

信用等级公告

联合〔2020〕322号

联想控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对联想控股股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

联想控股股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

联想控股股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十七日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

联想控股股份有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期发行规模：不超过 30 亿元（含）
本期债券期限：3 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2020 年 5 月 22 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	3,356.69	5,588.28	6,247.46
所有者权益（亿元）	795.77	835.79	924.95
长期债务（亿元）	657.83	702.35	877.86
全部债务（亿元）	1,018.05	1,425.32	1,587.44
营业收入（亿元）	3,162.63	3,589.20	3,892.18
净利润（亿元）	48.55	71.78	83.75
EBITDA（亿元）	176.49	199.31	246.69
经营性净现金流（亿元）	-53.70	27.61	92.07
营业利润率（%）	14.71	15.46	17.66
净资产收益率（%）	6.51	8.80	9.51
资产负债率（%）	76.29	85.04	85.19
全部债务资本化比率（%）	56.13	63.04	63.18
流动比率（倍）	1.00	0.74	0.75
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.14	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	3.89	3.76	3.67
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.88	6.64	8.23

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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对联想控股股份有限公司（以下简称“公司”或“联想控股”）的评级反映了公司作为中国知名的大型多元化投资集团，构建了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式。战略投资领域，公司业务布局广泛，主要子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）PC 出货量常年保持全球领先，IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑，另外公司也已在金融服务业务、农业与食品业务等领域取得较好发展；财务投资领域，公司已建立起完整的财务投资链条，投资收益率均处于较高水平，且能与公司战略投资业务产生协同。同时，联合评级也关注到全球传统 PC 市场竞争激烈给公司 IT 业务带来较大的运营压力、大规模的投资收购活动带来的财务和业务整合方面的风险、财务投资风险较高、整体债务负担重以及商誉规模较大等因素可能给公司的信用状况带来的不利影响。

2018 年 7 月，公司完成对卢森堡国际银行的收购，公司在金融服务板块的重要战略投资基本完成，资产规模、营业收入及盈利规模进一步扩大。未来，公司将在稳固传统 IT 业务的基础上，继续围绕消费与服务推进多元化发展战略，通过多种方式积极布局金融服务、消费及先进制造、农业与食品等业务领域，公司经营有望保持良好，投资收益有望保持较大规模。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 业务多元化布局，经营风险得到分散。
公司构建了“战略投资+财务投资”双轮业务协

同驱动的商业模式。IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑，另外公司也已在金融服务业务、农业与食品业务等领域取得较好发展。

2. 子公司联想集团行业地位突出，经营规模大。2017—2019 年，联想集团全球 PC 市场占有率分别为 21.1%、24.6%和 24.8%，排名分别为第二、第一和第一。

3. 战略投资发展情况良好。公司在金融服务领域已取得多项金融牌照及许可，随着对卢森堡国际银行收购的完成，金融服务领域战略布局进一步完善；农业与食品领域，公司已拥有国内领先的水果全产业链企业；先进制造与专业服务分部收入规模也大幅增长。

4. 公司收入规模大，现金类资产充裕，财务状况良好。2017—2019 年，公司营业收入分别为 3,162.63 亿元、3,589.20 亿元和 3,892.18 亿元；现金类资产分别为 453.83 亿元、795.98 亿元和 838.49 亿元。

关注

1. PC 市场竞争激烈，且受到新冠肺炎疫情的不利影响。全球市场 PC 市场竞争激烈，2020 年一季度受疫情影响，出货量大幅下降，公司 IT 业务面临较大的运营压力；中美贸易战存在一定不确定性，公司 IT 业务业绩未来存在一定波动的可能性。

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

3. 中美关系不稳定对公司业务发展造成一定不利影响。公司 IT 业务对美洲销售收入占比较高，且核心电子元件由美国公司提供，中美贸易关系的不稳定性，使公司 IT 业务未来面临一定经营风险。

分析师

蒲雅修 登记编号（R0040217110005）

崔濛骁 登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

网址：www.unitedratings.com.cn

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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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

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

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

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

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

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

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

表1 截至2019年末公司股权结构表（单位：%）

股东名称	占已发行普通股比例
中国科学院控股有限公司	29.04
北京联持志远管理咨询中心（有限合伙）	20.37
中国泛海控股集团有限公司	16.97
北京联恒永信投资中心（有限合伙）	5.25
柳传志	2.88
其他	25.49

资料来源：公司提供

公司及其子公司经批准的经营范围主要为信息技术（以下简称“IT”）、金融服务、创新消费

与服务、农业与食品、先进制造与专业服务、基金投资、少数股权投资、创业培训及天使投资等。

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

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

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“联想控股股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”。本期债券基础发行规模为 15 亿元，拟超额配售不超过 15 亿元。本期债券期限为 3 年。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还有息债务。

三、行业分析

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

1. IT 领域

（1）行业概况

PC 市场经历了多年高速发展，其产品已在生活与工作中被广泛使用，但随着移动互联网的普及和智能终端的崛起，新兴智能终端正在侵蚀 PC 市场，PC 市场需求可能面临进一步下降。

PC 即个人计算机（Personal Computer），一种能独立运行，完成特定功能的设备，由硬件系统和软件系统组成。PC 已成为 21 世纪人类生活不可或缺的一部分，特别是在工作中，大部分事务都由 PC 处理完成，PC 产业因此成为电子信息制造业的重要组成部分。PC 的类别主要包括台式机、一体机和笔记本电脑。

从行业整体趋势来看，受移动互联网的普及和智能终端快速发展（智能手机、平板电脑等）的影响，近年来 PC 行业的整体换机率有所下降，导致近年来 PC 行业整体需求持续下降，出货量萎缩，市场空间受到挤压。

（2）行业供需

PC 市场上游核心零件的供应商较为单一，供应商议价能力强；移动智能终端的迅速发展，对 PC 行业的下游需求造成侵蚀。2019 年受益于商业市场需求增加，PC 行业有所回暖；但 2020 年一

季度受疫情影响，PC 出货量大幅下降。同时，PC 行业下游需求关注度集中在主流品牌，其他品牌市场需求较小。

PC 主要由软件系统和硬件系统构成，其原材料主要包括 CPU、主板和外壳材料等。其中拥有核心技术的原材料供应商，如 CPU 供应商英特尔和 AMD 拥有行业垄断地位，市场份额占比很高。操作系统同样拥有少数的供应商，导致供应商的议价能力很强。其他原材料如 PC 储存芯片、外壳材料等，拥有众多供应商，原材料供应较为充足，市场竞争激烈，但近年来由于供求关系的改变，价格变化波动较大，2019 年 CPU 缺货依然是困扰市场的一个主要因素，欧美市场 PC 需求量明显好于中国市场，在全球供应短缺的大背景下，中国 PC 市场 CPU 短缺问题或许更加严峻。

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

（3）行业竞争

全球 PC 市场竞争激烈，产品的同质化较为严重，各家电脑制造商从产品价格、产品特色以及服务入手，提高其市场份额，市场集中度进一步提高。

近年来，随着行业利润率的下降，实力一般的 PC 生产商不断被淘汰，PC 市场的集中度较高。从全球 PC 市场占有率来看，根据 Gartner 统计，2019 年前五大 PC 供应商为联想、惠普、戴尔、苹果及宏碁，近两年前五大品牌市场份额合计分别为 73.4%和 81.3%。2019 年，联想 PC 销量维持全球第一，其在 2019 年的出货量为 6,296.8 万台，同比增长了 7.38%，市场份额提升至 24.1%；惠普 2019 年的出货量为 5,733.2 万台，同比增长了 2.82%，市场份额提升至 22.2%；2019 年，戴尔出货量为 4,395.6 万台，同比增长 4.88%，市场份额为 16.8%，较上年有所提升。

