

信用等级公告

联合〔2020〕1720号

联合资信评估有限公司通过对联想控股股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持联想控股股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“12 联想债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告



联想控股股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
联想控股股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
12 联想债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
12 联想债	23 亿元	19.84 亿元	2022/11/25

注:上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

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

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

评级观点

联想控股股份有限公司(以下简称“联想控股”或“公司”)是全球知名的大型多元化投资控股集团,构建了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的创新商业模式,其中战略投资领域,投资分布于 IT 业务、金融服务、创新消费与服务、农业与食品、先进制造与专业服务五大板块;跟踪期内,公司营业收入持续增长,利润总额稳步提升。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,全球传统 PC 市场竞争激烈,新冠肺炎疫情爆发给公司 IT 业务带来较大的运营压力、大规模的投资收购活动带来业务整合风险、整体债务负担重以及商誉规模较大等因素可能给公司信用状况带来不利影响。

未来,公司将在稳固传统 IT 业务的基础上,逐步打造在金融服务、农业及食品、新材料等领域更多新的业务支柱和细分行业龙头,实现产业与金融业务融合发展,公司经营情况和投资收益有望保持良好水平。

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

优势

1. 公司业态多元且具备内部协同能力,有助于分散经营风险。作为全球知名的投资控股集团,公司推行“战略投资+财务投资”双轮驱动模式与业务协同,投资分布于 IT 业务、金融服务、创新消费与服务、农业与食品、先进制造与专业服务等领域,形成一定产业聚焦和丰富的项目资源,广泛的布局有助于分散经营风险;2019 年加强对卢森堡国际银行的战略布局,促进金融服务领域成为公司重要支柱与利润来源。

2. 公司 PC 产品保持全球出货量和市场占有率第一,公司已拥有国内领先的水果全产

分析师：杨学慧 郭蕾

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

业链平台和知名高端品牌“佳沃”。跟踪期内，联想 PC 产品出货量与市场占有率（24.80%）位居全球第一，保持行业龙头地位；在农业与食品领域，拥有水果供应链平台鑫荣懋，旗下高端水果品牌“佳沃”已形成品牌影响力，同时在动物蛋白领域，实质提升对上游稀缺优质资源的掌控能力。

3. 跟踪期内，公司资产权益规模保持增长，收入利润水平稳步提升，经营性净现金流有所增长。

关注

1. 国际贸易环境的不确定性加大、行业需求趋向饱和和新冠肺炎疫情影响，加大了 IT 行业景气度的波动。全球 PC 出货量波动下降，智能手机市场容量接近饱和，新冠肺炎疫情所带来的全球复工复产压力，公司 IT 业务面临较大的增长压力；IT 业务的核心电子元件外部依存度高，国际政治经济贸易波动或将对 IT 业务带来一定经营风险。

2. 产业投资风险有所显现。国际经济环境复杂多变，公司多业务领域受行业政策影响较大，出现零增长或负增长，公司投资收益波动性可能加大。

3. 对外资金需求强。公司投资与并购活动规模较大且需求持续，公司整体存在较大外部融资需求。

4. 公司对外担保金额较大，存在一定或有风险。

主要财务数据:

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	453.83	795.98	838.49
资产总额(亿元)	3356.69	5588.28	6247.46
所有者权益(亿元)	795.77	835.79	924.95
短期债务(亿元)	360.23	722.97	709.58
长期债务(亿元)	657.83	702.35	877.86
全部债务(亿元)	1018.05	1425.32	1587.44
营业收入(亿元)	3162.63	3589.20	3892.18
利润总额(亿元)	74.30	85.31	102.69
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(%)	100.09	73.58	74.61
经营现金流动负债比(%)	-3.10	0.76	2.34
EBITDA 利息倍数(倍)	3.89	3.76	3.67
全部债务/EBITDA(倍)	5.77	7.15	6.43
公司本部	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	557.11	653.29	678.36
所有者权益(亿元)	179.39	169.89	171.36
全部债务(亿元)	305.49	369.79	399.09
营业收入(亿元)	0.07	0.45	0.55
利润总额(亿元)	6.16	5.66	3.67
资产负债率(%)	67.80	74.00	74.74
全部债务资本化比率(%)	63.00	68.52	69.96
流动比率(%)	154.22	128.04	142.18
经营现金流动负债比(%)	-2.56	-31.91	-6.07

注: 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已计入公司全部债务。

评级历史:

债券简称	信用评级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
12 联想债	AAA	稳定	2019-06-20	杨学慧 闫力 魏丰	制造企业信用分析要点 (2014 年) 制造业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
12 联想债	AAA	稳定	2012-11-05	高利鹏 胡岩	债券资信评级方法(2003 年) 《资信评级原理》 企业主体评级方法(2009 年)	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

联想控股股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于联想控股股份有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

联想控股股份有限公司（以下简称“联想控股”或“公司”）前身为中国科学院计算技术研究所新技术发展公司，系中国科学院于 1984 年 11 月出资设立的全民所有制企业。1991 年 4 月，公司更名为北京联想计算机新技术发展公司，1998 年 8 月，更名为联想集团控股公司。2001 年 6 月，根据中国科学院《关于联想集团控股公司改制有关问题的批复》（科发产字（2001）110 号），联想集团控股公司完成改制，并更名为联想控股有限公司，注册资本变更为 6.61 亿元，其中中国科学院出资 4.30 亿元，持股 65%，联想控股有限公司职工持股会（以下简称“职工持股会”）出资 2.31 亿元，持股 35%。2002 年 4 月，中国科学院成立中国科学院控股有限公司（原名“中国科学院国有资产经营有限责任公司”，以下简称“国科控股”），中国科学院持有的公司股权划转至国科控股。2009 年 10 月，经全体股东股东会决议，国科控股将其持有的 65% 股份中的 29% 股权以在北京市产权交易所挂牌出售方式转让给中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海控股”）。2010 年 12 月 30 日，北京联持志远管理咨询中心（有限合伙）（以下简称“北京联持志远”）与

职工持股会签订《合并协议书》，约定北京联持志远吸收合并职工持股会，原职工持股会持有公司的 35% 股权变更至北京联持志远名下。

后历经多次股权转让，2013 年 8 月，公司开始股份制改革，由国科控股、联持致远、泛海控股等股东在联想控股有限公司的基础上以 2013 年 6 月底公司本部报表净资产为基础发起设立联想控股股份有限公司，股本为 20.00 亿元，各股东持股比例不变。2015 年 6 月 29 日，公司股票在香港联合交易所挂牌上市（股票代码：3396.HK），成功实现整体上市。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 8.80 亿股内资股转换成可在香港联交所主板上市及买卖的 H 股。本次转换后，公司的股份结构变为：内资股约 10.84 亿股，占比 46.02%；H 股约 12.7 亿股，占比 53.98%。

截至 2019 年底，公司总股本为 23.56 亿元，股权结构见下表，其中，国科控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

表1 截至2019年底公司股权结构（单位：%）

项目	股权比例
中国科学院控股有限公司	29.04
北京联持志远管理咨询中心（有限合伙）	20.37
中国泛海控股集团有限公司	16.97
北京联恒永信投资中心（有限合伙）	5.25 ¹
柳传志	2.88

资料来源：公司年报

公司经营范围：项目投资；投资管理；资产

¹北京联恒永信投资中心（有限合伙）（以下简称“联恒永信”）于 2019 年 1 月 15 日与 ENN Group International Investment Limited（以下简称“新奥国际”）签订出售及购买 H 股股份协议，据此，透过香港联交所交易平台进行市场交易买卖，联恒永信同意出售及新奥国际同意购买合共 54090000 股 H 股股份（相当于已发行 H 股股份总数约 4.25% 及全部已发行股份总数约 2.29%）。截至报告出具日，上述出售事项已完成，联恒永信持有 123910000 股 H 股股份，相当于已发行 H 股股份总数约 9.74% 及

全部已发行股份总数约 5.25%。

管理；经济贸易咨询；投资咨询；企业管理咨询；技术开发、技术转让、技术推广；物业管理；销售化工产品（不含危险化学品及一类易制毒化学品）、矿产品；货物进出口、技术进出口、代理进出口；计算机系统服务；数据处理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动）

截至 2019 年底，公司设有金融服务投资部、消费与先进制造投资部、国际投资部、战略规划部、资产管理部、资金管理部、财务部、审计部等职能部门（见附件 1）；合并范围子公司 21 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 6,247.46 亿元，所有者权益合计 924.95 亿元（含少数股东权益 328.47 亿元）；2019 年实现营业收入 3,892.18 亿元，利润总额为 102.69 亿元。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2019 年底，公司存续债券“12 联想债”，截至本报告出具日，募集资金均已按计划使用完毕，跟踪期内付息正常。

表 2 公司存续期债券情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
12 联想债	23.00	19.84	2012/11/30	2022/11/30

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2019 年以来，世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来，中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 3），继 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，

第三季度和第四季度同比增长均为 6.0%，逐季下滑态势明显。

表 3 2016—2019 年中国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价 3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

