信用等级公告

联合〔2019〕1553号

联合资信评估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，“12联想债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

联想控股股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 联想债	23 亿元	2022/11/30	AAA	AAA

注：2019 年 11 月，公司有权调整票面利率，投资者具有回售选择权

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	482.35	453.83	795.98
资产总额(亿元)	3228.53	3356.69	5588.28
所有者权益(亿元)	695.87	795.77	835.79
短期债务(亿元)	377.84	360.23	722.97
长期债务(亿元)	566.98	657.83	702.35
全部债务(亿元)	944.82	1018.05	1425.32
营业总收入(亿元)	3069.53	3162.63	3589.20
利润总额(亿元)	91.98	74.30	85.31
EBITDA(亿元)	184.86	176.23	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	8.59
资产负债率(%)	78.45	76.29	85.04
全部债务资本化比率(%)	57.59	56.13	63.04
流动比率(%)	96.74	100.09	73.58
经营现金流动负债比(%)	6.85	-3.10	0.76
全部债务/EBITDA(倍)	5.11	5.77	7.16
EBITDA 利息倍数(倍)	3.30	3.91	3.75

注：短期债务包括衍生金融负债和其他应付款中有息部分，长期债务包括长期应付款中融资租赁款

分析师

杨学慧　闫 力　虢 丰
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

评级观点

联想控股股份有限公司（以下简称“公司”）作为中国知名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，其中战略投资领域，投资分布于 IT 业务、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五大板块；主要子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）PC 出货量保持全球领先，为公司发展提供稳定支撑；财务投资领域，公司已建立起完整的财务投资链条，投资收益率处于较高水平，且能与公司战略投资业务产生协同。

跟踪期内，面对全球个人电脑激烈的竞争环境，公司凭借品牌和行业地位，保持了该业务的稳步增长，2018 年联想 PC 出货量全球第一。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，全球传统 PC 市场不断萎缩，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；财务投资风险较高等因素可能给公司信用状况带来的不利影响。

2018 年 7 月，随着对卢森堡国际银行收购的完成，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进一步扩大。未来，公司将在稳固传统 IT 业务的基础上，继续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，公司经营状况和投资收益有望保持良好水平。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“12 联想债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 作为知名的投资控股企业，公司实行多领域投资，包含 IT 业务、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等领域，产业跨度大，布局合理，有助于分散经营风险。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。

2. 跟踪期内，凭借品牌优势，公司联想 PC 销量全球第一，保持了显著的行业地位。
3. 公司财务投资业务盈利能力强，对利润贡献大。
4. 公司现金类资产充裕，财务状况良好，对一年内到期债券余额保障能力强。

关注

1. 全球市场个人计算机出货量不断下降，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；公司 IT 业务的核心电子元件由美国公司提供，国际政治经贸环境波动或将对公司 IT 业务带来一定经营风险。
2. 近年来，公司投资与收购活动保持一定规模，存在较大资金需求。
3. 受卢森堡国际银行并表影响，公司整体负债水平上升快。
4. 受外部资本市场变化影响，公司财务投资业务资产退出和处置周期较长，收益呈现一定波动性和存在投资风险。

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。

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。

联想控股股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

联想控股股份有限公司（以下简称“联想控股”或“公司”）前身为中国科学院计算技术研究所新技术发展公司，系中国科学院于 1984 年 11 月出资设立的全民所有制企业。1991 年 4 月，公司更名为北京联想计算机新技术发展公司。1998 年 8 月，更名为联想集团控股公司。2001 年 6 月，根据中国科学院《关于联想集团控股公司改制有关问题的批复》（科发产字[2001]110 号），联想集团控股公司完成改制，并更名为联想控股有限公司，注册资本变更为 6.61 亿元，其中中国科学院出资 4.30 亿元，持股 65%，联想控股有限公司职工持股会（以下简称“职工持股会”）出资 2.31 亿元，持股 35%。2002 年 4 月，中国科学院成立中国科学院控股有限公司（原名“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”），中国科学院持有的公司股权划转至国科控股。2009 年 10 月，经全体股东股东会决议，国科控股将其持有的 65%股份中的 29%股权以在北京市产权交易所挂牌出售方式转让给中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海控股”）。2010 年 12 月 30 日，北京联持志远管理咨询中心（有限合伙）（以下简称“北京联持志远”）与职工持股会签订《合并协议书》，约定北京联持志远吸收合并职工持股会，原职工持股会持有公司的 35%股权变更至北京联持志远名下。后历经多次股权转让，2013 年 8 月，公司开始股份制改革，由国科控股、联持致远、泛海控股等股东在联想控股有限公司的基础上以 2013 年 6 月底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 20.00 亿元，各股东持股比例不变。2015 年 6 月 29 日，公司股票在香港联合交易所挂牌上市，股票代码为 3396.HK，联想控股成功实现整体上市。2018 年 4 月 23 日，公司获中国证监批准，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 8.80 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，公司总股本为 23.56 亿元，股权结构见下表，其中，国科控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

表1　截至2018年底公司股权结构　（单位：%）

项 目	股权比例
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[1]
柳传志	2.88

资料来源：公司年报

公司经营范围：项目投资；投资管理；资产管理；经济贸易咨询；投资咨询；企业管理咨询；技术开发、技术转让、技术推广；物业管理；销售化工产品（不含危险化学品

[1]北京联恒永信投资中心（有限合伙）（以下简称“联恒永信”）于 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 54090000 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 123910000 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 5.25%。

及一类易制毒化学品）、矿产品；货物进出口、技术进出口、代理进出口；计算机系统服务；数据处理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动）

截至 2018 年底，公司设有金融服务投资部、创新消费与服务投资部、先进制造与专业服务投资部、欧洲业务部、策略规划部、资产管理部、资金管理部等职能部门（见附件 1）；合并范围一级子公司 22 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 5588.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益 270.68 亿元）合计 835.79 亿元；2018 年实现营业收入 3589.20 亿元，利润总额为 85.31 亿元。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2012 年 11 月发行了额度为 23 亿元的“12 联想债”。“12 联想债”用于乙烯衍生物工程项目及补充营运资金。截至目前，“12 联想债”募集资金按计划用途使用完毕，相关项目按计划正常进展。

