

信用等级公告

联合〔2019〕2383 号

君创国际融资租赁有限公司：

联合信用评级有限公司通过对君创国际融资租赁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：

君创国际融资租赁有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

君创国际融资租赁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：

二〇一九年十月二十八日

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>

君创国际融资租赁有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 5.45 亿元

债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：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

担保方：联想控股股份有限公司

担保方式：全额不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2019 年 10 月 28 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	59.51	107.60	125.73	129.61
应收融资租赁款净额（亿元）	56.55	97.54	111.08	119.55
负债总额（亿元）	43.72	90.01	100.57	103.78
短期债务（亿元）	17.91	42.03	52.19	65.77
全部债务（亿元）	36.69	82.14	86.37	92.01
所有者权益（亿元）	15.79	17.59	25.16	25.83
营业收入（亿元）	3.00	7.09	8.94	5.00
净利润（亿元）	0.81	1.80	2.22	1.21
不良率（%）	0.00	1.40	1.43	1.48
资产负债率（%）	73.47	83.65	79.99	80.07
全部债务资本化比率（%）	69.91	82.36	77.44	78.08
总资产收益率（%）	2.31	2.15	1.90	0.95
净资产收益率（%）	6.29	10.78	10.38	4.74
流动比率（倍）	0.80	0.90	0.96	--
EBITDA（亿元）	1.76	5.46	7.43	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	1.88	1.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.07	0.09	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.32	1.00	1.36	--

担保方-联想控股

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	3,228.53	3,356.69	5,588.28	5,868.56
所有者权益（亿元）	695.87	795.77	835.79	890.24
全部债务（亿元）	1,035.54	1,018.05	1,425.32	1,496.71
营业收入（亿元）	3,069.53	3,162.63	3,589.20	1,793.11
净利润（亿元）	81.37	48.55	71.78	43.48
资产负债率（%）	78.45	76.29	85.04	84.83

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 2019 年 1-6 月财务数据未经审计，相关数据未年化

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对君创国际融资租赁有限公司（以下简称“公司”或“君创租赁”）的评级反映了其作为联想控股股份有限公司（以下简称“联想控股”）金融板块中具有重要战略地位的融资租赁公司，在资本注入方面得到联想控股较大支持。近年来，公司业务持续发展，收入利润规模持续增长，盈利能力尚可，业务覆盖范围广，融资渠道较畅通，风控体系较完善，具备一定的行业竞争力；同时，公司管理层具有较长从业经验，管理经验丰富。

同时，联合评级也关注到，近年来公司不良率有所上升；随着外部信用风险的攀升，未来公司经营重点区域信用风险以及公司自身资产质量仍需关注。

随着战略的稳步推进，未来公司业务规模和盈利水平有望提升，整体竞争实力将有所增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券担保方联想控股业务布局广泛且合理，资本实力雄厚，融资渠道畅通，收入规模大，现金类资产充裕，财务状况良好，具有很强的竞争力，其提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对本期债券信用水平提升显著。

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

优势

1. 公司作为联想控股金融板块具有重要战略地位的子公司，能够在资本方面得到联想控股的支持，未来随着公司的发展，联想控股能够为公司业务扩张提供一定的支持。

2. 近年来，公司业务持续发展，业务覆盖范围广，融资渠道较畅通，风控体系较完善，具备一定的行业竞争力。随着资产及经营规模的

扩大，公司收入及利润规模持续增长，整体盈利能力尚可。

3. 担保方联想控股作为中国知名的大型多元化投资集团，业务布局广泛且合理，资本实力较强，融资渠道畅通，收入规模大，现金类资产充裕，财务状况良好，具有很强的竞争力，其所提供的担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

关注

1. 近年来，公司不良率有所上升。随着近年来信用风险的攀升，公司未来资产质量面临的下行压力仍需关注。

2. 随着业务规模的扩大，公司融资规模呈增长趋势，债务负担有所增长，且短期债务占比较大，系一年内到期的长期借款和应付债券增长所致，需关注公司的流动性管理情况。

3. 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等因素给担保方联想控股 IT 业务带来较大的运营压力；同时，中美贸易战存在一定不确定性，联想控股 IT 业务业绩未来存在一定波动的可能性。

分析师

贾一晗

电话：010-85172818

邮箱：jiayh@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@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。

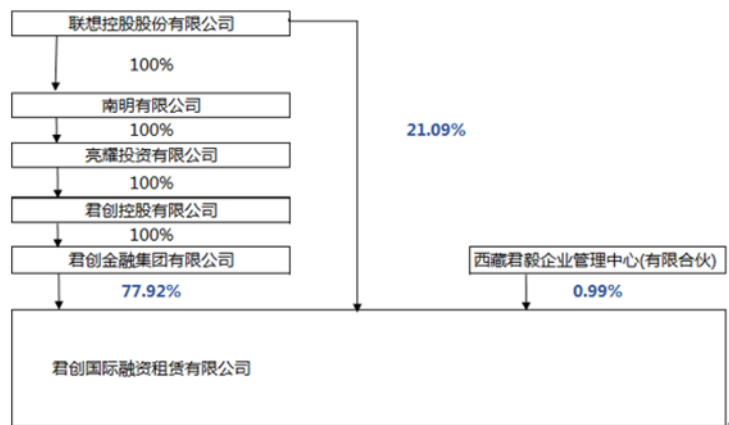
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

君创国际融资租赁有限公司（以下简称“公司”或“君创租赁”）于 2015 年成立，发起机构为联想控股股份有限公司（以下简称“联想控股”，股票代码 3396.HK）全资子公司君创金融集团有限公司（以下简称“君创金融”），初始注册资本为 15.00 亿元。历经 2 次增资，截至 2019 年 6 月末，公司注册资本为 20.20 亿元（实缴 20.18 亿元¹），联想控股直接及间接持股 99.01%，公司实际控制人为联想控股。

图 1 截至 2019 年 6 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围：融资租赁业务，租赁业务，向国内外购买租赁财产，租赁财产的残值处理及维修，租赁交易咨询和担保，兼营与主营业务有关的商业保理业务。【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

截至 2018 年末，公司内设 8 个事业部（下设部门包括先进制造、公共服务、节能环保、轻工食品、供应商租赁、交通物流、医疗健康、小微企业等 8 个部门）及信审风控部、运营管理部、财务部、战略发展部、人力资源部、法律事务部和行政部等 7 个职能部门；公司在职员工 368 人。截至 2019 年 6 月末，公司下设西藏君启创业投资有限公司（以下简称“君启创投”）和上海创赢设备租赁有限公司（以下简称“创赢租赁”）两家全资子公司。

截至 2018 年末，公司资产总额 125.73 亿元，其中应收融资租赁款净额 111.08 亿元；负债总额 100.57 亿元；所有者权益合计 25.16 亿元，全部为归属于母公司所有者权益；2018 年，公司实现营业收入 8.94 亿元，净利润 2.22 亿元，全部为归属母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额 1.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.40 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 129.61 亿元，其中应收融资租赁款净额 119.55 亿元；负债总额 103.78 亿元；所有者权益合计 25.83 亿元，全部为归属于母公司所有者权益；2019 年 1~6 月，公司实现营业收入 5.00 亿元，净利润 1.21 亿元，全部为归属母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额-7.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.95 亿元。

公司注册地址：上海市黄浦区湖滨路 168 号 28 楼 2801-2820 室，法定代表人：李思明。

¹ 公司章程约定剩余 180.00 万元由西藏君毅企业管理中心（有限合伙）于 2020 年 12 月 31 日前缴足。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“君创国际融资租赁有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）”，发行规模为不超过（含）5.45 亿元，期限为不超过 5 年（含）。本期债券采取公开发行的方式发行；债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期公司债券票面利率通过簿记建档方式确定。债券采用单利按年计息，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。

本期债券由联想控股股份有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金拟用于偿还有息债务及补充流动资金。

三、行业分析

目前公司主要收入来源于融资租赁业务，属于融资租赁行业。

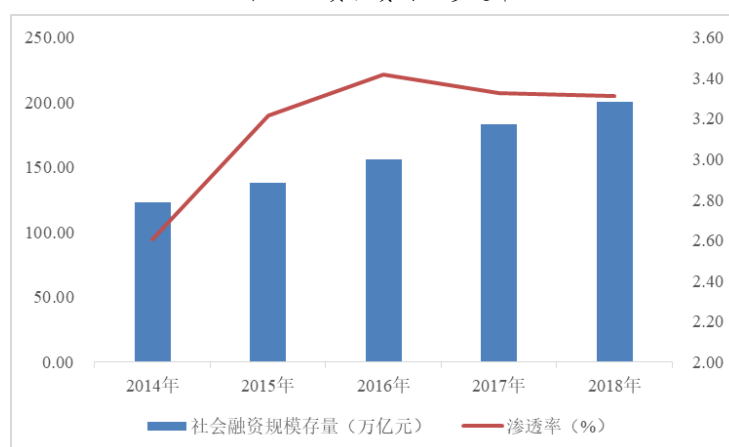
1. 融资租赁行业概况

长期以来，我国有两类融资租赁公司：一类是由银保监会批准成立的金融租赁公司，属于非银行金融机构；另一类是由商务部批准成立的租赁公司，主要是由非金融机构设立。2018 年以来，融资租赁公司数量增速有所放缓，2016~2018 年年末较年初增幅分别为 58.30%、35.39%和 21.71%；截至 2018 年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司）总数为 11,777 家；其中，金融租赁公司 69 家，较 2017 年末未发生变化。

从业务发展情况看，近年来，全国融资租赁合同余额保持增长，但增速有所放缓，2016~2018 年末较年初增幅分别为 20.05%、14.07%和 9.38%，其中金融租赁公司合同余额最大，为 2.50 万亿元，较上年末增长 9.65%；而内资和外资租赁公司受存在很多空壳公司的影响，合同余额分别为 2.08 万亿元和 2.07 万亿元，分别较上年末增长 10.64%和 7.81%。

行业渗透率方面，近年来，我国融资租赁行业已取得长足发展，市场规模和企业竞争力显著提高，行业贡献与社会价值逐步体现。但总体上看，融资租赁行业渗透率仍然较低，存在较大的行业发展空间。联合评级使用“期末融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率水平，近年来，融资租赁行业渗透率呈波动上升趋势但仍处于较低水平，截至 2018 年末，融资租赁行业渗透率为 3.31%，仍持续处于较低水平。

图 2 融资租赁行业渗透率



资料来源：中国人民银行、中国租赁联盟，联合评级整理

总体看，近年来，融资租赁行业企业数量和业务规模进一步增长，增速有所放缓；行业渗透率持续处于低位，融资租赁行业仍存在广阔的发展空间。

2. 监管环境与政策支持

近年来，各监管部门针对租赁公司相继颁布了多部法律法规。2015 年 9 月，国务院办公厅印发《关于加快融资租赁业发展的指导意见》和《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，全面系统部署加快发展融资租赁业。该意见提出坚持市场主导与政府支持相结合、发展与规范相结合、融资与融物相结合、国内与国外相结合的基本原则；鼓励融资租赁公司积极服务“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造 2025”和新型城镇化建设等国家重大战略，又要加快发展中小微企业融资租赁服务。到 2020 年融资租赁业市场规模和竞争力水平位居世界前列的发展目标。

2016 年 3 月，商务部、税务总局发布《关于天津等 4 个自由贸易试验区内融资租赁企业从事融资租赁业务有关问题的通知》，将内资租赁公司审批权下放，自 2016 年 4 月 1 日起，商务部、税务总局将注册在自贸试验区内的内资租赁企业融资租赁业务试点确认工作委托给各自贸试验区所在的省、直辖市、计划单列市级商务主管部门和国家税务局。

同时，上海、广东、北京、天津等地区不断出台地方政策，鼓励融资租赁产业的发展。如深圳、广州、珠海相继推出融资租赁扶持政策，引导融资租赁企业落户。北京市政府根据自身特点，结合中关村国家自主创新示范区规划，以科技金融创新为中心，鼓励中关村科技企业通过融资租赁方式实现发展，鼓励融资租赁企业不断创新融资租赁经营模式。上海自贸区外商融资租赁企业外汇资本金实行意愿结汇，融资租赁公司开展对外融资租赁业务时，不受现行的境内企业境外放款额度限制，允许融资租赁公司开立自由贸易账户等。