数据来源：国家统计局，wind，联合资信整理

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，较上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，较上年低 6.4 个百分点，其中 12 月有所回升；基础设施投资增速为 3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，较上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，较上年回落 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，较上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口相抵，顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 38.8%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。

2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个百分点；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润同比增长3.5%。2019年12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点，不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。

2019年，全国一般公共预算收入190,382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点，其中税收收入157,992亿元，同比增长1.0%；非税收入32,390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238,874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019

年财政收支差额4.85万亿元，较上年同期大增2.91万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。

2019年全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年底有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年均在荣枯线以下，反映企业对劳动力需求的收缩态势。

（2）宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。

财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标2万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中1月和9月全面下调金融机构存款准备金率1.5个百分点，释放长期流动性约2.3万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了10多年来新的降息进程，实现一年期LPR报价下调11个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

（3）宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累2020年经济增长。

在空前疫情影响下，2020年年初中国经济的三大需求短期内均受到较大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因防范疫情需要，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购因配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方

面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累2020年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。

年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使PPI的继续回升受阻。PPI再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。

财政部在2月初提前下达2020年新增地方债券限额8,480亿元（其中一般债券限额5,580亿元、专项债券限额2,900亿元），合计提前下达2020年新增地方债券限额18,480亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2月14日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。

央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次全面降准，释放长期资金约8,000多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2月以来，央行连续降低OMO操作利率和MLF操作利率，2月20日LPR报价下调，其中1年期报价4.05%，下调10bp，5年期报价4.75%，下调5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2月开市的前两天内（2月3—4日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金1.7万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

五、行业分析

公司打造“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的创新商业模式，其中战略投资中IT业务为公司营业收入贡献最大的板块（占营业收入的91.78%），以下主要分析该板块所在行业。

全球PC市场竞争激烈，产品同质化较为严重，电脑制造商从产品价格、产品特色以及服务入手，提高其市场份额，市场集中度进一步提高；PC市场上游核心零件的供应商较为单一，供应商议价能力强；移动智能终端的迅速发展，对PC行业的下游需求造成侵蚀，出货量持续萎缩；同时，下游需求关注度集中在主流品牌上。

随着移动互联网的普及，以智能手机和平板电脑为代表的智能终端已充分渗透关键市场，

致使全球 PC 行业持续萎缩。2017—2019 年，根据 Gartner 统计，全球 PC 出货量分别为 2.70、2.59 和 2.61 亿台，2019 年 10-12 月全球 PC 出货量同比增长 2.3%，全年共增长 0.6%，是七年来全球 PC 市场首次出现正增长；2019 年，中国 PC 市场销量整体约 5,060 万台左右，较 2018 年底下滑 2.69%。

2019 年，CPU 缺货依然是困扰市场的主要因素，中国 PC 市场 CPU 短缺问题更加严峻。不同地区市场增速有所不同，2019 年受 Windows7 终止支持和假日购物季影响，带来美国 PC 出货量增长强劲；中国市场“双十一”促销，PC 出货量同步增长；同期，欧洲、中东、非洲市场的销售均实现个位数增长，但由于政治和社会问题，拉美地区出货量略微下降。

Gartner 数据显示，2020 年 1—3 月，全球 PC 出货量为 5,160 万台，同比下滑 12.30%，全球 PC 出货量在连续三个季度增长后，创下 2013 年来单季同比下滑记录。据 IDC 报告，2020 年 1—6 月，PC 市场销售量（涵盖台式机、笔记本电脑、工作站和平板电脑）预计同比下滑 8.20%，其中 4—6 月同比下降 12.70%；受新冠肺炎疫情爆发影响，许多关键组件（面板、传感器、PCB 等）产量有所下滑，需要时间修复。

行业竞争方面，由于行业竞争加剧，利润率不断下降，普通 PC 生产商将被淘汰，市场集中度进一步提高。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，市场份额合计 75.80%。2020 年初，新冠肺炎疫情未改变全球 PC 出货量的厂商格局，前三名厂商占全球 PC 出货量的 65.60%，同比略微上涨。具体而言，联想继续保持全球 PC 市场第一大生产商的位置，2020 年第一季度 PC 出货量同比下滑 3.20%，在亚太市场上，出货量同比大幅下降 22.60%；而惠普表现不佳，在 PC 出货量连续三个季度增长后，2020 年第一季度出货量同比下滑 12.10%，惠普在所有关键市场的 PC 出货量均遭遇两位数下滑，其中亚太和日本的台式机受挫最为严重；与此不同的是戴

尔，三大厂商中唯一实现增长的厂商，尽管受到新冠肺炎疫情的影响，其 PC 出货量仍实现同比增长 2.20%，戴尔在除亚太地区外的其他市场均实现增长且在美国市场表现强劲，实现连续九个季度增长。

表 4 2019—2020 年一季度全球 PC 出货量情况（单位：千台、%）

公司名称	2019 年		2020 年 1-3 月	
	出货量	市场占有率	出货量	市场占有率
联想	62,968	24.1	12,613	24.4
惠普	57,922	22.2	11,114	21.5
戴尔	43,956	16.8	10,158	19.7
苹果	18,350	7.0	3,555	6.9
宏碁	14,762	5.7	2,900	5.6
华硕	14,476	5.5	2,603	5.0
其他	48,804	18.7	8,693	16.8
合计	261,237	100.00	51,636	100.0

资料来源：Gartner

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

从细分市场来看，随着信息技术的不断发展，电脑技术门槛持续降低，在电脑产业中不断有新的竞争者涌入整个市场，产品的同质化越来越严重，单纯依靠技术已经不能对电脑品牌进行明显的差异区分，相对固定的品牌知名度及信誉度已经将电脑市场进行明显固定分类。国内的电脑品牌在中国的家用电脑市场上具有领先优势，而国外的电脑品牌如苹果，则在较为高端的商用市场上占据着有利地位。为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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年底，公司总股本为23.56亿元，国科控股持股29.04%，北京联持志远持股

20.37%，泛海控股持股16.97%，其中，国科控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模

公司作为国内领先的大型多元化投资集团，构建“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式；聚焦五大战略投资方向，业务发展多元化，其中IT业务保持全球市场占有率第一，金融服务已持有包括银行、证券、保险、租赁等金融牌照并将逐步打造成支柱产业，农业与食品业务已占领国内水果供应链与动物蛋白龙头地位；另外，公司完整的财务投资链条，有能力与其他板块产生协同作用且投资收益率很高。整体看，公司综合竞争力很强。

(1) 战略投资板块

子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”，公司持股比例29.10%）于2005年并购美国IBM公司个人电脑事业部，2014年进一步收购IBMX86服务器业务和摩托罗拉移动业务部，目前已成为全球最大的PC制造商。2019年市场占有率为24.80%。

在金融服务领域，公司布局广泛且深入，下属子公司已取得多项金融牌照与许可。2018年7月，公司完成对卢森堡国际银行（Banque Internationale à Luxembourg S.A.，以下简称“BIL”）的收购并于2019年12月对其进行增资，合计持有卢森堡国际银行89.98%的股权。截至2019年底，卢森堡国际银行总资产规模达281亿欧元，员工总数超过2,000名，在卢森堡、瑞士、丹麦、中东地区和北京等金融中心均设有分支机构，其管理资产规模435亿欧元，客户存款余额190亿欧元，客户贷款余额147亿欧元，核心一级资本充足率为12.47%。子公司正奇金融控股有限公司（以下简称“正奇金融”）是围绕中小企业提供直接贷款、融资租赁、商业保理、股权投资等创新性综合金融服务提供商。截至2019年底，正奇金融全部债权类投资业务余额为110.04亿元，权益类投资业务余额为人民币20.96亿元。子公司君创国际融资租赁有

限公司（以下简称“君创租赁”）聚焦先进制造业、节能环保、农牧食品、电子信息、医疗服务、公共服务、交通运输等代表中国经济新增长点展开融资租赁业务，截至2019年底，君创租赁总资产规模为131亿元，融资租赁应收款余额为122亿元。子公司西藏考拉科技发展有限公司（以下简称“考拉科技”）服务个人消费、小微企业等普惠金融客户群，其在风险管理模型和数据授信模型等方面持续向持牌金融机构输出全生命周期信贷科技产品和服务，金融科技业务收入较2018年底增长155.33%，信贷余额超过60亿元。

农业与食品领域，公司重点打造水果和高端动物蛋白两大业务主线，延展生鲜半成品和农业食品科技等领域。水果供应链方面，公司先后完成佳沃集团有限公司（以下简称“佳沃集团”）与深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司（以下简称“鑫荣懋”）的重组并以鑫荣懋作为平台展开海外资源布局，全管道分销网络等业务；引入外部战略投资人穉腾投资有限公司（以下简称“穉腾投资”，系注册于香港，韩国SK Holdings Co., Ltd.下属控股附属公司）对佳沃集团增资。高端动物蛋白供应链方面，境内持有佳沃农业开发股份有限公司（以下简称“佳沃股份”，股票代码：300268.SZ）并旗下控股青岛国星食品有限公司（以下简称“青岛国星”），境外拥有智利领先的三文鱼公司Australis Seafoods S.A.以及澳大利亚领先的海产品供应链企业KB Food，以此为基础进行全球动物蛋白产品供应链体系的扩张和整合。生鲜半成品方面，由九橙（上海）餐饮服务有限公司（以下简称“九橙食品”）运营，加强公司在国内生鲜半成品行业的优势地位。