表 2　公司存续债券概况

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
12 联想债	23 亿元	23 亿元	2012/11/30	2022/11/30

资料来源：公开资料整理

注：2019 年 11 月，公司有权调整票面利率，投资者具有回售选择权

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能

发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础

设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

公司打造“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的创新商业模式，其中战略投资中的 IT 业务为公司营业收入贡献最大的板块（2018 年收入占营业收入的 92.16%），以下主要分析该板块所在行业。

1. 个人电脑（PC 业务）

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智能终端已充分渗透进多个关键市场，致使全球 PC 行业持续萎缩。2015~2018 年，全球 PC 出货量分别为 2.89 亿台、2.70 亿台和 2.62 亿台，呈不断下降趋势；而其中 2018 年，中国 PC 市场销量约为 5200 万台，同比下滑 3.4%。据 IDC 预测，2019 年中国 PC 市场销售量约 5060 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 PC 市场的结构性机会是在 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。

供给方面，PC的核心原材料仍然被少数厂商掌控，供应商议价能力强。原材料中，

CPU供应商英特尔、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。

行业竞争方面，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。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 58647 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 56332 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 41911 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	54669	20.80	58647	22.50
惠普	55179	21.00	56332	21.70
戴尔	39793	15.10	41911	16.20
苹果	18963	7.20	18016	6.90
宏碁	17087	6.50	15729	6.10
华硕	17952	6.80	15537	6.00
其他	59034	22.50	53393	20.60
合计	**262676**	**100.00**	**259385**	**100.0**

资料来源：Gartner（2019 年 1 月）。

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

从细分市场来看，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，单纯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。国内的电脑品牌在中国的家用电脑市场上具有领先优势，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展开竞争。

总体看，全球 PC 市场竞争激烈，产品同质化较为严重，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。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；移动智能终端的迅速发展，对 PC 行业的下游需求造成侵蚀，出货量持续萎缩；同时，PC 行业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.智能手机

根据 IDC 统计，2017 年全球智能手机出货量共计达到 14.62 亿台，同比下降 0.5%，首次出现下滑，消费者对智能手机的更新换代需求已逐渐出现了疲态。2018 年，智能手机整体市场依然低迷，用户持有手机时长和换机周期继续增长，2018 年全球智能手机出货量 14.03 亿部，同比下降 4.10%。

通讯设备制造行业的上游是集成电路（IC）、线路板、显示屏、塑胶壳等电子元器件制造企业。电子元器件行业属于轻资产型的制造业，市场化程度较高，吸引了大量民营资本进入，形成了行业内企业数量众多但规模较小的特点，市场竞争力较弱。数量众多的原材料供应商为通讯设备制造行业提供了较为充足的原材料供应。目前，通讯原材料供应商一般采取工厂认证、产品认证、环保认证的方式与通讯设备生产厂家形成长期的合作伙伴。上游原材料供应商数量众多，竞争较充分，原材料价格主要由市场竞争决定。

在上游关键零部件供应方面，手机供应链核心包括了手机芯片、面板、存储、CMOS、芯片制造等方面；自 2016 年底起，由于屏幕、处理器、内存、闪存、摄像头、指纹识别模块等必备元器件涨价、缺货，再加上汇率波动影响，多种电子产品价格开始上涨。2018 年，小米、OPPO、华为、vivo 等厂商逐步完成手机产品价格进一步上调。

从竞争格局来看，智能手机市场基本成熟，市场竞争凸显为品牌、技术以及营销模式的竞争。从全球智能手机市场前五大公司来看，2018 年，全球智能手机巨头三星和苹果仍稳居出货量前两位，出货量分别为 2.95 亿台和 2.09 亿台，较上年均有所下降，市占率分别为 19.00%和 13.40%；华为出货量迅速增长，为 2.03 亿台，市占率为 13.00%，略低于苹果；小米和 OPPO 出货量有所增长，2018 年全球出货量分别为 1.22 亿台和 1.19 亿台，市场占有率为分别为 7.90%和 7.60%。整体看，国内手机厂商的出货量较上年均有不同程度的增长，三星和苹果的出货量则有所下降，从市场集中度来看，2018 年智能手机市场前五大公司市占率合计为 61.00%，市场集中度进一步提高。

表 4 2017-2018 年全球智能手机市场前六大公司情况

（单位：百万台、%）

公司名称	2017 年		2018 年	
	出货量	市场占有率	出货量	市场占有率
三星	321263.30	20.90	295043.70	19.00
苹果	214924.40	14.00	209048.40	13.40
华为	150534.30	9.80	202901.40	13.00
OPPO	88926.80	5.80	122387.00	7.90
小米	112124.00	7.30	118837.50	7.60
其他	648762.70	42.20	607049.00	39.00
合计	**1536535.50**	**100.00**	**1555267.00**	**100.00**

资料来源：Gartner（2019 年 2 月）

注：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

从国内手机市场竞争格局来看，2018 年，前五大品牌（OPPO、vivo、苹果、华为、小米）占据市场超过 90%的份额，头部效应明显。国内智能手机行业格局稳固，五大品牌存量市场份额持续提升，且拥有强大的资金和品牌实力，新进入者难以获得突破。但行业格局方面较年初变化较大，华为/荣耀存量市场份额提升显著，增长近 4.5%，前四名市场份额进一步集中；小米相较于年初市场份额略有下滑，与前四名的差距进一步扩大；苹果 2018 年市场份额较往年相比大幅下滑。从增量结构来看，2018 年，前五大品牌在新增设备中的份额已达到 92%。华为连续 10 个月增量份额排名第一；苹果增量份额持续垫底，每月均不足 10%。2018 年，国内新增设备累计达 4.3 亿台，其中，华为/荣耀约 1.2 亿台，占比约 28%，其次为 vivo、OPPO、小米和苹果。苹果累计新增机型数量不足 3000 万，仅为第四名小米的一半。

总体看，智能手机市场技术成熟，竞争日益激烈。2018 年国内手机厂商出货量的增长相对较为明显，而三星和苹果的出货量增长则相对较小，国内市场集中度进一步提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年底，公司总股本为23.56亿元，国科控股持股29.04%，北京联持志远持股20.37%，泛海控股持股16.97%，其中，国科控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是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。战略投资业务分布于 IT 业务、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。

