

信用等级公告

联合〔2019〕745号

联想控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对联想控股股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2019 年公司债券（第二期）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

公开发行 2019 年公司债券（第二期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 180 亿元（含）

本期发行规模：不超过 20 亿元（含）

本期债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 6 月 10 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/本次发债额度（倍）	1.13	0.98	1.11
EBITDA/本期发债额度（倍）	10.21	8.82	9.96

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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对联想控股股份有限公司（以下简称“公司”或“联想控股”）的评级反映了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。战略投资领域，公司业务布局广泛，主要子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）PC 出货量常年保持全球领先，IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑，另外公司也已在金融服务业、农业与食品业务等领域取得较好发展；财务投资领域，公司已建立起完整的财务投资链条，投资收益率均处于较高水平，且能与公司战略投资业务产生协同。同时，联合评级也关注到全球传统 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；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。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次（期）债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次（期）债券到期不能偿还的风险极低。

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. 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，近三年销售量及市场份额保持较大规模。

3. 公司战略投资近几年取得较好发展，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. 公司收入规模大，现金类资产充裕，财务状况良好。

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；中美贸易战存在一定不确定性，公司 IT 业务业绩未来存在一定波动的可能性。

2. 公司业务布局分散，且子公司地域跨度较大，管理难度大且对子公司的掌控能力有待提高。

3. 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。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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 ¹
柳传志	2.88

资料来源：公司提供

公司及其子公司经批准的经营范围主要为信息技术（以下简称“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、基金投资、少数股权投资、创业培训及天使投资等。

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、本次及本期债券概况及募集资金用途

1. 本次及本期债券概况

本次债券名称为“联想控股股份有限公司公开发行2019年公司债券”。本次债券发行规模不超过180亿元（含），分期发行并附设超额配售选择权。本期债券名称为“联想控股股份有限公司公开发行2019年公司债券（第二期）”，基础发行规模为10亿元，拟超额配售不超过10亿元。本期债券不超过5年（含）。债券面值100元，按面值平价发行。本期债券为固定利率，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本次及本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还有息负债。

三、行业分析

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

¹ 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%。

1. IT 领域

(1) 个人电脑

行业概况

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，下文主要分析笔记本电脑市场情况。

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。

总体看，PC 市场经历了高速发展，PC 产品在生活与工作中被广泛使用，但随着移动互联网的普及和智能终端的崛起，新兴智能终端正在侵蚀 PC 市场，PC 市场可能面临进一步萎缩。

行业供需

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，随着移动互联网的普及和智能终端的崛起，以智能手机和平板电脑为代表的新兴智能终端已充分渗透进多个关键市场；同时，受到宏观经济情况因素影响，2012 年全球 PC 行业开始出现萎缩，2014 年起下降速度稍有放缓，根据市场研究公司 Gartner 发布的报告，2015~2018 年，全球 PC 出货量分别为 2.89 亿台、2.70 亿台、2.62 亿台和 2.59 亿台，呈不断下降趋势；而其中 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。

总体看，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。

行业竞争

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，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 2 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
合计	262,676	100.0	259,385	100.0

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

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、延长保修等方式。

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。

行业政策

信息技术产业已成为推动国家经济发展的主导产业之一，属于国家重点鼓励发展的产业，近几年，国家出台的政策如下表所示。

表 3 近几年信息技术产业重要政策

时间	名称	内容
2013 年	《信息化发展规划》	规划指出,到 2015 年,信息化和工业化深度融合取得显著进展,经济社会各领域信息化水平显著提升,信息化发展水平指数达到 0.79。同时,规划指出加快推进“三网融合”。规划提出的具体目标有:下一代国家信息基础设施初步建成、国民经济信息化水平再上新台阶、电子政务促进政府职能转变和服务型政府建设的作用更加显著、社会事业信息化水平明显提升、信息安全保障能力显著增强。
2014 年	《国务院关于促进服务外包产业加快发展的已经》	加快发展服务外包产业,拓展行业领域,大力发展软件和信息技术研发和互联网等领域的服务外包,推动向价值链高端延伸,加快推动国内服务外包产业转型升级,提升产业国际竞争力。
2015 年	《中国制造 2025》	《中国制造 2025》中指出全球制造业格局面临重大调整,新一代信息技术与制造业深度融合,正在对工业制造引发影响深远的产业变革,形成新的生产方式、产业形态、商业模式和经济增长点。其中,电子制造产业、军工、航天、通讯、消费、IT 等传统电子产业将得到强化发展。
2016 年	《软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020 年)》	为贯彻落实《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》和《中国制造 2025》,加快建设制造强国和网络强国,推动软件和信息技术服务业由大变强,工信部编制了《软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020 年)》。
2017 年	《全国工业和信息化工作会议纪要》	提出全面贯彻党的十九大作出的战略部署,把新时代制造强国和网络强国建设不断推向前进。力争到 2025 年,推动我国迈入制造强国行列,网络空间综合实力整体达到全球第二梯队前列;到 2035 年,制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平,全面实现工业化,初步建成网络强国,网络空间综合实力进入全球第一梯队;到 2050 年,制造业综合实力进入世界制造强国前列,网络空间综合实力全球领先,建成全球领先的技术体系和产业体系。

资料来源:联合评级整理

总体看,近些年,国家大力推动信息化和工业化的深度融合、加快社会领域信息化发展,已初步建成信息基础设施;信息技术产业发展得到政策的有利支持,并成为国家重点鼓励支持的产业。

行业关注

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

在产品更新换代方面,近年来 PC 行业产品整体更新换代速度放慢,技术的变更和创新不足以吸引用户更换设备,造成下游客户换机频率下降,行业总体需求处于下行趋势。

此外,随着智能手机、平板电脑等移动终端功能的日益强大,对 PC 形成了部分替代,也导致 PC 市场呈现疲软的状态。

总体看,PC 市场竞争日益激烈;全球 PC 市场出货量下降,市场发展空间变窄。

行业发展

随着智能手机、平板电脑的风靡,笔记本电脑所承载娱乐、休闲功能被智能手机、平板电脑所分流。用户使用笔记本电脑的时间大大缩短,且较以往更加集中于办公属性。2018 年,在经历了连续三年下滑后,全球各大 PC 厂商中,只有少数品牌实现逆势增长,未来 PC 行业的发展将面临考验。

在外观方面,为了吸引客户,PC 生产商未来可能会更加重视产品外观的设计,通过时尚的设计吸引消费者。同时,目前市场上纤薄型手机、平板电脑及笔记本的流行都说明了客户对于产品轻薄的要求及购买偏好,对于 PC 来说,轻薄也将成为其未来发展方向。

在智能化方面,智能手机、平板电脑等移动设备给传统 PC 行业带来不少冲击,为增强客户体

验，PC 行业也将会变得更加智能化与个性化发展，推动人工智能向万物互联时代的发展。

总体看，智能手机、平板电脑等移动设备的兴起给传统 PC 市场带来挑战，未来 PC 厂商将会更加重视场景化应用、产品外观的设计，PC 产品将会更加智能化。

（2）智能手机

行业概况

根据 IDC 统计，2015~2017 年，全球智能机销售总量分别为 14.33 亿部、14.70 亿部和 14.63 亿部；2017 年全球智能手机出货量共计达到，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、指纹识别模块这些必备元器件涨价、缺货，再加上汇率波动影响，多种电子产品露出涨价的端倪。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。

智能手机产品作为最终的消费终端，主要是直接销售或者通过运营商等渠道销售给消费者；部分通讯设备用作出口。根据中国信息通信研究院数据显示，2014~2016 年，国内市场手机出货量分别为 4.52 亿部、5.18 亿部和 5.60 亿部，年均复合增长 23.89%，保持快速增长态势；2017 年国内市场出货量 4.91 亿部，同比下降 12.3%，主要系 4G 手机升级浪潮退去、性能提升带来的刚性换机需求走弱所致。2018 年全年，国内手机市场总体出货量 4.14 亿部，同比下降 15.6%，其中 4G 手机 3.91 亿部，同比下降 15.3%，在同期手机出货量中占比 94.5%，其他为 2G 和 3G 手机。

总体看，近年智能手机市场增速放缓，印度、印尼、中东、非洲和东南亚等市场则仍有很大潜力；通讯设备制造行业原材料供应价格的波动，将给手机制造商造成一定的成本控制压力。

