



# TCL 科技集团股份有限公司

## 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 0483 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 6 日

**本次跟踪发行人及评级结果**      **TCL 科技集团股份有限公司**      **AAA/稳定**

**本次跟踪债项及评级结果**      “19TCL02”、“19TCL03”、“22TCL 集 MTN001”、“22TCL 集 GN002”、“22TCL 集 MTN003(科创票据)”、“23TCL 集 MTN001(科创票据)”、“24TCLK1”、“24TCLK2”      **AAA**

**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。

**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 TCL 科技集团股份有限公司（以下简称“TCL 科技”或“公司”）行业地位领先、技术研发实力较突出、多元化业务布局有助于分散经营风险、融资渠道畅通且银企关系良好等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司两大核心主业产业链价格波动对经营业绩影响大，跟踪期内 TCL 中环新能源科技股份有限公司（以下简称“TCL 中环”）盈利承压、光伏及半导体材料业务面临资产减值风险、资本支出压力较大，未来项目建设及股权类投资效益情况有待观察等因素可能对公司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，TCL 科技集团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：** 公司行业地位大幅下降，盈利水平和经营获现能力持续弱化，抵御行业周期性波动的能力明显低于同行；对外投资效果未达预期且对公司产生拖累，再融资能力明显下降。

正面
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 公司在半导体显示和新能源光伏领域行业地位领先，具有规模优势</li><li>■ 行业技术壁垒高，较为突出的研发实力和专利数量有利于增强竞争优势</li><li>■ 多元化业务布局有助于分散单一行业波动对公司经营业绩的影响</li><li>■ 公司及部分下属子公司均为上市公司，股权融资渠道畅通，银企关系良好</li></ul>
关注
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 公司两大核心主业周期性均较强，跟踪期内，TCL 中环盈利承压</li><li>■ 在市场需求疲软及产能快速释放背景下，需关注光伏及半导体材料业务面临的资产减值风险</li><li>■ 资本支出压力较大，未来项目建设及股权类投资效益有待观察</li></ul>

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

TCL 科技（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3
资产总计（亿元）	3,087.50	3,599.96	3,828.59	3,917.47
所有者权益合计（亿元）	1,196.62	1,321.39	1,452.66	1,453.45
负债合计（亿元）	1,890.88	2,278.57	2,375.93	2,464.01
总债务（亿元）	1,286.67	1,643.60	1,742.20	1,821.54
营业总收入（亿元）	1,638.08	1,666.32	1,744.46	399.46
净利润（亿元）	149.76	17.88	47.81	-3.34
EBIT（亿元）	210.38	33.03	99.83	--
EBITDA（亿元）	389.66	260.02	355.72	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	328.78	184.26	253.15	65.97
营业毛利率（%）	19.86	8.78	14.68	11.53
总资产收益率（%）	7.43	0.99	2.69	--
EBIT 利润率（%）	12.86	1.98	5.73	--
资产负债率（%）	61.24	63.29	62.06	62.90
总资本化比率（%）	51.81	55.43	54.53	55.62
总债务/EBITDA（X）	3.30	6.32	4.90	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.29	5.17	6.92	--
FFO/总债务（X）	0.21	0.10	0.17	--

注：1、中诚信国际根据 TCL 科技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 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、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、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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

## 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 (%)	EBITDA 利息保 障倍数 (X)	FFO/总债务 (X)
深天马	322.71	36.47	39.58	57.98	-4.12	3.09	0.07
TCL 科技	1,744.46	355.72	253.15	54.53	5.73	6.92	0.17

中诚信国际认为，与同行业相比，TCL 科技在面板和新能源光伏两大核心赛道布局有助于分散风险，在大尺寸面板和光伏硅片领域具有产能规模优势、较突出的技术研发实力及领先的全球市场份额，面板产线尺寸布局更全面，但中小尺寸面板业务竞争力有待提升；两家公司均具有良好的经营获现能力，财务杠杆相近，盈利易受行业周期性波动影响。