表 2 2018 - 2019 年 Gartner 估计全球 PC 出货量前六大公司情况（单位：千台，%）

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

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

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

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

(4) 行业政策

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

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

表3 近几年信息技术产业重要政策

时间	名称	内容
2017年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016年版)	新一代移动终端设备:包括智能手机,指配备操作系统、支持多核技术、支持多点触控、支持应用商店及Web应用等多种模式、支持多传感器和增强现实等功能的智能手机。手持平板电脑,便携、小巧、可手持使用,以触摸屏作为基本输入设备的个人电脑。其它移动智能终端,包括车载智能终端等
2017年	《国务院关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	升级智能化、高端化、融合化信息产品,重点发展面向消费升级的中高端移动通信终端、可穿戴设备、数字家庭产品等新型信息产品,以及虚拟现实、增强现实、智能网联汽车、智能服务机器人等前沿信息产品
2017年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016年版)	新一代移动终端设备:包括智能手机,指配备操作系统、支持多核技术、支持多点触控、支持应用商店及Web应用等多种模式、支持多传感器和增强现实等功能的智能手机。手持平板电脑,便携、小巧、可手持使用,以触摸屏作为基本输入设备的个人电脑。其它移动智能终端,包括车载智能终端等
2018年	中央经济工作会议	加大制造业技术改造和设备更新,加快5G商用步伐,加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设。我国5G产业链基本环节已经基本达到预商用环节,加快5G商用步伐有利于推动人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施的投资,有效推动消费级和工业级应用场景落地,从而带动3C产品、可穿戴设备、消费级无人机、智能服务机器人等电子产品市场需求,对形成强大的国内市场起到重要促进作用
2019年	《2019年新一代信息基础设施建设工程拟支持项目名单》	对于中西部和东北地区的县城至乡镇、地市至县城之间通信杆路/管道、光传输等设备的建设和扩容等重点支持方向,进入此次名单中的8个项目主要集中在5G规模组网建设、光纤通达等工程范围
2019年	国务院常务会议	集成电路和软件产业将延续此前出台的各类税收优惠政策,同时提出有关部门要抓紧研究完善下一步促进集成电路和软件产业向更高层次发展的支持政策

资料来源:联合评级整理

(5) 行业关注

PC市场竞争日益激烈;全球PC市场基本饱和,市场发展空间变窄。

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

在产品更新换代方面,近年来PC行业产品整体更新换代速度放慢,技术的变更和创新不足以

吸引用户更换设备，造成下游客户换机频率下降，行业总体需求处于下行趋势。

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

（6）行业发展

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

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

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

在智能化方面，智能手机、平板电脑等移动设备给传统 PC 行业带来不少冲击，为增强客户体验，PC 行业也将向更加智能化与个性化发展，推动人工智能向万物互联时代发展。

2. 股权投资

我国股权投资仍处于成长期。2019 年，在国际环境复杂和监管升级的影响下，股权投资规模有所缩小。股权投资领域主要集中于互联网、IT 和生物技术/医疗健康行业。

（1）早期投资

早期投资最早起源于美国，是权益资本投资的一种形式，通常指自由投资者或非正式风险投资机构对原创项目或小型初创企业进行的一次性前期投资。我国的天使投资行业仍处于成长期，且市场非常分散。私营创业公司规模的增长及资本市场流动性增强的预期将推动中国天使投资行业的发展。

根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2019 年，在复杂的国际环境和监管升级下，我国股权投资市场进入调整期，市场回归价值投资，机构更加注重提升风险控制和投后管理能力。受此影响，2019 年中国早期投资机构新募集 84 支基金，同比下降 24.0%；募集资金总额 119.25 亿元，同比下降 34.44%。2019 年，国内共发生 1,795 起早期投资案例，同比下降 10.8%，披露投资金额为 142.45 亿元，同比下降 3.4%。从投资行业来看，2019 年，互联网、IT 和娱乐传媒行业成为早期投资机构的关注重点，其中 IT 投资案例 420 起，披露投资金额为 32.26 亿元；互联网投资案例数为 313 起，披露投资金额为 24.00 亿元；生物技术/医疗健康行业共发生投资 125，披露金额为 13.39 亿元。从统计数据来看，2019 年早期投资机构深耕于 TMT 行业，互联网与 IT 之间的投资差距逐步缩小。

（2）风险投资

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

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

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

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

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

从募集资金规模来看，市场监管趋严叠加宏观经济增速放缓以及中美贸易战等因素影响，流入股权投资行业的资金收窄，创业投资市场募资延续下降趋势。根据清科研究中心数据显示，2019年，中国中外创投机构共新募集702支可投资于中国大陆的基金，其中，披露募集金额的698支基金新增可投资于中国大陆的资本量为2,167.90亿元，同比下跌28.3%，平均募集规模为3.11亿元人民币。从基金资本结构分析，随着国资企业、政府引导金参与度增加，2019年，国资背景的人民币基金明显增多，国资成为创业投资市场的重要资金来源。

从投资案例来看，2019年，中国创业投资市场共发生3,455起投资案例，同比下降20.5%，披露金额的2,879起投资交易共计涉及金额1,577.80亿元人民币，投资金额同比下降25.5%，平均投资规模为5,480.39万元人民币，募资端承压与一二级市场估值倒挂是投资金额下降的主要原因。值得注意的是，在供给侧改革不断推进的背景下，投资热点向科技型项目转移，IT、半导体及电子设备、机械制造等核心技术类行业的投资活跃度相对提升。同时，在经济增速下降的时期，抗周期性行业，例如生物技术/医疗健康，获得机构投资者青睐。此外，受国家政策和经济周期影响，娱乐传媒行业和金融行业关注度下降明显。

退出方面，2019年，共发生1,152笔VC退出交易，同比上升17.8%；被投资企业IPO是最主要的退出方式，共计发生581笔，占比50.4%；股权转让和回购退出排名第二和第三，分别发生274笔和167笔。2019年，VC市场退出结构发生两大重要变化：其一，科创板存量释放，被投资企业IPO数量大幅提升，581笔退出中科创板案例数有248笔，贡献率达到42.7%。截至2019年末，上市的70家科创板企业股价平均涨幅为82.4%。但由于科创板企业股价波动风险较大，投资机构收益还有待观察；其二，投资机构退出策略转变，回购退出数量首次超越并购退出。随着中国股权投资市场发展，基金管理人退出更加理性与务实，注重现金回流。回购退出作为快速回笼资金的方式之一，受到创业投资机构的青睐，2019年VC市场回购案例数同比上涨98.8%。

从投资行业来看，投资案例数量方面，2018年，IT行业共发生952起交易，排名第一；互联网行业以493起交易继续位列第二；生物技术/医疗健康行业共发生投资576起，排名第三。从投资金额方面看，IT行业以356.40亿元排名第一；随后的是生物技术/医疗健康行业，共涉及投资金额304.15亿元；其次是互联网，共计242.75亿元的投资金额。

（3）私募股权投资

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

根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2019年，中国私募股权投资机构新募集1,924支基金，同比下降31.11%；募集资金总额10,156.89亿元，同比增长0.46%。从投资案例来看，2019年，中国私募股权投资市场共发生投资案例3,417笔，共投资5,939.78亿元人民币。从投资行业的案例数量来看，2019年IT行业仍排名第一，相关案例共792起，互联网和生物技术及医疗健康的投资案

例数量紧随其后，分别为 458 起和 487 起。从投资金额来看，互联网行业排名第一，达 806.00 亿元，IT 和机械制造次之，分别为 780.73 亿元和 726.03 亿元。

退出方面，2018 年 PE 机构共实现 1,622 笔退出，其中被投资企业 IPO 共 964 笔。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内领先的大型多元化投资集团，构建了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式；公司聚焦五大战略投资方向，目前业务较为多元化，IT 业务继续保持全球领先，金融服务业务已取得多项金融牌照及许可，农业与食品业务已取得细分领域（猕猴桃和蓝莓）国内龙头地位；公司打造了完整的财务投资链条，且能与公司战略投资业务产生协同。整体看，公司综合竞争力很强。

公司从单一 IT 行业起步，经过 30 多年的发展，现已成为中国领先的大型多元化投资集团，构建起了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的创新商业模式，打造价值不断成长的投资组合。战略投资业务分布于 IT、金融服务、创新消费与服务、农业与食品以及先进制造与专业服务五大板块；财务投资业务主要包括天使投资、风险投资及私募股权投资，覆盖企业成长的所有阶段。

（1）战略投资板块

IT 业务方面，公司子公司联想集团 2005 年并购美国 IBM 公司个人电脑事业部，2014 年又收购 IBM x86 服务器业务和摩托罗拉移动业务部，目前已成为全球最大的 PC 制造商。2019 年，联想集团全球 PC 市场占有率维持全球排名第一。

