

信用评级公告

联合〔2021〕4383号

联合资信评估股份有限公司通过对联想控股股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持联想控股股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“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”“19 联想 02”“19 联想 03”和“20 联想 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十二日

联想控股股份有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	上次 级别	评级 展望	上次 评级 展望
联想控股股份有限公司	AAA	AAA	稳定	稳定
20 联想 01	AAA	AAA	稳定	稳定
19 联想 03	AAA	AAA	稳定	稳定
19 联想 01	AAA	AAA	稳定	稳定
19 联想 02	AAA	AAA	稳定	稳定
18 联想 03*	AAA	AAA	稳定	稳定
18 联想 02	AAA	AAA	稳定	稳定
18 联想 01	AAA	AAA	稳定	稳定
17 联想 01	AAA	AAA	稳定	稳定
16 联想 02	AAA	AAA	稳定	稳定
16 联想 01	AAA	AAA	稳定	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 联想 01	18.00 亿元	18.00 亿元	2023/06/03
19 联想 03	20.00 亿元	20.00 亿元	2024/06/21
19 联想 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2022/01/15
19 联想 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/01/15
18 联想 03*	15.00 亿元	15.00 亿元	2023/12/03
18 联想 02	16.00 亿元	16.00 亿元	2021/06/29
18 联想 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/01/31
17 联想 01	25.00 亿元	25.00 亿元	2022/07/05
16 联想 02	20.00 亿元	20.00 亿元	2026/07/06
16 联想 01	15.00 亿元	15.00 亿元	2021/07/06

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券;18 联想 03 回售行权日期为 2021 年 12 月 3 日

评级时间:2021 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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,在其他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,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,2020 年农业与食品业务受新冠肺炎疫情影响较大、大规模的投资收购活动带来的业务整合风险、投资收益存在一定波动性、整体债务负担重以及商誉规模较大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。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,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”“19 联想 02”“19 联想 03”和“20 联想 01”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 业务多元化布局,经营风险得到分散。公司构建了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式。IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑,另外公司也已在金融服务业务、农业与食品业务等领域取得较好发展。
2. 子公司联想集团行业地位突出,经营规模大。2020 年,联想集团全球 PC 市场占有率为 24.90%,排名第一,行业地位突出,销售量及市场份额保持较大规模。
3. 战略投资业务发展情况良好。公司在金融服务领域已取得多项金融牌照及许可,随着对 Banque Internationale à Luxembourg S.A.收购的完成,金融服务领域战略布

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：蒲雅修

崔濛骁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

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；先进制造与专业服务分部收入规模也大幅增长。

4. **资产流动性较好，融资渠道畅通。**截至 2020 年底，公司受限资产占资产总额的比重为 4.42%；公司本部未使用银行授信 822 亿元；公司直接持有的子公司股权均未质押。

关注

- 业务众多，管理难度较大。**公司业务布局分散，且子公司地域及行业跨度较大，管理难度大，对子公司的掌控能力有待提高。
- 商誉规模较大，存在一定减值风险。**截至 2020 年底，公司商誉 374.43 亿元，占资产总额的比重为 5.74%。新冠肺炎疫情对农业与食品分部影响较大，相关企业存在一定商誉减值风险。
- 公司债务负担较重。**截至 2020 年底，公司全部债务 1523.75 亿元，全部债务资本化比率 63.74%；公司本部全部债务 467.58 亿元，全部债务资本化比率 72.21%。

主要财务数据：

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	795.03	838.49	985.45
资产总额（亿元）	5588.28	6240.75	6517.33
所有者权益（亿元）	835.79	918.24	866.73
短期债务（亿元）	722.97	709.57	518.57
长期债务（亿元）	702.35	877.86	1005.18
全部债务（亿元）	1425.32	1587.44	1523.75
营业收入（亿元）	3589.20	3892.18	4175.67
利润总额（亿元）	85.31	102.69	121.82
EBITDA（亿元）	199.12	246.69	270.60
经营性净现金流（亿元）	27.61	92.07	427.58
营业利润率（%）	15.46	17.66	16.95
净资产收益率（%）	8.59	9.12	10.13
资产负债率（%）	85.04	85.29	86.70
全部债务资本化比率（%）	63.04	63.35	63.74
流动比率（%）	73.58	74.61	79.66
经营现金流动负债比（%）	0.76	2.34	10.64
现金短期债务比（倍）	1.10	1.18	1.90
全部债务/EBITDA（倍）	7.16	6.43	5.63
EBITDA 利息倍数（倍）	3.75	3.67	4.29
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	653.29	676.48	752.71
所有者权益（亿元）	169.89	169.48	179.95
全部债务（亿元）	369.79	399.09	467.58
营业收入（亿元）	0.45	0.55	0.55

利润总额（亿元）	5.66	3.67	17.96
资产负债率（%）	74.00	74.95	76.09
全部债务资本化比率（%）	68.52	70.19	72.21
流动比率（%）	128.04	142.18	130.18
经营现金流动负债比（%）	-31.91	-6.07	-13.09

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. 合并报表及公司本部报表的 2019 年数据为经重列的 2020 年期初数据，2018 年数据未经重列

资料来源：公司年报，联合资信整理

评级历史：（按评级日期降序排列）

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
12 联想债	AAA	AAA	稳定	2020/06/24	杨学慧 郭 蕾	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
20 联想 01、 19 联想 03、 19 联想 01、 19 联想 02、 18 联想 03、 18 联想 02、 18 联想 01、 17 联想 01、 16 联想 01、 16 联想 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/18	蒲雅修 崔濛晓	原联合评级工商企业信用评级方法总论	阅读全文
20 联想 01	AAA	AAA	稳定	2020/5/22	蒲雅修 崔濛晓	原联合评级工商企业信用评级方法总论	阅读全文
19 联想 03	AAA	AAA	稳定	2019/9/18	高 鹏 蒲雅修	原联合评级工商企业信用评级方法总论	阅读全文
19 联想 01	AAA	AAA	稳定	2018/12/28	高 鹏 蒲雅修	原联合评级工商企业信用评级方法总论	阅读全文
19 联想 02	AAA	AAA	稳定	2019/6/10	高 鹏 蒲雅修	原联合评级工商企业信用评级方法总论	阅读全文
18 联想 03	AAA	AAA	稳定	2018/9/27	高 鹏 蒲雅修	原联合评级工商企业信用评级方法总论	阅读全文
18 联想 02	AAA	AAA	稳定	2018/5/7	高 鹏 蒲雅修	原联合评级工商企业信用评级方法总论	阅读全文
18 联想 01	AAA	AAA	稳定	2018/1/22	张兆新 支亚梅	原联合评级工商企业信用评级方法总论	阅读全文
17 联想 01	AAA	AAA	稳定	2017/5/11	冯 磊 支亚梅	原联合评级工商企业信用评级方法	阅读全文
16 联想 01 16 联想 02	AAA	AAA	稳定	2016/6/2	冯 磊 林嘉滨	原联合评级工商企业信用评级方法	阅读全文
12 联想债	AAA	AAA	稳定	2012/11/5	高利鹏 胡 岩	债券资信评级方法（2003 年） 《资信评级原理》企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由联想控股股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



张雅娟 符晓斌

联合资信评估股份有限公司

联想控股股份有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于联想控股股份有限公司（以下简称“公司”或“联想控股”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，持股比例分别为 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价值为人民币 25.29 亿元，用于确定注册成立本公司发起人所需缴纳的出资额。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 2020 年末，公司总股本为人民币 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。

2020 年，公司经营范围及组织结构较上年无变化，截至 2020 年底，公司合并范围子公司 20 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 6517.33 亿元，所有者权益 866.73 亿元（含少数股东权益