注：深天马为“天马微电子股份有限公司”简称。

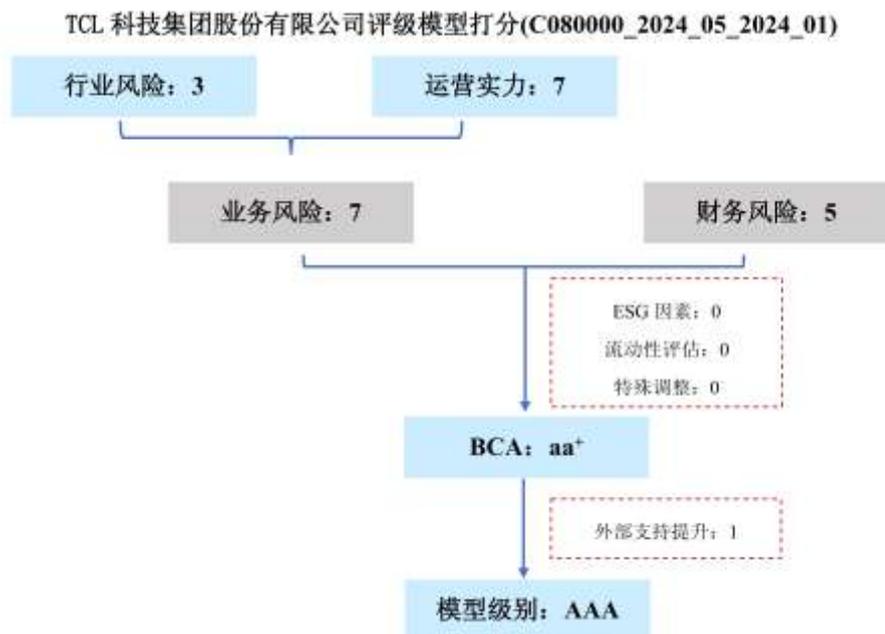
## 本次跟踪情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级有效 期	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19TCL02	AAA	AAA	2023/05/24 至 本报告出具日	10	10	2019/07/23~2024/07/23	调整票面利率选择 权、回售选择权
19TCL03	AAA	AAA	2023/05/24 至 本报告出具日	20	4.4	2019/10/21~2024/10/21	调整票面利率选择 权、回售选择权
22TCL 集 MTN001	AAA	AAA	2023/05/24 至 本报告出具日	20	20	2022/01/14~2025/01/14	--
22TCL 集 GN002	AAA	AAA	2023/05/24 至 本报告出具日	15	15	2022/04/27~2025/04/27	--
22TCL 集 MTN003 (科创票据)	AAA	AAA	2023/05/24 至 本报告出具日	20	20	2022/07/06~2025/07/06	--
23TCL 集 MTN001 (科创票据)	AAA	AAA	2023/05/24 至 本报告出具日	15	15	2023/02/07~2026/02/07	--
24TCLK1	AAA	AAA	2024/01/12 至 本报告出具日	15	15	2024/02/01~2026/02/01	赎回选择权条款、 调整票面利率选择 权、回售选择权
24TCLK2	AAA	AAA	2024/03/15 至 本报告出具日	15	15	2024/04/11~2029/04/11	赎回选择权条款、 调整票面利率选择 权、回售选择权

注：债券余额为截至 2024 年 5 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
TCL 科技	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/1/12 至本报告出具日

## ● 评级模型



### 注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 中诚信国际认为, 公司作为半导体显示及光伏行业重点企业具有突出的技术实力和行业地位, 在吸纳就业和创造税收方面贡献良好, 可获得国家及地方政府在政策和资金层面的支持等因素影响。TCL 华星部分产线建设获得了地方政府及产业基金的资金支持, 可延缓资本支出压力, 公司获得的外部支持由 0 调整至 1。受个体信用状况的支撑, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际电子行业评级方法与模型 C080000\_2024\_05

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，半导体显示行业集中度高且周期性波动明显，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，其中面板和模组制造的产业链环节主要集中在中国、日韩，行业集中度高。目前日韩在前沿技术方面具有一定引领作用，我国面板产业规模为全球第一，具有很强的规模竞争优势。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，2023 年二季度起，随着头部面板厂商减产、终端库存逐步消化，大尺寸面板价格逐步回升，截至 2024 年 3 月末，各主流尺寸的电视面板平均价格均较 2022 年末上浮 50%左右。以手机、笔电为主的个人移动终端产品需求疲软，供大于求趋势短期扭转难度大，2023 年中小尺寸面板价格处于下降通道，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，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，凭借产能规模及技术优势，TCL 科技在两大核心业务领域保持领先的行业地位，跟踪期内，半导体显示业务实现减亏，但 TCL 中环因光伏行业供需失衡而面临盈利及库存去化压力，需关注两大主业资本支出及产能消化等情况。

*2023 年以来公司股权结构无重大变化，战略规划清晰且具有较好的连贯性。*

跟踪期内，公司股权结构无重大变化。截至 2024 年 3 月末，第一大股东李东生及一致行动人宁波九天联成股权投资合伙企业（有限合伙）合计持有公司 6.73%的股权，其中，质押股份占所持股份的 23.23%。由于股权结构较为分散，公司无控股股东及实际控制人。此外，2023 年公司合并范围新增设立及收购子公司 39 家，因股权转让及清算注销减少合并子公司 18 家。其中，子公司中环领先半导体科技股份有限公司（以下简称“中环领先”）通过新增注册资本方式收购鑫芯半