公司在金融服务业务领域布局广泛，公司子公司及联营公司已取得多项金融牌照及许可。子公司正奇金融控股有限公司（以下简称“正奇金融”）主要围绕中小企业提供直接贷款、融资租赁、商业保理、股债联动等综合金融解决方案。正奇金融各项业务发展迅猛，不断发挥小额贷款业务在安徽省内的区域领先优势，并逐步拓展至省外市场，截至 2019 年末，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；2018 年 7 月，公司完成对卢森堡国际银行（Banque Internationale Luxembourg S.A.，以下简称“卢森堡国际银行”）的收购，截至 2019 年末，卢森堡国际银行总资产规模达 281 亿欧元，员工总数超过 2000 名，在卢森堡、瑞士（自 1984 年）、丹麦（自 2000 年）、中东地区（自 2005 年）和北京（自 2019 年）等金融中心均设有分支机构，其管理资产规模达 435 亿欧元，客户存款余额达 190 亿欧元，客户贷款余额达 147 亿欧元，核心一级资本充足率为 12.47%。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）。卢森堡国际银行和君联资本管理股份有限公司（以下简称“君联资本”）合作发行私募股权母基金（BIL PE I），旨在加强与联想控股协同合作；2020 年 2 月 5 日，卢森堡国际银行完成对华瑞金融（香港）集团有限公司 100% 股权的收购，使其成为卢森堡国际银行在粤港澳大湾区业务发展的主要平台，致力于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、一揽子的金融服务。

创新消费与服务方面，2016 年，公司对德济医院进行战略投资。德济医院成立于 2013 年，是按照三级专科医院规模建设、以临床脑科学为主的“强专科小综合”的专科医院。医院重点发展神经外科、功能神经外科、神经内科、癫痫治疗中心、脑血管病治疗中心、心血管病中心、急诊重症医学中心、神经电生理中心，神经康复中心等重点学科，并有外科、内科等综合学科发展支撑。公司于 2017 年 7 月对中高端直营连锁幼儿园集团三育教育集团股份有限公司（以下简称“三育教育”）

进行战略投资，截至 2019 年末，三育教育拥有直营幼儿园 112 家，在校学生人数超过 3.4 万人。

农业与食品领域，公司重点打造水果和高端动物蛋白两大生鲜供应链。水果供应链方面，公司全面完成了佳沃集团有限公司（以下简称“佳沃集团”）与深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司（以下简称“鑫荣懋”）的重组，并以鑫荣懋作为平台展开海外资源布局，投资了新西兰最大的苹果公司 T&G。高端动物蛋白供应链方面，公司拥有澳大利亚领先的海产品供应链企业 KB Food。同时，2019 年完成了对智利鲑鱼资产的收购，成为首个中国企业跨境并购海外优质鲑鱼上游资源的项目。公司通过佳沃集团投资湖南省华文食品有限公司（以下简称“华文食品”），在深加工食品方面实现了初步的布局；公司通过下属公司佳沃集团收购并控制中国创业板上市公司佳沃农业开发股份有限公司（以下简称“佳沃股份”）。

先进制造与专业服务领域，公司子公司联泓集团有限公司（以下简称“联泓集团”）下属联泓新材料有限公司（以下简称“联泓新材料”）引入国科控股战略投资 8.5 亿元，实现与中国科学院技术与资源的对接；联泓集团薄壁注塑聚丙烯产品、EVA 电缆料实现国内占有率第一，EVA 新产品打入光伏应用领域，特种 EOD 产品比例快速提升，产品结构有所优化。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 11 月，已向中国证监会提交第一次反馈意见回复；2019 年 12 月进行了预披露更新。

（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；2017—2019 年，联想之星连续 3 年在清科集团、投中集团等业内专业机构评选的年度天使/早期投资机构中名列前茅。公司旗下君联资本管理股份有限公司（以下简称“君联资本”）是中国领先的风险投资机构之一，2019 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，目前拥有 PE、地产金融、公募基金、对冲基金及创新投资业务。截至 2019 年末，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。

2. 人员素质

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

截至 2020 年 3 月底，公司现有董事、监事及高级管理人员共 16 人。其中，董事 11 人（含独立董事 4 人）、监事 3 人、高级管理人员 3 人（其中 1 人由执行董事兼任）。公司董事、监事及高级管理人员从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况熟悉，具有丰富的管理经验。

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

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

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构较完善，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司设股东大会，是公司的权力机构。股东大会行使以下职权：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设董事会，董事会成员 11 人，其中独立非执行董事 4 人，董事长 1 人。董事任期三年。董事会对股东负责，执行股东大会的决定，制订公司的经营方针、预决算方案等。

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

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

公司设首席执行官 1 名，设常务副总裁、高级副总裁若干人，人选由首席执行官提名，董事会聘任。董事可以兼任高级管理人员。

2. 管理体制

公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

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、策略规划部、资产管理部、资金管理部、财务部、审计部等职能部门。

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

财务管理方面，公司财务负责人领导财务部门统一负责公司的财务管理、资金筹集和运用。公司执行《企业会计准则》进行财务核算，根据公司业务架构和管理要求，按业务类别建立费用中心和利润中心，确立内部核算对象，对各子公司、项目实施独立核算、绩效考核，保证有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

¹根据公司于 2020 年 2 月 13 日最新修订公司章程，总裁改称为首席执行官

在投资管理方面，作为一家多元化投资公司，投资管理是公司最主要的工作。在符合公司既定的战略目标或公司战略委员会不时制定公司发展战略规划前提下的一般授权投资项目，董事会授权公司投资决策委员会（其中成员包括但不限于全体执行董事）批准后执行，其他非前述董事会一般授权下拟投资项目，由董事会审议批准后执行；若项目涉及重大交易事项，根据公司章程或港交所上市规则，由公司股东大会做出决策。董事会根据公司章程及经考虑公司战略委员会的意见后，履行其对公司总体战略、业务发展及重大投资方案的决策外，公司的日常营运管理和资源调配决策由首席执行官及其领导的核心管理人员负责。首席执行官根据公司章程职责行使其职权。公司的投资经营体制实现了对重要子公司的控制，而对非重要子公司实现了投资和管理层的分离，各投资公司管理层独立全权负责日常运营、创造利润和保持增长。

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

六、经营分析

1. 经营概况

IT 业务是公司最重要的收入来源，该业务整体较为稳健，盈利能力稳定；创新消费与服务、农业与食品以及先进制造与专业服务业务目前收入占比虽然较低，但近几年发展较快，收入规模大幅增长；受益收购于卢森堡国际银行，金融服务业务收入快速增长。整体看，近三年，公司整体经营较为稳健；且多元化发展的业务布局有助于公司分散经营风险。

公司为投资集团，业务涵盖战略投资与财务投资两大范畴，其战略投资主要包括 IT、金融服务、创新消费与服务、农业与食品、先进制造与专业服务分部和财务投资等领域；其财务投资主要包括天使投资、风险投资及私募股权投资，覆盖企业成长的所有阶段。2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 10.94%，主要系 IT 业务收入增加所致；同期公司净利润逐年增加，分别为 48.55 亿元、71.78 亿元和 83.75 亿元，年均复合增长 31.33%。

表4 2017—2019公司营业收入结构及毛利率（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司年报

收入构成方面，IT 业务是公司收入最重要的来源，该板块主要由联想集团负责运营。2017—2019 年，公司 IT 板块收入稳步增长，年均复合增长 9.24%。2019 年，公司 IT 板块营业收入 3,572.12 亿

元，同比增长 7.99%，主要系个人电脑和智能设备业务收入增加所致；占营业收入比重均在 90%以上，是公司营业收入的主要来源。2017—2019 年，公司金融服务收入逐年增长，年均复合增长 56.36%，2019 年公司金融服务收入 88.15 亿元，同比增长 26.73%，主要系公司收购的卢森堡国际银行营业全年收入并表所致；该板块占营业收入的比重逐年提升，分别为 1.14%、1.94%和 2.26%。2017—2019 年，公司农业与食品业务收入逐年大幅增长，年均复合增长 77.65%。2019 年，公司农业与食品业务收入 156.61 亿元，同比增长 21.03%，主要系鑫荣懋收入增加，以及收购智利 Australis 项目所致；占营业收入的比重逐年上升，分别为 1.57%、3.61%和 4.02%。2018 年公司将新材料分部变更为先进制造与专业服务分部，并将部分原属于创新消费与服务分部的业务调整至先进制造与专业服务分部或财务投资分部，2019 年，该业务板块实现收入 59.47 亿元，同比下降 6.08%，主要系供应链业务调整所致；占营业收入比重下降 0.23 个百分点至 1.53%。公司业务板块还包括创新消费与服务 and 财务投资，这些板块的收入占营业收入比重较小，目前对公司营业收入规模影响较小。

毛利率方面，分板块看，2017—2019 年，公司 IT 板块毛利率逐年提升，分别为 13.86%、14.21%和 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提升所致；金融服务毛利率波动下降，分别为 85.13%、73.46%和 76.45%，主要系战略性收缩部分板块公司的业务规模及被投资企业公允价值变化所致；农业与食品毛利率逐年下降，分别为 23.60%、16.58%和 14.48%，主要系一方面毛利率较高的白酒业务从合并范围内剥离所致；其他业务规模较小，对公司利润影响较小。受上述因素影响，公司综合毛利率逐年提升，分别为 14.92%、15.59%和 17.80%，整体较为稳定。