277.53 亿元)；2020 年，公司实现营业收入 4175.67 亿元，利润总额 121.82 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：宁旻。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况
(单位：亿元)

证券名称	发行金额	债券余额	起息日	到期日期
20 联想 01	18.00	18.00	2020/06/03	2023/06/03
19 联想 03	20.00	20.00	2019/06/21	2024/06/21
19 联想 01	20.00	20.00	2019/01/15	2022/01/15
19 联想 02	10.00	10.00	2019/01/15	2024/01/15
18 联想 03*	15.00	15.00	2018/12/03	2023/12/03
18 联想 02	16.00	16.00	2018/06/29	2021/06/29
18 联想 01	10.00	10.00	2018/01/31	2023/01/31
17 联想 01	25.00	25.00	2017/07/05	2022/07/05
16 联想 02	20.00	20.00	2016/07/06	2026/07/06
16 联想 01	15.00	15.00	2016/07/06	2021/07/06
12 联想债	23.00	19.84	2012/11/30	2022/11/30

注：18 联想 03 回售行权日为 2021 年 12 月 3 日

资料来源：Wind，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判

断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增

社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾

盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来

更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

1. 行业概况

新兴智能终端需求趋于稳定，受新冠肺炎疫情影响 PC 需求增加明显。

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。PC 已成为 21 世纪人类生活不可或缺的一部分，特别是在工作中，大部分事务都由 PC 处理完成，PC 产业因此成为电子信息制造业的重要组成部分。PC 的类别主要包括台式机、一体机和笔记本电脑。

智能手机、平板电脑市场在十余年的发展过程中，逐渐形成与 PC 的差异化清晰定位，其中智能手机主要定位通讯、社交、娱乐和摄影，平板电脑主要定位娱乐、轻办公和学习，PC 主要定位专业办公、学习和中大型游戏。各类终端需求在过去 2~3 年趋于稳定。2020 年在疫情的推动下，远程办公、学习、娱乐对 PC 需求激增，PC 全年出货量近 3 亿台。未来，远程办公、学习逐渐常态化，新常态使得“一家一台”PC 的状态向一家多台转变，这将为 PC 的需求增长带来持续效应，PC 需求迈上新台阶。

2. 行业供需

PC 市场上游核心零件的供应商较为单一，供应商议价能力强，核心零部件供给存在短缺。2020 年疫情推动远程模式兴起，消费级及商用 PC 需求均有所增加，PC 需求未来存在较大上涨空间。

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供应商，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。近年来由于供求关系的改变，主要原材料价格变化波动较大，2020 年 Intel CPU 供给不足，Intel Core i3 价格进入 2020 年以来持续上行，限制了 PC 出货量。除 CPU 外，液晶面板、驱动电路等重要零部件在 2020 年也处于紧缺状况，供给的紧缺造原材料价格持续提升。

下游需求方面，个人消费方面，受新冠肺炎疫情影响，居家办公、学习以及娱乐需求增加，PC 需求随之增长。根据 Gartner 统计，2020 年 PC 出货量 2.75 亿台，同比增长 4.80%，家庭办公，远程学习和游戏等需求是主要推动力。据 IDC 预测，中国大陆市场 2021 年中小学生辅助学习的电脑出货量将达到 880 万台左右，是 2019 年 K12 需求量的六倍左右，占消费 PC 市场规模的近 1/3。随着未来市场稳定成长，厂商也将推出专属的中小学生电脑。商用方面，根据 IDC 的数据，2020 年全球 PC 需求中有 50% 以上来自商用市场。根据国家工业信息安全发展研究中心的统计，2020 年中国智能制造平均渗透率仅 8.6%，同时 IDC 数据显示，我国离散制造行业的 PC 渗透率仅为 16.8%，所以从需求端看，PC 设备在制造行业待渗透的空间较大。

3. 行业竞争

PC 行业格局稳定，龙头份额优势呈扩大趋势。

近年来，随着行业利润率的下降，实力一般的 PC 生产商不断被淘汰，PC 市场的集中度较高。从全球 PC 市场占有率来看，根据 Gartner 统计，2020 年前三大 PC 供应商为联想、惠普和戴尔，2019—2020 年，前三大供应商 PC 出货量合计分别占 75.53% 和 76.55%，行业龙头份额优势稳定。2020 年，联想 PC 销量维持全球第一，其在 2020 年的出货量为 6850.7 万台，同

比增长 8.43%，市场份额提升至 24.90%。

表 3 2019—2020 年 Gartner 估计全球 PC 出货量前六大公司情况（单位：千台、%）

品牌	2020 年		2019 年	
	出货量	市场份额	出货量	市场份额
联想	68507	24.90	63182	24.06
惠普	58357	21.21	57949	22.07
戴尔	45029	16.37	44095	16.79
苹果	22454	8.16	18337	6.98
宏碁	16264	5.91	14743	5.62
华硕	16424	5.97	14449	5.50
其他	48111	17.49	49797	18.97
合计	275146	100.00	262552	100.00

注：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
资料来源：Gartner（2021 年 1 月）

从细分市场上来看，随着信息技术的不断发展，电脑的技术门槛持续降低，在电脑产业中不断有新的竞争者涌入整个市场，产品的同质化越来越严重，只是单纯的依靠技术已经不能对电脑品牌进行明显的差异区分，相对固定的品牌知名度以及信誉度已经将电脑市场进行了明显的固定分类。国内的电脑品牌在我国的家用电脑市场上处于绝对的领先优势，而国外的电脑品牌如苹果，则在较为高端的商用市场上占据着有利的地位。为了保持各自的市场份额，个人电脑制造商都在各自的细分市场上展开了激烈的市场竞争，例如通过价格优势、产品个性化、客户体验以及售后服务等方面进行。

面对激烈的市场竞争，各大厂商通过提供高品质服务来增加客户体验，抢占市场份额。各大电脑厂商已给予产品服务尤其是售后服务较高的重视，从产品服务着手，提高服务品质，增强客户好感。除了在多个城市设立了产品售后服务网点，配备专业人士进行客户服务以外，厂家一般还提供 2~3 年标准保修承诺、延长保修等。

4. 行业关注

重点原材料、核心生产设备以进口为主。
尽管近年来中国电子信息制造业发展较快，但

目前重点原材料及核心生产设备仍以进口为主。目前外部环境复杂多变,若将来国际贸易壁垒凸显、贸易限制措施增加。部分国内电子信息企业可能面临生产经营持续性风险。

技术更新快,企业需持续进行研发投入。

PC 行业技术更新速度快,新技术、新产品不断推出,技术升级对行业内企业将造成较大冲击。企业需持续进行研发投入,紧跟技术革新的发展,提升创新能力和研发能力,提升新产品生产的良品率,降低技术更新对企业经营造成的风险。

生产成本增长,利润空间压缩。由于近年原材料价格、用工成本持续走高,同时人民币面临升值压力加大,沿海地区土地日趋紧张,传统的制造业基地地位面临挑战,PC 行业在国内成本优势正在逐步削弱,行业内企业利润增长面临一定压力。

5. 行业发展

未来,随着远程办公和学习的常态化,个人PC需求有望增加。商用市场方面,智能制造及网络安全诉求提升有望拉动PC需求。

在新冠肺炎疫情的影响下,远程办公和居家学习模式逐步常态化,企业及个人对电脑在线上办公、教学等方面的重要性将更加重视,未来对电脑的依赖性将加,“一家一台”PC 的状态有望向一家多台转变,预计在短期内对未来电脑出货量、更换频率方面都有积极的影响。