我国的融资租赁公司多头监管的状况由来已久，2018 年 5 月，商务部将制定融资租赁公司业务经营和监管规则职责划给银保监会，此通知发布至今已逾半年，银保监会尚未出台相应的监管措施，但监管环境已有了走向统一的趋势。目前，银保监会对金融租赁公司的客户集中度、资产分类、流动性等方面均有明确的监管标准，未来，若对内资、外资融资租赁公司监管从严，有助于提升其抵御系统性信用风险以及流动性风险的能力。

总体看，近年来中国融资租赁行业在监管、法律、税收、会计层面的政策环境都取得了较大进展，融资租赁业的政策环境逐步改善。

3. 行业关注

融资租赁行业面临一定的融资渠道受限的影响。融资租赁项目大多是中长期业务，银行短期贷款与租赁业务期限不匹配，将给企业留下了流动性风险隐患。为降低流动性风险，部分企业开始尝试租赁资产证券化、发行信托产品、引入保险资金、通过自贸区融入境外资金等渠道，但由于受市场认可度、融资成本等因素限制，短期内难以改变融资租赁企业对银行资金的依赖。而非金融租赁企业在资金来源上，就面临较高的筹资成本问题和资金规模受限的问题，在市场竞争中处于不利地位。尤其近年来在“去杠杆”背景下，融资难度增加，成本上升，对于融资租赁企业的盈利能力提升和业务规模的扩张产生负面影响。

业务风险方面，近年来，宏观经济下行压力较大，实体经济尤其是中小企业经营困难的问题凸显，逐渐攀升，违约事件频发；另外，融资租赁业务行业集中度总体较高，集中度风险不容忽视，融资租赁行业面临着由于经济周期及外部信用环境的变化所导致的资产质量下降的压力。

行业竞争加剧面临市场重新整合的问题。近几年，国内租赁企业数量大幅上升，但从融资方面，ABS 新规使得大多数中小企业融资受限，并且随着《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》的发布，未来监管趋于严格及统一成为必然趋势。这也必会使租赁行业面临重新整合的问题，信用风险高的中小型租赁公司面临着更为严峻的生存环境，甚至面临着被市场清退的风险。

4. 未来发展

中国租赁业的现状与中国高速发展水平很不相称，若以国际通用的融资租赁渗透率来衡量租赁行业发展成熟度，可以看出中国融资租赁业尚处于成长阶段初期，未来市场潜力巨大。根据《关于加快融资租赁业发展的指导意见》，到 2020 年，融资租赁业务领域覆盖面不断扩大，融资租赁市场渗透率显著提高，成为企业设备投资和技术更新的重要手段。该《意见》明确，建设法治化营商环境，研究出台融资租赁行业专门立法；完善财税政策，加大政府采购支持力度，鼓励地方政府探索通过风险补偿、奖励、贴息等政策工具，引导融资租赁公司加大对中小微企业的融资支持力度；拓宽融资渠道，积极鼓励融资租赁公司通过债券市场募集资金，支持符合条件的融资租赁公司通过发行股票和资产证券化等方式筹措资金。

从行业规模来看，随着内资试点企业申报流程的简化，以及《外商投资租赁业管理办法》修订等行业政策的进一步完善，以及融资租赁社会认知度的进一步提高，融资租赁企业设立将更加便捷，企业数量将继续较快增长，行业渗透率将进一步提升。

发展区域方面，依托“一带一路”、“京津冀一体化”等国家重大战略，融资租赁企业将逐步从沿海地区集中分布逐渐向中西部、东北部扩张，行业将在集聚发展基础上，逐步调节区域平衡。

业务领域方面，受我国宏观经济结构调整和政策规划引导影响，融资租赁在继续保持飞机、轮船、机械设备等大型固定资产业务发展的基础上，将在农机、科技、创投、文化、教育、卫生及基础设施等诸多领域开展业务，逐步改变公共领域单纯依靠政府投入的局面，并向电子信息、大生命健康、节能环保及新能源等高精尖产业布局，使业务范围加速扩展，产业对接进一步加快。

总体看，融资租赁行业在我国仍然处于起步阶段，法律、税收等方面仍需完善，且需要政府的政策扶持，资金来源有限在一定程度上束缚了资本金不够充足的融资租赁公司的发展。但是，该行业属于朝阳产业，拥有广阔的发展前景，并且为解决中小企业融资难等问题提供了新的解决途径。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于 2015 年，是联想控股旗下唯一直属融资租赁子公司，在其金融板块布局中具有重要战略地位，能够在资本方面得到控股股东联想控股的支持。近年来公司业务稳步发展，2016~2018 年，公司应收融资租赁款净额年均复合增长 40.15%；截至 2018 年末，公司应收融资租赁款净额 111.08 亿元，较上年末增长 13.88%。截至 2019 年 6 月末，公司应收融资租赁款净额 119.55 亿元，同比增长 7.63%。截至 2019 年 6 月末，公司注册资本 20.20 亿元（实缴 20.18 亿元），资本实力较强。

从业务开展来看，公司以华东地区为中心、业务辐射到全国范围内，业务重点集中于医疗健康、公共服务、先进制造、节能环保等领域，并涵盖轻工食品、文旅消费和交通物流等领域。从融资渠道来看，公司目前已与多家银行、同业机构展开合作，通过银行借款、转租赁等方式进行融资。此外，公司还通过发行债券、租赁资产证券化（ABS、ABN）等方式不断拓展融资渠道。从风险管理来看，公司建立了较为完善的风控体系，流程方面建立了从立项到上会的多级审核流程，并实施了授权管理制度，且信息化程度较高，有助于公司防范操作风险。

总体看，公司成立以来业务快速发展，业务覆盖范围广，融资渠道较畅通，风控体系较完善，具备一定的行业竞争力。

2. 人员素质

公司董事长兼总经理李思明，1965 年出生，法国巴黎高等商学院硕士、厦门大学学士，曾历任中华人民共和国商务部官员、美国通用电气（中国）有限公司高级经理、国际商用机器租赁有限公司总经理、美联信金融租赁有限公司董事长、海通恒信国际租赁有限公司总经理。2016 年 2 月起，任公司董事长兼总经理。

公司副总经理傅鹏宇，1977 年出生，北京大学硕士。曾历任中国农业银行交易员主管、农银金融租赁有限公司金融市场部总经理、业务发展部总经理。2018 年 5 月起，任公司副总经理，分管公司财务工作。

截至 2019 年 6 月末，公司正式员工 368 人。从学历构成来看，研究生及以上学历 45 人，占 12.23%；本科学历 190 人，占比 51.63%；专科及以下学历 133 人，占比 36.14%。

总体看，公司管理层具有较长从业经验，管理经验丰富，员工的学历结构符合行业特征，能够满足公司持续发展的需要。

3. 股东支持

联想控股直接及间接持有公司 99.01%的股份，为公司控股股东；自公司 2015 年成立以来，联想控股合计对公司注资 20.00 亿元。2018 年 3 月，联想控股向公司注资 5.00 亿元，其中 4.06 亿元计入实收资本，0.94 亿元计入资本公积并于 2018 年 11 月随西藏君毅企业管理中心（有限合伙）（以下简称“西藏君毅”）对公司增资 0.20 亿元一同转增为股本。

联想控股成立于 1984 年，由中国科学院计算技术研究所投资，创始人柳传志先生等 11 名科研人员创办。联想控股从单一 IT 行业起步，经过 30 多年的发展，构建起“投资+实业”的商业模式，现已成为多元化投资控股公司。联想控股采取“战略投资+财务投资”双轮驱动业务模式。目前，联想控股战略投资业务涉及 IT、金融服务、创新消费与服务、农业与食品以及新材料五大板

块；财务投资业务涉及天使投资、风险投资和私募股权投资等。经过多年发展，联想控股积累了较多的金融资源及业务资源，能够为公司今后业务扩张提供一定的支持。截至 2018 年末，联想控股资产总额 5,588.28 亿元，所有者权益合计 835.79 亿元；2018 年，联想控股实现营业收入 3,589.20 亿元，净利润 71.78 亿元；截至 2018 年末，联想控股金融板块²资产总额 2509.82 亿元，其中公司占比 5.01%；2018 年联想控股金融板块实现营业收入 69.62 亿元，其中公司占比 12.84%，实现净利润 25.67 亿元，其中公司占比 8.65%。

总体看，公司控股股东联想控股实力雄厚，金融板块规模较大，公司作为联想控股金融板块具有重要战略地位的子公司，能够在资本方面得到联想控股的支持，未来随着公司的发展，联想控股能够为公司业务扩张提供一定的支持。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司严格按照《中外合资经营企业法》《公司法》等法律法规及有关规定制定公司章程，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度，以进一步规范公司运作，提高公司治理水平。公司决策体系由董事会、监事和其他高级管理人员组成。

董事会是公司的权力机构。董事会由三人组成，由君创金融委派 2 名，其中 1 名董事在联想控股任职，联想控股另直接委派 1 名；公司董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长一人，由君创金融委派。公司不设监事会，设立一名监事，由君创金融委派，监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任；公司董事、高级管理人员不得兼任公司监事。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，总经理的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。副总经理、首席财务官、首席运营官、首席风控官、首席人力资源官等亦由董事会负责任免。

总体来看，公司法人治理结构比较完善，控股股东对公司控制力度强，能够与公司的业务发展相适应。

2. 管理体制与内控机制

公司按照相关法律、法规及公司章程等要求，结合自身经营及内部控制重点，制定了较完整的内部控制制度及管理办法。公司实行董事会决策下的执行委员会负责制，由执行委员会在职权范围内统筹公司正常运营，确保内控制度得以有效实施，在执行委员会下公司还设置了人力资源委员会、经营管理委员会及信贷审批委员会；其中，人力资源委员会承担公司的组织架构、薪酬体系设计及调整等决策职能，经营管理委员会承担公司日常经营决策职能，信贷审批委员会承担批准公司信贷政策及信贷资产、审批厂商及经销综合授信的职能。同时公司也在不断根据实际情况持续完善其内部控制体系。

业务管理方面，公司自成立起就建立起了一套独立的租赁业务系统，该业务系统涵盖了项目立项、项目审批、商务运作及签约审批、价款支付及所有权转移、资产管理综合运作、项目核销的业务全流程，能够有效提高公司业务审批流程并降低操作风险。

财务管理方面，公司根据《会计法》《企业会计准则》《融资租赁业务财务管理办法（2013 版）》和《融资租赁业务会计核算办法（2013 版）》等法律、法规要求，建立了完善的财务管理制度和办法并依法纳税。公司在每一会计年度终了时编制财务报告，并经有资格的会计（审计）机构审查

² 以下金融板块财务数据均为分部间抵消前数据。

验证，依法出具审计财务会计报告。公司按照国家有关规定，实行合并财务报表制度。

预算管理方面，公司制定了《年度预算管理流程》以保障预算管理工作的有效、有序及合理公正。2015~2017年，公司均完成了预算目标。公司将当年发展目标细化为详细的经营计划，并由各部门及下属子公司根据其工作计划指定费用开支并上报公司财务部，由财务部审核汇总后经公司执委会审批后形成公司当年的财务预算。公司各部门及下属子公司的各级审批人通过过程控制保证其费用预算的合理使用；并通过业绩考评、适时调整等手段提高管理效率及经济效益。

资金管理方面，为保障公司业务发展所需的金融资源的供给、提高资金使用效益、确保资金安全、防范流动性风险，公司针对资金预算、现金管理、流动性管理、银行账户管理、银行存款结算管理等建立了必要的管理机制。通过建立有效的沟通机制，安排资金头寸，保证流动性充足及资金使用效率。

对外融资方面，公司制定了对外融资制度，包括但不限于渠道选择、渠道维护、融资计划、融资方案设计、融资用途、融资原则、提款流程、贷后管理等。在融资过程中，先由融资部结合筹资计划制定具体筹资方案，明确筹资用途、规模、结构和方式等相关内容，对筹资成本和潜在风险做出充分估计；其中，重大筹资方案如发行股票，发行债券等，应形成可行性研究报告，全面反映风险评估情况和偿债能力。公司的具体筹资方案应经过首席财务官及首席执行官的审批，重大筹资方案必须向公司董事会报告，并获得董事会批准。