导体科技有限公司（以下简称“鑫芯半导体”）100%股权<sup>1</sup>，进一步丰富公司在 12 英寸半导体硅片领域的技术和产品布局，跟踪期内公司合并范围变化对业务结构未产生重大影响。

战略方面，公司聚焦高科技、长周期、重资产业务发展，以“固本强基、逆势破局”为核心，贯彻“以全球领先战略为牵引、以相对竞争力提升为主线、促进高质量发展”的经营策略，推动产品大尺寸化和规格升级的同时补齐中尺寸产能布局，小尺寸业务聚焦高端化，审慎推进新能源光伏业务全球化，追求可平稳穿越经济周期的长期高质量发展，战略规划连贯性较强。

**跟踪期内，TCL 华星在大尺寸面板领域保持突出的产能规模及较强的技术实力，随着 TV 面板供需关系改善及 OLED 产线稼动率提升，半导体显示业务实现大幅减亏，但仍需关注后续中小尺寸扭亏及 OLED 技术能力的突破情况。**

半导体显示为公司两大核心主业之一，主要运营主体为 TCL 华星光电技术有限公司（以下简称“TCL 华星”）<sup>2</sup>，其在大尺寸面板领域保持领先的市场地位。2023 年，TCL 华星 TV 面板市占率全球第二，显示器整体出货排名提升至全球第三，其中电竞显示器全球第一；LTPS 平板、LTPS 笔电、LTPS 手机面板出货量分别位列全球第一、第二和第三，LTPS 车载屏出货量升至全球第五；柔性 OLED 2023 年第四季度出货量升至全球第四。

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，TCL 华星大尺寸产线均为高世代线，在生产效率和经济切割方面具有优势。截至 2023 年末，公司已建及在建的面板产线共 9 条，并在苏州、武汉、惠州和印度等地配套 5 座模组厂，产品覆盖大、中、小尺寸，其中，2023 年随着 t5 投产及 t9 产能爬坡，产能规模优势进一步增强，产能结构亦有所优化，中尺寸 IT 和车载产能占比提升。从出货情况来看，得益于中尺寸车载 t9 产线一期达产、小尺寸柔性 OLED t4 产线稼动率及出货量提升，2023 年公司半导体显示业务出货面积 5,304 万平方米，同比增长 24.06%；产能利用率及良率方面，2023 年大尺寸面板需求回暖，相关产线稼动率有所回升，良率保持高水平；中小尺寸产线方面，t3 产能利用率及良率保持较高水平，t4 柔性 OLED 产线稼动率及销量提升、t5 于 2023 年中下旬量产爬坡，t9 产线一期达产并实现对品牌客户的 IT 产品交付。中诚信国际关注到，得益于电视面板价格回暖、公司面板销量增加及 OLED 亏损收窄，2023 年 TCL 华星净利润同比减亏 78.72 亿元，但中小尺寸面板价格仍处于相对低位，手机 LTPS 需求受到 OLED 的替代效应明显，中低端 OLED 供给持续增加导致价格竞争激烈，叠加新产线折旧压力大，2023 年半导体显示净利润为-0.07 亿元。此外，公司中小尺寸 OLED 产线在规模及成本控制方面与全球先进厂商仍存在差距。

2023 年，TCL 科技合并口径研发投入 103.09 亿元，同比减少 4.36%，2023 年公司新增 PCT 专利申请 590 件，累计申请 15,331 件；在量子点显示领域的专利申请数量位居全球第二。TCL 华星在半导体显示关键领域的研发投入规模位于行业前列，掌握多项半导体显示工艺技术。TCL 中环在大尺寸、薄片化、N 型硅片等领域均形成领先优势。

<sup>1</sup> 中环领先本次新增注册资本 487,500 万元，鑫芯半导体股东以其所持标的公司 100% 股权出资认缴中环领先本次新增注册资本，交易对价为人民币 775,698.30 万元，交易完成后鑫芯半导体股东合计持有中环领先 32.50% 股权。

<sup>2</sup> 公司半导体业务运营主体还包括 TCL 茂佳。

**公司半导体显示业务产业链较为完整，与上下游合作关系稳固且具有行业影响力，客户基础良好，跟踪期内，公司产品结构有所改善，中尺寸占比小幅提升，但部分 OLED 所需核心原材料及设备仍依赖进口，议价权有限，若实现国产化替代或带来一定成本压降及效益提升。**