（1）战略投资板块

IT 业务方面，公司子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”，公司持股比例29.10%）于 2005 年并购美国 IBM 公司个人电脑事业部，2014 年进一步收购 IBM x86 服务器业务和摩托罗拉移动业务部，目前已成为全球最大的 PC 制造商。2018 年，联想集团全球 PC 市场占有率为 24.6%[2]，全球排名第一。

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。子公司正奇金融控股有限公司（以下简称“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、股债联动等综合金融解决方案。正奇金融各项业务发展迅猛，不断发挥小额贷款业务在安徽省内的区域领先优势，并逐步拓展至省外市场，截至 2018 年底，正奇金融贷款余额为 56.50 亿元，较上年变化不大；应收租赁款余额为 50.12 亿元，较上年变化不大；信用担保业务余额为 42.62 亿元，较上年增长 13.20%。子公司君创国际融资租赁有限公司（以下简称“君创租赁”）聚焦医疗服务、先进制造业、节能环保、农牧食品、电子资讯等领域开展融资租赁业务。截至 2018 年底，租赁应收款余额为 116.40 亿元，同比增长 17%。2016 年，公司将原拉卡拉集团支付业务与金融业务进行拆分，其中金融业务由公司新设立的控股子公司西藏考拉科技发展有限公司（以下简称“考拉科技”）运营，考拉科技专注于小额贷款领域，2018 年底贷款余额超过人民币 60 亿元。2018 年 7 月，公司完成对卢森堡国际银行（Banque International à Luxembourg S.A.，以下简称“卢森堡国际银行”）的收购。截至 2018 年底，卢森堡国际银行表内资产达 255 亿欧元，员工总数超过 2000 名，在卢森堡、瑞士（自 1984 年）、丹麦（自 2000 年）、瑞典（自 2016 年）和中东地区（自 2005 年）等金融中心均设有分支机构，管理资产规模达 395 亿欧元，客户存款余额达 173 亿欧元，客户贷款余额达 134 亿欧元。2018 年 5 月，穆迪确认了卢森堡国际银行的评级，将其评级展望由正面调整为稳定（A2/稳定）。标准普尔与惠誉国际均确认卢森堡国际银行的评级为 A-/稳定和 BBB+/正面）。

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，公司全面完成了佳沃集团有限公司（以下简称“佳沃集团”）与深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司（以下简称“鑫荣懋”）的重组，并以鑫荣懋作为平台展开海外资源布局，投资了新西兰最大的苹果公司 T&G。高端动物蛋白供应链方面，公司收购了澳大利亚领先的海产品供应链企业 KB Food，未来将以此为基础进行全球海产品供应链体系的整合。公司通过佳沃集团投资湖南省华文食品有限公司（以下简称“华文食品”），在深加工食品方面实现了初步的布局。公司通过下属公司佳沃集团收购并控制中国创业板上市公司佳沃农业开发股份有限公司（以下简称“佳沃股份”）。

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引入国科控股战略投资 8.50 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 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。

（2）财务投资板块

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，公司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。

[2] 该数据为公司年报披露数据，聘请的调研机构与行业分析中 Gartner 并非同一家

2016-2018 年，联想之星连续 3 年在清科集团、投中集团等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。2018 年君联资本累计完成 50 项新项目的投资，包括 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。公司旗下弘毅投资是中国领先的股权投资及管理机构之一。截至 2018 年底，弘毅投资共有 43 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，已完全退出其对 47 家公司的投资，上述投资的内部收益率中位数在 11%以上，2018 年 1 月弘毅基金投资获批公募基金牌照，未来产品类型和管理规模有望拓宽。

总体看，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，金融服务业务已取得多项金融牌照及许可；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，目前财务投资收益率较高。整体看，公司综合竞争力很强。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

收购卢森堡国际银行

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合计 89.936%的已发行的股本（下称“收购事项”）。卢森堡国际银行创建于 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。收购的待售股份总对价相当于 14.84 亿欧元（约合人民币 116.53 亿元，基础购买价格），加上与卢森堡国际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、南明及公司订立的日期为 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 0.45 亿欧元（约合人民币 3.50 亿元）作为保证金。

2018 年 7 月 2 日，关于收购事项的买卖协议内载列的所有先决条件已获达成，收购事项的交割完成。交割时，公司向卖方支付的交割付款金额为现金 15.34 亿欧元（约相当于人民币 117.41 亿元），该金额为基础购买价格与卢森堡国际银行利润状况相关的调整金额之和。交割完成后，该购买价格可能还将做出交割后调整。交割后，卢森堡国际银行成为公司的间接子公司，于 2018 年 7 月纳入公司合并范围。

总体看，收购卢森堡国际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，公司的营业收入及盈利规模有望进一步提升。

九、经营分析

1. 经营现状

联想控股作为多元化控股公司，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。

2018年，公司实现营业收入3589.20亿元，同比增长13.49%。收入构成方面，IT业务仍

是公司收入的最重要来源，2018年实现收入3307.80亿元，占营业收入的比重为92.16%；金融服务业务实现收入69.56亿元，同比大幅增长92.90%，主要系收购卢森堡国际银行所致；创新消费与服务板块实现收入12.88亿元，同比大幅下滑，主要系一方面2018年拜博口腔收入不再纳入合并范围，另一方面该板块业务部分调整至先进制造与专业服务分部所致；农业与食品板块实现收入129.40亿元，同比大幅增长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；2018年公司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，该业务板块实现收入63.31亿元，占营业收入的1.76%；财务投资板块实现收入6.25亿元，占营业收入比重不大，对公司营业收入规模影响小。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率15.59%，同比提升0.66个百分点，其中IT业务毛利率小幅提升至14.21%；农业与食品毛利率为16.58%，同比下滑7.02个百分点，主要系毛利率较高的白酒业务从合并范围内剥离所致。公司金融服务、创新消费与服务、先进制造与专业服务、财务投资板块占比较小，均在5%以下，对综合毛利率影响不大。

