

天马微电子股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）、2019 年面向合格投 资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告 (2020)

项目负责人：杨 韵 yyang02@ccxi.com.cn

项目组成员：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

张晨奕 cyzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 4 月 29 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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[2020]跟踪 0172 号

天马微电子股份有限公司：

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“18 天马 01”、“19 天马 01”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

二零二零年四月二十九日



评级观点：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“18 天马 01”、“19 天马 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司持续保持领先的技术实力及明显的规模优势、在中小尺寸面板行业地位得到不断巩固、经营获现能力持续增强及保持畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到面板行业竞争激烈，下游增速放缓、公司债务规模逐年扩大，未来投资仍将保持较大规模等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

深天马	2017	2018	2019
总资产 (亿元)	547.51	600.37	654.51
所有者权益合计 (亿元)	244.86	260.05	267.07
总负债 (亿元)	302.65	340.32	387.44
总债务 (亿元)	195.83	229.11	283.25
营业总收入 (亿元)	238.24	289.12	302.82
净利润 (亿元)	15.35	9.84	8.29
EBIT (亿元)	21.64	16.55	17.51
EBITDA (亿元)	46.12	49.12	51.66
经营活动净现金流 (亿元)	32.53	35.65	47.61
营业毛利率 (%)	20.19	15.19	16.85
总资产收益率 (%)	4.49	2.88	2.79
资产负债率 (%)	55.28	56.69	59.20
总资本化比率 (%)	44.44	46.84	51.47
总债务/EBITDA (X)	4.25	4.66	5.48
EBITDA 利息倍数 (X)	7.80	5.91	5.27

注：中诚信国际根据 2017 年备考报表和 2018-2019 年审计报告整理。

正面

■ **持续保持领先的技术实力及明显的规模优势。**2019 年以来，公司保持了完整的产线及技术平台布局，产能规模优势明显；同时，公司不断加大 AMOLED 产线投入，市场竞争地位得到加强。目前公司已自主掌握多种行业前沿及量产技术，并不不断加大研发投入力度，技术实力持续保持领先地位。

■ **在中小尺寸面板行业地位得到不断巩固。**公司 LTPS 智能手机面板出货量继续保持全球第一；在专业显示领域，2019 年公司车载 TFT 出货量全球第二，实现连续五年双位数增长，是国

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	存续期
18 天马 01	AAA	AAA	10 亿元	2018/12/13~2023/12/13
19 天马 01	AAA	AAA	10 亿元	2019/03/07~2024/03/07

同行业比较

2019 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)
深天马	654.51	59.20	302.82	8.29	47.61
京东方	3,404.12	58.56	1,160.60	-4.76	260.83
TCL 科技	1,166.89	61.25	750.78	36.58	114.90

注：“京东方”为“京东方科技集团股份有限公司”简称；“TCL 科技”为“TCL 科技集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

内最大的车载 TFT 面板厂；同时在高端医疗、航海、VoIP 等细分领域市场份额均保持全球领先地位。

■ **经营获现能力持续增强。**随着经营规模不断扩张，公司营业总收入持续上升，经营获现能力亦进一步增强，2019 年经营活动净现金流为 47.61 亿元。

■ **保持畅通的融资渠道。**截至 2019 年末，公司获得银行授信总额 675 亿元，其中未使用授信额度为 372 亿元。此外，公司为 A 股上市公司，且拟通过非公开发行股票方式筹集项目建设资金，若上述事项完成将有助于充实资本实力。

关注

■ **面板行业竞争激烈，下游增速放缓。**近年来，行业内企业产能扩张导致中小尺寸面板产能持续增加，此外 2019 年以来全球手机出货量下降、汽车行业景气度不振，叠加 2020 年全球新冠肺炎疫情对消费电子等行业造成进一步冲击，未来中小尺寸面板需求和价格或将面临双重考验。

■ **债务规模逐年扩大，未来投资仍将保持较大规模。**公司总债务逐年扩张，2019 年末为 283.25 亿元；而在建及拟建项目资本支出规模大、技术难度高且投资周期长，同时研发投入预计将保持在一定水平，使得公司仍将面临较大资本支出压力。

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。

■ **可能触发评级下调因素。**公司行业地位大幅下降，盈利能力显著弱化；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。

