跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1313 号

联想控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

联想控股股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

联想控股股份有限公司公开发行的“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”和“18 联想 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 [illegible] 月 [illegible] 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

联想控股股份有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 联想 01	15 亿元	5 年	AAA	AAA	2017 年 6 月 14 日
16 联想 02	20 亿元	10 年	AAA	AAA	2017 年 6 月 14 日
17 联想 01	25 亿元	5 年	AAA	AAA	2017 年 5 月 11 日
18 联想 01	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2018 年 1 月 22 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	3,228.53	3,356.69
所有者权益（亿元）	695.87	795.77
长期债务（亿元）	566.98	657.83
全部债务（亿元）	1,035.54	1,018.05
营业收入（亿元）	3,069.53	3,162.63
净利润（亿元）	81.37	48.55
EBITDA（亿元）	204.11	176.49
经营性净现金流（亿元）	122.83	-53.70
营业利润率（%）	15.42	14.71
净资产收益率（%）	12.04	6.51
资产负债率（%）	78.45	76.29
全部债务资本化比率（%）	59.81	56.13
流动比率（倍）	0.97	1.00
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	2.71	3.89
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.92	2.52

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、全部债务包括短期和长期债务，短期债务调入衍生金融负债和其他应付款中有息部分，长期债务调入长期应付款中有息部分；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，联想控股股份有限公司（以下简称“公司”或“联想控股”）作为中国知名的大型多元化投资集团，仍保持了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式。战略投资领域，主要子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）PC 出货量仍保持全球领先，IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑，另外公司在金融服务业务、农业与食品业务等领域均保持较好发展；财务投资领域，公司已建立起完整的财务投资链条，投资收益率维持在较高水平，且能与公司战略投资业务产生协同。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，2017 年全球传统 PC 市场有所萎缩，智能手机市场竞争激烈等因素给公司 IT 业务带来较大的运营压力；大规模的投资收购活动带来的财务和业务整合方面的风险；财务投资风险较高等因素可能给公司的信用状况带来的不利影响。

未来，公司将在稳固传统 IT 业务的基础上，继续围绕消费与服务推进多元化发展战略，通过多种方式积极布局金融服务、创新消费与服务、农业与食品等业务领域，公司经营状况有望保持良好，投资收益有望保持较大规模。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持联想控股的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”和“18 联想 01”债项的信用等级为“AAA”。

优势

1．公司实行多领域投资，产业跨度大，布局合理，有助于经营风险的分散。

2．2017 年，公司主要子公司联想集团是全球最大的 PC 生产商之一，行业地位突出，销售量及市场份额保持较大规模。

3．2017 年，公司战略投资取得较好发展：在金融服务领域已取得多项金融牌照及许可；农业与食品领域，公司已拥有国内领先的水果全产业链企业；新材料业务收入规模也大幅增长。

4．2017 年，公司收入规模大，现金类资产充裕，财务状况良好。

关注

1．2017 年，全球市场个人计算机出货量进一步下降，智能手机市场容量接近饱和，公司 IT 业务面临较大的运营压力。

2．公司收购摩托罗拉移动和 IBM System x86 服务器业务时间不长，其整合进程存在一定不确定性。

3．公司业务布局分散，管理难度大且对子公司的掌控能力有待提高。

分析师

高　鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

联想控股股份有限公司（以下简称“公司”或“联想控股”）前身为中国科学院计算技术研究所新技术发展公司，是经中国科学院批准，由中国科学院计算技术研究所于1984年11月9日出资设立的全民所有制企业，注册资金为人民币130万元。

1990年6月，经中国科学院高技术企业局批准，中国科学院计算技术研究所新技术发展公司将注册资本减至人民币100万元，并于1991年4月更名为“北京联想计算机新技术发展公司”。

1998年8月，经中国科学院高技术促进与企业局和中国科学院计算技术研究所批准，北京联想计算机新技术发展公司更名为“联想集团控股公司”，并将注册资金增至人民币1.00亿元。

2000年4月，经中华人民共和国财政部和科学技术部批准，同意联想集团控股公司改制为有限责任公司。2001年6月22日，经中国科学院批准，联想集团控股公司完成改制并于同日更名为“联想控股有限公司”。注册资本为人民币6.61亿元，其中中国科学院和原职工持股会的出资额分别为人民币4.30亿元和2.31亿元，持有比例分别为65.00%和35.00%。

2013年8月，联想控股有限公司开始股份制改革并对其于2013年6月30日的净资产额进行独立评估。根据评估报告，经审计的净资产账面值为人民币25.29亿元，用于确定注册成立本公司所需发起人缴纳的出资额。2014年1月23日，经中国科学院《关于同意联想控股有限公司整体变更设立股份有限公司的批复》（科发函字[2014]9号）文件批准，由中国科学院控股有限公司（前称中国科学院国有资产经营有限责任公司，以下简称“国科控股”）、北京联持志远管理咨询中心（有限合伙）（以下简称“联持志远”）、中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海集团”）、北京联恒永信投资中心（有限合伙）（以下简称“联恒永信”）、柳传志、朱立南、陈绍鹏、唐旭东、宁旻、黄少康在联想控股有限公司的基础上以其截至2013年6月30日经审计的母公司报表净资产为基础发起设立联想控股股份有限公司，股本为人民币20.00亿元，各股东持股比例不变。2014年2月18日，北京市工商行政管理局向公司核发新的营业执照。

经中国证券监督管理委员会于2015年4月20日出具的《关于核准联想控股股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可[2015]676号），公司于2015年6月29日完成了向境外投资者发行股票（H股）并在香港联合交易所挂牌上市交易，股票代码3396.HK，股票简称：联想控股。2018年4月23日，发行人获中国证监批准，成为H股“全流通”试点中的首家试点企业。

截至2017年底，公司的总股本为人民币23.56亿元。其中，国科控股持有公司29.04%的股份，为公司第一大股东，公司无实际控制人。

表1　截至2017年底公司股权结构表（单位：%）

股东名称	占已发行股份总数之概约持股百分比
中国科学院控股有限公司（前称：中国科学院国有资产经营有限责任公司）	29.04
北京联持志远管理咨询中心（有限合伙）	20.37
中国泛海控股集团有限公司	16.97
北京联恒永信投资中心（有限合伙）	7.55
全国社会保障基金理事会	1.51
其他股权持有人	24.56

资料来源：公司提供

2017年，公司经营范围较上年无变化；公司新设投资后管理中心（见附件1）；截至2017年底，公司合并范围一级子公司21家。

截至 2017 年底，公司合并资产总计 3,356.69 亿元，负债合计 2,560.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）795.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 545.77 亿元。2017 年，公司实现营业收入 3,162.63 亿元，净利润（含少数股东损益）48.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 51.14 亿元；公司经营活动现金流量净额为-53.70 亿元，现金及现金等价物增加额 21.43 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区科学院南路2号院1号楼17层1701；法定代表人：柳传志。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可[2016]1462 号”文件核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过 100 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”）。2016 年 7 月 6 日，本次债券首期发行，总规模为 35 亿元，分两个期限品种，5 年期品种“16 联想 01”的发行规模为 15 亿元，票面利率 3.30%；10 年期品种“16 联想 02”的发行规模为 20 亿元，票面利率 4.60%；本次债券项下第二期债券于 2017 年 7 月 4 日发行，发行总规模为 25 亿元，期限为 5 年期，债券简称“17 联想 01”，票面利率 5.05%；本次债券项下第三期债券于 2018 年 1 月 31 日发行，发行总规模为 10 亿元，期限为 5 年期，债券简称“18 联想 01”，票面利率 6.00%。本次债券利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

公司已支付“16 联想 01”和“16 联想 02”上一年度的债券利息；截至报告出具日，“17 联想 01”和“18 联想 01”尚未到付息日。

截至 2017 年底，“16 联想 01”和“16 联想 02”募集资金已全部使用完毕，募集资金使用情况与募集说明书约定一致；“17 联想 01”募集资金已使用 17 亿元，尚剩余 8 亿元未使用，募集资金使用情况与募集说明书约定一致；“18 联想 01”与 2018 年发行，故截至 2017 年底，该期债券不涉及募集资金使用相关情况

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后将用于偿还有息债务。

三、行业分析

公司实行母子公司制，母公司在多领域、跨行业进行投资与投资后管理，日常不从事具体的生产经营活动；各领域业务的生产经营由相应子公司承担。本报告重点分析公司投资控股的子公司涉及的业务领域：战略投资（IT）和财务投资领域。

1. IT 领域

（1）个人电脑

PC 即个人计算机（Personal Computer），一种能独立运行，完成特定功能的设备，由硬件系统和软件系统组成。从行业整体趋势来看，受移动互联网的普及和智能终端快速发展（智能手机、平板电脑等）的影响，近年来 PC 行业的整体换机率有所下降，导致近年来 PC 行业整体需求持续下降，出货量萎缩，市场空间受到挤压。

上游方面，PC 主要由软件系统和硬件系统构成，其原材料主要包括 CPU、主板和外壳材料等。其中拥有核心技术的原材料，如 CPU 供应商英特尔和 AMD 拥有行业垄断地位，市场份额占比很高。操作系统同样拥有少数的供应商，导致供应商的议价能力很强。其他原材料如 PC 储存芯片、外壳

材料等，拥有众多供应商，原材料供应较为充足，市场竞争激烈，但近年来由于供求关系的改变，价格变化波动较大，2017 年部分元器件如内存、固态硬盘存在涨价缺货的情况。

下游需求方面，随着移动互联网的普及和智能终端的崛起，以智能手机和平板电脑为代表的新兴智能终端已充分渗透进多个关键市场；同时，受到宏观经济情况因素影响，2012 年全球 PC 行业开始出现萎缩，2014 年起下降速度稍有放缓，根据市场研究公司 Gartner 发布的报告，2014~2017 年，全球 PC 出货量分别为 3.14 亿台、2.89 亿台、2.70 亿台和 2.62 亿台，呈不断下降趋势。IDC 中国《PC 市场月度跟踪报告》初步数据显示，2017 年中国 PC 市场销售约 5,360 万台，同比下降 4.1%，中国市场整体疲软。

从下游需求的关注类型来看，在国内市场，笔记本电脑的品类基本上被划分成轻薄本、娱乐本、商务本以及游戏本四个类别。根据 ZDC 互联网调研中心 2017 年上半年的数据显示，在笔记本产品用户关注度分布占比中，游戏型笔记本的用户关注度高达 36.9%，娱乐型笔记本占比 12.6%，轻薄型笔记本占比 17.9%，商用型笔记本占比 16.6%，包含一部分轻薄本在内的 2 合 1 电脑占比 16.0%。

行业竞争方面，从全球 PC 市场占有率来看，根据 IDC 统计，2017 年前五大 PC 供应商为惠普、联想、戴尔、苹果及宏碁，近两年前五大品牌市场份额合计分别为 74.3%和 71.8%。2017 年，惠普已超过了联想，成为 2017 年全球出货量最大的 PC 厂商，其在 2017 年的出货量为 58,800 千台，同比增长了 8.2%，市场份额提升至 22.7%，无论是出货量还是市场份额，都超过了 2016 年排在首位的联想；2017 年，联想 PC 出货量为 54,857 千台，不及 2016 年的 55,517 千台，市场份额为 21.1%，较上年变化不大；2017 年 PC 出货量排在第 3 的还是戴尔，出货量为 41,821 千台，同比增长 2.6%，市场份额则由 15.7%增加到了 16.1%。

表 2　2016~2017 年 PC 市场前六大公司情况（单位：千台，%）

公司名称	2016 年		2017 年	
	出货量	市场占有率	出货量	市场占有率
惠普	54,319	20.9	58,800	22.7
联想	55,517	21.3	54,857	21.1
戴尔	40,731	15.7	41,821	16.1
苹果	18,558	7.1	19,661	7.6
宏碁	17,649	6.8	17,564	6.8
华硕	19,140	7.4	17,109	6.6
其他	54,243	20.9	49,716	19.1
合计	**260,183**	**100.0**	**260,183**	**100.0**

资料来源：IDC Worldwide Quarterly Computing Deive Tracker

从国内市场竞争情况来看，根据 ZDC 互联网调研中心截止 2017 年上半年的数据显示，笔记本的品牌关注度分布占比中，联想拥有 17.4%的品牌关注度，位居第一；惠普品牌占比 12.6%，其次是戴尔占比 12.3%。仅联想、戴尔、惠普以及 ThinkPad 这四个品牌的关注度就占据了笔记本市场一半的量，市场集中度较高。

在经济全球化的发展过程中，PC 市场的竞争也趋向于全球化，从前端的研发设计，关键零部件的制造，组装生产，物流配送，渠道终端以及客户服务，不再是封闭的业务链条或是单一区域内的竞争，而是全球资源的高度配置。由于不同品牌的产品同质化程度较高，导致 PC 市场竞争愈加激烈。

未来发展方面，随着智能手机、平板电脑的风靡，笔记本电脑所承载娱乐、休闲功能被智能手机、平板电脑所分流。用户使用笔记本电脑的时间大大缩短，且较以往更加集中于办公属性。在智能化方面，智能手机、平板电脑等移动设备给传统 PC 行业带来不少冲击，为增强客户体验，PC 行业也将会变得更加智能化与个性化发展，推动人工智能向万物互联时代的发展。

总体看，2017 年，随着移动互联网的普及和智能终端的崛起，新兴智能终端正在侵蚀 PC 市场，PC 市场可能面临进一步萎缩，下游需求关注度集中在主流品牌，其他品牌市场需求较小。

2. 投资领域

（1）早期投资

根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2017 年，随着政府增强对早期投资的扶持力度，中国早期投资机构新募集 146 只基金，同比增长 15%，共计总募得 199.36 亿元，共发生 2012 起早期投资案例，披露投资金额为 147.43 亿元，同比增长 17.5%。退出方面，2017 年中国早期投资市场共发生 184 比退出案例，其中股权转让 125 笔，新三板退出 35 笔，IPO 退出 5 笔。早期投资市场退出方式较为集中，交易速度较快的股权转让退出案例数占比超过六成，新三板退出节奏放缓，退出案例占比不到两成。

从投资行业来看，2017 年，互联网、IT 和娱乐传媒行业成为早期投资机构的关注重点，其中互联网投资案例数为 469 起，披露投资金额为 34.78 亿元；IT 投资案例 390 起，披露金额为 21.90 亿元；娱乐传媒发生 236 起投资案例，披露金额为 15.30 亿元。从统计数据来看，2017 年早期投资机构深耕于 TMT 行业，但投资侧重有所改变，互联网与 IT 之间的投资差距逐步缩小。2017 年，早期投资机构更加追捧 IT 行业中人工智能这一细分行业，人工智能技术的创新发展与广泛应用为 IT 行业带来更多的资本流量。在经济转向和消费升级的大形势下，娱乐传媒行业也获得更多资本青睐，80、90 后年轻主流消费群体逐步占据消费市场的主导位置，他们的消费习惯与观念为娱乐传媒行业提供了发展空间。

总体看，2017 年，国内天使投资基金募集规模有所扩大，单笔平均投资金额有所增加，投资领域集中于互联网、IT 和娱乐传媒行业。

（2）风险投资

从募集资金规模来看，2017年中国风险投资市场基金募资活跃度高。根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2017年中外创投机构共新募集895支可投资于中国大陆的基金，同比增长40.7%，披露募集金额的848支基金新增可投资于中国大陆的资本量为3,476.69亿元，同比小幅下降2.9%，单支基金平均募集规模达到4.10亿元。

从投资案例来看，2017年中国风险投资市场共发生4,822起投资案例，同比增长30.9%，其中披露金额的4,437起投资交易合计2,025.88亿元，同比增长54.3%；平均投资规模达到4,565.89万元，同比增长18.9%。2017年中外创业投资猛增的原因主要有政策鼓励创业投资行业的发展、创业投资机构资金供给充足且人工智能等新一代技术与传统行业的融合增加了VC机构的投资标的。

退出方面，2017年中国中外创投共发生1,420笔退出交易。从退出方式上来看，随着证监会IPO审核速度的加快，2017年共发生470笔IPO退出，占比高达33.1%，为当期的主要退出方式；股权转让退出发生360笔，占比25.4%；新三板退出紧随其后，实现315笔退出，占比22.2%。

从退出回报看，2013~2017年创业投资市场IPO退出回报倍数整体呈现下降趋势，2017年回报倍数为2.64，同比下降18.3%，主要系一级市场价格居高不下，且IPO估值趋于冷静和谨慎导致一二级市场价格差距缩小所致。

从基金币种来看，2016年中国风险投资市场在募集数量方面，人民币基金仍然较为活跃，共新募集完成859支基金，占比96.0%；外币基金仅募集完成36支，占比4.0%。从募集金额来看，2016年中国创投市场共募集完成的资金达3,476.99亿元，其中，人民币基金达3,008.28亿元，占比为86.5%；外币基金募集金额共468.41亿元，占比为13.5%。平均募资规模方面，人民币基金平均募集金额是3.69亿元，外币基金平均募集金额是14.19亿元。

从投资行业来看，投资案例数量方面，2017年互联网行业以956起交易继续位列第一；IT行业共发生927起交易，排名第二；生物技术/医疗健康行业共发生投资626起，排名第三，前三名排序与2016年相同。从投资金额方面看，互联网以406.19亿元排名第一；紧随其后的是生物技术/医疗健康行业，共涉及投资金额336.18亿元；其次是IT行业，共计274.72亿元的投资金额。

总体看，2017年投资金额及投资案例数创历史新高；投资行业分布以互联网、IT及生物技术/医疗健康行业为主；退出方式以IPO、股权转让和新三板挂牌退出为主。

（3）私募股权投资

从募集资金规模来看，根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2017年中国私募股权投资市场共有2,533支私募股权投资基金完成募集，同比增长51.22%，其中披露募资金额的1,957支基金共募集到位14,212.67亿元，募集金额增幅达43%。单支基金平均募集金额为7.26亿人民币，与2016年基本持平。

退出方面，2017年PE机构共实现1,805笔退出；受“解决IPO堰塞湖”和审核从严到细的双重因素影响，作为PE机构最理想且获益最高的退出方式，IPO退出在本年度共计594笔，再次回归最主要的退出方式；伴随着《全国中小企业股份转让系统股票挂牌条件使用基本标准指引》、《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理方法》、《全国中小企业股份转让系统全国信息披露细则》等政策对分层、交易结构和信息披露制度的全面改革要求，2017年新三板退出案例近共计474笔，较2016年大幅下降；2017年并购退出案例共296笔，占比16.4%。此外，PE机构通过股权转让、管理层收购、借壳上市、回购等方式退出的也日益增多。

从投资策略来看，2017年私募股权仍然以投资成长资本为主，占2017年总投资案例的60.4%，共计投资6,007.56亿元。与2016年相比，2017年PE机构显著重视了对基础设施的投资，以中交投资、丝路华创、新奥基金等代表的PE机构总计参与基建类项目投资20起，与此同时房地产、并购类投资较2016年活跃度小幅下降，分别为22起和8起。此外，2017年共有14起不良债权投资以及774起共计521.87亿元的创业投资。

总体看，2017年，来国内私募股权投资市场活跃度高，投资规模进一步扩大，随着中国经济的发展及改革的不断深入，投资行业将迎来高速发展期。

四、管理分析

2017 年，公司董事、监事、高级管理人员未发生重大变动，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司主营业务较上年无变化，作为投资集团，业务涵盖战略投资与财务投资两大范畴，

其战略投资主要包IT、金融服务、创新消费与服务、农业与食品和新材料等领域；其财务投资主要包括天使投资、风险投资及私募股权投资，覆盖企业成长的所有阶段。2017年，公司营业收入3,162.63亿元，同比增长3.03%；公司净利润分别为48.55亿元，同比下降40.33%，主要系营业外收入大幅下降所致。

表3　2016~2017年公司营业收入结构及毛利率（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
IT	2,825.51	92.05	14.74	2,993.63	94.66	13.86
金融服务	15.60	0.51	85.51	36.06	1.14	85.14
创新消费与服务	21.32	0.69	15.29	28.10	0.89	7.62
农业与食品	32.66	1.06	29.00	49.62	1.57	23.60
房地产	122.07	3.98	28.71	--	--	--
新材料	47.02	1.53	17.42	48.76	1.54	13.32
财务投资	5.35	0.17	--	6.46	0.20	--
合计	**3,069.53**	**100.00**	**15.99**	**3,162.63**	**100.00**	**14.92**

资料来源：公司年报
注：1、2016年9月，公司出售房地产开发业务，房地产业务作为终止经营业务进行列报，原房地产业务下的投资性物业，已调整至财务投资部分；2、公司财务投资分部主要以有限合伙的身份投资私募股权基金及风险投资基金并持有部分投资基金的普通合伙人权益；亦进行科技类早期风险投资或天使投资及对其他实体进行少数股权投资。该项业务收入主要为直营及联营基金管理费收入及部分咨询业务收入，营业成本核算相关咨询业务成本及购买服支出等，该项业务不适用毛利率指标。

收入构成方面，IT业务是公司收入的最重要来源，该板块主要由联想集团负责运营。2017年，公司IT板块收入2,993.63亿元，同比增长5.95%，占营业收入比重94.66%，较上年变化不大；金融服务收入36.06亿元，同比增长131.15%，随着营业收入的增长该板块占营业收入的比重较上年上升0.63个百分点至1.14%；财务投资板块收入6.46亿元，同比增长31.80%，占总营业收入的比重为0.20%，较上年基本保持稳定；2016年9月份，公司出售房地产开发业务，交易作价158.51亿元，2017年公司合并范围内无房地产收入；公司业务板块还包括金融服务、创新消费与服务、农业与食品和新材料，这些板块的收入占营业收入比重较小，均在5%以下，目前对公司营业收入规模影响较小，2017年创新消费与服务、农业与食品以及新材料业务均有不同程度的增长。

毛利率方面，分板块看，2017年，公司IT版块和金融服务毛利率较年初均变化不大，分别为13.86%和85.14%；创新消费与服务业务毛利率大幅下降至7.62%，主要系该板块项下各细分业务毛利率差异较大，各细分业务收入份额不稳定，且该板块项下司拜博医疗集团有限公司（以下简称“拜博口腔”）、增益供应链有限公司（以下简称“增益供应链”）等业务2017年分别处于业务加速扩张的增长期和战略调整整合期，盈利效益不稳定；受上述因素影响，2017年，公司综合毛利率小幅下降至14.92%。公司金融服务、农业与食品等板块的毛利率均在较高水平，但由于这些业务板块占比较小，对综合毛利率影响不大。

总体看，2017年，IT业务仍是公司最重要的收入来源，该业务整体较为稳健，盈利能力稳定；创新消费与服务、农业与食品以及新材料业务目前收入占比虽然较低，但发展较快，收入规模有所增长；公司出售了房地产开发业务，回流了较大规模现金，为公司的其他业务发展提供了较好的支撑。公司整体经营较为稳健；且多元化发展的业务布局有助于公司分散经营风险。

2. IT

公司IT的经营主体是联想集团。联想集团是公司最大的子公司，IT业务收入是公司最重要的收

入来源。

2017 年，公司个人电脑和智能设备业务收入 2,117 亿元，同比小幅增长 7.85%；在 IT 板块收入占比 70.73%，占比略有提高，仍是联想集团收入最主要来源。2017 年，得益于商务电脑持续的更新和特定地区消费者需求提升，个人电脑市场呈现稳定的迹象。联想集团推行以盈利作优先考虑的策略，以带动个人电脑业务中优质产品的收入增长，从而推动产品组合和提升平均销售价格，以缓和零件成本价格上涨带来的挑战。受宏观经济不景气和汇率波动的双重不利条件影响，全球个人电脑市场持续萎缩，市场竞争激烈，但联想集团仍保持了良好的经营状况，根据 IDC 公布的数据，2017 年全年联想集团个人电脑销量 54,857 万台，市场份额 21.1%，位居全球第二。近年来，受平板电脑和智能手机的崛起以及个人电脑生命周期延长的影响，全球个人电脑市场正在不断萎缩，公司未来个人电脑业务的发展将面临一定的不确定性。

移动业务方面，2017 年，联想集团移动业务实现收入 518 亿元，同比小幅增长 1.77%，在 IT 板块收入占比为 17.31%。联想集团移动业务在拉丁美洲销售情况良好，根据行业估计，第四季度市场份额由 3.3%上升至 15.9%；同时由于欧洲、中东及非洲新兴地区品牌转型进程较为缓慢，且亚太地区竞争激烈，对产品销售产生一定不利影响。

2017 年，联想集团数据中心业务收入为 272 亿元，较上年变化不大；在 IT 板块收入占比为 9.09%。2017 年联想集团推行数据中心业务转型计划，2017 年第四季度，其季度收入达到过去两年以来的最高水平。根据由 ITIC 和 TBR 发布的最新行业调查报告，联想集团 x86 服务器的可靠性和客户满意度保持全球排名第一。高性能计算（简称「HPC」）业务方面，联想集团继续取得成功，并在不同地区赢取项目，在全球前 500 强的 HPC 公司排名中位列第二，在中国位列第一。

表 4　2016~2017 年 IT 板块收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
个人电脑和智能设备业务	1,963	69.46	2,117	70.73
移动业务	509	18.01	518	17.31
数据中心业务	279	9.87	272	9.09
其他	75	2.65	86	2.87
合计	**2,826**	**100.00**	**2,993**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司 IT 业务规模有所扩大，整体收入规模尚属稳健。但及全球个人电脑市场萎缩的影响，公司个人电脑业务未来的发展将面临一定不确定性；智能手机市场竞争激烈，公司移动业务下滑明显。

3. 金融服务业务

公司在金融服务业务领域布局广泛，公司子公司已取得多项金融牌照及许可。公司金融服务业务主要由子公司正奇安徽金融控股有限公司（以下简称“正奇金融”）和君创国际融资租赁有限公司（以下简称“君创租赁”）和西藏考拉科技发展有限公司（以下简称“考拉科技”）运营。

正奇金融通过小额贷款、信用担保、典当服务、融资租赁、商业保理、权益投资、资产管理、资本市场业务、P2P 网络贷款等九大业务品种，为中小企业提供定制化的融资方案和便捷、灵活的金融服务。2017 年，正奇金融实现收入 11.80 亿元，同比增长 20.11%。

贷款业务方面，2017 年，正奇金融对外贷款余额 58.74 亿元，同比增长 8.62%。截至 2017 年底，

正奇金融共计发放小额贷款余额 32.32 亿元，较上年底增长 2.60%。信用担保业务方面，截至 2017 年底，信用担保业务期末余额 37.65 亿元，较上年变化不大。融资租赁业务和商业保理业务方面，截至 2017 年底，正奇金融融资租赁业务期末应收租赁款余额 49.86 亿元，较上年末大幅增长 44.02%；商业保理业务余额为 15.37 亿元，较上年末大幅增长 47.65%。此外，正奇金融积极创新融资方式，努力开拓融资渠道，2017 年 6 月，正奇租赁 ABS 三期成功发行，发行规模人民币 6.04 亿元；9 月，“17 正奇 01”公司债在上交所成功发行；11 月，“中英益利•国正小贷资产支持计划（二期）”成立，规模人民币 5 亿元；11 月“正奇保理一期资产支持专项计划”在上交所成立，规模人民币 4.2 亿元，成功拿下安徽商业保理 ABS 第一单；12 月“诚正科贷一期资产专项计划”在深交所挂牌发行，规模人民币 5 亿元。正奇金融融资渠道通畅，资金成本较低，在同行业中建立了融资方面的比较优势。

君创租赁是公司旗下专门从事融资租赁及相关金融业务的专业化子公司，2017 年实现收入 7.19 亿元；截至 2017 年底，期末应收租赁款余额 99.35 亿元。君创租赁积极拓展对外融资，拥有银行贷款、资产支持计划、债券等多元化融资渠道，2017 年 6 月，君创租赁成功发行 2017 年第一期资产支持专项计划，发行规模人民币 17.12 亿元。同时，君创租赁持续加强业务布局和市场开拓，截至 2017 年底，新增设立了北京办事处和郑州办事处，除上海总部外，已经在全国各地设立了 7 个办事处，业务覆盖全国各个省份。

考拉科技是由原拉卡拉集团支付业务与金融业务拆分而成立的专事金融业务的子公司。考拉科技专注于快速发展的小额贷款领域，2017 年底贷款余额接近人民币 70 亿元，个人信贷业务单日放款金额峰值超过人民币 12 亿元。2017 年，考拉科技实现营业收入 17.28 亿元。

总体看，2017 年，公司在金融服务业务领域布业务发展稳健，且毛利率水平较高，未来随着业务规模的扩大有望给公司贡献较高的利润，但随着业务规模的扩大，需关注相应的风险控制能力。

4. 创新消费与服务

2017 年，公司加强对服务行业的布局，目前已进入口腔医疗、物流、教育以及租车板块。公司创新消费与服务业务主要运营主体为子公司拜博口腔和增益供应链。2017 年，公司创新消费与服务业务收入为 28.10 亿元，同比增长 31.80%。

2017 年，拜博口腔实现收入 14.34 亿元，同比增长 14.08%，主要系门店数量不断扩张所致。截至 2017 年底，拜博口腔门店数为 212 家，其中包括 53 家医院和 159 家诊所，门店数较 2016 年底的 200 家增长 6%，覆盖 25 个省份和直辖市。拜博口腔的牙科专用椅数量由 2,569 台增加致 2,816 台，口腔医生的数量有 1,129 名增加致 1,191 名。2017 年 7 月成立拜博口腔 IDDC（种植诊断设计中心）种植培训进修基地，5 个月内共完成种植手术 340 余例，其中高难度技术种植病例超过 40 例，已初步形成拜博口腔的种植学术和技术高地。

2018 年 1 月 24 日，拜博口腔现有股东与泰康人寿保险有限责任公司（简称“泰康人寿”）达成协议，为支持拜博口腔发展、优化资本结构，战略性引入泰康人寿作为控股股东，联想控股也将继续支持拜博口腔的未来发展。除提供资金投入外，泰康人寿将在客户资源支持、行销推广合作、保险支付流程、口腔健康保险产品合作等方面输入协同资源。该交易已于 2018 年 4 月 4 日获中国银行保险监督管理委员会批准。

2017 年，增益供应链实现收入 9.68 亿元，同比增长 17.76%。2017 年，增益供应链武汉白沙洲新增 8 万吨冷库，并在 2018 年初完成 100%的出租率；东莞冷链项目一期建设完成并开始试运营，冷库整体出租率达到 40%。

总体看，2017 年，公司加强在创新消费与服务领域的布局，旗下拜博口腔及增益供应链具有一

定品牌知名度；未来公司在创新消费与服务方面布局的进一步强化，该领域收入有望实现增长。

5. 农业与食品

公司积极在农业与食品领域的产品、生产服务和销售渠道升级中的细分领域寻找机会进行布局。公司从事农业与食品业务的子公司主要为佳沃集团有限公司（以下简称“佳沃集团”）和丰联酒业控股集团有限公司（以下简称“丰联集团”）[1]。2017 年，公司农业与食品业务收入 49.62 亿元，同比增长 51.93%，主要系 2017 年公司完成对佳沃农业开发股份有限公司（以下简称“佳沃股份”）的收购，以及 KB Food 合并期较上年同期增加 3 个月所致。

目前，深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司（以下简称“鑫荣懋”）是佳沃集团水果业务的产业运营平台，已成为国内最大的水果全产业链企业，拥有独占的蓝莓和猕猴桃种植品种权、领先的种苗繁育中心和工程技术中心、海内外种植基地、分布于全国优质水果产区的 5 大仓储分选中心、辐射全国的 6 大销地物流配送中心，覆盖了全国的优质渠道客户。2017 年，鑫荣懋加大了对东南亚产品资源的控制力度，通过对泰国泰果冠公司的增资控股，实现对泰国南部最大榴莲收储加工厂的控制，泰国榴莲单品优势在不断增强，并推出佳沃榴莲，使得佳沃品牌得以多品类延伸。

2016 年 3 月，公司子公司南明有限公司与 KB Seafoods 管理团队合资成立 KB Food，收购 KB Seafoods100%股权。截至 2017 年 12 月 31 日，公司持有 KB Food90%股权。

KB Seafoods 总部在澳大利亚珀斯，拥有 90 年发展历史，是澳大利亚最大的海产品企业之一。公司向澳大利亚主流超市及餐饮企业提供超过 6,000 种的海产品及附属产品，年销量达 10 万吨，产品涵盖鱼、虾、贝、龙虾等品类，产业链覆盖捕捞、初加工、深加工、冷链配送、销售及服务。目前 KBFood 公司已在澳大利亚、新西兰、泰国等地设立子公司负责具体运营，并与东南亚、欧洲、美洲、非洲等主要海鲜企业形成战略合作，整合全球海鲜资源。

2017 年 5 月，KBFood 新设的全资子公司 Australian Seafood Investment Pty Ltd（以下简称“ASI”）分别完成对澳大利亚深海虾捕捞船 Carnavan No.1 Fishing Trust(CNFT)以及 Darwin Fishing Trust(DFT)100%和 40%权益的收购，现已完成交割后第一个渔季的捕捞作业，运营情况良好，团队实现平稳过渡。未来，ASI 将寻找更多机会进行上游资源整合。2017 年 10 月，KB Food 设立香港办公室并完成团队的组建，于 11 月份首次参展青岛国际渔业博览会并获良好效果。此外，KB Food 还与佳沃股份签订战略合作协定，拟依托佳沃股份的渠道和资源拓展中国市场。

总体看，2017 年，在农业与食品领域，公司建立了专业投资控股平台-佳沃集团，目前已拥有国内最大的水果全产业链企业；通过收购澳洲 KB Seafoods，公司实现农业与食品业务收入的大幅增长。

6. 新材料

公司新材料业务的主要运营公司为子公司联泓集团有限公司（以下简称“联泓集团”），主要从事精细化学品和化工新材料生产业务。2017 年，公司新材料业务收入为 48.76 亿元，同比小幅增长 3.80%。受国内外卖及生鲜电商行业快速增长带动，2017 年联泓集团薄壁注塑聚丙烯产品、EVA 电缆料实现国内市场占有率第一，EVA 新产品成功打入光伏应用领域，且销量稳步增长，特种 EOD 产品比例快速提升，产品结构不断优化，盈利能力及市场影响力进一步提升。

总体看，2017 年，公司新材料业务市场份额进一步提，收入有所增长。

[1] 2016 年，公司将丰联集团资产注入佳沃集团

7. 财务投资板块

公司财务投资板块可划分为天使投资、风险投资、私募股权投资以及直接投资，运营主体分别为北京联想之星投资管理有限公司（以下简称“联想之星”）、君联资本管理股份有限公司旗下一系列风险投资基金（连同各自的管理公司/合伙人，以下简称“君联资本”）、弘毅投资旗下一系列私募股权基金（连同各自的管理公司/合伙人，以下简称“弘毅投资”）和公司本部；不同投资主体为公司寻求在企业发展不同阶段的投资机会。财务投资板块主要为公司获取投资回报，除此之外，公司财务投资与战略投资业务之间具备协同效应，对于符合战略投资标准的财务投资标的，公司未来可能追加投资并长期持有，纳入战略投资板块。

截至 2017 年底，联想之星共管理 5 支基金，管理资金规模超过人民币 20 亿元，累计投资境内外项目超过 200 个，已投出乐逗游戏、旷视科技 face++、思必驰、中科虹霸、作业盒子、北科天绘、燃石医学、开拓药业、派格生物、微纳芯、智康博药等优质项目。报告期内，投资境内外项目超过 50 个，涵盖航天科技、智慧汽车、大数据、机器学习、量子科技等前沿领域，在管项目有 63 个实现下轮融资，苏州众言网络科技股份有限公司（新三板证券代码：871961）和北京友信宏科电子科技股份有限公司（新三板证券代码：871189）完成新三板挂牌，7 个项目实现退出。2017 年，联想之星首次对外募集，新募集 3 期人民币基金及 3 期美元基金，募集总额超过人民币 7 亿元，美元基金募集 2,000 万美元。2017 年联想之星投资境内外项目超过 50 个，63 家所投企业完成下轮融资。

截至 2017 年底，君联资本基金管理规模突破 350 亿元，新募集 2 期文化体育基金，并完成了 7 期美元综合基金和 4 期人民币综合基金的募集，在管资产规模得以扩大；募集资金总额达 36.1 亿元。2017 年，君联资本累计完成 60 个新项目投资，退出项目 21 个，为联想控股贡献资金回款超过人民币 7 亿元，创造了良好的现金收益。在管企业有 8 家在国内外资本市场完成首次公开上市，分别为上海富瀚微电子股份有限公司、碳元科技股份有限公司、药明生物技术有限公司、联合光电科技有限公司、北京贝瑞和康生物技术股份有限公司、广州金域医学检验集团股份有限公司、上海璞泰来新能源科技股份有限公司、上海拍拍贷金融信息服务有限公司。截至 2017 年底，君联资本共有 47 家投资企业成功上市，君联资本退出项目的内部平均收益率介乎于 35%至 40%之间。

截至 2017 年底，弘毅投资共管理 8 期股权投资基金，2 期夹层基金，2 期地产基金及 1 期文化产业基金。2017 年，弘毅投资完成了第 2 期地产增值型策略基金的募集工作，募集总额为人民币 25.6 亿元；同时，弘毅地产基金与北京市海淀区区属国企战略合作的海淀科技产业空间优化基金，以及弘毅投资整体平台下专注于大文化产业投资机会的文化产业基金，在 2017 年启动募集并完成了首轮交割，已募集规模分别达到人民币 10.8 亿元和人民币 6.6 亿元，两期基金的募集工作目前仍在持续进行，募集规模预期还将进一步增加。此外，弘毅投资已在 2018 年 1 月获批公募基金牌照，未来产品类型有望进一步丰富，管理规模有望进一步扩大。2017 年，弘毅 PE 基金完成了 14 个新项目或原有项目的追加投资，涵盖医疗、消费、服务等多个领域的创新或成长性企业；弘毅夹层基金完成了 6 笔新投或追加投资；弘毅地产基金完成了 7 个新项目的投资；弘毅文化产业基金完成了 2 个新项目的投资。2017 年，弘毅 PE 基金共完成 12 个项目的完全退出或部份退出，弘毅夹层基金完成 8 个项目的完全退出或部份退出，弘毅地产基金共完成 1 个项目的部份退出；弘毅合计为公司贡献超过人民币 14.7 亿元的现金回款。与此同时，弘毅投资在管企业有 1 家企业在香港资本市场上市（弘和仁爱）。截至 2017 年底，弘毅投资共有 41 家被投企业成功在境内外上市（含 PIPE 投资）及 3 家在新三板挂牌；弘毅投资已完全退出其于 43 家公司的投资，这些投资的内部收益率的中位数在 16%以上。

总体看，2017 年，公司通过不同投资主体投资处于不同发展阶段的企业，为公司获取可观的投

资回报，并为公司战略投资提供机会和资源。

8. 经营关注

（1）PC 市场竞争激烈

近年来 PC 市场呈现疲软的状态，同时由于进入此行业的壁垒较低，不同品牌的产品同质化程度较高，PC 市场竞争愈加激烈。PC 业务收入为联想集团最主要收入来源，竞争日益激烈的 PC 市场对其业务经营势必造成一定压力。

（2）融资渠道风险

公司作为一家投资公司，充足的资金是其发展的保障，拥有持续的大量资金可以帮助公司实现业务战略。公司有些投资可能需要较长的时间才能产生回报，因此公司需要寻求额外融资，若公司的外部融资渠道不够畅通，势必会影响公司的发展脚步和战略目标的实现。

（3）管理风险

公司通过多家被投企业开展多元化业务，面对不同行业、市场及地区的业务、面临市场及监管风险，提高了公司的管理难度。由于被投企业众多且业务独立性强，对公司的管理水平和人才储备提出了挑战。

9. 重大事项

收购卢森堡银行

2017 年 9 月 1 日，公司下属子公司越跃有限公司（以下简称“越跃”，作为买方）与 Precision Capital S.A（作为卖方）及下属子公司南明有限公司（以下简称“南明”，作为担保人）订立买卖协议，从 Precision Capital S.A.收购其持有卢森堡国际银行（Banque International à Luxembourg S.A.，以下简称“卢森堡银行”）合计 89.936%的已发行的股本（以下简称“收购事项”）。卢森堡银行创建于 1856 年，目前业务主要集中在零售银行、对公银行、财富管理及资本市场等方面。收购的待售股份的总对价相当于 1,483,951,348 欧元（约合人民币 11,652,727,960 元）（基础购买价格），加上与卢森堡银行利润和资产状况相关的调整金额之和，交易对价将以现金支付。

2018 年 1 月 16 日，公司召开股东特别大会，获超过半数以上联想控股股东批准、确认及追认根据越跃、Precision Capital S.A、南明及发行人订立的日期为 2017 年 9 月 1 日之买卖协议拟进行的收购事项，及买卖协议项下拟进行之所有交易。越跃已向托管账户汇入 44,518,540 欧元（约合人民币 349,581,835 元）作为保证金。

总体看，收购卢森堡银行作为金融服务板块的重要战略投资，符合公司建设支柱型资产的目标，若投资完成，公司的营业收入及盈利规模有望进一步提升。

10. 未来发展

未来，公司仍将继续专注于战略投资和财务投资两大板块。

战略投资方面，公司 IT 板块业务较为稳定，公司未来将继续关注消费与服务相关的投资主体，更加聚焦在金融服务、创新消费与服务以及农业与食品等领域；公司未来将协助旗下受到外部环境影响较大的被投企业业务进一步挖掘潜力。公司将站在全球化的高度来打造和管理公司的投资组合，在国内外合理布局资源。

财务投资方面，公司未来将继续通过天使投资、风险投资和私募股权投资在内的财务投资平台加强对新兴的创新行业的资源配置；公司还将密切关注资本市场的发展，积极推进被投标的上市或

者实现投资退出。公司未来会更加关注系统性风险，加强公司双轮驱动业务之间的协同优势，为资产组合加之持续健康的成长打下坚实的基础。

总体看，公司着眼于全球化发展，持续发挥并加强双轮驱动的业务模式和管控服务；其未来的发展战略规划明确，可实施性较强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017年度财务报告，经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报告遵照最新企业会计准则。2017年，公司合并范围发生一定变化，但公司主营业务并未发生重大变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总计 3,356.69 亿元，负债合计 2,560.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）795.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 545.77 亿元。2017 年，公司实现营业收入 3,162.63 亿元，净利润（含少数股东损益）48.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 51.14 亿元；公司经营活动现金流量净额为-53.70 亿元，现金及现金等价物增加额 21.43 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额达 3,356.69 亿元，较上年末增长 3.97%，其中流动资产占比 51.71%，非流动资产占比 48.29%；公司资产构成较为均衡。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产总额达 1,735.60 亿元，与上年末基本持平，主要由货币资金（占比 22.79%）、应收账款（占比 23.42%）、发放贷款及垫款（占比 6.14%）、其他应收款（占比 17.91%）、存货（占比 16.37%）和其他流动资产（占比 5.53%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 395.51 亿元，较上年末下降 7.67%，主要系 2017 年公司金融业务板块对外投资金额增加导致经营性现金流大幅流出所致。主要由银行存款（占比 94.47%）构成；公司受限存款 13.38 亿元（占比 3.38%），主要为担保业务保证金存款、票据及信用证保证金、借款保证金和受限冻结资金，受限比例低。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 406.44 亿元，较上年末增长 9.76%，主要系公司子公司联想集团业务账期延长所致。从账龄来看，一年以内占比 98.35%，1~2 年占比 1.14%，其余为 2 年以上，公司账龄较短。公司应收账款共计提坏账准备 7.97 亿元，考虑到公司应收账款账龄主要为一年以内，计提较为充足。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 310.79 亿元，较上年末下降 30.02%，主要系 2016 年公司处置终止经营业务[2]应收款项金额较大，2017 年收回处置子公司的款项所致。从账龄来看，1 年以内占比 96.06%，1~2 年占比 2.48%，其余为 2 年以上，账龄较短。公司其他应收款主要为应收代工厂商款、应收代垫及暂付款和应收关联方款项，分别占其他应收款余额的 46.18%、40.24%和 4.80%。应收代工厂商款主要为联想集团在日常经营活动中因委托代工厂商加工零部件而产生的应收款项。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 284.05 亿元，较上年末增长 34.11%，主要系电子元器件价格上涨，联想集团提前备货所致。公司存货构成主要为原材料、产成品和周转材料，分别占存货原

[2] 公司及子公司融科智地与融创房地产于 2016 年 9 月 16 日订立框架协议以出售 40 家目标公司的相关股权及债权予融创房地产，终止经营业务收入 122.07 亿元，目前已全部收回。

值的 51.16%、29.78%和 15.31%。公司存货跌价准备按存货成本高于其可变现净值的差额计提，2017 年度公司计提存货跌价准备金 17.19 亿元，计提比例 5.71%，考虑到 PC 及智能手机行业竞争激烈且产品升级换代较为频繁的背景下，公司手机业务销售降幅较大，公司存货存在继续跌价的风险。

截至 2017 年底，公司其他流动资产账面价值 96.02 亿元，较上年末增长 49.16%，主要系公司用短期闲置资金流动性管理而购买短期理财产品以及预缴税费增加所致。

截至 2017 年底，公司发放贷款及垫款 106.52 亿元，较上年变化不大，主要为公司金融服务板块对外发放的贷款。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 1,621.09 亿元，较上年末增长 8.52%，非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 5.66%）、长期股权投资（占比 20.30%）、投资性房地产（占比 6.85%）、长期应收款（占比 6.73%）、固定资产（9.87%）、无形资产（占比 17.27%）、商誉（占比 22.02%）和递延所得税资产（占比 5.97%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 91.74 亿元，较上年末小幅下降 6.86%，主要系公司出售部分可供出售的权益工具所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 329.12 亿元，较上年末增长 17.37%，主要系在权益法核算下公司投资联营企业和合营企业利润累积所致。公司长期股权投资前五大联营企业情况如下表所示。公司长期股权投资标的整体资质较好，减值的风险较小，公司未计提减值准备。

表 5　截至 2017 年底公司前五大长期股权投资情况（单位：亿元，%）

名称	金额	占长期股权投资比例
汉口银行有限公司	35.39	10.75
神州租车有限公司	29.81	9.06
深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司	14.41	4.38
拉卡拉支付股份有限公司	8.99	2.73
联保投资集团有限公司	6.05	1.84
合计	**94.65**	**28.76**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 111.07 亿元，较上年末增长 9.85%，主要系公允价值变动收益增加所致。截至 2017 年底，公司已将账面价值为 109.99 亿元（占比 99.03%）的投资性房地产用于公司长期借款提供抵押担保，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司长期应收款 109.11 亿元，较上年末增长 74.96%，主要系公司金融板块业务快速发展，应收融资租赁款大幅增加所致。。截至 2017 年底，公司无受限长期应收款。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 159.98 亿元，较上年末小幅下降 2.79%，主要系累计折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占比 46.77%）、机械设备（占比 43.83%）和办公设备（占比 8.40%）构成。截至 2017 年底，公司已将账面价值 1.17 亿元（占比 0.73%）的固定资产用于公司短期借款的抵押物，受限比例很低；截至 2017 年底，公司固定资产已计提折旧 88.92 亿元，成新率为 63.86%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 280.01 亿元，较上年末变化幅度不大。公司无形资产主要由专利及技术（占比 20.53%）、商标（占比 32.73%）、软件（占比 7.22%）以及土地使用权（占比 14.59%）构成；2017 年无形资产计提减值准备 5.05 亿元，公司整体无形资产质量较好，减值风险较小。截至 2017 年底，公司受限无形资产账面价值 0.90 亿元（占比 0.32%），用于抵押担保，受

