

TCL 科技集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期）、2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：付晓东 xdfu@ccxi.com.cn

项目组成员：贾晓奇 xqjia@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 4 月 26 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。
- 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0239 号

TCL 科技集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17TCL01”、“17TCL02”、“18TCL01”和“18TCL02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年四月二十六日

评级观点：中诚信国际维持 TCL 科技集团股份有限公司（以下简称“TCL 科技”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17TCL01”、“17TCL02”、“18TCL01”和“18TCL02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司产能规模保持增长、行业地位不断巩固、技术实力保持较高水平、经营性业务利润提升，经营获现能力强及融资渠道较为顺畅等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到业务整合效果、关联交易及对关联方担保规模大、债务规模增长快以及存在商誉减值风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

TCL 科技（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	1,927.64	1,648.45	2,579.08
所有者权益合计（亿元）	608.72	638.83	900.57
总负债（亿元）	1,318.92	1,009.62	1,678.51
总债务（亿元）	713.13	706.85	1,238.33
营业总收入（亿元）	1,134.47	750.78	768.30
净利润（亿元）	40.65	36.58	50.65
EBIT（亿元）	67.27	60.14	83.30
EBITDA（亿元）	146.97	142.86	188.75
经营活动净现金流（亿元）	104.87	114.90	166.98
营业毛利率(%)	18.31	11.47	13.61
总资产收益率(%)	3.81	3.36	3.94
资产负债率(%)	68.42	61.25	65.08
总资本化比率(%)	53.95	52.53	57.90
总债务/EBITDA(X)	4.85	4.95	6.56
EBITDA 利息倍数(X)	8.25	5.22	5.75

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理；2、中诚信国际在分析时将“应付短期融资券”及其他流动负债中“超短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中带息部分计入长期债务。

正面

■ **产能保持增长，行业领先地位不断巩固。**通过内生增长及外延式收购，TCL 华星光电技术有限公司（以下简称“TCL 华星”）产能规模优势更加明显。2020 年 TCL 华星电视面板出货量全球第二，中小尺寸 LTPS 智能手机面板出货量全球第三，继续保持领先的行业地位。

■ **技术实力保持较高水平。**近年来公司保持较高研发投入，积极布局新技术、新工艺；TCL 华星围绕印刷 OLED、QLED 以及 Micro-LED 等新型显示技术、关键材料和设备领域持续加大研发投入。此外，截至 2020 年末，天津中环半导体股份有限公司（以下简称“中环半导体”）累计拥有授权知识产权 732 项，突出的研发实力和专利数量有助于公司保持其在所处行业的技术优势。

■ **经营性业务利润提升，经营获现能力强。**得益于全球液晶面板行业景气度上行，2020 年 TCL 华星半导体显示业务获利能

同行业比较

2020 年末部分面板企业主要指标对比表					
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
天马电子	735.58	54.36	292.33	14.75	66.77
TCL 科技	2,579.08	65.08	768.30	50.65	166.98

注：“天马电子”为“天马微电子股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本期跟踪债券情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
17TCL01	AAA	AAA	10	5.97	2017/04/19~2022/04/19	调整票面利率选择权、回售
17TCL02	AAA	AAA	30	1.57	2017/07/07~2022/07/07	调整票面利率选择权、回售
18TCL01	AAA	AAA	10	10	2018/06/06~2023/06/06	调整票面利率选择权、回售
18TCL02	AAA	AAA	20	20	2018/08/20~2023/08/20	调整票面利率选择权、回售

力增强带动公司经营性业务利润大幅增长；经营活动净现金流保持稳定增长，2020 年达 166.98 亿元。

■ **融资渠道较为顺畅。**截至 2020 年末，公司共获得银行授信额度 2,181 亿元，尚未使用授信额度 1,304 亿元，备用流动性充足。此外，公司为上市公司，股权融资渠道畅通。

关注

■ **业务整合效果有待关注。**公司收购天津中环电子信息集团有限公司（以下简称“中环电子”）时间不长，且新增半导体及半导体光伏材料业务与公司原有主业所属行业、业务模式等方面存在差异，同时，新收购苏州三星产线也面临产能整合，公司对新收购资产在业务、管理等方面整合情况、战略规划实施及协同作用发挥效果等方面有待关注。

■ **关联交易及对关联方担保规模大。**终端业务剥离后，公司与标的资产仍保持较大规模的关联交易、担保和资金拆借。截至 2020 年末，公司为关联方提供担保余额 161.45 亿元，存在一定或有负债风险。

■ **债务规模增长快。**随着股权收购事项相关配套融资到位及在建项目持续投入，公司债务规模大幅增长且处于高位，截至 2020 年末，公司总债务为 1,238.33 亿元。公司主要布局“高科技、重资产、长周期”业务，未来尚需投资规模较大，债务规模或将进一步上升。

■ **商誉减值风险。**公司因收购中环电子产生较大规模的商誉，2020 年末商誉规模达 69.43 亿元；若未来市场环境发生不利变化，中环电子业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

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。

■ **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显著弱化；被担保企业及其他关联方经营情况明显恶化；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。

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定期与不定期跟踪评级，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[2017]2766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80亿元的公司债券。

2017年4月19日，“TCL集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”公开发行，发行规模10亿元，债券期限5年，第3年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，当前票面年利率3.40%，债券简称“17TCL01”，债券代码“112518”，当前债券余额为5.97亿元。

2017年7月7日，“TCL集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”公开发行，发行规模30亿元，债券期限5年，第3年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面年利率3.45%，债券简称“17TCL02”，债券代码“112542”，当前债券余额为1.57亿元。

2018年6月6日，“TCL集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”公开发行，发行规模10亿元，债券期限5年，第3年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面年利率5.48%，债券简称“18TCL01”，债券代码“112717”。

2018年8月20日，“TCL集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”公开发行，发行规模20亿元，债券期限5年，第3年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面年利率5.30%，债券简称“18TCL02”，债券代码“112747”。

截至2020年末，“17TCL01”、“17TCL02”、

“18TCL01”和“18TCL02”四期债券募集资金已全部使用完毕，募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP同比增长2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021年经济增长中枢将显著高于2020年，全年走势前高后低。

2020年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度GDP同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下CPI回落，需求疲弱PPI低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的GDP环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但2021年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系

统性风险。再次，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020年12月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在2020年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是2021年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021年中国经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

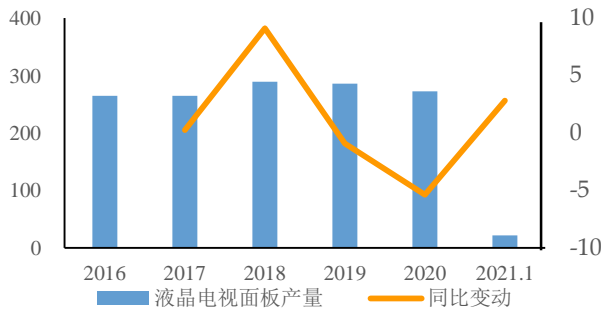
中诚信国际认为，虽然2021年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

