



# 卖出

17% ↓

目标价格: 港币3.90

原目标价格: 港币3.30

0992.HK

价格: 港币 4.68

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 中立

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.4)	8.6	(3.1)	(4.7)
相对恒生国企指数	(23.9)	2.3	(8.0)	(26.5)

发行股数(百万)	11,086
流通股(%)	60
流通股市值(港币百万)	51,884
3个月日均交易额(港币百万)	239
净负债比率(%) (2018E)	12
主要股东(%)	
联想控股	45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2017年11月2日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

科技: 硬件及设备

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

# 联想集团

## 税收抵免带动业绩上涨; 将与富士通合资

联想2018财年2季度业绩基本符合预期。收入同比增长4.7%，但毛利率压力导致税前收入同比下滑79%。由于税收抵免，净利润好于预期。联想与富士通公司(6702 JP/未有评级)达成协议，买入富士通客户计算有限公司(FCCL)51%的股份。维持卖出评级，目标价上调至3.90港币。

### 支撑评级的要点

- **税收抵免支持下业绩符合预期。**联想2018财年2季度收入同比增长4.7%，环比增长17.5%。与上个季度相比，毛利率基本不变，但同比下降0.6个百分点至13.7%。毛利润同比保持稳定。税前收入3,500万美元，比市场一致预期低28%。但是由于税收抵免1.33亿美元，净利润达到1.39亿美元，而市场一致预期为2,600万美元。
- **达成协议买入FCCL股份。**联想有条件同意收购FCCL 51%的股份，交易代价包括约12.3亿港元，以及基于截至2020年3月的业务表现计算得出的1.75亿-8.75亿港元的业绩调整代价。在截至2017年3月31日的上一个财年中，FCCL预估经营利润为6.33亿港元，账面价值103亿港元。
- **公司坚持移动业务收支平衡的目标。**管理层重申2018财年下半年移动业务的目标是实现经营层面的收支平衡。公司已经减轻在部分市场中的出货量压力，并且将提高盈利水平作为移动业务的首要目标。但是鉴于移动业务税前利润率为-7.9%，我们预计扭亏为盈仍将是昙花一现。

### 评级面临的主要风险

- PC出货量好于预期可能带来上行风险。

### 估值

- 维持**卖出**评级，目标价上调至3.90港币。我们将2018年和2019年预期盈利分别上调80%和4%。新目标价设定在3.90港币，对应10倍调整后18/19财年预期平均每股收益。

### 投资摘要

年结日: 3月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(美元百万)	44,912	43,035	44,595	44,892	40,364
变动(%)	(3)	(4)	4	1	(10)
净利润(美元百万)	(128)	535	299	315	364
全面摊薄每股收益(美元)	(0.012)	0.048	0.027	0.028	0.033
变动(%)	(115.0)	(517.6)	(44.2)	5.4	15.7
市场预期每股收益(美元)	-	-	0.043	0.066	0.070
先前预测每股收益(美元)	-	-	0.015	0.027	0.026
调整幅度(%)	-	-	80.0	3.7	26.9
核心每股收益(美元)	0.012	0.070	0.049	0.051	0.033
变动(%)	(86.3)	475.2	(30.3)	3.0	(35.1)
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	12.4	22.3	21.1	18.3
核心市盈率(倍)	49.0	8.5	12.2	11.9	18.3
每股现金流量(美元)	0.03	0.19	0.04	0.04	0.01
价格/每股现金流量(倍)	22.8	3.1	14.6	15.7	58.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.1	8.4	8.1	7.1	7.4
每股股息(美元)	0.034	0.018	0.010	0.011	0.000
股息率(%)	5.7	3.1	1.7	1.8	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

本研究报告是《Lenovo Group -- Results boosted by tax credit; to set up JV with Fujitsu》中文译本的节选，英文原稿已于2017年11月3日出版

**图表 1. 联想 18 财年 2 季度盈利摘要**

(美元, 百万)	FY2Q17	FY1Q18	FY2Q18	同比 (%)	环比 (%)	对比市场一致	
						市场一致预期	预期 (%)
收入	11,231	10,012	11,761	4.7	17.5	11,272	4.3
毛利润	1,607	1,365	1,613	0.3	18.2	1,548	4.2
经营利润/损失	215	(6)	88	(59.3)	(1,534.4)	102	(14.4)
税前收入/损失	168	(69)	35	(78.9)	(151.0)	46	(27.9)
净利润/损失	157	(72)	139	(11.3)	(292.3)	26	434.8
<b>每股收益</b>							
报告(美分)	1.4	(1)	1.3	(10.8)	(293.5)		
调整后(美分)	2.0	(0)	1.8	(10.7)	(1,988.5)		
毛利率 (%)	14.3	13.6	13.7	(0.6)ppt	0.1ppt	13.7	0.0ppt
经营利润率 (%)	1.9	(0.1)	0.7	(1.2)ppt	0.8ppt	0.9	(0.2)ppt
净利率 (%)	1.4	(0.7)	1.2	(0.2)ppt	0.9ppt	0.2	1.0ppt