企业对远程办公安全也有了更高的需求。根据 Gartner 等机构的预测,2020—2025 年全球网络安全支出年均复合增长率将达到 8%,网络安全支出的提升将推动高安全标准 PC 的升级迭代。同时,为了满足移动办公场景,市场对能够提供 AOAC(永远开机、永远在线)功能的 PC 需求有所增长。

工业制造方面,智能制造、工业互联网的发展可以全面提升产业生产效率,数字化制造中研发工具的普及,关键工序数控化的提升,数字化车间的建设,均给 PC 设备的渗透提供了可能的场景,未来需求空间广阔。根据 ABI

Research 的预计,工业物联网及智慧城市/建筑 2020 年连接数 18.5 亿个,随着智能制造、工业物联网、智慧城市的逐步推进,预计 2023 年合计连接数达到 29.8 亿个,3 年复合增长率高达 17%以上,对应 PC 设备需求也将同步提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底,公司股本 23.56 亿元,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。

截至 2020 年底,公司直接及间接持有联想集团有限公司(以下简称“联想集团”)31.45%的股权,系联想集团的实际控制人,直接持有的联想集团股权未质押。截至 2020 年底,公司为联想集团的单一最大股东,同时公司获得了联想集团另一位股东的一致行动协议,此外联想集团的其他投票权处于分散状态,并且自联想集团上市以来,未有其他股东组成团体共同地行使其投票权以超过联想控股及其子公司的总投票权,因此公司拥用实质性控制权。

2. 企业规模及竞争力

公司作为国内领先的大型多元化投资集团,构建了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式;公司聚焦五大战略投资方向,目前业务较为多元化,IT 业务继续保持全球领先;公司打造了完整的财务投资链条,且能与公司战略投资业务产生协同。整体看,公司综合竞争力很强。

公司从单一 IT 行业起步,经过 30 多年的发展,现已成为中国领先的大型多元化投资集团,构建起了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的创新商业模式,打造价值不断成长的投资组合。战略投资业务分布于 IT、金融服务、创新消费与服务、农业与食品以及先进制造与专业服务五大板块;财务投资业务主要包括天使投资、风险投资及私募股权投资,覆盖企业成长的所有阶段。

IT 业务方面,2020 年,联想集团全球 PC

市场占有率维持全球排名第一。

金融业务方面，公司在金融服务业务领域布局广泛，公司子公司及联营公司已取得多项金融牌照及许可。截至 2020 年底，子公司 Banque Internationale à Luxembourg S.A.（以下简称“卢森堡国际银行”）银行整体管理资产规模达 437 亿欧元，客户存款规模较去年增长 4.1% 至 198 亿欧元，客户贷款规模较去年增长 4.8% 至 154 亿欧元，核心一级资本充足率从 2019 年的 12.47% 显著提升至 2020 年底的 13.44%。穆迪和标普评级水平继续维持稳定（分别为 A2/稳定/P-1 和 A-1/稳定/A-2）。子公司正奇金融控股股份有限公司（以下简称“正奇金融”）继续践行“投贷联动”的业务模式，2020 年所投企业中 5 家完成上市，此外还有 2 家均已过会。

创新消费与服务方面，2016 年，公司对德济医院进行战略投资。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，并有外科、内科等综合学科发展支撑。公司于 2017 年 7 月对中高端直营连锁幼儿园集团三育教育集团股份有限公司（以下简称“三育教育”）进行战略投资，截至 2020 年末，三育教育拥有直营幼儿园 109 家及早教和培训学校 8 家，并有 13 家筹备中的新建幼儿园，在校学生人数超过 3.3 万人。

农业与食品领域，公司重点打造水果和高端动物蛋白两大生鲜供应链。水果供应链方面，子公司佳沃集团有限公司（以下简称“佳沃集团”）拥有水果全产业链子公司深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司（以下简称“鑫荣懋”），旗下高端水果品牌“佳沃”影响力进一步扩大，佳沃蓝莓和佳沃榴莲市场溢价率保持稳定。同时，鑫荣懋持续布局全球供应链及全渠道销售网络，猕猴桃、蓝莓、榴莲等核心单品市场占有率有所提升，销售网络覆盖的商超系统和城市持续增

加。高端动物蛋白供应链方面，公司拥有澳大利亚领先的海产品供应链企业 KB Food International Holding (Pte.) Limited（以下简称“KB Food”）。同时，2019 年完成了对智利鲑鱼资产的收购，成为首个中国企业跨境并购海外优质鲑鱼上游资源的项目。

先进制造与专业服务领域，公司子公司联泓集团有限公司（以下简称“联泓集团”）下属联泓新材料有限公司（以下简称“联泓新科”）引入国科控股战略投资 8.5 亿元，实现与中国科学院技术与资源的对接；联泓集团薄壁注塑聚丙烯产品、EVA（乙烯-醋酸乙烯共聚物）电缆料实现国内占有率第一，EVA 新产品打入光伏应用领域，特种 EOD 产品比例快速提升，产品结构有所优化。2020 年，联泓新科在深圳证券交易所上市，股票代码“003022.SZ”。

财务投资方面，联想控股通过以天使投资、风险投资、私募股权投资为核心的财务投资业务，打造出覆盖企业价值成长全生命周期的完整投资链。公司旗下北京联想之星投资管理有限公司（以下简称“联想之星”）是中国领先的天使投资机构，成立于 2008 年，专注于 TMT、医疗健康、智慧技术等三大方向的早期投资；联想之星连续在清科集团、投中集团等行业内专业机构评选的年度天使/早期投资机构中名列前茅。公司旗下君联资本管理股份有限公司（以下简称“君联资本”）是中国领先的风险投资机构之一，2020 年君联资本累计完成 51 项新项目的投资，涵盖 TMT 及创新消费、医疗健康、企业服务、智能制造等行业内的创新及成长期企业。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”）是中国领先的股权投资及管理机构之一，目前拥有 PE、地产金融、公募基金、对冲基金及创新投资业务。截至 2020 年末，弘毅投资管理的基金主要包括 8 期股权投资基金、3 期地产基金、1 期文化产业基金级 1 期风险创投基金。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社

会信用代码：911100001011122986），截至 2021 年 5 月 24 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。截至 2021 年 5 月 24 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2020 年，公司高级管理人员及董事有较大变动，但新任高级管理人员及董事，具备多年的从业和管理公司的经验，整体素质较高，有利于公司的长远发展。公司主要管理制度变化不大，管理运作正常。

2019 年 12 月，根据公司既定计划，公司原董事长柳传志先生辞任公司董事长、执行董事及提名委员会主席职务，公司原职工代表监事李勤先生离任，自 2019 年 12 月 31 日结束后生效。公司选举宁旻先生为公司董事长及提名委员会主席，聘任李蓬先生为公司总裁，聘任王威先生为公司董事会秘书及联席公司秘书，杨秋燕女士为公司财务负责人，选举高强先生为职工代表监事，自 2020 年 1 月 1 日起生效。2020 年 2 月，公司聘任李蓬先生为执行董事、王玉锁先生为非执行董事、印建安先生为独立非执行董事。

2020 年 6 月，公司原股东代表监事冯玲女士退休，委任杨建华先生为公司股东代表监事。2021 年 3 月，独立非执行董事张学兵先生退任。

公司董事长宁旻先生，1969 年生，中国人民大学经济学学士学位，并完成了中国人民大学研究生院开设的工商管理硕士课程。宁旻先生 1991 年加入联想集团，历任总裁秘书、董事会主席助理等。2000 年，宁旻先生加入联想控股，历任企划办副主任、董事会秘书兼企划办副主任、资产管理部总经理、副总裁、高级副总裁。2020 年 1 月，宁旻先生接任董事长职务，还担任公司提名委员会主席职务。此外，宁旻先生还兼任西安陕鼓动力股份有限公司董事及联泓新材料科技股份有限公司（以下简称“联泓新科”）