行业竞争

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，市占率为 19.0%和 13.4%；华为出货量迅速增长，为 2.03 亿台，市占率为 13.0%，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 7.9%和 7.6%。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 61.0%，市场集中度进一步提高。

表 4 2017~2018 年全球智能手机市场前五大公司情况（单位：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	321,263.3	20.9	295,043.7	19.0
苹果	214,924.4	14.0	209,048.4	13.4
华为	150,534.3	9.8	202,901.4	13.0
OPPO	88,926.8	5.8	122,387.0	7.9
小米	112,124.0	7.3	118,837.5	7.6
其他	648,762.7	42.2	607,049.0	39.0
合计	1,536,535.5	100.00	1,555,267.0	100.00

资料来源：Gartner（2019 年 2 月）。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，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 3,000 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，从国际市场来看，2018 年国内手机厂商的出货量的增长相对较为明显，而三星和苹果的出货量则同比下降，同时国内市场集中度进一步提升。

行业关注

智能手机市场通过近几年高速的发展，增速开始下降，市场趋于饱和，市场竞争日渐激烈，中小手机生产商将面临更加严峻的挑战。

国产品牌在市场份额持续增长的同时面临较严重的同质化问题，流行的手机型号在外形、功能设计方面相似度较高。缺乏自主创新能力已经成为制约国内手机厂商发展的瓶颈之一。

随着智能手机快速发展，手机功能趋于多样化，质量问题进一步凸显。同时，从售后服务环节来看，部分手机维修企业缺少相应的维修资质，管理水平、服务理念、维修质量等方面存在不足。生产企业重生产，轻测试，缺服务的做法，影响了国产品牌手机的健康发展。

总体看，国内手机市场国产品牌市场份额有所增加，但竞争加剧；手机产品同质化问题严重；此外，手机质量及售后维修服务等环节有待提高。

未来发展

根据全球智能手机出货量保持在 2.8% 的年复合增长率看，2022 年全球智能手机销量将有望达到 16.8 亿台。而受 5G 智能手机在 2019 年上市的推动，5G 智能手机设备将在 2022 年占全球智能手机出货量约 18% 的份额。

从具体市场层面上看，在国内智能手机市场陷入饱和的情况下，手机制造企业开始考虑进军海外市场来获得新的利润增长点。国内各大手机生产商逐步加大在海外市场的投入，尝试采用性价比战略打开海外市场大门，并与当地运营商进行合作来推广手机产品。从技术层面看，全面屏带动面板供应方重新排产线及工艺优化以应对新的需求，对前置摄像头、声学器件、天线、指纹识别等元器件带来升级和更新换代的需求，推动此类器件向小型化和隐形化发展。

除了全面屏，人工智能也是智能手机市场发展的风向标之一，人机深度交互逐渐成为大势所趋。来自 Counterpoint 的最新数据显示，预计到 2020 年具有 AI 功能或者神经处理单元的智能手机会达到 1/3。未来国内手机市场上还可能会出现更多的曲面屏、操作系统进一步优化、屏幕分辨率进一步提升以及更佳的防水功能的产品。

总体看，智能手机市场全球化趋势更为明显，竞争加剧，未来国内各大手机生产商可能会逐步加大在海外市场的投入；包括 5G 相关、全面屏、曲面屏、人工智能、高分辨率以及更佳的防水功能等将技术会进一步发展。

2. 投资领域

（1）早期投资

早期投资最早起源于美国，是权益资本投资的一种形式，通常指自由投资者或非正式风险投资机构对原创项目或小型初创企业进行的一次性前期投资。它是风险投资的一种形式，再根据早期投资人的投资数量以及对被投资企业可能提供的综合资源进行投资。

根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2018 年，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等一些列金融制度的落实以及中美贸易摩擦等事件，市场资金端承压较大，造成流入早期投资市场的资金同步收紧，早期机构的人民币基金募集难度上升；受此影响，2018 年中国早期投资机构新募集 111 只基金，同比下降 24.0%。所募集基金中，人民币基金 103 支，募集资金总额 181.90 亿元；外币基金 8 支，募集金额为 39.49 亿元；其中，人民币基金新募资总额占比从 96.5%下降至 79.4%，美元基金占比从 3.5%上升至 20.6%。2018 年，国内共发生 1,795 起早期投资案例，同比下降 10.8%，披露投资金额为 142.45 亿元，同比下降 3.4%。退出方面，2018 年中国早期投资市场共发生 184 笔退出案例，其中股权转让 110 笔，被投资企业回购 21 笔，IPO 退出 15 笔，并购退出 4 笔。从退出方式来看，早期投资市场退出方式趋于集中化，股权转让退出案例占比超 6 成，回购次之。

从投资行业来看，2018 年，互联网、IT 和娱乐传媒行业成为早期投资机构的关注重点，其中 IT 投资案例 463 起，披露金额为 35.34 亿元；互联网投资案例数为 439 起，披露投资金额为 33.38 亿元；娱乐传媒发生 146 起投资案例，披露金额为 13.02 亿元。从统计数据来看，2018 年早期投资机构深耕于 TMT 行业，互联网与 IT 之间的投资差距逐步缩小。2018 年，早期投资机构更加追捧 IT 行业中人工智能这一细分行业，人工智能技术的创新发展与广泛应用为 IT 行业带来更多的资本流量。在经济转向和消费升级的大形势下，娱乐传媒行业也获得更多资本青睐，80、90 后年轻主流消费群体逐步占据消费市场的主导位置，他们的消费习惯与观念为娱乐传媒行业提供了发展空间。

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

（2）风险投资

风险投资（Venture Capital）简称是 VC，广义的风险投资泛指一切具有高风险、高潜在收益的投资；狭义的风险投资是指以高新技术为基础，生产与经营技术密集型产品的投资。根据美国全美风险投资协会的定义，风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业中一种权益资本。

从投资行为的角度来讲，风险投资是把资本投向蕴藏着失败风险的高新技术及其产品的研究开发领域，旨在促使高新技术成果尽快商品化、产业化，以取得高资本收益的一种投资过程。

从运作方式来看，风险投资是指由专业化人才管理下的投资中介向特别具有潜能的高新技术企业投入风险资本的过程，也是协调风险投资家、技术专家、投资者关系的过程，利益共享、风险共

担的一种投资方式。风险投资的运作包括融资、投资、管理、退出四个阶段。风险投资机构主要通过IPO、股权转让和破产清算三种方式退出所投资的创业企业，实现投资收益。退出完成后，风险投资机构还需要将投资收益分配给提供风险资本的投资者。

风险投资的投资期限至少3~5年以上，投资方式一般为股权投资，通常占被投资企业30%左右股权，而不要求控股权，也不需要任何担保或抵押。

从募集资金规模来看，根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2018年，我国经济由高速增长阶段向高质量发展阶段转变，在国际环境变化与我国经济结构性调整的双重压力下，我国创业市场基金数、金额同比大幅下降。2018年，我国创业投资市场共新募集733支可投于中国大陆的基金，其中披露募集规模的655支，新增可投资于中国大陆的资本量为3,024.96亿元，平均募集规模为4.62亿元。

从投资案例来看，2018年，中国风险投资市场共发生4,321起投资案例，同比下降10.4%，其中披露金额的3,707起投资交易合计2,117.97亿元，同比增长4.5%，平均投资规模达到5,713.43万元，同比增长25.0%。2018年中国创业投资活跃度下降，但总金额持续攀升，主要系超大额融资案例频发所致，如蚂蚁金服、平安医保科技等。值得注意的事，2018年平均投资规模同比上升的同时，从季度趋势来看，一季度至四季度平均投资规模逐渐下降，说明项目估值有回调但速度缓慢。

退出方面，2018年中国中外创投共发生1,050笔退出交易。从退出方式上来看，被投资企业IPO共发生363比，占比37.7%，为当期的主要退出方式；股权转让和并购分列二、三，分别实现322笔和128笔退出，占比为30.7%和12.2%。与往年相比，2018年VC市场被投资企业境外IPO案例数明显增加，为264比，同比增长473.9%，主要系2018年A股上市环境较为严峻，同时海外市场上市政策利好所致。

从投资行业来看，投资案例数量方面，2018年，IT行业共发生984起交易，排名第一；互联网行业以729起交易继续位列第二；生物技术/医疗健康行业共发生投资677起，排名第三，IT行业超越互联网行业成为第一。从投资金额方面看，IT行业以372.63亿元排名第一；随后的是生物技术/医疗健康行业，共涉及投资金额335.03亿元；其次是互联网，共计323.03亿元的投资金额。