公司半导体显示板块主营面板、模组组装业务，还包括显示材料、智能显示终端 ODM 业务，搭建了较为完整的产业链，产品应用覆盖电视、手机、笔电及车载、电竞等高端显示领域。出货结构方面，随公司进一步优化产品布局，2023 年中尺寸业务收入占比提升至 21%，但大尺寸面板产品仍占据主导地位，其中高端化 TV 产品占比有所提升。

从上游采购情况来看，跟踪期内，公司供应商集中度较低且无明显变化，2023 年 TCL 华星前五大供应商采购额占营业成本比重约 21%，目前绝大多数 LCD 原材料已能够实现国产化替代，但 LCD 及 OLED 所需核心设备及 OLED 核心材料仍长期依赖于进口，议价权有限，若对相关材料逐步实现国产化替代，或带来一定成本下降及效益提升，此外，公司已就关键原材料供应与日本旭硝子等建立了稳定的合作关系，供应链稳定性较强，同时得益于公司规模化的采购，采购价格具有相对优势。

从下游销售情况来看，TCL 华星与众多高端笔电、平板、车载显示及商用显示领域的一线终端品牌客户建立良好的战略合作关系，客户基础良好且结构不断优化。2023 年 TCL 华星前五大客户销售收入占比约为 54%，主要客户份额稳定。基于公司领先的市场地位及面板作为终端应用的核心原材料，公司对下游客户在信用账期和结算方面具有一定的话语权。

**TCL 中环在光伏材料领域具有先进产能规模优势，跟踪期内 TCL 中环光伏产品的产销量保持增长，但光伏行业产能过剩导致产业链大幅降价，其面临盈利及库存消化等压力；此外，半导体材料产能仍处于扩张阶段，需关注后续产能利用率及 12 英寸正片订单导入等情况。**

TCL 中环是公司新能源光伏与半导体材料产业的运营主体，2023 年 TCL 中环收入占公司营业总收入的比重达 33.92%。从行业地位来看，TCL 中环是国内唯一拥有太阳能级和电子级硅材料双产业链的上市公司，目前光伏硅片整体市占率 23.4%，G12 硅片市场占有率全球第一，N 型硅片外销市占率多年保持全球第一。

表 1: TCL 中环主要产品产销量情况

太阳能硅片	2021	2022	2023	2023 年同比增减
产量 (亿片)	82.48	108.47	167.15	54.10%
销量 (亿片)	82.12	106.47	163.07	53.17%
半导体硅片	2021	2022	2023	2023 年同比增减
产量 (百万平方英寸)	751.29	743.40	765.45	2.97%
销量 (百万平方英寸)	751.54	743.80	736.68	-0.96%

注：太阳能硅片折算成 M6 产品列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

新能源业务方面，TCL 中环在产业链配置中侧重核心光伏硅片环节，产能具有领先优势，生产成本优于行业平均水平且掌握一定定价权。截至 2023 年末 TCL 中环光伏单晶年产能同比增长约 31%至 183GW。由于产业链产能的集中释放，2023 年光伏行业出现阶段性供需失衡，行业竞争加剧，上游硅料价格亦大幅下降，全年光伏组件主流价格降幅接近 50%，公司太阳能级单晶硅片

平均售价由 2022 年的 5.3 元/W 降至 3.03 元/W，2024 年一季度价格仍处低位。尽管 TCL 中环光伏硅片产销量增幅较大，一定程度上对冲了价格对销售收入增长的不利影响，但由于产品供需关系进一步偏离，TCL 中环光伏产品盈利及存货跌价压力加大，库存量增长明显。2023 年及 2024 年一季度，TCL 中环净利润分别为 38.99 亿元和-9.51 亿元。

半导体材料方面，由于并购鑫芯半导体以及自建新增产能逐步释放，截至 2023 年末，中环领先 6 英寸、8 英寸、12 英寸半导体硅片产能分别超过 80 万片/月、85 万片/月、49 万片/月。从经营情况来看，2023 年半导体产业处于周期性调整阶段，总销售面积同比下降 0.96%，但由于具有价格和附加值优势的大尺寸硅片销售占比上升，该板块收入同比增长 10.05%。中诚信国际关注到，近年来中环领先产能扩充速度较快，但根据目前实际产能利用水平仍偏低，12 英寸半导体硅片技术能力、客户认证及正片订单导入情况仍有较大提升空间。