先进制造与专业服务领域，公司全资附属公司联泓集团有限公司（以下简称“联泓集团”）下属联泓新材料有限公司（以下简称“联泓新材料”）引入国科控股战略投资8.50亿元，实现与中国科学院技术与资源的对接；联泓集团薄壁注塑聚丙烯专用产品在聚丙烯（PP）产品中

占比达 100%，乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）产品中高 VA 含量产品占比达 100%。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，有效降低受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深交所 A 股上市事宜；2019 年 11 月，已向中国证监会提交第一次反馈意见回复；2019 年 12 月预披露更新。公司联营公司增益供应链有限公司（以下简称“增益供应链”）从事冷冻食品供应链业务，打造领先的冷冻食品供应链公司。

（2）财务投资板块

通过以天使投资、风险投资、私募股权投资为核心的财务投资业务，公司打造出覆盖企业价值成长全生命周期的完整投资链。公司旗下北京联想之星投资管理有限公司（以下简称“联想之星”）是中国领先的天使投资机构，成立于 2008 年，专注于 TMT、医疗健康、智慧技术等三大方向的早期投资；2014 年至今，联想之星在清科集团、投中集团等业内专业机构评选的年度天使/早期投资机构中名列前茅。公司旗下君联资本是中国领先的风险投资机构之一；2019 年君联资本累计完成 29 项新项目的投资，涵盖 TMT 及创新消费、医疗健康、企业服务、智能制造等行业内的创新及成长期企业。公司旗下弘毅投资是中国领先的股权投资及管理机构之一，拥有 PE、地产金融、公募基金、对冲基金及创新投资业务等。截至 2019 年底，弘毅投资管理的基金主要包括：8 期股权投资基金、3 期地产基金及 1 期文化产业基金。

表 5 截至 2019 年底主要控股公司情况（单位：亿元、%）

板块名称	投资模式	企业名称	持股比例	收入	净利润
IT	控股	联想集团	29.10	3,572.02	59.84
金融服务	控股	卢森堡国际银行	89.98	44.77	8.33
		正奇金融	84.22	12.71	2.17
		君创租赁	99.01	10.44	2.07

		考拉科技	51.00	18.98	2.79
创新消费与服务	控股		51.00		
		三育教育	弘毅投资	6.03	0.58
		德济医院		58.00	3.02
先进制造与专业服务	控股	联泓集团	100.00	58.22	5.23
		增益供应链	99.20	1.25	0.13
财务投资	控股	联想之星	100.00	--	--

资料来源：公司年报

3. 技术和研发

跟踪期内，联想控股为实现高增长和细分市场的覆盖率，不断推动数据中心业务加速成长，引入解决方案和端对端产品组合。联想控股将抓住 5G 新技术历史机遇，持续推进企业级服务器、软件定义基础架构和存储服务的增长，而对于超大规模业务，利用其差异化的内部设计和制造能力，将产品范围从传统服务器产品扩展到存储领域，同时扩大其客户基础，建立未来盈利性业务模式。2019 年，研发支出金额 94.70 亿元，占营业收入比重为 2.43%。

表 6 近年来公司研发支出情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
研发投入金额	2.34	81.40	94.70
研发投入占营业收入比重	2.76	2.27	2.43

资料来源：公司提供

4. 企业信用记录

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告（银行版）》（社会统一信用代码：G10110108003284209），截至 2020 年 2 月 17 日，公司无不良信贷信息记录，债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

公司设董事会，董事会成员 11 人，其中董事长及执行董事 1 人，执行董事 1 人，非执行董事 5 人，独立非执行董事 4 人，较 2018 年底增加 2

名董事。

公司董事长兼执行董事宁旻先生，中国人民大学工商管理硕士，研究生学历，1991年加入联想控股；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、副总裁及高级副总裁；其长期担任公司执委会成员和首席财务官，全面负责公司的财务与资金、风控与审计、资本市场和公关关系等相应工作，同时主持联想控股财务投资业务的运营管理，在公司的战略制定、业务发展、组织建设等方面发挥重要作用。2018年12月27日委任为联想控股执行董事及薪酬委员会成员，2020年1月1日委任为联想控股董事长、提名委员会主席及战略委员会主席，亦担任弘毅投资、联想之星、东航物流、佳沃集团、联泓新材料等多家子公司董事。

公司执行董事兼首席执行官李蓬先生，美国新罕布什尔州立大学工商管理硕士，研究生学历，2003年加入联想控股；历任投资管理部副总经理、总经理、战略投资总监、助理总裁、副总裁、高级副总裁及总裁；其长期担任公司执委会成员及高级副总裁，负责公司战略投资业务的发展及投后管理工作。2020年2月13日委任为联想控股执行董事兼首席执行官及战略委员会成员，亦担任卢森堡国际银行副董事长、正奇金融、考拉科技等多家子公司董事。

八、重大事项

2020年1月1日起，联想控股原董事长、执行董事、联想集团创始人柳传志卸任公司董事长及执行董事，并改任联想控股名誉董事长、资深顾问及董事会战略委员会成员；联想控股执行董事、总裁朱立南卸任公司总裁，调任联想控股非执行董事并任董事会战略委员会成员。经联想控股董事会提名委员会提名，董事会决议通过，联想控股执行董事、高级副总裁、首席

财务官宁旻接任董事长，并任提名委员会及战略委员会主席，公司高级副总裁李蓬出任总裁²，2020年2月13日起任执行董事。

九、经营分析

1. 经营现状

纵向看，联想控股作为多元化控股公司，实行母子公司制，公司本部在多领域、跨行业进行投资与投资后管理，日常不从事具体的生产经营活动，各领域业务的生产经营由相应子公司承担。

2019年，公司营业收入持续增长，综合毛利率稳步提升；IT业务仍是公司最为核心的收入来源，盈利能力有所提升；金融服务、农业与食品收入业务发展持续向好，收入规模稳步增长；先进制造与专业服务业务和财务投资板块运营良好。

2019年，公司实现营业收入3,892.18亿元，同比增长8.00%。收入构成方面，IT业务仍是公司核心收入来源，2019年实现3,572.12亿元，同比增长7.99%，对营业收入的贡献度为91.78%。同比略有下降；金融服务业务实现收入88.15亿元，同比增长26.73%，主要系合并卢森堡国际银行带来收入增长所致；创新消费与服务板块营业收入下滑，2019年实现9.05亿元，主要系自2018年4月起，拜博口腔不纳入合并范围导致收入的变化；农业与食品板块实现收入156.61亿元，同比增长21.03%，主要系鑫荣懋收入提升以及佳沃股份当期将Australis Seafoods S.A.纳入合并报表范围所致；先进制造与专业服务分部，该业务板块2019年实现收入59.48亿元，同比小幅下降6.00%，主要系增益供应链主动控制风险，暂停供应链金融业务所致；2019年，财务投资板块实现收入6.78亿元，对公司营业收入规模贡献较小。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率

² 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

17.80%，较 2018 年增长 2.21 个百分点；其中 IT 业务毛利率增长至 16.29%，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有所提升所致；农业与食品毛利率为 14.48%，同比下滑 2.10 个百分点，主要系从合并范围内

剥离毛利率较高的白酒业务所致。虽然金融服务、创新消费与服务、先进制造与专业服务、财务投资板块收入占比小，均在 5% 以下，但对综合毛利率起到一定提升作用。

表7 2017-2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
IT 业务	2993.63	94.66	13.86	3307.80	92.16	14.21	3572.12	91.78	16.29
金融服务	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	78.42	0.56	6.08	12.88	0.36	11.57	9.05	0.23	24.35
农业与食品	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	58.44	1.85	12.87	63.31	1.76	14.91	59.47	1.53	20.54
财务投资	6.46	0.20	95.65	6.25	0.17	92.57	6.78	0.17	98.28
合计	3162.63	100.00	14.92	3589.20	100.00	15.59	3892.18	100.00	17.80

资料来源：公司提供

2. IT 业务

跟踪期内，面对全球市场关键组件短缺、产品需求变化迅速的客观形势，公司利用既有市场地位，发挥品牌影响力和内部执行力，实现 PC 业务销售收入和毛利率增长，销售业务再创新高。未来公司将着力推动 3S（智能物联网、行业智能及智能基础架构）战略加快智能转型。但联合资信关注到，新冠肺炎疫情导致公司业绩出现短期波动；IT 业务核心电子元件主要由微软和英特尔提供，国际政治经贸环境波动或将带来一定经营风险，对公司经营发展提出挑战。