2. IT 业务

近几年，联想集团通过智能转型战略，公司 IT 业务 PC 收入逐年增加，数据中心盈利能力有所改善，整体经营稳健。但公司核心元件对单一供应商依赖程度较高且受中美贸易关系影响，公司 PC 业务未来的发展将存在一定不确定性。

公司 IT 的经营主体是联想集团。联想集团是公司最大的子公司，IT 业务收入是公司最重要的收入来源。

联想集团是一家集专业开发、生产及销售高端科技产品以及提供相关服务为一体的全球财富 500 强公司。2014 年 10 月联想集团完成对摩托罗拉移动和 Systemx 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（ThinkPadHelix 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，2017—2019 年，收入分别为 2,635 亿元、2,911 亿元和 3,191 亿元；占比分别为 88.04%、88.00%和 89.32%。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，2019 年，联想集团在全球个人 PC 市场市占率高达 24.8%，且增速在前五大个人 PC 供货商中位列第一。从产品细分市场来看，联想集团在工作站、轻薄、显示器和游戏个人计算机等细分市场中具备较强的竞争优势。

移动业务主要为智能手机业务，近年来，联想集团移动业务实施降低费用、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NetApp在内的战略合作关系）建立全球特许经营网络。2017—2019年，联想集团数据中心业务收入分别为272亿元、397亿元和381亿元，占比分别为9.09%、12.00%和10.67%。

表5 2017—2019年IT板块收入构成情况（单位：亿元、%）

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

注：因业务转型等原因，2018年联想集团对业务板块名称及构成进行了调整，将个人电脑和智能设备业务、移动业务集团的业务，合并为“智能设备业务集团”，2017年数据未进行调整

资料来源：公司提供

公司IT板块采购的原材料主要包括PC产品的操作系统、半导体芯片、磁盘驱动器、储存芯片等。

供应商选择方面，联想集团供应商分布全球各地，包括美国、中国、韩国及台湾等地；一些核心原材料如PC产品的操作系统和半导体芯片等，供应商较为单一，主要为微软和英特尔，公司议价能力不高；其他原材料如储存芯片，供应商众多且分布广泛，市场竞争充分，价格透明。联想集团通常与供应商制定为期五到十年的长期框架协议，在框架协议有效期内，联想集团根据需求要求供应商发货，且享有供应量和价格保障优待。2019年，联想集团前五大供应商采购金额占比30.08%，最大供应商采购金额占比16.23%，采购集中度较高，且部分核心原材料对个别供应商存在依赖。供应链和采购方面，联想集团采取一体化运作体系，将采购、生产、分销及物流整合成一个统一的系统，在整个系统内由联想集团负责生产的管控，并通过以销定产和动态调整，快速实现应对市场变化的内部调整。

从生产上来看，联想集团同时采取自产和外部代工生产两种模式进行生产，联想集团在中国、日本、墨西哥、印度、巴西及美国均拥有生产中心。在生产过程中，联想集团严格控制原材料及部件的质量，并在产品出售前对产品进行各种质量控制及客户模拟测试。联想集团内部的预警小组参与所有的新产品发布，并收集客户反馈、总结重要问题并协调质量控制、采购、研发及其他相关团队分析及解决已发现的问题。

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

政府实体及教育机构设有具体的营销计划。

2017—2019年,公司IT业务对美洲的销售收入占IT业务总销售收入的比例分别为30.97%、32.04%和32.11%,占比较为稳定;公司单一或有限货源的供应商,包括PC产品操作系统的微软公司和提供半导体芯片的英特尔公司。虽然截至目前,美国加税的项目中暂无电脑及手机,且公司与微软公司及英特尔公司亦保持着长期稳定的合作关系,但如美国对中国出口的电脑及手机增加税负,或公司与单一或有限货源的供应商合作受到贸易战影响,将对公司IT业务造成较大影响。

研发方面,联想集团重视技术研发,研发投入逐年扩大,能够对其IT业务提供有力支持。截至2019年末,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。

3. 金融服务业务

公司在金融服务业务领域布局广泛,近几年金融服务业务发展稳健,且金融服务业毛利率水平较高,未来随着业务规模的扩大有望给公司贡献较高的利润,但随着业务规模的扩大,也对公司的风险控制能力提出了更高要求。

公司在金融服务业务领域布局广泛,公司子公司已取得多项金融牌照及许可。公司金融服务业务主要由子公司正奇金融、君创租赁、考拉科技和卢森堡国际银行运营。

2018年,公司完成对卢森堡国际银行的收购。卢森堡国际银行成立于1856年3月,是卢森堡第一家股份制银行。卢森堡国际银行总部位于卢森堡,在丹麦、瑞典、瑞士、中东等地区设有国际分支机构。截至2019年末,卢森堡国际银行拥有41家支行,8家私人银行中心和7家中小企业中心,在丹麦、瑞典、瑞士、迪拜等境外区域设有国际分支机构。下设三大业务板块:商业活动板块(CommercialActivities),金融市场板块(TreasuryandFinancialMarkets)和集团中心板块(GroupCenter)。截至2019年末,卢森堡国际银行管理资产规模达435亿欧元,较2018年末的395亿欧元增长10.3%,主要是由零售、公司业务和财富管理业务带来新增净流入以及外部不利市场环境好转所致;客户存款余额达190亿欧元,较2018年末的173亿欧元增长10%;客户贷款余额达147亿欧元,较2018年末增长9.9%,其中商业性贷款增加14亿欧元(较2018年末剔除减值后增加10.3%)。截至2019年末,卢森堡国际银行核心一级资本充足率为12.47%,保持稳健经营。2019年,卢森堡国际银行实现收入44.77亿元,净利润8.33亿元。

2020年2月5日,卢森堡国际银行完成对华瑞金融(香港)集团有限公司100%股权的收购。华瑞金融(香港)集团有限公司成立于2017年,是香港的一家财富管理公司,专门向高净值客户、企业家及其家庭提供理财顾问服务。根据交易协议,华瑞金融(香港)集团有限公司将更名为卢森堡国际银行财富管理有限公司(BIL Wealth Management Ltd.),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、多样性、一揽子的金融服务。

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、权益投资和资产管理等业务品种,为中小企业提供一站式的融资解决方案。2017—2019年,正奇金融实现收入波动增长,分别为11.80亿元、18.31亿元和12.71亿元,2019年同比下降30.58%,主要系债权类业务规模缩小和资本市场波动导致权益类投资公允价值下降所致。贷款业务方面,2017—2019年,正奇金融贷款余额分别为58.74亿元、56.50亿元和59.75亿元。融资租赁方面,截至2019年末,正奇金融融资租赁业务应收租赁款余额为35.22亿元。商业保理方面,截至2019年末,正奇金融商业保理业务余额为14.18亿元。投资方面,截至2019年末,正奇金融全部债权类投资业务余额为人民币110.04亿元,同比减少11.5%;权益类投资业务余额为人民币20.96亿元,同比减少12.9%。

君创租赁是公司旗下专门从事融资租赁及相关金融业务的专业化子公司,2016年是君创租赁完

整运营的第一个年度；2017—2019 年，君创租赁业务实现快速增长，分别实现营业收入 7.19 亿元、9.03 亿元和 10.44 亿元。同时，君创租赁持续加强业务布局和市场开拓，截至 2019 年末，除上海总部外，君创租赁已经在全国各地设立了 7 个办事处，业务覆盖全国各个省份。

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 年末，贷款余额超过人民币 60 亿元。2017—2019 年，考拉科技分别实现营业收入 17.28 亿元、19.50 亿元和 18.98 亿元。

4. 农业与食品

在农业与食品领域，公司建立了专业投资控股平台佳沃集团，目前佳沃集团已拥有国内最大的水果全产业链企业，并通过收购澳洲 KB Seafoods、Takari 和 Australis Seafoods S.A.，公司农业与食品业务收入大幅增长。

公司积极在农业与食品领域的产品、生产服务和销售渠道升级中的细分领域寻找机会进行布局。公司从事农业与食品业务的子公司主要为佳沃集团。2017—2019 年，公司农业与食品业务收入分别为 49.62 亿元、129.40 亿元和 156.61 亿元，其中 2018 年同比大幅增长 160.78%，主要系鑫荣懋纳入合并范围所致。

