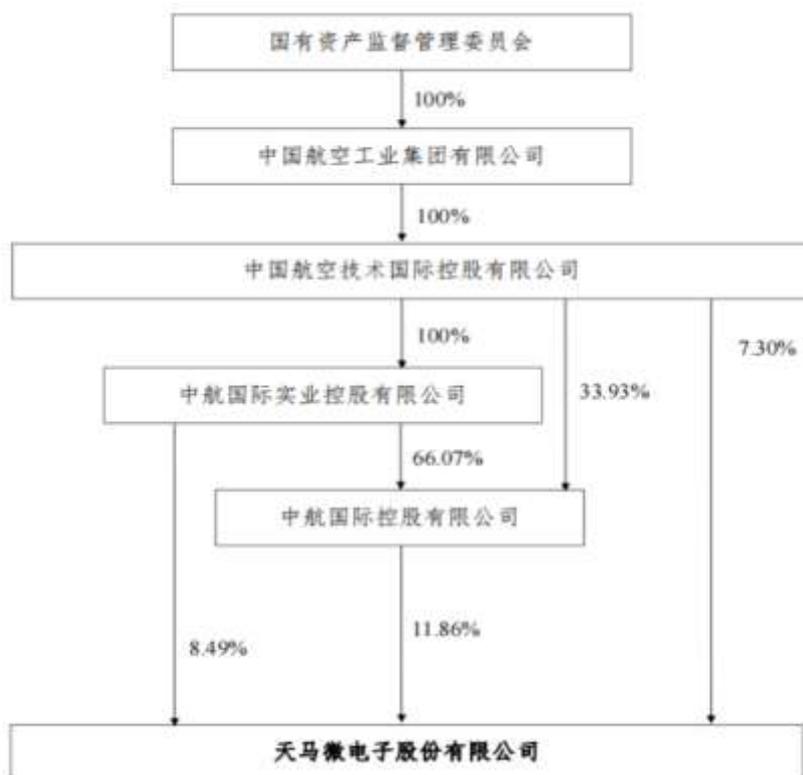
评级结论

综上所述，中诚信国际维持天马微电子股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 天马 01”、“21 天马 02”、“22 天马 01”、“22 天马 02”、“22 天马 04”和“22 天马 05”的信用等级为 **AAA**。

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

⁴ 公司董事会由 12 名成员构成，其中独立董事 4 名，非独立董事中，6 名由中航国际控股有限公司提名。

附一：天马微电子股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



业务前台境外子公司包括：美国天马、欧洲天马、日本天马（销售职能相关）、韩国天马、印度天马、香港天马。虚框组织为公司投资参股但实际管理项目。

资料来源：公司提供

附二：天马微电子股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	403,533.40	905,617.77	828,747.78
应收账款	670,624.40	609,438.28	780,695.59
其他应收款	13,954.24	20,375.49	14,526.87
存货	414,425.81	485,326.30	366,602.43
长期投资	242,365.01	352,801.03	499,272.18
固定资产	2,429,684.19	2,302,722.54	4,603,213.71
在建工程	2,663,926.73	2,714,812.82	398,186.37
无形资产	170,187.84	226,356.70	240,152.93
资产总计	7,568,227.08	8,098,928.32	8,197,631.73
其他应付款	337,975.06	351,327.44	367,703.95
短期债务	999,291.44	1,014,106.05	865,850.68
长期债务	2,337,156.42	2,845,028.25	3,134,004.12
总债务	3,336,447.86	3,859,134.30	3,999,854.81
净债务	2,940,694.46	2,961,168.25	3,178,320.86
负债合计	4,555,971.89	5,072,718.87	5,298,257.75
所有者权益合计	3,012,255.18	3,026,209.45	2,899,373.98
利息支出	99,537.73	121,774.96	117,871.57
营业总收入	3,376,553.29	3,144,747.69	3,227,130.59
经营性业务利润	64,106.31	51,487.50	-152,100.94
投资收益	-969.70	-9,279.92	-35,160.92
净利润	-3,438.95	10,696.44	-210,992.89
EBIT	85,051.61	87,444.37	-132,940.98
EBITDA	508,167.02	495,380.17	364,689.82
经营活动产生的现金流量净额	328,842.34	391,260.02	395,769.83
投资活动产生的现金流量净额	-621,627.37	-346,679.32	-542,829.46
筹资活动产生的现金流量净额	243,418.30	430,184.19	68,376.75
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	12.11	12.90	6.78
期间费用率（%）	11.59	14.99	15.88
EBIT 利润率（%）	2.52	2.78	-4.12
总资产收益率（%）	1.14	1.12	-1.63
流动比率（X）	0.84	1.04	1.05
速动比率（X）	0.65	0.81	0.88
存货周转率（X）	7.80	6.09	7.06
应收账款周转率（X）	5.71	4.91	4.64
资产负债率（%）	60.20	62.63	64.63
总资本化比率（%）	52.55	56.05	57.98
短期债务/总债务（%）	29.95	26.28	21.65
经调整的经营现金流净额/总债务（X）	0.06	0.07	0.06
经调整的经营现金流净额/短期债务（X）	0.21	0.25	0.29
经营活动现金流净额利息保障倍数（X）	3.30	3.21	3.36
总债务/EBITDA（X）	6.57	7.79	10.92
EBITDA/短期债务（X）	0.51	0.49	0.42
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.11	4.07	3.09
EBIT 利息保障倍数（X）	0.85	0.72	-1.13
FFO/总债务（X）	0.12	0.11	0.07

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

PostalCode: 100010

Tel:+86（10）66428877

Fax:+86（10）66426100

Web:www.ccxi.com.cn