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[2018]1740号”文核准，2018年12月13日，天马微电子股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）发行完毕，发行价格为每张100元，最终实际发行规模为10亿元，最终票面利率为4.05%。该支债券期限为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；2019年3月7日，天马微电子股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）发行完毕，发行价格为每张100元，最终实际发行规模为10亿元，最终票面利率为3.94%。该支债券期限为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。募集资金总额全部用于补充公司流动资金，截至评级报告出具日，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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下

出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的巨大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其

冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

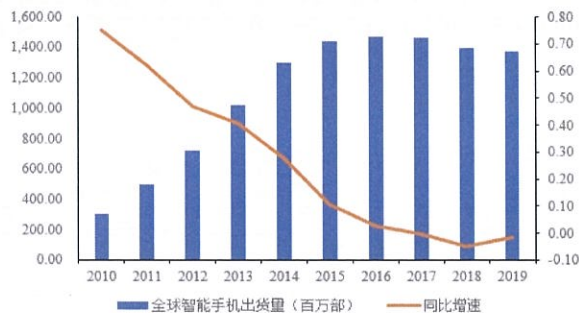
中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

受智能手机出货量下降影响，2019年手机面板出货量亦小幅下滑，同时行业竞争加剧使得产品价格进一步降低；2020年新冠肺炎疫情持续发酵使得行业供需不确定性增加

根据 IDC 统计，2019 年全球智能手机出货量为 13.72 亿部，同比下降 2.3%，受制于用户换机周期延长、市场普及率逐步提升及不明朗的全球经济环境，全球智能手机出货量已经连续三年下滑。2019 年是 5G 商用元年，2020 年各大品牌商将相继推出 5G 手机，根据国际咨询机构 Strategy Analytics 预测，2020 年 5G 智能手机出货量将达到 1.99 亿台，5G 手机换机潮或将带来出货量的提升。

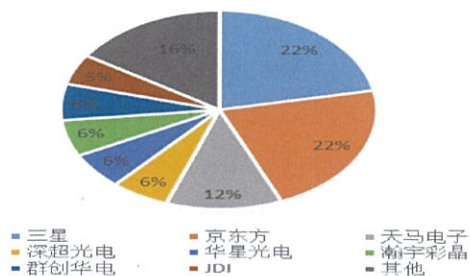
图 1：近年来全球智能手机出货量及增速情况



资料来源：IDC

根据 Omdia（原 HIS）统计数据，受下游智能手机需求下降影响，2019 年全球智能手机面板出货约 15.96 亿片，同比小幅下滑约 0.5%；其中 AMOLED 面板受益于技术和形态优势，市场需求旺盛，2019 年出货量约 4.71 亿片，同比增长 8%，占据全球智能机面板的 29.52%，且预计 2020 年渗透率有望达到 35.75%。从市场竞争格局来看，三星、京东方及深天马在全球智能手机面板出货量中合计占比接近 56.1%，行业集中度较高。AMOLED 面板方面，除韩国的三星和 LGD 外，其他产能全部为来自中国的显示面板厂商，三星在 AMOLED 面板中占据垄断性优势，2019 年出货量接近 4.07 亿片，占全球出货量比重约 86.32%，但随着国内显示面板厂商产线逐渐量产，2019 年中国大陆 AMOLED 面板出货量接近 5,200 万片，同比增长约 134%，占比上升至 11%。据 Omdia（原 HIS）预测，2020 年柔性 AMOLED 面板出货量将达到 2.37 亿片，与刚性面板 2.76 亿片的出货量差距大幅缩小，占比将从 2019 年的 33.56% 上升到 46.26%，AMOLED 有望成为智能手机面板未来发展的增长点。近年来国内面板厂商新建中小面板产能以 AMOLED 为主，未来随着产能不断释放，预计仍将面临较为激烈的行业竞争。

图 2：2019 年全球智能手机面板出货占比



资料来源：群智咨询

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，目前主要包括 6.18 寸、6.26 寸、6.3 寸、6.4 寸及 6.5 寸，同时技术上不断升级创新（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；此外，近年来国内厂商供给不断增加，行业竞争加剧，亦加重面板价格下降趋势。此外，新冠疫情作为 2020 年起始最大的黑天鹅事件，目前已蔓延至全球，3 月以来，国内面板厂商已基本复工复产，但三星、LGD 等海外工厂供应受阻，同时需求端亦受到全球供应链及宏观经济形势等的影响，预计短期内中小尺寸面板价格较难有大幅度增长。