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

2015 年 12 月 8 日，佳沃集团以其所持有的国内水果业务公司股权作价认购鑫荣懋新发行股份，从而实现公司水果业务与鑫荣懋的合并重组，通过该交易，佳沃集团水果业务销售渠道能力大幅提升，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，公司与世界领先蓝莓企业 Hortifrut 在蓝莓新品种、新技术种植领域展开合作，成功实现量产；商超零售商服务板块，紧跟新零售升级，成为盒马鲜生、7fresh 供货商，并再次蝉联全球零售巨头沃尔玛中国公司年度最佳供货商大奖；分销板块，公司已经在全国 16 个一级水果批发市场实现布局成为中国最大的猕猴桃、苹果、蓝莓、樱桃、葡萄进口商和分销商。

2016 年 3 月，公司子公司南明有限公司与 KBSeafoods 管理团队合资成立 KBFood，收购 KBSeafoods 100% 股权。截至 2019 年末，公司持有 KBFood 90% 股权。

KBSeafoods 总部在澳大利亚珀斯，拥有 90 年发展历史，是澳大利亚最大的海产品企业之一。

公司向澳大利亚主流超市及餐饮企业提供超过 6,000 种的海产品及附属产品，年销量达 10 万吨，产品涵盖鱼、虾、贝、龙虾等品类，产业链覆盖捕捞、初加工、深加工、冷链配送、销售及服务。目前 KBFood 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 Sea food 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，现已完成交割后的第一个渔季捕捞作业，运营情况良好，团队实现平稳过渡。未来，ASI 将寻找更多机会进行上游资源整合。2017 年 10 月，KBFood 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 KBFood 在虾类产品的市场领先者地位。2019 年 7 月，公司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，KBFood 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。

此外，2019 年，公司完成智利领先的鲑鱼公司 Australis Seafoods S.A.控制权交割，顺利实现首个中国企业跨境并购海外优质鲑鱼上游资源的项目，进一步巩固并实质性提升自身对上游稀缺优质资源的掌控能力并进一步拓展国内渠道；既有业务经营情况稳定，继续保持了最大的北极甜虾进口分销商、狭鳕鱼加工供货商和全渠道布局进口动物蛋白品牌商的行业领先地位。

5. 财务投资板块

财务投资板块方面，公司通过不同投资主体投资处于不同发展阶段的企业，为公司获取可观的投资回报，并为公司战略投资提供机会和资源。

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

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

（1）孵化器投资

公司子公司联想之星是中国领先的天使投资机构之一，成立于 2008 年。作为一个孵化器项目，联想之星旨在捕捉初创科技企业的机遇，通过协助解决创业公司所面临的资金、人才招聘、培训等问题推动其概念及技术商业化。联想之星以投资专业化、资源平台化为经营策略，针对 TMT、医疗健康和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、天津泰达科技发展集团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 年末，联想之星共管理 7 支基金，管理资金规模超过人民币 25 亿元，累计投资境内外项目超过 260 个，已投出乐逗游戏、旷视科技 face++、思必驰、云丁科技、Pony.AI、北科天绘、燃石医学、开拓药业、派格生物、康诺亚生物、Axonics、HiFiBio 等优质项目。报告期内，投资境内外项目近 30 个，涵盖人工智能、生物技术、医疗新服务、新消费等细分方向，在管项目有近 60 个发生下轮融资，近 20 个项目实现退出。

2019 年，联想之星新募集 4 期人民币基金及 4 期美元基金，在管资产规模得以扩大。截至 2019 年末，4 期人民币及 4 期美元基金均已完成首次交割。

（2）风险投资

君联资本成立于 2001 年 3 月，创建时的名称为“联想投资”。2012 年 2 月，联想投资更名为“君联资本”，并沿用至今。作为联想控股风险投资行业操作平台，君联资本专注于处于创业期和成长期的高成长的企业投资，投资领域包括 TMT、清洁技术、外包及专业服务、医疗健康、先进制造和消费产品及服务等领域。

截至 2019 年末，君联资本共管理 8 期美元综合基金（其中两期基金已结算），5 期人民币综合成长基金，3 期人民币 TMT 创新基金，2 期美元医疗专业基金，2 期人民币医疗专业基金，2 期人民币文化体育专业基金以及 1 期红筹回归概念专业基金。2019 年，君联资本新募集两支美元基金和一支人民币基金，分别是 LC Fund VIII, L.P（以下简称“美元八期基金”）、LC Healthcare Fund II, L.P（以下简称“医疗美元二期基金”）、上海君联晟灏创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“TMT 创新人民币三期基金”）。截至 2019 年末，君联资本募集基金总额为人民币 93.91 亿元，其中新募基金美元八期基金的募集金额折人民币 23.88 亿元，医疗美元二期基金的募集金额折人民币 10.59 亿元，TMT 创新人民币三期基金的募集金额为人民币 8.04 亿元。

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

（3）私募股权投资

弘毅投资成立于 2003 年，经过多年的发展，已经成为最成功的中国私募股权投资机构之一。弘毅 PE 基金主要关注国企改制、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 年末,弘毅投资投资管理的基金主要包括:8 期股权投资基金,3 期地产基金及 1 期文化产业基金。报告期内,文化产业基金完成最终交割,地产三期基金发出首次交割通知。弘毅远方基金管理有限公司作为弘毅投资旗下专事二级市场投资及管理业务的公募基金管理公司,报告期内共发行 4 支新基金,包括 2 支混合型基金及 2 支指数型基金。

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,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行业专注的投资实践。地产基金战略性地聚焦于一线城市写字楼领域,通过对一线城市中的写字楼及有条件改造为写字楼的其他商用物业,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平的超额收益。文化产业基金将专注于文化产业的整合型投资、跨境投资以及新趋势早期赛道投资布局的投资,重点布局影视和大娱乐行业、体育产业、持续关注网络游戏、新型技术驱动的新媒体业务。弘毅投资旗下公募基金管理公司将着力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,聚焦价值投资,致力于打造特色鲜明、业绩优良的公募基金产品。弘毅投资旗下海外二级市场投资平台-金涌投资侧重于流动性资产投资,目前运行包括大中华股票长短仓、大中华股票长仓、全球宏观、全球医疗健康产业、债券及资产证券化、CTA/量化策略、特殊机会证券等多种策略。

6. 经营效率

公司经营效率尚可。

2017—2019 年,应收账款周转率²逐年上升,分别为 7.99 次、7.89 次和 6.64 次,主要系一方面卢森堡国际银行纳入合并范围,另一方面 2019 年会计政策调整,部分应收账款转入应收款项融资所致。2017—2019 年,存货周转率逐年下降,分别为 10.14 次、9.99 次和 9.76 次。2017—2019 年,公司的总资产周转次数分别为 0.96 次、0.80 次和 0.66 次,呈逐年下降态势,主要系公司持续收购所致。

7. 经营关注

(1) PC 市场竞争激烈

近年来 PC 市场呈现疲软的状态,同时由于进入此行业的壁垒较低,不同品牌的产品同质化程度较高,PC 市场竞争愈加激烈。PC 业务收入为联想集团最主要收入来源,竞争日益激烈的 PC 市场对其业务经营势必造成一定压力。

(2) 融资渠道风险

公司作为一家投资公司,充足的资金是其发展的保障,拥有持续的大量资金可以帮助公司实现业务战略。公司有些投资可能需要较长的时间才能产生回报,因此公司需要寻求额外融资,若公司的外部融资渠道不够畅通,势必会影响公司的发展脚步和战略目标的实现。

(3) 管理风险

公司通过多家被投资企业开展多元化业务,面对不同行业、市场及地区的业务、面临市场及监管风险,提高了公司的管理难度。由于被投资企业众多且业务独立性强,对公司的管理水平和人才储备提出了挑战。

² 2018 年和 2019 年应收款项融资中的应收账款计入该指标。

（4）受新冠疫情倾向，全球及地区经济、经营所在行业波动风险

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

8. 未来发展

公司着眼于全球化发展，持续发挥并加强双轮驱动的业务模式和管控服务；未来的发展战略规划明确，可实施性较强。

未来，公司仍将继续专注于战略投资和财务投资两大板块。

战略投资方面，公司 IT 板块业务较为稳定，公司未来将继续关注消费与服务相关的投资主体，更加聚焦在金融服务、创新消费与服务、农业与食品以及先进制造与专业服务等领域；公司未来将协助旗下受到外部环境影响较大的被投资企业进一步挖掘业务潜力。公司将站在全球化的高度来打造和管理公司的投资组合，在国内外合理布局资源。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 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，审计结论均为标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。

从合并范围来看，2017—2019 年，公司合并范围无重大变化。2018 年，公司完成对卢森堡国际银行的收购并纳入合并范围，对公司财务报表影响较大，财务数据可比性较弱。

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

2. 资产质量

近年来，公司资产规模逐年增长，流动资产与非流动资产占比相当。流动资产中货币资金、存货、其他应收款和应收款项融资占比较大，资产受限比例较低，公司整体资产质量较好。

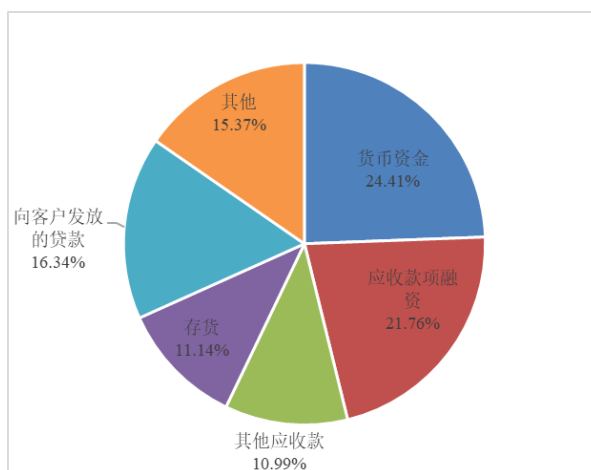
2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 36.43%。截至 2019 年末，公司合

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

(1) 流动资产

2017—2019年,公司流动资产逐年增长,年均复合增长30.08%。截至2019年末,公司流动资产2,936.99亿元,较年初增长9.91%,主要系应收款项融资增加所致。公司流动资产主要由货币资金(占24.41%)、应收款项融资(占21.76%)、其他应收款(占10.99%)、存货(占11.14%)和向客户发放的贷款(占16.34%)构成。

图1 截至2019年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年,公司货币资金逐年增长,年均复合增长34.62%。截至2019年末,公司货币资金716.78亿元,较年初增长7.20%,主要系销售回款增加所致。公司货币资金主要由银行存款(占51.72%)、存放在子公司所属中央银行款项(非强制储蓄部分)(占27.65%)和受限存款(占12.66%)构成。货币资金中有90.76亿元受限资金,受限比例为12.66%,主要为担保业务保证金存款、票据及信用证保证金、借款保证金和受限冻结资金,受限比例一般。

截至2017年末,公司无应收款项融资。截至2019年末,公司应收款项融资638.96亿元,较年初增长41.72%,主要系公司IT分部应收款项融资增加所致。

2017—2019年,公司其他应收款逐年增长,年均复合增长1.89%。截至2019年末,公司其他应收款322.65亿元,较年初增长2.04%,较年初变化不大。从账龄来看,其他应收款余额中1年以内占比93.88%,1~2年占比3.46%,其余为2年以上,账龄较短。公司其他应收款主要为应收代工厂商款和应收代垫及暂付款,分别占其他应收款余额的37.78%和36.94%。应收代工厂商款主要为联想集团在日常经营活动中因委托代工厂商加工零部件而产生的应收款项。

2017—2019年,公司向客户发放的贷款波动增长,年均复合增长112.26%,主要系2018年公司合并范围新增卢森堡国际银行致银行业务规模大幅扩大所致。截至2019年末,公司向客户发放的贷款479.93亿元,较年初下降10.32%,主要系长期贷款规模增加转入非流动资产所致。

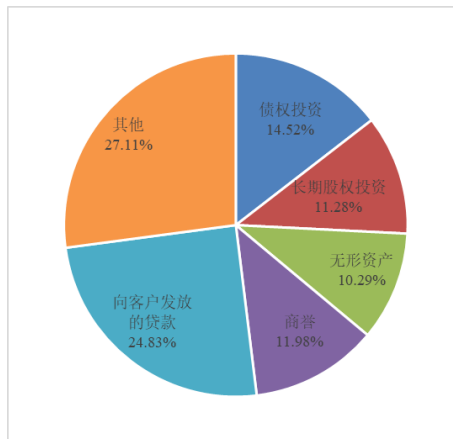
2017—2019年,公司存货波动增长,年均复合增长7.33%。截至2019年末,公司存货327.25亿元,较年初增长15.63%,主要系公司IT分部原材料存货增加,以及农业与食品板块2019年收购Australis Seafoods S.A.导致消耗性生物资产增加所致。存货主要由原材料(占52.27%)、产成品(占27.30%)、周转材料(占12.48%)和消耗性生物资产(占5.42%)构成。公司存货跌价准备按存货成本高于其可变现净值的差额计提,2019年度公司计提存货跌价准备金23.48亿元,计提比例6.69%,

计提较为充分。

(2) 非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 42.90%，主要系合并范围新增卢森堡国际银行所致。截至 2019 年末，公司非流动资产 3,310.47 亿元，较年初增长 13.52%，主要系债权投资和无形资产增加所致。公司非流动资产主要由债权投资（占 14.52%）、长期股权投资（占 11.28%）、无形资产（占 10.29%）、商誉（占 11.98%）和向客户发放的贷款（占 24.83%）构成。

图 2 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年末，公司无债权投资。截至 2019 年末，公司债权投资 480.52 亿元，较年初增长 25.85%，主要系持有的债权和固定收益工具增加所致；计提投资减值准备 1.15 亿元。

2017—2019 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 6.51%。截至 2019 年末，公司长期股权投资 373.34 亿元，较年初增长 0.01%，较年初变化不大。公司长期股权投资前五大联营企业情况如下表所示。

表 6 截至 2019 年末公司前五大长期股权投资情况（单位：亿元、%）

企业名称	表决比例	账面价值	占长期股权投资的比例
汉口银行股份有限公司	15.33	38.60	20.92
神州租车有限公司	26.59	31.09	16.85
拉卡拉支付股份有限公司	28.24	16.00	8.67
北京蓝色光标数据科技股份有限公司	7.71	13.74	7.44
拜博医疗集团有限公司	36.47	10.95	5.93
合计	--	110.38	59.81

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司无形资产连续增长，年均复合增长 10.28%。截至 2019 年末，公司无形资产 340.51 亿元，较年初增长 12.39%，主要系合并范围扩大所致。无形资产主要由专利及技术（占 16.04%）、商标（占 30.23%）、软件（占 11.11%）、客户关系（占 17.35%）、水产养殖特许经营权及水域使用权（占 10.50%）以及土地使用权（占 10.64%）构成；计提减值准备 4.74 亿元。

2017—2019 年，公司商誉逐年增长，年均复合增长 5.39%，主要系公司收购子公司所产生的商誉。截至 2019 年末，公司商誉 396.45 亿元，较年初增长 5.18%。2019 年末公司通过比较各现金产生单元的可收回金额及账面值，完成就各现金产生单元的商誉的年度减值测试，现金产生单元的可

回收金额是根据公允价值减去处置费用或使用价值的较高者计算确定，公司未计提商誉减值准备。公司商誉规模较大，如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

2017—2019 年，公司向客户发放的贷款连续增长，年均复合增长 585.05%，主要系公司金融业务板块业务快速发展以及 2018 年合并范围新增卢森堡国际银行所致。截至 2019 年末，公司向客户发放的贷款 822.12 亿元，较年初增长 22.93%，主要系卢森堡国际银行业务规模扩大所致。

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

表 7 截至 2018 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

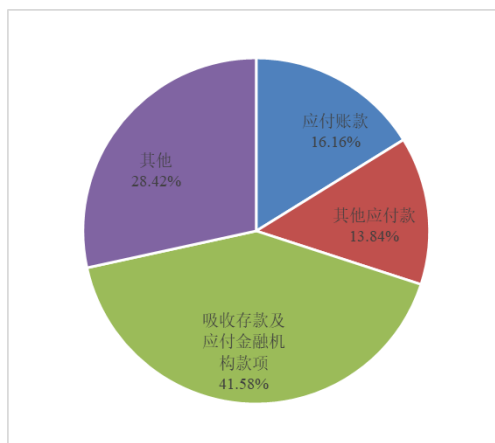
近年来，公司负债规模随着公司业务规模及合并范围扩大而增加，以流动负债为主。受合并范围新增卢森堡国际银行的影响，公司负债结构有所变化；公司债务持续增长，整体债务负担重，但债务结构较为均衡。公司所有者权益保持增长，所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益结构稳定性一般。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 44.17%。截至 2019 年末，公司负债总额 5,322.51 亿元，较年初增长 11.99%。其中，流动负债占 73.96%，非流动负债占 26.04%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

（1）流动负债

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 50.67%。截至 2019 年末，公司流动负债 3,936.33 亿元，较年初增长 8.40%，主要系应付账款和吸收存款及应付金融机构款项增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占 16.16%）、其他应付款（占 13.84%）和吸收存款及应付金融机构款项（占 41.58%）构成。

图3 截至2019年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司应付账款连续增长，年均复合增长 12.63%。截至 2019 年末，公司应付账款 636.22 亿元，较年初增长 22.24%，主要系应付货款增加所致。应付账款账龄以 1 年以内为主，占比为 99.82%。

2017—2019 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 0.23%，变化不大。截至 2019 年末，公司其他应付款 544.81 亿元，较年初增长 0.26%，较年初变化不大。截至 2019 年末，公司其他应付款主要由应付代工厂商款（占 59.40%）和预提费用（占 14.28%）构成；其中，应付代工厂商款为在日常经营活动中联想集团收到代工厂商交付完工产品而应付的款项。

截至 2017 年末，公司无吸收存款及应付金融机构款项。截至 2019 年末，公司吸收存款及同业存放 1,636.60 亿元，较年初增长 10.55%，主要系卢森堡国际银行业务规模扩大所致。

（2）非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 29.47%。截至 2019 年末，公司非流动负债 1,386.17 亿元，较年初增长 23.65%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 25.08%）、应付债券（占 36.75%）和其他非流动负债（占 15.88%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 5.90%。截至 2019 年末，公司长期借款 347.63 亿元，较年初增长 28.17%；长期借款主要由保证借款和信用借款构成。从期限分布看，1~2 年到期的占 46.44%，2~5 年到期的占 35.52%，5 年及以上到期的占 18.05%，集中偿付压力一般。

2017—2019 年，公司应付债券连续增长，年均复合增长 23.40%。截至 2019 年末，公司应付债券 509.41 亿元，较年初增长 22.97%，主要系公司及子公司 2019 年发行债券所致。

2017—2019 年，公司其他非流动负债连续增长，年均复合增长 80.37%。截至 2019 年末，公司其他非流动负债 220.15 亿元，较年初增长 25.38%，主要系一方面联想集团与其他公司签订合营协议及期权协议产生的签出认沽期权负债大幅增加，另一方面预收延期保修款增加所致。

2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 24.87%。截至 2019 年末，公司全部债务 1,587.44 亿元，较年初增长 11.37%。其中，短期债务占 44.70%，长期债务占 55.30%，债务结构较为均衡。2017—2019 年，公司资产负债率逐年上升，分别为 76.29%、85.04%和 85.19%，主要系公司合并范围增加卢森堡国际银行所致；全部债务资本化比率逐年上升，分别为 56.13%、63.04%和 63.18%；长期债务资本化比率逐年上升，分别为 45.26%、45.66%和 48.69%，公司债务负担重。

（3）所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 7.81%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 924.95 亿元，较年初增长 10.67%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.49%，少数股东权益占比为 35.51%。归属于母公司所有者权益 596.48 亿元，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%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

近年来，公司收入及盈利规模大，期间费用控制能力一般，费用对利润侵蚀显著，利润总额对投资收益依赖程度较高，公司整体盈利能力较强。

2017—2019 年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长 10.94%。2019 年，公司实现营业收入 3,892.18 亿元，较上年增长 8.44%，主要系 IT 业务收入大幅增加所致。2017—2019 年，公司营业成本逐年增长，年均复合增长 9.04%。2019 年，公司营业成本 3,199.30 亿元，较上年增长 5.60%。2017—2019 年，公司净利润逐年增长，分别为 48.55 亿元、71.78 亿元和 83.75 亿元，年均复合增长

31.33%。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 11.44%。2019 年，公司期间费用总额为 600.79 亿元，较上年增长 20.51%，主要系销售费用和管理费用增加所致。从构成看，2019 年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 37.13%、36.64%、15.76% 和 10.47%，以销售费用和管理费用为主。2017—2019 年，公司销售费用波动增长，年均复合增长 4.27%，分别为 205.19 亿元、189.48 亿元和 223.07 亿元，主要系联想集团广告费用波动所致。2017—2019 年，公司管理费用逐年增长，分别为 142.31 亿元、175.59 亿元和 220.12 亿元，年均复合增长 24.37%，主要系职工薪酬增加所致。2017—2019 年，公司研发费用变化不大，分别为 87.19 亿元、81.40 亿元和 94.70 亿元，年均复合增长 4.22%。2017—2019 年，公司财务费用逐年增加，分别为 49.08 亿元、52.09 亿元和 62.91 亿元，年均复合增长 13.21%，主要系债务规模增加所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 15.30%、13.89%和 15.44%，公司费用控制能力一般。

2017—2019 年，公司投资收益逐年减少，年均复合下降 33.71%。公司投资收益主要由财务投资业务的基金投资、其他少数股权投资的股利分红收入以及享有的联营企业利润等构成。其中，2017 年公司投资收益主要来自处置可供出售金融资产获得的投资收益，2018 年公司投资收益主要来自公司处置子公司产生的收益，2019 年公司投资收益主要来自联营企业的股利收入。2017—2019 年，公司投资收益占营业利润的比重分别为 93.90%、44.85%和 31.45%，公司投资项目较多，投资收益在营业利润中比重较大，且波动幅度较大，公司盈利水平对投资收益的依赖度偏高，公司面临一定的投资收益波动风险。2017—2019 年，公司其他收益逐年减少，年均复合下降 28.49%，主要系收到的政府补助减少所致；占营业利润的比重分别为 14.58%、7.73%和 5.69%，营业利润对政府补助的依赖程度有所下降。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率逐年提升，分别为 14.71%、15.46%和 17.66%。2017—2019 年，公司总资本收益率逐年提升，分别为 5.28%、6.13%和 6.33%；总资产报酬率逐年下降，分别为 3.63%、3.09%和 2.87%；净资产收益率逐年提升，分别为 6.51%、8.80%和 9.51%。公司盈利能力较强。

5. 现金流

近年来，公司经营活动净现金流量由净流出转为净流入，但收入实现质量一般；投资活动现金流量波动较大，筹资活动现金流持续净流入，但净流入规模逐年下降。

从经营活动来看，近年来，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。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量逐年增加，分别为 3,192.17 亿元、3,658.23 亿元和 4,086.82 亿元，年均复合增长 13.15%；公司经营活动现金流出量逐年增加，分别为 3,245.88 亿元、3,630.62 亿元和 3,994.75 亿元，年均复合增长 10.94%。受上述因素影响，2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为-53.70 亿元、27.61 亿元和 92.07 亿元，由净流出转为净流入。从收入实现质量来看，2017—2019 年，公司现金收入比分别为 100.08%、98.78%和 97.65%，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量有所波动，分别为 280.68 亿元、344.06 亿元和 282.52 亿元，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金波动所致；投资活动现金流出量波动增加，分别为 298.64 亿元、197.17 亿元和 388.20 亿元，年均复合增长 14.01%，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金和投资支付的现金波动所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司投资活动现金净额波动较大，分别为-17.96 亿元、146.89 亿元和-105.68 亿元。

从筹资活动来看, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流入量逐年增加, 分别为 995.45 亿元、1,017.27 亿元和 1,109.47 亿元, 年均复合增长 5.57%; 筹资活动现金流出量逐年增加, 分别为 891.29 亿元、922.70 亿元和 1,080.40 亿元, 年均复合增长 10.10%。受上述因素影响, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金净额逐年减少, 分别为 104.16 亿元、94.57 亿元和 29.07 亿元, 年均复合下降 47.17%。

6. 偿债能力

近年来, 公司现金类资产充足, 盈利能力较强, 融资渠道畅通, 过往债务履约情况良好, 并考虑到公司行业地位突出、经营规模较大、技术水平先进以及品牌知名度很高等因素, 公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司流动比率波动下降, 分别为 1.00 倍、0.74 倍和 0.75 倍; 速动比率波动下降, 分别为 0.84 倍、0.66 倍和 0.66 倍。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019 年, 公司现金短期债务比波动下降, 分别为 1.26 倍、1.10 倍和 1.18 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看, 2017—2019 年, 公司 EBITDA 逐年增长, 分别为 176.49 亿元、199.31 亿元和 246.81 亿元。2019 年, 公司 EBITDA 为 246.81 亿元, 较上年增长 23.83%。主要系利润总额增加所致。从构成看, 公司 EBITDA 主要由折旧 (占 10.56%)、摊销 (占 20.58%)、计入财务费用的利息支出 (占 27.25%)、利润总额 (占 41.61%) 构成。2019 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.76 倍下降至 3.67 倍, EBITDA 对利息的覆盖程度较高; 公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.14 倍上升至 0.16 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看, 公司长期债务偿债能力尚可。