总体看，近年来，国内风险投资市场规模持续扩大，2018年在国际环境变化与我国经济结构性调整的双重压力下，我国创业市场基金数、金额同比大幅下降；投资行业分布以互联网、IT及生物技术/医疗健康行业为主；退出方式以IPO、股权转让和并购退出为主。

（3）私募股权投资

私募股权投资（Private Equity，简称“PE”）是指通过私募基金对非上市公司进行的权益性投资。在交易实施过程中，PE会附带考虑将来的退出机制，即通过公司首次公开发行股票（IPO）、兼并与收购（M&A）或管理层回购（MBO）等方式退出获利。简单地讲，PE投资就是PE投资者寻找优秀的高成长性的未上市公司，注资其中，获得其一定比例的股份，推动公司发展、上市，此后通过转让股权获利。

从募集资金规模来看，根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2018年中国私募股权投资市场共有2,793支私募股权投资基金完成募集，同比增长10.3%，其中披露募资金额的1,957支基金共募集到位10,110.55亿元，同比下降28.9%。单支基金平均募集金额为3.85亿人民币，同比下降47.0%，主要系房地产、基础建设类单体较大的基金募资下降明显，带动平均募资规模所致。

从投资案例来看，根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2018年中国私募股权投资市场共发生投资案例3,905笔，共投资8,527.64亿元人民币，同比下降14.2%。从平均投资额来看，2018年PE机构单笔投资金额2.66亿元，同比下降19.7%，主要系一方面现行环境，私募机构对单个案例的投资更加谨慎；另一方面，PE机构的投资阶段有前移的倾向，对初创期和种子期的企业投资加大，单个

案例的投资金额降低所致。

退出方面，2018年PE机构共实现1,441笔退出，同比下降20.2%，主要系新三板挂牌的企业数量锐减所致。从退出方式上看，被投资企业IPO共585笔，并购退出共296笔，股权转让232笔。

从投资策略来看，2018年私募股权仍然以投资成长资本为主，占2018年总投资案例的73.2%，共计投资7,596.16亿元。与2017年相比，2018年PE机构对基础建设类基金募资下降。

从投资行业的案例数量来看，2018年IT行业仍排名第一，相关案例共743起，互联网和生物技术及医疗健康的投资案例数量紧随其后，分别为615起和521起。从投资金额来看，金融行业仍排名第一，达2,188.75亿元，互联网和物流次之，分别为916.79亿元和826.41亿元。

总体看，近年来国内私募股权投资市场活跃度高，受经济环境影响，2018年投资规模下降且投资阶段有前移的倾向。未来，随着中国经济的发展及改革的不断深入，投资行业将维持稳定发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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。

（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”）2005年并购美国IBM公司个人电脑事业部，2014年又收购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56.50亿元，较上年变化不大；应收租赁款余额50.12亿元，较上年变化不大；信用担保业务余额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，其融资租赁业务期末租赁应收款余额为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 Internationale 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2,000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，2018年其评级与2017年末保持一致（分别为A-/稳定和BBB+/正面）。

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

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，其脊髓肿瘤、脑肿瘤的手术难度和水平居于全国领先行列；截至 2018 年底，德济医院拥有开放床位 324 个，2018 年接待门诊人数 17.1 万人，出院人数 6,634 人。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 2018 年底，三育教育拥有直营幼儿园 108 家，在校学生人数超过 3.1 万人。联营公司方面，截至 2017 年底，神州租车（公司持有其 26.60%的股权）期末运营车队总规模达 135,191 辆，在 117 个城市拥有 898 个直营机构网点，2018 年收入总额为 66.44 亿元；2017 年，公司战略入股东方航空物流有限公司（以下简称“东航物流”，公司拥有其 20.10%的股权）。

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 8.5 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 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 茶品比例快速提升，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；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，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 家被投资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，这些投资的内部收益率的中位数在 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，农业与食品业务已取得细分领域（猕猴桃和蓝莓）国内龙头地位；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。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司现有董事、监事及高级管理人员共 15 人。其中，董事 9 人（含独立董事 3 人）、监事 3 人、高级管理人员 6 人（3 人由董事兼任）。公司董事、监事及高级管理人员从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长柳传志先生，1944年生，公司创始人，高级工程师。柳传志先生于1989年至2011年间任联想集团多项高级管理职务，历任总裁、执行董事、非执行董事和董事长，拥有丰富的企业管理经验，并出任联想控股多家成员公司董事长，于2014年2月公司改制为股份有限公司时出任公司董事及董事长，并于2015年6月出任公司提名委员会主席。

公司总裁朱立南先生，1963年生，电子工程硕士学位。朱立南先生于1989年担任深圳联想电脑有限公司总经理；1997年至2001年，加入联想集团，历任业务发展部经理、助理总裁、企划办常务副主任和主任、高级副总裁；2001年至今，历任公司董事兼常务副总裁、董事，2012年起任公司总裁。

总体看，公司核心管理人员具备多年的行业从业和管理经验，整体素质较高，有利于公司的长远发展。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司设董事会，董事会成员9人，其中独立董事3人，董事长1人。董事任期三年。董事会对股东负责，执行股东大会的决定，制订公司的经营方针、预决算方案等。

公司设监事会，监事会成员3人，监事由体股东代表监事和职工代表监事组成，其中职工代表监事由职工代表大会、职工大会或其他民主选举产生，任期三年，监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司设董事会秘书，董事会秘书为公司的高级管理人员，由董事会聘任，对董事会负责。公司董事会秘书主要负责公司股东大会和董事会会议的筹备、文件保管和办理信息披露事务等相关事宜。

公司设总裁1名，设常务副总裁、高级副总裁若干人，人选由总裁提名，董事会聘任。董事可以兼任总裁、常务副总裁、高级副总裁或其他高级管理人员。

总体看，公司法人治理结构较完善，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

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、投资后管理中心等职能部门。

内部审计方面，为规范内部管理，促进业务发展，保障公司资产安全、完整，公司制定了内部审计制度，具有监督与服务的双重功能，主要分为常规审计、专项审计和特定抽查三类。审计制度以公司规章制度和法律、法规为依据，是对公司业务、管理、财务活动实行监控、检查的重要手段，也是加强公司融投资管理、经营管理、维护财产安全、提高经济效益的重要工具。内部审计主要是检查、评价子公司业务规划、预算编制及执行情况，评价与揭示子公司、各项目的投资风险和经营过程中的风险。

财务管理方面，公司财务负责人领导财务部门统一负责公司的财务管理、资金筹集和运用。公司执行《企业会计准则》进行财务核算，根据公司业务架构和管理要求，按业务类别建立费用中心和利润中心，确立内部核算对象，对各子公司、项目实施独立核算、绩效考核，保证有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保会计核算的质量和会计职能作用的发挥。在财务审批方面，公司根据业务需要分设项目或部门、公司投资管理部以及董事会三级相应财务审批权审批制度；所有拟

投资项目，董事会授权呈报公司总裁或董事会批准后执行。

在投资管理方面，作为一家多元化投资公司，投资管理是公司最主要的工作。在董事会授权的范围内，公司执行委员会是行使股权投资及管理的最高决策机构，超出董事会对经理层授权范围的事项，由公司董事会或股东大会做出决策。目前执行委员会负责公司总体战略、业务发展和资料调配。公司的投资经营体制实现了对重要子公司的控制，而对非重要子公司实现了投资和管理层的分离，各投资公司管理层独立全权负责日常运营、创造利润和保持持续增长。

在对重要子公司管理方面，公司通过派出董事对其重大事项参与决策。君联资本和弘毅投资的创始人均为公司执行委员会成员。公司对重要子公司控制能力强。在对公司投资的其他参股公司，公司通过事项提出决策意见或参考意见，表达公司意愿，并对其经营管理者进行监督。对于没有派出董事的参股公司，由主管该项目的执行委员会成员负责，或委派授权代表出席该项目会议。同时，公司利用其在资金、技术、人脉、政府资源等方面的优势，积极为各子公司经营活动提供支持。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司为投资集团，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和财务投资等领域；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。2016~2018 年，公司营业收入逐年增长，分别为 3,069.53 亿元、3,162.63 亿元和 3,589.20 亿元，年均复合增长 8.13%，主要系合并范围扩大所致；同期公司净利润波动下降，分别为 81.37 亿元、48.55 亿元和 71.78 亿元，年均复合下降 6.08%；其中，2016 年出售房地产板块获得较多收益；2018 年同比大幅增长主要系合并范围扩大所致。