资料来源: 公司数据, 彭博, 中银国际研究

**图表 2. 18 财年 2 季度各业务集团业绩**

(美元, 百万)	收入			税前收入/(亏损)*			税前收入利润率 (%)		
	2QFY18	同比 (%)	环比 (%)	2QFY18	同比 (%)	环比 (%)	2QFY18	同比 (%)	环比 (%)
PC 和智能设备	8,382	7.4	19.7	367	405	291	4.4	5.2	4.2
移动业务集团	2,076	1.5	18.9	(164)	(156)	(173)	(7.9)	(7.6)	(9.9)
数据中心集团	976	(9.8)	0.5	(131)	(141)	(144)	(13.4)	(13.0)	(14.8)

资料来源: 公司数据

\*包括非现金并购相关会计费用

**图表 3. 18 财年 2 季度各地区业绩**

(美元, 百万)	2QFY18	收入		2QFY18	税前收入/(亏损)*			税前收入利润率 (%)		
		贡献 (%)	同比 (%)		贡献 (%)	同比 (%)	2QFY18	贡献 (%)	同比 (%)	2QFY18
中国	3,018	25.7	(5.5)	20.0	115	158	83	3.8	4.9	3.3
亚太	2,028	17.2	6.9	28.9	(12)	2	(42)	(0.6)	0.1	(2.7)
欧洲、中东 和非洲	3,152	26.8	15.1	16.6	(1)	(65)	(41)	(0.0)	(2.4)	(1.5)
美洲	3,563	30.3	4.8	10.6	(59)	20	41	(1.7)	0.6	1.3

资料来源: 公司数据

**图表 4. 盈利摘要**

财年	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017	2018E
公历年	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18				
<i>(美元, 百万)</i>												
营业收入	10,056	11,231	12,169	9,579	10,012	11,761	12,197	10,625	46,296	44,912	43,035	44,595
同比 (%)	(6.2)	(7.6)	(5.8)	4.9	(0.4)	4.7	0.2	10.9	19.6	(3.0)	(4.2)	3.6
环比 (%)	10.1	11.7	8.3	(21.3)	4.5	17.5	3.7	(12.9)				
毛利润	1,534	1,607	1,595	1,368	1,365	1,613	1,676	1,479	6681.8	6623.9	6105.5	6132.3
同比 (%)	(6.8)	2.0	(15.4)	(9.8)	(11.1)	0.3	5.1	8.1	32.0	(0.9)	(7.8)	0.4
环比 (%)	1.1	4.7	(0.7)	(14.2)	(0.3)	18.2	3.9	(11.7)				
毛利率 (%)	15.3	14.3	13.1	14.3	13.6	13.7	13.7	13.9	14.4	14.7	14.2	13.8
经营收入	245	215	138	74	(6)	88	195	181	1109	(62)	672	457
经营利润率 (%)	2.4	1.9	1.1	0.8	(0.1)	0.7	1.6	1.7	2.4	(0.1)	1.6	1.0
税前收入	206	168	101	15	(69)	35	143	129	971	(277)	490	238
非现金调整	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)	(168)	(330)	(308)	(308)
税前收入(调整)	283	245	178	92	8	112	220	206	1,139	53	798	546
税前收益率	2.0	1.5	0.8	0.2	(0.7)	0.3	1.2	1.2	2.1	(0.6)	1.1	0.5
净收入	173	157	98	107	(72)	139	121	110	829	(128)	535	299
净利率 (%)	1.7	1.4	0.8	1.1	(0.7)	1.2	1.0	1.0	1.8	(0.3)	1.2	0.7
每股收益(美元)	0.016	0.014	0.009	0.010	(0.007)	0.013	0.011	0.010	0.078	(0.012)	0.049	0.027
调整后每股收益(美元)	0.022	0.020	0.014	0.015	(0.001)	0.018	0.017	0.016	0.093	0.011	0.073	0.049