总体看，公司内部控制体系比较完善，各项内控制度基本健全。

六、业务运营

1. 业务概况

公司以融资租赁业务为主。近年来，公司租赁业务持续发展，营业收入及净利润持续增长，2016~2018年营业收入年均复合增长72.52%；2018年公司实现营业收入8.94亿元，同比增长26.17%，公司营业收入增速较前两年有所下滑，主要系2018年违约事件频发，公司主动控制业务规模以及战略调整业务布局所致；2016~2018年，公司净利润年均复合增长65.53%；2018年公司实现净利润2.22亿元，同比增长23.38%。公司营业收入主要由融资租赁收入和服务收入构成，其中服务收入主要系咨询费、手续费和资管费收入。2016~2018年，公司收入结构有所变化，主要系随着业务逐步开展，公司主动调整项目协议的收入拆分比例所致，2018年，主营业务收入均来自融资租赁业务，主营业务较突出。除租赁业务外，2017年公司还开展了少量委贷业务，取得其他业务利润0.10亿元，但自2018年起，公司不再新开展委贷业务，2018年存量委贷业务取得其他业务利润0.09亿元。2019年1~6月，公司将委托贷款收入由其他业务利润科目转入营业收入。

表1 近年来公司营业收入分布情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1~6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
融资租赁收入	1.90	63.32	4.95	69.85	7.18	80.33	4.11	82.20
服务收入	1.10	36.68	2.14	30.15	1.76	19.67	0.87	17.40
委托贷款收入	--	--	--	--	--	--	0.02	0.40
合计	3.00	100.00	7.09	100.00	8.94	100.00	5.00	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

2019年1~6月，公司实现营业收入5.00亿元，同比增长13.34%，主要系公司营业收入随租赁

资产规模上升而增长所致，公司营业收入中融资租赁收入占比 82.20%。

总体看，公司业务主要为融资租赁业务，主营业务较突出且发展良好，收入和利润均持续提升。

2. 业务发展

从融资租赁业务模式来看，公司主要采用回租模式，直接融资租赁（以下简称“直租”）模式业务规模较小。其中，回租模式主要以承租人现有设备开展业务，交易一般不涉及设备供应商。承租人通过向公司出售自有设备，将设备所有权转让给公司，并租回作融资租赁，待租赁到期后再由承租人回购租赁物。直租模式主要在交通物流板块及对小微企业板块中使用，一般为重卡汽车租赁或设备租赁，交易主要涉及设备供应商、租赁公司和承租人三方；公司作为出租人，与承租人签订融资租赁合同，根据承租人的要求向设备供货商购买选定设备并支付货款，设备运抵承租人经营地并投入运行后，承租人按月或按季向公司支付租金。在租赁期限内未经出租人同意，直租和回租的合约一般不可撤销，租赁期通常介于 2~5 年之间。

近年来，随着业务不断发展，公司租赁资产规模持续增长。截至 2018 年末，公司融资租赁累计放款总额达到 186.09 亿元。2016~2018 年，公司期末应收融资租赁款年均复合增长 40.15%；截至 2018 年末，公司期末应收融资租赁款净额 111.08 亿元，较上年末增长 13.88%。2016~2018 年，公司融资租赁投放规模有所波动，三年末分别为 55.55 亿元、67.06 亿元和 56.01 亿元。2019 年 1~6 月，公司融资租赁业务投放 22.23 亿元，融资租赁累计放款达到 208.32 亿元；截至 2019 年 6 月末，公司应收融资租赁款净额 119.55 亿元，较上年末增长 7.63%。

表 2 公司融资租赁业务情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~6 月
融资租赁累计放款总额	63.01	130.07	186.09	208.32
期末应收融资租赁款净额	56.55	97.54	111.08	119.55
当期融资租赁投放金额	55.55	67.06	56.01	22.23

资料来源：公司提供

业务投向方面，公司客户集中于先进制造、公共服务、医疗健康及节能环保等领域，其中先进制造、公共服务和医疗健康就是最主要的融资租赁投放领域。进入 2018 年以来，公司进一步将业务拓展到了小微和交通物流领域，并开始在此领域与设备厂商合作，采用直租业务模式，但目前该部分业务规模仍较小。在公司的主要投放行业目标客户方面，先进制造领域客户主要为行业内拟上市公司和知名 PE 投资企业，医疗健康领域客户主要为公立医院，公共服务领域客户主要集中于城镇基础设施建设、燃气、热电、水务等企业。

2016~2018 年，公司融资租赁投放行业分布逐渐趋于多元化，在医疗健康、公共服务领域的基础上，逐步向先进制造、节能环保、农牧食品和文旅消费等领域拓展。先进制造领域方面，公司主要投放标的资产为电子设备及汽车设备，2016~2018 年，应收融资租赁款规模持续上升，三年末分别为 13.94 亿元、26.38 亿元和 33.91 亿元，占比持续上升，三年末分别为 21.41%、23.74%和 27.17%。公共服务领域方面，公司主要投放标的资产为城市公用设备设施，2016~2018 年，应收融资租赁款规模波动下降，三年末分别为 32.04 亿元、33.58 亿元和 30.12 亿元，占比持续下降，三年末分别为 49.21%、30.21%和 24.13%。医疗健康领域方面，公司主要投放标的资产为医疗器械设施，2016~2018 年，应收融资租赁款规模余额持续上升，三年末分别为 11.03 亿元、28.03 亿元和 29.06

亿元，占比波动下降，三年末分别为 16.94%、25.22%和 23.28%。节能环保领域方面，公司主要投放标的资产为生态保护和环境治理设备，2016~2018 年，应收融资租赁款规模持续上升，三年末分别为 5.85 亿元、15.21 亿元和 16.96 亿元，占比波动上升，三年末分别为 8.98%、13.68%和 13.59%。截至 2019 年 6 月末，公司应收融资租赁款规模 135.45 亿元，同比增长 8.51%，其中先进制造、公共服务、医疗健康和节能环保是应收融资租赁款的主要分布行业，其他主要系公司电力和旅游项目收入。

表 3 公司应收融资租赁款分布情况（单位：亿元、%）

行业	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
先进制造	13.94	21.41	26.38	23.74	33.91	27.17	36.41	26.88
公共服务	32.04	49.21	33.58	30.21	30.12	24.13	34.51	25.48
医疗健康	11.03	16.94	28.03	25.22	29.06	23.28	26.40	19.49
节能环保	5.85	8.98	15.21	13.68	16.96	13.59	14.59	10.77
文旅消费	1.38	2.12	4.03	3.62	5.34	4.28	4.44	3.28
农牧食品	0.87	1.34	3.90	3.51	4.13	3.31	6.68	4.93
交通物流	--	--	0.02	0.02	3.34	2.67	5.53	4.08
小微	--	--	--	--	1.97	1.57	4.75	3.51
其他	--	--	--	--	--	--	2.15	1.58
合计	65.11	100.00	111.51	100.00	124.83	100.00	135.45	100.00

注：表中应收融资租赁款为余额口径，未剔除未确认融资收益及坏账准备
资料来源：公司提供

总体看，公司租赁资产规模持续增长且行业分布趋于多元化，先进制造、公共服务和医疗健康是公司最主要的业务领域。

3. 集中度分析

行业集中度方面，近年来，公司租赁业务行业分布有所调整，截至 2018 年末，先进制造、公共服务、医疗健康是公司提供融资租赁服务的主要行业，按租赁资产余额统计，2016~2018 年，公司前五大一级行业租赁资产余额占比分别为 98.66%、96.46%和 92.45%（详见表 3），行业分布较为集中，但呈下降趋势。截至 2019 年 6 月末，公司前五大一级行业租赁资产余额占比为 87.55%，较上年末进一步下降。

客户集中度方面，按前五大客户应收融资租赁款余额占期末净资产比重统计，逐年呈下降趋势，2016~2018 年末分别为 95.05%、65.83%和 40.19%，随着公司业务的不开展，公司客户集中度逐年下降。单一客户应收融资租赁款余额占期末净资产比重方面，2016~2018 年分别为 25.27%、18.48%和 9.86%，呈下降趋势。公司客户集中度尚可，单一客户应收融资租赁款占比尚可。截至 2019 年 6 月末，公司前五大客户应收融资租赁款余额占净资产比重为 37.32%，单一客户应收融资租赁款余额占净资产比重为 7.78%，均较上年末有所下降。

表 4 公司客户集中度概况（单位：亿元、%）

2016 年末			2017 年末			2018 年末		
客户	金额	占比	客户	金额	占比	客户	金额	占比
非关联方 1	3.99	25.27	非关联方 1	3.25	18.48	非关联方 1	2.48	9.86
非关联方 2	3.33	21.09	非关联方 2	2.59	14.72	非关联方 2	2.00	7.95

非关联方 3	2.77	17.54	非关联方 3	2.19	12.45	非关联方 3	2.00	7.95
非关联方 4	2.74	17.35	非关联方 4	1.82	10.35	非关联方 4	1.85	7.35
非关联方 5	2.18	13.81	非关联方 5	1.73	9.84	非关联方 5	1.78	7.08
合计	15.01	95.05	合计	11.58	65.83	合计	10.11	40.19

资料来源：公司提供

地区集中度方面，公司租赁业务发展遍布全国，按公司租赁资产地区分布统计，公司业务地区集中度尚可，2016~2018 年，前五大地区占比分别为 93.52%、90.26%和 91.84%，呈波动下降趋势；其中，华东地区和华中地区系公司最重要的业务开展区域，公司业务主要的在江苏省、河南省、湖北省、山东省和四川省开展；公司未来经营重点区域地区信用状况仍需关注。截至 2019 年 6 月末，公司租赁业务前五大地区占比为 91.40%，较上年末变化不大。

表 5 公司应收融资租赁款地区概况（单位：%）

地区	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
华东地区	39.82	29.85	32.61	34.22
华中地区	21.12	23.62	23.52	24.87
西南地区	11.33	13.68	13.57	11.54
华北地区	8.97	11.84	11.48	10.81
华南地区	12.27	11.27	10.66	9.96
东北地区	4.55	4.54	5.54	5.64
西北地区	1.94	5.21	2.62	2.95
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：表中为应收融资租赁款口径百分比，未剔除未确认融资收益及坏账准备

资料来源：公司提供

总体看，公司集中度情况整体处于下降趋势，其中行业集中度较高，先进制造、公共服务和医疗健康领域是公司最主要的业务领域；公司客户集中度尚可，单一客户应收融资租赁款占比尚可；公司地区集中度尚可且呈波动降低态势，华东地区和华中地区系公司最重要的业务开展区域。

4. 资产质量

2016 年，公司无不良资产。2017 年，公司产生不良资产 1.43 亿元，主要系对某上市乳业公司及其关联公司发放的应收融资租赁款，余额为 1.40 亿元。公司已对除去抵押物价值之外的风险敞口计提了专项风险准备，金额为 0.49 亿元。截至 2019 年 9 月末，在该上市乳业公司破产重组程序中，公司已有约 1.2 亿元被认定为共益债权，优先偿付，剩余约 0.20 亿元认定为普通债权。上述债权待原有上市乳业公司破产重组后进行清偿。2018 年，公司未新增不良资产。

不良率方面，2016~2018 年，受上市乳业公司项目影响，公司资产质量有所下降，三年末正常类资产占比分别为 100.00%、98.60%和 97.86%，不良率分别为 0.00%、1.40%和 1.43%，公司资产质量仍较好。2018 年，公司新增关注类资产 0.81 亿元，主要系由某生物公司项目、某供热公司项目及某中医院项目产生，目前均已达成展期协议或已经入法院执行阶段；同期，公司新增次级类资产 0.21 亿元，其中主要系某能源公司项目，目前项目已进入法院诉讼阶段，款项回收可能性较大。

拨备覆盖率方面，2016~2018 年，公司累计计提资产减值准备分别为 0.81 亿元、1.76 亿元和 2.15 亿元，因 2016 年公司无不良资产而无法计算拨备覆盖率，2017~2018 年公司拨备覆盖率分别为 123.08%和 131.10%；公司租赁资产减值准备计提较充分。

表 6 公司资产质量（单位：亿元、%）

资产分类	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	57.36	100.00	100.41	98.60	111.91	97.86	120.90	98.03
关注类	--	--	--	--	0.81	0.71	0.61	0.49
次级类	--	--	--	--	0.21	0.18	0.21	0.17
可疑类	--	--	1.43	1.40	1.43	1.25	1.62	1.31
损失类	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	57.36	100.00	101.84	100.00	114.36	100.00	123.33	100.00
不良率	--	0.00	--	1.40	--	1.43	--	1.48
拨备覆盖率	--	--	--	123.08	--	131.10	--	175.09

注：资产统计口径为总生息资产余额，包括融资租赁资产、委托贷款和保理等
资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月末，公司不良资产规模 1.83 亿元，较上年末增长 0.40 亿元，不良率 1.48%，较上年末变化不大；同期，公司拨备覆盖率 175.09%，较上年末有所上升。