跟踪期内，IT业务仍是公司最重要的收入来源，该业务整体经营稳健，盈利能力有所提升；金融服务、农业与食品以及先进制造与专业服务收入占比虽然较低，但业务规模发展快，收入规模大幅增长。整体看，公司经营较为稳健，且多元化发展的业务布局有助于公司分散经营风险。

表5　公司营业收入结构及毛利率（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
IT 业务	2993.63	94.66	13.86	3307.80	92.16	14.21
金融服务	36.06	1.14	85.14	69.56	1.94	73.46
创新消费与服务	28.10	0.89	7.62	12.88	0.36	11.57
农业与食品	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	6.46	0.20	--	6.25	0.17	--
新材料	48.76	1.54	13.32	--	--	--
合计	**3162.63**	**100.00**	**14.92**	**3589.20**	**100.00**	**15.59**

资料来源：公司年报

注：1.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；2. 2018 年，新材料分部变更为先进制造与专业服务分部；原属于创新消费与服务分部的部分业务调整至先进制造与专业服务分部或财务投资分部

2. IT业务

公司通过子公司联想集团来开展信息技术业务。联想集团是一家开发、生产及销售高科技产品的全球财富500强公司，并向消费者和企业提供各类相关服务。得益于个人电脑、智能设备业务及数据中心业务的快速发展及利润率上升，截至2018年底，联想集团资产总额21481.42亿元，所有者权益259.89亿元，2018年实现收入3307.80亿元，同比增长10.49%；实现利润总额44.42亿元，同比增长36.49亿元。

公司信息技术业务包括智能设备业务、数据中心业务和联想创投集团及其他业务等，其中智能设备业务是联想集团收入最主要来源。

表 6　公司信息技术业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
智能设备业务	2635.00	88.04	2911.00	88.00
数据中心业务	272.00	9.09	397.00	12.00
联想创投集团及其他业务	86.00	2.87	--	--
合计	**2993.00**	**100.00**	**3308.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：1. 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”，2017年数据未进行调整

联想集团的智能设备产品主要包括商用 PC 产品（主要是 Think 产品）、消费 PC 产品（主要是 Idea 产品）和平板电脑产品。2018 年，该板块实现收入 2911.00 亿元，同比增长 10.47%，占信息技术业务板块收入 88.00%。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 24.60%，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 PC 业务的发展将面临一定的不确定性。移动业务主要为智能手机业务，联想集团智能手机产品主要包括 S 系列、A 系列和摩托罗拉移动下的 Moto X、Moto G 以及 DROID 系列。近年来，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，高性能计算（以下简称“HPC”）业务方面，联想集团在全球前 500 强的 HPC 公司排名中位列第一，保持其领先地位。在超大规模计算机方面，联想集团将利用其自身设计和制造能力，为全球超大规模计算企业带来具吸引力的产品选择。在存储和网络方面，联想集团正通过战略合作（包括与 Net App 在内的战略合作关系）建立全球特许经营网络。2018 年，联想集团数据中心业务收入为 397.00 亿元，同比大幅增长，占信息技术业务板块收入提升至 12.00%。

公司 IT 业务板块采购的原材料主要包括 PC 产品的操作系统、半导体芯片、磁盘驱动器、储存芯片等。采购方面，联想集团供应商遍布全球各地，包括美国、中国、韩国及台湾等地；一些核心原材料如 PC 产品的操作系统和半导体芯片等，供应商较为单一，主要为微软和英特尔，公司议价能力不高。联想集团通常与供应商制定为期五到十年的长期框架协议，在框架协议有效期内，联想集团根据需求要求供应商发货，且享有供应量和价格保障优待。2018 年，联想集团前五大供应商采购金额占比为 35.00%，最大供应商采购金额占比为 14.00%。采购集中度尚可，但某些核心原材料对单一供应商存在依赖。公司 IT 业务的核心电子元件由美国公司提供，国际政治经贸环境波动或将对公司 IT 业务带来一定经营风险。

跟踪期内，受益于公司已有的市场地位及品牌影响力，公司PC业务规模在市场萎缩的环境下依然保持增长。但联合资信也关注到全球个人电脑市场萎缩，以及国际政治经贸环境波动存在较大不确定性的影响对公司的经营发展提出了更高的挑战。

3. 金融服务

金融服务虽然在营业收入中比重较小，但是该板块毛利率较高，对公司利润贡献较大。公司金融服务业务主要由子公司正奇金融、君创租赁、考拉科技及卢森堡国际银行运营。

表 7　2018 年金融服务子公司情况（单位：亿元、%）

项目	持股比例	收入	净利润
正奇金融	82.52	18.31	7.20
君创租赁	99.01	9.03	2.30
考拉科技	51.00	19.50	4.53
卢森堡国际银行	89.94	5.73 亿欧元	1.31 亿欧元

资料来源：公司年报

正奇金融通过小额贷款、信用担保、融资租赁、商业保理等九大业务品种，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，净利润 7.20 亿元。贷款业务方面，截至 2018 年底，正奇金融对外贷款余额为 56.50 亿元。信用担保业务方面，正奇金融担保业务包括融资性担保和非融资性担保，融资性担保业务一般每年按担保金额的 1.50%~2.40%收取保费，并要求借款人提供反担保安排及担保物；非融资性担保业务通常每年按提供担保金额的 2%收费，截至 2018 年底，正奇金融担保余额 42.62 亿元（2017 年为 37.65 亿元），同比有所增长。融资租赁业务和商业保理业务方面，截至 2018 年底，正奇金融融资租赁业务期末应收租赁款余额 50.12 亿元，同比变化不大；商业保理业务余额为 16.97 亿元，亦同比变化不大。此外，跟踪期内，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，净利润 2.30 亿元；截至 2018 年底，应收租赁款余额 116.40 亿元。跟踪期内，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年实现收入19.50亿元，净利润4.53亿元；截至2018年底，贷款余额接近人民币60亿元。

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 2000 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。2016-2018 年，卢森堡国际银行分别实现总收入 5.41 亿欧元、5.53 亿欧元和 5.73 亿欧元，净利润分别为 1.10 亿欧元、1.17 亿欧元和 1.31 亿欧元。

总体看，公司在金融服务业务领域布局广泛，跟踪期内金融服务业务发展稳健，且金融服务业毛利率水平高，未来随着业务规模的扩大有望给公司贡献较高的利润，需关注相应的风险控制能力。