**公司产业金融业务主要目的为赋能产业链布局与发展，其他业务对公司利润贡献能力较弱。**

TCL 科技集团财务有限公司（以下简称“TCL 财务公司”）和 TCL 资本<sup>3</sup>的主要为两大重点产业发展提供金融支持。此外，公司参股上海银行、七一二等多家跨行业企业，贡献一定投资收益，跟踪期内，公司减持 1,544 万股七一二股权，持股比例降至 3%。除金融服务和投资外，公司其他业务主要包括翰林汇（835281.S0）和天津普林（002134.SZ）两部分，翰林汇为专业从事 IT 产品销售与服务的业务平台，天津普林从事印制电路板（PCB）业务，目前上述业务对公司利润贡献较小。

**跟踪期内，公司资本开支规模有所收窄，但由于主业聚焦重资产行业，在建及拟建项目仍需大规模持续性资金投入，面临较大的资本支出压力，并需关注项目建设及股权类投资效益情况。**

公司聚焦于“高科技、重资本、长周期”的科技产业发展，截至 2023 年末，主要在建项目总投资 1,705.98 亿元，尚需投资 325.13 亿元，其中面板产线均由国企背景股东参与出资。此外，TCL 中环计划发行可转换债募集资金不超过（含）49 亿元用于建设“年产 35GW 高纯太阳能超薄单晶硅片智慧工厂项目”和“12.5GW 型 TOPCon 高效太阳能电池工业 4.0 智慧工厂项目”，截至 2024 年 5 月末，TCL 中环可转债发行事项尚在推进中，公司预先以自有资金部分投入建设。此外，公司存在持续的对外股权投资计划，TCL 中环仍有在沙特阿拉伯建设光伏晶体晶片工厂项目等数个合资项目在推进中，拟参与 Maxeon 重组暨对外投资出资的交易总金额不超过 1.975 亿美元，面临较大的资本支出压力，同时需关注未来新增产能释放及消化、光伏海外业务拓展效果及投资回报率等。

**表 2：截至 2023 年末公司在建项目情况（亿元）**

在建项目名称	总投资额	已投资	项目建设主体	资金来源
液晶面板 t4 线及技改项目	417.00	413.00	TCL 华星	自有资金及贷款
液晶面板 t5 线	150.00	92.00	TCL 华星	自有资金及贷款
液晶面板 t7 线	426.00	366.00	TCL 华星	自有资金及贷款
液晶面板 t9 线	350.00	232.00	TCL 华星	自有资金、定增及贷款
集成电路用 8-12 英寸半导体硅片之生产线项目	57.07	49.91	TCL 中环	自有资金、定增资金及贷款

<sup>3</sup> 代指资本业务板块，包括钟港资本有限公司、宁波 TCL 股权投资有限公司、新疆 TCL 股权投资有限公司、中新融创资本管理有限公司等。

50GW (G12) 太阳能级单晶硅材料智慧工厂项目	109.80	106.32	TCL 中环	自有资金、定增资金
集成电路用大直径半导体硅片项目	54.11	42.94	TCL 中环	自有资金及贷款
集成电路用半导体硅片项目	105.50	65.42	中环领先	自有资金及贷款
年产 35GW 高纯太阳能超薄单晶硅片智慧工厂项目	36.50	13.25	TCL 中环	自有资金、贷款及可转债
<b>合计</b>	<b>1,705.98</b>	<b>1,380.85</b>		--

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，公司半导体显示业务盈利有所修复，但光伏产业链产能过剩压缩 TCL 中环利润空间，资产减值侵蚀作用加大，政府补助和投资收益为利润的重要补充；公司财务杠杆较为稳定，经营获现水平良好，但资本开支保持高位，且部分面临股权回购压力，短期偿债指标有所弱化但债务接续能力仍较强。

### 盈利能力

公司两大主业盈利水平均受产品价格波动影响大，2023 年在大尺寸面板利润修复带动半导体显示板块减亏，TCL 华星减亏幅度大于 TCL 中环利润降幅，因此公司经营性业务利润同比增长。光伏产业链整体面临供过于求情况，光伏各环节价格非理性下跌导致行业厂商跌破现金利润，公司新能源光伏及半导体材料板块亦面临收入缩减、盈利承压，且在 2024 年一季度表现更为显著，当期 TCL 中环毛利率降至 5.56%，后续光伏产业链价格拐点仍存在较大不确定性。此外，公司期间费用率相对稳定，2023 年处置煤炭资源公司股权及对联合营企业产生的投资收益、研发补助形成的其他收益仍对公司利润水平形成良好补充，但需关注 TCL 中环计提存货跌价损失、参股公司 Maxeon 业绩下滑而计提大额长期股权投资减值损失对利润的影响。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
半导体显示	882.20	24.62	657.17	0.87	836.55	13.82	233.76	15.30
分销业务	319.32	3.62	318.48	4.00	301.10	3.85	62.49	3.44
新能源光伏及半导体材料	411.05	21.69	670.10	17.82	591.46	20.25	99.33	5.56
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>1,638.08</b>	<b>19.86</b>	<b>1,666.32</b>	<b>8.78</b>	<b>1,744.46</b>	<b>14.68</b>	<b>399.46</b>	<b>11.53</b>