限比例较低。

截至 2017 年底，公司商誉 356.92 亿元，较上年末增长 3.90%，主要系公司收购子公司形成商誉较多导致。2017 年，公司计提商誉减值准备 0.67 亿元，金额不大。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产 96.72 亿元，较上年末增长 6.76%，主要系公司递延所得税资产中预提费用及预计负债增加所致。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 162.63 亿元，占资产比例为 4.85%，受限比例较低。

表 6　截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

受限资产类别	受限资产账面价值	占资产总额的比重	受限原因
股权	7.47	0.22	借款抵质押
固定资产	4.78	0.14	借款抵质押
投资性房地产	109.99	3.28	借款抵质押
无形资产	0.90	0.03	借款抵质押
在建工程	1.88	0.06	借款抵质押
应收账款	22.54	0.67	借款抵质押
应收票据	1.69	0.05	借款抵质押
受限存款	13.38	0.40	保证金及冻结受限资金
合计	**162.63**	**4.85**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2017 年，公司资产规模较大，流动资产与非流动资产占比相当。流动资产中货币资金、存货、其他应收款和应收账款占比较大，受限制资金及资产规模较大但总体占比不高，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计 2,560.92 亿元，较上年末小幅增长 1.12%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 67.71%和 32.29%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 1,733.98 亿元，较上年末小幅减少 3.30%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 5.14%）、应付账款（28.93%）、其他应付款（占比 31.56%）、一年内到期的非流动负债（占比 10.86%）和其他流动负债（占比 13.24%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款合计 89.05 亿元，较上年末减少 44.35%。

截至 2017 年底，公司应付账款合计 501.57 亿元，较上年末增长 14.42%，主要系应付货款增加所致；公司应付账款主要为应付购货款，占比 99.70%。应付账款账龄基本都在 1 年以内，其中，账龄超过 1 年的应付账款为人民币 0.89 亿元。

截至 2017 年底，公司其他应付款合计 547.32 亿元，与上年末基本持平，主要为子公司联想集团应付代工厂商款。公司其他应付款主要由应付代工厂商款（占比 61.27%）和预提费用（占比 17.85%）构成；其中，应付代工厂商款为在日常经营活动中联想集团收到代工厂商交付完工产品而应付的款项。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 188.39 亿元，较上年末减少 21.58%，主要为一年内到期的长期借款（占比 48.86%）。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 229.60 亿元，较上年末减少 4.79%，主要系一年内到期的预计负债减少所致。公司其他流动负债主要由一年内到期的预计负债（占比 77.63%）构成。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 826.94 亿元，较上年末增长 11.81%，主要系长期借款及应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 37.49%）、应付债券（占比 40.45%）、其他非流动负债（占比 8.18%）和递延所得税负债（占比 5.82%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款余额合计 310.00 亿元，较上年末增长 23.75%；应付债券余额合计 334.54 亿元，较上年末增长 6.32%，主要系公司及子公司 2017 年发行债券所致；其他非流动负债余额合计 67.67 亿元，较上年末增长 16.28%，主要系以公允价值计量且其变动计入损益的金融负债大幅增加所致，公司其他非流动负债主要由预收延期保修款和以公允价值计量且其变动计入损益的金融负债构成，其他占比较小；递延所得税负债合计 48.09 亿元，较上年末变化不大，主要为公司对联营企业及合营企业投资和公允价值变动形成的暂时性差异。

截至 2017 年底，公司全部债务为 1,018.05 亿元，较上年末变化不大；其中短期债务和长期债务分别占比 35.38%和 64.62%，以长期债务为主。2016~2017 年，公司资产负债率分别为 78.45%和 76.29%；全部债务资本化比率分别为 59.81%和 56.13%；长期债务资本化比率分别为 44.90%和 45.26%，公司债务负担有所下降。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 795.77 亿元，较上年末增长 14.36%。其中，归属于母公司所有者权益为 545.77 亿元，占比 68.58%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 4.32%，资本公积占比 36.51%，未分配利润占比 62.12%。公司未分配利润占比较高，所有者权益结构的稳定性一般。截至 2017 年底，公司其他综合收益-18.59 亿元，主要系处置金融资产将其他综合收益重新分类到损益所致。

总体看，2017 年，公司负债规模随着公司业务规模的扩大而增加，以流动负债为主；公司债务债务负担有所下降但仍较重；所有者权益增速较快，所有者权益中的未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2017 年，公司的营业收入 3,162.63 亿元，同比增长 3.30%；利润总额 74.30 亿元，同比下降 19.23%，主要系 2016 年公司 IT 分部出售相关固定资产致营业外收入大幅增加所致。2017 年，公司净利润 48.55 亿元，同比下降 40.33%；其中归属于母公司的所有者的净利润为 51.14 亿元，同比增长 2.34%。

从期间费用来看，2017 年，公司费用总额 483.77 亿元，同比增长 9.04%；其中，销售费用 205.19 亿元（占比 42.41%）、管理费用 229.50 亿元（占比 47.44%）和财务费用 49.08 亿元（占比 10.15%），主要以销售费用和管理费用为主。销售费用方面，2017 年，公司销售费用 205.19 亿元，年同比增长 12.70%，主要系广告及业务宣传费增长所致；管理费用方面，2017 年，公司管理费用 229.50 亿元，较上年变化不大；财务费用方面，2017 年，公司财务费用 49.08 亿元，同比增长 52.74%，主要系汇兑损失增加以及利息资本化金额减少所致。2017 年，公司费用收入比为 15.30%，较上年上升 0.84 个百分点，费用控制能力一般。

2017 年，政府补助分别计入递延收益、其他收益和营业外收入或冲减成本费用，受此影响，2017 年，公司营业外收入 0.87 亿元，较上年减少 47.37 亿元，占利润总额的比重为 1.17%，利润总额对营业外收入的依赖程度大幅下降。2017 年，公司其他收益 11.61 亿元，占利润总额的比重为 15.63%，利润总额对其他收益的依赖程度较低。

2017 年，公司投资收益 74.78 亿元，同比增长 136.04%，主要系处置可供出售金融资产收益较多所致，占利润总额的比重由上年的 34.44%大幅上升至 100.65%。公司投资项目较多，投资收益在利润总额中比重较大，且波动幅度较大，公司盈利水平对投资收益的依赖度偏高，公司面临一定的投资收益波动风险。

从各项盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率 14.71%，较上年下降 0.71 个百分点；公司总资本收益率 5.28%，较上年下降 3.24 个百分点；总资产报酬率 3.63%，较上年下降 1.08 个百分点；净资产收益率 6.51%，较上年下降 5.53 个百分点。

总体看，2017 年，公司收入及盈利规模大，期间费用控制能力有所下降，费用对利润侵蚀显著，利润总额对投资收益依赖程度较高，公司面临一定投资收益波动风险。

5. 现金流

2017 年，公司经营活动现金流入 3,192.17 亿元，较上年变化不大；经营活动现金流出 3,245.88 亿元，较上年增长 4.88%，主要系金融服务分部业务规模扩大导致本期经营活动现金流出增长。受上述因素影响，2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额由净流入 122.83 亿元转为净流出 53.70 亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比分别为 102.56%和 100.08%，收入实现质量尚可。