从下游应用领域看，除移动智能终端类显示产品外，中小尺寸显示面板在专业显示类产品的运用亦较广，车载显示面板是其中重要应用方向之一。车载显示器包括中控台显示、仪表盘显示、后视镜显示、后座娱乐显示以及抬头显示（HUD）等，近年来，随着行车安全、车载娱乐、导航对显示需求的增加，以及新能源汽车的创新，车载显示器的需求持续增长，但其发展受终端产品汽车消费需求变动影响较大。近年来，受购置税优惠政策全面退出、前期销量透支及经济增长放缓等因素影响，消费者购车意愿不强，汽车行业增速大幅回落。2019 年，我国汽车产销量分别为 2,572.1 万辆和 2,576.9 万辆，同比分别下降 7.5% 和 8.2%，产销量降幅比上年分别扩大 3.3 和 5.4 个百分点。同时，新冠肺炎疫情对汽车产业各生产流通环节均造成

较大影响，2020 年一季度汽车产销量将呈下滑态势；疫情对全年汽车市场的整体影响程度将取决于后续防疫效果。

中诚信国际关注到，受下游手机等市场需求下滑影响，2019 年手机面板出货量有所下降；同时行业竞争加剧，产品价格持续降低，且 2020 年新冠疫情的持续发酵给行业供需带来较大的不确定性；未来 AMOLED 面板有望成为行业增长点，但随着面板厂商产能不断释放，市场仍将面临较为激烈的竞争。

控股股东吸收合并事项尚在进展中，权益变动前后公司最终实际控制人未发生变化；此外，公司正在筹划非公开发行 A 股股票事项，若上述事项完成将有助于充实资本实力

2019 年 10 月 2 日，公司收到控股股东中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）的通知，中国航空技术国际控股有限公司（以下简称“中航国际”）与中国航空技术深圳有限公司（以下简称“中航国际深圳”）及中航国际控股拟进行吸收合并。本次合并完成后，中航国际深圳、中航国际控股作为本次合并的被合并方将办理注销登记手续，其全部资产、负债、业务、资质及其他一切权利与义务由中航国际承接与承继。本次合并前，中航国际控股为公司控股股东；本次合并后，中航国际将合计持有公司 679,706,744 股股份（占公司股份总数的 33.19%），成为控股股东。本次权益变动前后，公司的最终实际控制人未发生变化。

此外，公司正在筹划非公开发行 A 股股票事项，计划发行股份不超过 409,624,610 股，募集资金不超过 730,000 万元，并计划将募集资金用于武汉天马第 6 代 LTPS AMOLED 生产线二期项目。根据披露的《天马微电子股份有限公司 2019 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，发行对象包括公司控股股东的一致行动人湖北长江天马定增投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“长江天马基金”）以及湖北省科技投资集团有限公司（以下简称

“湖北科投”)在内的不超过三十五名特定投资者。上述非公开发行 A 股股票事项完成后,中航国际仍为公司的实际控制人,不会导致公司的控制权发生变化。

跟踪期内,深天马仍保持了完整的产线及技术平台布局,产能规模优势明显。为保持市场竞争地位,近年来公司不断加大在 AMOLED 产线投入,截至 2019 年末,公司仍有较大规模生产线建设投资规模,且具有技术难度高及投资周期长等特点,中诚信国际将持续关注项目进度及市场需求变动情况

公司是全球重要的中小尺寸显示面板供应商之一,可在全球范围内提供显示解决方案和快速服务支持,主要产品为中小尺寸面板及模组,产品广泛应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴等消费显示领域及车载、医疗、POS、HMI 等专业显示领域;此外,公司已积极进入智能家居、AR/VR、无人机、充电桩以及机器人等新兴市场。

原材料采购方面,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。2019 年公司核心原材料采购额为 114.36 亿元,占采购额比重为 53%,其中背光板及 IC 占比较高。同年公司境外采购占比约为 39%,原材料采购主要来自于日本、韩国和中国台湾,美国地区采购占比较小。2019 年公司向前五大供应商采购额合计为 37.92 亿元,占采购总额比重为 17.71%,采购集中度较低且较上年度有所下降。