注：各板块收入加总同营业总收入存在差异，主要系少量其他业务和利息收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

公司两大核心主业均属于重资产投入行业，跟踪期内以固定资产、在建工程及长期股权投资为主的非流动资产仍为资产主要构成部分，持续扩产能带动总资产规模持续增长。流动资产方面，公司货币资金及理财储备较多，资金受限比例较低，维持较厚的资金安全垫以应对行业周期性波动。2023 年以来存货和应收账款周转效率均有所放缓，主要系新能源光伏及半导体业务受行业景气度下行影响运营效率下降较明显，需关注相关资产减值风险及库存去化情况。

公司负债包括有息负债和以应付账款及应付工程设备款为主的经营性负债，其中有息负债占总负债比重约为 70%左右，主要包括短期信用借款、应付债券、以各条产线及土地使用权、房屋建筑物等作为抵押获得的贷款等。跟踪期内，持续的资本开支需求带动有息债务增长，仍保持以长期

债务为主的期限结构。公司债务增速放缓叠加权益增长较快，财务杠杆小幅下降且控制在适中水平。此外，公司少数股东权益占比较高，需持续关注部分少数股东股权的回购压力<sup>4</sup>。

### 现金流及偿债情况

跟踪期内，得益于面板业务加强回款及压降库存，公司经营获现水平保持良好且有所提升；因面板产线资本开支减少，投资活动现金流缺口减小，外部融资规模同比减少，筹资活动现金净流入规模相应收窄。偿债能力方面，公司产业化项目投资回报期较长，经营活动净现金流和 EBITDA 无法覆盖总债务，跟踪期内，受益于公司盈利能力好转及经营获现水平提升，其对债务本息的保障能力有所增强，货币等价物仍能有效覆盖短期债务，目前公司短期债务占比较低，外部融资渠道顺畅，债务接续能力仍较强。截至 2023 年末，公司共获得银行授信额度 3,186 亿元，其中尚未使用额度为 1,725 亿元，备用流动性较充足。资金管理方面，TCL 科技强化全球资金管理，在上市公司资金管理相关制度下，集团内控股企业（上市公司除外）账户、资金、结算统一管理，遵循安全性、流动性和效益性相结合原则，实现集团合并收益最大化，提高集团整体抗风险能力。集团内上市公司，遵循上市公司监管规则，在集团资金管理原则下，独立开展资金管理工作。

表 4：近年来公司相关财务指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.1~3
利润总额	175.84	10.57	50.52	-4.66
期间费用率	10.56	10.54	11.93	12.16
经营性业务利润	165.69	-10.05	70.50	-0.88
其他收益	19.68	29.18	35.38	3.32
投资收益	39.05	47.31	25.92	1.11
资产减值损失	29.11	34.87	48.14	7.02
总资产收益率	7.43	0.99	2.69	--
货币等价物	384.59	468.92	437.96	480.02
应收账款	182.39	140.52	220.04	238.87
存货	140.83	180.01	184.82	193.05
存货周转率(X)	11.45	9.47	8.16	7.48*
应收账款周转率(X)	10.63	10.32	9.67	6.96*
非流动资产/总资产	71.76	73.47	73.28	71.63
总资产	3,087.50	3,599.96	3,828.59	3,917.47
总负债	1,890.88	2,278.57	2,375.93	2,464.01
总债务	1,286.67	1,643.60	1,742.20	1,821.54
短期债务/总债务	20.63	17.28	22.37	23.91
少数股东权益	766.21	814.60	923.44	916.63
所有者权益合计	1,196.62	1,321.39	1,452.66	1,453.45
总资本化比率	51.81	55.43	54.53	55.62
经营活动产生的现金流量净额	328.78	184.26	253.15	65.97
投资活动产生的现金流量净额	-336.33	-468.36	-407.97	-89.65
筹资活动产生的现金流量净额	127.83	314.01	17.92	57.26
经营活动净现金流/利息支出 (X)	7.00	3.66	4.92	--
总债务/EBITDA (X)	3.30	6.32	4.90	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	8.29	5.17	6.92	--
FFO/总债务 (X)	0.21	0.10	0.17	--
货币等价物/短期债务 (X)	1.45	1.65	1.12	1.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

<sup>4</sup>因 TCL 华星产线建设涉及少数股东出资，截至 2023 年末，TCL 华星少数股东权益为 357.92 亿元，未来部分股权存在回购的可能。