表5 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			2018 年		
	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	--	--	--	--	--	--
合计	3,069.53	100.00	15.99	3,162.63	100.00	14.92	3,589.20	100.00	15.59

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务支出等，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 业务是公司收入最重要的来源，该板块主要由联想集团负责运营。2016~2018 年，公司 IT 板块收入稳步增长，年均复合增长 8.20%，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；占营业收入比重均在 90%以上，是公司营业收入的主要来源。2016~2018 年，公司金融服务收入逐年增长，年均复合增长 111.16%，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逐年提升，分别为 0.51%、1.14%和 1.94%。2016~2018 年，公司农业与食品业务收入逐年大幅增长，年均复合增长 99.05%，2018 年，公司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；占营业收入的比重逐年上升，分别为 1.06%、1.57%和 3.61%。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或财务投资分部，该业务板块实现收入 63.31 亿元，占营业收入比重 1.76%。公司业务板块还包括创新消费与服务财务投资，这些板块的收入占营业收入比重较小，目前对公司营业收入规模影响较小。

毛利率方面，分板块看，2016~2018 年，公司 IT 板块毛利率较为稳定，分别为 14.74%、13.86%和 14.21%；金融服务毛利率波动下降，分别为 85.51%、85.14%和 73.46%，主要系合并范围新增卢森堡国际银行所致；农业与食品毛利率逐年下降，分别为 29.00%、23.60%和 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。2018 年，先进制造与专业服务毛利率 14.91%。受上述因素影响，公司综合毛利率近三年分别为 15.99%、14.92%和 15.59%，整体较为稳定。

总体看，IT 业务是公司最重要的收入来源，该业务整体较为稳健，盈利能力稳定；创新消费与服务、农业与食品以及先进制造与专业服务业务目前收入占比虽然较低，但近几年发展较快，收入规模大幅增长；公司出售了房地产开发业务，回流了较大规模现金，为公司的其他业务发展提供了较好的支撑。整体看，近三年，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。

2. IT 业务

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。

联想集团是一家集专业开发、生产及销售高端科技产品以及提供相关服务为一体的全球财富 500 强公司。2014 年 10 月联想集团完成对摩托罗拉移动和 System x 收购交易以后，其移动和企业级业务进一步得到壮大。联想集团 IT 业务主要包括个人电脑和智能设备业务、移动业务、数据中心业务等。

从 IT 板块的具体业务来看，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）、平板电脑产品（ThinkPad Helix 和 Yoga 平板）和移动业务。智能设备业务是联想集团收入最主要来源，2016~2018 年，收入分别为 2,466 亿元、2,635 亿元和 2,911 亿元；占比分别为 87.26%、88.04%和 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 24.6%，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 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，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。

2014 年 10 月，联想集团完成对 IBM x86 服务器业务收购，联想集团的数据中心业务主要包括服务器及存储器业务，基于多样化的操作环境为企业提供技术基础设施的解决方案。2017 年，联想集团推行数据中心业务转型计划，2017 年第四季度，其季度收入达到过去两年以来的最高水平。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。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。2016~2018 年，联想集团数据中心业务收入分别为 279 亿元、272 亿元和 397 亿元，占比分别为 9.87%、9.09%和 12.00%。

表 6 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	--	--
合计	2,826	100.00	2,993	100.00	3,308	100.00

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

公司 IT 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。

供应商选择方面，联想集团供应商分布全球各地，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；其他原材料如储存芯片，供应商众多且分布广泛，市场竞争充分，价格透明。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 34%，最大供应商采购金额占比 13%，采购集中度较高，且部分核心原材料对个别供应商存在依赖。供应链和采购方面，联想集团采取一体化运作体系，将采购、生产、分销及物流整合成一个统一的系统，在整个系统内由联想集团负责生产的管控，并通过以销定产和动态调整，快速实现应对市场变化的内部调整。

从生产上来看，联想集团同时采取自产和外部代工生产两种模式进行生产，联想集团在中国、

日本、墨西哥、印度、巴西及美国均拥有生产中心。在生产过程中，联想集团严格控制原材料及部件的质量，并在产品出售前对产品进行各种质量控制及客户模拟测试。联想集团内部的预警小组参与所有的新产品发布，并收集客户反馈、总结重要问题并协调质量控制、采购、研发及其他相关团队分析及解决已发现的问题。

从销售渠道来看，联想集团通过三种方式进行销售：通过批发分销渠道（如零售商、第三方运营商及通讯服务供应商），直接面向大型客户销售和向消费者直接销售产品和服务。从批发分销渠道来看，联想集团批发网络包括经销商、分销商、大型零售商及通讯服务供应商，该网络使其能够向较小城市及农村地区渗透，同时保持在较大城市的领先地位。联想集团通常与其批发客户制定长期框架协议，该等协议包括使用与合约期内全部订单的条款及条件，合约期通常是一年，也可自动续期。直接面向大型客户销售模式下，联想集团在全球设有地区销售人员，并由专职服务团队与大型企业客户形成长期合作关系，向企业客户提供专门协助、开发定制解决方案。联想集团同时针对政府实体及教育机构设有具体的营销计划。

公司 IT 业务对美洲的销售收入占 IT 业务总销售收入的比例分别为 30.08%、30.97%及 32.04%，占比较为稳定；公司单一或有限货源的供应商，包括 PC 产品操作系统的微软公司和提供半导体芯片的英特尔公司。虽然截至目前，美国加税的项目中暂无电脑及手机，且公司与微软公司及英特尔公司亦保持着长期稳定的合作关系，但如美国对中国出口的电脑及手机增加税负，或公司与单一或有限货源的供应商合作受到贸易战影响，将对公司 IT 业务造成较大影响。

研发方面，联想集团重视技术研发，研发投入逐年扩大，能够对其 IT 业务提供有力支持。截至 2018 年底，联想集团在全球拥有多个研发中心，在中国、日本、巴西及美国均设有主要研发中心。

总体看，近几年，通过外延式并购摩托罗拉移动和 IBMx86 服务器业务，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；智能手机市场竞争激烈，公司移动业务下滑明显。

3. 金融服务业务

公司在金融服务业务领域布局广泛，公司子公司已取得多项金融牌照及许可。公司金融服务业务主要由子公司正奇金融、君创租赁和考拉科技运营。

正奇金融通过小额贷款、信用担保、典当服务、融资租赁、商业保理、权益投资、资产管理、资本市场业务、P2P 网络贷款等九大业务品种，为中小企业提供定制化的融资方案和便捷、灵活的金融服务。正奇金融已专门建立一套风险管理系统，以全面、有效、严谨的管理正奇金融各业务条线的风险。正奇金融通过全面的客户尽职调查，独立的信息审查和多重审批流程管理风险。正奇金融还监测该风险管理系统的运作和表现，并不断优化系统，以适应市场情况、监管环境以及正奇金融所提供产品的变化。2016~2018 年，正奇金融实现收入分别为 9.80 亿元、11.80 亿元和 18.31 亿元。

贷款业务方面，2016~2018 年，正奇金融对外贷款余额波动增长，分别为 54.08 亿元、58.74 亿元和 56.50 亿元，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，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。2016~2018 年，信用担保业务期末余额逐年增长，分别为 37.51 亿元、37.65 亿元和 42.62 亿元。

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，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，2017 年 6 月，正奇租赁 ABS 三期成功发行，发行规模人民币 6.04 亿元；9 月，“17 正奇 01”公司债在上交所成功发行；11 月，“中英益利·国正小贷资产支持计划（二期）”成立，规模人民币 5 亿元；11 月“正奇保理一期资产支持专项计划”在上交所成立，规模人民币 4.2 亿元，成功拿下安徽商业保理 ABS 第一单；12 月“诚正科贷一期资产专项计划”在深交所挂牌发行，规模人民币 5 亿元。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，2016 年是君创租赁完整运营的第一个年度；2017 年和 2018 年，君创租赁业务实现快速增长，分别实现营业收入 7.19 亿元和 9.03 亿元。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，在市场资金面整体趋紧的情况下，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，截至 2018 年底贷款余额超过人民币 60 亿元。2017 年和 2018 年，考拉科技分别实现营业收入 17.28 亿元和 19.50 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（Banque Internationale à Luxembourg, BIL）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。2016~2018 年，卢森堡国际银行实现总收入分别为 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，近几年金融服务业务发展稳健，且金融服务业毛利率水平较高，未来随着业务规模的扩大有望给公司贡献较高的利润，但随着业务规模的扩大，需关注公司的风险控制能力。