4. 创新消费与服务

公司加强对服务行业的布局，目前已进入医疗、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。2018年，公司创新消费与服务业务实现收入12.88亿元，同比下降54.16%，一方面系拜博医疗集团有限公司（以下简称“拜博口腔”）不再纳入合并范围，另一方面系公司业务板块调整，部分业务收入调整至其他板块所致。

表 8　2018 年创新消费与服务子公司情况

（单位：亿元、%）

项目	持股比例	收入	净利润
三育教育	51.00	4.97	0.51
德济医院	58.00	2.73	-0.09

资料来源：公司年报

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，公司也将继续支持拜博口腔的未来发展。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。此次交易公司确认投资收益人民币12.87亿元。该交易于2018年4月获中国银行保险监督管理委员会批准并完成交割。

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。公司于 2017 年 7 月通过子公司南明有限公司对三育教育进行战略投资，投资规模约 1.28 亿美元。截至 2018 年底，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。目前已在全国多地域布局幼儿园，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 3.10 万名，员工数量约 5100 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，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 年底增加 24 张；2018 年，门诊人数达 17.10 万人次，出院人次达 6634 万人次。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，公司加强在创新消费与服务领域的布局，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。

佳沃集团定位于专业化农业和食品产业投资控股平台，目前旗下涵盖水果、品牌饮品、深加工食品等业务。佳沃集团建立了蓝莓和猕猴桃业务的全产业链运营，在中国和智利收购了相关水果培育基地，自行种植并搭建了渠道用以全年供应水果。考虑到水果生产的季节性，佳沃集团在中国的水果淡季进口樱桃和提子等水果来充分利用现有的分销渠道。

2017年，佳沃股份完成重大资产重组，成功并购国内领先海产品销售商青岛国星食品股份有限公司，在海产品等高端动物蛋白的采购、加工及分销业务方面进一步增强竞争实力。截至2018年底，公司通过佳沃集团持有佳沃股份29.90%的股权，2018年佳沃股份实现收入19.27亿元，同比增加13.52亿元，实现利润总额0.48亿元，同比增加0.25亿元。

受益于鑫荣懋全年纳入公司合并范围，农业与食品业务2018年实现收入129.40亿元，同比大幅增长160.78%。目前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，泰国榴莲单品优势不断增强，并推出佳沃榴莲，使得佳沃品牌得以多品类延伸。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，公司与世界领先的蓝莓企业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的进口商和分销商。

总体看，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。跟踪期内，随着鑫荣懋全年纳入公司合并范围，以及佳沃股份、九橙食品及KB Food收入增长，该板块收入快速提升。

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，并将部分原创新消费与服务分部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。

公司先进制造与专业服务分部的主要运营主体为子公司联泓集团，主要从事精细化学品和化工新材料生产业务。通过与中科院的关系，联泓集团可以获得化工领域的先进技术。

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，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，联泓新材料科技股份有限公司（以下简称“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 21.93%，主要系产品结构持续优化，市场需求需求旺盛所致。

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（天津、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，公司在武汉白沙洲新增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，同比下滑5.82亿元，主要系处置部分重资产业务导致合并范围缩小所致。

7. 财务投资

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。

2018年，财务投资板块实现净利润4.65亿元，同比大幅下降，主要系因为所投资金融资产的公允价值显著下降所致。

（1）孵化器投资

公司子公司联想之星是中国领先的天使投资机构之一，成立于2008年，专注于TMT、医疗健康和人工智能等三大方向的早期投资。

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 2000 万美元。

（2）风险投资

君联资本成立于2001年3月，作为联想控股风险投资行业操作平台，君联资本专注于处于创业期和成长期的高成长的企业投资，投资领域包括TMT、清洁技术、外包及专业服务、医疗健康、先进制造和消费产品及服务等。

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 2 支人民币基金，募集资金合计 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，君联资本全部或部份退出项目 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。在管企业内有 11 家在国内外资本市场完成 IPO，分别为 BILIBILI INC.、无锡药明康德新药开发股份有限公司、药明生物技术有限公司、宁德时代新能源科技股份有限公司、Uxin Limited、武汉明德生物科技股份有限公司、密尔克卫化工供应链服务股份有限公司、Bionano Genomics, Inc.、Innovent Biologics,Inc.、Axonics Modulation Technologies, Inc.、Tongcheng-Elong Holding Limited、iDreamSky Technology Holdings Limited；2 家企业 A 股过会，分别为康龙化成（北京）新药技术股份有限公司和江苏立华牧业股份有限公司。截至 2018 年底，君联资本共有 58 家投资企业成功上市（不含新三板企业个数）。

2019 年，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。

（3）私募股权投资

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 21.60 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 4549 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，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，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。同时，受外部资本市场变化影响，公司财务投资业务资产退出和处置周期较长，收益呈现一定波动性和较高风险。

8. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为7.91次和0.80次，同比有所下降；存货周转次数为10.69次，同比有所提升。总体看，公司经营效率尚可。

十、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留的意见的审计结论。跟踪期内，公司合并范围新增卢森堡国际银行，对公司财务数据可比性有一定影响。截止 2018 年底，卢森堡国际银行总资产 254.85 亿欧元，所有者权益 13.85 亿元，资本充足率 15.62%，2018 年实现收入 5.73 亿欧元，净利润 1.31 亿欧元。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 5588.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益 270.68 亿元）合计 835.79 亿元；2018 年实现营业收入 3589.20 亿元，利润总额为 85.31 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 5588.28 亿元，同比大幅增长 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 47.82%，非流动资产占 52.18%，资产结构较为均衡。

截至 2018 年底，公司流动资产总额 2672.09 亿元，同比增长 53.96%，主要系合并范围扩大所致；主要由货币资金（占 25.02%）、应收账款（占 18.46%）、向客户发放的贷款（占 20.03%）、其他应收款（占 11.83%）和存货（占 10.59%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 668.61 亿元，同比大幅增长 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 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 29.89%）、受限存款（占 9.73%）和其他（占 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，同比增长 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 98.93%，1~2 年占 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，同比变化不大。从账龄来看，其他应收款余额中 1 年以内占 95.72%，1~2 年的占 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受托代工厂商加工零部件而产生的应收款项。

