

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1136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”、“18 联想 01”、“18 联想 02”、“18 联想 03”、“19 联想 01”和“19 联想 02”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：

二〇一九年六月十四日

---

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 2019 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	2018/6/26
16 联想 02	20 亿元	10 年	AAA	AAA	2018/6/26
17 联想 01	25 亿元	5 年	AAA	AAA	2018/6/26
18 联想 01	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2018/6/26
18 联想 02	16 亿元	3 年	AAA	AAA	2018/5/7
18 联想 03	15 亿元	5 年	AAA	AAA	2018/9/27
19 联想 01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2018/12/28
19 联想 02	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2018/12/28

跟踪评级时间：2019 年 6 月 14 日

### 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	3,228.53	3,356.69	5,588.28
所有者权益 (亿元)	695.87	795.77	835.79
长期债务 (亿元)	566.98	657.83	702.35
全部债务 (亿元)	1,035.54	1,018.05	1,425.32
营业收入 (亿元)	3,069.53	3,162.63	3,589.20
净利润 (亿元)	81.37	48.55	71.78
EBITDA (亿元)	204.11	176.49	199.12
经营性净现金流 (亿元)	122.83	-53.70	27.61
营业利润率 (%)	15.42	14.71	15.46
净资产收益率 (%)	12.04	6.51	8.80
资产负债率 (%)	78.45	76.29	85.04
全部债务资本化比率 (%)	59.81	56.13	63.04
流动比率 (倍)	0.97	1.00	0.74
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.17	0.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.71	3.89	3.75
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.56	1.35	1.52

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，2018 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。

2018 年 7 月，公司完成对卢森堡国际银行的收购，公司在金融服务板块的重要战略投资基本完成，营业收入及盈利规模将进一步扩大。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。

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”、“18 联想 01”、“18 联想 02”、“18 联想 03”、“19 联想 01”和“19 联想 02”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. 2018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. 2018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，随着对卢森堡国际银行收购的完成，金融服务领域战略布局进一步完善；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. 2018年，公司收入规模大，现金类资产充裕，财务状况良好。

### 关注

1. 2018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IT业务对美洲销售收入占比较高，且核心电子元件由美国公司提供，中美贸易关系存在一定不稳定性，公司IT业务未来面临一定经营风险。

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

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@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，公司获中国证监会批准，成为H股“全流通”试点中的首家试点企业。2018年6月6日，公司共计八名股东持有的合计不超过8.8亿股内资股转换成可在香港联交所主板上市及买卖的H股。本次转换后，公司的股份结构变为：内资股约10.84亿股，占比约46.02%；H股约12.7亿股，占比约53.98%。

截至2018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2018年底公司股权结构表（单位：%）

股东名称	占已发行普通股比例
中国科学院控股有限公司	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 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> 北京联恒永信投资中心（有限合伙）（以下简称“联恒永信”）2019年1月15日与ENN Group International Investment Limited（以下简称“新奥国际”）签订出售及购买H股股份协议，据此，透过香港联交所交易平台进行市场交易买卖，联恒永信同意出售及新奥国际同意购买合共54,090,000股H股股份（相当于已发行H股股份总数约4.25%及全部已发行股份总数约2.29%）。截至报告出具日，上述出售事项已完成，联恒永信持有123,910,000股H股股份，相当于已发行H股股份总数约9.74%及全部已发行股份总数约5.26%。

柳传志	2.88
-----	------

资料来源：公司提供

2018年，公司经营范 围和组织结构较上年无变化。截至 2018 年底，公司合并范围一级子公司 22 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总计 5,588.28 亿元，负债合计 4,752.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 835.79 亿元，其中归属于母公司所有者权益 565.11 亿元。2018 年，公司实现营业收入 3,589.20 亿元，净利润（含少数股东损益）71.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 41.90 亿元；公司经营活动现金流量净额为 27.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 278.21 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（含）的公司债券，采用分期发行方式。经中国证监会“证监许可（2018）1835 号”文件核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过 180 亿元（含）的公司债券，采用分期发行方式。截至 2019 年 4 月 30 日，本报告所跟踪债券基本情况如下表所示。

表 2 本报告所跟踪债券基本情况（单位：亿元、%）

证券代码	证券名称	发行日期	当前余额	票面利率	发行期限	付息日	付息情况
136524.SH	16 联想 01	2016-07-05	15	3.30	5	2018-7-6	已付息
136525.SH	16 联想 02	2016-07-05	20	4.60	10	2018-7-6	已付息
143159.SH	17 联想 01	2017-07-04	25	5.05	5	2018-7-5	已付息
143467.SH	18 联想 01	2018-01-30	10	6.00	5	2019-1-31	已付息
143643.SH	18 联想 02	2018-06-28	16	5.99	3	2019-6-28	未到付息日
155060.SH	18 联想 03	2018-11-28	15	4.70	5（3+2）	2019-11-28	未到付息日
155138.SH	19 联想 01	2019-01-10	20	4.50	3	2020-1-10	未到付息日
155139.SH	19 联想 02	2019-01-10	10	5.30	5	2020-1-10	未到付息日
合计		--	131	--	--	--	--

截至 2018 底，“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”、“18 联想 01”、“18 联想 02”、“18 联想 03”、“19 联想 01”和“19 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。

## 三、行业分析

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，2018年消费电子升级电子元件市场行情好转，PCB等需求将持续旺盛，同时受中美贸易战等因素影响，进口元器件（半导体）价格上涨，交货周期延长。

下游需求方面，2018年，中国PC市场销量约为5,200万台，同比下滑3.4%。据IDC预测，2019年中国PC市场销售量约5,060万台左右，同比约下滑2.7%，持续低于全球平均年度增长率；2019年CPU缺货依然是困扰市场的一个主要因素，欧美市场PC需求量明显好于中国市场，在全球供应短缺的大背景下，中国PC市场CPU短缺问题或许更加严峻。