4. 创新消费与服务

公司加强对服务行业的布局，目前已进入口腔医疗、物流、教育以及租车板块。公司创新消费与服务业务主要运营主体为子公司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。公司不断提升相关被投资企业的知名度，一些品牌已在中国消费者群体中获得广泛认可，如知名品牌神州租车及拜博口腔。2016~2018 年，公司创新消费与服务业务收入分别为 21.32 亿元、28.10 亿元和 12.88 亿元，其中 2018 年同比下降 54.16%，主要系一方面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，另一方面公司业务板块调整，部分业务收入调整至其他板块所致。

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 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；2016~2018 年，门诊人数分别达 11.3 万人次、15.9 万人次和 17.1 万人次，出院人次分别达 4,075 万人次、6,593 万人次和 6,634 万人次。2016 年 9 月至 2016 年 12 月，德济医院实现收入 0.53 亿元，净亏损 0.12 亿元；2017 年，德济医院实现收入 2.21 亿元，净亏损 0.09 亿元；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和丰联酒业控股集团有限公司（以下简称“丰联集团”）³。2016~2018 年，公司农业与食品业务收入分别为 32.66 亿元、49.62 亿元和 129.40 亿元，其中 2018 年同比大幅增长 160.78%，主要系鑫荣懋纳入合并范围所致。

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。

2015 年 12 月 8 日，佳沃集团以其所持有的国内水果业务公司股权作价认购鑫荣懋新发行股份，从而实现公司水果业务与鑫荣懋的合并重组，通过该交易，佳沃集团水果业务销售渠道能力大幅提

³ 2016 年，公司将丰联集团资产注入佳沃集团。

升，产业链各环节能力更加均衡。2017 年，佳沃股份完成重大资产重组，取得国内领先海产品销售商青岛国星食品股份有限公司的控股权，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。

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，覆盖了全国的优质渠道客户。2017 年，鑫荣懋加大了对东南亚产品资源的控制力度，通过对泰国泰果冠公司的增资控股，实现对泰国南部最大榴莲收储加工厂的控制，泰国榴莲单品优势在不断增强，并推出佳沃榴莲，使得佳沃品牌得以多品类延伸。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 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。

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

2017 年 5 月，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 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，在农业与食品领域，公司建立了专业投资控股平台-佳沃集团，目前已拥有国内最大的水果全产业链企业；通过收购澳洲 KB Seafoods，公司实现农业与食品业务收入的大幅增长。

6. 先进制造与专业服务分部

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。

公司新材料业务的主要运营公司为子公司联泓集团有限公司（以下简称“联泓集团”），主要从

事精细化学品和化工新材料生产业务。

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。联泓集团主要通过子公司山东神达化工有限公司、山东昊达化学有限公司、济宁中银电化有限公司⁴和滕州郭庄矿业有限责任公司从事相关化工业务。

神达化工拥有使用甲醇生产烯烃系列产品的生产设施，可以按照较成熟的甲醇制烯烃（DMTO）加工技术来生产聚丙烯、乙烯、混合 C4 和 C5。

昊达化学拥有乙烯的 DCC 加工设备，主要以神达化工产生的乙烯作为原料生产 EVA、环氧乙烷（EO）以及 EO 衍生物。

神达化工、昊达化学 DMTO 一体化基地于 2012 年 6 月开始建设，至 2015 年 9 月 13 日最后一套装置 EVA 成功投产，一体化基地的五套装置已经全部顺利投产，进入运营阶段。2015 年 10 月建设项目全部预转固，开始产生收入和利润，并在投产不到一年的时间内成功生产 6 个牌号聚丙烯产品、7 个牌号 EVA 产品，54 个牌号的 EOD 产品，并成功推向目标市场。2016 年联泓集团在引进技术的基础上进行工艺创新，成功开发出高熔均聚聚丙烯产品 PPHM600N，产品一经推出便获市场好评，联泓集团已成为国内该牌号聚丙烯产品最大的供货商，占有 50%以上国内市场份额。受国内外卖及生鲜电商行业快速增长带动，2017 年联泓集团薄壁注塑聚丙烯产品、EVA 电缆料实现国内市场占有率第一，EVA 新产品成功打入光伏应用领域，且销量稳步增长，特种 EOD 产品比例快速提升，产品结构不断优化，盈利能力及市场影响力进一步提升。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。2016~2018 年，联泓集团收入分别为 47.02 亿元、48.76 亿元和 59.45 亿元。

增益供应链基于所持有的冷链物业，提供冷冻仓储服务、批发市场商铺租赁服务、商品贸易服务、批发市场商户小额贷款及担保服务、保税商检查验及物流服务；2015 年，增益供应链新设立第三方物流业务模式，重点面向电子制造、汽车配件等领域企业客户的个性化物流服务需求，通过提供综合物流解决方案、整合第三方运力资源，为客户提供一站式物流服务，业务网络主要覆盖华北、华中、华东、华南四大区域；此外，增益供应链还拥有国内快递业务，但截至 2017 年底，除山东之外，已关停或转让了其他区域的快递业务。在退出主要传统快递业务以及综合物流业务后，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，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，冷库整体出租率在达到 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。

2016~2018 年，增益供应链分别实现收入 8.22 亿元、9.68 亿元和 3.86 亿元，其中 2018 年大幅下降主要系供应链金融业务因风控标准提升导致收入规模有所控制，同时山东快递业务于 2018 年剥离，不再纳入合并范围所致。

⁴ 联泓集团于 2016 年对济宁中银电化有限公司进行了剥离。

总体看，随着产能的释放及全球油价上涨，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. 房地产业务

公司房地产业务主要集中在下属子公司融科智地房地产股份有限公司（以下简称“融科智地”）及融科物业投资有限公司（以下简称“融科物业”），其房地产业务包括：开发及销售住宅，开发、销售、租赁及管理写字楼和产业园并能为企业客户开发量身定制的物业以及物业管理服务。2014~2016 年，公司房地产业务分别实现营业收入 114.98 亿元、102.84 亿元和 122.07 亿元。

2016 年 9 月，公司与融创房地产集团有限公司（以下简称“融创房地产”）签订了《关于融科智地房地产股份有限公司之资产转让框架协议》，约定融创房地产收购公司拥有与房地产开发业务相关的股权及债权。公司与融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”，融创房地产母公司）分别于 2016 年 10 月 26 日及 2016 年 11 月 15 日获得双方股东批准，交易先决条件达成并进入交割程序。截至 2016 年 12 月 31 日，交易涉及的目标公司已陆续移交，工商变更程序持续推进中。

截至 2018 年底，公司出售房地产开发业务现金对价应收款已全部收回。

总体看，公司将房地产开发业务进行了出售，回流了大规模资金，为公司其他业务投资提供了较好的支撑。

8. 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，运营主体分别为联想之星、君联资本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。

公司投资项目主要由公司投资团队主动寻找，搜集到相关投资标的的信息后，公司投资团队先根据公司投资标准评估与讨论有关潜在机会，若项目符合公司投资要求，则会提交至高级管理团队作进一步讨论和最终决策。做出投资决策后，公司将根据投资规模及持有期由其每月或每季监控投资项目，并在需要时提供增值支持。若有关投资产生预期回报，或资本市场环境有利于退出，或投资持有期届满，公司则会退出，退出方式包括在主要证券交易所上市、出售给第三方投资者、收购合并及管理层回购。

（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。作为一个孵化器项目，联想之星旨在捕捉初创科技企业的机遇，通过协助解决创业公司所面临的资金、人才招聘、培训等问题推动其概念及技术商业化。联想之星以投资专业化、资源平台化为经营策略，针对 TMT、医疗健康和智能机器三个方向进行布局。

联想之星是一个多资源科技创业平台，近年来分别与苏州工业园区管委会、天津泰达科技发展有限公司和上海大学生科技创业基金会合作，在中国苏州、天津和上海组建了集成地方合作伙伴支持资源的孵化基地。同时联想之星为创业者提供创业培训，设计制定课程和大讲堂，就初创企业在成长阶段可能面临的问题对创业者给予指导；联想之星还利用自有资金通过天使投资为初创企业提供资金支持。