截至 2018 年底，公司存货 283.01 亿元，同比变化不大；主要由原材料（占 50.81%）、产成品（占 29.62%）和周转材料（占 17.31%）构成。2018 年公司累计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，

公司存货存在跌价风险。

截至 2018 年底，公司非流动资产总额为 2916.19 亿元，同比增长 79.89%；主要以向客户发放的贷款（占 22.93%）、债权投资（占 13.09%）、商誉（占 12.92%）、长期股权投资（占 12.80%）、固定资产（占 6.51%）和无形资产（占 10.39%）为主。

截至 2018 年底，新增债权投资 381.82 亿元，主要按新金融工具准则分类变化重新分类所致；由公司及子公司持有的公共机构发行的债券（占 61.86%）和其他债券及固定收益工具（占 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，同比增长 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酒业股份有限公司投资所致。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，减值风险较小，计提较为充分。

表 9　截至 2018 年底公司按权益法核算的前五大长期股权投资情况（单位：亿元、%）

名称	账面价值	占长期股权投资比例
汉口银行有限公司	36.00	9.64
神州租车有限公司	30.81	8.25
拜博医疗集团有限公司	13.25	3.55
拉卡拉支付股份有限公司	10.89	2.92
东方航空物流有限公司	10.00	2.68
合计	**100.95**	**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，同比大幅增加 651.26 亿元，主要系公司金融业务板块业务快速发展以及 2018 年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，主要由房屋及建筑物（占 56.06%）、机械设备（占 35.37%）和办公设备（占 7.74%）构成。截至 2018 年底，累计计提折旧 104.12 亿元。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 302.97 亿元，同比增长 8.20%，主要系合并范围扩大所致；主要由专利及技术（占 17.66%）、商标（占 33.19%）、软件（占 10.48%）以及土地使用权（占 12.36%）构成；计提减值准备 4.74 亿元。

截至 2018 年底，公司商誉 376.92 亿元，同比增长 5.60%，主要构成为 IT 业务中个人计算机和智能设备业务、移动业务及数据中心业务产生的商誉。其中，公司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，公司累计计提商誉减值准备 5.09 亿元。

表 10　截至 2018 年底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

名称	账面价值	占比	受限原因
固定资产	4.42	0.08	用于银行借款
土地及土地使用权	0.02	0.00	用于银行借款
应收票据及应收账款	32.12	0.57	用于银行借款
投资性房地产	112.32	2.01	用于银行借款
在建工程	2.18	0.04	用于银行借款
货币资金	65.04	1.16	保证金及受限冻结资金等
股权	6.12	0.11	用于银行借款
交易性金融资产	7.11	0.13	用于银行借款
其他	0.51	0.01	用于银行借款
合计	**229.84**	4.11	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，受收购卢森堡国际银行影响，公司资产规模大幅增长，资产结构均衡，受限资产规模占比较低，整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计 4752.49 亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为 76.41%和 23.59%，公司负债以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 3631.44 亿元，同比大幅增长 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 8.88%）、应付账款（占 14.33%）、其他应付款（占 15.14%）、吸收存款（占 36.13%）、一年内到期的非流动负债（占 7.74%）和其他流动负债（占 5.05%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款合计 322.33 亿元，同比增长 261.98%，主要系合并范围扩大所致，主要构成为质押借款 21.98 亿元、保证借款 91.57 亿元和信用借款 208.33 亿元。

截至 2018 年底，公司应付账款合计 520.45 亿元，同比增长 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%，账龄以 1 年内为主。

截至 2018 年底，公司其他应付款合计 549.76 亿元，同比变化不大。截至 2018 年底，公司其他应付款主要由应付代工厂商款（占 64.28%）和预提费用（占 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 1312.02 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，公司一年内到期的非流动负债为 281.12 亿元，同比增长 49.22%，主要为一年内到期的长期借款（占 40.94%）和一年内到期的应付债券（占 56.68%）。

截至 2018 年底，公司其他流动负债 183.54 亿元，同比减少 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 95.27%）构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 1121.04 亿元，同比增长 35.57%，主要由长期借款（占 24.19%）、应付债券（占 36.95%）、应付金融机构款项（占 5.60%）、其他非流动负债（占 15.66%）和递延所得税负债（占 5.39%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 271.23 亿元，同比下降 12.51%，主要系一年内到期的长期借款转入流动负债所致。长期借款主要以保证借款和信用借款为主。

截至 2018 年底，公司应付债券合计 414.25 亿元，同比增长 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，同比增长 159.46%；一方面系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，另一方面系并购卢森堡国际银行所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 1425.32 亿元，同比增长 40.00%；其中短期债务和长期债务分别占 50.72%和 49.28%，债务结构较为均衡，资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为 85.04%、63.04%和 45.66%，同比均有所提升，公司债务负担较重。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 835.79 亿元，同比增长 5.03%，其中，归属于母公司所有者权益为 565.11 亿元，占 67.61%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占 4.17%，资本公积占 33.79%，未分配利润占 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。

跟踪期内，受业务规模不断扩大及并表

卢森堡国际银行影响，公司负债结构有所变化，债务负担仍较重。同时随着未分配利润累积，公司所有者权益增长较快，权益结构稳定性一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司实现营业总收入 3589.20 亿元，同比增长 13.49%，主要系 IT 分部现金流入增加以及合并范围新增卢森堡国际银行所致；同期营业成本增长速度低于营业收入增长速度，带动公司营业利润率同比提升 0.75 个百分点至 15.46%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用合计 498.56 亿元，其中，销售费用 189.48 亿元（占 38.00%）、管理费用 175.59 亿元（占 35.22%）、研发费用 81.40 亿元（占 16.33%）、财务费用 52.09 亿元（占 10.45%），主要以销售费用和管理费用为主。