从下游需求的关注类型来看，2018年PC出货量下降的主要原因是消费者需求疲弱。个人消费者出货量约占PC总出货量的40%，而2014年这一比例为49%。2018年市场稳定的原因是，在Windows 10升级的推动下，商业PC持续增长。此外，2019年将迎来游戏笔记本换机潮，Intel会将原有的Coffee Lake平台处理器整理再升级成第九代处理器平台，重点提升了游戏相关性能。IDC还预测，时尚高性能笔记本引领2019年笔记本新潮流，主要系存储方式的改变与SSD硬盘再升级。

行业竞争方面，从全球PC市场占有率来看，根据Gartner统计，2018年前五大PC供应商为联想、惠普、戴尔、苹果及宏碁，近两年前五大品牌市场份额合计分别为70.9%和73.4%。2018年，联想PC销量重回全球第一，其在2018年的出货量为58,647千台，同比增长了7.28%，市场份额提升至22.5%；惠普2018年的出货量为56,332千台，同比增长了2.09%，市场份额提升至21.7%；2018年，戴尔出货量为41,911千台，同比增长5.32%，市场份额为16.2%，较上年有所提升。

表3 2017~2018年Gartner估计全球PC出货量前六大公司情况（单位：千台、%）

公司名称	2017年		2018年	
	出货量	市场占有率	出货量	市场占有率
联想	54,669	20.8	58,647	22.5
惠普	55,179	21.0	56,332	21.7
戴尔	39,793	15.1	41,911	16.2
苹果	18,963	7.2	18,016	6.9
宏碁	17,087	6.5	15,729	6.1
华硕	17,952	6.8	15,537	6.0
其他	59,034	22.5	53,393	20.6
<b>合计</b>	<b>262,676</b>	<b>100.0</b>	<b>259,385</b>	<b>100.0</b>

资料来源：Gartner（2019年1月）。以上数据包含台式机、笔记本电脑与顶级ultramobile机型（如微软Surface），但不包括Chromebook和iPad。所有资料均根据初步调查结果所估出，最终估计值可能有所变动。本统计数据以销售到渠道的出货量为准

总体看，全球PC市场竞争激烈，产品的同质化较为严重，各家电脑制造商从产品价格、产品特色以及服务入手，提高其市场份额，市场集中度进一步提高。

#### 四、管理分析

2018年，卢志强先生辞任非执行董事、王津先生退任非执行董事、齐子鑫先生辞任监事、索继全先生辞任监事。2018年，宁旻先生获任公司执行董事、索继全先生获任为公司非执行董事、冯玲女士获任监事、罗成先生被委任为监事。

除此之外，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。

总体看，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2018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。2018年,公司营业收入3,589.20亿元,同比增长13.49%,主要系合并范围扩大所致;公司净利润71.78亿元,同比增长47.84%。

表4 2016~2018年公司营业收入结构及毛利率(单位:亿元、%)

业务板块	2016年			2017年度			2018年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
IT	2,825.51	92.05	14.74	2,993.63	94.66	13.86	3,307.80	92.16	14.21
金融服务	15.60	0.51	85.51	36.06	1.14	85.14	69.56	1.94	73.46
创新消费与服务	21.32	0.69	15.29	28.10	0.89	7.62	12.88	0.36	11.57
农业与食品	32.66	1.06	29.00	49.62	1.57	23.60	129.40	3.61	16.58
先进制造与专业服务	--	--	--	--	--	--	63.31	1.76	14.91
财务投资	5.35	0.17	--	6.46	0.20	--	6.25	0.17	--
新材料	47.02	1.53	17.42	48.76	1.54	13.32	--	--	--
房地产	122.07	3.98	28.71	--	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>3,069.53</b>	<b>100.00</b>	<b>15.99</b>	<b>3,162.63</b>	<b>100.00</b>	<b>14.92</b>	<b>3,589.20</b>	<b>100.00</b>	<b>15.59</b>

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,公司对2015年同期比较数据进行了相应追溯调整。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。3. 2018年,新材料业务调整至先进制造与专业服务板块统计;原属于创新消费与服务分部的业务调整至先进制造与专业服务分部或财务投资分部。

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。2018年,公司IT板块营业收入3,307.80亿元,同比增长10.49%,主要系个人电脑和智能设备业务收入增加所致,占营业收入比重92.16%,较上年变化不大;2018年公司金融服务收入69.56亿元,同比增长92.90%,主要系收购卢森堡国际银行所致,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0.80个百分点至1.94%;农业与食品业务收入129.40亿元,同比增长160.78%,主要系鑫荣懋全年纳入公司合并范围,以及佳沃股份、九橙(上海)餐饮服务有限公司(以下简称“九橙食品”)及KB Food收入增长所致,占营业收入的比重上升2.04个百分点至3.61%;公司业务板块还包括财务投资、创新消费与服务、先进制造与专业服务,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。

毛利率方面,分板块看,2018年,公司IT板块毛利率14.21%,较上年变化不大;金融服务毛利率较上年下降11.68个百分点至73.46%,主要系合并范围新增卢森堡国际银行(Banque International à Luxembourg S.A.,以下简称“卢森堡国际银行”)所致;农业与食品毛利率较上年下降7.02个百分点至16.58%,主要系毛利率较高的白酒业务从合并范围内剥离所致;其他业务规模较小,对公司利润影响较小。受上述因素影响,2018年公司综合毛利率15.59%,较上年变化不大。

总体看,2018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;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。

2018 年，公司智能设备业务收入 2,911 亿元，同比增长 10.47%；在 IT 板块收入占比 88.00%，占比略有提高，仍是联想集团收入最主要来源。2018 年，在全行业处理器供应短缺、全球个人 PC 市场出货量下降的形势下，联想集团个人 PC 业务在高端及商用细分市场保持稳健的增长。根据初步的行业数据，2018 年，联想集团在全球个人 PC 市场市占率高达 24.6%，且增速在前五大个人 PC 供货商中位列第一。从产品细分市场来看，联想集团在工作站、轻薄、显示器和游戏个人计算机等细分市场中具备较强的竞争优势。但近年来，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，联想集团移动业务通过降低费用、简化产品组合以及集中发展拉丁美洲和北美等发展战略的实施，2018 年第四季度，自收购摩托罗拉以来联想集团移动业务首次实现盈利。从地区看，移动业务在拉丁美洲保持盈利的同时，在阿根廷和墨西哥的市场份额大幅增长，北美地区随着消费者对主流机型的需求的增加以及联想集团与运营商扩大合作出货量随之增长。

2018 年，联想集团数据中心业务收入为 397 亿元，较上年增长 45.96%；在 IT 板块收入占比为 12.00%。2018 年，高性能计算（以下简称“HPC”）业务方面，在全球前 500 强的 HPC 公司排名中位列第一，保持其领先地位。

表 5 2016~2018 年 IT 板块收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
智能设备业务	2,466	87.26	2,635	88.04	2,911	88.00
数据中心业务	279	9.87	272	9.09	397	12.00
联想创投集团及其他业务	81	2.87	86	2.87	--	--
<b>合计</b>	<b>2,826</b>	<b>100.00</b>	<b>2,993</b>	<b>100.00</b>	<b>3,308</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

注：1. 2016年、2017年、2018年数据来源于《联想集团有限公司二零一五/一六年财政年度第三季业绩公布》、《联想集团有限公司二零一五/一六年财政年度全年业绩公布》、《联想集团有限公司二零一六/一七年财政年度第三季业绩公布》、《联想集团有限公司二零一六/一七年财政年度全年业绩公布》、《联想集团有限公司二零一七/一八年财政年度第三季业绩公布》、《联想集团有限公司二零一七/一八年财政年度全年业绩公布》、《联想集团有限公司二零一八/一九年财政年度第三季业绩公布》，因联想集团的财务年度为每年4月1日至次年3月31日，上表中2016年数据计算方法为：2016年收入=2015/16全年收入-2015/16三季度收入+2016/17三季度收入；上表中2017年数据计算方法为：2017年收入=2016/17全年收入-2016/17三季度收入+2017/18三季度收入；上表中2018年数据计算方法为：2018年收入=2017/18全年收入-2017/18三季度收入+2018/19三季度收入。2. 因业务转型等原因，2018年联想集团对业务板块名称及构成进行了调整，将个人电脑和智能设备业务、移动业务集团的业务，合并为“智能设备业务集团”，2016和2017年数据未进行调整

总体看，2018 年，公司 IT 业务规模有所扩大，整体收入规模尚属稳健。但受宏观经济不景气、全球个人电脑市场萎缩，以及中美贸易战存在较大不确定性的影响，公司个人电脑业务未来的发展将面临一定不确定性。

## 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金融控股股份有限公司（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。2018 年，

公司完成对卢森堡国际银行的收购，金融板块业务范围进一步扩大。

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。2018 年，正奇金融实现收入 18.31 亿元，同比增长 55.17%。

贷款业务方面，截至 2018 年底，正奇金融对外贷款余额 56.50 亿元，同比减少 3.81%，主要系 2018 年我国经济景气度下降，正奇金融加强了风险控制的制度建设，强化总部风控审核审批权限，加强风险管控措施所致。信用担保业务方面，截至 2018 年底，信用担保业务期末余额 42.62 亿元，同比增长 13.20%。融资租赁业务和商业保理业务方面，截至 2018 年底，融资租赁业务期末应收租赁款余额 50.12 亿元，较上年末基本持平；商业保理业务余额为 16.97 亿元，较上年末大幅增长 10.41%。此外，正奇金融积极创新融资方式，努力开拓融资渠道，2018 年 2 月，正奇租赁 Pre-ABS 发行成功，发行规模 6 亿元；6 月，“天风—正奇租赁一期资产支持专项计划”成立，发行规模 5.47 亿元；9 月，正奇租赁“安徽省首单租赁 ABN”申报成功，储架规模 10.00 亿元；12 月，正奇金融第四期公司债取得中国证监会核准，发行规模人民币 11.00 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，2018 年实现收入 9.03 亿元，同比增长 25.59%；截至 2018 年底，期末应收租赁款余额 116.40 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，2018 年，君创租赁分别成功发行了规模为 17.52 亿元人民币的资产支持证券(ABS)和规模为 15.12 亿元人民币的资产支持票据(ABN)，资本市场认可度进一步提升。同时，君创租赁持续加强业务布局和市场开拓，截至 2018 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，2018 年底贷款余额超过人民币 60 亿元。2018 年，考拉科技实现营业收入 19.50 亿元，同比增长 12.85%。

2018 年，公司完成对卢森堡国际银行的收购。卢森堡国际银行成立于 1856 年 3 月，是卢森堡第一家股份制银行。卢森堡国际银行总部位于卢森堡，在丹麦、瑞典、瑞士、中东等地区设有国际分支机构。截至 2018 年底，卢森堡国际银行员工总数超 2,000 人；拥有 41 家支行，8 家私人银行中心和 7 家中小企业中心，在丹麦、瑞典、瑞士、迪拜等境外区域设有国际分支机构。下设三大业务板块：商业活动板块(Commercial Activities)，金融市场板块(Treasury and Financial Markets (TFM))和集团中心板块(Group Center)。截至 2018 年底，卢森堡国际银行表内资产达 255 亿欧元。管理资产规模达 395 亿欧元，较 2017 年底的 394 亿欧元增长 0.2%，主要是由零售与公司银行业务带来 9.5 亿欧元的新增净流入以及市场造成 8.7 亿欧元的负面影响共同导致；客户存款余额达 173 亿欧元，较 2017 年底的 163 亿欧元增长 6%；客户贷款余额达 134 亿欧元，同比增长 0.3%，其中商业性贷款增加 6.8 亿欧元(较 2017 年底剔除减值后增加 5%)；截至 2018 年底，核心一级资本充足率为 12.04%，保持稳健经营。2018 年，卢森堡国际银行实现总收入为 5.73 亿欧元，同比增长 3.62%；净利润为 1.31 亿欧元，同比增长 11.97%。

总体看，2018 年，公司在金融服务业务发展稳健，随着完成对卢森堡国际银行的收购，公司金融业务板块布局进一步完善，但需关注相应的风险控制能力。

#### 4. 创新消费与服务

2018年1月,拜博医疗集团有限公司(以下简称“拜博口腔”)现有股东与泰康人寿保险有限责任公司(以下简称“泰康人寿”)签订一系列协议,引入泰康人寿作为控股股东,协议完成后,泰康人寿持有拜博口腔51.56%股权,公司对拜博口腔的持股比例由54.90%下降到36.47%,不再纳入合并范围;此外,公司业务板块调整,该板块部分业务收入调整至其他板块。受上述因素影响,2018年,公司创新消费与服务业务收入为12.88亿元,同比减少54.16%。2018年,公司创新消费与服务业务主要运营主体为子公司三育教育集团股份有限公司(以下简称“三育教育”)和德济医院。

三育教育为中高端直营连锁幼儿园集团,提供幼儿学前教育为主的服务。截至2018年6月底,公司通过子公司南明有限公司持有三育教育51%的股权,此外公司旗下的弘毅投资持有三育教育29%的股权。三育教育经过十余年的经营积累,建立了标准化运营模式,培养了管理经验丰富的经营团队,并形成独特的并购拓展能力。目前已在全国多地布局幼儿园,服务区域遍布全国15个省份39个城市。截至2018年底,三育教育在上海、苏州、南京、重庆、长沙、广州等城市有108家直营幼儿园以及11家早教和培训学校,并有16家新建幼儿园正在筹备中,在园学生超过3.1万名,员工数量约5,100人,是全国领先的中高端直营连锁幼稚园集团,规模位居全国排名前列。2018年,三育教育实现收入4.97亿元,净利润0.51亿元。

德济医院成立于2013年,是按照三级专科医院规模建设、以临床脑科学为主的“强专科小综合”的专科医院。医院重点发展神经外科、功能神经外科、神经内科、癫痫治疗中心、脑血管病治疗中心、心血管病中心、急诊重症医学中心、神经电生理中心、神经康复中心等重点学科等重点学科,并有外科、内科等综合学科发展支撑。截至2018年底,德济医院拥有开放床位324张,较2017年增加24张。2018年,门诊人数达17.1万人次,同比增长7.55%;出院人次达6,634万人次,同比增长0.62%。2018年,德济医院实现收入2.73亿元,净亏损0.09亿元,主要受取消药品加成政策影响。

总体看,2018年,受拜博口腔不在纳入合并范围的影响,该板块营业收入有所下降;未来随着医院学科建设加强和品牌知名度提升,德济医院有望实现盈利;三育教育响应国家政策导向,旗下幼儿园有一定比例的园所目前处于业绩提升阶段或筹备期,学费水平的持续提升也对未来业绩有持续的贡献;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”)。<sup>2</sup>2018年,公司农业与食品业务收入129.40亿元,年同比大幅增长160.78%,主要系鑫荣懋纳入合并范围所致。

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。2018年,受益于中国新零售业态快速成长,水果消费升级趋势加快,带动以精品水果为主要产品的鑫荣懋收入快速增长,并正式成为农业产业化国家重点龙头企业。鑫荣懋持续对旗下高端水果品牌“佳沃”进行营销推广,继佳沃蓝莓后,佳沃榴莲、佳沃香蕉也获得消费者认可,“佳沃”品牌影响力不断扩大,并成功入选中国品牌500强。同时鑫荣懋持续布局全球供应链、全渠道销售网络。种植板块,公司与世界领先蓝莓企业

<sup>2</sup> 2016年,公司将丰联集团资产注入佳沃集团

Hortifrut 在蓝莓新品种、新技术种植领域展开合作，成功实现量产；商超零售商服务板块，紧跟新零售升级，成为盒马鲜生、7 fresh 供货商，并再次蝉联全球零售巨头沃尔玛中国公司年度最佳供货商大奖；分销板块，公司已经在全国 14 个一级水果批发市场实现布局，继进口猕猴桃后、也成为进口苹果、进口蓝莓、进口樱桃、进口葡萄等水果在中国最大进口商和分销商。

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 Seafoods 100% 股权。截至 2018 年底，公司持有 KB Food 90% 股权。

2017 年 5 月，KB Food 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。2018 年 12 月完成对深 KB Food 在虾类产品的市场领先者地位。此外，KB Food 还与佳沃股份签订合作框架协议，依托佳沃股份的渠道和资源拓展中国市场。

总体看，2018 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；受益于鑫荣懋全年纳入合并范围，公司实现农业与食品业务收入的大幅增长。

## 6. 先进制造与专业服务

2018 年上半年，管理层根据内部管理安排，将新材料分部变更为先进制造与专业服务分部，并将部分原记录在创新消费与服务分部的业务调整至先进制造与专业服务分部或财务投资分部。公司先进制造与专业服务分部包括精细化学品、能源材料生产业务、物流服务及航空物流相关业务。2018 年，公司先进制造与专业服务分部收入为 63.31 亿元，利润总额为 3.93 亿元。

2018 年，联泓集团 DMTO 一体化装置继续保持安全稳定运行，原料单耗持续降低，各项运营指标达到同行业领先水平并持续向好。产品结构进一步优化，其中 PP、EVA、EOD 等多个细分产品市场占有率国内领先。薄壁注塑聚丙烯专用产品在 PP 产品中的占比达到 100%，同时受国内生鲜电商及外卖业快速增长带动，报告期内薄壁注塑聚丙烯专用产品在外卖餐盒、生鲜包装等领域取得较大增长，市场占有率继续保持全国领先。2018 年 12 月 26 日，联泓新材料向联想控股（天津）有限公司收购从事甲醇生产的新能凤凰（滕州）能源有限公司 15% 的股权，使联泓新材料向上游甲醇原料领域延伸，有效降低其受甲醇原料价格波动对利润的影响。2018 年，联泓集团收入为 59.45 亿元，同比增长 21.92%。

增益供应链的业务聚焦在冷冻食品供应链服务。依托基于京九线（郑州、武汉、东莞）四个主要节点城市的 40 万吨冷链仓储基础设施的布局以及冻品批发市场带来的客群基础来拓展增值业务。2017 年，武汉白沙洲新增 8 万吨冷库，并在 2018 年初完成 95% 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 50%。同时，增益供应链开始搭建冻品 B2B 电子商务交易平台并致力于构建冻品行业在线交易、供应链金融、冷链物流服务的综合型服务平台。为了进一步增强增益供应链 B2B 冻品交易平台在市场上的竞争力，公司对增益供应链实施资产轻重分离策略。2018 年，增益供应链实现收入 3.86 亿元，同比减少 60.12%，主要系轻资产由管理层控股后不再并表所致。

总体看，2018 年，联泓集团收入大幅增长；增益供应链业务运营稳定，但受合并范围缩小的影响，营业收入有所下降。

## 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 2018 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 230 个，已投出乐逗游戏、旷视科技 face++、思必驰、云丁科技、作业盒子、北科天绘、燃石医学、开拓药业、派格生物、康诺亚生物等优质项目。2018 年，投资境内外项目超过 40 个，涵盖人工智能、自动驾驶、生物技术、企业服务、新消费等细分方向，在管项目有超过 60 个发生下轮融资，超过 10 个项目实现退出。2018 年，三期人民币基金完成最终募集，最终募集资金超过人民币 7 亿元，三期美元基金募资 2,000 万美元。

截至 2018 年底，君联资本共管理 7 期美元综合基金（其中 2 期已结算，5 期在管），5 期人民币综合基金，2 期人民币早期基金（其中 1 期属于君睿祺的下属子基金），1 期美元医疗专业基金，2 期人民币医疗专业基金，2 期人民币文化体育专业基金以及 1 期红筹回归概念专业基金。2018 年，君联资本新募集二支人民币基金，分别是北京君联晟源股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“五期人民币成长基金”），苏州君联欣康创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“二期医疗人民币基金”），另外完成一支人民币基金苏州君骏德股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“二期文化体育基金”）的最终募集。截至 2018 年底，君联资本募集基金总额人民币 34.50 亿元，其中新募基金二期人民币医疗基金的首次募集金额为人民币 10 亿元，新募集五期人民币成长基金已签约人民币 24.50 亿元。2018 年，君联资本累计完成 50 项新项目投资，涵盖 TMT 及创新消费、医疗健康、企业服务、智能制造、文娱等行业内的创新及成长期企业。2018 年度，君联资本全部或部分退出项目 24 个，为联想控股贡献资金回款约人民币 7 亿元，创造了良好的现金收益。

截至 2018 年底，君联资本计划完成五期人民币成长基金、TMT 创新人民币基金、二期医疗人民币基金的最终募集，并新募集二期医疗美元基金、及八期美元基金。新募基金将基本保持投资策略的连续性，重点投资于 TMT 及创新消费、智能制造、专业服务、医疗健康、文化体育领域内的初创期及成长期中国企业及跨境机会。

截至 2018 年底，弘毅投资投资管理的基金主要包括：8 期股权投资基金，2 期地产基金及 1 期文化产业基金。2018 年，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完成了最终交割，募集规模达到人民币 21.6 亿元；弘毅远方基金管理有限公司作为弘毅投资旗下专事二级市场投资及管理业务的公募基金管理公司，成功募集首只基金—弘毅远方国企转型升级混合基金（基金代码：006369），总共 4,549 户投资者参与有效认购，净认购金额人民币 4.93 亿元。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。

2018 年，弘毅 PE 基金完成了 9 个新项目及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；弘毅地产基金完成了 7 个新项目或原有项目的追加投资；弘毅文化产业基金完成了 1 个原有项目的追加投资；弘毅远方国企转型升级混合基金处于建仓期。2018 年，弘毅 PE 基金共完成 8 个项目的完全退出或部分退出，弘毅夹层基金共完成 10 个项目的完全退出或部分退出。

份退出，弘毅地产基金完成 1 个项目的完全退出；为联想控股贡献了持续稳定的现金流。与此同时，弘毅投资在管企业有 2 家企业在中国资本市场上市（成都银行、中联环境）。截至 2018 年底，弘毅投资共有 43 家被投资企业成功在境内外上市（含 PIPE 投资，即私募股权投资已上市公司）及 3 家在新三板挂牌。截至 2018 年底，弘毅投资已完全退出其于 47 家公司的投资，投资的内部收益率的中位数在 11% 以上。

总体看，2018 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

公司通过多家被投资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。由于被投资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. 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 2018 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。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财

政部令第33号发布、财政部令第76号修订)、于2006年2月15日及其后颁布和修订的42项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定,以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》(2014年修订)的披露规定编制。此外,2017年,财政部以财会[2017]13号发布了《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》,以财会[2017]15号发布了《企业会计准则第16号——政府补助(2017年修订)》,公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则;2018年,财政部发布《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),公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。

2018年,公司完成对卢森堡国际银行的收购并纳入合并范围,对公司财务报表影响较大,财务数据可比性较弱。

截至2018年底,公司合并资产总计5,588.28亿元,负债合计4,752.49亿元,所有者权益(含少数股东权益)835.79亿元,其中归属于母公司所有者权益565.11亿元。2018年,公司实现营业收入3,589.20亿元,净利润(含少数股东损益)71.78亿元,其中归属于母公司所有者的净利润41.90亿元;公司经营活动现金流量净额为27.61亿元,现金及现金等价物增加额278.21亿元。

## 2. 资产质量

截至2018年底,公司资产总额5,588.28亿元,较年初大幅增长66.48%,主要系合并范围新增卢森堡国际银行所致;其中流动资产占比47.82%,非流动资产占比52.18%;公司资产构成较上年变化不大。

### 流动资产

截至2018年底,公司流动资产总额2,672.09亿元,较年初增长53.96%,主要系合并范围扩大所致;主要由货币资金(占比25.02%)、应收账款(占比18.46%)、向客户发放的贷款(占比20.03%)、其他应收款(占比11.83%)和存货(占比10.59%)。

截至2018年底,公司货币资金668.61亿元,较年初大幅增长69.05%,主要系合并范围新增卢森堡国际银行所致;主要由银行存款(占比46.88%)、存放在子公司所属国中央银行款项(非强制储蓄部分)(占比29.89%)、受限存款(占比9.73%)和其他(占比13.50%)构成;受限存款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,受限比例一般。

截至2018年底,公司应收账款账面价值493.25亿元,较年初增长21.36%,主要系子公司联想集团营业收入增加所致。从账龄来看,截至2018年底,应收账款余额中,一年以内占比98.93%,1~2年占比0.45%,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7.83亿元,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2018年底,公司其他应收款316.19亿元,较年初变化不大。从账龄来看,其他应收款余额中1年以内占比95.72%,1~2年占比2.19%,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和应收代垫及暂付款,分别占其他应收款余额的45.66%和39.98%。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2018年底,公司向客户发放的贷款535.18亿元,较年初大幅增长402.41%,主要系公司合并范围新增卢森堡国际银行致银行业务规模大幅扩大所致。

截至2018年底,公司存货283.01亿元,较年初变化不大;主要由原材料(占比50.81%)、产成品(占比29.62%)和周转材料(占比17.31%)构成。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,2018年度公司计提存货跌价准备金22.15亿元,计提比例7.26%,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。

### 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产总额为 2,916.19 亿元，较年初增长 79.89%；主要由向客户发放的贷款（占比 22.93%）、债权投资（占比 13.09%）、商誉（占比 12.92%）、长期股权投资（占比 12.80%）、固定资产（占比 6.51%）和无形资产（占比 10.39%）为主。

截至 2018 年底，债权投资 381.82 亿元，主要系新金融工具准则分类变化重新分类所致；由公司及其子公司持有的公共机构发行的债券（占比 61.86%）和其他债券及固定收益工具（占比 38.14%）构成；计提投资减值准备 0.69 亿元，计提比例 0.17%。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 373.31 亿元，较年初增长 13.43%，主要系拜博口腔失去控制权转入长期股权投资，以及公司新增对河北衡水老白干投资所致。公司长期股权投资前五大联营企业情况如下表所示。公司计提减值准备 1.53 亿元，考虑到公司长期股权投资标的整体经营情况较好，减值的风险较小，计提较为充分。

表 6 截至 2018 年底公司前五大长期股权投资情况（单位：亿元，%）

企业名称	表决比例	账面价值	占长期股权投资的比例
汉口银行股份有限公司	15.33	36.00	9.64
神州租车有限公司	26.60	30.81	8.25
拜博医疗集团有限公司	36.47	13.25	3.55
拉卡拉支付股份有限公司	31.38	10.89	2.92
东方航空物流有限公司	20.10	10.00	2.68
合计	--	100.96	27.04

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司向客户发放的贷款 668.78 亿元，较年初大幅增加 651.26 亿元，主要系合并范围新增卢森堡国际银行所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 189.85 亿元，较年初增长 18.67%，主要系合并范围扩大所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占比 56.06%）、机械设备（占比 35.37%）和办公设备（占比 7.74%）构成。截至 2018 年底，累计计提折旧 104.12 亿元，成新率为 64.23%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 302.97 亿元，较年初增长 8.20%，主要系合并范围扩大所致；主要由专利及技术（占比 17.66%）、商标（占比 33.19%）、软件（占比 10.48%）以及土地使用权（占比 12.36%）构成；计提减值准备 4.74 亿元，公司整体无形资产质量较好，减值风险较小。

截至 2018 年底，公司商誉 376.92 亿元，较年初增长 5.60%；2018 年底公司通过比较各现金产生单元的可收回金额及账面值，完成就各现金产生单元的商誉的年度减值测试，现金产生单元的可回收金额是根据公允价值减去处置费用或使用价值的较高者计算确定；其中，公司对对农业与食品分部中的动物蛋白业务分析时，因其可回收金额低于账面价值计提商誉减值 4.14 亿元；截至 2018 年底，公司计提商誉减值准备 5.09 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 229.84 亿元，占资产比例为 4.11%，受限比例较低。