联想之星的关键策略为投资专业化+资源的平台化：通过系统性的布局 TMT、医疗健康和人工智能三个方向，打造专业精英化的投资团队，同时充分发挥联想之星特有的资源和品牌优势，成为持续领先的天使投资机构。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。

（2）风险投资

君联资本成立于 2001 年 3 月，创建时的名称为“联想投资”。2012 年 2 月，联想投资更名为“君联资本”，并沿用至今。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领域。

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、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

弘毅投资成立于 2003 年，经过多年的发展，已经成为最成功的中国私募股权投资机构之一。弘毅 PE 基金主要关注国企改革、民企成长及跨境并购等方向，并持续在消费、服务、大健康、先进制造及移动互联等领域进行专业投资实践。弘毅夹层基金，其风险及回报介于优先债务和股本之间。

弘毅夹层基金的投资策略主要集中在企业收购兼并融资、资产证券化融资、特殊机会融资（如企业过桥融资、资产抵押融资、资产重组机会）等。

弘毅投资美元基金的主要投资者包括北美、欧洲和亚太的养老基金、保险公司、捐赠基金和家族基金。其人民币基金的主要投资者是中国大型国有机构。公司是弘毅投资每期基金（Hony International Limited 除外）的有限合伙投资人，并在其普通合伙人中持有 20% 的股权。

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份退出，弘毅夹层基金共完成 10 个项目的完全退出或部份退出，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，财务投资板块，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。

9. 经营效率

2016~2018 年，随着公司经营规模的持续扩大，应收账款周转率持续下降，分别为 8.29 次、7.99 次和 7.84 次。2016~2018 年，随着公司主动缩减并最终退出房地产开发业务，公司存货中房地产开发成本持续减少，存货周转率呈波动上升态势，分别为 6.64 次、10.14 次和 9.99 次。2016~2018 年，公司的总资产周转次数分别为 0.94 次、0.96 次和 0.80 次，呈逐年下降态势，主要系公司持续收购子公司致商誉等资产大幅增长所致。

总体看，公司经营效率尚可。

10. 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。

11. 重大事项

（1）出售房地产板块

2016年9月16日，联想控股股份有限公司及融科智地（联想控股股份有限公司的附属公司）（作为卖方）与融创房地产（作为买方）签订框架协议，卖方有条件同意出售而买方有条件同意购买40家目标公司的相关股权及债权，框架协议项下拟进行的交易事项合同总价值约为人民币137.88亿元。

于买方进行尽职审查及卖方与买方按公平原则磋商后，卖方与买方于2016年10月28日订立补充协议，框架协议的经修订价值为人民币13,988,430,000元（即经修订价值）。除上述事项外，框架协议拟定的余下条款及条件维持不变，并仍然具有法律效力。

2016年9月30日，公司子公司联想集团将联想研究院大厦出售给北京市海淀区国有资本经营管理中心，合同总价值17.80亿元。根据公司相关公告，联想集团将以售后回租的形式继续使用该大厦，并拟将该物业出售所获资金投入其核心业务。截至2018年底已全部收回，同时，根据与融创房地产签订的框架协议及补充协议，截至2018年底，公司及其子公司对融创房地产约人民币约61亿元的融资提供连带责任担保，融创房地产提供对等反担保。

总体看，公司本次出售房地产开发业务主要是公司战略业务调整，未来公司将更加专注于国内外金融服务、IT产品及服务研发等核心业务。

（2）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（Banque Internationale à Luxembourg S.A.，下称“卢森堡国际银行”）合计89.936%的已发行股本（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。收购的待售股份的总对价相当于1,483,951,348欧元（约合人民币11,652,727,960元）（基础购买价格），加上与卢森堡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44,518,540欧元（约合人民币349,581,835元）作为保证金。

2018年7月2日，上述收购该银行事项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，将纳入公司合并范围。

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，随着投资完成，公司的营业收入及盈利规模将进一步提升。

12. 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、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影响较大的被投企业业务进一步挖掘潜力。公司将站在全球化的高度来打造和管理公司的投资组合，在国内外合理布局资源。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016~2018 年度财务报告，均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。

从合并范围来看，2016~2017 年，公司合并范围无重大变化。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。

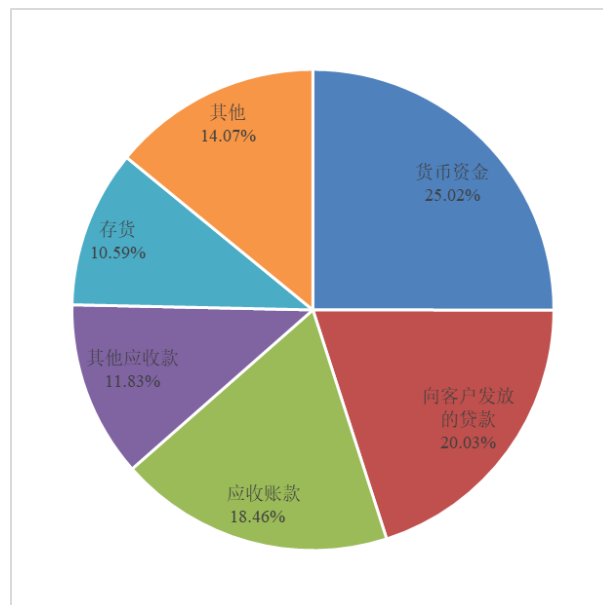
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 31.56%。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%；公司资产构成较为均衡。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 24.11%。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%），如下图所示。

图 1 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 24.94%，其中 2017 年底较上年末下降 7.67%，主要系公司金融业务板块对外投资金额增加导致经营性现金流大幅流出所致。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。

2016~2018 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 15.41%；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。

2016~2018 年，公司其他应收款波动减少，年均复合减少 15.80%；截至 2017 年底，公司其他应收款较上年末下降 29.43%，主要系 2016 年公司处置终止经营业务⁵应收款项金额较大，2017 年收回处置子公司的款项所致；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

⁵ 公司及子公司融科智地与融创房地产于 2016 年 9 月 16 日订立框架协议以出售 40 家目标公司的相关股权及债权予融创房地产，终止经营业务收入 122.07 亿元，目前已全部收回。

收款项。

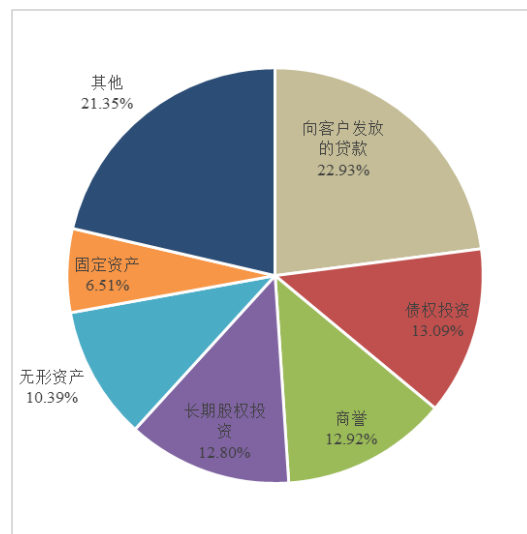
2016~2018 年，公司向客户发放的贷款波动增长，年均复合增长 124.06%，主要系 2018 年公司合并范围新增卢森堡国际银行致银行业务规模大幅扩大所致。截至 2018 年底，公司向客户发放的贷款 535.18 亿元，较年初大幅增长 402.41%。

2016~2018 年，公司存货规模波动增长，年均复合增长 15.59%，主要系电子元器件价格上涨联想集团提前备货所致。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

2016~2018 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 39.72%，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，如下图所示。

图 2 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2017 年，公司可供出售金融资产分别为 98.49 亿元和 91.74 亿元，2018 年无可供出售金融资产，主要系会计政策调整所致。

2016~2017 年，公司无债权投资。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%

2016~2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 15.38%；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。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（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，转入长期股权投资。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 7 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

2016~2018 年，公司向客户发放的贷款大幅增长，年均复合增长 831.96%，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，公司向客户发放的贷款 668.78 亿元，较年初大幅增加 651.26 亿元。

2016~2018 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 7.40%，主要系 2018 年合并范围扩大所致。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。

2016~2018 年，公司无形资产规模较为稳定，年均复合增长 2.92%；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。

2016~2018 年，公司商誉逐年增长，年均复合增长 4.75%，主要为收购子公司所产生的商誉。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，完成对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 8 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
合计	2,298,351.18	4.11	--

资料来源: 公司提供

总体看, 近年来公司资产规模逐年增长, 公司资产规模较大, 流动资产与非流动资产占比相当, 受收购卢森堡国际银行的影响, 公司资产构成产生一定变化。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。

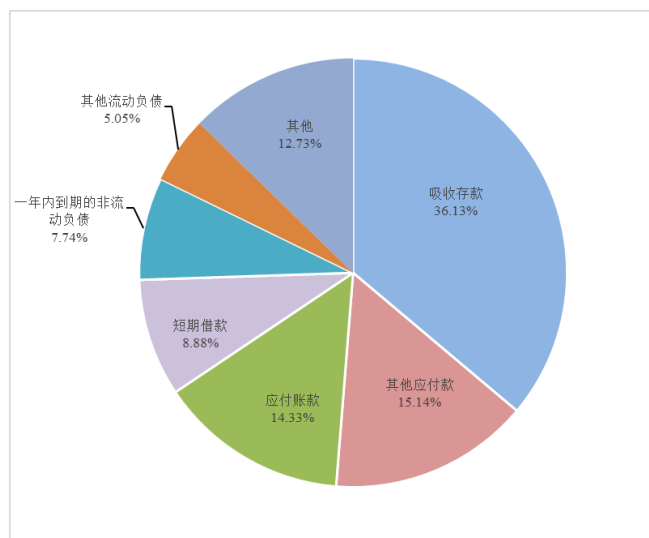
3. 负债及所有者权益

2016~2018 年, 公司负债规模逐年增长, 年均复合增长 36.98%; 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%, 公司负债以流动负债为主。

流动负债

2016~2018 年, 公司流动负债波动增长, 年均复合增长 42.31%; 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, 如下图所示。

图3 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源: 公司审计报告

2016~2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 41.93%；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。

2016~2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 8.96%；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%。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。

2016~2018 年，公司其他应付款变动不大，年均复合下降 0.74%，主要为子公司联想集团应付代工厂商款；截至 2018 年底，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。

2016~2017 年，公司无吸收存款。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。

2016~2018 年，公司一年内到期非流动负债波动增长，年均复合增长 8.18%；截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 281.12 亿元，较年初增加 49.22%，主要为一年内到期的长期借款（占比 40.94%）和一年内到期的应付债券（占比 56.68%）。

2016~2018 年，公司其他流动负债逐年减少，年均复合减少 12.76%；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

2016~2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 23.12%，主要系 2018 年合并范围新增卢森堡国际银行所致；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。

2016~2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 4.06%；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。

2016~2018 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 14.74%；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。

2016~2017 年，公司无应付金融机构款项。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。

2016~2018 年，公司其他非流动负债逐年增长，年均复合增长 73.70%；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。

2016~2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 13.69%；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。

2016~2018 年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长 17.32%。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%，债务结构较为均衡。2016~2018 年，公司资产负债率波动增长，分别为 78.45%、76.29%和 85.04%，主要系合并范围新增卢森堡国际银行所致；全部债务资本化比率波动上升，分别为 59.81%、56.13%

和 63.04%；长期债务资本化比率逐年增长，分别为 44.90%、45.26%和 45.66%，公司债务负担较重。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 9.59%，主要系未分配利润增加所致。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，近年来，公司负债规模随着公司业务规模及合并范围的扩大而增加，以流动负债为主；受合并范围新增卢森堡国际银行的影响，公司负债结构有所变化；公司债务有所增长，债务结构较为均衡，债务负担较重。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较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司的营业收入逐年增长，分别为 3,069.53 亿元、3,162.63 亿元和 3,589.20 亿元，年均复合增长 8.13%。2016~2018 年，公司利润总额波动下降，分别为 91.98 亿元、74.30 亿元和 85.31 亿元，年均复合下降 3.69%，主要系 2016 年 IT 分部出售相关固定资产导致营业外收入较高所致；2018 年较上年有所增长，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。2016~2018 年，公司净利润波动下降，分别为 81.37 亿元、48.55 亿元和 71.78 亿元，年均复合下降 6.08%；其中归属于母公司的所有者的净利润分别为 49.97 亿元、51.14 亿元和 41.90 亿元。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 6.01%；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。销售费用方面，2016~2018 年，公司销售费用波动增长，分别为 182.07 亿元、205.19 亿元和 189.48 亿元，年均复合增长 2.01%，主要系 2018 年联想集团广告费用波动所致；管理费用方面，2016~2018 年，公司管理费用（含研发费用）分别为 229.46 亿元、229.50 亿元和 256.99 亿元，年均复合增长 5.83%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用方面，2016~2018 年，公司财务费用逐年增长，分别为 32.13 亿元、49.08 亿元和 52.09 亿元，年均复合增长 27.33%，主要系利息支出增加所致。2016~2018 年，公司费用收入比分别为 14.45%、15.30%和 13.89%，公司费用收入比波动下降，费用控制能力一般。

2016~2018 年，受会计政策影响，公司营业外收入波动减少，分别为 48.23 亿元、0.87 亿元和 3.16 亿元，年均复合下降 74.40%，其中 2018 年大幅增加主要系联想集团营业外收入增加所致所致。2016~2018 年，公司营业外收入占利润总额的比重分别为 52.44%、1.17%和 3.70%，利润总额对营业外收入的依赖程度大幅下降。2017 年和 2018 年，公司其他收益分别为 11.61 亿元和 7.24 亿元，占利润总额的比重分别为 15.63%和 8.48%，利润总额对其他收益的依赖程度一般。

2016~2018 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 15.11%，分别为 31.68 亿元、74.78 亿元和 41.98 亿元，其中，2017 年主要系处置可供出售金融资产收益较多所致。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。2016~2018 年，公司投资收益占利润总额的比重分别为 34.44%、100.65%和 49.20%。公司投资项目较多，投资收益在利润总额中比重较大，且波动幅度较大，公司盈利水平对投资收益的依赖度偏高，公司面临一定的投资收益波动风险。

从盈利指标来看, 2016~2018 年, 公司营业利润率较为稳定, 分别为 15.42%、14.71%和 15.46%; 公司总资本收益率波动下降, 分别为 8.52%、5.28%和 6.13%; 总资产报酬率逐年下降, 分别为 4.56%、3.63%和 3.09%; 净资产收益率波动上升, 分别为 12.04%、6.51%和 8.80%。

总体看, 近年来, 公司收入及盈利规模大, 期间费用控制能力一般, 费用对利润侵蚀显著, 利润总额对投资收益依赖程度较高, 公司面临一定投资收益波动风险。

5. 现金流

经营活动方面, 受合并范围新增卢森堡国际银行的影响, 经营活动现金流入及流出规模均有所增长。2016~2018 年, 公司经营活动现金流入波动增长, 分别为 3,217.82 亿元、3,192.17 亿元和 3,658.23 亿元; 经营活动现金流出规模变化不大, 分别为 3,094.99 亿元、3,245.88 亿元和 3,630.62 亿元。受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 122.83 亿元、-53.70 亿元和 27.61 亿元。从收入实现质量来看, 近三年公司现金收入比分别为 102.56%、100.08%和 98.78%, 收入实现质量一般。

投资活动方面, 2016~2018 年, 公司投资活动现金流入规模逐年大幅增长, 年均复合增长 61.60%, 分别为 131.75 亿元、280.68 亿元和 344.06 亿元, 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。2016~2018 年, 公司投资活动现金流出逐年减少, 年均复合减少 25.49%, 分别为 355.18 亿元、298.64 亿元和 197.17 亿元, 主要系投资支付的现金减少所致。受此影响, 2016~2018 年公司投资活动产生的现金由净流出转为净流入, 分别为-223.43 亿元、-17.96 亿元和 146.89 亿元。

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, 随着公司 2015 年实现整体上市, 直接融资渠道进一步拓宽。2016~2018 年, 公司筹资活动现金流入规模逐年增长, 年均复合增长 10.97%, 分别为 826.09 亿元、995.45 亿元和 1,017.27 亿元, 主要为取得借款收到的现金增加所致。2016~2018 年, 公司筹资活动现金流出规模逐年增长, 年均复合增长 9.26%, 分别为 772.93 亿元、891.29 亿元和 922.70 亿元, 主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司筹资活动产生的净现金流波动增长, 分别为 53.16 亿元、104.16 亿元和 94.57 亿元, 年均复合增长 33.38%。