公司由旗下控股公司联想集团开展 IT 业务。联想集团是一家集开发、生产及销售高科技产品于一身的全球 500 强企业，并主要面向市场提供相关 IT 服务，业务范围包括智能设备业务（个人电脑和智能设备业务、移动业务）、数据中心业务、企业服务器等。得益于个人电脑、智能设备业务及数据中心业务的快速发展，截至 2019 年底，联想集团资产总额 2,330.79 亿元，所有者权益 182.06 亿元；2019 年实现收入 3,572.12 亿元，同比增长 7.99%，利润总额 76.79 亿元。

联想集团的智能设备业务主要包括商用 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）、智能手机产品（S 系列、A 系列和摩托罗拉移动下的 Moto X、Moto G 以及 DROID 系列）等。2019 年，该板块实现收入 3,191.00 亿元，同比增长 9.62%，收入占 IT 业务板块 89.33%。2019 年，在关键组件严重短缺、全球个人 PC 市场需求波动下降的市场环境下，智能设备与个人 PC 板块仍然是全球销量最多的计算机品牌，全球市场份额达到 24.80% 且于 2019 年第四季度创下单季历史新高；从产品细分市场来看，联想集团在工作站、轻薄本、显示器和游戏计算机等细分市场中，收入与出货量均占联想集团收入规模 50% 以上且实现双位数增长。

移动业务主要为智能手机业务，联想集团移动业务专注投资与发展具有明显竞争优势的地区/国家，即集中发展拉丁美洲和北美，通过降低费用、简化产品组合等策略，自 2018 年第四季度起，联想集团移动业务已连续 5 个季度盈利。从地区看，移动业务在拉丁美洲保持盈利，其中阿根廷和墨西哥市场份额大幅增长；

在北美地区，消费者对主流机型需求有所增长以及联想集团与运营商扩大合作等因素，致使出货量同步增长。

数据中心业务主要包括服务器和存储器业务，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，产品主要包括高性能计算、超大规模计算机、存储和网络等方面。2019年，在高性能计算业务领域，联想集团在全球排名

中位列第一，保持其绝对领先地位；在超大规模计算机领域，联想集团利用其自身设计和制造能力为全球超大规模计算企业提供吸引力的产品选择。在存储和网络方面，联想集团尝试通过战略合作建立全球特许经营网络。2019年数据中心业务收入为381.00亿元，较2018年底小幅回落。

表8 2017—2019年公司IT业务收入情况（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	2,635.00	88.04	2,911.00	88.00	3,191.00	89.33
数据中心业务	272.00	9.09	397.00	12.00	381.00	10.67
其他业务	86.00	2.87	--	--	--	--
合计	2,993.00	100.00	3,308.00	100.00	3,572	100.00

注：数据来源于联想集团业绩公布报告

采购

联想集团IT业务板块采购的原材料主要包括操作系统、半导体芯片、磁盘驱动器、储存芯片等。在采购方面，联想集团供应商遍布全球各地，包括美国、中国、韩国及台湾等；一些核心原材料，如PC产品的操作系统和半导体芯片等，供应商较为单一，主要为微软和英特尔，公司议价能力弱；联想集团通常与供应商签署五到十年的长期框架协议，按需指定供应商发货且享有供应量与价格优待保障。2019年，联想集团前五大供应商采购金额占比为30.08%，最大供应商采购金额占比为16.23%。采购集中度较高，但某些核心原材料对单一供应商存在较强依赖。

生产和销售

联想集团采取自产和外部代工生产两种模式，分别在中国、日本、墨西哥、印度、巴西及美国拥有生产基地；从销售渠道看，联想集团通过批发分销渠道（如零售商、第三方经营商、通讯服务供应商）直接面向大型客户及消费者销售产品和服务，分层次、分网络向县域及农村渗透，同时保持在大中城市的领先地位。通常情况下，与批发客户签署长期框架协议，协

议中针对合约期内的订单条款进行约定并可自动延期；面向大客户销售模式下，设有全球地区销售人员并提供专业定制解决方案；另外，针对政府实体及教育机构设有个性化营销团队。

3. 金融服务业务

公司在金融服务领域布局广泛，已涵盖银行、中小企业金融、普惠金融、融资租赁、金融科技等业态；跟踪期内，金融板块营业收入保持稳健增长且盈利能力较强；但仍需关注经济下滑对其风险控制能力的挑战。

金融服务在营业收入中占比较小，但对公司资产总额、利润等指标贡献度大且未来将成为公司新的支柱型产业，主要由子公司卢森堡国际银行、正奇金融、君创租赁及考拉科技运营；联营公司为拉卡拉支付（股票代码：300773.SZ）、汉口银行、联保集团等。

卢森堡国际银行

2018年7月，公司完成对卢森堡国际银行的收购并于2019年12月对其增资，合计持股比例为89.98%。2019年BIL实现收入规模44.77亿元，净利润8.33亿元，核心一级资本充足率为12.47%，保持稳健经营态势。

BIL 始创于 1856 年，其总部位于卢森堡，是当地第一家境内股份制银行且排名前三；2019 年，穆迪和标准普尔对卢森堡国际银行的评级分别为 A2/稳定/P-1 和 A-/稳定/A-2。截至 2019 年底，BIL 拥有 41 家支行，8 家私人银行中心和 7 家中小企业中心，下设零售银行、公司银行、私人银行以及资本市场业务；BIL 的目标是通过综合性的零售、对公业务、财富管理和金融市场服务，在选定的若干目标市场上，与联想控股协同发展，做大做强金融服务能力。目前 BIL 已与君联资本合作发行私募股权母基金（BIL PE I）；2019 年，BIL 继续推进中国战略，成立北京代表处并收购香港财富管理公司，未来将形成卢森堡、北京、粤港澳大湾区、瑞士等多地联动的国际化服务网络，为中国客户提供全球化、多样化、一揽子金融服务。

正奇金融

正奇金融根据核心战略宗旨“投行思维、整体方案”下运营，对客户发展战略与业务模式调研与密切追踪，分析其融资、经营及战略扩展方面的需求，依托贷款、融资租赁、增信、股权及夹层投资、资产管理、保理、供应链管理、创业辅导及企业孵化器提供全面的产品组合服务，为中小企业客户定制整体方案。跟踪期内，正奇金融结合对宏观环境的判断，提升抗风险能力，调整业务结构，采取控制长期限资金投放并退出受市场波动影响较大的定增类业务，转而围绕高科技、医疗健康、高端装备制造、新材料、新能源、节能环保等产业深耕细作。跟踪期内，正奇金融开拓融资渠道，合计发行北京金融资产交易所债权融资计划 5 亿元、保险资金发起设立的信托计划 10 亿元、公司债券 9 亿元、取得境外借款 1.5 亿元港币。

截至 2019 年底，正奇金融实现收入 12.71 亿元，净利润 2.17 亿元，较 2018 年大幅下滑 70%，主要系债权业务规模压降以及资本市场变动导致权益投资公允价值变动造成收益下降所致。贷款业务方面，截至 2019 年底，正奇金融对外贷款余额为 59.75 亿元。信用担保业务

方面，涵盖融资性担保和非融资性担保两种类型，其中融资性担保业务，按担保金额的 1.50%~2.40% 年度收费并要求借款人提供反担保措施；非融资性担保业务，按担保金额的 2% 年度收费；截至 2019 年底，正奇金融报告期末尚未履行及未履行完毕的对外担保余额为 11.75 亿元。融资租赁业务和商业保理业务方面，截至 2019 年底，正奇金融融资租赁业务期末应收租赁款余额 35.22 亿元，商业保理业务余额为 14.18 亿元，整体变化不大。

君创租赁

君创租赁是公司专业从事融资租赁及相关金融业务的公司，围绕先进制造业、节能环保、农牧食品、电子信息、医疗服务、公共服务、交通运输等代表中国经济新增长点开展融资租赁业务，除上海总部外，全国各地共设有 7 个办事处，业务覆盖全国。跟踪期内，君创租赁调整业务策略，控制整体风险水平，以重卡和小微企业为代表的零售融资租赁业务余额较 2018 年底增长 140%，资产规模占比接近 10%，已成为公司重要的业务引擎。跟踪期内，君创租赁开拓融资渠道，2019 年首次公开发行人公司债券 7 亿元、资产支持计划（ABS）11.35 亿元和进行首笔外资银团贷款融资。

截至 2019 年底，君创租赁资产规模 131 亿元，应收租赁款余额 122 亿元，2019 年实现收入 10.44 亿元，净利润 2.07 亿元。

考拉科技

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业金融子公司，主要服务个人消费、小微企业等普惠金融客户群。考拉科技在风险管理模型和数据授信模型等方面具备比较优势。跟踪期内，考拉科技加快对中小型银行、消费金融公司等持牌金融机构输出全生命周期信贷科技产品与服务，业务包括天穹反欺诈、鹰眼风险管理等标准化产品，考拉科技满足特定客户多样化产品服务需求，以创新科技助力普惠金融。2019 年，考拉科技实现收入 18.98 亿元，净利润 2.79 亿元，信贷余额

超过 60 亿元。

汉口银行

汉口银行主营商业银行业务，涉及公司银行、零售银行和金融市场业务，营业收入来源于净利息收入、手续费及佣金收入，业务范围已覆盖湖北省全境并在重庆设有分行。跟踪期内，汉口银行成功发行湖北银行业首单个人住房抵押贷款资产支持证券，成为湖北首家 SWIFT GPI (Global Payment Innovation) 法人银行，承揽首笔主承销商债券业务等。

截至 2019 年底，汉口银行总资产规模 4,065.04 亿元，较 2018 年底增长 27.31%，负债总额 3,847.46 亿元，较 2018 年底增长 28.54%，其中各项存款余额 2,493.04 亿元；2019 年，汉口银行实现营业收入 64.41 亿元，净利润 23.99 亿元；在监管指标方面，汉口银行资本充足率 13.23%，不良贷款率 1.75%，拨备覆盖率 193.14%。

4. 创新消费与服务业务

受行业政策以及消费景气度影响，三育教育的未来发展模式呈现一定程度不确定性；医改政策对德济医院短期业绩造成冲击。

公司加强对消费服务行业的布局，已进入教育、医疗等板块，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。

三育教育

三育教育是提供幼儿学前教育为主的中高端直营连锁幼儿园集团。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，已在全国多地布局幼儿园，服务区域遍布中国 16 个省份 39 个城市。自 2018 年下半年来，中国政府颁布多项涉及学前教育领域的政策法规，如《教育部办公厅关于开展幼儿园“小学化”专项治理工作的通知》、《关于进一步加强中小学（幼儿园）安全工作的紧急通知》、《国务院办公厅关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的

通知》等文件，对三育教育的未来发展模式带来不确定影响。截至 2019 年底，三育教育在上海、苏州、南京、重庆、长沙、广州等城市有 112 家直营幼儿园、10 家早教和培训学校、并有 11 家新建幼儿园，在园学生超过 3.4 万名，员工数量约 5,400 人，是全国领先的中高端直营连锁幼儿园集团。截至 2019 年底，三育教育实现收入 6.03 亿元，净利润 0.58 亿元。

德济医院

德济医院成立于 2013 年，是按照三级专科医院规模建设、以临床脑科学为主的“强专科小综合”的专科医院。医院重点发展神经外科、功能神经外科、神经内科、癫痫治疗中心、脑血管病治疗中心、心血管病中心、急诊重症医学中心、神经电生理中心、神经康复中心等重点学科，并以外科、内科等综合学科发展支撑。近年来医改政策有所变化，如取消药品加成、取消器械加成等政策，优化了德济医院的业务结构，未来其将侧重提高医院技术和服务水平，实现长远稳定发展。

截至 2019 年底，德济医院拥有开放床位 324 张，门诊人数达 15.70 万人次，出院人次达 6,864 人次，手术量达 2,050 次。2019 年，德济医院实现收入 3.02 亿元，首次实现盈利 0.08 亿元。

5. 农业与食品业务

在农业与食品领域，公司通过控股佳沃集团，围绕水果和海产动物蛋白两条业务主线布局，跟踪期内，佳沃股份构建动物蛋白供销网络，营业收入均实现快速增长。

公司布局生产服务与销售渠道升级的细分领域投资机会，重点打造佳沃集团，以水果和海产高端动物蛋白为两大业务主线，同时在生鲜半成品和农业食品科技等领域开拓业务。跟踪期内，佳沃集团引入外部战略投资人一稿腾投资。截至 2019 年底，农业与食品板块实现收入 156.95 亿元，较 2018 年增长 21.29%；净利润 3.22 亿元，较 2018 年下滑 1.13 亿元，主要系佳沃

股份因重大资产收购产生较大金额的交易费用所致。

在水果供应链方面，鑫荣懋（通过佳沃集团持有其44.13%股份）是佳沃集团水果业务的产业运营平台，已在中国16个水果交易市场实现布局。鑫荣懋是国内最大的猕猴桃、苹果、蓝莓、樱桃、葡萄进口商和分销商，其拥有独特的蓝莓和猕猴桃种植品种权、种苗繁育和工程技术中心、海内外种植基地、中国优质水果产区5大仓储分选中心、中国6大销地物流配送中心，业务范围覆盖中国优质渠道，已成为盒马鲜生、7Fresh、沃尔玛的供货商。由于鑫荣懋布局全球供应链、全渠道分销网络，旗下高端水果品牌“佳沃”影响力得以扩大并实现品类叠加，共同推动商超配送与反补分销渠道业务。另外，佳沃集团新设种植公司鑫果佳源（持股比例为48.35%）公司，与Hortifrut在蓝莓品种与种植技术合作创新，实现国产蓝莓反季销售，带动销量与价格大幅提升。

在动物蛋白方面，2019年7月，佳沃股份完成对智利三文鱼公司Australis Seafoods S.A.控制权交割，实现中国企业首次跨境并购海外优质三文鱼上游资源，实质性提升对上游稀缺优质资源的掌控能力并拓展国内渠道，保持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地位。另外，跟踪期内，佳沃集团持有澳大利亚KB.Food 90%的股权，其荣获澳大利亚最大连锁超市运营商Woolworths“2019年度最佳供货商”提名并签订最大的本地虾合同；同时覆盖澳大利亚东岸90%海鲜批发份额并在西岸与全球最大的餐饮服务商签署长期供应合同。

在生鲜半成品业务方面，九橙食品拓展团体客户，优化组织架构，采取精细化管理，加大研发力度，进一步加强国内生鲜半成品行业的优势地位。佳沃集团参股投资全国知名的酒水连锁零售企业酒便利（持股比例26.80%）、白酒企业河北衡水老白干（持股比例6.11%）和湖南华文食品有限公司（以下简称“华文食品”、持

股比例为19.80%），华文食品已顺利完成IPO辅导和验收，正式报送A股IPO申请并获得受理。

6. 先进制造与专业服务业务

联想控股利用双轮驱动业务模式，推动该板块内各企业向价值链上下游延伸与布局。联合资信将关注其整合产业链与资本市场业务进展。

公司先进制造与专业服务分部包括精细化学品、能源材料生产业务、物流服务及航空物流相关业务。

联泓集团

公司先进制造与专业服务板块的运营主体是联泓集团，主要从事精细化学品和化工新材料生产业务，将中科院的研究成果实践产业化与商业化；运营方面，联泓集团DMTO一体化装置继续保持安全稳定运行，甲醇单耗和催化剂单耗等关键原料持续降低，创造自投入运营以来最好水平，保持行业领先并持续向好；市场方面，受国内生鲜电商以及外卖业务快速发展带动，公司多项聚丙烯专用产品在细分产品市场占有率全国领先。

增益供应链

子公司增益供应链业务聚焦在冷冻食品供应链服务，依托于武汉、郑州、吉林三个主要节点城市的50万吨冷链仓储基础设施，打造通过电子商务交易平台和推广相关冷链物流服务。

2019年宏观经济增速放缓，为控制批发客户资金成本上升所带来的经营风险，增益供应链停止武汉供应链金融服务。运营方面，三期冷库七万吨库容的投入使用为武汉仓储基地带来新增收入，通过一系列管理手段，武汉白沙洲冻品批发市场维持93%的出租率；在吉林，由于临储粮政策的调整，通过与大型农贸平台深入合作，由粮库出租模式调整拓展为多式联运的物流增值业务，应对政策变化带来的负面影响。同时，增益供应链开始搭建冻品B2B电子商务交易平台并致力于构建冻品行业在线交易、供应链金融、冷链物流服务的综合型服务平台。

2019年,增益供应链实现收入1.25亿元,较2018年底下滑2.61亿元,主要系停止供应链金融业务所致;净利润0.13亿元,实现扭亏为盈。

东航物流

公司通过联营公司东航物流进行航空物流业务,在面对中美贸易摩擦的持续影响下,全球航空货运需求持续下滑,国际航线货运周转量以及中国东部地区机场货运吞吐量同比均出现下滑,对国内航空货运带来挑战。

在航空速运板块,公司全面优化航网布局,减少中美航线并加大中欧航线运力投放,与法荷航空合作打造亚欧非、亚欧南美运输体系,加密上海-大阪、上海-法兰克福航班,开通上海-东京航班等夯实航空速运经营基础;在地面综合服务板块,通过延伸服务链条打造特色产品,同时深挖体系潜能,优化作业班次提高工作效率,实现降本增效;在综合物流解决方案板块,不断开拓南、北美两大市场的生鲜包机直采业务和跨境电商进出口业务,实现收入快速增长。

战略布局方面,东航物流依托北京大兴新机场货运物流基地,开发华北航空货运客户,不断开拓经停的欧美航班运力以匹配客户需求;同时积极推进西安西咸新区空港物流园项目建设,支持长三角区域一体化发展战略、上海自贸区建设,优化升级苏州工业园区、上海张江保税区的战略合作,以空运、保税业务带动监管直通业务发展;准备启用浦东机场西区货站二期项目,优化功能定位。跨境生鲜领域,继续巩固车厘子包机在中国的领先地位、拓展南美三文鱼及北美龙虾航班、扩大欧洲海鲜产品的进口空运业务,逐步向上下游拓展,打造为中国市场提供全球、全季、多品类生鲜产品的“全球生鲜供应链”平台。