2017 年，公司投资活动现金流入 280.68 亿元，较上年增长 113.04%，主要系公司处置子公司及其他营业单位收到的现金，以及收回投资收到的现金较多所致；投资活动现金流出 298.64 亿元，较上年下降 15.92%，主要系 2016 年公司收购子公司支付的现金较多所致。受上述因素影响，2017 年公司投资活动产生的现金净流出规模 17.96 亿元，净流出规模较上年减少 205.47 亿元，公司投资活动现金流金额持续为负，公司投资活动需要一定的外部融资来补充。

2017 年，公司筹资活动现金流入 995.45 亿元，较上年增长 20.50%，主要系取得借款和收到其他与筹资活动有关的现金增加所致；筹资活动现金流出 891.29 亿元，较上年增长 15.31%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2017 年，公司筹资活动产生的现金净流入 104.16 亿元，较上年增长 95.94%。

整体看，2017 年，公司经营活动现金由净流入转为净流出，投资活动现金净流出规模较大，公司对外融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率由上年末的 0.97 倍下降至 1.00 倍，公司流动资产对流动负债覆盖程度尚可；速动比率由上年末的 0.85 倍略降至 0.84 倍，流动资产对流动负债的保护程度尚可；现金短期债务比由上年末的 1.03 倍下降至 1.26 倍，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降，但保障能力仍属较强。总体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 176.49 亿元，较上年下降 13.53%，主要系利润总额减少所致；其中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额分别占比 13.06%、19.29%、25.55%和 42.10%，计入财务费用的利息支出和利润总额占比较大。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.71 倍上升至 3.89 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；EBITDA 全部债务比由上年的 0.20 倍下降至 0.17 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度尚可。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 175.6 亿元，占 2017 年底总资产的 5.23%，净资产的 22.05%，对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

截至 2017 年底，公司不存在对公司的正常经营产生较大影响的重大诉讼情况。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10110108003284209），截至 2018 年 4 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，债务履约情况良好。

截至 2017 年底，公司及各子公司在各家金融机构未使用授信额度 874 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司及下属子公司联想集团均为香港上市公司，直接融资渠道畅通。

总体看，2017 年，公司现金类资产充足，盈利能力良好，债务规模增长较快，但直接间接融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

七、本期公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 453.83 亿元，为“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”和“18 联想 01”待偿本金合计（70 亿元）的 6.48 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度高；净资产达 795.77 亿元，为债券待偿本金合计（70 亿元）的 11.37 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”和“18 联想 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 176.49 亿元，为债券待偿本金合计（70 亿元）的 2.52 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 3,192.17 亿元，为本次债券待偿本金合计（70 亿元）的 45.60 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司货币资金充足，以及在 IT 行业的行业地位、经营规模、融资渠道等因素，公司对“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”和“18 联想 01”债券的偿还能力极强。

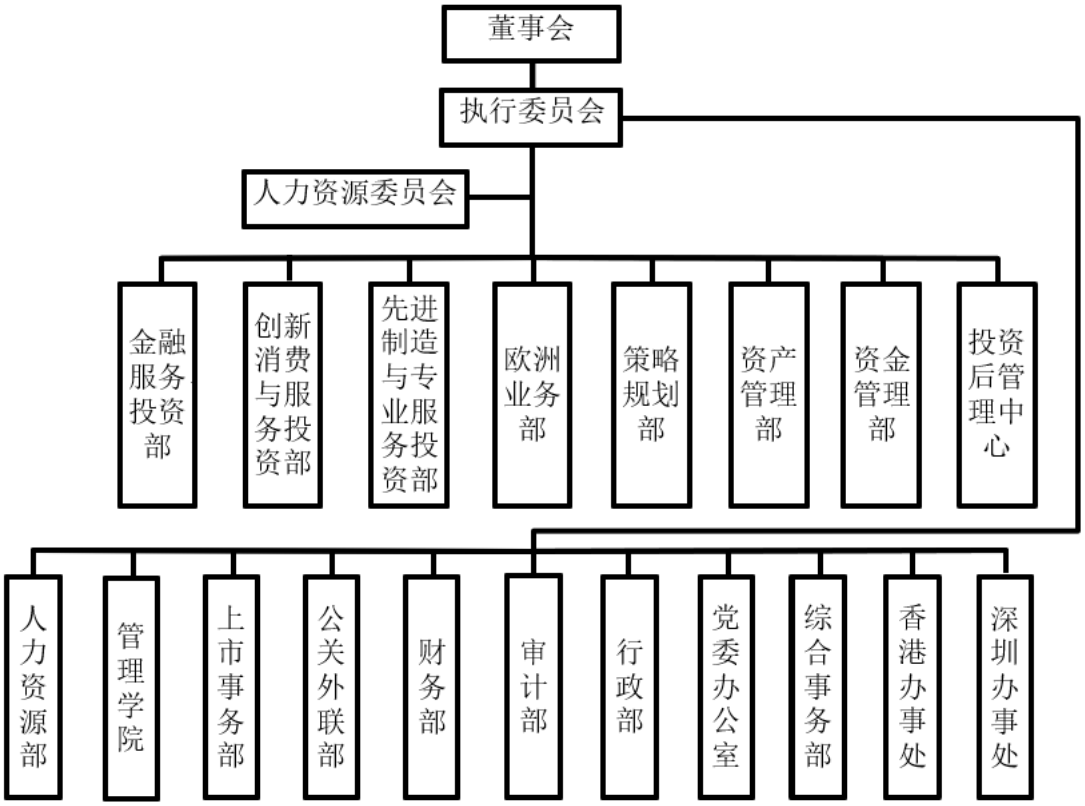
八、综合评价

作为中国知名的大型多元化投资集团，仍保持了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式。战略投资领域，主要子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）PC 出货量仍保持全球领先，IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑，另外公司在金融服务业务、农业与食品业务等领域均保持较好发展；财务投资领域，公司已建立起完整的财务投资链条，投资收益率维持在较高水平，且能与公司战略投资业务产生协同。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到 2017 年全球传统 PC 市场有所萎缩，智能手机市场竞争激烈等因素给公司 IT 业务带来较大的运营压力；大规模的投资收购活动带来的财务和业务整合方面的风险；财务投资风险较高等因素可能给公司的信用状况带来的不利影响。

未来，公司将在稳固传统 IT 业务的基础上，继续围绕消费与服务推进多元化发展战略，通过多种方式积极布局金融服务、创新消费与服务、农业与食品等业务领域，公司经营状况有望保持良好，投资收益有望保持较大规模。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持联想控股的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”和“18 联想 01”债项的信用等级为“AAA”。

附件 1　联想控股股份有限公司组织机构图



附件 2　联想控股股份有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	3,228.53	3,356.69
所有者权益（亿元）	695.87	795.77
短期债务（亿元）	468.56	360.23
长期债务（亿元）	566.98	657.83
全部债务（亿元）	1,035.54	1,018.05
营业收入（亿元）	3,069.53	3,162.63
净利润（亿元）	81.37	48.55
EBITDA（亿元）	204.11	176.49
经营性净现金流（亿元）	122.83	-53.70
应收账款周转次数（次）	8.29	7.99
存货周转次数（次）	6.64	10.14
总资产周转次数（次）	0.98	0.96
现金收入比率（%）	102.56	100.08
总资本收益率（%）	8.52	5.28
总资产报酬率（%）	4.70	3.63
净资产收益率（%）	12.04	6.51
营业利润率（%）	15.42	14.71
费用收入比（%）	14.45	15.30
资产负债率（%）	78.45	76.29
全部债务资本化比率（%）	59.81	56.13
长期债务资本化比率（%）	44.90	45.26
EBITDA 利息倍数（倍）	2.71	3.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.17
流动比率（倍）	0.97	1.00
速动比率（倍）	0.85	0.84
现金短期债务比（倍）	1.03	1.26
经营现金流动负债比率（%）	6.85	-3.10
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.04	1.76

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、全部债务包括短期和长期债务，短期债务调入衍生金融负债和其他应付款中有息部分，长期债务调入长期应付款中有息部分；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用