总体看，公司业务资产质量较好，近年来不良率有所上升。同时，联合评级也关注到，随着近年来国内宏观经济承压，资产质量仍面临一定下滑的风险。

5. 资金来源

债权融资方面，公司主要通过银行借款、发行债券/ABS 和转租赁进行融资。2016 年，公司主要通过银行借款（占比 77.30%）和发行债券/ABS（占比 22.70%）进行融资。2017 年，公司新增转租赁和股东借款方式融资；结构方面，银行借款占比下降至 57.38%，债券/ABS 占比上升至 28.63%，新增转租赁和股东借款占比分别为 10.35%和 3.64%。2018 年，公司主要通过银行借款、债券/ABS 及转租赁进行融资；结构方面，银行借款占比进一步下降至 45.67%，债券/ABS 和转租赁占比分别上升至 35.20%和 19.13%。融资成本方面，截至 2018 年末，公司融资成本在 4.28~7.80%之间。整体看，公司融资成本略低于行业平均水平，融资成本处于尚可水平。2019 年 1~6 月，公司融资渠道较上年变化不大，仍然以银行借款为主，转租赁融资占比有所增长（占比 28.03%），发行债券/ABS 融资占比有所下滑（占比 27.19%）。

表 7 公司主要债务融资渠道概况（单位：亿元、%）

融资渠道	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行借款	28.36	77.30	47.35	57.38	39.71	45.67	41.57	44.78
债券/ABS	8.33	22.70	23.63	28.63	30.61	35.20	25.23	27.19
转租赁	--	--	8.54	10.35	16.63	19.13	26.02	28.03
股东借款	--	--	3.00	3.64	--	--	--	--
合计	36.69	100.00	82.52	100.00	86.95	100.00	92.81	100.00

资料来源：公司提供。

股权融资方面，自公司 2015 年展业以来，共进行了两次增资。2018 年 3 月，联想控股向公司注资 5.00 亿元，其中 4.06 亿元计入实收资本。2018 年 11 月，公司将 0.94 亿元资本公积随西藏君毅对公司增资 0.20 亿元一同转增为股本。公司股权融资规模相对债权融资规模较小。

总体看，近年来，公司融资渠道有所拓宽，其中银行借款仍占比最大，融资成本尚可。

6. 未来发展

公司未来规划将重点推进以下发展战略：

第一，深耕行业，打造租赁精品，提供专业服务。在经济结构转型以及金融监管变化的大环境下，公司坚持服务实体经济，服务结构转型的基本策略，稳步推进医疗健康、先进制造、节能环保、文旅消费、农牧食品等子行业的租赁服务，并根据市场需求和行业深入理解不断推出细分子行业的租赁服务产品。同时响应国家号召，大力推进普惠金融，着力发展小微企业融资及交通物流业务，解决中小企业和民营企业主的融资难问题。针对金属零部件加工、塑料塑胶、消费电子、通讯、光电等行业的小微客户以及交通物流行业的物流企业、重卡司机提供针对性强，服务精准的专业租赁服务。

第二，资产结构多元化，收入来源多元化。公司依据对市场经济的宏观判断，在行业布局、区域布局，客户类型布局等多方面组合资产配置，加强资产的收益能力和抗风险能力，强调稳健型的资产质量。业务模式多元化发展，从融资租赁提供商向综合服务提供商发展，提升经营性租赁、行业专业服务等对于租赁专业要求更高的收入能力，将融资和租赁的功能细化发展，多元化收入来源。

第三，提升数字运营能力，打造信息化服务平台。公司通过线上平台，提供数据化运营服务。在获客、申请、审批、运营、资产管理等全环节，为客户提供符合数据化运营时代需求的标准化、快捷化的一站式综合金融服务。公司计划紧紧围绕企业发展周期，服务其固定资产新增、营运资金筹措、产能平衡、二手设备转让等需求，形成设备商与企业，企业与企业间以设备为载体、以生产经营核心环节为交互，依靠信息化服务平台的增值服务。实现由“内部管理工具”向“业务发展推进器”的职能转变，进一步提升公司的市场竞争力及服务客户能力。

第四，提升资产管理能力，从资产管理到资产服务。公司通过提高资产相关管理能力，增加新设备购入、设备保养、维护、升级、改造、处置、耗材供给、设备存放等与资产管理紧密相关的服务内容，将资产管理进一步深化细化，向专业化要收益，向职业化要效益，使租后管理产生租后收益，实现从资产管理到资产服务的提升。

第五，培养专业团队，建设租赁职业化的标杆团队。公司以“职业精神、专业专注”的企业文化为引领，注重专业化团队建设及人才培养，积极实施人才培养、人才引进，完善激励，促进团队建设专业提升，促进企业持续发展。

总体看，公司制定了较为清晰且符合其自身定位的发展规划，但考虑到目前宏观经济下行压力较大，业务规模大幅扩张可能会使公司所面临的信用风险攀升，公司相关风险控制能力仍需关注。

七、风险管理分析

1. 风控架构及风控制度

公司为建立有效的风险管控体系，提高风险防范与管理水平，促进公司稳健运行和持续发展，针对各业务阶段制定了具体的管理制度及操作指引，包括《年度风险管理政策》《信贷审批委员会工作规则》《租赁物管理办法》《商务操作指引》《保险操作指引》《运营标准操作手册》《业务操作规范及流程指引》等多项风险制度及管理工具，涵盖业务尽职调查、审批管理、放款管理、资金管理、会计核算、印章管理、档案管理、采购管理等各层面各操作环节。

公司全面风险管理工作与其他管理工作紧密结合，按照管理工作的职能定位不同，全面风险管理工作形成三道防线，主要包括董事会、风险管理主管部门以及各级风险管理主体。董事会负责确

定公司风险管理总体目标，批准风险管理策略并督导公司风险管理文化的培育；董事会下设的信贷审批委员会为公司常设的风险管理主管部门，承担风险管理最高决策职能，并拥有最终审批权限。目前公司已将包括项目立项、项目审批、商务运作及签约审批、价款支付及所有权转移、资产管理综合运作、项目核销的业务全流程应用到租赁系统，且各阶段相互制衡，形成了完整的风险控制流程。

总体看，公司风险架构层级分明，可以满足自身经营管理的需要。

2. 风险管理流程与措施

（1）信用风险管理

信用风险是融资租赁公司面临的主要风险。信用风险是指由于交易对方不能或不愿履行合约承诺而使公司遭受损失的可能性。

公司信审风控部负责信用风险的日常管理；其中信审风控部下设风险管理部负责风险管理政策的汇总及修订、资产数据统计及分类、内部风险评级系统管理、存量客户年度复评、操作风险管理等。信审风控部下设信贷审批部按照行业分类制定不同行业的授信指引，明确相关行业的授信策略及目标客户分类，具体的客户准入标准（财务指标及非财务指标）及交易结构（租赁物准入、融资比例、期限和付款频率等）要求，并依据授信指引对业务项目进行租前授信审批。

项目审批方面，为加强公司授权管理的有效性，公司制订了《君创国际融资租赁审批权限表（SOA）》。SOA 明确了各级人员相应的审批权限及责任，公司管理人员根据权限范围分为五级。各级管理人员须根据 SOA 指引进行审核批复，各级管理人员设有不同的项目审批额度。公司每年对 SOA 进行修订调整以确保授权审批体系的最优适用性。

公司为保证租赁资产运营管理的效益，提高租赁资产安全性、盈利性、流动性，通过《信贷资产五级分类及坏账准备金计划办法》（下简称“五级分类”）、《风险管理政策》《内部信用评级模型》等管理工具来实现公司租赁资产管理的安全、高效运转。

租后管理方面，租赁资产监控管理的方式包括租金管理及资产安全监控。公司运营管理部通过及时、持续、完善的租金回笼监控，实时监测承租人的履约情况；当承租人出现公司五级分类中的风险事项或不良影响因素时，及时将租赁资产列入预警状况并实施重点监控与管理。险情管理即当风险情况严重危及租赁资产安全致使发生或预计发生损失时，公司及时启动资产安全保障措施。

（2）市场风险管理

随着我国利率市场化改革和汇率形成机制改革的进行，利率和汇率波动的幅度和频率将逐步加大，导致利率和汇率敏感性资产和负债的波动增加，使得市场风险逐渐上升为商业银行以及非银行金融机构的主要风险之一。公司财务部主要负责市场风险的日常管理。

利率风险方面，公司目前与承租人签署的融资租赁合同中，保留了根据中国人民银行的基准利率同步调整租赁利率的权利，且在租赁期限上与公司银行贷款期限基本匹配，能够较好的控制利率风险，但仍面临由于市场竞争等因素造成的租赁业务无法随银行贷款利率调整而使利差收窄、收益下降的风险。

汇率风险方面，公司目前尚无外币借款，无外汇风险敞口。

（3）流动性风险管理

流动性风险是指由于金融资产流动性的不确定性变动而遭受经济损失的可能性。租赁公司的流动性风险主要来源于负债结构和租赁资产期限结构不匹配。公司财务部主要负责市场风险的日常管理。

公司目前日常的流动性管理主要可分为两个方面，一方面是从中长期的角度对资产和负债期限结构进行管理，确保期限结构合理；另一方面是面向季度及月度等短周期的头寸动态管理。由于公司的项目期限以3~5年为主，因此公司在进行银行融资时多考虑长期资金的融入。

资金部每月召开月度经营管理会，动态调整未来半年、3个月的资金规划及投融资规划，对资金进行压力测试，主动管理风险，确保资金安全。每周一召开资金会议，对当月资金进行实时滚动监控。每周根据项目预投放量、匹配资金来源，确定提款规模和提款时点；对重大项目节点控制、特殊支付方式提前沟通。针对头寸进行动态管理，平衡日常资金收支和资金闲置成本，有效地减小整体资金管理压力。

（4）操作风险管理

操作风险是指由于内部程序、人员、系统的不完善或失误，或外部事件造成直接或间接损失的风险。公司运营管理部主要负责操作风险的日常管理。

公司通过对租后流程的管理及优化，构建并管理信息系统，保障系统正常运营及信息安全，降低操作风险并保障运营效率，公司各项业务和职能系统电子化程度很高。

总体看，公司建立了较为完善的风险控制制度及业务操作流程，风险管理水平逐渐提升。同时联合评级也关注到，近年来随着宏观经济下行压力较大，信用风险攀升，信用风险仍然是公司面临的主要风险，联合评级将对公司未来的资产质量及逾期租赁款的回收情况保持关注。此外，公司资产负债存在一定的期限错配情况，符合行业特征，但流动性风险整体较低。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016~2018 年审计报告，公司审计报告均由普华永道会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留的审计意见。2016~2017 年财务数据均取自后一年审计报告中的期初或上期数，2019 年本年度财务数据未经审计。从合并范围来看，2016 年公司无子公司，2017 年公司新增 3 家子公司，2018 年公司减少 1 家子公司，但子公司规模均较小。此外，2019 年，由于金融工具的确认和计量执行了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》和《企业会计准则第 24 号——套期会计》（以下简称“金融工具新准则”），公司资产构成科目有所变动。总体看近年来公司财务数据可比性强。

截至 2018 年末，公司资产总额 125.73 亿元，其中应收融资租赁款净额 111.08 亿元；负债总额 100.57 亿元；所有者权益合计 25.16 亿元，全部为归属于母公司所有者权益；2018 年，公司实现营业收入 8.94 亿元，净利润 2.22 亿元，全部为归属母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额 1.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.40 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 129.61 亿元，其中应收融资租赁款净额 119.55 亿元；负债总额 103.78 亿元；所有者权益合计 25.83 亿元，全部为归属于母公司所有者权益；2019 年 1~6 月，公司实现营业收入 5.00 亿元，净利润 1.21 亿元，全部为归属母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额-7.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.95 亿元。

2. 资产质量

近年来，随着公司租赁业务的发展，公司资产规模持续增长，2016~2018 年年均复合增长 45.35%。截至 2018 年末，公司资产总额为 125.73 亿元，较上年末增长 16.85%，资产构成以应收融资租赁