近期关注

2020年疫情影响下全球面板行业供求关系重塑，宅经济与居家办公带动大尺寸面板出货量快速增长，而下半年起各尺寸面板价格回升，面板厂商盈利能力明显增强；2021年在全球关键原材料供应偏紧和市场需求不减情况下，面板价格有望继续维持较高水平

大尺寸面板方面，2020年在疫情影响下产业链加速变革，供需关系重塑。受惠于新冠肺炎疫情带来的宅经济与居家办公，根据IDC数据，2020年各应用大尺寸面板出货量达658.9百万片，同比增长7.28%。其中，便携计算机面板、监视器面板及电视面板出货量分别为2.24亿片、1.63亿片和2.71亿片，同比分别增长20.5%、14.5和-5.0%。其中，根据洛图科技(RUNTO)统计，全球电视面板出货面积从2019年的1.62亿平方米增长到2020年的1.64亿平方米，同比微增1.1%，大尺寸化趋势依然存在。疫情导致出货节奏发生变化，一、二季度电视面板出货量均同比下降，三、四季度电视面板出货量逐步恢复。从区域分布来看，随着日本、韩国和中国台湾厂商进行产能调整，转变策略甚至关闭低世代生产线以降低风险，以及我国高世代产线陆续释放产能，全球面板行业产能进一步向中国大陆集聚，无论从出货量还是出货面积来衡量，大陆面板厂商占全球比重已超过50%。从品牌格局来看，京东方、群创光电、TCL华星位列全球电视面板出货量前三位，而韩系品牌LGD和三星显示则分别滑落至第五、第六位。目前大尺寸液晶显示行业已进入成熟期，在高投入、高技术壁垒下，厂商新建产线的意愿降低，竞争格局将大幅改善。

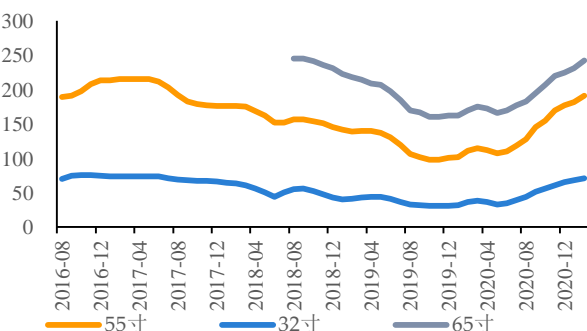
图 1: 近年来全球电视液晶面板出货量情况 (百万片、%)



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

从需求端来看, 2020 年上半年全球疫情蔓延导致市场需求保持低迷, 下半年以来, 随着海外市场社会环境恢复和经济刺激措施的实施, “宅经济”下以北美为代表的全球电视消费需求增加, 加之上半年终端厂商因疫情将出货时程递延, 导致下半年其补库存需求加大, 电视面板需求十分旺盛。2021 年初, 大尺寸面板市场需求热度不减, 根据 Omdia 数据, 2021 年一季度全球电视面板需求环比增长 6%, 年度同比增长 14%; 预计第二季度电视面板采购量将环比增长 14%, 同比增长 34%。

图 2: 近年来全球液晶电视面板价格变化情况 (美元/片)

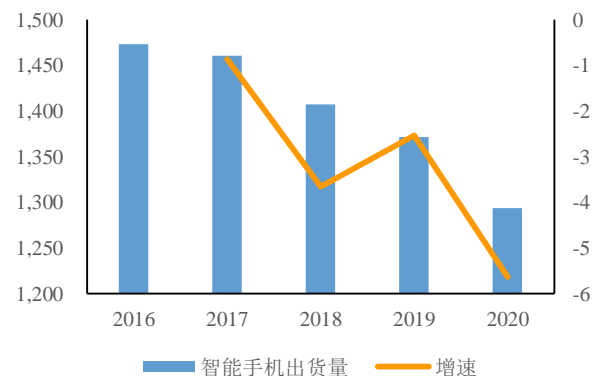


资料来源: Wind, 中诚信国际整理

价格方面, 2020 年年初受疫情影响, 面板厂、供应链、整机厂开工率不足, 短期内面板供应偏紧, 1~2 月面板价格涨幅扩大, 3 月底随着面板产能基本恢复, 而海外疫情持续等导致需求减少, 面板价格止涨, 2~5 月市场需求不旺, 电视面板价格稳中有降。6 月以来受北美、西欧国家市场需求逐步恢复, 出口市场快速回暖, 叠加中国 618 促销、零售端库存处于低位, 急需补货导致市场需求大增, 电视面板价格再度反弹, 下半年涨价态势成为主旋

律, 为面板厂商释放盈利空间。此外, 2021 年 1 月旭硝子 (AGC) 韩国工厂爆炸事件加剧玻璃基板供应紧张情绪, 驱动 IC 延续供不应求趋势, 部分上游物料 (如玻璃基板、驱动 IC 等) 涨价, 三星延迟至 2021 年四季度退出 LCD 面板产能对全球供给端影响十分有限, 而下游终端厂商存在较大的补库存需求, 大尺寸面板需求仍十分旺盛。2021 年一季度虽为行业传统淡季, 但需求持续维持强劲, 面板价格依旧保持上涨, 根据 Witsview 发布的 2 月上旬数据, 32 寸、43 寸、55 寸面板较上月涨幅分别为 3.0%、1.7% 和 2.2%。未来随着新冠肺炎疫苗在世界范围内的陆续获批与接种, 经济活动有望更为活跃, 同时恢复大型体育赛事, 非现场观看赛事需求亦随之上升, 同时, 大尺寸化也驱动面板需求持续提升, 预计短期内面板价格仍有望保持高位。

图 3: 近年来全球智能手机出货量及增速情况 (百万部、%)



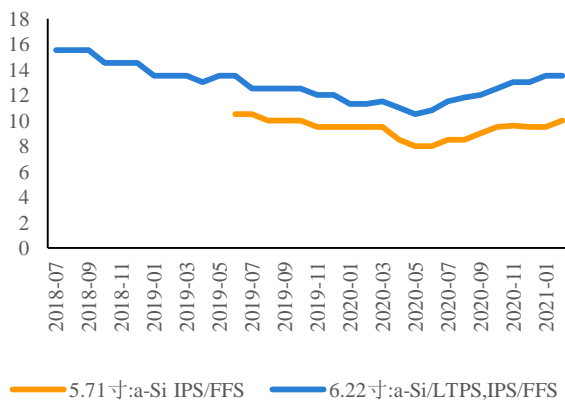
资料来源: Wind, 中诚信国际整理

小尺寸面板方面, 2020 年新冠肺炎疫情对全球手机终端市场及上游供应链产生冲击, 手机终端和面板出货量呈现不同程度下滑, 根据洛图科技 (RUNTO) 统计, 2020 年全球手机面板出货 24.6 亿片, 同比下滑 10.8%, 其中智能手机面板 17.7 亿部, 同比下滑 2%。但 5G 智能手机、AMOLED、折叠、Hole 等诸多技术及细分市场呈现不少亮点, 其中 2020 年柔性 AMOLED 全年出货量达 2.4 亿片, 同比大幅增长 45%, 苹果将柔性 AMOLED 技术扩展至全部 iPhone 12 系列, 华为 Nova 等中高端机型开始采用该技术, OPPO、VIVO、小米及荣耀亦加大在旗舰机型采用柔性 AMOLED 面板的比重。到

2020 年第四季度，柔性 AMOLED 面板出货在智能手机面板中已经占到 16%。未来，随着高端柔性 AMOLED 新建产能不断投产，出货量有望保持快速上升趋势，与此同时，传统小尺寸 LTPS 面板或将面临需求下降的压力。

从小尺寸行业竞争格局来看，根据群智咨询数据，2020 年京东方智能手机面板出货量 4.08 亿片，同比增长 5.2%，超越三星排名全球第一；三星和深天马智能手机面板出货量分别为 3.7 亿片和 1.94 亿片，排名第二和第三，其中，三星市场份额同比下降 7% 至 19.6%，深天马市场份额同比下降 8.5% 至 10.3%。从产品结构来看，京东方出货量主要依靠 a-Si 面板，出货量为 2.78 亿片，占其智能手机面板出货约 70% 的份额，而三星在利润最高的 OLED 面板领域实现出货量 3.7 亿片，排名第一，保持一家独大地位。

图 4：近年来全球智能手机面板价格变化情况（美元/片）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

从产品价格来看，自全面屏兴起以来，智能手机产品规格不断变化，尺寸从最初的 5.5 寸不断扩大，同时技术上亦不断升级创新（COG、挖槽、开孔及 COF）。智能手机面板每一代新产品都会加入新的技术，所以代际之间主流产品价格相对平稳，但上一代产品价格存在明显的下行趋势。在经历 2019 年价格下跌行情后，2020 年一季度疫情发生导致供应链出现缺料、缺工与缺物流等情况，供给减少拉动中小尺寸面板价格回升；二季度疫情在海外快速蔓延，多国开始采取封城、工厂停产等防疫

措施，全球经济与消费遭受重创，手机等消费电子需求下滑，加之小米、三星终端厂商均出现面板减产、新项目推迟情况，小尺寸面板价格有所下滑；下半年疫情催化在家工作、远程教学等需求涌现，出现一波较为强劲的面板需求，同时，随着 APPLE、华为等手机厂商陆续推出 5G 新机型，厂商备货增加，拉动中小尺寸面板价格保持增长态势。

2020 年公司完成对中环电子 100% 股权收购，布局新能源与半导体材料产业，因此次收购产生较大规模商誉，同时后续业务整合效果及协同作用发挥等情况亦有待关注；收购三星苏州面板厂和模组厂股权已完成交割，预计二季度起纳入合并范围

2020 年 7 月 15 日，公司成功摘牌原实际控制人为天津市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天津市国资委”）的中环电子 100% 股权；9 月 8 日，天津市国资委完成上市公司股权间接转让审批程序，确定本次交易转让金额为 125 亿元；9 月 27 日，公司发布《关于公司参与公开摘牌收购中环电子 100% 股权的完成公告》称，其已支付全部股权转让价款，资金来源为自有资金和及银团贷款等自筹资金，交易中心已出具本次交易《国有产权交易凭证》，公司成为中环电子控股股东。中环电子目前主要经营新能源与新材料、新型智能装备及服务、核心基础电子部件配套等业务，其中核心子公司中环股份（002129.SZ）主要从事单晶硅的研发和生产，系全球太阳能单晶硅片市场两大寡头企业之一；天津普林（002134.SZ）主要从事印制电路板（PCB）的研发、生产及销售。2020 年第四季度，TCL 科技将中环电子并表，此次收购于当年期末形成商誉 67.26 亿元，至此，公司形成以半导体显示、半导体及半导体光伏、产业金融与资本三大板块为基础的业务架构，产业链进一步延伸。但新增业务与公司原有主业所属行业、业务模式等方面存在较大差异，中诚信国际将对公司业务、资金等整合情况及协同作用发挥效果等方面保持关注。

图 5：公司业务架构调整图



资料来源：公司 2020 年度报告

表 1：截至 2020 年末公司新并表主要子公司财务指标

公司名称	(亿元)				
	总资产	所有者权益	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
中环半导体	587.20	280.81	190.57	14.76	28.59
天津普林	5.95	3.98	4.58	0.07	0.15

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2020 年 8 月，公司、TCL 华星与三星显示株式会社（以下简称“三星显示”）签署《股东间协议》等，公司将以约 10.80 亿美元对价获得苏州三星电子液晶显示科技有限公司（以下简称“SSL”）60% 的股权及苏州三星显示有限公司 100% 的股权，同时三星电子将以 SSL60% 股权对价款 7.39 亿美元对 TCL 华星增资，增资后将持有 12.33% 股权。截至 2021 年 3 月 31 日，本次交易系统交接基本完成，管理已全部接管，各方面工作已平稳过渡，并将于 2021 年第二季度起纳入公司合并范围。本次收购后，双方有望加强战略合作，TCL 华星在大尺寸领域新增 1 条满产的 8.5 代线，月产能为 120K 大板。

公司拟收购茂佳国际 100% 股权，收购完成后有助于支持显示面板业务产品和应用的多场景发展，提高产品附加值，但是收购溢价率高有待关注

2020 年 12 月 11 日，公司下属香港全资子公司 TCL 科技投资有限公司（以下简称“TCL 科技投资”）与 TCL 实业控股（香港）有限公司签订《股权转让协议》，TCL 科技投资以现金方式出资 28.00 亿元收购

Moka International Limited（以下简称“茂佳国际”）100% 股权。根据中联资产评估集团有限公司出具的《评估报告》，以 2020 年 10 月 31 日为评估基准日，采用收益法测算标的资产评估值为 28.30 亿元，增值率 218.19%。茂佳国际通过 ODM 模式与众多国内外一线品牌客户共同开发显示器、电视机及各类商用显示等大、中尺寸智能显示终端产品。根据迪显统计数据，2020 年茂佳国际大尺寸显示终端加工出货量 1,020 万台，位列全球第四；当年茂佳国际实现营业收入为 118.91 亿元，同比增长 13.29%；净利润 2.75 亿元，同比下降 14.33%，本次收购时转让方承诺 2021~2023 年期间累计净利润不低于 7.60 亿元，否则将进行现金补偿。通过本次收购，公司在原有半导体显示业务基础上，补充设计服务和加工业务，有利于为 B 端客户提供从面板到整机的完整服务体系，提升产品附加值。

伴随市场景气度上行，2020 年 TCL 华星大尺寸面板出货大幅增长，收入亦明显增加；随着在建项目陆续投产及完成对三星显示苏州工厂的收购，公司在半导体显示领域领先的行业地位将进一步巩固

TCL 华星于 2009 年成立，主要从事液晶面板产销和液晶模组组装业务，截至 2020 年末，公司对 TCL 华星持股比例为 91.56%。2020 年 TCL 华星电视面板出货面积提升至全球第二，LTPS 手机面板出货量全球前三，保持领先的行业地位，当年 TCL 华星实现营业收入 467.65 亿元，同比增长 37.6%；净利润 24.28 亿，同比增长 151.12%，盈利能力逐步恢复。

原材料采购方面，TCL 华星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、驱动 IC 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；TCL 华星与旭硝子等主要供应商建立了良好合作关系。2020 年 TCL 华星前五大供应商占比合计为 25.40%，集中度尚可且供应商稳定性较高。

生产方面，目前公司已建和在建的生产线共有6条，产品覆盖大、中、小尺寸面板及触控模组、电子白板、拼接墙、车载、电竞等高端显示应用领域。2020年TCL华星实现产品出货面积2,909.7万平方米，同比增长31.2%。大尺寸面板生产方面，2020年第一期8.5代TFT-LCD液晶面板项目（以下简称“t1项目”）、第二期8.5代TFT-LCD液晶面板项目（以下简称“t2项目”）和第11代TFT-LCD及AMOLED新型显示器件生产线（以下简称“t6项目”）保持满销满产；第11代TFT-LCD及AMOLED超高清新型显示器生产线（以下简称“t7项目”）一期已开始投产，计划至2021年下半年实现满产，2020年大尺寸产品出货2,767.5万平方米，同比增长32.9%；出货量4,574.6万片，同比增长11.0%。2020年大尺寸业务实现营业收入289.8亿元，同比增长53.1%，面板大尺寸化趋势使得出货面积增速明显大于出货量增速。

小尺寸面板方面，2020年第6代LTPS-LCD/AMOLED显示面板生产线项目（以下简称“t3项目”）产能由48K提高到53K，t4项目一期实现满产，折叠屏和双曲面完成品牌厂商交付和上量，并在陆续导入全球一线品牌客户。2020年，中小尺寸出货面积为142.2万平方米，同比增长4.2%；出货量9,923.5万片，同比下降12.8%；小尺寸业务实现营业收入177.9亿元，同比增长18.1%。t4项目二期、三期设备在陆续搬入，二期累计产能达到月加工3万片，三期累计产能达到月加工4.5万片，主要产品为中小尺寸柔性可折叠AMOLED显示面板。

随着苏州三星工厂完成交割，加之t7产线量产爬坡、t4产线二三期建设，2021年TCL华星规模增长将超过50%，市场份额及地位将进一步提升，但后续新增产能整合情况亦有待关注。

表2：截至2020年末TCL华星主要产线情况

项目	代线	产品	产品应用	2020年末产能（万片/月）	主要规格	地区
t1	G8.5	TFT-LCD	TV面板	15.8	32寸	深圳
t2	G8.5	TFT-LCD	TV面板	15.7	55寸	深圳
t6	G11	TFT-LCD	TV面板	9.8	65/75寸	深圳
t3	G6	LTPS-LCD/AMOLED	手机、移动PC面板	5.3	5.5寸	武汉
t4	G6	LTPS-AMOLED	手机、移动PC面板	1.5	5.8~9.7寸	武汉
t7	G11	TFT-LCD/AMOLED	TV面板	点亮爬坡阶段	65/70/75寸	深圳

资料来源：公司提供

销售方面，2020年TCL华星55寸产品份额全球第一、32寸产品份额全球第二，65寸和75寸产品份额跃居全球第二；商用显示领域，交互白板出货量跃居全球第一，轨道交通、电竞等产品市场份额快速提升。TCL华星与三星、TCL电子、小米等一线品牌客户建立良好的战略合作关系，6代AMOLED产线（t4项目）的折叠、挖孔屏已向联想、小米量产出货；中尺寸的车载、笔电等产品与比亚迪、联想等客户陆续开展战略合作，导入多家高端笔电、平板及车载显示的品牌客户，不断优化产品和客户结构。2020年TCL华星前五大客户销售收入占比为59.22%，其中关联方销售收入占比

20.39%，客户集中度较高。

表3：TCL华星2020年前五大客户情况（亿元、%）

客户	销售收入	占比
第一名	75.62	16.30%
第二名	73.24	15.78%
第三名	63.06	13.59%
第四名	31.58	6.81%
第五名	31.31	6.75%
合计	274.81	59.22%

资料来源：公司提供

显示模组方面，目前TCL华星间接持有华显光电技术控股有限公司（以下简称“华显光电”）64.21%股权，为华显光电控股股东。华显光电主要从事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 TCL 华星实现一体化整合,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。华显光电已经进入多家一线智能手机品牌供应链,2020 年模组销量为 1.12 亿片,同比增长 1.4%。2020 年华显光电实现销售收入 43.53 亿元,同比下降 20.2%;实现净利润 0.06 亿元,同比下降 86.7%,收入和利润下滑主要系新冠肺炎疫情对其上半年生产经营影响大及毛利较低的加工类产品销量占比高、拉低公司平均销售单价所致,目前华星光电对公司整体利润规模贡献较小。

研发方面, TCL 华星围绕印刷 OLED、QLED 以及 Mirco-LED 等新型显示技术、关键材料和设备领域持续加大研发投入,2020 年新增 PCT 专利申请 1,536 件,累计申请数 12,797 件。

半导体光伏及半导体材料为新增核心业务板块,随着行业景气度不断提升,2020 年半导体光伏和半导体材料产能持续增加,销量规模进一步扩大

公司通过收购中环半导体进入新能源与半导体材料产业,主要由子公司中环股份负责运营。其主营业务围绕硅材料展开,专注单晶硅的研发和生产,纵向在新能源制造和半导体制造领域延伸,横向在强关联的其他领域扩展,形成光伏发电板块。中环股份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。随着行业景气度提升以及公司光伏材料和半导体材料产能持续增加,销售规模不断扩大,2020 年中环半导体实现营业总收入 190.6 亿元,同比增长 12.8%;净利润 14.8 亿元,同比增长 17.0%。

原材料采购方面,多晶硅料是公司生产半导体光伏及半导体材料产品的重要原料,占主营业务成本的 40~50%,因此,公司共享多晶硅原料采购平台。采购模式分为直采及向下游客户采购多晶硅料进行生产后,再将产品销售给下游客户两种,多晶硅料主要以进口为主,由于电子级材料对原料的品质及纯度要求苛刻,因此电子级材料基本完全依赖

进口,面临一定的汇率波动风险。结算方面,多晶硅料国内采购和辅料采购等主要采用货到检验合格后付款或收到发票 60 天后予以付款的形式;进口部分原材料采购为预付部分货款形式,根据采购地和供应商的不同,公司可享受 30/60 天账期。2020 年中环半导体前五大供应商占比分别为 33.85%,集中度适中。

表 4: 中环半导体主要产品产销量情况

太阳能硅片	2018	2019	2020
产量(亿片)	30.04	49.22	64.10
销量(亿片)	29.20	50.70	63.33
半导体硅片	2018	2019	2020
产量(百万平方英寸)	380.13	458.66	631.33
销量(百万平方英寸)	374.15	452.10	627.25
电力	2018	2019	2020
产量(万度)	46,199.75	73,324.21	73,650.85
销量(万度)	46,199.75	73,324.21	73,650.85

注:太阳能硅片折算成 G1 产品列示。

资料来源:公司年报,中诚信国际整理

2020 年半导体光伏业务实现营业收入 173.60 亿元,同比增长 12.44%。该业务主要产品包含太阳能级单晶硅棒/片、电池片及组件。其中,太阳能级单晶硅/棒片采取以销定产的生产模式,并根据市场情况决定是否通过外购半成品或中间产品进行硅片的深加工生产,产能利用率保持在 90% 以上。截至 2020 年末单晶总产能达 55GW/年,其中 G12 产能占比已达 40%,当年四季度公司在 G12 硅片市场占有率超过 99%;2021 年 2 月业内最大单体单晶硅投资项目——宁夏中环六期项目签约落地,中环半导体将与当地政府共同打造工业 4.0 智慧工厂,推进 G12 单晶硅产品量产应用。电池片和组件生产是由下游关联公司代工且大多用于自营电站建设而非对外销售,毛利较低。公司开展叠瓦 3.0 产线的研发,并与国内领先的 G12 PERC 电池制造商协同创新,截至 2020 年末叠瓦组件产能为 4GW/年;在江苏投产、天津投建的 G12 高效叠瓦组件项目已实现全新一代产品下线,综合性能行业领先。销售方面,太阳能级硅材料直接面向客户销售,客户多为国内外知名太阳能电池片、组件或发电企业,一般公司每年都会与多个对行业下游具有影响力的

客户签订框架合作协议锁定长期订单，并须在年初支付履约保证金，客户稳定性较好。由于客户重要程度和销售数量不同，销售模式有所差异。结算方式有电汇、承兑汇票和信用证。由于国家连续出台光伏发电调控政策，以及行业复苏带来的产能过剩，行业内企业竞争激烈，近年来公司太阳能级单晶硅片平均售价持续下降，公司光伏材料业务面临产能过剩和盈利下滑风险。

此外，公司以内蒙和河北作为光伏电站开发的散射原点，在全国范围内开发建设太阳能光伏电站业务，截至 2020 年末，公司持有电站 19 座，总装机规模为 755MW，应收电费补贴 9.69 亿元。根据规划，中环半导体正加速重组剥离太阳能电站投资业务，聚焦晶体——组件制造业务，中诚信国际将对其后续业务重组进展保持关注。

半导体材料业务包括半导体材料、半导体器件、半导体封装，2020 年该业务实现营业收入 15.18 亿，同比增长 22.70%。当年公司硅片出货面积同比增长 30% 以上，由于半导体材料生产过程中工艺损耗程度较高且合格率相对于光伏级硅材料较低，公司半导体硅片产能利用率维持在 88% 以上，处于较高水平。销售方面，半导体硅材料采取直销模式，半导体器件业务以直销为主、代理销售为辅。结算方式包括电汇、银行票据等，结算周期一般为 2 个月。2020 年公司在 12 寸晶圆在关键技术、产品性能质量取得了重大突破，已量产供应国内主要数字逻辑芯片、存储芯片生产商；传统的功率半导体产品用硅片（5 寸、6 寸、8 寸）业务稳定增长，供应国内和国际用户，客户群较稳定。从收入区域分布来看，随着公司在欧洲、日本、台湾等半导体产业聚集地区积极构建市场渠道网络，扩展全球化营销及服务能力，2020 年海外销售占比达 40%。但受全球疫情影响，公司位于江苏的新建项目投产进度未达预期，使公司半导体硅片产销平衡受到较大影响，处于供不应求状态；目前半导体器件业务收入规模较小且持续呈成本倒挂状态，中诚信国际将持续关注公司新增产能爬坡及半导体器件业务利润改善情况。

表 5：中环股份 2020 年前五大客户情况（亿元、%）

客户	销售收入	占比
第一名	12.48	6.55%
第二名	12.36	6.49%
第三名	10.20	5.35%
第四名	9.73	5.11%
第五名	9.53	5.00%
合计	54.30	28.49%

资料来源：公司提供

研发方面，中环半导体研发投入力度较大，2020 年研发投入 9.09 亿元，占营业收入的比重为 4.77%。中环半导体旗下拥有 1 个国家级技术中心、3 个省部级研发中心、2 个省部级重点实验室、8 家高新技术企业、1 家国家技术创新示范企业。截至 2020 年末，中环半导体累计拥有授权知识产权 732 项，保持其在所处行业的技术领先地位。同时，公司不断将科技研发成果产业化，突出的研发实力和专利数量有助于公司保持技术优势、提升产品核心竞争力。

在建项目尚需投资规模大，存在较大的资本支出压力

公司聚焦于“高科技、资本密集、长周期”的科技产业发展，公司在建项目总投资额 1,691.52 亿元，截至 2020 年末已投资 1,067.91 亿元。资金来源方面，t6、t4 和 t7 项目注册资本金分别为 215.00 亿元、180.00 亿元和 203.00 亿元，其中 TCL 华星分别出资 114.00 亿元、90.00 亿元和 113.00 亿元，注册资本金与项目建设总投资的差额由银行贷款及公司自有资金解决；中环股份在建项目主要通过自有资金和股权融资方式获取项目建设资金。此外，公司规划与广州市人民政府及广州开发区管理委员会统筹协调的国企（以下简称“广州市政府委派企业”）合作投资建设广州华星第 8.6 代氧化物半导体新型显示器件生产线项目（简称“t9”项目），预计总投资约 350.00 亿元，其中，广州市政府委派企业和 TCL 华星分别出资 78.75 亿元和 96.25 亿元，对项目公司持股比例分别为 45% 和 55%，差额部分将由项目公司通过银团贷款等方式筹集，TCL 华星

出资部分将主要通过非公开发行股份方式募集资金。公司在建项目建设期一般为3年，尚需投资规

模较大，同时，2020年以来公司购买资产事项较频繁且交易金额很高，未来仍面临较大资本支出压力。

表 6：截至 2020 年末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	总投资额	已投金额	项目建设主体	资金来源
液晶面板 t6 线	465.00	400.00	TCL 华星	自有资金及贷款
液晶面板 t4 线	385.00	270.81	TCL 华星	自有资金及贷款
液晶面板 t7 线	427.00	190.82	TCL 华星	自有资金及贷款
惠州模组一体化项目	96.00	60.00	TCL 华星	自有资金及贷款
集成电路用 8~12 英寸半导体硅片之生产线项目	57.07	23.97	中环股份	自有资金、定增资金
可再生能源太阳能电池用单晶硅材料和超薄高效太阳能电池用硅单晶切片产业化工程五期项目	91.25	46.54	中环股份	自有资金及贷款
高效太阳能电池用超薄硅单晶金刚线智能化切片项目	37.66	15.96	中环股份	自有资金及贷款
高效太阳能叠瓦组件智慧工厂项目	30.45	6.74	中环股份	自有资金及贷款
集成电路用 8~12 英寸半导体硅片之晶体及 12 寸试验线项目	27.39	6.10	中环股份	自有资金及贷款
太阳能电站项目	74.70	46.97	中环股份	自有资金及贷款
合计	1,691.52	1,067.91	--	--

资料来源：公司提供

产业金融及投资业务收益有利于平衡两大核心业务所处行业周期波动影响，赋能公司产业链布局与发展；其他业务对公司利润贡献能力较弱

公司产业金融及投资业务包含 TCL 金融和 TCL 资本两部分。TCL 产业金融主要包括集团财业务和供应链金融业务。财资业务着力保障公司重点项目资金需求，加强对产业流动性和外汇风险的主动管理，逐步满足业务全球化的金融需求。供应链金融业务方面，截至 2020 年末，公司供应链金融业务对公金融客户数超过 2 万家，零售金融注册客户数超过 156 万个。TCL 资本业务包括创投及财务投资业务和香港持牌金融机构钟港资本有限公司业务（以下简称“钟港资本”）。截至 2020 年末，TCL 创投管理的基金规模为 90 亿元人民币，累计投资 126 个项目，目前持有宁德时代、帝科股份、寒武纪等上市公司股票，以及腾远钴业、尚太科技、翱捷科技和格科微电子等公司的股权；钟港资本完成 18 个债券发行及承销项目和 7 个债务管理项目，投资银行和资产管理业务平稳增长；中新融创资本管理有限公司累计投资上市公司超 130 家，业绩稳健

增长，并正在围绕公司两大核心主业寻找布局机会。此外，在公司直投的上市公司股权方面，截至 2020 年末，公司持有天津七一二通信广播股份有限公司（603712.SH）16.07%的股权、花样年控股集团有限公司（01777.HK）20.06%的股权（由全资子公司利嵘发展有限公司直接持有），以及上海银行股份有限公司（601229.SH）5.76%的股权。2020 年产业金融及投资业务实现利润 9.99 亿元，为公司利润提供重要补充，有助于维持公司整体的业绩稳定。但中诚信国际也关注到，截至 2020 年末公司持有上海银行股权账面价值 112.32 亿元，但是按公司对其 5.76%的持股比例计算，截至 2020 年 12 月 31 日收盘，该部分市值仅为 64.16 亿元。中诚信国际将持续关注公司所持资产价格波动对其偿债能力的影响。

公司其他业务主要包括翰林汇和天津普林（002134.SZ）两部分，目前上述业务对公司利润贡献能力较小。翰林汇为专业从事 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，2020 年翰林汇实

现营业收入 225.18 亿元，同比增长 8.08%；实现净利润 1.86 亿元，同比下降 13.65%。天津普林专注印制电路板（PCB）行业 30 余年，坚持“多品种、中小批量、高品质、高可靠”的定位，月交货能力超过 4,700 个品种数，产品类型覆盖单双面板、多层板、高多层板、HDI、高频高速板及厚铜板等，广泛应用于工控医疗、汽车电子、通讯电子、航空航天、消费电子等领域。2020 年天津普林实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 9.48%；净利润 0.07 亿元，同比下降 48.69%，利润下滑主要系疫情期间主要原材料价格大幅上涨所致。

财务分析

以下分析基于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公司 2018~2020 年财务报告。中诚信国际在分析时使用的各期财务数据均为审计报告期末数。2019 年 4 月公司重大资产出售的标的资产完成过户，2020 年第四季度中环电子并表，合并报表范围发生重大变化。

受液晶面板行业景气度上行影响，经营性业务利润大幅增长，较高的投资收益对利润总额贡献很大；EBITDA 利润率和总资产收益率均有所上升，盈利指标有所优化

2020 年半导体显示业务和分销业务收入增长以及四季度新增半导体光伏及半导体材料业务收入，带动公司营业收入实现增长，未来随着半导体光伏及半导体材料业务收入全年并表，公司收入规模有望进一步扩大。受行业供求关系改善影响，2020 年下半年起液晶面板价格回升带动 TCL 华星板块毛利率大幅增长，半导体光伏及半导体材料板块毛利率略有下降主要系半导体材料成本上升所致，翰林汇毛利率因 IT 产品分销行业性质仍处于较低水平。

注1：多媒体业务运营主体为 TCL 电子控股有限公司（以下简称“TCL 电子”）；通讯业务运营主体为 TCL 通讯科技控股有限公司（以下简称“TCL 通讯”）；家电业务运营主体为惠州 TCL 家电集团有限公司（以

表 7：公司主要板块收入结构（亿元）¹

	收入	2018	2019	2020
保留 板块	半导体显示	276.66	339.94	467.65
	分销业务	165.67	208.36	225.14
新增 板块	半导体光伏及 半导体材料	--	--	56.83
剥离 板块	TCL 电子	390.98	--	--
	TCL 通讯	130.19	--	--
	TCL 家电	175.16	--	--
	通力电子	64.14	--	--
其他及合并抵消		-70.21	201.04	17.11
营业收入合计		1,133.60	749.33	766.77

注：合计数与各板块加总数不同主要系小数点四舍五入所致。

资料来源：公司提供

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

	毛利率	2018	2019	2020
保留 板块	半导体显示	18.75	10.34	16.89
	分销业务	3.96	3.59	3.47
新增 板块	半导体光伏及 半导体材料	--	--	19.27
剥离 板块	TCL 电子	15.75	--	--
	TCL 通讯	25.51	--	--
	TCL 家电	17.21	--	--
	通力电子	12.08	--	--
营业毛利率		18.31	11.47	13.61

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用中研发费用占比较高，2020 年为 43.96%，随着研发投入增加及合并中环电子，当年研发费用同比增长 29.62% 至 44.03 亿元。由于融资规模大幅增长，2020 年公司财务费用同比大幅增长，业务规模扩大带动管理费用有所上升，但销售费用同比下降，主要系 2019 年资产重组剥离业务所致。综上，当年期间费用规模和期间费用率均有所增长。得益于液晶面板行业景气度上行，半导体显示业务利润空间明显提升，公司经营性业务利润大幅增长带动利润总额上升。同时，较高的投资收益亦对利润总额贡献很大，2020 年投资收益主要系持股上海银行和湖北省长江合志股权投资基金合伙企业（有限合伙）等联营公司

下简称“TCL 家电”；通力电子控股有限公司（以下简称“通力电子”）主要从事音视频产品开发和销售；销售及物流服务业务的运营主体为翰林汇和酷友科技。

按权益法确认的投资收益。2020年 EBITDA 利润率和总资产收益率均实现增长，公司盈利指标有所优化。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
期间费用合计	188.37	93.98	100.17
期间费用率(%)	16.60	12.52	13.04
经营性业务利润	34.90	8.95	20.08
资产减值损失	15.23	8.23	5.76
公允价值变动收益	-0.04	4.74	6.73
投资收益	21.67	34.43	32.54
营业外损益	8.52	0.79	3.75
利润总额	49.44	40.56	57.35
EBITDA 利润率(%)	12.96	19.03	24.57
总资产收益率(%)	3.81	3.36	3.94

注：资产减值损失中包含信用减值损失，数值以正号列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中环电子并表带动资产和负债大幅增长，随着在建项目持续投入及对外投资等事项推进，财务杠杆水平或将保持高位；权益稳定性有待关注

随着中环集团并表，2020年末总资产和总负债规模均大幅增长。公司资产主要以货币资金、长期股权投资、固定资产和在建工程为主。公司货币资金保持较大规模，其中2020年末受限货币资金为35.01亿元，主要系保证金。由于TCL华星和中环半导体项目建设持续投入，非流动资产仍保持在较大规模，公司重资产产业特征导致固定资产和在建工程合计占非流动资产比重超过60%。此外，因收购中环电子，2020年末公司商誉增至69.43亿元，其中中环电子商誉为67.26亿元，若未来市场环境发生不利变化，中环电子业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。由于公司部分项目引入外部投资者，少数股东权益增加和利润积累带动所有者权益规模上升，2020年由于新并表的中环股份和天津普林股权结构较分散，公司对其持股比例不高，使得少数股东权益占比进一步提升至62.13%，对所有者权益的稳定性造成一定影响。2020年末债务规模上升推高整体负债规模，资产负债率和总资本化比率均小幅上升，近期公司陆续增持中环股份等股权及与关联方TCL实业控股股份有限公司共同出资成

立半导体公司，对外股权投资及在建项目持续投入，未来财务杠杆水平或将进一步上升。

表 10：近年来公司主要资产及权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
货币资金	268.01	186.48	217.09
应收账款	136.04	83.40	147.34
固定资产	359.83	454.59	928.30
在建工程	389.25	335.78	315.08
长期股权投资	169.57	171.94	240.47
总资产	1,927.64	1,648.45	2,579.08
应付账款	270.15	115.49	164.69
其他应付款	231.21	122.94	148.69
流动负债	788.35	430.58	710.17
长期借款	368.65	385.12	735.89
应付债券	129.86	164.79	180.41
总负债	1,318.92	1,009.62	1,678.51
所有者权益合计	608.72	638.83	900.57
少数股东权益	303.77	337.71	559.49
资产负债率	68.42	61.25	65.08
总资本化比率	53.95	52.52	57.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营活动净现金流稳定增长，股权投资及项目建设投入加大投资活动净流出规模，部分资金需依赖外部筹资；公司债务规模快速上升，短期偿债能力待提升

受益于以半导体显示为主的各项业务经营规模的扩大和较好的经营获现能力，公司经营活动净现金流持续呈净流入，2020年经营活动净流入规模同比增加主要系新投产产线满产满销及合并中环集团所致；因收购中环电子及TCL华星建设项目较多，2020年公司投资活动现金流出敞口进一步扩大，且保持在较高水平，公司主要通过新增借款平衡资金缺口。未来随着项目建设推进，对外融资将是公司主要资金来源，预计筹资活动现金净流入仍将保持在较大规模。

偿债指标方面，2020年末由于在建项目及股权投资规模较大，公司总债务规模很大且快速增长，其中短期债务占比为24.99%，债务期限结构与项目资金需求较为匹配。但由于公司一年内到期的长期借款大幅增加，2020年末短期债务规模增长较多，货币资金对短期债务的覆盖能力有所弱化，短

期偿债能力有待提升。2020 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对总债务的覆盖能力下降，但 EBIT 和经营活动净现金流对利息支出覆盖能力较好，公司整体偿债压力可控。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020
短期债务	214.63	156.70	309.47
总债务	713.13	706.85	1,238.33
经营活动净现金流	104.87	114.90	166.98
投资活动净现金流	-282.31	-317.32	-387.74
筹资活动净现金流	200.40	119.51	228.65
经营活动净现金流/总债务	0.15	0.16	0.13
经营活动净现金流/利息支出	5.88	4.20	5.09
总债务/EBITDA	4.85	4.95	6.56
(CFO-股利)/总债务	0.09	0.10	0.09
EBIT 利息保障倍数	3.77	2.20	2.54
货币资金/短期债务	1.25	1.19	0.70

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信、畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供一定支撑，但需关注公司对关联方担保及关联交易规模较高

截至 2020 年末，公司共获得银行授信额度 2,181 亿元，已使用授信额度 877 亿元，尚未使用授信额度 1,304 亿元，备用流动性充足。

资产抵质押方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 903.39 亿元，占总资产的比重为 35.03%。截至 2020 年末，第一大股东李东生及其一致行动人合计质押 2.69 亿股，占其持股的 49.10%。

表 12：截至 2020 年末公司受限资产明细科目（亿元）

	受限资产账面价值	受限原因
货币资金	2.10	中央银行法定存款准备金
货币资金	32.91	保证金
应收票据	0.24	质押
固定资产	719.92	借款抵押物
无形资产	24.88	借款抵押物
交易性金融资产	21.11	借款质押物
在建工程	97.22	借款抵押物
应收账款	3.98	质押
合同资产	1.03	质押
合计	903.39	--

注：合计数与各明细项目加总数有差异主要系小数点四舍五入所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项方面，截至 2020 年末，公司实际对外担保余额共计 161.45 亿元，占期末净资产比重为 17.93%，均为对关联方的担保；若关联方未来经营不善，可能会对公司带来不利影响。此外，公司关联交易规模较大，2020 年度公司向关联方销售原材料和产成品 145.56 亿元，采购原材料和产成品 30.86 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司无影响正常生产经营的重大诉讼或仲裁事项。

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，2018~2021 年 3 月 18 日，公司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。

外部支持

公司作为半导体及光伏行业重点企业，获得国家及地方政府在政策和资金层面大力支持

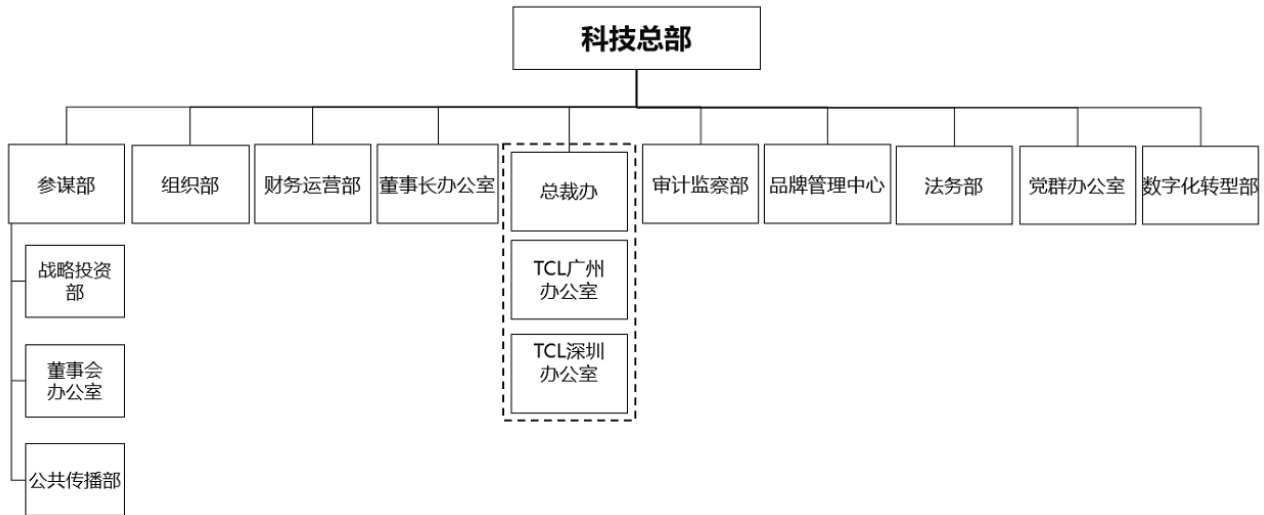
近年来国家大力扶持战略新兴行业，相关政策的出台为半导体及光伏行业的发展提供了良好的政策环境，公司能获得较为稳定的政府补助。2018~2020 年公司获得的计入营业外收入和其他收益的研发补助、战略新兴产业建设补助和软件产品等增值税退税合计金额分别 22.19 亿元、19.01 亿元和 17.71 亿元。此外，TCL 华星部分项目资金来自于深圳市重大产业发展一期基金有限公司等政府资金支持 and 银行贷款，地方政府和金融机构等资源协调能力较强，对公司未来业务发展和资金筹措提供了较强支持。

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“17TCL01”、“17TCL02”、“18TCL01”和“18TCL02”的债项信用等级为 **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 2020 年末）

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新疆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	8.26%
惠州市投资控股有限公司	国有法人	5.30%
香港中央结算有限公司	境外法人	5.02%
武汉光谷产业投资有限公司	国有法人	3.65%
中国证券金融股份有限公司	境内一般法人	2.66%
西藏天丰企业管理有限公司	境内一般法人	2.09%
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	1.47%
全国社保基金六零一组合	基金、理财产品等	1.14%
瑞士信贷（香港）有限公司	境外法人	0.91%
星宇企业有限公司	境外法人	0.65%



表：截至 2020 年末公司主要子公司情况（%）

公司名称	简称	合计持股比例
TCL 华星光电技术有限公司	TCL 华星	91.56
TCL 科技集团财务有限公司	TCL 财务公司	100.00
翰林汇信息产业股份有限公司	翰林汇	73.69
天津中环电子信息集团有限公司	中环电子	100.00
天津中环半导体股份有限公司	中环半导体	27.87
天津普林电路股份有限公司	天津普林	25.35

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)	2018	2019	2020
货币资金	2,680,134.30	1,864,818.50	2,170,890.50
应收账款净额	1,360,435.80	834,035.40	1,473,435.80
其他应收款	571,937.90	275,004.20	279,364.00
存货净额	1,988,797.20	567,796.30	901,860.80
长期投资	2,122,795.40	2,003,723.00	2,870,772.00
固定资产	3,598,313.10	4,545,907.00	9,282,990.20
在建工程	3,892,458.60	3,357,829.00	3,150,831.10
无形资产	595,487.30	568,458.40	1,005,404.50
总资产	19,276,394.30	16,484,488.50	25,790,827.90
其他应付款	2,312,077.40	1,229,356.60	1,486,943.30
短期债务	2,146,264.90	1,567,024.20	3,094,689.70
长期债务	4,985,055.10	5,501,514.40	9,288,647.60
总债务	7,131,320.00	7,068,538.60	12,383,337.30
净债务	4,451,185.70	5,203,720.10	10,212,446.80
总负债	13,189,227.00	10,096,174.10	16,785,121.20
费用化利息支出	178,240.80	195,825.10	259,486.80
资本化利息支出	0.00	77,593.57	68,612.60
所有者权益合计	6,087,167.30	6,388,314.40	9,005,706.70
营业总收入	11,344,743.80	7,507,780.60	7,683,040.10
经营性业务利润	348,958.90	89,532.40	200,831.00
投资收益	216,725.40	344,255.40	325,440.40
净利润	406,519.80	365,773.40	506,520.40
EBIT	672,678.80	601,405.40	833,017.20
EBITDA	1,469,743.70	1,428,606.20	1,887,518.50
经营活动产生现金净流量	1,048,657.90	1,149,009.60	1,669,828.30
投资活动产生现金净流量	-2,823,054.30	-3,173,170.90	-3,877,351.10
筹资活动产生现金净流量	2,003,982.20	1,195,080.60	2,286,458.90
资本支出	3,279,836.40	2,011,621.00	3,308,556.30
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	18.31	11.47	13.61
期间费用率(%)	16.60	12.52	13.04
EBITDA 利润率(%)	12.96	19.03	24.57
总资产收益率(%)	3.81	3.36	3.94
净资产收益率(%)	7.07	5.86	6.58
流动比率(X)	1.02	1.12	0.92
速动比率(X)	0.77	0.99	0.80
存货周转率(X)	5.64	5.19	9.01
应收账款周转率(X)	8.00	6.83	6.65
资产负债率(%)	68.42	61.25	65.08
总资本化比率(%)	53.95	52.53	57.90
短期债务/总债务(%)	30.10	22.17	24.99
经营活动净现金流/总债务(X)	0.15	0.16	0.13
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.49	0.73	0.54
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.88	4.20	5.09
经调整的经营净现金流/总债务(%)	8.89	10.12	9.48
总债务/EBITDA(X)	4.85	4.95	6.56
EBITDA/短期债务(X)	0.68	0.91	0.61
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.25	5.22	5.75
EBIT 利息保障倍数(X)	3.77	2.20	2.54

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理；2、中诚信国际在分析时将“应付短期融资券”及其他流动负债中“超短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中带息部分计入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。中诚信国际在计算营业成本时包含“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”及“分保费用”。

附四：信用等级符号及定义

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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。