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产账面价值合计 1,027.85 亿元，占总资产的比重为 26.85%，主要为抵押的固定资产、在建工程 and 无形资产。同期末，公司实际对外担保余额共计 23.60 亿元，金额同比有所下降，占期末净资产比重为 1.62%，均为对关联方提供的担保。此外，公司保持较大规模的关联交易，主要系与关联方日常业务经营产生的往来款，还包括少部分获得/提供资金、租赁等。同期末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

**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 5 月，公司本部及主要子公司 TCL 华星、TCL 中环所有借款均到期还本、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<sup>5</sup>

### 假设

——预计 2024 年，公司两大核心主业产能规模持续提升带动收入增长，但受产品价格承压影响，收入增速放缓。

——预计 2024 年经营活动净现金流稳中有增。

——根据在建项目和业务发展需要，预计 2024 年公司资本开支规模同比小幅增长。

### 预测

表 5：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（%）	55.43	54.53	51~54
总债务/EBITDA（X）	6.32	4.90	4.9~6.5

## 调整项

**ESG<sup>6</sup>表现方面**，TCL 科技建立了完善的环境管理体系，并保证体系管理的持续实施、保持和改进，在环境管理和可持续发展方面表现较好，员工激励机制、培养体系健全，较好履行了社会责任；公司治理结构及内控制度较为完善<sup>7</sup>，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，随大尺寸面板业务回暖，2023 年公司经营获现水平同比提升，现金及等价物储备尚可，未使用授信额度较充足，公司及重要子公司为上市公司，融资渠道多元化，财务弹性较好。公司资金流出主要用于债务还本付息及对外投资等，预计资本开支仍处于高位。总体来看，公司未来一年流动性来源可覆盖流动性需求，资金平衡能力尚可。

<sup>5</sup> 中诚信国际对发行主体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发行主体相关的重要假设，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发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 公司于 2024 年 5 月 23 日召开 2023 年度股东大会，完成了董事会、监事会换届和高级管理人员聘任，目前公司第八届董事会由 9 名成员构成，其中独立董事 3 名，非独立董事中 4 名董事为公司管理团队成员，2 名董事分别由股东惠州市投资控股有限公司和武汉光谷产业投资有限公司提名。TCL 中环董事会成员 9 名，其中独立董事 3 名，非独立董事中，5 名董事同时在 TCL 科技中担任职位。

## 外部支持

**公司作为半导体显示及光伏行业重点企业，具有突出的技术实力和行业地位，在吸纳就业和创造税收方面贡献良好，可获得国家及地方政府在政策和资金层面的支持。**

近年来国家大力扶持战略新兴行业，相关政策的出台为公司业务发展提供了良好的政策环境。公司核心业务涵盖半导体及光伏行业，并在相关领域具备关键性技术优势和产能优势，行业地位突出，在吸纳就业和创造税收方面贡献良好。因此，公司能持续获得较稳定的政府补助和政策支持。此外，TCL 华星部分产线项目建设获得了地方政府及产业基金的资金支持，可延缓部分资本支出压力。

## 跟踪债券信用分析

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2019]841号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行票面总额不超过 90 亿元的公司债券。其中，“19TCL02”和“19TCL03”均附有第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，截至 2024 年 3 月末，上述债券均已触发调整票面利率选择权，当前上述债券的票面利率分别为 3.05% 和 2.95%。上述债券募集资金全部用于偿还债务及补充流动资金，公司募集资金用途与募集说明书约定的用途、使用计划及其他约定一致。

根据中国证券监督管理委员会“证监许可[2022]1561号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行票面总额不超过 100 亿元的公司债券。其中，“24TCLK1”附有第 1 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权；“24TCLK2”附有第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。若 2025、2027 年投资者全部行使回售选择权，届时公司到期债务集中压力将有所增加。截至 2024 年 3 月末，当前上述债券的票面利率分别为 2.64% 和 2.69%。上述债券尚未触发投资者回售选择权，募集资金全部用于偿还有息负债或置换已用于偿还到期债务的自有资金、补充流动资金等法律法规允许的用途，公司募集资金用途与募集说明书约定的用途、使用计划及其他约定一致。

公司发行债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内，公司保持行业领先地位，债务期限分布较均衡，经营获现水平良好、资金安全垫较高，融资渠道通畅，能较好的保障到期债务接续，目前跟踪债券信用风险未发生明显不利变化。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持 TCL 科技集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19TCL02”、“19TCL03”、“22TCL 集 MTN001”、“22TCL 集 GN002”、“22TCL 集 MTN003（科创票据）”、“23TCL 集 MTN001（科创票据）”、“24TCLK1”、“24TCLK2”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：TCL 科技集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）