2018 年，公司资产减值损失 11.30 亿元，主要构成为存货跌价损失（5.48 亿元）和商誉减值损失（4.14 亿元）。

2018 年，公司信用减值损失 12.01 亿元，主要为向客户发放的贷款坏账准备 10.11 亿元。

2018 年，公司投资收益 41.98 亿元，同比下滑幅度较大，主要系 2017 年处置可供出售金融资产的收益及处置以权益法核算的联营企业的收益大幅增加所致。公司投资收益主要由财务投资业务的基金投资、其他少数股权投资的股利分红收入以及享有的联营企业利润等构成。公司投资项目较多，投资收益在利润总额中比重较大（2016-2018 年分别占 34.44%、100.65%和 49.20%），且波动幅度较大，公司盈利水平对投资收益的依赖度偏高，投资收益波动明显。

表 11　2018 年公司投资收益明细（单位：亿元）

项目	金额
持有交易性金融资产的股利收入	1.48
持有其他非流动金融资产的股利收入	0.19
持有以公允价值计量且其变动计入当期损益的联营企业长期股权投资之股利收入	7.94
享有以权益法核算的联营企业利润	6.76
持有其他权益工具投资的股利收入	0.69
处置其他非流动金融资产的收益	1.01
处置交易性金融资产的收益	1.67
处置子公司（损失）/收益	20.33
处置以权益法核算的联营企业的收益	1.12
其他	0.78
合计	**41.98**

资料来源：公司年报

2018 年，公司其他收益 7.24 亿元，主要构成为生产经营补助和技改项目补助。

2018 年，公司公允价值变动收益为 11.77 亿元，主要构成为交易性金融资产公允价值变动收益 4.71 亿元、投资性房地产公允价值变动收益 4.13 亿元、其他非流动金融资产公允价值变动收益 17.36 亿元和按公允价值计量且变动计入当期损益的联营企业公允价值变动收益-14.43 亿元。

2018 年，公司实现利润总额 85.31 亿元，同比增长 14.83%，一方面系个人电脑、智能设备业务及数据中心业务的快速发展及利润率提高，另一方面系卢森堡国际银行并表。从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.52%和 8.59%，分别较上年提升 0.34 和 2.49 个百分点。公司盈利能力有所提升。

跟踪期内，公司收入及利润规模有所增长，盈利能力有所提升，利润对投资收益依赖性强且波动性较大。

4. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动现金流入保持稳定，为 3658.23 亿元，同比增长 14.60%，实现经营活动现金流量净额 27.61 亿元，同比明显回升，主要系公司 IT 业务现金流入增加及金融服务业务现金流出减少所致。从收入实现质量看，公司同期现金收入比为 98.78%，收入实现质量一般。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现

金流入为 344.06 亿元，同比增长 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。跟踪期内，公司投资活动现金流出同比下降 33.98%至 197.17 亿元，主要系取得子公司等支付的现金净额减少所致；公司投资活动现金流量净额为净流入 146.89 亿元。2018 年公司收到其他与投资活动有关的现金 216.59 亿元，主要系由于收购卢森堡国际银行取得的现金及现金等价物大于本年度以现金支付的对价，因此 2018 年收购卢森堡国际银行为现金净流入 202.00 亿元，该数据计入收到其他与投资活动有关的现金科目。

从筹资活动情况来看，由于公司投资项目收益实现周期较长，有一定的培育期，同时基于公司业务板块横向及纵向多维发展，公司倾向于以中长期借款和发行债券等方式筹集资金。2018 年，公司筹资活动现金流入为 1017.27 亿元，同比增长 2.19%，以取得借款收到的现金为主；同期，筹资活动现金流出为 922.70 亿元，同比增长 3.52%。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 94.57 亿元。

跟踪期内，公司经营性活动现金流有所扩大，投资性活动现金流量净额由负转正，公司存在对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2018 年底,公司流动比率为 73.58%，同比下滑 26.51 个百分点；速动比率为 65.79%，同比下滑 17.92 个百分点。考虑到现金类资产规模较大，2018 年为 795.98 亿元，对短期有息债务覆盖倍数为 1.10 倍，保障能力强；2018 年公司经营活动产生的现金流入量为 3658.23 亿元，对短期有息债务的覆盖程度高。总体看，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2018 年，公司 EBITDA 为 199.12 亿元，公司全部债务规模 1425.32 亿元，全部债务/EBITDA 倍数为 7.16 倍，EBITDA 利息倍数 3.75 倍，综合看，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%。其中正奇金融和卢森堡国际银行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 18.09%；对非关联方[3]担保金额 63.76 亿元，占 31.01%。对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

截至 2018 年底，公司未使用的金融机构授信额度 871.00 亿元。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。

6. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至 2018 年底，公司本部资产 653.29 亿元；其中流动资产 301.64 亿元。流动资产主要由货币资金、其他应收款和交易性金融资产构成，占比分别为 15.31%、70.18%和 11.76%。非流动资产以长期股权投资为主，主要为对子公司和联营企业的投资。截至 2018 年底，公司负债总额 483.41 亿元，构成主要为短期借款 34.00 亿元、其他应付款 112.74 亿元、一年内到期的非流动负债 88.10 亿元、长期借款 123.99 亿元和应付债券 123.69 亿元。

所有者权益方面，截至 2018 年底，公司本部所有者权益为 169.89 亿元，主要由实收资本 23.56 亿元和资本公积 129.22 亿元构成。

盈利能力方面，2018 年，公司本部实现营业收入 0.45 亿元；公司本部期间费用主要为财务费用 12.15 亿元；公司本部主要利润来源系投资收益（子公司股利 16.08 亿元），2018 年为 23.70 亿元，同期利润总额 5.66 亿元。

现金流方面，2018 年，公司本部经营活动现金流入量为 19.43 亿元，主要为收到其他

[3] 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。

与经营活动有关的现金，经营活动现金流量净额为-75.17 亿元；同期，投资活动现金流量净额为-21.29 亿元；筹资活动现金流量净额为 40.30 亿元。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司本部有息债务为 369.78 亿元（短期债务 122.10 亿元，长期债务 247.68 亿元）。债务指标方面，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 74.00%、68.52%和 59.31%。

联合资信关注到，公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主，同时拥有一定规模的货币资金及交易性金融资产，流动性尚可；本部收入规模小，利润来源主要依靠投资收益；同时，公司本部有息债务规模较大，存在一定偿债压力。

7. 过往债务履约情况

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，公司无不良信贷信息记录，债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