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

截至 2019 年末, 公司不存在对公司的正常经营产生较大影响的重大诉讼情况。

根据公司提供企业信用报告 (机构信用代码: G10110108003284209), 截至 2020 年 2 月 17 日, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录, 债务履约情况良好。

截至 2019 年末, 公司及各子公司在各家金融机构未使用授信额度 892 亿元, 公司间接融资渠道畅通; 公司及下属子公司联想集团均为香港上市公司, 具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

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

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

截至 2019 年末, 母公司负债总额 507.01 亿元, 较年初增长 4.88%。其中, 流动负债 203.43 亿元 (占比 40.12%), 非流动负债 303.57 亿元 (占比 59.88%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款 (占 21.14%)、其他应付款 (占 52.64%)、一年内到期的非流动负债 (占 25.88%) 构成, 非流

动负债主要由长期借款（占 38.52%）、应付债券（占 61.43%）构成。公司本部应付债券规模较大，且存在一定集中偿付压力。

表 8 截至 2019 年末公司债券到期情况（单位：亿元）

证券代码	证券名称	起息日	到期日期	当前余额	下一行权日
155778.SH	19 联想 04	2019-10-18	2022-10-18	16.00	2020-10-18
031900734.IB	19 联想 PPN001	2019-09-25	2021-09-25	10.00	2020-09-25
155477.SH	19 联想 03	2019-06-21	2024-06-21	20.00	--
155138.SH	19 联想 01	2019-01-15	2022-01-15	20.00	--
155139.SH	19 联想 02	2019-01-15	2024-01-15	10.00	--
155060.SH	18 联想 03	2018-12-03	2023-12-03	15.00	2021-12-03
143643.SH	18 联想 02	2018-06-29	2021-06-29	16.00	--
143467.SH	18 联想 01	2018-01-31	2023-01-31	10.00	--
143159.SH	17 联想 01	2017-07-05	2022-07-05	25.00	--
136525.SH	16 联想 02	2016-07-06	2026-07-06	20.00	--
136524.SH	16 联想 01	2016-07-06	2021-07-06	15.00	--
1280425.IB	12 联想债	2012-11-30	2022-11-30	19.84	--
合计				196.84	--

资料来源：Wind

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

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年末，公司全部债务 1,587.44 亿元，本期拟发行债券规模为 30 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度一般，对公司债务水平的影响不大。

以 2019 年末财务数据为基础，假设本期募集资金净额为 30 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 85.19%、63.18%和 48.69%上升至 85.27%、63.62%和 49.53%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 246.81 亿元，为本期债券发行额度 30 亿元的 8.23 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。2019 年经营活动产生的现金流入 4,086.82 亿元，为本期债券发行额度 30 亿元的 136.23 倍，对本期债券覆盖程度高。

综合上分析，同时考虑到公司在 IT 行业的行业地位、经营规模、融资渠道等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

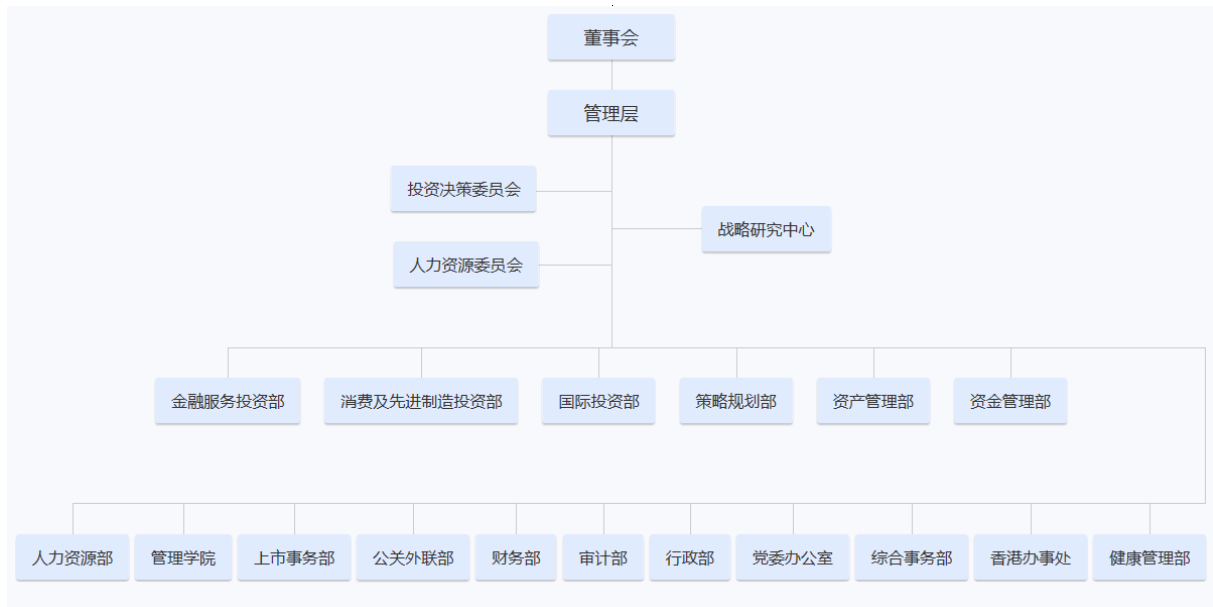
九、综合评价

公司作为中国知名的大型多元化投资集团，构建了“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的商业模式。战略投资领域，公司业务布局广泛，主要子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）PC 出货量常年保持全球领先，IT 业务持续为公司发展提供稳定支撑，另外公司也已在金融服务业务、农业与食品业务等领域取得较好发展；财务投资领域，公司已建立起完整的财务投资链条，投资收益率均处于较高水平，且能与公司战略投资业务产生协同。同时，联合评级也关注到全球传统 PC 市场竞争激烈给公司 IT 业务带来较大的运营压力、大规模的投资收购活动带来的财务和业务整合方面的风险、财务投资风险较高、整体债务负担重以及商誉规模较大等因素可能给公司的信用状况带来的不利影响。

2018 年 7 月，公司完成对卢森堡国际银行的收购，公司在金融服务板块的重要战略投资基本完成，资产规模、营业收入及盈利规模进一步扩大。未来，公司将在稳固传统 IT 业务的基础上，继续围绕消费与服务推进多元化发展战略，通过多种方式积极布局金融服务、消费及先进制造、农业与食品等业务领域，公司经营状况有望保持良好，投资收益有望保持较大规模。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 截至 2019 年末联想控股股份有限公司组织机构图



附件 2 联想控股股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	3,356.69	5,588.28	6,247.46
所有者权益（亿元）	795.77	835.79	924.95
短期债务（亿元）	360.23	722.97	709.57
长期债务（亿元）	657.83	702.35	877.86
全部债务（亿元）	1,018.05	1,425.32	1,587.44
营业收入（亿元）	3,162.63	3,589.20	3,892.18
净利润（亿元）	48.55	71.78	83.75
EBITDA（亿元）	176.49	199.31	246.81
经营性净现金流（亿元）	-53.70	27.61	92.07
应收账款周转次数（次）	7.99	7.89	6.64
存货周转次数（次）	10.14	15.65	9.76
总资产周转次数（次）	0.96	0.80	0.66
现金收入比率（%）	100.08	98.78	97.65
总资本收益率（%）	5.28	6.13	6.33
总资产报酬率（%）	3.63	3.09	2.87
净资产收益率（%）	6.51	8.80	9.51
营业利润率（%）	14.71	15.46	17.66
费用收入比（%）	15.30	13.89	15.44
资产负债率（%）	76.29	85.04	85.19
全部债务资本化比率（%）	56.13	63.04	63.18
长期债务资本化比率（%）	45.26	45.66	48.69
EBITDA 利息倍数（倍）	3.89	3.75	3.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.14	0.16
流动比率（倍）	1.00	0.74	0.75
速动比率（倍）	0.84	0.66	0.66
现金短期债务比（倍）	1.26	1.10	1.18
经营现金流动负债比率（%）	-3.10	0.76	2.34
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.88	6.64	8.22

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 全部债务包括短期和长期债务，短期债务调入衍生金融负债和其他应付款中有息部分，长期债务调入长期应付款中融资租赁款

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 联想控股股份有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年联想控股股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一年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。

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

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

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

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

联合信用评级有限公司

二〇二〇年五月二十二日