款³（占比 88.35%）为主。

应收融资租赁款是公司最主要的资产组成部分，随着公司租赁业务的发展，应收融资租赁款净额逐年增长，2016~2018 年年均复合增长 40.15%；截至 2018 年末，公司应收融资租赁净额为 111.08 亿元，较上年末增长 13.88%。按期限来看，1 年以内到期的占比 40.33%，1~2 年的占比 33.22%，2~5 年的占比 25.09%，5 年以上的占比 1.36%。坏账计提方面，截至 2018 年末，公司应收融资租赁款坏账准备 2.13 亿元，不良应收融资租赁款 1.43 亿元，资产质量尚可，不良资产拨备覆盖率为 149.29%，坏账计提较充分。受限方面，截至 2018 年末，公司应收融资租赁款中受限部分 63.32 亿元，占比 57.01%，受限比例较高，符合融资租赁行业特征。

截至 2019 年 6 月末，公司资产总额 129.61 亿元，较上年末增长 3.09%，资产构成仍以应收融资租赁款（占比 92.24%）为主。截至 2019 年 6 月末，公司应收融资租赁款 119.55 亿元，较上年末增长 8.51%。

总体看，随着公司租赁业务的发展，公司资产规模持续增长，构成以租赁业务形成的应收融资租赁款为主，公司租赁资产资产质量尚可，坏账计提较充分，资产受限比例较高，流动性较弱，符合融资租赁行业特征。

3. 负债及所有者权益

负债

近年来，随着租赁业务的发展，公司负债规模持续增长，2016~2018 年年均复合增长 51.67%；截至 2018 年末，公司负债总额 100.57 亿元，较上年末增长 11.74%，其中有息债务 86.37 亿元，占比 85.88%。2018 年以来，公司全部债务短期债务占比较大，截至 2018 年末占比 60.42%，较上年末上升 9.26 个百分点，主要系部分长期借款转入一年内到期长期借款以及 2018 年公司发行资产证券化产品部分转入一年内到期应付债券所致；从期限来看，公司 1 年以内到期债务占比较高，短期内债务到期偿还压力值得关注，公司债务结构仍有调整空间。随着公司债务规模的增加，杠杆水平增长波动上升，近三年资产负债率分别为 73.47%、83.65%和 79.99%，全部债务资本化比率分别为 69.91%、82.36%和 77.44%，均呈波动增长趋势，考虑到公司所在行业特性，债务负担尚可。

表 8 公司负债情况表（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
负债总额	43.72	90.01	100.57	103.78
全部债务	36.69	82.14	86.37	92.01
短期债务	17.91	42.03	52.19	65.77
资产负债率	73.47	83.65	79.99	80.07
全部债务资本化比率	69.91	82.36	77.44	78.08

资料来源：公司审计报告及 2019 年 1~6 月财务报表，联合评级整理

截至 2019 年 6 月末，公司负债总额 103.78 亿元，较上年末增长 3.19%；其中有息债务 92.01 亿元，较上年末增长 6.53%；有息债务中短期债务占比 71.48%，较上年末增长 11.06 个百分点，主要系部分应付债券转入一年内到期的应付债券所致。

总体看，随着业务规模的扩大，公司融资规模呈增长趋势，债务负担有所增长，杠杆率波动增长，短期内债务到期偿还压力需保持关注。

³ 以下此科目分析均包含一年内到期的部分。

所有者权益

公司主要通过股东注资以及利润留存补充资本。2016~2018 年公司实收资本年均复合增长 15.99%；2016~2018 年公司未分配利润年均复合增长 146.58%；随着利润的留存，公司所有者权益持续增长，2016~2018 年年均复合增长 26.22%；截至 2018 年末，公司所有者权益 25.16 亿元，较上年末增长 43.02%；其中实收资本占比 80.23%，未分配利润占比 17.20%，公司所有者权益稳定性好。

截至 2019 年 6 月末，公司所有者权益 25.83 亿元，较上年末增长 2.68%，所有者权益结构较上年末变化不大，所有者权益稳定性仍较好。

总体看，近年来随着股东注资和利润留存，公司所有者权益规模持续增长，且稳定性较好。

4. 盈利能力

随着租赁业务的展业，公司营业收入持续增长，2016~2018 年分别为 3.00 亿元、7.09 亿元和 8.94 亿元，年均复合增长 72.52%。近年来，随着营业收入的增长，公司净利润持续增长，2016~2018 年年均复合增长 65.53%，2018 年公司实现净利润 2.22 亿元，同比增长 23.38%。

营业成本方面，公司主要营业成本来自于借款利息支出，2016~2018 年分别为 0.67 亿元、2.90 亿元和 4.28 亿元，年均复合增长 153.11%，2018 年公司利息支出同比增长 47.71%，主要系受市场环境的影响，公司融资成本略有上升所致。受利息支出快速增长影响，公司营业成本逐年快速增加，2016~2018 年分别为 0.72 亿元、3.12 亿元和 4.59 亿元。

期间费用方面，随着职工薪酬及福利的增长，管理费用增长较快，导致公司期间费用持续增长，2016~2018 年分别为 0.55 亿元和 0.82 亿元和 1.18 亿元，年均复合增长 46.86%。公司期间费用构成较为稳定，主要为管理费用，占比持续保持在 105%以上，财务费用主要为少量银行存款利息收入，无销售费用。

公司资产减值损失主要为计提的某上市乳业公司项目减值准备以及对委托贷款和应收融资租赁款计提的组合减值准备，公司对委托贷款和应收融资租赁款组合的减值损失情况进行评估，公司对坏账计提较充分，2016~2018 年资产减值损失年均复合下降 23.71%；2018 年公司计提资产减值准备 0.41 亿元，较上年下降 56.65%，其中租赁资产减值准备 0.43 亿元，冲回委托贷款资产减值准备 0.02 亿元。随着信用风险的攀升，公司未来仍面临一定的资产减值压力。

表 9 公司盈利能力指标情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~6 月
营业收入	3.00	7.09	8.94	5.00
营业成本	0.72	3.12	4.59	2.52
期间费用	0.55	0.82	1.18	0.67
净利润	0.81	1.80	2.22	1.21
营业利润率	33.12	33.92	33.25	32.24
平均资产收益率	2.31	2.15	1.90	0.95
净资产收益率	6.29	10.78	10.38	4.74

资料来源：公司审计报告及 2019 年 1~6 月财务报表，联合评级整理

从各项盈利指标来看，营业利润率方面，公司营业利润率保持较高水平，2016~2018 年为 33.12%、33.92%和 33.25%；2016~2018 年，公司平均资产收益率及净资产收益率处于较高水平但有一定波动，2018 年分别为 1.90%和 10.38%，均较上年变化不大。综合以上分析，公司盈利能力尚可。

2019 年 1~6 月，公司实现营业收入 5.00 亿元，同比增长 13.34%，实现净利润 1.21 亿元，同比增长 6.14%。盈利指标方面，2019 年 1~6 月，公司营业利润率为 32.24%，平均资产收益率为 0.95%，净资产收益率为 4.74%（指标均未年化）。

总体看，随着资产及经营规模的扩大，公司收入及利润规模持续增长，整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动现金流来看，近年来公司租赁项目投放的金额逐年增长，租金回收亦有所增加，2016~2018 年公司经营活动现金流入年均复合增长 112.27%；与此同时，受 2018 年公司租赁项目投放速度放缓所致，公司经营活动现金流出规模小幅波动下滑，年均复合下降 0.26%；2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-43.12 亿元、-40.45 亿元和 1.35 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正。

从投资活动来看，2016 年公司投资活动较少，2017~2018 年，公司为提高留存资金收益，在确保流动性的前提下，投资国债回购活动较为频繁。2016~2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.07 亿元、-2.25 亿元和 1.28 亿元。

从筹资活动来看，公司通过银行借款、发行债券、股权融资等多种方式筹集资金，以满足公司投资需求，筹资活动保持净流入状态，2016~2018 年公司筹资活动现金流净流入规模波动下降，三年分别为 41.17 亿元、43.92 亿元和 1.76 亿元。公司展业时间较短，未来业务扩张所需资金较大，因此公司有较大的筹资需求。

表 10 公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~6 月
经营性现金流量净额	-43.12	-40.45	1.35	-7.40
投资性现金流量净额	-0.07	-2.25	1.28	-0.52
筹资性现金流量净额	41.17	43.92	1.76	2.98
现金及现金等价物净增加额	-2.02	1.22	4.40	-4.95
期末现金及现金等价物余额	1.23	3.38	8.67	6.23

资料来源：公司审计报告及 2019 年 1~6 月财务报表，联合评级整理

2019 年 1~6 月，公司经营性现金流量净额为-7.40 亿元，由上年的净流入转为净流出；投资性现金流量净额为-0.52 亿元，由上年的金流入转为净流出；筹资性现金流量净额为 2.98 亿元，持续保持净流入状态。

总体看，近年来，公司经营性及投资性现金流量净额由负转正，筹资性现金净流入规模波动下降。2019 年上半年，公司经营性及投资性现金流量净额由正转负，筹资性现金净流入规模有所增长。同时，考虑到公司展业时间较短，未来业务扩张仍有较大资金需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，近年来公司流动资产持续增长，2016~2018 年年均复合增长 86.02%，主要系公司一年内到期的应收融资租赁款持续增长所致，截至 2018 年末，公司流动资产 58.33 亿元，较上年末增加 47.15%；同期，受短期债务持续增长的影响，流动负债持续增长，2016~2018 年年均复合增长 69.74%，主要系公司短期借款及一年内到期的长期借款和其他非流动负债大幅增长所致，截至 2018 年末，公司流动负债 61.00 亿元，较上年末增长 38.52%；截至 2018 年末，公司流动比率为 0.96 倍，较上年末增长 0.06 倍。截至 2018 年末，公司一年内到期的应收融资租赁款为

45.20 亿，对短期债务的覆盖覆盖率为 107.64%，公司应收融资租赁款短期债务形成保证，短期偿债压力尚可。

长期偿债能力方面，随着经营规模的扩大，利润总额大幅增加，另外融资需求的增加导致利息支出增加，受以上因素影响，近年来公司 EBITDA 持续增长，年均复合增长 105.19%，2018 年公司 EBITDA 为 7.43 亿元，同比增长 36.05%，构成以利息支出和利润总额为主，分别占比 57.63% 和 40.00%；2016~2018 年公司 EBITDA 利息倍数持续下降，分别为 2.64 倍、1.88 倍和 1.74 倍，盈利对利息支出的保障程度较好；2016~2018 年公司 EBITDA 全部债务比小幅增长，分别为 0.05 倍、0.07 倍和 0.09 倍，公司盈利对债务的覆盖倍数尚可。

截至 2019 年 6 月末，公司无对外担保。

截至 2019 年 6 月末，公司共获境内金融机构授信总额 86.04 亿元，实际已使用额度 40.86 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

根据中国人民银行征信中心出具的企业征信报告显示，截至 2019 年 8 月 7 日，公司未结清和未结清信贷业务均为正常类。

总体看，近年来公司负债规模增长较快，短期偿债压力较大，盈利对债务的覆盖倍数尚可，但对于利息的覆盖程度仍然较好。考虑到公司作为联想控股金融板块具有重要战略地位的融资租赁公司，自 2015 年成立以来业务快速发展，收入利润增长较快，盈利能力尚可，公司整体偿债能力很强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年末，公司全部债务合计为 92.01 亿元，本期拟发行公司债券规模为不超过（含）5.45 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度尚可，债务负担有所加重。

以 2018 年末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 5.45 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别增加至为 80.82% 和 78.49%，债务负担水平有所加重。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，2018 年经营活动产生的现金净流入 1.36 亿元，为本期债券发行额度（5.45 亿元）的 0.25 倍；2018 年筹资活动前净现金流为 2.63 亿元，为本期债券发行额度（5.45 亿元）的 0.48 倍，公司经营活动产生的现金净流入及筹资活动前净现金流对公司债券的覆盖程度有待进一步提升。2018 年公司 EBITDA 为 7.43 亿元，为本期债券发行额度（5.45 亿元）的 1.36 倍，公司盈利规模对公司债券的覆盖程度尚可。

总体看，公司经营活动产生的现金净流入及筹资活动前净现金流对公司债券的覆盖程度有待进一步提升，但期限较长的公司债券有利于公司负债结构的改善，有利于公司业务规模的发展，并考虑到公司作为联想控股子公司，股东实力雄厚，自身间接融资能力较强，公司对本期债券的偿付能力很强。

十、担保方信用风险分析

1. 担保条款

本期债券由联想控股提供不可撤销连带责任担保。担保人于 2019 年 3 月 6 日出具担保函，同意为公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券提供担保，担保方式为全额不可撤销的连带责任保证担保，保证期间为债券到期之日起二年。债券持有人或债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

(1) 联想控股概况

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

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

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

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

2013 年 8 月，联想控股有限公司开始股份制改革并对其于 2013 年 6 月 30 日的净资产额进行独立评估。根据评估报告，经审计的净资产账面价值为人民币 25.29 亿元，用于确定注册成立联想控股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联想控股核发新的营业执照。

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），联想控股于 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，联想控股获中国证监会批准，成为 H 股“全流通”试点中的首家试点企业。2018 年 6 月 6 日，联想控股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，联想控股的股份结构变为：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 6 月底，联想控股总股本为人民币 23.56 亿元。其中，国科控股持有联想控股 29.04% 的股份，为联想控股第一大股东，联想控股无实际控制人。

表11 截至2019年6月底联想控股股权结构表（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	16.98
北京联恒永信投资中心（有限合伙）	5.26
柳传志	2.89
其他	25.46

资料来源：联想控股提供

联想控股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2019年6月底，联想控股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）；合并范围子公司22家。

截至2018年底，联想控股合并资产总计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，联想控股实现营业收入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；联想控股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。

截至2019年6月底，联想控股合并资产总计5,868.56亿元，负债合计4,978.32亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计890.24亿元，其中归属于母公司所有者权益585.21亿元。2019年1~6月，联想控股实现营业收入1,793.11亿元，净利润（含少数股东损益）43.48亿元，其中归属于母公司所有者的净利润24.14亿元；联想控股经营活动现金流量净额为12.35亿元，现金及现金等价物净增加额-7.71亿元。

联想控股注册地址：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。

（2）联想控股经营分析

经营概况

联想控股为投资集团，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，联想控股营业收入逐年增长，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；同期联想控股净利润波动下降，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12 2016~2018年联想控股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

注：1. 2016年9月，联想控股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，联想控股对2015年同期比较数据进行了相应追溯调整。2. 联想控股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
资料来源：联想控股年报

收入构成方面，IT业务是联想控股收入最重要的来源，该板块主要由联想集团负责运营。2016~2018年，联想控股IT板块收入稳步增长，年均复合增长8.20%，2018年，联想控股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，是联想控股营业收入的主要来源。2016~2018年，联想控股金融服务收入逐年增长，年均复合增长111.16%，2018年联想控股金融服务收入69.56亿元，同比增长92.90%，主要系收购卢森堡国际银行所致；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，联想控股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，联想控股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联想控股合并范围，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年联想控股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%。联想控股业务板块还包括创新消费与服务和财务投资，这些板块的收入占营业收入比重较小，目前对联想控股营业收入规模影响较小。

毛利率方面，分板块看，2016~2018年，联想控股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，对联想控股利润影响较小。2018年，先进制造与专业服务毛利率14.91%。受上述因素影响，联想控股综合毛利率近三年分别为15.99%、14.92%和15.59%，整体较为稳定。

2019年1~6月，联想控股实现营业收入1,793.11亿元，较上年同期增长14.54%，实现净利润43.48亿元，较上年同期增长23.69%，主要系IT板块、金融服务板块及农业与食品板块收入增加所致。

总体看，IT业务是联想控股最重要的收入来源，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；联想控股出售了房地产开发业务，回流了较大规模现金，为联想控股的其他业务发展提供了较好的支撑。整体看，近三年，联想控股整体经营较为稳健；且多元化发展的业务布局有助于联想控股分散经营风险。

IT业务

联想控股IT的经营主体是联想集团。联想集团是联想控股最大的子公司，IT业务收入是联想

控股最重要的收入来源。

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 业务主要包括智能设备业务和数据中心业务等。

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、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，联想控股未来个人 PC 业务的发展将面临一定的不确定性。2019 年 1~6 月，联想集团智能设备业务收入 1,463.45 亿元，占 IT 板块营业收入的 89.24%。

移动业务主要为智能手机业务，近年来，联想集团移动业务通过实施降低费用、简化产品组合以及集中发展拉丁美洲和北美等战略。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%。2019 年 1~6 月，联想集团数据中心收入 177 亿元，占 IT 板块营业收入的 10.76%。

表 13 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

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

资料来源：公司提供

联想控股 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，联想控股议价能力不高；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、第三方经销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。

联想控股 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；联想控股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，且联想控股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，或联想控股与单一或有限货源的供应商合作受到贸易战影响，将对联想控股 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 2019 年 6 月底，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 IBM x86 服务器业务，联想控股 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，联想控股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，联想控股移动业务下滑明显。

金融服务业务

联想控股在金融服务业务领域布局广泛，联想控股子公司已取得多项金融牌照及许可。联想控股金融服务业务主要由子公司正奇金融、考拉科技和本公司运营。

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、资本市场业务等业务品种，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。2019年1~6月，正奇金融实现收入7.36亿元。

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，较上年末增长10.41%。

截至2019年6月底，正奇金融贷款类业务余额54.18亿元，较上年同期下降15.5%；融资租赁业务余额45.19亿元，较上年同期下降14.9%；商业保理业务余额13.95亿元，较上年同期下降26.9%；担保业务余额37.62亿元，较上年同期下降10.4%。

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。

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2019年6月底，贷款余额超过人民币60亿元。2017~2018年和2019年1~6月，考拉科技分别实现营业收入17.28亿元、19.50亿元和9.27亿元。

2018年，联想控股完成对卢森堡国际银行的收购。卢森堡国际银行成立于1856年3月，是卢森堡第一家股份制银行。卢森堡国际银行总部位于卢森堡，在丹麦、瑞典、瑞士、中东等地区设有国际分支机构。截至2018年底，卢森堡国际银行员工总数超2,000人；拥有41家支行，8家私人银行中心和7家中小企业中心，在丹麦、瑞典、瑞士、迪拜等境外区域设有国际分支机构。下设三大业务板块：商业活动板块（Commercial Activities），金融市场板块（Treasury and Financial Markets）和集团中心板块（Group Center）。截至2019年6月底，卢森堡国际银行管理资产规模达419亿欧元，较2018年底的395亿欧元增长6.1%，主要是由零售、公司财富管理业务带来7亿欧元的新增净流入以及2018年四季度不利市场环境好转带来的17亿欧元积极影响共同导致；客户存款余额达183亿欧元，较2017年底的173亿欧元增长5.8%；客户贷款余额达140亿欧元，较2018年底

增长 4.6%，其中商业性贷款增加 6 亿欧元（较 2018 年底剔除减值后增加 4.4%）。截至 2019 年 6 月底，卢森堡国际银行核心一级资本充足率为 11.73%，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。2019 年 1~6 月，卢森堡国际银行实现营业收入 2.65 亿欧元，实现净利润 4,500 万欧元。

总体看，联想控股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，且金融服务业务毛利率水平较高，未来随着业务规模的扩大有望给联想控股贡献较高的利润，但随着业务规模的扩大，需关注联想控股的风险控制能力。

创新消费与服务

联想控股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。联想控股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。联想控股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，联想控股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，另一方面联想控股业务板块调整，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，提供以幼儿学前教育为主的服务。联想控股于 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 2019 年 6 月底，联想控股通过子公司南明有限公司持有三育教育 51% 的股权，此外联想控股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 2019 年 6 月底，三育教育在上海、苏州、南京、重庆、长沙、广州等城市有 111 家直营幼儿园以及 9 家早教和培训学校，并有 14 家新建幼儿园正在筹备中，在园学生超过 3.5 万名，员工数量约 5,200 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 年和 2019 年 1~6 月，三育教育分别实现收入 4.97 亿元和 2.91 亿元，净利润 0.51 亿元和 0.15 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 2019 年 6 月底，德济医院拥有开放床位 324 张；2016~2018 年和 2019 年 1~6 月，门诊人数分别达 11.3 万人次、15.9 万人次、17.1 万人次和 7.4 万人次，出院人次分别达 4,075 万人次、6,593 万人次、6,634 万人次和 3,479 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；2019 年 1~6 月，德济医院实现收入 1.38 亿元，净利润 0.05 亿元。

总体看，联想控股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；联想控股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。

农业与食品

联想控股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。联想控股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”）⁴。2016~2018年，联想控股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。2019年1~6月，农业与食品业务收入74.91亿元。

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，从而实现联想控股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，联想控股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，联想控股已经在全国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，联想控股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，联想控股持有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。联想控股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，

⁴ 2016年，公司将丰联集团资产注入佳沃集团。

团队实现平稳过渡。未来，ASI 将寻找更多机会进行上游资源整合。2017 年 10 月，KB Food 设立香港办公室并完成团队的组建，于 11 月份首次参展青岛国际渔业博览会并获良好效果。2018 年 12 月完成对深海虾捕捞公司 Takari 的收购，进一步巩固 KB Food 在虾类产品的市场领先者地位。2019 年 7 月，联想控股完成对智利的三文鱼公司 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三文鱼上游资源的项目，进一步提升了自身对上游优质资源的掌控。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，联想控股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、Takari 和 Australis Seafoods S.A.，联想控股农业与食品业务收入大幅增长。

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。联想控股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 年和 2019 年 1~6 月，联想控股先进制造与专业服务分部分别实现收入为 63.31 亿元和 27.26 亿元。

联想控股新材料业务的主要运营公司为全资子公司联泓集团，截至 2018 年底，联想控股通过联泓集团持有联泓新材料 60.44% 的股权。主要从事精细化学品和化工新材料生产业务。

2017 年，联泓集团下属联泓新材料成功引入国科控股战略投资，在改善资本结构的同时，进一步增强了联想控股在新材料、精细化学品领域创新研发的技术积累与发展潜力。

业务方面，2017 年，联想控股 EVA 产品中高醋酸乙烯（VA）含量产品销售比例达到 81%，较 2016 年提升 26%，其中高毛利电缆料产品市场占有率全国第一，新产品 FL02528 亦成功打入光伏应用领域，且销量稳步增长，助力联想控股盈利能力进一步提升。2017 年 11 月，联想控股顺利实施自开工以来首次停工检修及技改扩能工程，全面复产后联想控股 DMTO 装置产能整体提升约 30%，产品单位成本显著降低。另外，联泓集团下属煤炭业务实现全年安全生产，受益于国家去产能政策落实，煤炭市场向好，煤炭业务盈利水平同比大幅提升。

2018 年，在运营方面，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。市场方面，联泓新材料通过加强产品开发及市场渠道拓展，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。同时，联泓新材料开发的特种聚丙烯新产品已进入奶茶杯等应用领域，受到了客户的高度好评。EVA 产品中高 VA 含量产品占比达到 100%，其中电缆料产品市场占有率继续保持全国领先。特种 EOD 产品比例进一步提高，产品在减水剂及特种表面活性剂领域的影响力不断提升。税收方面，联泓新材料获评高新技术企业，享受 15% 企业所得税税率的优惠政策，盈利能力进一步提升。创新方面，联泓新材料在科技创新方面取得积极进展，被认定为山东省特种精细化学品工程技术研究中心，同时获评山东省新材料领军企业、山东化工新材料行业十强企业、山东省石油与化学工业百强企业、中国石油和化工民营企业百强等荣誉称号。

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，有效降低甲醇原料价格波动对其利润的影响。此外，联泓新材料正在积极筹划 A 股深交所上市事宜，2019 年 5 月完

成山东省证监局辅导验收；2019年6月10日，联泓新材料收到中国证监会首次公开发行并上市申请的受理通知。

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。受益于装置安全稳定运行、装置物耗及能耗指标不断降低、产品结构持续优化、产品市场需求旺盛等因素，2019年1~6月，联泓集团实现收入26.72亿元，净利润2.42亿元。

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。目前联想控股在武汉、郑州两个城市的批发市场拥有30万吨冷链仓储设施，并通过电子商务交易平台进行在线交易和推广相关冷链物流服务。2019年宏观经济去杠杆使资金成本大幅上升，为控制风险，增益供应链停止了供应链金融业务，在加强冷库运营的同时，继续降低重资产的规模，回笼资金。武汉白沙洲冻品批发市场维持了93%的出租率。

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。2019年1~6月，增益供应链实现收入0.54亿元，净利润0.31亿元，较上年同期均大幅下降，主要系为控制风险停止供应链金融业务，以及优化重资产所致。

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，但受控制经营及财务风险的影响，营业收入有所下降。

房地产业务

联想控股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，联想控股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，联想控股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联想控股拥有与房地产开发业务相关的股权及债权。联想控股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，联想控股出售房地产开发业务现金对价应收款已全部收回。