跟踪期内,东航物流已顺利通过上海证监局的IPO辅导验收并正式提交上市申请,并于2019年6月28日收到行政许可申请受理单。

7. 财务投资业务

公司有针对性地投资处于不同发展阶段的

企业,不仅获取可观的投资回报,同时为战略投资板块提供机会与资源。受外部宏观环境影响,基金与直投业务面临较大挑战,但总体看,公司收益逆势上涨并顺利募资。

2019年,财务投资板块实现收入7.04亿元,净利润9.54亿元,较2018年底大幅增长104.72%,主要系公司采取谨慎的投资策略与积极主动的投后管理抵消外围不确定因素带来的资金影响所致。

天使投资-联想之星

联想之星是中国领先的天使投资机构之一,成立于2008年,专注于TMT、医疗健康和智慧技术等三大方向的早期投资。

截至2019年底,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。跟踪期内,其投资近30个项目,涵盖人工智能、生物技术、医疗新服务、新消费等细分方向;下轮融资涵盖近60个管理项目,实现退出近20个项目;2019年新募集四期人民币基金及四期美元基金,并完成首次交割。

风险投资-君联资本

君联资本成立于2001年3月,作为联想控股风险投资行业操作平台,专注于处于创业期和成长期的企业投资,包括TMT及创新消费、智能制造、专业服务、医疗健康、文化体育领域等。

截至2019年底,君联资本共管理八期美元综合基金(其中二期已结算,六期在管)、五期人民币综合成长基金、三期人民币TMT创新基金(其中TMT创新人民币一期基金属于君睿祺的下属子基金)、两期美元医疗专业基金、两期人民币医疗专业基金、两期人民币文化体育专业基金以及一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 LP(募集金额23.88亿元)、LC Healthcare Fund II LP(募集金额10.59亿元)、上海君联晟灏创业投资合伙企业(募集金额8.04亿元),合计募集42.51亿元。跟踪期内,

君联资本累计完成29项新项目投资，全部或部分退出40个项目，为联想控股贡献资金回款超过20亿元，创造了良好的现金收益。截至2019年底，君联资本共有69家投资企业成功上市。

2019年—2020年1月底，君联资本管理的企业在国内外资本市场完成IPO情况，具体见下表：

表 9 2019年-2020年1月底完成IPO情况

企业名称	企业名称
康龙化成（北京）新药技术股份有限公司（A+H）	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	优刻得科技股份有限公司
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

资料来源：联想控股年报

私募股权投资-弘毅投资

弘毅投资是中国领先的投资管理机构，拥有PE、地产金融、公募基金、对冲基金及创新投资业务。截至2019年底，弘毅投资管理的基金主要包括：八期股权投资基金，三期地产基金及一期文化产业基金；弘毅远方基金管理有限公司作为弘毅投资旗下专业二级市场投资及管理业务的公募基金管理公司，共发行四支新基金，包括两支混合型基金及两支指数型基金。

弘毅PE基金主要关注数字经济、跨境并购、国企改革、大型民企成长等方向，持续在消费、服务、大健康、先进制造及移动互联网等领域进行专注投资实践；地产基金聚焦于一线城市写字楼，采用改造翻新、运营提升、功能调整等多种价值增值手段，创造超过市场平均水准的超额收益；文化产业基金关注文化产业的整合型投资、跨境投资及新趋势早期赛道投资布局，重点布局影视、大文娱、体育产业、网络游戏、新技术驱动的新媒体业务等；公募基金管理公司将发挥弘毅投资在消费服务、餐饮、医疗等行业及国企改革、跨境投资领域的专长，打造特色鲜明、业绩优良的公募基金产品；海外

二级市场投资平台-金湧投资侧重流动性资产投资等。

投资性物业

公司投资性物业位于北京中关村地区的高档写字楼融科资讯中心A座、B座、C座，业务模式为商铺、高级写字楼。截至2019年底，公允价值为115.3亿元（不含自用部分），投资性物业出租率为97%。

8. 经营效率

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为6.60次、10.49次和0.66次，较2018年底分别下滑1.31、0.20和0.14个百分点。总体看，公司经营效率一般。

十、财务分析

公司提供了2019年财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具标准无保留的意见审计结论。截至2020年3月底，公司合并范围内重要子公司合计21家，较2019年底新增1家—Australis Seafoods S.A.，减少1家—联想控股（天津）有限公司，对公司财务数据可比性影响不大。

截至2019年底，公司合并资产总额6,247.46亿元，所有者权益合计924.95亿元（含少数股东权益328.47亿元）；2019年实现营业收入3,892.18亿元，利润总额102.69亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模平稳增长，资产结构均衡，受限资产规模占比较低，整体资产质量良好。

截至2019年底，公司资产总额6,247.46亿元，较2018年底增长11.80%，主要系业务增长带来营运资金占用增加所致；其中流动资产占47.01%，非流动资产占52.99%，资产结构较为均衡。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产总额 2,936.99 亿元，较 2018 年底增长 9.91%，主要系存货和应收账款（含应收账款融资）增长所致；在构成方面，主要为货币资金（占 24.41%）、应收账款及应收账款融资（占 23.02%）、存货（占 11.14%）和其他应收款（占 10.99%）组成。

截至 2019 年底，公司货币资金 716.78 亿元，较 2018 年底增长 7.02%，主要系 BIL 增加银行存款所致；从构成看，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%）、受限存款（占 12.66%）、其他（占 4.44%）和存放同业及其他金融机构款项（占 2.64%）构成；受限存款主要为担保业务保证金存款、票据及信用证保证金、借款保证金和受限冻结资金，受限比例一般。

截至 2019 年底，公司应收账款及应收款项融资价值 676.13 亿元，较 2018 年底大幅增长 37.08%，主要系联想集团进行应收账款融资所致。从账龄来看，2019 年，应收账款余额中一年以内占 98.44%，1~2 年占 0.90%，其余为 2 年以上，公司账龄较短；公司应收账款账龄主要在一年内且较为集中。

截至 2019 年底，公司存货 327.25 亿元，较 2018 年底增长 15.63%；主要由原材料（占 52.27%）、产成品（占 27.30%）和周转材料（占 12.48%）构成。2019 年，公司累计计提存货跌价准备金 23.48 亿元，计提比例 6.69%，考虑到个人 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，存货存在一定跌价损失风险。

截至 2019 年底，公司其他应收款 322.65 亿元，较 2018 年底变化不大。从账龄来看，其他应收款余额中 1 年以内占 93.88%，1~2 年的占 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受托代工厂商加工零部件而产生

的应收款项。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产总额为 3,310.47 亿元，较 2018 年底增长 13.52%；主要为向客户及金融机构发放的贷款（占 25.04%）、债权投资（占 14.52%）、商誉（占 11.98%）、长期股权投资（占 11.28%）、无形资产（占 10.29%）和固定资产（占 6.07%）。

截至 2019 年底，公司向客户及金融机构发放的贷款 829.03 亿元，较 2018 年底大幅增长 19.33%，主要系 BIL 增加贷款余额所致。

截至 2019 年底，债权投资 480.52 亿元，由公司及其子公司持有的公共机构发行的债券（占 57.89%）和其他债券及固定收益工具（占 42.11%）构成；计提债权投资减值准备 1.15 亿元，计提比例 0.24%。

截至 2019 年底，公司商誉 396.45 亿元，较 2018 年底增长 5.18%，主要构成为 IT 业务中个人计算机和智能设备业务、移动业务及数据中心业务产生的商誉。截至 2019 年底，公司累计计提商誉减值准备 5.09 亿元，公司商誉规模较大，存在一定减值风险。

截至 2019 年底，公司长期股权投资按照权益法计量，合计 373.34 亿元，较 2018 年底变化不大；前五大联营企业情况如下表所示。公司计提减值准备 4.30 亿元，考虑到宏观经济下行及经营策略调整等因素，公司增加了长期股权投资减值准备 2.77 亿元，但联营企业整体经营情况较好，减值风险较小，计提较为充分。

表 10 截至 2019 年底公司前五大长期股权投资情况
(单位：亿元、%)

名称	账面价值	占长期股权投资比例
汉口银行有限公司	38.60	20.92
神州租车有限公司	31.09	16.85
拉卡拉支付股份有限公司	16.00	8.67
北京蓝色光标数据科技股份有限公司	13.74	7.44
拜博口腔医疗集团有限公司	10.95	5.93
合计	110.38	59.81

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司无形资产账面价值 340.51 亿元，较 2018 年底增长 12.39%，主要新增 Australis Seafoods S.A. 公司所致；从构成看，主要由商标（占 30.23%）、客户关系（占 17.35%）、专利及技术（占 16.04%）、软件（占 11.11%）及土地使用权（占 10.14%）组成；公司合计计提减值准备 4.74 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 200.93 亿元，主要由房屋及建筑物（占 55.69%）、机器设备（占 35.98%）、办公设备（占 7.98%）构成，累计计提折旧 121.77 亿元。