2018 年对厦门天马微电子有限公司(以下简称“厦门天马”)及上海天马有机发光显示技术有限公司(以下简称“天马有机发光”)的重大资产重组完成后,公司产线进一步扩充,目前公司经营管理的产业基地分布在深圳、上海、成都、武汉、厦门和日本六地,截至 2019 年末共拥有 10 余条产线,较 2019 年 3 月末未发生变化。从产线技术分布来看,公司在国内共拥有 4 条 a-Si 生产线,其中包括 3 条第 4.5 代生产线,1 条第 5 代生产线;拥有 LTPS 生产线 2 条,包括厦门天马第 5.5 代生产线和第 6 代

生产线各 1 条,2019 年持续保持满产满销;拥有 AMOLED 量产线 2 条,包括天马有机发光第 5.5 代生产线和武汉天马微电子有限公司(以下简称“武汉天马”)第 6 代生产线各 1 条,2019 年上述两条 AMOLED 量产线的产能和良率均持续提升;天马有机发光第 5.5 代 AMOLED 产线实现了多款可穿戴项目及差异化尺寸显示产品的顺利出货,得到主要品牌客户的认可;武汉天马第 6 代 LTPS AMOLED 产线一期项目已向品牌客户实现柔性产品批量交付,多个品牌客户柔性项目正在开案、验证中。此外,公司国内还拥有无源生产线 2 条,可生产无源相关专业显示产品。

在建项目方面,截至 2019 年末,公司重要在建项目计划投资总额共计 274.00 亿元,主要系武汉天马第 6 代 LTPS AMOLED 生产线项目,该项目包括一期和二期,一期项目总投资 120 亿元,已处于试运行阶段;二期项目在一期项目的基础上,利用现有土地及厂房进行现有厂房及相关配套设施的扩建,扩大第 6 代 LTPS AMOLED 生产线产能规模,并对一期项目进行柔性改造,整体升级为第 6 代柔性 AMOLED 生产线,目前二期项目已处于设备陆续搬入及安装调试阶段。该项目完工后合计将形成月产 3.75 万张柔性 AMOLED 显示面板的能力,达产后将进一步提升公司在中小尺寸高端显示特别是 AMOLED 领域的市场地位。项目资金方面,二期项目总投资 145 亿元,拟通过非公开发行股票方式募集资金不超过 73 亿元,剩余资金由公司自筹解决。此外,2019 年 12 月 20 日,公司全资子公司厦门天马与厦门市政府指定的出资方共同签署《第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目合资协议》,合资各方同意在厦门投资设立一家合资项目公司,建设一条月加工柔性显示基板 4.8 万张的第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目,项目预计建设周期 30 个月。该项目总投资 480 亿元,其中资本金共计 270 亿元,由厦门市政府指定的出资方出资 229.50 亿元,厦门天马出资 40.50 亿元;剩余 210 亿元由合资项目公司向银行申请贷款。合资项目公司于 2020 年 1 月

完成注册登记，目前该项目处于建设初期。

表 1：截至 2019 年末公司重要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源
武汉天马第 6 代 LTPS AMOLED 生产线项目	265.00	133.91	政府补助、募集资金、自有资金、
上海天马有机发光第 5.5 代 AMOLED 量产线（一期）	9.00	9.46	自有资金、银行借款
合计	274.00	143.37	-

资料来源：公司提供

研发方面，公司设有研发中心和先进技术研究院，同时拥有 TFT-LCD 关键材料及技术国家工程实验室、国家级企业技术中心、博士后流动工作站，并承担国家发改委、科技部、工信部等多个重大国家级专题项目。为保持领先的技术实力并提升产品市场竞争力，公司不断加大研发投入力度，2019 年研发投入同比增长 3.01% 至 18.57 亿元。目前公司已自主掌握 LTPS TFT-LCD、AMOLED、触控一体化等技术，柔性显示、Force Touch TED Plus、屏下/屏内指纹识别等行业前沿及量产技术，并在 Mini/Micro LED 等技术领域进行布局。

表 2：2017~2019 年研发投入及占比情况（单位：亿元）

	2017	2018	2019
研发投入	16.70	18.03	18.57
研发投入占营业收入比重	7.01%	6.23%	6.13%

数据来源：公司提供

中诚信国际认为，公司未来项目投资金额较大，中诚信国际将对其投资进度及非公开发行股份筹集项目资金进展保持关注，疫情发展对公司原材料采购及产能利用率的影响程度将取决于后续海外疫情防控情况。