表 7 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：万元，%）

项目	受限金额	占比	受限原因
固定资产	44,179.94	0.08	用于银行借款

土地及土地使用权	215.25	0.00	用于银行借款
应收票据及应收账款	321,201.41	0.57	用于银行借款
投资性房地产	1,123,158.20	2.01	用于银行借款
在建工程	21,805.25	0.04	用于银行借款
货币资金	650,435.27	1.16	保证金及受限冻结资金等
股权	61,185.32	0.11	用于银行借款
交易性金融资产	71,096.00	0.13	用于银行借款
其他	5,074.54	0.01	用于银行借款
<b>合计</b>	<b>2,298,351.18</b>	<b>4.11</b>	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年底，受益于合并范围扩大，公司资产规模较上年有所增长，资产结构仍较为均衡，但资产构成有所变动。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 2018 年底，公司负债合计 4,752.49 亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为 76.41% 和 23.59%，公司负债仍以流动负债为主。

#### 流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债 3,631.44 亿元，较年初大幅增加 109.43%，主要系合并范围新增卢森堡国际银行，吸收存款大幅增加所致；主要由短期借款（占比 8.88%）、应付账款（占比 14.33%）、其他应付款（占比 15.14%）、吸收存款（占比 36.13%）、一年内到期的非流动负债（占比 7.74%）和其他流动负债（占比 5.05%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款合计 322.33 亿元，较年初增加 261.98%，主要系合并范围扩大所致。

截至 2018 年底，公司应付账款合计 520.45 亿元，较年初增加 3.77%，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 99.75%。

截至 2018 年底，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 0.30 亿元。公司其他应付款合计 549.76 亿元，与年初基本持平。截至 2018 年底，公司其他应付款主要由应付代工厂商款（占比 64.28%）和预提费用（占比 13.29%）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 2018 年底，公司新增吸收存款 1,312.02 亿元，系合并范围新增卢森堡国际银行所致；以活期存款为主。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 183.54 亿元，较年初减少 20.06%，主要系还款所致；公司其他流动负债主要由一年内到期的预计负债（占比 95.27%）构成。

#### 非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 1,121.04 亿元，较年初增长 35.57%，主要系合并范围新增卢森堡国际银行所致；主要由长期借款（占比 24.19%）、应付债券（占比 36.95%）、应付金融机构款项（占比 5.60%）、其他非流动负债（占比 15.66%）和递延所得税负债（占比 5.39%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款余额合计 271.23 亿元，较年初下降 12.51%，主要系一年内到期的长期借款转入流动负债所致。

截至 2018 年底，公司应付债券余额合计 414.25 亿元，较上年末增长 23.83%，主要系公司及子

公司 2018 年发行债券以及新增卢森堡国际银行的存续债券所致。

截至 2018 年底，公司应付金融机构款项 62.76 亿元，均来源于卢森堡国际银行。

截至 2018 年底，公司其他非流动负债 175.58 亿元，较年初增长 159.46%；主要系一方面联想集团与其他公司签订合营协议及期权协议产生的签出认沽期权负债大幅增加，另一方面并购卢森堡国际银行所致。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债合计 60.44 亿元，较年初增长 25.68%，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 2018 年底，公司全部债务为 1,425.32 亿元，较年初增长 40.00%；其中短期债务和长期债务分别占比 50.72%和 49.28%，债务结构仍较为均衡。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 85.04%、63.04%和 45.66%，较年初分别上升 8.75 个百分点、6.91 个百分点和 0.41 个百分点，债务负担有所加重。

#### 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 835.79 亿元，较年初增长 5.03%，其中，归属于母公司所有者权益为 565.11 亿元，占比 67.61%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占比 4.17%，资本公积占比 33.79%，未分配利润占比 63.95%。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 2018 年底，公司其他综合收益-15.18 亿元，主要系外币报表折算差额影响所致。

总体看，2018 年底，受合并范围新增卢森堡国际银行的影响，公司负债规模有所扩大，负债结构有所变化，债务负担进一步加重，债务结构仍较为均衡。公司所有者权益保持增长，所有者权益中的未分配利润占比仍较高，权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2018 年，公司的营业收入 3,589.20 亿元，同比增长 13.49%；利润总额 85.31 亿元，同比增长 14.83%，主要系合并范围新增卢森堡国际银行所致。2018 年，公司净利润 71.78 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 47.84%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 498.56 亿元，其中，销售费用 189.48 亿元（占比 38.00%）、管理费用 175.59 亿元（占比 35.22%）、研发费用 81.40 亿元（占比 16.33%）、财务费用 52.09 亿元（占比 10.45%），主要以销售费用和管理费用为主。2018 年，公司销售费用 189.48 亿元，同比减少 7.66%，主要系广告及业务宣传费减少所致；公司管理费用 175.59 亿元，较上年增长 23.39%，主要系职工薪酬增加所致；公司财务费用 52.09 亿元，同比增长 6.14%，主要系利息支出增加所致；研发费用 81.40 亿元，同比减少 6.64%。2018 年，公司费用收入比为 13.89%，较上年下降 1.41 个百分点，费用控制能力仍一般。

2018 年，公司营业外收入 3.16 亿元，较上年增加 264.54%，主要系联想集团营业外收入增加所致所致；占利润总额的比重为 3.70%，利润总额对营业外收入的依赖程度仍较低。2018 年，公司其他收益 7.24 亿元，占利润总额的比重为 8.48%，利润总额对其他收益的依赖程度仍较低。

2018 年，公司投资收益 41.98 亿元，同比减少 43.87%，主要系 2017 年处置可供出售金融资产收益较多基数较大所致，占利润总额的比重由上年的 100.65%下降至 49.20%，公司盈利水平对投资收益的依赖度有所下降，但仍较高，面临一定的投资收益波动风险。