的董事。

公司执行董事及首席执行官³李蓬先生，1971 年生，新罕布什尔州立大学工商管理专业硕士学位。2003 年起李蓬先生加入联想控股，历任投资管理部总经理、战略投资总监、助理总裁、副总裁、高级副总裁。2020 年 1 月起，任公司总裁；2020 年 2 月 13 日起任公司执行董事。李蓬先生现兼任拉卡拉支付股份有限公司董事、联泓新科的董事及上海富瀚微电子股份有限公司的董事。

2020 年，公司根据国家发布的最新文件修改章程中涉及召开股东大会通知期限、召开程序等相关规定；根据《公司法》第 142 条修改了股份回购的相关规定；为优化治理结构，调整部分高级管理人员称谓及范围。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，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。IT 业务仍是公司最重要的收入来源，带动公司收入规模小幅增长，综合毛利率变化不大。

2020 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，其战略投资主要包括 IT、金融服务、创新消费与服务、农业与食品、先进制造与专业服务分部及财务投资等领域；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。2020 年，公司实现营业收入 4175.67 亿元，同比增长 7.28%，主要系 IT 分部收入增加所致；利润总额 121.82 亿元，同比增长 18.63%，主要系公允价值变动收益大幅增加所致。

从收入构成来看，2020 年，公司各业务板块收入占营业收入比重变化不大。2020 年，公司 IT 分部收入同比增长 7.78%，主要系新冠肺炎疫情期间，居家办公增多使得 IT 设备需求增加所致；农业与食品分部收入同比增长 8.79%，主要系

³根据公司于 2020 年 2 月 13 日最新修订公司章程，总裁改称为首席执行官

Australis Seafoods S.A. 收入全年纳入合并范围以及鑫荣懋收入增加所致。其他收入占营业收入比重较低，对营业收入影响不大。

从毛利率来看，2020年，公司IT分部和金融服务分部毛利率同比变化不大；农业与食品分部毛利率比同比下降8.72个百分点，主要系动物

蛋白业务受新冠肺炎疫情影响，全球三文鱼需求减少的同时价格大幅下降所致；创新消费与服务分部毛利率比同比下降21.52个百分点，主要系疫情期间三育教育幼儿园闭园所致。其他板块规模较小，对公司利润影响较小。综上，2020年，公司综合毛利率同比变化不大。

表 4 2018—2020 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
IT 分部	3307.80	92.16	14.21	3572.12	91.78	16.29	3849.92	92.20	16.21
金融服务分部	69.56	1.94	73.46	88.15	2.26	76.45	77.67	1.86	76.41
创新消费与服务分部	12.88	0.36	11.57	9.05	0.23	24.35	7.39	0.18	2.83
农业与食品分部	129.40	3.61	16.58	156.61	4.02	14.48	170.37	4.08	5.76
先进制造与专业服务分部	63.31	1.76	14.91	59.47	1.53	20.54	62.30	1.49	22.39
财务投资分部	6.25	0.17	92.57	6.78	0.17	98.28	8.02	0.19	91.23
合计	3589.20	100.00	15.59	3892.18	100.00	17.80	4175.67	100.00	17.12

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司年报，联合资信整理

2. IT分部

2020年，在新冠肺炎疫情影响下，PC需求大幅增加，联想集团智能设备收入同比增加。受益于云需求增加及客户多元化需求的增加，联想集团数据中心收入大幅增加。

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。

2020 年，公司智能设备业务收入为 3439 亿元，同比增长 7.77%；在 IT 板块收入占比 89.34%，仍是联想集团收入最主要来源。2020 年受新冠肺炎疫情影响，居民居家学习、办公和娱乐时间增长。受益于此，2020 年联想集团轻薄笔记本销售收入同比增长 54%，游戏计算机收入同比增长 63%，Chrome book 出货量同比增长 108%。

根据 Gartner 发布报告，2020 年，联想集团在全球个人 PC 市场市占率由上年的 24.06% 上升至 24.90%⁴，且增速在前三大个人 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。

2020 年，联想集团数据中心业务收入为 411 亿元，同比增长 7.87%；在 IT 板块收入占比为 10.67%。2020 年，联想集团与 SAP（思爱普）建立战略合作的伙伴关系以提升其 TruScale IaaS 解决方案（联想的私有云基础设施即服务）的供给能力。受益于云需求的上升，以及客户需求多元化的要求，联想集团云服务 IT 基础设施业务销售同比增长。

表 5 2018—2020 年 IT 分部收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
智能设备业务	2911	88.00	3191	89.33	3439	89.34
数据中心业务	397	12.00	381	10.67	411	10.66
合计	3308	100.00	3572	100.00	3850	100.00

资料来源：公司提供

⁴ 以上数据包含台式机、笔记本电脑与顶级 ultramobile 机型，但

不包括 Chrome book 和平板电脑。

3. 金融服务业务

2020年，公司金融服务业务整体变化不大。卢森堡国际银行经营保持稳健，资本充足率提升，收购华瑞金融完善其国际化业务网络。正奇金融收缩债权投资和担保业务规模，股权投资业务发展良好，公允价值变动收益大幅增加。

公司在金融服务业务领域布局广泛，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、君创国际融资租赁有限公司（以下简称“君创租赁”）和卢森堡国际银行组成。

卢森堡国际银行主要提供综合性银行服务，包括公司及机构银行、零售银行、私人银行、资本市场等业务。截至2020年末，卢森堡国际银行在卢森堡、瑞士、丹麦和北京等设有国际分支机构，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）和集团中心板块（Group Center）。2020年2月，卢森堡国际银行完成对华瑞金融（香港）集团有限公司100%股权的收购，并将其更名为卢森堡国际银行财富管理有限公司，该公司将成为卢森堡国际银行在粤港澳大湾区发展业务的主要平台。此外，为优化组织结构，2020年7月，卢森堡国际银行关闭迪拜分行，中东客户由日内瓦分行提供服务。

截至2020年末，卢森堡国际银行管理资产规模达437亿欧元，较2019年末的435亿欧元有所增长；客户存款余额198亿欧元，同比增长4.1%，主要系受新冠肺炎疫情影响，客户投资行为趋于保守，储蓄意愿增强所致；客户贷款余额达154亿欧元，同比增长4.8%，主要系新增7.00亿欧元商业贷款投放至当地受疫情影响的企业所致。截至2020年末，卢森堡国际银行核心一级资本充足率为13.44%，保持稳健经营。2020年，卢森堡国际银行实现净利润人民币7.39亿元。

正奇金融主要围绕中小企业提供直接贷款、融资租赁、商业保理、股权投资等综合金融解决

方案。股权投资方面，2020年，正奇金融投资围绕半导体、医疗健康、高端装备制造、新材料、新能源、节能环保等新兴产业及生态链行业，继续推行“投贷联动”的业务模式。2020年，正奇金融投资的企业中5家完成上市，分别为安徽艾可蓝环保股份有限公司、天合光能股份有限公司、圣湘生物科技股份有限公司、兰剑智能科技股份有限公司和铂医药控股有限公司。同时，科美诊断技术股份有限公司和合肥工大高科信息科技股份有限公司均已过会，此外，正奇金融仍有多家投资企业的上市申请已获受理或准备提交。2020年正奇金融权益性投资业务的投资规模同比增加7.13亿元，相关公允价值变动收益同比增加28.74亿元。债权投资和担保业务方面，2020年，正奇金融全面摸排新冠肺炎疫情对存量客户的影响，及时预警风险信息，提高监管频次，在调整业务方向的同时，收缩传统行业债权及担保业务规模。截至2020年底，正奇金融债权性投资业务和担保业务规模较上年底分别减少20.70%和39.89%。

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，2020年实现收入11.32亿元，同比增长8.43%。截至2020年末，除上海总部外，君创租赁已经在全国各地设立了9个办事处，业务覆盖全国各个省份。

4. 农业与食品

2020年，公司水果业务的核心单品市场占有率上升，动物蛋白业务受新冠肺炎疫情影响较大。

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。2020年，公司农业与食品业务收入为170.37亿元，同比增长8.79%。

水果业务方面，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。2020 年,鑫荣懋猕猴桃、蓝莓、榴莲等核心单品市场占有率均有所提升。

动物蛋白方面,主要由佳沃集团的子公司佳沃农业开发股份有限公司经营。2020 年,受新冠肺炎疫情的影响,三文鱼等海产品市场需求减弱,市场价格大幅下跌,各国为应对疫情推出空运、陆运、海运管制措施导致运力下降、运费增加,销售价格下跌及运费上涨导致三文鱼业务利润下滑。

5. 财务投资板块

2020 年,公司财务投资板块通过不同投资主体投资处于不同发展阶段的企业,为公司获取投资回报,并为公司战略投资提供机会和来源。

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,运营主体分别为联想之星、君联资本、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。跟踪期内,财务投资分部各业务板块新投项目及原有项目追加投资均有序推进,投管方面在管企业实现上市,项目退出方面较为活跃,并为公司贡献了持续稳定的现金回款。

截至 2020 年底,联想之星共管理 7 支基金,管理资金规模超过人民币 30 亿元,累计投资境内外项目超过 280 个,已投出旷视科技 face++、思必驰、云丁科技、问卷网、微吼、Pony.AI、国科天成、燃石医学、开拓药业、派格生物、康诺亚生物、Axonics、HiFiBio、瑞博生物、卡尤迪等优质项目。其中燃石医学和开拓药业有限公司在报告期内已分别于美国纳斯达克和香港联交所挂牌上市。2020 年,投资境内外项目近 20 个,前沿技术、生物医药、数字医疗、TMT

细分方向,在管项目中超过 50 个发生下轮融资,近 14 个项目实现退出。2020 年,联想之星募集 4 期人民币基金已完成最终交割,4 期美元基金已完成第二轮交割。

截至 2020 年末,君联资本共管理 8 期美元综合基金(其中 2 期基金已结算),5 期人民币综合成长基金(其中 1 期基金已清算),4 期人民币 TMT 创新基金,2 期美元医疗专业基金,2 期医疗美元专业基金,3 期医疗人民币专业基金,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。2020 年,君联资本募集基金总额 45.24 亿元。2021 年,君联资本计划新募集人民币 6 期基金(包括成长基金及创新基金),并完成医疗人民币三期基金的最终募集。

2020 年,君联资本累计完成 51 项新项目投资,涵盖 TMT 及创新消费、医疗健康、企业服务、智能制造等行业内的创新及成长期企业。2020 年,君联资本全部或部分退出项目 44 个,为联想控股贡献资金回款超过人民币 33 亿元。在管企业内有 11 家在国内外资本市场完成首次公开上市。截至 2021 年 3 月底,君联资本共有 84 家投资企业成功上市(不含新三板企业个数)。

截至 2020 年末,弘毅投资管理的基金主要包括:8 期股权投资基金、3 期地产基金、1 期文化产业基金级 1 期风险创投基金。2020 年,弘毅投资地产基金完成 2 轮募集工作,募集规模为 17.80 亿元;弘毅创投一期基金完成最终交割,募集资金 1.30 亿美元。弘毅远方基金管理有限公司作为弘毅投资旗下专门从事二级市场投资及管理业务的公募基金管理公司,截至 2020 年底共管理 5 支公募基金,包括 3 支混合型基金及 2 支指数型基金。

6. 经营效率

2020 年,公司经营效率一般。

2020 年,公司销售债权周转次数为 6.24 次,存货周转次数为 9.20,总资产周转次数为 0.65 次,均变化不大。公司经营效率一般。

7. 未来发展

公司结合自身情况制定的发展战略符合国家产业政策和行业发展趋势，具有一定的可行性。

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、农业与食品以及先进制造与专业服务等领域；公司未来将协助旗下受到外部环境的影响较大的被投资企业进一步挖掘业务潜力。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，同时为了应对不确定性增强的外部环境，公司及时梳理业务发展需求和融资资源，密切监控并及时评估外部事件对相关业务的影响，以财务安全为导向，加强对投资组合的管理，保证公司的长远健康发展；加强公司双轮驱动业务之间的协同优势，为资产组合持续健康的成长打下坚实的基础。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 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，审计结论为标准无保留意见。公司财务报表按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定要求进行编制。

2020 年，公司合并范围减少子公司 1 家，为西藏考拉科技发展有限公司，考虑到变动公司相对公司而言规模较小，对公司财务可比性影响较小。

截至 2020 年底，公司资产总额 6517.33 亿元，所有者权益 866.73 亿元（含少数股东权益

277.53 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 4175.67 亿元，利润总额 121.82 亿元。

2. 资产质量

截至 2020 年末，公司资产规模较年初有所增长，资产结构相对均衡。流动资产中货币资金、存货占比较大；非流动资产中债权投资和向客户发放贷款占比较高，变现能力较强，商誉规模较大，存在一定减值风险；资产受限比例较低，公司整体资产质量较好。

截至 2020 年底，公司资产总额 6517.33 亿元，较年初增长 4.43%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 49.13%，非流动资产占 50.87%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 3202.10 亿元，较年初增长 9.03%，主要系货币资金、交易性金融资产和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 24.93%）、交易性金融资产（占 5.72%）、其他应收款（占 10.15%）、存货（占 13.28%）和向客户发放贷款（占 15.35%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 798.27 亿元，较年初增长 11.37%，主要系公司 IT 分部收入增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占 50.71%）、存放在子公司所属国中央银行项（非强制储蓄部分）（占 30.13%）和受限存款（占 12.33%）构成。货币资金中有 98.39 亿元受限资金，受限比例为 12.33%，主要为存放在子公司所属国中央银行款项（强制储蓄部分）（86.85 亿元），受限比例尚可。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产 183.19 亿元，较年初增长 59.34%，主要系公司金融服务分部和财务投资分部股权投资增加所致。

截至 2020 年底，公司应收款项融资 605.47 亿元，较年初下降 5.24%，主要系子公司联想集团用于贴现和背书的应收账款减少所致。

截至 2020 年底，公司其他应收款 325.11 亿

元，较年初增长 0.76%，较年初变化不大，要为应收代垫及暂付款（占 26.85%）和应收代工厂商款（占 52.09%）。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。公司其他应收款以一年以内（占 92.10%）为主。

截至 2020 年末，公司向客户发放的贷款-流动资产为 491.68 亿元，较年初增长 2.45%，变化不大。

截至 2020 年底，公司存货 425.33 亿元，较年初增长 29.97%，主要系子公司联想集团下游需求大幅增加，增加备货所致。存货主要由原材料（占 57.10%）和产成品（占 29.35%）构成，累计计提跌价准备 27.34 亿元，计提比例为 6.04%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 3315.23 亿元，较年初增长 0.35%，公司非流动资产主要由债权投资（占 17.23%）、长期股权投资（占 10.53%）、向客户发放的贷款（占 24.48%）、无形资产（占 9.69%）和商誉（占 11.29%）构成。

截至 2020 年底，公司债权投资 571.32 亿元，较年初增长 18.89%，主要系卢森堡国际银行债权投资增加所致。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 348.93 亿元，较年初下降 4.83%，主要系公司与第三方签订了处置所持神州租车有限公司股权（16.34 亿元）的不可撤销要约，将其重分类至持有待售的资产所致。

表 6 截至 2020 年底公司长期股权投资中按权益法核算的主要联营企业

公司名称	注册资本	业务性质	持股比例（%）	表决比例（%）	账面价值（亿元）
汉口银行股份有限公司	41.28	商业银行业务	15.33	15.33	38.67
拉卡拉支付股份有限公司	4.00	提供终端支付及多种网络金融服务	28.24	28.24	15.74
联保投资集团有限公司	2.35	保险经纪	48.00	48.00	2.82
东方航空物流股份有限公司	14.29	交通运输、仓储和速递	20.10	20.10	14.42
泰康拜博医疗集团有限公司	1.69	口腔医疗及其他医疗项目运营	36.47	36.47	9.01
华文食品股份有限公司	4.00	食品的开发、生产；预包装、散装食品的销售；自营、代理商品和技术的进出口业务	17.82	17.82	3.42
河北衡水老白干酒业股份有限公司	8.97	白酒的生产及销售	5.12	5.12	5.62
西藏考拉科技发展有限公司	20.00	电子技术开发、转让、服务及推广；互联网技术服务	48.00	48.00	11.56

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至 2020 年底，公司向客户发放的贷款-非流动资产为 811.64 亿元，较年初减少 1.27%，变化不大，主要为卢森堡国际银行业务产生的贷款。

截至 2020 年底，公司无形资产 321.36 亿元，较年初下降 5.63%，主要系计提摊销所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 12.52%）、软件（占 14.96%）、商标（占 30.12%）、专利（占 13.25%）、客户关系（占 14.53%）和水产养殖特许经营权及水域使用权（占 10.37%）构成，累计摊销 286.10 亿元。截至 2020 年底，公司计提减值准备 8.37 亿元，其中公司 IT 业务部分有摊销期限的专利的效率及产生的收入不及预期，

通过比较截至 2020 年底该部分专利技术的可收回金额及账面价值，确认对部分资产的减值损失人民币 3.64 亿元。

截至 2020 年底，公司商誉 374.43 亿元，较年初下降 5.55%，主要系 IT 分部商誉因汇率折算差下降所致。2020 年，公司农业与食品分部的水果业务下部分果树种植业务因为部分水果品类销售不佳，相关生产性生物资产已经处置，相关资产组的可收回金额根据使用价值确定，与公允价值变比，计提商誉减值 1.16 亿元。公司其他板块未计提商誉减值。考虑到近年来国际形势复杂多变，全球新冠肺炎疫情至今尚未得到有效控制，公司商誉存在一定减值风险。

截至2020年底，公司受限资产288.14亿元，占资产总额的比重为4.42%，受限比例较低。

表 7 截至 2020 年底公司主要资产受限情况

项目	账面价值 (亿元)	占资产总额 的比重 (%)	受限原因
投资性房地产	113.11	1.74	借款抵押
货币资金	98.39	1.51	保证金、受限资金等
无形资产	34.01	0.52	借款抵押
生物资产	13.16	0.20	借款抵押
应收款项	23.61	0.36	借款抵押
其他	5.86	0.09	借款抵押
合计	288.14	4.42	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益有所减少，少数股东权益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益合计866.73亿元，较年初下降5.61%，主要系外币报表折算差额使得其他综合损失增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为67.98%，少数股东权益占比为32.02%。归属于母公司所有者权益589.20亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占4.00%、32.33%、-7.04%和69.85%。所有者权益结构稳定性一般。

(2) 负债

截至2020年底，公司负债规模有所上升，以流动负债为主；债务以长期债务为主，集中偿付压力尚可。

截至 2020 年底，公司负债总额 5650.60 亿元，较年初增长 6.16%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 71.14%，非流动负债占 28.86%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 4019.64 亿元，较年初增长 2.12%，变化不大。公司流动负债主要由应付账款（占 16.95%）、其他应付款（占 15.17%）和吸收存款-流动负债（占 38.15%）

构成

截至 2020 年底，公司应付账款 681.33 亿元，较年初增长 7.09%，主要系联想集团应付购货款增加所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款 609.74 亿元，较年初增长 11.92%，主要系联想集团应付代工厂款及预提费用增加所致。

截至 2020 年底，公司吸收存款-流动负债 1533.48 亿元，较年初增长 6.71%，主要系卢森堡国际银行吸收存款规模扩大所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 1630.96 亿元，较年初增长 17.66%，主要系其他应付款和应付金融机构款项-非流动负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 22.76%）、应付债券（占 37.98%）、应付金融机构款项（占 7.75%）和其他非流动负债（占 14.39%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 371.28 亿元，较年初增长 6.80%；长期借款（含一年内到期的长期借款）主要由信用借款（占 43.83%）、保证借款（占 33.32%）和抵押借款（占 19.99%）构成。从期限分布看，1~2 年偿还的金额占比为 39.24%，2~5 年还款的金额占比为 46.37%，其他为 5 年以上，长期借款偿还期限平均，集中偿付压力一般。

截至 2020 年底，公司应付债券 619.50 亿元，较年初增长 21.61%，主要系公司本部及子公司发行债券增加所致。从偿还期限来看，1~2 年偿还的应付债券金额占比 25.75%，2~5 年偿还的应付债券金额占比为 55.87%，其他为 5 年以上，应付债券偿还期限平均，集中偿付压力一般。

截至 2020 年底，公司应付金融机构款项-非流动负债 126.48 亿元，较年初增长 198.62%，主要系卢森堡国际银行应付国家中央银行的资金增加所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 1523.75 亿元，较年初下降 4.01%，变化不大。其中，短期债务占 34.03%，长期债务占 65.97%，以长期债务为主。截至 2020 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 86.70%、63.74%和 53.70%，较年初分别提高 1.41 个百分点、0.39 个百分点和 4.82 个百分点。公司债务负担较重。

表 8 截至 2021 年 3 月底公司本部存续债务融资工具情况

证券名称	到期日期	当前余额（亿元）
16 联想 02	2026/07/06	20.00
19 联想 03	2024/06/21	20.00
19 联想 02	2024/01/15	10.00
18 联想 03*	2021/12/03	15.00
20 联想 01	2023/06/03	18.00
18 联想 01	2023/01/31	10.00
12 联想债	2022/11/30	19.84
17 联想 01	2022/07/05	25.00
19 联想 01	2022/01/15	20.00
19 联想 PPN001	2021/09/25	3.70
16 联想 01	2021/07/06	15.00
18 联想 02	2021/06/29	16.00
合计	—	192.54

注：1. 用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日；2. 2020 年 9 月 25 日，公司完成对“19 联想 PPN001”6.30 亿元回售
资料来源：Wind

4. 盈利能力

2020 年，公司收入有所增长，受益于联想集团盈利提升、正奇金融和君联资本的股权投资增长，公司利润总额同比增长，盈利能力仍较强。但公司利润对投资收益依赖程度较高，存在一定波动风险。

2020 年，公司实现营业收入 4175.67 亿元，同比增长 7.28%，主要系受新冠肺炎疫情影响 IT 设备需求增加使得 IT 业务收入增长所致。营业成本 3461.00 亿元，同比增长 8.18%。2020 年，公司利润总额 121.82 亿元，同比增长 18.63%，主要系一方面联想集团盈利增加，另一方面财务投资收益上升所致。2020 年，公司营业利润率为 16.95%，同比下降 0.71 个百分点，变化不大。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 618.11 亿元，同比增长 2.88%，变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用

和财务费用占比分别为 33.34%、41.79%、15.87%和 8.99%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 206.09 亿元，同比下降 7.61%，主要系广告和业务宣传费用减少所致；管理费用为 258.33 亿元，同比增长 17.36%，主要系专业服务及咨询费增加所致；研发费用为 98.09 亿元，同比增长 3.58%，变化不大；财务费用为 55.59 亿元，同比下降 11.63%，主要系融资成本下降使得利息支出减少所致。2020 年，公司期间费用率⁵为 14.80%，同比下降 0.63 个百分点，公司费用控制能力仍有待提高。

2020 年，公司公允价值变动收益 33.37 亿元，同比增加 32.73 亿元，主要系正奇金融权益性投资业务规模增加使得交易性金融资产公允价值变动收益增加所致，占营业利润的比重为 26.58%，对营业利润贡献较大；2020 年，公司实现投资收益 35.51 亿元，同比增长 8.07%，主要系君联资本全部或部分退出 44 个项目，获得的投资收益增加所致；投资收益占营业利润比重为 28.28%，对营业利润贡献较大。2020 年，公司实现其他收益 6.79 亿元，同比增长 14.38%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 5.41%，对营业利润影响不大。公司财务投资项目较多，公允价值变动收益和投资收益在营业利润中比重较大，考虑到目前全球政治经济形势复杂，新冠肺炎疫情尚未得到有效控制，投资收益面临一定波动风险。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.31%、10.13%，同比分别提高 0.29 个百分点、提高 1.01 个百分点。公司盈利能力变化不大。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金仍保持大额净流入；投资活动现金净流出规模有所扩大，经营活动获取现金能够覆盖投资活动支出；筹资活动现金由净流入转为净流出。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动

⁵期间费用率=（销售费用+管理费用+财务费用+研发费用）*100%/营业收入

现金流入 4524.69 亿元，同比增长 10.71%，主要系联想集团销售收入增加所致；经营活动现金流出 4097.11 亿元，同比增长 2.56%，变化不大。综上，2020 年，公司经营活动现金净流入 427.58 亿元，同比增长 364.40%。2020 年，公司现金收入比为 101.29%，同比提高 3.64 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 218.45 亿元，同比下降 22.68%，主要系收回投资收到的现金所致；投资活动现金流出 348.77 亿元，同比下降 10.16%，主要系取得子公司支付的现金减少所致。综上，2020 年，公司投资活动现金净流出 130.32 亿元，同比增长 23.31%。2020 年，公司筹资活动前现金流净额为 297.26 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 936.17 亿元，同比下降 15.62%，主要系银行借款规模减少所致；筹资活动现金流出 1148.92 亿元，同比增长 6.34%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流出 212.75 亿元，由净流入转为净流出。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司综合偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 74.61%和 66.30%提高至 79.66%和 69.08%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2020 年底，公司经营现金流动负债比率为 10.64%，同比提高 8.30 个百分点。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 1.18 倍提高至 1.90 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 270.60 亿元，同比增长 9.69%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 10.65%）、摊销（占 21.01%）、计入财务费用的利息支出（占 23.32%）、利润总额（占 45.02%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.67

倍提高至 4.29 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 6.43 倍下降至 5.63 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至2020年底，公司对外担保余额178.91亿元。其中，向关联方提供担保60.29亿元；因历史年度出售的房地产业务相关担保6.40亿元，被担保公司对该担保提供了反担保；公司从事担保业务的子公司对外担保余额为112.22亿元。

截至2020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。

截至2020年底，公司本部在各家金融机构未使用授信额度为822亿元，公司间接融资渠道畅通；公司及下属子公司联想集团均为H股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部为投资控股型企业，公司本部资产结构较为均衡，以长期股权投资和其他应收款为主；负债结构较为均衡，债务结构以长期债务为主，债务负担较重。短期债务以银行借款为主，短期偿付压力尚可。实收资本和资本公积占比高，所有者权益结构稳定性较好。公司本部收入规模较小，净利润依赖于投资收益，其中子公司股利较为稳定；经营活动现金流呈净流出状态。

截至2020年底，公司本部资产总额752.71亿元，较年初增长11.27%，主要系长期股权投资及其他应收款增加所致。其中，流动资产335.30亿元（占44.55%），非流动资产417.41亿元（占55.45%），资产结构较为均衡。从构成看，流动资产主要由货币资金（占21.79%）和其他应收款（占73.27%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占95.35%）构成。截至2020年底，公司本部货币资金73.05亿元，主要由银行存款（72.75亿元）构成，无受限资金；其他应收款245.67亿元，主要为关联方款项（232.05亿元），账龄以一年以内为主（占98.40%）；长期股权投资406.33亿元，其中子公司占72.41%，联营公司占27.59%。

截至2020年底，公司本部所有者权益为179.95亿元，较年初增长6.18%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本为23.56亿元（占13.09%）、资本公积合计129.21亿元（占71.80%）、未分配利润合计24.08亿元（占13.38%）、盈余公积合计6.63亿元（占3.69%），所有者权益稳定性较强。

截至2020年底，公司本部负债总额572.76亿元，较年初增长12.97%。其中，流动负债257.57亿元（占44.97%），非流动负债315.19亿元（占55.03%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占21.46%）、其他应付款（占40.47%）和一年内到期的非流动负债（占37.85%）构成，非流动负债主要由长期借款（占49.89%）和应付债券（占50.00%）构成。截至2020年底，公司本部短期借款55.27亿元，全部为信用借款；长期借款157.25亿元，其中信用借款占88.32%。

截至2020年底，公司本部全部债务467.58亿元，其中短期债务占32.67%，长期债务占67.33%，以长期债务为主。

截至2020年底，公司本部资产负债率76.09%，全部债务资本化比率72.21%。公司本部债务负担较重。考虑到公司银行借款以信用借款为主，且短期债务中银行借款占比为77.11%，公司本部短期偿付压力尚可。

2020年，公司本部营业收入为0.55亿元，利润总额为17.96亿元。2020年，公司投资收益26.06亿元，其中子公司股利16.21亿元（2019年子公司股利为11.85亿元），子公司股利较为稳定。2020年公司本部直接收到子公司现金分红7.21亿元。

现金流方面，2020年，公司本部经营活动现金净流出33.73亿元，持续净流出；投资活动现金净流入0.75亿元，筹资活动现金净流入39.45亿元。截至2020年底，公司现金及现金等价物余额72.75亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司本部存续债券的短期（含行权）偿债压力尚可。

截至2020年底，公司本部存续债券本金余额共192.54亿元。其中2021年内到期的应付债券本金合计34.70亿元。若债券全部行权，2021年内公司剩余到期债券待偿本金合计49.70亿元。截至2020年底，公司本部银行存款72.75亿元，短期偿债压力尚可。截至2020年底，公司现金类资产985.45亿元，为2021年内待偿债券（含行权）本金的19.83倍，现金类资产保障程度强；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为4524.69亿元、427.58亿元、270.60亿元，为公司存续债券待偿本金的23.50倍、2.22倍和1.41倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券本金*	49.70
现金类资产/本年度剩余到期债券本金合计	19.83
经营活动现金流入量/待偿债券本金合计	23.50
经营活动现金流净额/待偿债券本金合计	2.22
EBITDA/待偿债券本金合计	1.41

注：1. 本年度剩余到期债券本金=本年度应到期债券本金-本年度已兑付债券本金，含行权债券本金；2. 现金类资产使用2020年底数据；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2020年数据
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对债券保障能力强；经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金合计保障能力较强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，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”“19联想02”“19联想03”和“20联想01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