前十大股东名称	股东性质	持股比例
李东生及其一致行动人宁波九天联成股权投资合伙企业（有限合伙）	境内自然人/一般法人	6.73%
惠州市投资控股有限公司	国有法人	4.35%
香港中央结算有限公司	境外法人	4.05%
武汉光谷产业投资有限公司	国有法人	2.64%
中国证券金融股份有限公司	境内一般法人	2.19%
上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）—高毅晓峰 2 号致信基金	基金、理财产品等	1.19%
中国工商银行股份有限公司—华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	基金、理财产品等	1.08%
中国银行股份有限公司—华泰柏瑞中证光伏产业交易型开放式指数证券投资基金	基金、理财产品等	1.03%
中信证券股份有限公司	国有法人	0.98%



资料来源：公司提供

## 附二：TCL 科技集团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	2024.3
货币资金	3,139,369.20	3,537,850.10	2,192,427.10	2,494,402.97
应收账款	1,823,878.20	1,405,166.10	2,200,365.10	2,388,672.11
其他应收款	445,862.10	403,324.80	570,685.50	470,472.47
存货	1,408,335.70	1,800,112.20	1,848,175.50	1,930,475.08
长期投资	2,927,193.50	3,336,674.20	2,891,183.40	2,934,767.80
固定资产	11,359,878.30	13,247,767.20	17,642,262.10	17,233,593.47
在建工程	3,696,588.50	5,205,383.40	1,700,005.20	1,943,334.41
无形资产	1,398,264.70	1,678,393.10	1,841,954.40	1,838,777.95
资产总计	30,874,969.50	35,999,623.20	38,285,908.60	39,174,672.54
其他应付款	1,938,688.80	2,419,035.20	2,217,140.20	2,192,899.98
短期债务	2,654,852.30	2,840,080.40	3,896,749.40	4,355,891.38
长期债务	10,211,877.90	13,595,916.20	13,525,278.90	13,859,473.59
总债务	12,866,730.20	16,435,996.60	17,422,028.30	18,215,364.97
净债务	9,858,559.70	13,068,434.20	15,422,346.80	15,720,962.00
负债合计	18,908,784.00	22,785,747.90	23,759,311.30	24,640,143.86
所有者权益合计	11,966,185.50	13,213,875.30	14,526,597.30	14,534,528.68
利息支出	469,814.10	503,135.90	514,051.90	--
营业总收入	16,380,778.30	16,663,214.60	17,444,617.20	3,994,638.28
经营性业务利润	1,656,871.70	-100,460.10	704,989.70	-8,826.87
投资收益	390,452.60	473,139.40	259,187.70	11,106.94
净利润	1,497,552.90	178,805.90	478,078.40	-33,360.59
EBIT	2,103,824.90	330,308.85	998,253.20	--
EBITDA	3,896,556.90	2,600,161.95	3,557,153.40	--
经营活动产生的现金流量净额	3,287,845.30	1,842,637.60	2,531,475.60	659,650.59
投资活动产生的现金流量净额	-3,363,304.10	-4,683,597.30	-4,079,705.60	-896,530.65
筹资活动产生的现金流量净额	1,278,250.40	3,140,065.60	179,176.40	572,564.87
财务指标	2021	2022	2023	2024.3
营业毛利率(%)	19.86	8.78	14.68	11.53
期间费用率(%)	10.56	10.54	11.93	12.16
EBIT 利润率(%)	12.86	1.98	5.73	1.99
总资产收益率(%)	7.43	0.99	2.69	--
流动比率(X)	1.08	1.09	1.03	1.07
速动比率(X)	0.90	0.89	0.84	0.88
存货周转率(X)	11.45	9.47	8.16	7.48*
应收账款周转率(X)	10.63	10.32	9.67	6.96*
资产负债率(%)	61.24	63.29	62.06	62.90
总资本化比率(%)	51.81	55.43	54.53	55.62
短期债务/总债务(%)	20.63	17.28	22.37	23.91
经调整的经营净现金流/总债务(X)	0.18	0.06	0.10	--
经调整的经营净现金流/短期债务(X)	0.89	0.32	0.43	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	7.00	3.66	4.92	--
总债务/EBITDA(X)	3.30	6.32	4.90	--
EBITDA/短期债务(X)	1.47	0.92	0.91	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.29	5.17	6.92	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.48	0.66	1.94	--
FFO/总债务(X)	0.21	0.10	0.17	--

注：中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务，--表示数据不可得或不可比，带\*数据经过年化处理。

### 附三：基本财务指标计算公式

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
	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
经营效率	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
	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+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)
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，影响报表使用人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）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn