

跟踪评级公告

联合〔2020〕1755号

联想控股股份有限公司：

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

联想控股股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

联想控股股份有限公司公开发行的“16 联想 01”“16 联想 02”“17 联想 01”“18 联想 01”“18 联想 02”“18 联想 03”“19 联想 01”“19 联想 02”“19 联想 03”“19 联想 04”和“20 联想 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 二 月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

联想控股股份有限公司

公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AAA

评级展望: 稳定

上次评级结果: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 联想 01	15 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/6/14
16 联想 02	20 亿元	10 年	AAA	AAA	2019/6/14
17 联想 01	25 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/6/14
18 联想 01	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/6/14
18 联想 02	16 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/6/14
18 联想 03	15 亿元	5 年 (3+2)	AAA	AAA	2019/6/14
19 联想 01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/6/14
19 联想 02	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/6/14
19 联想 03	20 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/6/10
19 联想 04	16 亿元	3 年 (1+1+1)	AAA	AAA	2019/9/18
20 联想 01	18 亿元	3 年	AAA	AAA	2020/5/22

跟踪评级时间: 2020 年 6 月 18 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	3,356.69	5,588.28	6,247.46
所有者权益 (亿元)	795.77	835.79	924.95
长期债务 (亿元)	657.83	702.35	877.86
全部债务 (亿元)	1,018.05	1,425.32	1,587.44
营业收入 (亿元)	3,162.63	3,589.20	3,892.18
净利润 (亿元)	48.55	71.78	83.75
EBITDA (亿元)	176.49	199.31	246.81
经营性净现金流 (亿元)	-53.70	27.61	92.07
营业利润率 (%)	14.71	15.46	17.66
净资产收益率 (%)	6.51	8.80	9.51
资产负债率 (%)	76.29	85.04	85.19
全部债务资本化比率 (%)	56.13	63.04	63.18
流动比率 (倍)	1.00	0.74	0.75
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.14	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.89	3.76	3.67
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.95	1.08	1.33

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

评级观点

跟踪期内, 联想控股股份有限公司 (以下简称“公司”或“联想控股”) 作为中国知名的大型多元化投资集团, 仍保持了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式。战略投资领域, 主要子公司联想集团有限公司 (以下简称“联想集团”) PC 出货量仍保持全球领先, IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑, 另外公司在金融服务业务、农业与食品业务等领域均保持较好发展; 财务投资领域, 公司已建立起完整的财务投资链条, 投资收益率维持在较高水平, 且能与公司战略投资业务产生协同。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到, 2019 年全球传统 PC 市场竞争激烈给公司 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业务整合风险、财务投资风险较高、整体债务负担重以及商誉规模较大等因素可能给公司的信用状况带来的不利影响。

未来, 公司将在稳固传统 IT 业务的基础上, 继续围绕消费与服务推进多元化发展战略, 通过多种方式积极布局金融服务、创新消费与服务、农业与食品等业务领域, 公司经营状况有望保持良好。

综上, 联合评级维持联想控股的主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为“稳定”, 同时维持“16 联想 01”“16 联想 02”“17 联想 01”“18 联想 01”“18 联想 02”“18 联想 03”“19 联想 01”“19 联想 02”“19 联想 03”“19 联想 04”和“20 联想 01”债项的信用等级为 AAA。

优势

1. 业务多元化布局, 经营风险得到分散。公司构建了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式。IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑, 另外公司也已在金融服务业务、农业与食品业务等领域取得较好发展。

2. **子公司联想集团行业地位突出，经营规模大。**2019年，联想集团全球PC市场占有率为24.8%，排名第一，行业地位突出，销售量及市场份额保持较大规模。

3. **战略投资业务发展情况良好。**公司在金融服务领域已取得多项金融牌照及许可，随着对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；先进制造与专业服务分部收入规模也大幅增长。

4. **公司收入规模大，现金类资产充裕。**2019年，公司营业收入为3,892.18亿元，同比增长8.44%；现金类资产为838.49亿元。

分析师

蒲雅修 登记编号（R0040217110005）

崔濛骁 登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

关注

1. **PC市场竞争激烈，且受到新冠肺炎疫情的不利影响。**全球市场PC市场竞争激烈，2020年一季度受疫情影响，出货量大幅下降，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. **业务众多，管理难度较大。**公司业务布局分散，且子公司地域及行业跨度较大，管理难度大，对子公司的掌控能力有待提高。

3. **中美关系不稳定对公司业务发展造成一定不利影响。**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，中美贸易关系的不稳定性，使公司IT业务未来面临一定经营风险。

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师： 

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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

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

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

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

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

经中国证券监督管理委员会于2015年4月20日出具的《关于核准联想控股股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可〔2015〕676号），公司于2015年6月29日完成了向境外投资者发行股票（H股）并在香港联合交易所挂牌上市交易，股票代码：3396.HK，股票简称：联想控股。2018年4月23日，公司获中国证监会批准，成为H股“全流通”试点中的首家试点企业。2018年6月6日，公司共计八名股东持有的合计不超过8.8亿股内资股转换成可在香港联交所主板上市及买卖的H股。本次转换后，公司的股份结构变为：内资股约10.84亿股，占比约46.02%；H股约12.7亿股，占比约53.98%。

截至2019年末，公司总股本为人民币23.56亿元。其中，国科控股持有公司29.04%的股份，为公司第一大股东，公司无实际控制人。

表1 截至2019年末公司股权结构表（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）	5.25
柳传志	2.88
其他	25.49

资料来源：公司提供

2019年，公司经营范围较上年无变化。2019年，公司新设国际投资部（见附件1）；截至2019年末，公司合并范围子公司21家。

截至2019年末，公司合并资产总额6,247.46亿元，负债合计5,322.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计924.95亿元，其中归属于母公司所有者权益596.48亿元。2019年，公司实现营业收入3,892.18亿元，净利润（含少数股东损益）83.75亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润33.56亿元；经营活动产生的现金流量净额92.07亿元，现金及现金等价物净增加额23.16亿元。

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

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可〔2016〕1462号”文件核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过100亿元（含）的公司债券，采用分期发行方式。经中国证监会“证监许可〔2018〕1835号”文件核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过180亿元（含）的公司债券，采用分期发行方式。截至报告出具日，本报告所跟踪债券基本情况如下表所示。

表2 本报告所跟踪债券基本情况（单位：亿元、%、年）

证券代码	证券名称	发行日期	当前余额	票面利率	发行期限	付息日	付息情况
136524.SH	16联想01	2016/07/05	20	4.60	10	2019/7/6	已付息
136525.SH	16联想02	2016/07/05	15	3.30	5	2019/7/6	已付息
143159.SH	17联想01	2017/07/04	25	5.05	5	2019/7/5	已付息
143467.SH	18联想01	2018/01/30	10	6.00	5	2019/1/31	已付息
143643.SH	18联想02	2018/06/28	16	5.99	3	2019/6/28	已付息
155060.SH	18联想03	2018/11/28	15	4.70	5（3+2）	2019/11/28	已付息
155138.SH	19联想01	2019/01/10	10	5.30	5	2020/1/10	已付息
155139.SH	19联想02	2019/01/10	20	4.50	3	2020/1/10	已付息
155477.SH	19联想03	2019/06/21	20	5.50	5	2020/6/21	尚未到付息日
155778.SH	19联想04	2019/10/18	16	3.90	3（1+1+1）	2020/10/18	尚未到付息日
163284.SH	20联想01	2020/06/03	18	4.50	3	2021/6/3	尚未到付息日
合计		--	185	--	--	--	--

资料来源：联合评级根据公开资料整理

截至2019年末，“16联想01”“16联想02”“17联想01”“18联想01”“18联想02”“18联想03”“19联想01”“19联想02”“19联想03”和“19联想04”募集资金已全部使用完毕，募集资金使用情况与募集说明书约定一致。截至2020年6月9日，“20联想01”募集资金尚未使用。

三、行业分析

1. 行业概况

PC市场经历了多年高速发展，其产品已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市场需求可能面临进一步下降。

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。

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。

2. 行业供需

PC 市场上游核心零件的供应商较为单一，供应商议价能力强；移动智能终端的迅速发展，对 PC 行业的下游需求造成侵蚀。2019 年受益于商业市场需求增加，PC 行业有所回暖；但 2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，PC 出货量大幅下降。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。

PC 主要由软件系统和硬件系统构成，其原材料主要包括 CPU、主板和外壳材料等。其中拥有核心技术的原材料供应商，如 CPU 供应商英特尔和 AMD 拥有行业垄断地位，市场份额占比很高。操作系统同样拥有少数的供应商，导致供应商的议价能力很强。其他原材料如 PC 储存芯片、外壳材料等，拥有众多供应商，原材料供应较为充足，市场竞争激烈，但近年来由于供求关系的改变，价格变化波动较大，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。

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；根据市场研究公司 Gartner 发布的报告，2017—2019 年，全球 PC 出货量分别为 2.62 亿台、2.59 亿台和 2.61 亿台。2019 年，全球 PC 出货量有所回升，主要受益于商业市场需求的增加，以及 Windows7 用户换机需求增加，PC 市场有所回暖。据 IDC 预测，2019 年中国 PC 市场销售量约 5,060 万台左右，同比约下降 2.7%，持续低于全球平均增速。Gartner 数据显示，2020 年第一季度全球 PC 出货量为 5,160 万台，与 2019 年第一季度相比下降 12.30%，全球 PC 出货量在经历连续三个季度的增长后，创下 2013 年以来全球 PC 市场单季同比下降记录。据 IDC 预测，2020 年上半年 PC 市场销售量（涵盖台式机、笔记本电脑、工作站和平板电脑）同比下降 8.20%、第二季度下降 12.70%，主要因 Windows7 到 Windows10 的过渡期，但受新冠肺炎疫情爆发影响，许多关键组件如面板、传感器、PCB 等产能受到影响，需要一定时间修复；另外 IDC 认为 2020 年下半年 PC 市场将持续下降，但好于上半年。

3. 行业竞争

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。

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，2019 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 73.4% 和 81.3%。2019 年，联想 PC 销量维持全球第一，其在 2019 年的出货量为 6,296.8 万台，同比增长了 7.38%，市场份额提升至 24.1%；惠普 2019 年的出货量为 5,733.2 万台，同比增长了 2.82%，市场份额提升至 22.2%；2019 年，戴尔出货量为 4,395.6 万台，同比增长 4.88%，市场份额为 16.8%，较上年有所提升。

表 3 2018 - 2019 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	2018 年		2019 年	
	出货量	市场占有率	出货量	市场占有率
联想	58,647	22.5	62,968	24.1
惠普	56,332	21.7	57,922	22.2
戴尔	41,911	16.2	43,956	16.8
苹果	18,016	6.9	18,350	7.0
宏碁	15,729	6.1	14,762	5.7
华硕	15,537	6.0	14,476	5.5
其他	53,393	20.6	48,804	18.7
合计	259,565	100.0	261,237	100.0

注: 以上数据包含台式机、笔记本电脑与顶级ultramobile机型 (如微软Surface), 但不包括Chromebook和iPad。所有资料均根据初步调查结果所估出, 最终估计值可能有所变动。本统计数据以销售到渠道的出货量为准
资料来源: Gartner (2020年1月)

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

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

4. 行业政策

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。

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 4 近几年信息技术产业重要政策

时间	名称	内容
2017 年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016 年版)	新一代移动终端设备: 包括智能手机, 指配备操作系统、支持多核技术、支持多点触控、支持应用商店及 Web 应用等多种模式、支持多传感器和增强现实等功能的智能手机。手持平板电脑, 便携、小巧、可手持使用, 以触摸屏作为基本输入设备的个人电脑。其它移动智能终端, 包括车载智能终端等
2017 年	《国务院关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	升级智能化、高端化、融合化信息产品, 重点发展面向消费升级的中高端移动通信终端、可穿戴设备、数字家庭产品等新型信息产品, 以及虚拟现实、增强现实、智能网联汽车、智能服务机器人等前沿信息产品
2017 年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016 年版)	新一代移动终端设备: 包括智能手机, 指配备操作系统、支持多核技术、支持多点触控、支持应用商店及 Web 应用等多种模式、支持多传感器和增强现实等功能的智能手机。手持平板电脑, 便携、小巧、可手持使用, 以触摸屏作为基本输入设备的个人电脑。其它移动智能终端, 包括车载智能终端等
2018 年	中央经济工作会议	加大制造业技术改造和设备更新, 加快 5G 商用步伐, 加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设。我国 5G 产业链基本环节已经基本达到预商用环节, 加快 5G 商用步伐有利于推动人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施的投资, 有效推动消费级和工业级应用场景落地, 从而带动 3C 产品、可穿戴设备、消

		费级无人机、智能服务机器人等电子产品市场需求，对形成强大的国内市场起到重要促进作用
2019年	《2019年新一代信息基础设施建设工程拟支持项目名单》	对于中西部和东北地区的县城至乡镇、地市至县城之间通信杆路/管道、光传输等设备的建设和扩容等重点支持方向，进入此次名单中的8个项目主要集中在5G规模组网建设、光纤通达等工程范围
2019年	国务院常务会议	集成电路和软件产业将延续此前出台的各类税收优惠政策，同时提出有关部门要抓紧研究完善下一步促进集成电路和软件产业向更高层次发展的支持政策

资料来源：联合评级整理

5. 行业关注

PC市场竞争日益激烈；全球PC市场基本饱和，市场发展空间变窄。

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。

6. 行业发展

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。

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降后，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行业也将向更加智能化与个性化发展，推动人工智能向万物互联时代发展。

四、管理分析

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

2019年12月，根据公司既定计划，公司原董事长柳传志先生辞任公司董事长、执行董事及提名委员会主席职务，公司原职工代表监事李勤先生离任，自2019年12月31日结束后生效。公司选举宁旻先生为公司董事长及提名委员会主席，聘任李蓬先生为公司总裁，聘任王威先生为公司董事会秘书及联席公司秘书，选举高强先生为职工代表监事，自2020年1月1日起生效。2020年2月，公司聘任李蓬先生为执行董事、王玉锁先生为非执行董事、印建安先生为独立非执行董事。除此之外，公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。

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

公司执行董事及首席执行官¹李蓬先生，1971年生，新罕布什尔州立大学工商管理专业硕士学位。2003年起李蓬先生加入联想控股，历任投资管理部总经理、战略投资总监、助理总裁、副总裁、高级副总裁。2020年1月起，任公司总裁；2020年2月13日起任公司执行董事。李蓬先生现兼任拉卡拉支付股份有限公司董事、弘和仁爱医疗集团有限公司审核委员会成员和非执行董事。

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

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司整体经营较为稳健，且多元化发展的业务布局有助于公司分散经营风险。IT业务仍是公司最重要的收入来源，带动公司收入规模和综合毛利率小幅增长。

2019年，公司主营业务较上年无变化，作为投资集团业务涵盖战略投资与财务投资两大范畴，其战略投资主要包括IT、金融服务、创新消费与服务、农业与食品、先进制造与专业服务分部和财务投资等领域；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。2019年，公司营总收入为3,892.18亿元，同比增长8.44%，主要系IT业务收入增加所致；公司净利润为83.75亿元，同比增长16.67%。

表5 2017-2019公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
IT分部	2,993.63	94.66	13.86	3,307.80	92.16	14.21	3,572.12	91.78	16.29
金融服务分部	36.06	1.14	85.13	69.56	1.94	73.46	88.15	2.26	76.45
创新消费与服务分部	18.42	0.58	6.08	12.88	0.36	11.57	9.05	0.23	24.35
农业与食品分部	49.62	1.57	23.60	129.40	3.61	16.58	156.61	4.02	14.48
先进制造与专业服务分部	58.44	1.85	12.87	63.31	1.76	14.91	59.47	1.53	20.54
财务投资分部	6.46	0.20	95.65	6.25	0.17	92.57	6.78	0.17	98.28
合计	3,162.63	100.00	14.92	3,589.20	100.00	15.59	3,892.18	100.00	17.80

资料来源：公司年报

收入构成方面，IT业务是公司收入的最重要来源，该板块主要由联想集团负责运营。2019年，公司IT板块实现营业收入3,572.12亿元，同比增长7.99%，主要系个人电脑和智能设备业务收入增加所致，占营业收入比重为91.78%，仍是公司营业收入的主要来源；金融服务实现收入88.15亿元，

¹根据公司于2020年2月13日最新修订公司章程，总裁改称为首席执行官

同比增长 26.73%，主要系公司收购的卢森堡国际银行（Banque Internationale Luxembourg S.A.，以下简称“卢森堡国际银行”）营业收入全年并表所致，占营业收入的比重较上年上升 0.32 个百分点至 2.26%；农业与食品业务收入为 156.61 亿元，同比增长 21.03%，主要系深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司（以下简称“鑫荣懋”）收入增加，以及收购智利 Australis 项目所致，占营业收入的比重上升 0.41 个百分点至 4.02%；公司业务板块还包括财务投资、创新消费与服务、先进制造与专业服务，这些板块的收入占营业收入比重较小，均在 5% 以下，目前对公司营业收入规模影响较小。

毛利率方面，分板块看，2019 年，公司 IT 板块毛利率为 16.29%，较上年上升 2.08 个百分点，主要系联想集团移动业务扭亏为盈以及数据中心业务盈利能力提升所致；金融服务毛利率较上年上升 2.99 个百分点至 76.45%，主要系被投资企业公允价值变化所致；农业与食品毛利率较上年下降 2.10 个百分点至 14.48%，主要系毛利率较高的白酒业务从合并范围内剥离所致；其他业务规模较小，对公司利润影响较小。受上述因素影响，2019 年公司综合毛利率为 17.80%，较上年上升 2.21 个百分点。

2. IT 业务

2019 年，联想集团通过智能转型战略，公司 IT 业务 PC 收入有所增加，数据中心盈利能力有所改善，整体经营稳健。

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。

2019 年，公司智能设备业务收入为 3,191 亿元，同比增长 9.62%；在 IT 板块收入占比 89.33%，占比略有提高，仍是联想集团收入最主要来源。根据初步的行业数据，2019 年，联想集团在全球个人 PC 市场市占率高达 24.8%，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。

2019 年，联想集团数据中心业务收入为 381 亿元，较上年下降 4.03%；在 IT 板块收入占比为 10.67%。2019 年，在全球超大规模数据中心市场需求放缓的背景下，联想集团在服务器销售以及与 NetApp 合资公司业务推动下，联想集团中国业务实现增长。在全球超算 Top 500 榜单上，联想集团有 173 套上榜，总数维持世界第一。

表 6 2017 - 2019 年 IT 板块收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
智能设备业务	2,635	88.04	2,911	88.00	3,191	89.33
数据中心业务	272	9.09	397	12.00	381	10.67
联想创投集团及其他业务	86	2.87	--	--	--	--
合计	2,993	100.00	3,308	100.00	3,572	100.00

注：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

资料来源：公司提供

3. 金融服务业务

2019 年，公司金融服务业务发展稳健，且金融服务业毛利率水平较高。

公司在金融服务业务领域布局广泛，公司子公司已取得多项金融牌照及许可。公司金融服务业务主要由子公司正奇金融控股股份有限公司（以下简称“正奇金融”）、君创国际融资租赁有限公司

（以下简称“君创租赁”）、西藏考拉科技发展有限公司（以下简称“考拉科技”）和卢森堡国际银行运营。

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。2019 年，正奇金融实现收入 12.71 亿元，同比下降 30.58%，主要系债权类业务规模缩小和资本市场波动导致权益类投资公允价值下降所致。

贷款业务方面，截至 2019 年底，正奇金融对外贷款余额 59.75 亿元，同比增长 5.76%。融资租赁方面，截至 2019 年末，正奇金融融资租赁业务应收租赁款余额为 35.22 亿元。商业保理方面，截至 2019 年末，正奇金融商业保理业务余额为 14.18 亿元。投资方面，截至 2019 年末，正奇金融全部债权类投资业务余额为人民币 110.04 亿元，同比减少 11.5%；权益类投资业务余额为人民币 20.96 亿元，同比减少 12.9%。

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，2019 年实现收入 10.44 亿元，同比增长 15.61%；截至 2019 年末，除上海总部外，君创租赁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。

截至 2019 年末，卢森堡国际银行拥有 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）和集团中心板块（Group Center）。截至 2019 年末，卢森堡国际银行管理资产规模达 435 亿欧元，较 2018 年末的 395 亿欧元增长 10.3%，主要是由零售、公司业务和财富管理业务带来新增净流入以及外部不利市场环境好转所致；客户存款余额达 190 亿欧元，较 2018 年末的 173 亿欧元增长 10%；客户贷款余额达 147 亿欧元，较 2018 年末增长 9.9%，其中商业性贷款增加 14 亿欧元（较 2018 年末剔除减值后增加 10.3%）。截至 2019 年末，卢森堡国际银行核心一级资本充足率为 12.47%，保持稳健经营。2019 年，卢森堡国际银行实现收入 44.77 亿元，净利润为 8.33 亿元。

4. 农业与食品

2019 年，公司在农业与食品领域，建立了专业投资控股平台佳沃集团，目前佳沃集团已拥有国内最大的水果全产业链企业。公司完成智利领先的鲑鱼公司 Australis Seafoods S.A. 控制权交割，进一步提升了公司对上游稀缺资源的掌控能力。

公司积极在农业与食品领域的产品、生产服务和销售渠道升级中的细分领域寻找机会进行布局。公司从事农业与食品业务的子公司主要为佳沃集团有限公司（以下简称“佳沃集团”）。2019 年，公司农业与食品业务收入为 156.61 亿元，同比增长 21.03%，主要系合并范围扩大所致。

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。截至 2019 年末，公司已经在全国 16 个一级水果批发市场实现布局，成为中国最大的猕猴桃、苹果、蓝莓、樱桃、葡萄进口商和分销商。新设分立的种植公司深圳市鑫果佳源现代农业有限公司与世界领先蓝莓企业 Hortifrut S.A. 在蓝莓新品种和新种植技术领域的合作顺利，实现国产蓝莓 11 月至次年 3 月的反季产出，蓝莓售价较国产应季蓝莓大幅提升，合资公司种植面积拓展也实现快速增长。

此外，2019 年，公司完成智利领先的鲑鱼公司 Australis Seafoods S.A. 控制权交割，顺利实现首

个中国企业跨境并购海外优质鲑鱼上游资源的项目，进一步巩固并实质性提升自身对上游稀缺优质资源的掌控能力并进一步拓展国内渠道；既有业务经营情况稳定，继续保持了中国最大的北极甜虾进口分销商、狭鳕鱼加工供货商和全渠道布局进口动物蛋白品牌商的行业领先地位。

5. 财务投资板块

2019年，公司财务投资板块仍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。

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

截至2019年末，联想之星共管理7支基金，管理资金规模超过人民币25亿元，累计投资境内外项目超过260个，已投出乐逗游戏、旷视科技face++、思必驰、云丁科技、Pony.AI、北科天绘、燃石医学、开拓药业、派格生物、康诺亚生物、Axonics、HiFiBio等优质项目。报告期内，投资境内外项目近30个，涵盖人工智能、生物技术、医疗新服务、新消费等细分方向，在管项目有近60个发生下轮融资，近20个项目实现退出。2019年，联想之星新募集4期人民币基金及4期美元基金，在管资产规模得以扩大。截至2019年末，4期人民币及4期美元基金均已完成首次交割。

截至2019年末，君联资本共管理8期美元综合基金（其中两期基金已结算），5期人民币综合成长基金，3期人民币TMT创新基金，2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。2019年，君联资本新募集两支美元基金和一支人民币基金，分别是LC Fund VIII, L.P（以下简称“美元八期基金”）、LC Healthcare Fund II, L.P（以下简称“医疗美元二期基金”）、上海君联晟灏创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“TMT创新人民币三期基金”）。截至2019年末，君联资本募集基金总额为人民币93.91亿元，其中新募基金美元八期基金的募集金额折人民币为23.88亿元，医疗美元二期基金的募集金额折人民币为10.59亿元，TMT创新人民币三期基金的募集金额为人民币8.04亿元。

2019年，君联资本累计完成29项新项目投资，涵盖TMT及创新消费、医疗健康、企业服务、智能制造等行业内的创新及成长期企业。2019年，君联资本全部或部分退出项目40个，为联想控股贡献资金回款超过人民币20亿元，创造了良好的现金收益。在管企业内有10家在国内外资本市场完成首次公开上市，分别为康龙化成（北京）新药技术股份有限公司（A股+H股）、江苏立华牧业股份有限公司、Maoyan Entertainment、Ruhnn Holding Limited、青岛惠城环保科技股份有限公司、深圳科瑞技术股份有限公司、Youdao Inc.、Zinus Inc.、人瑞人才科技控股有限公司等；同时，盛跃网络科技有限公司（上海）有限公司通过重大资产重组被浙江世纪华通集团股份有限公司收购。此外，优刻得科技股份有限公司于2020年1月20日在上交所科创板上市，科大国盾量子技术股份有限公司、苏州赛伍应用技术股份有限公司已通过A股上市审核。截至2019年末，君联资本共有69家投资企业成功上市（不含新三板企业个数）。

截至2019年末，弘毅投资投资管理的基金主要包括：8期股权投资基金，3期地产基金及1期文化产业基金。报告期内，文化产业基金完成最终交割，地产三期基金发出首次交割通知。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，报告期内共发行 4 支新基金，包括 2 支混合型基金及 2 支指数型基金。

6. 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。

(4) 受新冠疫情影响

2020 年以来，受新冠疫情影响，全球经济疲软，经济下行压力增大，失业率提升，可能会导致公司主要供货商破产、潜在客户及交易方破产和运营所面临挑战增加。例如公司 IT 业务取决于全球对电子设备和信息技术相关服务的需求；农业与食品业务受到中国消费者饮食结构、可支配收入和消费模式变化的影响等。上述全球经济、行业状况的波动可能对公司的业务、经营业绩及财务状况造成不利影响。

7. 未来发展

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；未来的发展战略规划明确，可实施性较强，有助于提升公司综合竞争力。

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资企业进一步挖掘业务潜力。公司将站在全球化的高度来打造和管理公司的投资组合，在国内外合理布局资源。

财务投资方面，公司未来将继续通过天使投资、风险投资和私募股权投资在内的财务投资平台加强对新兴的创新行业的资源配置；公司还将密切关注资本市场的发展，积极推进被投标的上市或者实现投资退出。公司未来会更加关注系统性风险，同时为了应对不确定性增强的外部环境，公司及时梳理业务发展需求和融资资源，密切监控并及时评估外部事件对相关业务的影响，以财务安全为导向，加强对投资组合的管理，保证公司的长远健康发展；加强公司双轮驱动业务之间的协同优势，为资产组合持续健康的成长打下坚实的基础。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年财务报告，经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，按照中国证监会《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）披露有关财务信息。

2019 年，公司合并范围无重大变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 6,247.46 亿元，负债合计 5,322.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 924.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 596.48 亿元。2019 年，公司实现营业收入 3,892.18 亿元，净利润（含少数股东损益）83.75 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 33.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 92.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.16 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模较年初有所增长，资产结构相对均衡。流动资产中货币资金、存货和应收款项融资占比较大，资产受限比例较低，公司整体资产质量较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 6,247.46 亿元，较年初增长 11.80%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 47.01%，非流动资产占 52.99%，公司资产结构相对均衡。

截至 2019 年末，公司流动资产为 2,936.99 亿元，较年初增长 9.91%，主要系应收款项融资增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 24.41%）、应收款项融资（占 21.76%）、其他应收款（占 10.99%）、存货（占 11.14%）和向客户发放的贷款（占 16.34%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 716.78 亿元，较年初增长 7.20%，主要系销售回款增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占 51.72%）、存放在子公司所属国中央银行款项（非强制储蓄部分）（占 27.65%）和受限存款（占 12.66%）构成。货币资金中有 90.76 亿元受限资金，受限比例为 12.66%，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 2019 年末，公司应收款项融资为 638.96 亿元，较年初增长 41.72%，主要系公司 IT 分部应收款项融资增加所致。

截至 2019 年末，公司其他应收款为 322.65 亿元，较年初增长 2.04%，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 93.88%，1~2 年占比 3.46%，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 37.78% 和 36.94%。应收代工厂商款主要为联想集团在日常经营活动中因委托代工厂商加工零部件而产生的应收款项。

截至 2019 年末，公司向客户发放的贷款为 479.93 亿元，较年初下降 10.32%，主要系长期贷款规模增加转入非流动资产所致。

截至 2019 年末，公司存货为 327.25 亿元，较年初增长 15.63%，主要系公司 IT 分部原材料存货增加，以及农业与食品板块 2019 年收购 Australis Seafoods S.A. 导致消耗性生物资产增加所致。存货主要由原材料（占 52.27%）、产成品（占 27.30%）、周转材料（占 12.48%）和消耗性生物资产（占 5.42%）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，2019 年度公司计提存货跌价准备金为 23.48 亿元，计提比例为 6.69%，计提较为充分。

截至 2019 年末，公司非流动资产为 3,310.47 亿元，较年初增长 13.52%，主要系债权投资和无

形资产增加所致。公司非流动资产主要由债权投资（占 14.52%）、长期股权投资（占 11.28%）、无形资产（占 10.29%）、商誉（占 11.98%）和向客户发放的贷款（占 24.83%）构成。

截至 2019 年末，公司债权投资为 480.52 亿元，较年初增长 25.85%，主要系持有的债权和固定收益工具增加所致；计提投资减值准备 1.15 亿元。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 373.34 亿元，较年初增长 0.01%，较年初变化不大。公司长期股权投资前五大联营企业情况如下表所示。

表 7 截至 2019 年末公司前五大长期股权投资情况（单位：亿元、%）

企业名称	表决权比例	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	38.60	20.92
神州租车有限公司	26.59	31.09	16.85
拉卡拉支付股份有限公司	28.24	16.00	8.67
北京蓝色光标数据科技股份有限公司	7.71	13.74	7.44
拜博医疗集团有限公司	36.47	10.95	5.93
合计	--	110.38	59.81

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司无形资产为 340.51 亿元，较年初增长 12.39%，主要系合并范围扩大所致。无形资产主要由专利及技术（占 16.04%）、商标（占 30.23%）、软件（占 11.11%）、客户关系（占 17.35%）、水产养殖特许经营权及水域使用权（占 10.50%）以及土地使用权（占 10.64%）构成；计提减值准备 4.74 亿元。

截至 2019 年末，公司商誉为 396.45 亿元，较年初增长 5.18%。2019 年末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，公司未计提商誉减值准备。公司商誉规模较大，如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至 2019 年末，公司向客户发放的贷款为 822.12 亿元，较年初增长 22.93%，主要系卢森堡国际银行业务规模扩大所致。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 256.29 亿元，占总资产比例为 4.10%，受限比例较低。

表 8 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	受限金额	占资产总额比重	受限原因
生物资产	16.67	0.27	借款抵质押
应收款项	18.97	0.30	借款抵质押
投资性房地产	115.30	1.85	借款抵质押
货币资金	90.76	1.45	保证金、受限冻结资金等
其他	14.59	0.23	借款抵质押
合计	256.29	4.10	--

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2019 年末，公司负债规模进一步增加，以流动负债为主。公司债务持续增长，整体债务负担重，但债务结构较为均衡。

截至 2019 年末，公司负债总额为 5,322.51 亿元，较年初增长 11.99%。其中，流动负债占 73.96%，非流动负债占 26.04%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债为 3,936.33 亿元，较年初增长 8.40%，主要系应付账款和吸收存款及应付金融机构款项增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占 16.16%）、其他应付款（占 13.84%）和吸收存款及应付金融机构款（占 41.58%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款为 636.22 亿元，较年初增长 22.24%，主要系应付货款增加所致。应付账款账龄以 1 年以内为主，占比为 99.82%。

截至 2019 年末，公司其他应付款为 544.81 亿元，较年初增长 0.26%，较年初变化不大。截至 2019 年末，公司其他应付款主要由应付代工厂商款（占 59.40%）和预提费用（占 14.28%）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 2019 年末，公司吸收存款及同业存放为 1,636.60 亿元，较年初增长 10.55%，主要系卢森堡国际银行业务规模扩大所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 1,386.17 亿元，较年初增长 23.65%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 25.08%）、应付债券（占 36.75%）和其他非流动负债（占 15.88%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 347.63 亿元，较年初增长 28.17%；长期借款主要由保证借款和信用借款构成。从期限分布看，1~2 年到期的占 46.44%，2~5 年到期的占 35.52%，5 年及以上到期的占 18.05%，集中偿付压力一般。

截至 2019 年末，公司应付债券为 509.41 亿元，较年初增长 22.97%，主要系公司及子公司 2019 年发行债券所致。

截至 2019 年末，公司其他非流动负债为 220.15 亿元，较年初增长 25.38%，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，另一方面预收延期保修款增加所致。

截至 2019 年末，公司全部债务为 1,587.44 亿元，较年初增长 11.37%。其中，短期债务占 44.70%，长期债务占 55.30%，债务结构较为均衡。2017—2019 年，公司资产负债率逐年上升，分别为 76.29%、85.04%和 85.19%，主要系公司合并范围增加卢森堡国际银行所致；全部债务资本化比率逐年上升，分别为 56.13%、63.04%和 63.18%；长期债务资本化比率逐年上升，分别为 45.26%、45.66%和 48.69%，公司债务负担重。

(2) 所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益有所增长，所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 924.95 亿元，较年初增长 10.67%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.49%，少数股东权益占比为 35.51%。归属于母公司所有者权益为 596.48 亿元，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 3.95%、32.38%、-1.33%和 64.30%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2019年，公司收入及盈利规模保持增长，期间费用控制能力一般，投资收益对公司利润贡献较大，公司面临一定投资收益波动风险，整体盈利能力变化不大。

2019年，公司实现营业总收入3,892.18亿元，较上年增长8.44%，主要系IT业务收入大幅增加所致。2019年，公司营业成本为3,199.30亿元，较上年增长5.60%。2019年，公司净利润为83.75亿元，同比增长16.67%，主要系营业收入增加所致。

2019年，公司期间费用总额为600.79亿元，较上年增长20.51%，主要系销售费用和管理费用增加所致。从构成看，2019年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为37.13%、36.64%、15.76%和10.47%，以销售费用和管理费用为主。2019年，公司销售费用为223.07亿元，较上年增长17.73%，主要系联想集团广告费增加所致；管理费用为220.12亿元，较上年增长25.36%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为94.70亿元，较上年增长16.33%，主要系联想集团研发投入增加所致；财务费用为62.91亿元，较上年增长20.76%，主要系债务规模增加所致。2019年，公司费用收入比为15.44%，较上年上升1.55个百分点，公司费用控制能力一般。

2019年，公司投资收益32.86亿元，较上年下降21.72%，主要系处置子公司的收益减少所致，占利润总额的比重由上年的49.20%下降至31.45%，投资收益对公司利润贡献较大。2019年，公司实现其他收益5.94亿元，较上年下降17.92%，公司投资项目较多，投资收益在营业利润中比重较大，且波动幅度较大，公司盈利水平对投资收益的依赖度偏高，公司面临一定的投资收益波动风险。

从各项盈利指标来看，2019年，公司营业利润率为17.66%，较上年上升2.20个百分点，较上年变化不大。2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为6.33%、2.87%和9.51%，较上年分别上升0.20个百分点、下降0.22个百分点和上升0.71个百分点。公司盈利能力变化不大。

5. 现金流

2019年，公司经营活动现金流保持净流入状态，且净流入规模大幅增加；投资活动现金流由上年净流入转为净流出，筹资活动现金流保持净流入状态。

从经营活动来看，2019年，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。公司经营活动现金流入量为4,086.82亿元，较上年增长11.72%；经营活动现金流出量为3,994.75亿元，较上年增长10.03%。综上，2019年，公司经营活动现金净流入92.07亿元，较上年增长233.42%。2019年，公司现金收入比为97.65%，较上年下降1.13个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为282.52亿元，较上年下降17.89%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金减少所致；投资活动现金流出量为388.20亿元，较上年增长96.89%，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金和投资支付的现金增加所致。综上，2019年，公司投资活动现金净流出105.68亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为1,109.47亿元，较上年增长9.06%，主要系债务融资规模增加所致；筹资活动现金流出量为1,080.40亿元，较上年增长17.09%，主要系偿还债务规模增加所致。综上，2019年，公司筹资活动现金净流入29.07亿元，较上年下降69.26%。

6. 偿债能力

跟踪期内，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，并

考虑到公司行业地位突出、经营规模较大、技术水平先进以及品牌知名度很高等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 0.74 倍和 0.66 倍上升至 0.75 倍和 0.66 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 1.10 倍上升至 1.18 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 246.81 亿元，较上年增长 23.83%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 10.56%）、摊销（占 20.58%）、计入财务费用的利息支出（占 27.25%）、利润总额（占 41.61%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.76 倍下降至 3.67 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.14 倍上升至 0.16 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2019 年末，公司对外担保余额为 187.25 亿元，占 2019 年末净资产的 20.24%。其中，对关联方的担保金额为 37.68 亿元，占比 20.12%；因担保业务产生的对外担保金额为 107.36 亿元。公司对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

截至 2019 年末，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 2020 年 2 月 17 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 2019 年末，公司及各子公司在各家金融机构未使用授信额度为 892 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。

7. 母公司财务分析

公司本部资产结构较为均衡，以长期股权投资和其他应收款为主，资产流动性一般；负债结构较为均衡，债务结构以长期债务为主，银行借款和应付债券较为均衡，存在一定集中偿付压力；实收资本和资本公积占比高，所有者权益结构稳定性较好。公司本部收入规模较小，净利润依赖于投资收益；经营活动现金流呈净流出状态。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 678.36 亿元，较年初增长 3.84%，较年初变化不大。其中，流动资产为 289.25 亿元（占比 42.64%），非流动资产为 389.12 亿元（占比 57.36%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 22.99%）和其他应收款（占 73.82%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 93.05%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 66.48 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额为 507.01 亿元，较年初增长 4.88%。其中，流动负债为 203.43 亿元（占比 40.12%），非流动负债为 303.57 亿元（占比 59.88%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 21.14%）、其他应付款（占 52.64%）、一年内到期的非流动负债（占 25.88%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 38.52%）、应付债券（占 61.43%）构成。公司本部应付债券规模较大，且存在一定集中偿付压力。

表 9 截至 2019 年末公司债券到期情况（单位：亿元）

证券代码	证券名称	起息日	到期日期	当前余额	下一行权日
155778.SH	19 联想 04	2019/10/18	2022/10/18	16.00	2020/10/18
031900734.IB	19 联想 PPN001	2019/09/25	2021/09/25	10.00	2020/09/25
155477.SH	19 联想 03	2019/06/21	2024/06/21	20.00	--
155138.SH	19 联想 01	2019/01/15	2022/01/15	20.00	--

155139.SH	19 联想 02	2019/01/15	2024/01/15	10.00	--
155060.SH	18 联想 03	2018/12/03	2023/12/03	15.00	2021/12/03
143643.SH	18 联想 02	2018/06/29	2021/06/29	16.00	--
143467.SH	18 联想 01	2018/01/31	2023/01/31	10.00	--
143159.SH	17 联想 01	2017/07/05	2022/07/05	25.00	--
136525.SH	16 联想 02	2016/07/06	2026/07/06	20.00	--
136524.SH	16 联想 01	2016/07/06	2021/07/06	15.00	--
1280425.IB	12 联想债	2012/11/30	2022/11/30	19.84	--
合计				196.84	--

资料来源：Wind

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 171.36 亿元，较年初增长 0.87%，变化不大。其中，实收资本为 23.56 亿元（占 13.75%）、资本公积为 131.31 亿元（占 76.63%）、未分配利润为 13.93 亿元（占 8.13%）、盈余公积为 5.10 亿元（占 2.97%）。

2019 年，公司本部实现营业收入 0.55 亿元，投资收益为 17.06 亿元；实现利润总额 3.67 亿元，净利润为 4.89 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 2.02 亿元和 14.37 亿元，经营活动现金净流出量为-12.35 亿元；公司投资活动现金净流入量为 31.05 亿元；公司筹资活动现金净流入量为 1.71 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 838.49 亿元，为公司债券待偿本金合计（185.00 亿元）的 4.53 倍，公司现金类资产对待偿本金合计的覆盖程度较高；截至 2019 年末，公司净资产为 924.95 亿元，为公司债券待偿本金合计（185.00 亿元）的 5.00 倍，公司净资产对公司债券待偿本金合计按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 246.81 亿元，为公司债券待偿本金合计（185.00 亿元）的 1.33 倍，公司 EBITDA 对公司债券待偿本金合计的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 4,086.82 亿元，为公司债券待偿本金合计（185.00 亿元）的 22.09 倍，公司经营活动产生的现金流入对公司债券待偿本金合计的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对“16 联想 01”“16 联想 02”“17 联想 01”“18 联想 01”“18 联想 02”“18 联想 03”“19 联想 01”“19 联想 02”“19 联想 03”“19 联想 04”和“20 联想 01”的偿还能力极强。