2. 负债及所有者权益

受公司业务规模扩大影响，公司债务负担仍较重；随着利润累积，公司所有者权益增长较快，归属于母公司所有者权益增厚，权益结构稳定性一般。

负债

截至 2019 年底，公司负债合计 5,322.51 亿元，流动负债与非流动负债占比分别为 73.96% 和 26.04%，负债结构以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 3,936.33 亿元，较 2018 年底增长 8.40%，主要系 BIL 吸收存款大幅增加所致；从构成上看，主要由吸收存款及应付金融机构款项（占 41.58%）、应付账款（占 16.16%）、其他应付款（占 13.84%）、短期借款（占 7.80%）、和其他流动负债（占 5.76%）组成。

截至 2019 年底，公司吸收存款及应付金融机构款项 1,636.60 亿元，较 2018 年底增长 10.55%，主要来源于 BIL 业务规模扩大所致。

截至 2019 年底，公司应付账款 636.22 亿元，较 2018 年底增长 22.24%，应付账款主要为应付购货款，账龄以 1 年内为主。

截至 2019 年底，公司其他应付款 544.81 亿元，较 2018 年底变化不大，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 年底，公司非流动负债 1,386.17 亿元，较 2018 年底增长 23.65%，主要系 BIL 吸收存款大幅增加所致；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 年底，公司长期借款 347.63 亿元，较 2018 年底增长 28.17%，主要系人民币抵押借款与人民币保证借款增长所致。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%。

截至 2019 年底，公司应付债券 509.41 亿元，较 2018 年底增长 22.97%，主要系公司及子公司新增发行多期债券所致，具体见下表。

表 11 2019 年联想控股新增债券情况（单位：亿元、年）

发行企业	债券类型	币种	发行日期	期限	发行金额
联想控股	公司债券	人民币	2019/01/15	3	20.00
联想控股	公司债券	人民币	2019/01/15	5	10.00
联想控股	公司债券	人民币	2019/06/21	5	20.00
联想控股	私募债券	人民币	2019/09/25	1	10.00
联想控股	公司债券	人民币	2019/10/18	3	16.00
联想集团	可换股债券	美元	2019/01/24	5	6.75
正奇金融	公司债券	人民币	2019/09/27	3	6.00
正奇金融	公司债券	人民币	2019/12/20	3	3.00
君创租赁	公司债券	人民币	2019/09/06	2	4.00
君创租赁	资产支持证券	人民币	2019/10/16	1-3	5.50
君创租赁	公司债券	人民币	2019/11/21	2	3.00
佳沃股份	可换股债券	美元	2019/06/14	5	1.25

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司其他非流动负债 220.15 亿元，较 2018 年底增长 25.38%，主要系联想集团与其他公司签订合营协议及期权协议产生的签出认沽期权负债大幅增加以及预收延期保修款增加所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 1,587.44 亿元，较 2018 年底增长 11.37%；其中短期债务和长期债务分别占 44.70% 和 55.30%，债务结构

较为均衡，资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为 85.19%、63.18% 和 48.69%，除全部债务资本化比率微降外，其他指标均小幅增长，公司债务负担较重。

所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益 924.95 亿元，较 2018 年底增长 10.67%，其中归属于母公司所有者权益 596.48 亿元（占 64.49%）、少数股东权益 328.47 亿元（占 35.51%）；在归母权益中实收资本/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%。由于归母所有者权益中未分配利润占比较大，但 2017—2019 年平均股利支付率为 17.00%，权益结构稳定性一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，期间费用对利润形成侵蚀，利润总额对投资收益和其他收益等非经常性损益依赖程度很高。

2019 年，公司实现营业总收入 3,892.18 亿元，较 2018 年增长 8.44%，营业成本 3199.30 亿元，同比增长 5.60%；公司营业利润率保持增长，2019 年为 17.66%，同比增加 2.20 个百分点。

2019 年，公司期间费用总额为 600.79 亿元，同比增长 20.51%，主要系公司加大销售力度、海外收购产生的销售费用和管理费用增加所致；从构成看，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%。2019 年，公司期间费用率为 15.44%，同比增加 1.55 个百分点。

2019 年，公司资产减值损失 7.94 亿元，主要构成为存货跌价损失（3.78 亿元）和长期股权投资减值准备（4.16 亿元）。2019 年，公司信用减值损失 13.75 亿元，主要为向客户发放的贷款坏账准备 9.09 亿元。

2019 年，公司实现投资收益 32.86 亿元，同比下滑 21.72%，主要系处置子公司的收益大幅下降 17.49 亿元所致。

2019 年，公司其他收益 5.94 亿元，主要构

成为生产经营补助和技改项目补助。

2019 年，公司公允价值变动收益同比大幅下降 94.56%，主要系其他非流动金融资产公允价值变动收益由 2018 年的 17.36 亿元降至 0.46 亿元。

2019 年，公司实现利润总额 102.69 亿元，同比增长 20.37%，主要系 PC 业务收入和盈利能力提升所致。从盈利指标看，2019 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 6.33% 和 9.51%，分别较 2018 年增加 0.20 和 0.71 个百分点，公司盈利能力有所提升。

4. 现金流及保障

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

跟踪期内，公司经营活动现金流入为 4,086.82 亿元，同比增长 11.72%，实现经营活动现金流量净额显著增长 233.42% 至 92.07 亿元，主要系公司 IT 业务现金流入增加所致。从收入实现质量看，同期公司现金收入比为 97.65%，收入实现质量尚可。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流入为 282.52 亿元，同比下降 17.89%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金波动所致。跟踪期内，公司投资活动现金流出同比增长 96.89% 至 388.20 亿元，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金波动所致；公司投资活动现金流量净额为净流出 105.68 亿元。

筹资活动方面，基于公司业务板块横向与纵向多维发展，投资项目有一定的培育期且收益实现周期较长，公司倾向于以中长期借款和发行债券等方式筹措资金。2019 年，公司筹资活动现金流入为 1,109.47 亿元，同比增长 9.06%，以取得借款收到的现金为主；同期，筹资活动现金流出为 1,080.40 亿元，同比增长 17.09%。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 29.07 亿元。

5. 公司本部/母公司财务分析

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

截至 2019 年底，公司本部资产总额 678.36 亿元，较 2018 年底增长 3.84%，变化不大，其中流动资产 289.25 亿元（占 42.64%），非流动资产 389.12 亿元（占 57.36%）。从构成上看，流动资产主要由货币资金（占 22.99%）和其他应收款（占 73.82%）组成，非流动资产主要由长期股权投资（占 93.05%）组成。

表 12 截至 2019 年底公司本部债券到期情况
(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 124044.SH	12 联想债	2012/11/30	2022/11/30	19.84	--
合计				196.84	--

资料来源：Wind

截至 2019 年底，公司本部负债总额 507.01 亿元，较 2018 年底增长 4.88%。其中流动负债 203.43 亿元（占 40.12%），非流动负债 303.57 亿元（占 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%）和一年内到期的非流动负债（占 25.88%）组成，非流动负债主要由长期借款（占 38.52%）和应付债券（占 61.43%）组成。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 171.36 亿元，较 2018 年底变化不大。其中实收资本 23.56 亿元（占 13.75%）、资本公积 131.31 亿元（占 76.63%）、未分配利润 13.93 亿元（占 8.13%）、盈余公积合计 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 17.06 亿元；实现利润总额 3.67 亿元，净利润 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。

6. 偿债能力

总体看，公司综合偿债能力极强。

从短期偿债指标看，截至 2019 年底，公司流动比率为 74.61%，较 2018 年底增长 1.03 个百分点；速动比率为 66.30%，较 2018 年底微增 0.51 个百分点。考虑到现金类资产规模较大，2019 年为 838.49 亿元，对短期债务覆盖倍数为 1.18 倍，保障能力较强；2019 年公司经营活动产生的现金流入量为 4,086.82 亿元，对短期债务的覆盖程度高。

从长期偿债指标看，2019 年公司 EBITDA 为 246.81 亿元，公司全部债务规模 1587.44 亿元，全部债务/EBITDA 倍数为 6.43 倍，EBITDA 利息倍数 3.67 倍。EBITDA 对债务本息的保障能力较强。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 187.25 亿元，占 2019 年底资产总额的 3.00%，担保比率为 20.24%，其中因担保业务产生的对外担保金额 107.36 亿元，整体看，公司对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

截至 2019 年底，公司未使用的金融机构授信额度 892 亿元。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。

十一、存续债券偿还能力分析

截至 2019 年底，公司本部存续期内的债券共 12 期，债券余额合计 196.49 亿元；其中，公司本部一年内到期的债券余额合计 26.00 亿元。

截至 2019 年底，公司现金类资产为 838.49 亿元，为一年内到期债券余额的 32.25 倍，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力强。