2019 年公司面板出货量总体有所下降，但 LTPS 智能手机面板仍保持全球第一，且车载 TFT 出货量保持较快增速

公司重点聚焦品牌客户，并相应制定一系列深度渗透策略。在电子消费品市场，公司紧跟行业主流客户，持续优化客户结构，已成为全球主流移动智能终端厂商的重要战略合作伙伴，从 2017 年第四季度起，公司 LTPS 智能手机面板出货量已连续两年保持全球第一；随着全面屏产品规格进一步升

级，打孔屏方案正成为市场新焦点，截至 2019 年末公司 LCD 智能手机打孔屏出货量全球第一。在专业显示市场，公司已建立起比较优势和竞争壁垒，2019 年车载 TFT 出货量位于全球第二，实现连续五年双位数增长，是国内最大的车载 TFT 面板厂；据 Omdia（原 IHS）统计，公司 2019 年车载仪表显示出货量位于全球第二，车载中控显示出货量全球第三，市场占有率稳步提升；同时在高端医疗、航海、VoIP 等细分领域市场份额均保持全球领先地位。下游客户方面，2019 年前五大客户销售占比为 61.81%，随着智能手机领域集中度提升，公司客户集中度保持在较高水平。

表 3：2019 年公司前五大客户销售情况

客户名称	销售额（亿元）	销售占比（%）
第一名	80.25	26.70
第二名	38.98	12.97
第三名	36.30	12.08
第四名	17.36	5.78
第五名	12.86	4.28
合计	185.73	61.81

数据来源：公司提供

公司中小尺寸显示面板主要应用于智能手机、平板电脑等消费电子领域，受全球手机出货量下降影响，公司 2019 年面板出货量有所下降；但在手机显示屏的大屏化、高分辨率和高屏占比等趋势下，中小尺寸显示面板出货面积同比上升 7.2%。从市场区域来看，公司国内销售收入规模和占比稳步提升，2019 年国内销售收入占比为 75.24%。国外市场方面，公司与国内手机厂商建立深度合作关系，为欧洲、美国、日本、韩国等国家及地区的客户提供定制化解决方案和快速服务支持。此外，2019 年公司在印度投资设立天马微电子（印度）有限公司，

有助于提升公司在印度市场的竞争力和对客户的快速响应能力。

表 4: 近年来公司显示屏及模组国内外销售收入情况 (亿元、%)

项目	2017		2018		2019	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	158.67	67.58	211.91	74.28	226.13	75.24
国外	76.11	32.42	73.36	25.72	74.40	24.76
合计	234.78	100	285.27	100	300.53	100

数据来源: 公司提供

总的来看, 公司通过聚焦消费品市场, 同时积极拓展专业显示产品, 令产品出货量保持全球领先地位。同时, 5G 通讯技术正式商用及 AI、IoT 等技术的快速兴起为公司提供了更广阔的发展空间, 但智能屏幕差异化需求不断提升、终端品牌客户集中度越来越高, 使得市场竞争更加激烈, 未来公司产品价格及销售情况值得关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审阅并出具的 2015~2017 年度备考报表和其审计并出具标准无保留意见的 2018 年~2019 年财务报告。公司财务报表均按照新会计准则编制, 报告分析使用的财务数据均为期末数。

公司盈利能力较为稳定, 利润主要来自经营性业务利润, 其中以研发补助为主的其他收益对其形成较好补充; EBITDA 利润率小幅上升, 但在建项目投入较大使得总资产收益率同比有所下降

盈利能力更强的打孔屏以及专业显示面板产品销售占比增加带动公司 2019 年营业毛利率小幅提升, 但随业务规模扩大, 招聘费和人工成本大幅上升, 导致管理费用增长, 期间费用占比小幅增加, 同时计入当期损益的研发补助有所下降使得其他收益规模减少, 经营性业务利润亦随之小幅下降。2019 年, 资产减值损失维持一定规模但较 2018 年有所下降, 此外, 无重大资产重组确认的增值收益使得当年投资收益回归正常水平, 上述因素综合影响使得 2019 年利润总额同比变动较小。

表 5: 近年来公司主要板块收入构成 (亿元)

	2017	2018	2019
显示屏及显示模组业务	234.78	285.27	300.53
其中: 消费显示	171.23	208.35	216.69
专业显示	63.54	76.92	83.84
营业总收入	238.24	289.12	302.82

资料来源: 公司提供

盈利能力指标方面, 公司利润水平较为稳定, 加之费用化利息支出、折旧及摊销的持续增长, 2019 年 EBIT 和 EBITDA 亦呈现增长态势, EBITDA 利润率同比小幅上升; 但较大的项目建设投资规模使得总资产增长较快, 总资产收益率同比有所下滑。

表 6: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2017	2018	2019
营业毛利率	20.19	15.19	16.85
期间费用合计	34.70	37.84	41.46
期间费用率	14.56	13.09	13.69
其他收益	8.71	10.01	6.71
经营性业务利润	21.10	14.72	14.32
资产减值损失	3.99	6.09	4.45
投资收益	-0.38	1.20	0.002
营业外损益	0.12	0.36	0.15
利润总额	16.84	10.19	10.19
EBITDA 利润率	19.36	16.99	17.06
总资产收益率	4.49	2.88	2.79

注: 1、期间费用中包含计入管理费用的研发费用; 2、资产减值损失中损失金额以正值列示。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

面板项目投入规模较大推动总资产和总负债规模快速增长, 资产负债率有所上升但仍处于可控区间

2019 年, 武汉天马第 6 代 LTPS AMOLED 产线二期项目大规模投入使得期末在建工程规模进一步增加, 并推动债务规模的增加。公司资产仍以固定资产和在建工程等非流动资产为主, 流动资产规模近年来较为稳定。负债方面, 总负债随着短期借款、长期借款及应付债券的上升有所增加。所有者权益规模随着经营积累有所上升, 2019 年末股本、未分配利润和资本公积占比分别为 7.67%、12.83% 和 78.94%。资本结构方面, 近年来公司资产负债率和总资本化比率均呈小幅上升趋势, 但考虑到若 2020 年公司非公开发行股票完成, 将有助于

充实资本实力并大幅优化资本结构。

表 7：近年来公司主要资产及权益情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
货币资金	55.18	36.87	32.19
应收账款	51.13	59.68	58.33
存货	25.86	31.25	33.39
固定资产	257.00	292.50	282.46
在建工程	107.41	128.74	190.05
资产总计	547.51	600.37	654.51
所有者权益合计	244.86	260.05	267.07
资产负债率	55.28	56.69	59.20
总资本化比率	44.44	46.84	51.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营获现能力持续增强，项目建设投入使得投资活动保持大额净流出规模；公司总债务持续增加，短期偿债指标有所弱化

公司经营获现能力进一步提高，经营活动现金流持续净流入；但面板生产线的持续投入使得投资活动现金流出规模较大，公司主要通过新增借款平衡资金缺口。

偿债指标方面，随着在建项目的持续投入，公司总债务保持上升态势，2019 年末短期债务占比为 38.50%，债务结构保持良好状态。此外，受益于收入增长及主营业务毛利率回升，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均小幅增强，但公司较大的投资规模使得债务增长较快，EBIT 对债务利息的覆盖能力逐年下降，且公司货币资金对短期债务的覆盖处于较低水平。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
短期债务	90.87	92.08	109.06
总债务	195.83	229.11	283.25
净债务	140.65	192.24	251.06
经营活动净现金流	32.53	35.65	47.61
投资活动净现金流	-109.23	-56.39	-92.95
经营活动净现金流/总债务	0.17	0.16	0.17
经营活动净现金流/利息支出	5.50	4.29	4.85
(CFO-股利)/总债务	0.13	0.11	0.13
EBIT 利息保障倍数	3.66	1.99	1.78
货币资金/短期债务	0.61	0.40	0.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供有力支持

截至 2019 年末，公司共获得境内外银行的授信规模合计 675 亿元，其中未使用额度为 372 亿元，备用流动性充足；同时，公司作为上市公司，资本市场融资渠道通畅，财务弹性强。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 54.87 亿元，占当期末总资产的 8.38%；其中，固定资产和无形资产用于抵押借款的账面价值分别为 50.06 亿元和 4.73 亿元。