从各项盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率 15.46%，较上年上升 0.75 个百分点；公司总资产收益率 6.13%，较上年上升 0.84 个百分点；总资产报酬率 3.09%，较上年下降 0.53 个百分点；净资产收益率 8.80%，较上年下降 2.29 个百分点。

总体看，2018年，公司收入及盈利规模仍很大，期间费用控制能力有所改善但对利润侵蚀仍较为显著，利润总额对投资收益依赖程度有所下降但仍较高，公司面临一定投资收益波动风险。

## 5. 现金流

经营活动方面，受合并范围新增卢森堡国际银行的影响，公司经营活动现金流入及流出规模均有所增长。2018年，公司经营活动现金流入3,658.23亿元，较上年增长14.60%；经营活动现金流出3,630.62亿元，较上年增长11.85%。受上述因素影响，2018年，公司经营活动产生的现金流量净额由净流出53.70亿元转为净流入27.61亿元。从收入实现质量来看，2018年，公司现金收入比98.78%，收入实现质量仍有待提高。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入344.06亿元，较上年增长22.58%，主要系赎回基金、收到的部分长期股权投资成本及股利返还等收回的现金增加所致；投资活动现金流出197.17亿元，较上年下降33.98%，主要系投资支付的现金减少所致。受上述因素影响，2018年公司投资活动产生的现金由净流出17.96亿元转为净流入146.89亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入1,017.27亿元，较上年变化不大；筹资活动现金流出922.70亿元，较上年变化不大。受上述因素影响，2018年，公司筹资活动产生的现金净流入94.57亿元，较上年减少9.21%。

整体看，2018年，公司经营活动现金流和投资活动现金流均由净流出转为净流入，筹资活动现金流保持大额净流入。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率由上年末的1.00倍下降至0.74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0.84倍下降至0.66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1.11倍下降至1.10倍，现金类资产对短期债务的保障能力仍属较强。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA为199.12亿元，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12.60%、17.91%、26.65%和42.85%，计入财务费用的利息支出和利润总额占比较大。2018年，公司EBITDA利息倍数由上年的3.89倍下降至3.75倍，EBITDA对利息的保障能力较强；EBITDA全部债务比由上年的0.17倍下降至0.14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2018年底，公司对外担保余额为205.65亿元，占2018年底总资产的3.68%，净资产的24.61%。其中正奇金融对外担保业务发生的担保额为104.68亿元，占公司对外担保总额50.90%；对关联方的担保金额37.02亿元，占比18.09%；对非关联方<sup>3</sup>担保金额63.76亿元，占比31.01%。对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10110108003284209），截至2019年5月7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2018年底，公司及各子公司在各家金融机构未使用授信额度871亿元，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，具备直接融资渠道。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍极强。

<sup>3</sup> 非关联方担保主要为对已处置的融科房地产开发业务部分子公司的担保。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 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 795.98 亿元，为“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”、“18 联想 01”、“18 联想 02”、“18 联想 03”、“19 联想 01”和“19 联想 02”待偿本金合计（131 亿元）的 6.08 倍，公司现金类资产对债券待偿本金的覆盖程度高；净资产达 835.79 亿元，为债券待偿本金合计（131 亿元）的 6.38 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”、“18 联想 01”、“18 联想 02”、“18 联想 03”、“19 联想 01”和“19 联想 02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 199.12 亿元，为债券待偿本金合计（131 亿元）的 1.52 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 2018 年经营活动产生的现金流入 3,658.23 亿元，为本次债券待偿本金合计（131 亿元）的 27.93 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，跟踪期内，公司对“16 联想 01”、“16 联想 02”、“17 联想 01”、“18 联想 01”、“18 联想 02”、“18 联想 03”、“19 联想 01”和“19 联想 02”债券的偿还能力极强。

## 八、综合评价

跟踪期内，公司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，2018 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。

2018 年 7 月，公司完成对卢森堡国际银行的收购，公司在金融服务板块的重要战略投资基本完成，营业收入及盈利规模将进一步扩大。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。

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”、“18 联想 01”、“18 联想 02”、“18 联想 03”、“19 联想 01”和“19 联想 02”债项的信用等级为 AAA。

## 附件 1 联想控股股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	3,228.53	3,356.69	5,588.28
所有者权益 (亿元)	695.87	795.77	835.79
短期债务 (亿元)	468.56	360.23	722.97
长期债务 (亿元)	566.98	657.83	702.35
全部债务 (亿元)	1,035.54	1,018.05	1,425.32
营业收入 (亿元)	3,069.53	3,162.63	3,589.20
净利润 (亿元)	81.37	48.55	71.78
EBITDA (亿元)	204.11	176.49	199.12
经营性净现金流 (亿元)	122.83	-53.70	27.61
应收账款周转次数 (次)	8.29	7.99	7.84
存货周转次数 (次)	6.64	10.14	9.99
总资产周转次数 (次)	0.94	0.96	0.80
现金收入比率 (%)	102.56	100.08	98.78
总资本收益率 (%)	8.52	5.28	6.13
总资产报酬率 (%)	4.56	3.63	3.09
净资产收益率 (%)	12.04	6.51	8.80
营业利润率 (%)	15.42	14.71	15.46
费用收入比 (%)	14.45	15.30	13.89
资产负债率 (%)	78.45	76.29	85.04
全部债务资本化比率 (%)	59.81	56.13	63.04
长期债务资本化比率 (%)	44.90	45.26	45.66
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.71	3.89	3.75
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.17	0.14
流动比率 (倍)	0.97	1.00	0.74
速动比率 (倍)	0.85	0.84	0.66
现金短期债务比 (倍)	0.94	1.11	1.10
经营现金流动负债比率 (%)	6.85	-3.10	0.76
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.56	1.35	1.52

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融资租赁款；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 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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 3 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