2019 年公司本部 EBITDA 为 246.81 亿元，为存续期内债券余额的 1.26 倍；经营活动现金流入量为 4,086.82 亿元，为本部存续期内债券余额的 20.80 倍，公司经营活动现金流入量对存续期内债券余额的保障能力强。

表 13 2019 年公司存续债券保障情况

项目	2019 年
一年内到期债券余额（亿元）	26.00
现金类资产/一年内到期债券余额（倍）	32.25
经营活动现金流入量/应付债券余额（倍）	20.80
经营活动现金流净额/应付债券余额（倍）	0.47
EBITDA/应付债券余额（倍）	1.26

资料来源：联合资信根据公开资料整理

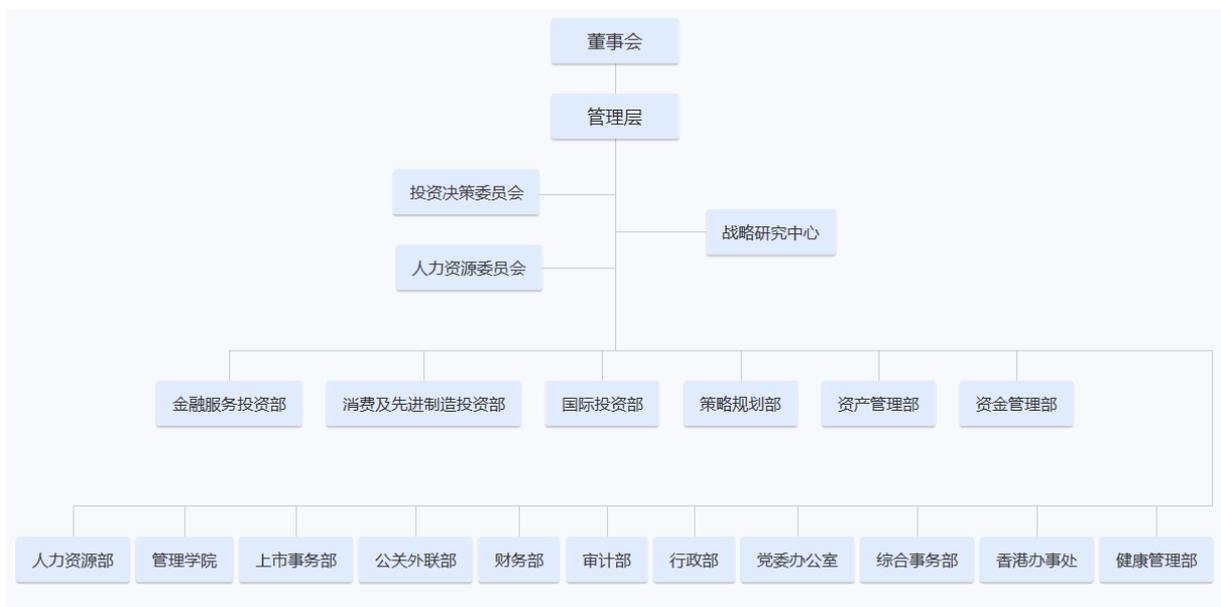
十二、结论

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

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图

股东名称	持股比例 (%)
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

附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司重要子公司情况

序号	子公司名称	股权比例 (%)	注册资本 (元/美元/欧元)	主营业务
1	联想集团	29.10%	3,185,923,000 美元	开发、制造和销售可靠、优质、安全易用的科技产品及优质专业的服务
2	融科智地房地产股份有限公司	100.00%	270,000,000	写字楼租赁服务
3	融科物业投资有限公司	100.00%	60,000,000	房地产投资和资产管理
4	南明有限公司 (南明)	100.00%	4 港元	投资及管理
5	联想投资有限公司	100.00%	398,454,162	投资及管理
6	西藏东方企慧投资有限公司	100.00%	50,000,000	投资及管理
7	西藏考拉科技发展有限公司	51.00%	2,000,000,000	电子技术开发、转让、服务及推广；互联网技术服务
8	北京联想之星创业投资有限公司	100.00%	150,000,000	天使投资及创业孵化器
9	堆龙德庆星辰创业投资有限公司	100.00%	100,000,000	天使投资及创业孵化器
10	北京华夏联合汽车网络技术有限公司	100.00%	369,816,970	汽车管理软件开发及提供汽车服务信息咨询
11	增益供应链有限公司	99.20%	1,491,793,341	提供冷藏链及各种物流服务
12	联泓集团有限公司	100.00%	2,300,000,000	化工与能源材料的开发和制造
13	佳沃集团	81.72%	5,812,500,000	农业、食品投资和相关业务运营
14	正奇金融控股股份有限公司 (正奇金融)	84.22%	3,322,545,963	为中小企业提供金融服务
15	上海为民医院投资管理有限公司	58.00%	56,969,808	投资及管理及医药咨询
16	君创国际融资租赁有限公司	99.01%	2,018,200,000	融资租赁、租赁业务及向海内外购买租赁资产
17	KB Food International Holding(Pte)Limited	90.00%	87,645,588 美元	投资控股
18	三育教育集团股份有限公司	51.00%	3,311.58 美元	投资控股
19	佳沃股份	29.90%	134,000,000	海产品等动物蛋白贸易、加工及销售
20	卢森堡国际银行	89.98%	146,108,270 欧元	银行服务、保险服务及提供资本市场产品与服务
21	鑫荣懋集团股份有限公司	44.13%	192,930,000	农产品种植及贸易、农业投资、物流运输及食品贸易
22	Australis Seafoods S.A.	99.89%	305,382,537 美元	三文鱼的养殖和销售

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	453.83	795.98	838.49
资产总额(亿元)	3356.69	5588.28	6247.46
所有者权益(亿元)	795.77	835.79	924.95
短期债务(亿元)	360.23	722.97	709.58
长期债务(亿元)	657.83	702.35	877.86
全部债务(亿元)	1018.05	1425.32	1587.44
营业总收入(亿元)	3162.63	3589.20	3892.18
利润总额(亿元)	74.30	85.31	102.69
EBITDA(亿元)	176.49	199.31	246.81
经营性净现金流(亿元)	-53.70	27.61	92.07
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.44	7.91	6.60
存货周转次数(次)	10.85	10.69	10.49
总资产周转次数(次)	0.96	0.80	0.66
现金收入比(%)	100.08	98.78	97.65
营业利润率(%)	14.71	15.46	17.66
总资本收益率(%)	5.28	6.13	6.33
净资产收益率(%)	6.51	8.80	9.51
长期债务资本化比率(%)	45.26	45.66	48.69
全部债务资本化比率(%)	56.13	63.04	63.18
资产负债率(%)	76.29	85.04	85.19
流动比率(%)	100.09	73.58	74.61
速动比率(%)	83.71	65.79	66.30
经营现金流动负债比(%)	-3.10	0.76	2.34
EBITDA 利息倍数(倍)	3.91	3.76	3.67
全部债务/EBITDA(倍)	5.77	7.15	6.43

注：其他流动负债和长期应付款中的有息债务已计入公司全部债务。

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	116.33	81.65	75.11
资产总额(亿元)	557.11	653.29	678.36
所有者权益(亿元)	179.39	169.89	171.36
短期债务(亿元)	71.59	122.10	95.64
长期债务(亿元)	233.91	247.68	303.45
全部债务(亿元)	305.49	369.79	399.09
营业收入(亿元)	0.07	0.45	0.55
利润总额(亿元)	6.16	5.66	3.67
EBITDA(亿元)	4.40	5.86	9.85
经营性净现金流(亿元)	-3.67	-75.17	-12.35
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--
现金收入比(%)	105.59	55.83	115.58
营业利润率(%)	9.92	28.50	28.42
总资本收益率(%)	4.51	4.85	4.32
净资产收益率(%)	4.12	4.43	2.86
长期债务资本化比率(%)	56.60	59.32	63.91
全部债务资本化比率(%)	63.00	68.52	69.96
资产负债率(%)	67.80	74.00	74.74
流动比率(%)	154.22	128.04	142.18
速动比率(%)	154.22	128.04	142.18
经营现金流动负债比(%)	-2.56	-31.91	-6.07
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--

注：其他流动负债和长期应付款中的有息债务已计入公司全部债务。

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	华为投资控股有限公司	中国电子信息产业集团有限公司	同方股份有限公司	联想控股股份有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	民营企业	中央国有企业	中央国有企业	中央国有企业
综合毛利率(%)	38.05	10.95	21.51	17.80
财务数据时点	2019年	2018年	2019年	2019年
资产总额(亿元)	8,496.41	2,768.47	619.48	6,247.46
所有者权益(亿元)	2,956.36	833.00	206.00	924.95
营业收入(亿元)	8,496.46	2,186.52	230.40	3,892.18
利润总额(亿元)	781.53	51.27	7.98	102.69
经营活动现金流净额(亿元)	887.48	87.88	20.44	92.07
资产负债率(%)	65.20	68.11	66.75	85.19

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于公司本部所有者权益+少数股东权益

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

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

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