截至 2019 年末，公司无对外担保。2020 年 2 月，公司召开 2020 年第二次临时股东大会审议通过《关于为金圆集团、中航国际、中航国际深圳、中航国际厦门提供反担保暨关联交易的议案》，股东大会同意为厦门金圆投资集团有限公司、中航国际、中航国际深圳、中国航空技术厦门有限公司对厦门天马银团贷款担保提供反担保，反担保总额不超过 82 亿元。

或有事项方面，截至 2019 年末，应收深圳市金立通信设备有限公司及其关联方合计账面余额约 7.11 亿元的货款及债权转让对价款尚未收回，待后续根据破产财产分配方案进行分配。

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，2017~2020 年 3 月 27 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；控股股东和实际控制人实力雄厚，可为公司未来发展提供强有力支持

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，得到了地方政府的大力支持。

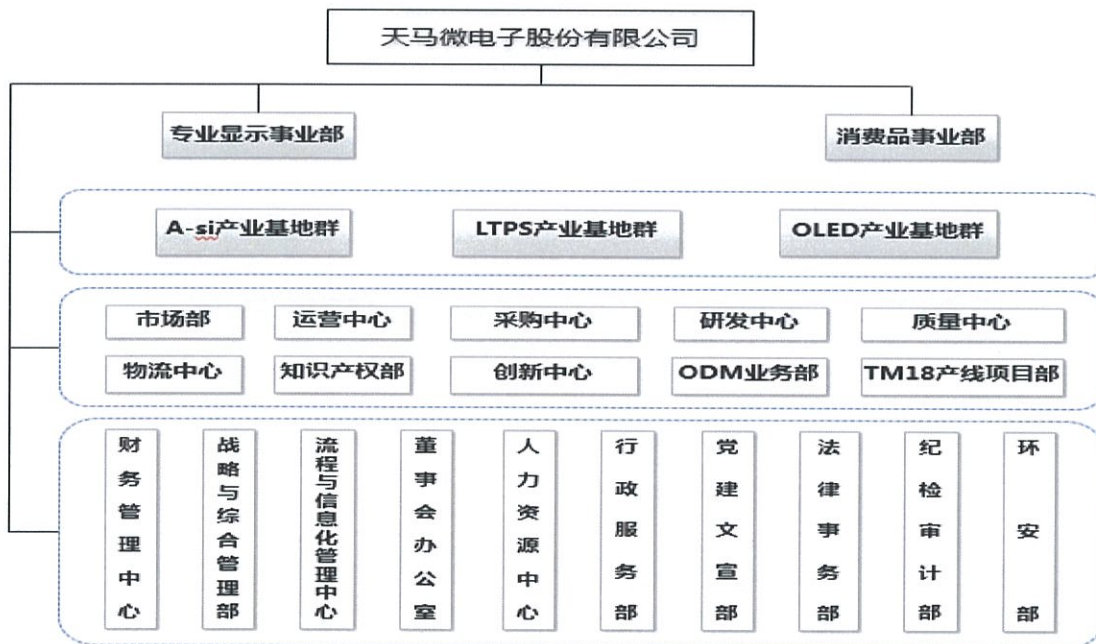
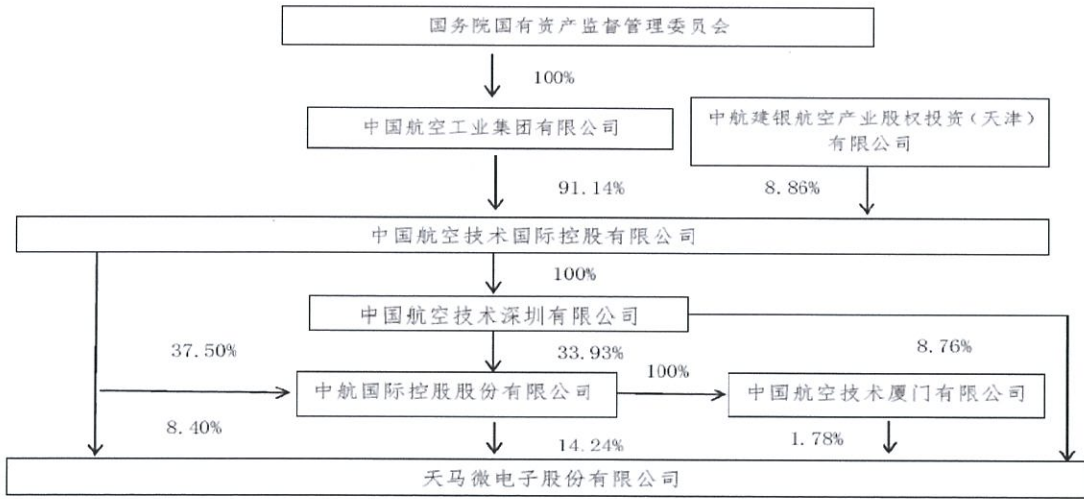
2017~2019 年，公司计入当期损益的政府补助分别为 8.85 亿元、10.21 亿元和 6.78 亿元，主要系厦门火炬高技术产业开发区管理委员会扶持款和武汉天马产业扶持研发补贴。此外，新型技术产线布局方面，地方政府及产业基金亦积极参与，给予了充足的资金支持。其中，厦门天马将与厦门市政府指定的出资方合作投资 480 亿元建设“第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目”。