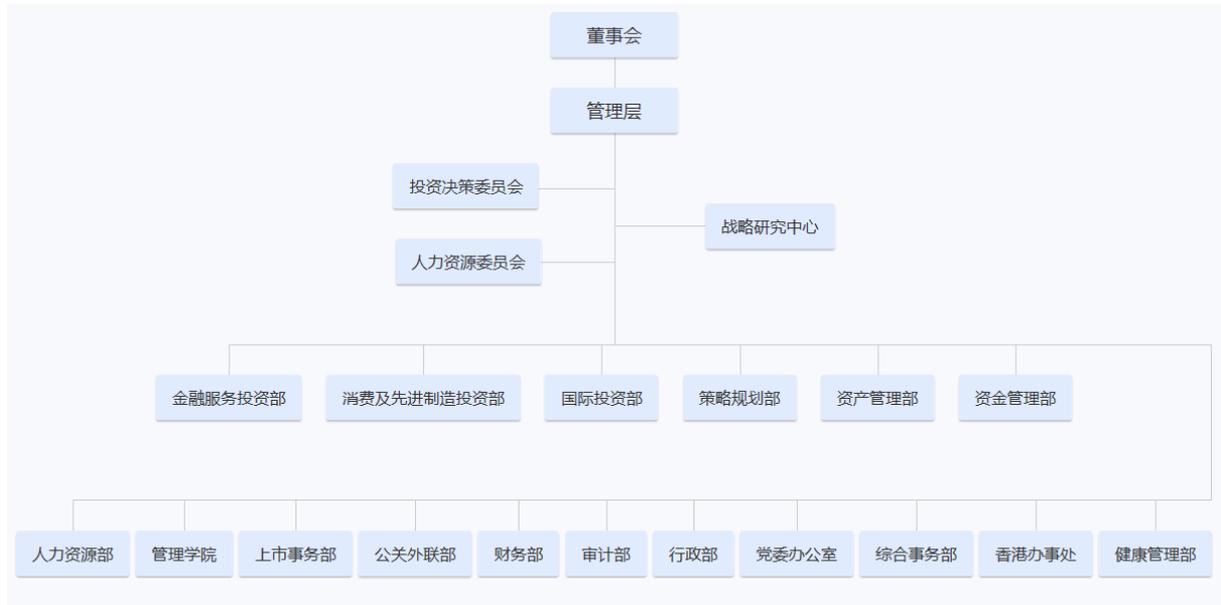
八、综合评价

跟踪期内，公司作为中国知名的大型多元化投资集团，仍保持了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式。战略投资领域，主要子公司联想集团 PC 出货量仍保持全球领先，IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑，另外公司在金融服务业务、农业与食品业务等领域均保持较好发展；财务投资领域，公司已建立起完整的财务投资链条，投资收益率维持在较高水平，且能与公司战略投资业务产生协同。同时，联合评级也关注到，2019 年全球传统 PC 市场竞争激烈给公司 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业务整合风险、财务投资风险较高、整体债务负担重以及商誉规模较大等因素可能给公司的信用状况带来的不利影响。

未来，公司将在稳固传统 IT 业务的基础上，继续围绕消费与服务推进多元化发展战略，通过多种方式积极布局金融服务、创新消费与服务、农业与食品等业务领域，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持联想控股的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“16 联想 01”“16 联想 02”“17 联想 01”“18 联想 01”“18 联想 02”“18 联想 03”“19 联想 01”“19 联想 02”“19 联想 03”“19 联想 04”和“20 联想 01”债项的信用等级为 AAA。

附件 1 截至 2019 年末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	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	3,356.69	5,588.28	6,247.46
所有者权益 (亿元)	795.77	835.79	924.95
短期债务 (亿元)	360.23	722.97	709.57
长期债务 (亿元)	657.83	702.35	877.86
全部债务 (亿元)	1,018.05	1,425.32	1,587.44
营业收入 (亿元)	3,162.63	3,589.20	3,892.18
净利润 (亿元)	48.55	71.78	83.75
EBITDA (亿元)	176.49	199.31	246.81
经营性净现金流 (亿元)	-53.70	27.61	92.07
应收账款周转次数 (次)	7.99	7.89	6.64
存货周转次数 (次)	10.14	9.99	9.76
总资产周转次数 (次)	0.96	0.80	0.66
现金收入比率 (%)	100.08	98.78	97.65
总资本收益率 (%)	5.28	6.13	6.33
总资产报酬率 (%)	3.63	3.09	2.87
净资产收益率 (%)	6.51	8.80	9.51
营业利润率 (%)	14.71	15.46	17.66
费用收入比 (%)	15.30	13.89	15.44
资产负债率 (%)	76.29	85.04	85.19
全部债务资本化比率 (%)	56.13	63.04	63.18
长期债务资本化比率 (%)	45.26	45.66	48.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.89	3.75	3.67
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.14	0.16
流动比率 (倍)	1.00	0.74	0.75
速动比率 (倍)	0.84	0.66	0.66
现金短期债务比 (倍)	1.26	1.10	1.18
经营现金流动负债比率 (%)	-3.10	0.76	2.34
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.95	1.08	1.33

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 全部债务包括短期和长期债务，短期债务调入衍生金融负债和其他应付款中有息部分，长期债务调入长期应付款中融资租赁款；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 2018 年和 2019 年应收款项融资中的应收账款计入该指标

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入/[(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/营业总收入×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	(营业总收入-营业总成本-税金及附加)/营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用)/营业总收入×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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。