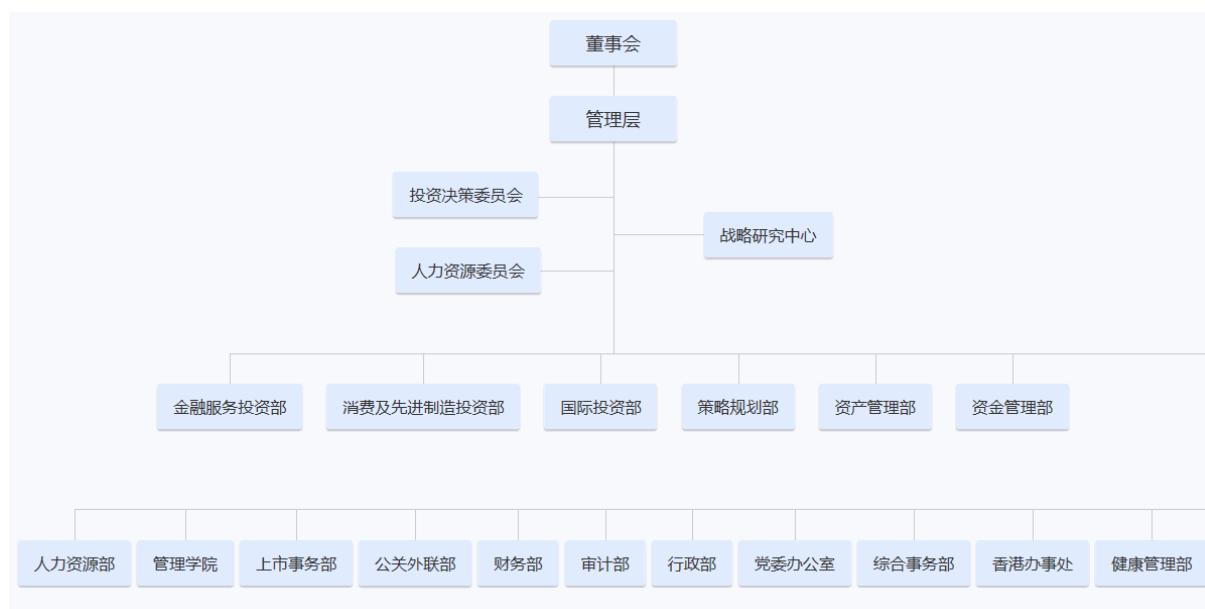
附件 1-1 截至 2020 年底联想控股股份有限公司
股权结构情况

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）	4.85
柳传志	3.12
其他	25.65

资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底联想控股股份有限公司

组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底联想控股股份有限公司

主要子公司情况

公司名称	注册地	业务性质	已发行股本/实收资本 (万元)	合计持股比例 (%)	对应的表决权 比例 (%)
联想集团有限公司	香港	开发、制造和销售可靠、优质、安全易用的科技产品及优质专业的服务	318592.30 万美元	31.45	31.45
融科智地房地产股份有限公司	北京	写字楼租赁服务	27000.00	100.00	100.00
融科物业投资有限公司	北京	房地产投资和资产管理	6000.00	100.00	100.00
南明有限公司	香港	投资及管理	1217032.93 万港元	100.00	100.00
联想投资有限公司	拉萨	投资及管理	39845.42	100.00	100.00
西藏东方企慧投资有限公司	拉萨	投资及管理	300000.00	100.00	100.00
北京联想之星创业投资有限公司	北京	天使投资及创业孵化器	15000.00	100.00	100.00
堆龙德庆星辰创业投资有限公司	拉萨	天使投资及创业孵化器	10000.00	100.00	100.00
北京华夏联合汽车网络技术有限公司	北京	汽车管理软件开发及提供汽车服务信息咨询	36981.70	100.00	100.00
增益供应链有限公司	北京	提供冷藏链及各种物流服务	149179.33	99.20	99.20
联泓集团有限公司	北京	化工与能源材料的开发和制造	230000.00	100.00	100.00
佳沃集团有限公司	北京	农业、食品投资和相关业务运营	581250.00	81.72	81.72
正奇金融控股股份有限公司	合肥	为中小企业提供金融服务	332254.60	86.85	86.85

司					
上海为民医院投资管理有 限公司	上海	投资及管理及医药咨询	5696.98	58.00	58.00
君创国际融资租赁有限公 司	上海	融资租赁、租赁业务及向海内外 购买租赁资产	201820.00	99.01	99.01
KB Food International Holding (Pte.) Limited	新加坡	投资控股	8764.56 万美元	100.00	100.00
三育教育集团股份有限公 司	开曼	投资控股	0.33 万美元	51.00	51.00
佳沃农业开发股份有限公 司	常德	海产品等动物蛋白贸易、加工及 销售	17420.00	46.08	46.08
Banque Internationale à Luxembourg S.A.	卢森堡	银行服务、保险服务及提供资本 市场产品与服务	14610.83 万欧元	89.98	89.98
鑫荣懋集团股份有限公司	深圳	农产品种植及贸易、农业投资、 物流运输及食品贸易	19793.00	40.47	40.47
Australis Seafoods S.A.	智利圣 地亚哥	鲑鱼的养殖和销售	30538.25 万美元	99.89	99.89

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	795.03	838.49	985.45
资产总额（亿元）	5588.28	6240.75	6517.33
所有者权益（亿元）	835.79	918.24	866.73
短期债务（亿元）	722.97	709.57	518.57
长期债务（亿元）	702.35	877.86	1005.18
全部债务（亿元）	1425.32	1587.44	1523.75
营业收入（亿元）	3589.20	3892.18	4175.67
利润总额（亿元）	85.31	102.69	121.82
EBITDA（亿元）	199.12	246.69	270.60
经营性净现金流（亿元）	27.61	92.07	427.58
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.91	6.60	6.24
存货周转次数（次）	10.69	10.49	9.20
总资产周转次数（次）	0.80	0.66	0.65
现金收入比（%）	98.78	97.65	101.29
营业利润率（%）	15.46	17.66	16.95
总资本收益率（%）	5.52	6.03	6.31
净资产收益率（%）	8.59	9.12	10.13
长期债务资本化比率（%）	45.66	48.88	53.70
全部债务资本化比率（%）	63.04	63.35	63.74
资产负债率（%）	85.04	85.29	86.70
流动比率（%）	73.58	74.61	79.66
速动比率（%）	65.79	66.30	69.08
经营现金流动负债比（%）	0.76	2.34	10.64
现金短期债务比（倍）	1.10	1.18	1.90
EBITDA 利息倍数（倍）	3.75	3.67	4.29
全部债务/EBITDA（倍）	7.16	6.43	5.63

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. 合并报表及公司本部报表的 2019 年数据为经重列的 2020 年期初数据，2018 年数据未经重列

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	81.65	75.11	87.26
资产总额（亿元）	653.29	676.48	752.71
所有者权益（亿元）	169.89	169.48	179.95
短期债务（亿元）	122.10	95.64	152.75
长期债务（亿元）	247.68	303.45	314.84
全部债务（亿元）	369.79	399.09	467.58
营业收入（亿元）	0.45	0.55	0.55
利润总额（亿元）	5.66	3.67	17.96
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-75.17	-12.35	-33.73
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.96	2.53	1.74
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	55.83	115.58	59.28
营业利润率（%）	28.50	28.42	27.41
总资本收益率（%）	4.85	4.34	5.66
净资产收益率（%）	4.43	2.89	8.53
长期债务资本化比率（%）	59.32	64.16	63.63
全部债务资本化比率（%）	68.52	70.19	72.21
资产负债率（%）	74.00	74.95	76.09
流动比率（%）	128.04	142.18	130.18
速动比率（%）	128.04	142.18	130.18
经营现金流动负债比（%）	-31.91	-6.07	-13.09
现金短期债务比（倍）	0.67	0.79	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：1. 公司本部 1—3 月财务数据未经审计；2. 公司本部报表的 2019 年数据为经重列的 2020 年期初数据，2018 年数据未经重列
 资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	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 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。