股东方面，公司控股股东中航国际控股吸收合并完成后，中航国际将成为公司控股股东。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，拥有国际航空业务、国际业务、电子信息业务和现代服务业务四大主业，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的有力支持。

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“18 天马 01”、“19 天马 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2019 年末）



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）	2017	2018	2019
货币资金	551,759.81	368,701.57	321,924.04
应收账款净额	511,316.71	596,842.36	583,282.49
其他应收款	36,496.91	6,049.91	12,190.67
存货净额	258,571.41	312,501.24	333,850.41
长期投资	31,340.78	3,226.83	3,251.12
固定资产	2,570,025.89	2,924,979.80	2,824,589.51
在建工程	1,074,059.19	1,287,403.37	1,900,474.28
无形资产	167,035.90	211,243.88	207,099.91
总资产	5,475,111.05	6,003,699.01	6,545,100.84
其他应付款	262,971.73	318,925.16	260,288.67
短期债务	908,661.99	920,792.21	1,090,579.89
长期债务	1,049,590.00	1,370,272.76	1,741,948.52
总债务	1,958,251.99	2,291,064.97	2,832,528.40
净债务	1,406,492.18	1,922,363.41	2,510,604.36
总负债	3,026,524.30	3,403,225.94	3,874,378.39
费用化利息支出	48,048.40	63,586.32	73,237.93
资本化利息支出	11,095.22	19,467.64	24,871.99
所有者权益合计	2,448,586.76	2,600,473.06	2,670,722.45
营业总收入	2,382,408.83	2,891,154.40	3,028,197.01
经营性业务利润	210,974.68	147,242.54	143,165.64
投资收益	-3,794.31	12,037.96	24.29
净利润	153,451.12	98,387.94	82,936.50
EBIT	216,435.29	165,503.58	175,100.40
EBITDA	461,248.38	491,153.02	516,604.74
经营活动产生现金净流量	325,310.45	356,521.69	476,066.08
投资活动产生现金净流量	-1,092,275.41	-563,857.58	-929,506.06
筹资活动产生现金净流量	801,531.68	37,937.00	402,851.42
资本支出	1,099,618.72	570,725.14	930,245.04
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	20.19	15.19	16.85
期间费用率(%)	14.56	13.09	13.69
EBITDA 利润率(%)	19.36	16.99	17.06
总资产收益率(%)	4.49	2.88	2.79
净资产收益率(%)	6.46	3.90	3.15
流动比率(X)	0.86	0.77	0.71
速动比率(X)	0.72	0.60	0.54
存货周转率(X)	9.24	8.59	7.79
应收账款周转率(X)	5.77	5.22	5.13
资产负债率(%)	55.28	56.69	59.20
总资本化比率(%)	44.44	46.84	51.47
短期债务/总债务(%)	46.40	40.19	38.50
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.16	0.17
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.36	0.39	0.44
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.50	4.29	4.85
经调整的经营净现金流/总债务(%)	13.40	11.28	12.96
总债务/EBITDA(X)	4.25	4.66	5.48
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.53	0.47
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.80	5.91	5.27
EBIT 利息保障倍数(X)	3.66	1.99	1.78

注：1、中诚信国际根据 2017 年备考报表和 2018-2019 年审计报告整理；2、中诚信国际总债务统计口径包括其他流动负债和其他非流动负债中带息债务。

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）
	营业毛利率	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
盈利能力	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
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	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
	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）
偿债能力	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：信用等级的符号及定义

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。