总体看，联想控股将房地产开发业务进行了出售，回流了大规模资金，为联想控股其他业务投资提供了较好的支撑。

财务投资板块

联想控股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”）和联想控股本部；不同投资主体为联想控股寻求在企业不同阶段的投资机会。财务投资板块主要为联想控股获取投资回报，除此之外，联想控股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，联想控股未来可能追加投资并长期持有，纳入战略投资板块。

联想控股投资项目主要由联想控股投资团队主动寻找，搜集到相关投资标的的信息后，联想控股

投资团队先根据联想控股投资标准评估与讨论有关潜在机会，若项目符合联想控股投资要求，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，联想控股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，联想控股则会退出，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。

孵化器投资

联想控股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、医疗健康和人工智能三个方向进行布局。

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 2019 年 6 月底，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 250 个，已投出乐逗游戏、旷视科技 MEGVII、思必驰、云丁科技、作业盒子、Pony.AI、北科天绘、燃石医学、开拓药业、派格生物、康诺亚生物、Axonix 等优质项目。2019 年 1~6 月，联想之星投资境内外项目超过 20 个，涵盖人工智能、生物技术、医疗新服务、新消费等细分方向，在管项目有超过 30 个发生下轮融资，超过 5 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。

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 2019 年 6 月底，君联资本共管理 8 期美元综合基金（其中 2 期已结算），5 期人民币综合基金，3 期人民币早期基金（其中 1 期属于君睿祺的下属子基金），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 1~6 月，君联资本新募集 2 支美元基金和 1 支人民币基金，分别是 LC Fund VIII, L.P.、LC Healthcare Fund II, L.P.、上海君联晟灏创业投资合伙企业（有限合伙）。截至 2019 年 6 月底，君联资本募集资金总额人民币 78.77 亿元，其中新募基金 8 期美元综合基金的募集金额折人民币 17.15 亿元，2 期医疗美元基金的募集金额折人民币 9.84 亿元，TMT 创新人民币基金的募集金额为人民币 7.82 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、智能制造和文娱等行业内的创新及成长期企业。2018 年度，君联资本全部或部分退出项目 24 个，为联想控股贡献资金回款约人民币 7 亿元，创造了良好的现金收益。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。2019 年 1~6 月，君联资本累计完成 13 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；君联资本全部或部分退出项目 22 个，为联想控股贡献资金回款超过人民币 6 亿元。截至 2019 年 6 月底，君联资本共有 64 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 5 期人民币成长基金、TMT 创新人民币基金、2 期医疗人民币基金的最终募集。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。

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。

截至 2019 年 6 月底，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。2019 年 1~6 月，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基金管理公司，完成了新 1 支基金—弘毅远方消费升级混合基金(006644)的募集，共 4,674 户投资者参与有效认购，净认购金额人民币 4.04 亿元，目前在管 2 支公募基金合计资产规模人民币 6.1 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。

2019 年 1~6 月，弘毅 PE 基金共完成 12 个项目的完全退出或部份退出，弘毅夹层基金共完成 1 个项目的完全退出，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回款。同时，弘毅投资在管企业有 2 家企业在中国资本市场上市（分别为中原特钢、万达电影）。截至 2019 年 6 月底，弘毅投资共有 45 家被投企业成功在境内外上市（含 PI/PE 投资）及 3 家在新三板挂牌。截至 2019 年 6 月底，弘毅投资已完全退出 51 家公司的投资，这些投资的内部收益率中位数在 12%左右。

总体看，财务投资板块，联想控股通过不同投资主体投资处于不同发展阶段的企业，为联想控股获取可观的投资回报，并为联想控股战略投资提供机会和资源。

经营效率

2016~2018 年，随着联想控股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，随着联想控股主动缩减并最终退出房地产开发业务，联想控股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，联想控股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，主要系联想控股持续收购子公司致商誉等资产大幅增长所致。

总体看，联想控股经营效率尚可。

经营关注

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。

融资渠道风险

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。

管理风险

联想控股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，提高了联想控股的管理难度。由于被投资企业众多且业务独立性强，对联想控股的管理水平和人才储备提出了挑战。

重大事项

出售房地产板块

2016 年 9 月 16 日，联想控股及融科智地（联想控股的附属公司）（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。

与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，联想控股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。根据联想控股相关公告，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，联想控股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，联想控股本次出售房地产开发业务主要是联想控股战略业务调整，未来联想控股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。

收购卢森堡国际银行

2017 年 9 月 1 日，联想控股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% 的已发行股本（以下简称“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 & 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，联想控股召开股东特别大会，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、南明及联想控股订立的日期为 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，联想控股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联想控股的间接子公司，将纳入联想控股合并范围。

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，符合联想控股建设支柱型资产的目标，随着投资完成，联想控股的营业收入及盈利规模将进一步提升。

未来发展

未来，联想控股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，联想控股 IT 板块业务较为稳定，联想控股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；联想控股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。联想控股将站在全球化的高度来打造和管理联想控股的投资组合，在国内外合理布局资源。

财务投资方面，联想控股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；联想控股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。联想控股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，联想控股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，保证联想控股的长远健康发展；加强联想控股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。

总体看，联想控股着眼于全球化发展，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。

（3）联想控股财务分析

财务概况

联想控股提供了 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。联想控股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）》，联想控股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），联想控股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，联想控股合并范围无重大变化。2018 年，联想控股完成对卢森堡国际银行的收购并纳入合并范围，对联想控股财务报表影响较大，财务数据可比性较弱。

截至 2018 年底，联想控股合并资产总计 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，联想控股

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；联想控股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。

截至 2019 年 6 月底，联想控股合并资产总计 5,868.56 亿元，负债合计 4,978.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 890.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 585.21 亿元。2019 年 1~6 月，联想控股实现营业收入 1,793.11 亿元，净利润（含少数股东损益）43.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 24.14 亿元；联想控股经营活动现金流量净额为 12.35 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.71 亿元。

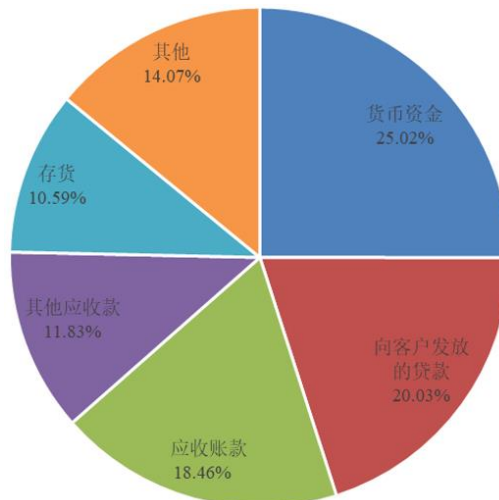
资产质量

2016~2018 年，联想控股资产规模逐年增长，年均复合增长 31.56%。截至 2018 年底，联想控股资产总额 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%；联想控股资产构成较为均衡。

流动资产

2016~2018 年，联想控股流动资产逐年增长，年均复合增长 24.11%。截至 2018 年底，联想控股流动资产总额 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 3 截至 2018 年底联想控股流动资产构成



资料来源：联想控股审计报告

2016~2018 年，联想控股货币资金波动增长，年均复合增长 24.94%，其中 2017 年底较上年末下降 7.67%，主要系联想控股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，联想控股货币资金 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，联想控股应收账款逐年增长，年均复合增长 15.41%；截至 2018 年底，联想控股应收账款账面价值 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，联想控股账龄较短。联想控股应收账款共计提坏账准备 7.83 亿元，考虑到联想控股应收账款账龄主要为一年以内，计提较为充足。

2016~2018 年，联想控股其他应收款波动减少，年均复合减少 15.80%；截至 2017 年底，联想控股其他应收款较上年末下降 30.02%，主要系 2016 年联想控股处置终止经营业务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，联想控股其他应收款 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。联想控股其他应收款主要为应收代工厂商款和应收代垫及暂付款，分别占其他应收款余额的 45.66%和 39.98%。应收代工厂商款主要为联想集团在日常经营活动中因委托代工厂商加工零部件而产生的应收款项。

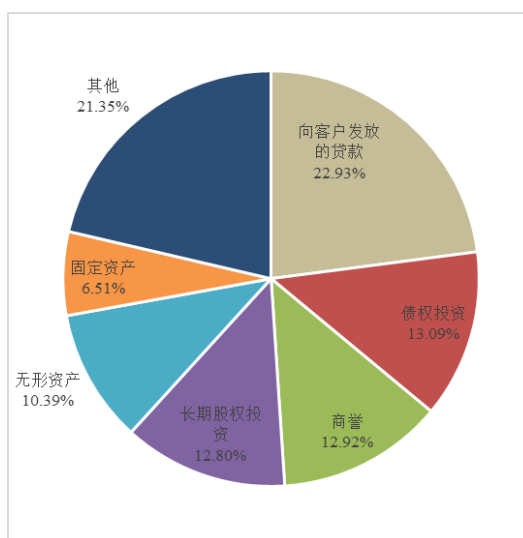
2016~2018 年，联想控股向客户发放的贷款波动增长，年均复合增长 124.06%，主要系 2018 年联想控股合并范围新增卢森堡国际银行致银行业务规模大幅扩大所致。截至 2018 年底，联想控股向客户发放的贷款 535.18 亿元，较年初大幅增长 402.41%。

2016~2018 年，联想控股存货规模波动增长，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，联想控股存货 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。联想控股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 年度联想控股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，联想控股手机业务销售降幅较大，联想控股存货存在继续跌价的风险。

非流动资产

2016~2018 年，联想控股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，联想控股非流动资产总额为 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%）、无形资产（占比 10.39%）、固定资产（占比 6.51%）和其他（占比 21.35%）为主，如下图所示。

图 4 截至 2018 年底联想控股非流动资产构成



资料来源：联想控股审计报告

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。

2016~2017 年，联想控股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，联想控股无债权投资。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；由联想控股及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，联想控股长期股权投资逐年增长，年均复合增长 15.38%；截至 2018 年底，联想控股长期股权投资 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，以及联想控股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，联想控股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。联想控股长期股权投资前五大联营企业情况如下表所示。联想控股计提减值准备 1.53 亿元，考虑到联想控股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 14 截至 2018 年底联想控股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：联想控股审计报告

2016~2018 年，联想控股向客户发放的贷款大幅增长，年均复合增长 831.96%，主要系联想控股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，联想控股向客户发放的贷款 668.78 亿元，较年初大幅增加 651.26 亿元。

2016~2018 年，联想控股固定资产波动增长，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，联想控股固定资产账面价值 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，联想控股无形资产规模较为稳定，年均复合增长 2.92%；截至 2018 年底，联想控股无形资产账面价值 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，联想控股整体无形资产质量较好，减值风险较小。

2016~2018 年，联想控股商誉逐年增长，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，联想控股商誉 376.92 亿元，较年初增长 5.60%；2018 年底联想控股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，联想控股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，联想控股计提商誉减值准备 5.09 亿元。

截至 2018 年底，联想控股受限资产合计 229.84 亿元，占资产比例为 4.11%，受限比例较低。

表 15 截至 2018 年底联想控股受限资产情况（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

截至 2019 年 6 月底，联想控股资产总额 5,868.56 亿元，较年初增长 5.02%；其中流动资产占比 47.30%，非流动资产占比 52.70%，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来联想控股资产规模逐年增长，联想控股资产规模较大，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，联想控股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，受限资金及资产规模较大但总体占比不高，联想控股整体资产质量较好。

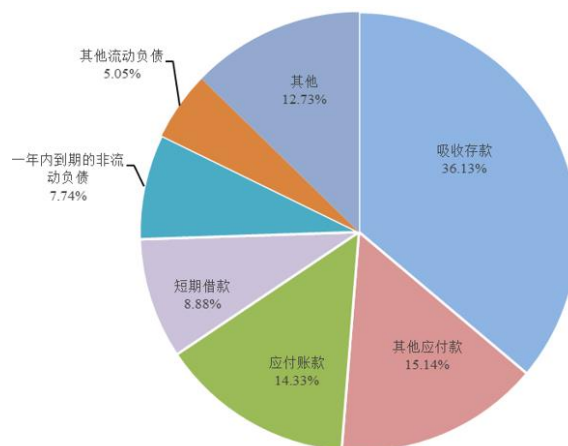
负债及所有者权益

2016~2018 年，联想控股负债规模逐年增长，年均复合增长 36.98%；截至 2018 年底，联想控股负债合计 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%，联想控股负债以流动负债为主。

流动负债

2016~2018 年，联想控股流动负债波动增长，年均复合增长 42.31%；截至 2018 年底，联想控股流动负债 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5 截至2018年底联想控股流动负债构成



资料来源：联想控股审计报告

2016~2018 年，联想控股短期借款波动增长，年均复合增长 41.93%；截至 2018 年底，联想控股短期借款合计 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，联想控股应付账款逐年增长，年均复合增长 8.96%；截至 2018 年底，联想控股应付账款合计 520.45 亿元，较年初增加 3.77%，主要系应付货款增加所致；联想控股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，联想控股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，联想控股其他应付款合计 549.76 亿元，与年初基本持平。截至 2018 年底，联想控股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，联想控股无吸收存款。截至 2018 年底，联想控股新增吸收存款 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，联想控股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，联想控股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，联想控股其他流动负债逐年减少，年均复合减少 12.76%；截至 2018 年底，联想控股其他流动负债 183.54 亿元，较年初减少 20.06%，主要系还款所致。联想控股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，联想控股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，联想控股非流动负债合计 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，联想控股长期借款波动增长，年均复合增长 4.06%；截至 2018 年底，联想控股长期借款余额合计 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，联想控股应付债券逐年增长，年均复合增长 14.74%；截至 2018 年底，联想控股应付债券余额合计 414.25 亿元，较上年末增长 23.83%，主要系联想控股及子公司 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，联想控股无应付金融机构款项。截至 2018 年底，联想控股应付金融机构款项 62.76 亿元，均来源于卢森堡国际银行。

2016~2018 年，联想控股其他非流动负债逐年增长，年均复合增长 73.70%；截至 2018 年底，联想控股其他非流动负债 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，联想控股递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 13.69%；截至 2018 年底，联想控股递延所得税负债合计 60.44 亿元，较年初增长 25.68%，主要为联想控股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，联想控股全部债务规模波动增长，年均复合增长 17.32%。截至 2018 年底，联想控股全部债务为 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，联想控股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%，联想控股债务负担较重。

截至 2019 年 6 月底，联想控股负债合计 4,978.32 亿元，较年初增长 4.75%；流动负债和非流动负债分别占比分别为 74.87%和 25.13%，负债结构较年初变化不大。截至 2019 年 6 月底，联想控股全部债务 1,496.71 亿元，其中短期债务占比 46.35%，长期债务占比 53.65%，较年初变化不大；联想控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比例分别为 84.83%、62.70%和 47.42%，较年初分别下降 0.21 个百分点、下降 0.33 个百分点和上升 1.76 个百分点，债务负担进一步加重。

所有者权益

2016~2018 年，联想控股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，联想控股所有者权益合计 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%。联想控股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，联想控股其他综合收益-15.18 亿元，主要系外币报表折算差额影响所致。

截至 2019 年 6 月底，联想控股所有者权益 890.24 亿元，较年初增长 6.51%；其中归属于母公司所有者权益占比 65.74%，权益结构较年初变化不大。

总体看，近年来，联想控股负债规模随着联想控股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，联想控股负债结构有所变化；联想控股债务有所增长，债务结构较为均衡，债务负担较重。联想控股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。

盈利能力

2016~2018 年，联想控股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，联想控股利润总额波动下降，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，联想控股净利润波动下降，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，联想控股费用总额逐年增长，年均复合增长 6.01%；2018 年，联想控股费用总额 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，联想控股销售费用波动增长，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，联想控股管理费用（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，联想控股财务费用逐年增长，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，联想控股费用收入比分别为 14.45%、

15.30%和 13.89%，联想控股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，联想控股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。2016~2018 年，联想控股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，联想控股其他收益分别为 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，联想控股投资收益波动增长，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。联想控股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，联想控股投资收益占利润总额的比重分别为 34.44%、100.65%和 49.20%。联想控股投资项目较多，投资收益在利润总额中比重较大，且波动幅度较大，联想控股盈利水平对投资收益的依赖度偏高，联想控股面临一定的投资收益波动风险。

从盈利指标来看，2016~2018 年，联想控股营业利润率较为稳定，分别为 15.42%、14.71%和 15.46%；联想控股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%。

2019 年 1~6 月，联想控股实现营业收入 1,793.11 亿元，较上年同期增长 14.54%，实现净利润 43.48 亿元，较上年同期增长 23.69%。

总体看，近年来，联想控股收入及盈利规模大，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，联想控股面临一定投资收益波动风险。

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，联想控股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，联想控股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，近三年联想控股现金收入比分别为 102.56%、100.08%和 98.78%，收入实现质量一般。

投资活动方面，2016~2018 年，联想控股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，联想控股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 年联想控股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，由于联想控股投资项目收益实现周期较长，有一定的培育期，同时基于联想控股业务板块多维发展，联想控股倾向于以中长期借款和发行债券等方式筹集资金，随着联想控股 2015 年实现整体上市，直接融资渠道进一步拓宽。2016~2018 年，联想控股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，联想控股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，联想控股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%。

2019 年 1~6 月，联想控股经营活动现金流量净额 12.35 亿元，投资活动现金流量净额-90.43 亿元，筹资活动现金流量净额 69.79 亿元，现金及现金等价物净增加额为-7.71 亿元。

整体看，联想控股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，联想控股存在对外融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，联想控股流动比率呈波动下降态势，分别为 0.97 倍、1.00 倍和 0.74 倍，联想控股流动资产对流动负债覆盖程度尚可；联想控股速动比率逐年下降，分别为 0.85 倍、0.84 倍和 0.66 倍。2016~2018 年，联想控股现金短期债务比波动上升，分别为 1.03 倍、1.26 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，联想控股短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018 年，联想控股 EBITDA 波动下降，年均复合下降 1.23%，主要系联想控股利润总额波动增加所致。2018 年，联想控股 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，联想控股 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，联想控股长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 6 月底，联想控股对外担保余额为 189.26 亿元，占 2019 年 6 月底总资产的 3.22%，净资产的 21.26%。其中正奇金融对外担保业务发生的担保额为 37.62 亿元，占联想控股对外担保总额 19.88%；对关联方的担保金额 37.15 亿元，占比 19.63%；对非关联方⁶担保金额 42.43 亿元，占比 22.42%。对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

截至 2019 年 6 月底，联想控股不存在对联想控股的正常经营产生较大影响的重大诉讼情况。

根据联想控股提供企业信用报告（机构信用代码：G10110108003284209），截至 2019 年 9 月 12 日，联想控股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，联想控股及各子公司在各家金融机构未使用授信额度 871 亿元，联想控股间接融资渠道畅通；联想控股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，联想控股现金类资产充足，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。

（4）债权保护效果

以 2018 年底财务数据测算（假设本期发行规模为 5.45 亿元），本期公司债券发行规模占联想控股的资产总额（5,588.28 亿元）、所有者权益总额（835.79 亿元）的比例分别为 0.10%和 0.65%。2018 年联想控股实现营业收入 3,589.20 亿元，对本期债券本金保障倍数为 658.57 倍，考虑到联想控股资本实力雄厚，主营业务竞争力强，其担保对于本期债券信用水平提升显著。

十一、综合评价

公司作为联想控股金融板块中具有重要战略地位的融资租赁公司，在资本注入方面得到联想控股较大支持。近年来，公司业务持续发展，收入利润规模持续增长，盈利能力尚可，业务覆盖范

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。

围广，融资渠道较畅通，风控体系较完善，具备一定的行业竞争力；同时，公司管理层具有较长从业经验，管理经验丰富。

同时，联合评级也关注到，近年来公司不良率有所上升；随着外部信用风险的攀升，未来公司经营重点区域信用风险以及公司自身资产质量仍需关注。

随着战略的稳步推进，未来公司业务规模和盈利水平有望提升，整体竞争实力将有所增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券担保方联想控股业务布局广泛且合理，资本实力雄厚，融资渠道畅通，收入规模大，现金类资产充裕，财务状况良好，具有很强的竞争力，其提供的不可撤销连带责任保证担保对本期债券信用水平提升显著。

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

附件 1 君创国际融资租赁有限公司 组织结构图（截至 2019 年 6 月末）



附件 2 君创国际融资租赁有限公司 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	59.51	107.60	125.73	129.61
应收融资租赁款净额（亿元）	56.55	97.54	111.08	119.55
负债总额（亿元）	43.72	90.01	100.57	103.78
短期债务（亿元）	17.91	42.03	52.19	65.77
全部债务（亿元）	36.69	82.14	86.37	92.01
所有者权益（亿元）	15.79	17.59	25.16	25.83
营业收入（亿元）	3.00	7.09	8.94	5.00
净利润（亿元）	0.81	1.80	2.22	1.21
不良率（%）	0.00	1.40	1.43	1.48
拨备覆盖率（%）	--	123.08	131.10	175.09
单一客户融资集中度（%）	25.27	18.48	9.86	7.78
最大十家客户融资集中度（%）	95.05	65.83	40.19	37.32
资产负债率（%）	73.47	83.65	79.99	79.99
全部债务资本化比率（%）	69.91	82.36	77.44	78.08
总资产收益率（%）	2.31	2.15	1.90	0.95
净资产收益率（%）	6.29	10.78	10.38	4.74
流动比率（倍）	0.80	0.90	0.96	--
EBITDA（亿元）	1.76	5.46	7.43	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.64	1.88	1.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.07	0.09	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.32	1.00	1.36	--

附件 3 联想控股股份有限公司 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额 (亿元)	3,228.53	3,356.69	5,588.28	5,868.56
所有者权益 (亿元)	695.87	795.77	835.79	890.24
短期债务 (亿元)	468.56	360.23	722.97	693.74
长期债务 (亿元)	566.98	657.83	702.35	802.98
全部债务 (亿元)	1,035.54	1,018.05	1,425.32	1,496.71
营业收入 (亿元)	3,069.53	3,162.63	3,589.20	1,793.11
净利润 (亿元)	81.37	48.55	71.78	43.48
EBITDA (亿元)	204.11	176.49	199.12	--
经营性净现金流 (亿元)	122.83	-53.70	27.61	12.35
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	0.31
现金收入比率 (%)	102.56	100.08	98.78	92.59
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	5.04
营业利润率 (%)	15.42	14.71	15.46	17.99
费用收入比 (%)	14.45	15.30	13.89	15.92
资产负债率 (%)	78.45	76.29	85.04	84.83
全部债务资本化比率 (%)	59.81	56.13	63.04	62.70
长期债务资本化比率 (%)	44.90	45.26	45.66	47.42
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	0.74
速动比率 (倍)	0.85	0.84	0.66	0.67
现金短期债务比 (倍)	0.94	1.11	1.10	1.10
经营现金流动负债比率 (%)	6.85	-3.10	0.76	0.33
EBITDA/本期发债额度 (倍)	37.45	32.38	36.54	--

附件 4 有关计算指标的计算公式 (君创国际融资租赁有限公司)

指 标 名 称	计 算 公 式
年均增长率	$[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
逾期率	逾期金额/融资租赁资产余额 $\times 100\%$
不良率	不良融资租赁资产余额/融资租赁资产余额
拨备覆盖率	融资租赁资产损失准备余额/不良融资租赁资产余额 $\times 100\%$;
融资租赁资产拨备率	融资租赁资产损失准备余额/融资租赁资产余额 $\times 100\%$
单一客户融资集中度	最大单一客户融资余额/净资产 $\times 100\%$
最大十家客户融资集中度	最大十家客户融资余额/净资产 $\times 100\%$
净利息差	融资租赁业务收入/[(期初应收融资租赁款余额+期末应收融资租赁款余额)/2] $\times 100\%$ -利息支出/[(期初全部债务+期末全部债务)/2] $\times 100\%$
总资产收益率	净利润/[(期初总资产+期末总资产)/2] $\times 100\%$
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2] $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总计 $\times 100\%$
全部债务资本化比率	全部债务/(全部债务+所有者权益) $\times 100\%$
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+一年内到期的长期借款+一年内到期的应付债券+其他流动负债科目中有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+其他非流动负债科目中有息债务
全部债务	短期债务+长期债务
流动比率	流动资产/流动负债
筹资活动前现金流动负债比	(经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额)/期末流动负债
筹资活动前现金利息保障倍数	(经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额)/利息支出
EBITDA	利润总额+利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务比

附件 5 有关计算指标的计算公式 (联想控股股份有限公司)

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 6 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 君创国际融资租赁有限公司 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，在每年君创国际融资租赁有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

君创国际融资租赁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。君创国际融资租赁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君创国际融资租赁有限公司的相关状况，如发现君创国际融资租赁有限公司或本次（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。

如君创国际融资租赁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，直至君创国际融资租赁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，跟踪评级报告将报君创国际融资租赁有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年十月二十八日