跟踪期内，全球市场竞争激烈，公司传统优势业务仍保持稳定的发展，各类新兴战略业务稳步推进，多元化产业布局初见成效。2018 年 7 月，公司完成对卢森堡国际银行的收购，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。

综合看，公司具备良好的品牌优势，行业地位稳固，资产规模大，资产流动性较强，债务结构较为合理，整体抗风险能力强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内的债券共十期，包含一期企业债 “12 联想债”，一期私募债“16 联想 PPN002”，八期公司债“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”，债券余额合计 184.00 亿元；其中，一年内到期的债券余额合计 53.00 亿元[4]。

截至 2018 年底，公司现金类资产为 795.98 亿元，为一年内到期债券余额的 15.02 倍，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

2018 年公司 EBITDA 为 199.12 亿元，为存续期内债券余额的 1.08 倍；经营活动现金流入量为 3658.23 亿元，为存续期内债券余额的 19.88 倍，公司经营活动现金流入量对存续期内债券余额的保障能力强。

表12 公司存续债券保障情况

项 目	2018 年
一年内到期债券余额（亿元）	53.00
现金类资产/一年内到期债券余额（倍）	15.02
经营活动现金流入量/应付债券余额（倍）	19.88
经营活动现金流净额/应付债券余额（倍）	0.15
EBITDA/应付债券余额（倍）	1.08

资料来源：联合资信根据公开资料整理

十二、结论

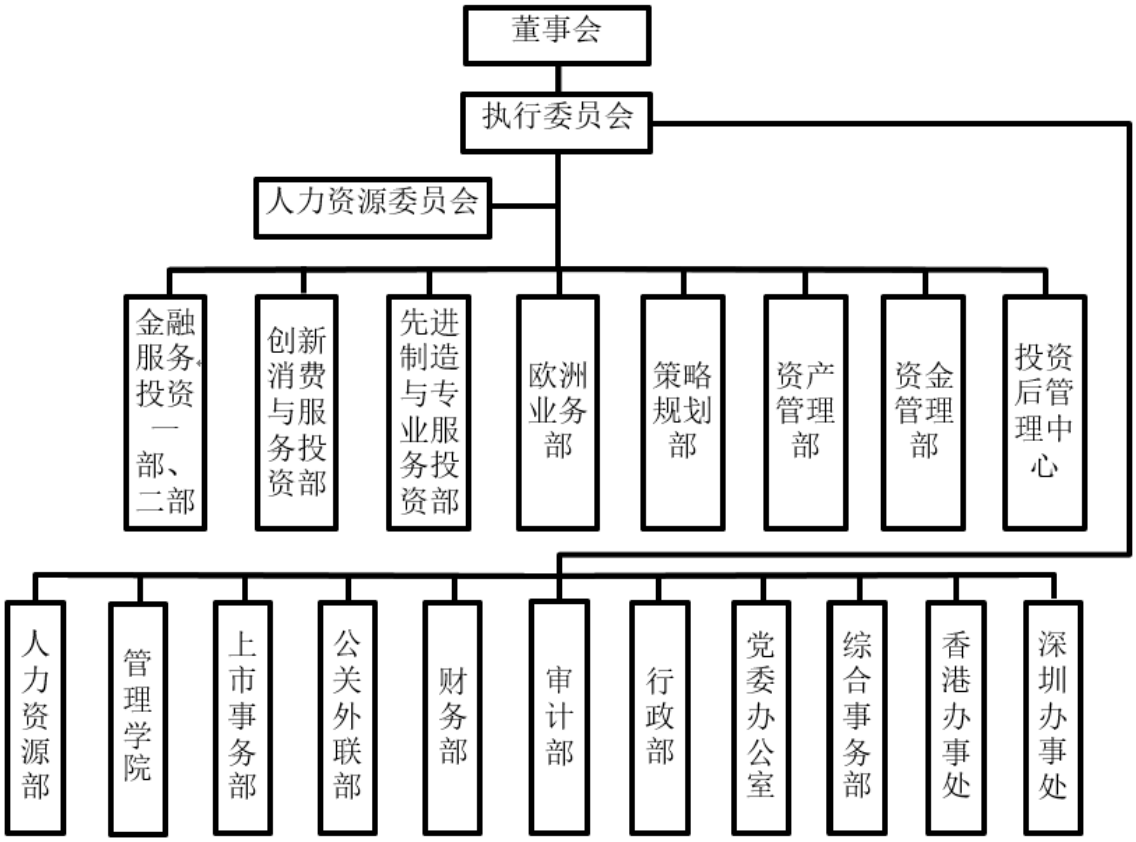
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“12 联想债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

[4]投资者在 2019 年 11 月对“12 联想债”具有回售选择权

附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构

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	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
柳传志	2.88

附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	482.23	453.83	795.98
资产总额(亿元)	3228.53	3356.69	5588.28
所有者权益(亿元)	695.87	795.77	835.79
短期债务(亿元)	377.84	360.23	722.97
长期债务(亿元)	566.98	657.83	702.35
全部债务(亿元)	944.82	1018.05	1425.32
营业总收入(亿元)	3069.53	3162.63	3589.20
利润总额(亿元)	91.98	74.30	85.31
EBITDA(亿元)	184.86	176.23	199.12
经营性净现金流(亿元)	122.83	-53.70	27.61
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.55	7.99	7.91
存货周转次数(次)	6.64	10.14	10.69
总资产周转次数(次)	0.98	0.96	0.80
现金收入比(%)	102.56	100.08	98.78
营业利润率(%)	15.42	14.71	15.46
总资本收益率(%)	7.61	5.28	5.52
净资产收益率(%)	12.04	6.51	8.59
长期债务资本化比率(%)	44.90	45.26	45.66
全部债务资本化比率(%)	57.59	56.13	63.04
资产负债率(%)	78.45	76.29	85.04
流动比率(%)	96.74	100.09	73.58
速动比率(%)	84.93	83.71	65.79
经营现金流动负债比(%)	6.85	-3.10	0.76
EBITDA 利息倍数(倍)	3.30	3.91	3.75
全部债务/EBITDA(倍)	5.11	5.77	7.16

注：短期债务包括衍生金融负债和其他应付款中有息部分，长期债务包括长期应付款中融资租赁款

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×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%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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