资料来源: 公司数据, 彭博, 中银国际研究

**损益表 (美元 百万)**

年结日: 3月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	44,912	43,035	44,595	44,892	40,364
销售成本	(38,288)	(36,929)	(38,463)	(38,815)	(34,867)
经营费用	(5,071)	(5,178)	(5,140)	(4,929)	(4,319)
息税折旧前利润	1,553	928	993	1,148	1,177
折旧及摊销	(902)	(717)	(612)	(710)	(688)
经营利润(息税前利润)	651	211	380	439	489
净利息收入/(费用)	(204)	(204)	(217)	(196)	(186)
其他收益/(损失)	(724)	483	75	122	122
税前利润	(277)	490	238	365	424
所得税	132	41	87	(62)	(72)
少数股东权益	16	5	(27)	12	12
净利润	(128)	535	299	315	364
核心净利润	136	781	545	561	364
每股收益(美元)	(0.012)	0.048	0.027	0.028	0.033
核心每股收益(美元)	0.012	0.070	0.049	0.051	0.033
每股股息(美元)	0.034	0.018	0.010	0.011	0.000
收入增长(%)	(3)	(4)	4	1	(10)
息税前利润增长(%)	(49)	(68)	80	15	11
息税折旧前利润增长(%)	(18)	(40)	7	16	3
每股收益增长(%)	(115)	(518)	(44)	5	16
核心每股收益增长(%)	(86)	475	(30)	3	(35)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (美元 百万)**

年结日: 3月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	(277)	490	238	365	424
折旧与摊销	902	717	612	710	688
净利息费用	204	204	217	196	186
运营资本变动	(270)	1,582	(436)	(555)	(886)
税金	(354)	(404)	74	(53)	(61)
其他经营现金流	88	(469)	(250)	(238)	(238)
经营活动产生的现金流	292	2,120	456	425	114
购买固定资产净值	(203)	(200)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	92	5	5	4	4
其他投资现金流	(742)	(1,203)	(213)	(205)	(194)
投资活动产生的现金流	(854)	(1,398)	(408)	(401)	(391)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	226	614	0	0	0
支付股息	(379)	(379)	(203)	(113)	(120)
其他融资现金流	(151)	(90)	(90)	(89)	(88)
融资活动产生的现金流	(305)	145	(293)	(202)	(208)
现金变动	(867)	867	(246)	(178)	(485)
期初现金	2,855	1,927	2,755	2,509	2,331
公司自由现金流	(561)	722	48	24	(277)
权益自由现金流	(336)	1,337	48	24	(277)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (美元 百万)**

年结日: 3月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2,079	2,951	2,706	2,527	2,043
应收帐款	4,404	4,468	4,399	4,207	3,593
库存	2,637	2,794	2,895	2,915	2,621
其他流动资产	3,847	4,655	4,811	4,838	4,372
流动资产总计	12,967	14,868	14,811	14,486	12,629
固定资产	1,391	1,415	1,433	1,450	1,464
无形资产	8,661	8,349	8,070	7,777	7,507
其他长期资产	1,914	2,554	2,966	3,203	3,461
长期资产总计	11,967	12,318	12,470	12,429	12,432
总资产	24,933	27,186	27,280	26,916	25,061
应付帐款	4,267	5,650	5,562	5,319	4,543
短期债务	746	70	70	70	70
其他流动负债	10,748	12,614	11,244	10,736	9,203
流动负债总计	15,760	18,334	16,876	16,125	13,816
长期借款	2,505	2,967	2,967	2,967	2,967
其他长期负债	3,642	1,790	3,044	3,116	3,206
股本	2,690	2,690	2,690	2,690	2,690
储备	310	534	832	1,147	1,511
股东权益	3,000	3,224	3,522	3,837	4,201
少数股东权益	26	872	872	872	872
总负债及权益	24,933	27,186	27,280	26,916	25,061
每股帐面价值(美元)	0.27	0.29	0.32	0.35	0.38
每股有形资产(美元)	(0.51)	(0.46)	(0.41)	(0.36)	(0.30)
每股净负债/(现金)(美元)	0.12	0.03	0.05	0.06	0.11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 3月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	3.5	2.2	2.2	2.6	2.9
息税前利润率(%)	1.4	0.5	0.9	1.0	1.2
税前利润率(%)	(0.6)	1.1	0.5	0.8	1.1
净利率(%)	(0.3)	1.2	0.7	0.7	0.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	2.7	0.9	1.5	1.8	2.1
净权益负债率(%)	43.8	6.9	12.0	15.0	23.5
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	N/M	12.4	22.3	21.1	18.3
核心业务市盈率(倍)	49.0	8.5	12.2	11.9	18.3
目标价对应核心业务市	40.8	7.1	10.2	9.9	15.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	22.8	3.1	14.6	15.7	58.6
企业价值/息税折旧前利	5.1	8.4	8.1	7.1	7.4
润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	26.7	26.8	27.0	27.3	29.0
应收帐款周转天数	39.1	37.6	36.3	35.0	35.3
应付帐款周转天数	36.3	42.1	45.9	44.2	44.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	n.a.	38.0	38.0	38.0	0.0
净资产收益率(%)	(3.6)	17.2	8.9	8.6	9.1
资产收益率(%)	2.5	0.8	1.4	1.3	1.6
已运用资本收益率(%)	10.2	3.6	5.7	6.3	6.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371