整体看, 公司经营活动净现金流波动较大, 投资活动现金由净流出转为净流入, 公司存在对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2016~2018 年, 公司流动比率呈波动下降态势, 分别为 0.97 倍、1.00 倍和 0.74 倍, 公司流动资产对流动负债覆盖程度尚可; 公司速动比率逐年下降, 分别为 0.85 倍、0.84 倍和 0.66 倍。2016~2018 年, 公司现金短期债务比波动上升, 分别为 0.94 倍、1.11 倍和 1.10 倍, 现金类资产对短期债务的保障能力较强。总体来看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看, 2016~2018 年, 公司 EBITDA 波动下降, 年均复合下降 1.23%, 主要系公司利润总额波动增加所致。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。2016~2018 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.71 倍、3.89 倍和 3.75 倍, EBITDA 对利息的保障能力较强; EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.17 倍和 0.14 倍, EBITDA

对全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

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⁶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。

截至 2018 年底，公司不存在对公司的正常经营产生较大影响的重大诉讼情况。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10110108003284209），截至 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，近年来，公司现金类资产充足，盈利能力较强，融资渠道畅通，过往债务履约情况良好，整体偿债能力极强。

八、本次及本期公司债券偿债能力分析

1. 本次及本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年底，公司全部债务 1,425.32 亿元，本次拟发行债券规模为 180 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 20 亿元（含），相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度一般，对公司债务水平的影响不大。

以 2018 年底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 180 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 85.51%、65.76% 和 51.36%，较发行前分别上升了 0.47 个百分点、2.73 个百分点和 5.69 个百分点；若假设本期募集资金净额为 20 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 85.10%、63.36% 和 46.36%，较发行前分别上升了 0.05 个百分点、0.32 个百分点和 0.70 个百分点，债务负担略有加重，但仍属可控水平，同时考虑到本期债券募集资金拟用于偿还有息债务，实际测算指标低于上述预测值。

2. 本次及本期债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 199.12 亿元，为本次债券发行额度 180 亿元的 1.11 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；为本期债券发行额度 20 亿元的 9.96 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2018 年经营活动产生的现金流入 3,658.23 亿元，为本次债券发行额度 180 亿元的 20.32 倍，对本次债券覆盖程度高；为本期公司债券发行额度 20 亿元的 182.91 倍，对本期债券覆盖程度高。

总体看，公司资产规模大，资产质量较高，2018 年完成对卢森堡国际银行的收购公司资本实力进一步增强。同时考虑到公司在 IT 行业的行业地位、经营规模、融资渠道等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

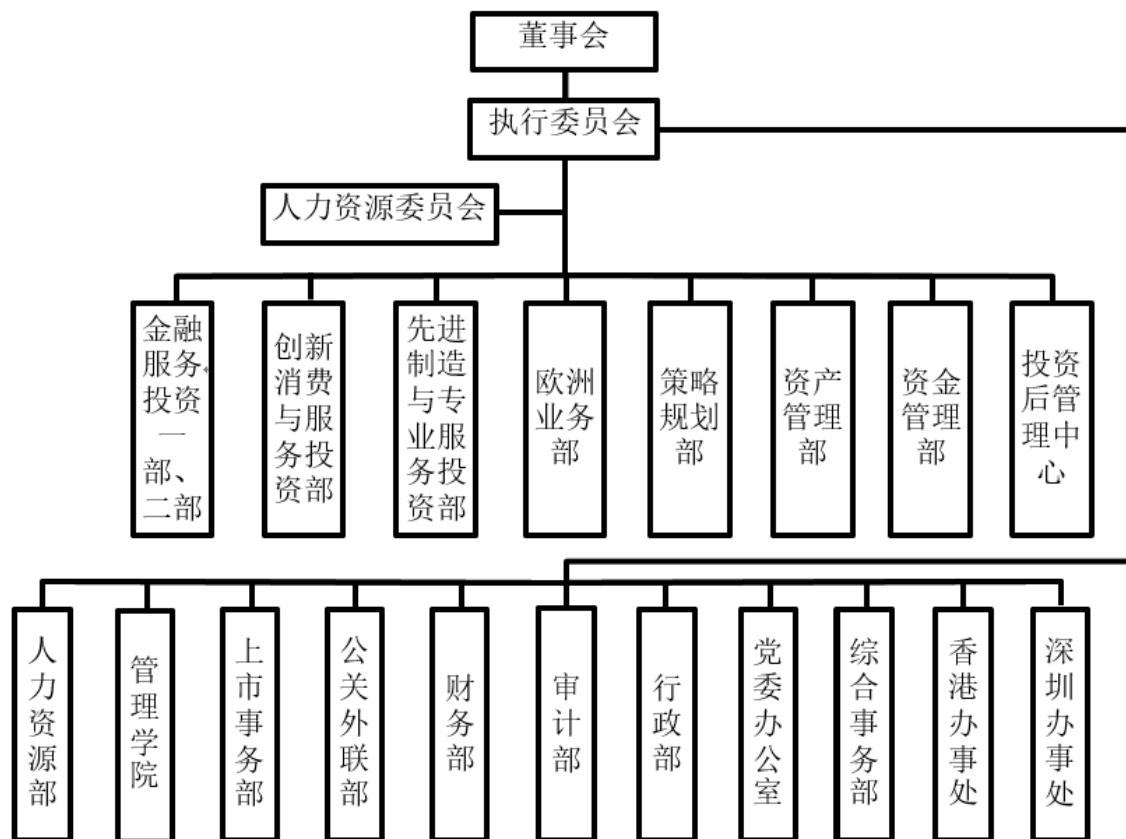
⁶ 非关联方担保主要为对已处置的融科房地产开发业务部分子公司的担保。

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。战略投资领域，公司业务布局广泛，主要子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）PC 出货量常年保持全球领先，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；财务投资领域，公司已建立起完整的财务投资链条，投资收益率均处于较高水平，且能与公司战略投资业务产生协同。同时，联合评级也关注到全球传统 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；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。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次（期）债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次（期）债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 联想控股股份有限公司组织机构图



附件 2 联想控股股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	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/本次发债额度（倍）	1.13	0.98	1.11
EBITDA/本期发债额度（倍）	10.21	8.82	9.96

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。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 联想控股股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年联想控股股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

联想控股股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。联想控股股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注联想控股股份有限公司的相关状况，如发现联想控股股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如联想控股股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至联想控股股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送联想控股股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年六月十日



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：万华伟

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)

2018年 8月 29日

仅限评级业务使用
复印无效



营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508
法定代表人 万华伟
注册资本 叁仟万元人民币
成立日期 二00二年五月十日
营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



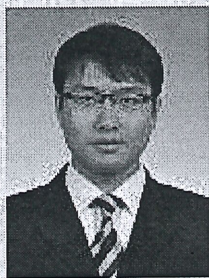
登记机关

2018 年 07 月 09 日

每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,
逾期列入经营异常名录

中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2014-10-01

姓 名: 高鹏

性 别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编 号: R0040214100002

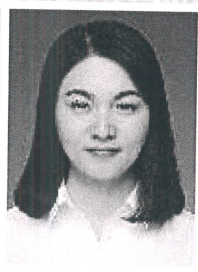
仅限评级业务使用
复 印 无 效



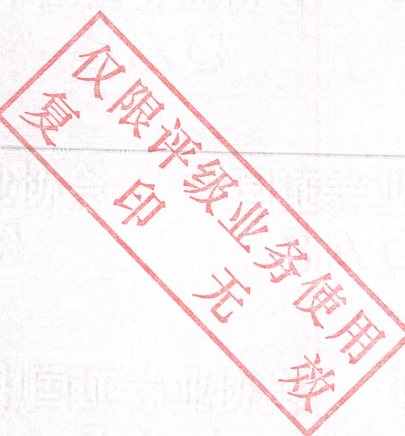
2019 年 01 月 11 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



执业注册记录



证书取得日期 2017-11-20

证书有效截止日期 2019-12-31

姓 名: 蒲雅修

性 别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编 号: R0040217110005



2018 年 03 月 07 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。