

### 方正证券研究所证券研究报告

联想集团 (00992)

公司研究

电子行业

公司深度报告

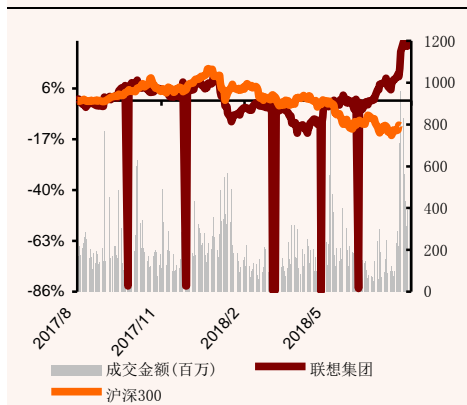
2018.09.01/推荐(首次)

**首席电子分析师：** 段迎晟  
 执业证书编号： S1220514060002  
 TEL：  
 E-mail duanyingsheng@foundersc.com  
**电子联席首席分析师** 兰飞  
 执业证书编号： S1220518070003  
 TEL：  
 E-mail lanfei@foundersc.com

**联系人：** 王顺序

TEL：  
 E-mail: wangshunxu@foundersc.co

#### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

#### 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1、联想集团是一家专门从事开发、制造和销售智能设备产品并提供专业优质服务的全球智能设备领导企业。随着全球转向智能物联网时代，联想亦从专注单一的个人电脑硬件业务向多样化的设备公司转型。自 2014 年 4 月 1 日起，联想集团成立了四个新的且相对独立的业务集团，分别是 PC 业务集团、移动业务集团、企业级业务（数据中心）集团和云服务业务集团。

2、全球手机增速放缓，智能手机对个人电脑的冲击的边际效应减弱，商用市场新一轮需求增长的带动，全球的个人电脑市场已经呈现逐渐稳定增长的趋势。从 2015 年第四季度开始，全球个人电脑业务的衰退幅度逐渐缩小，2018 年全球个人电脑销量同比转正，PC 产业全面回暖，我们预计未来两三年，PC 市场将持续正增长。联想集团延续以盈利优先的策略，大力发展高端业务，加大投入高端商用电脑业务和高端游戏电脑业务的力度。公司在高端商用电脑领域的份额和收入增长都超过了行业增长。公司的高端商用电脑业务 2017-2018 年的收入按年增加 31%。在消费个人电脑方面，联想集团继续专注于高端部分，尤其是游戏电脑业务，该业务 2017 年的收入增长率高达 91%，公司在游戏电脑、可拆分电脑、千禧一代电脑等新领域都实现了高速增长。

3、随着云计算和大数据技术的成长，数据中心市场前景广阔。尤其是 x86 服务器具备弹性好、可靠、灵活、可扩展和高性价比的特点，深受互联网企业的欢迎。截止 2018 一季度，数据中心业务市场容量为 263 亿美元，行业增长率为 32.30%，其中 X86 服务器市场容量 174 亿美元，市场占比 66%，增长率也是最快，41%。公司自 2014 年收购 IBM system X86 项目以来，对数据中心业务进行了内部整合，由于重组复杂，数据中心业务集团在 16 和 17 年业务下滑，但是目前已经平稳度过整合低谷期，重组完成，业务转型进展理想。17/18 财年第四季度的收入年比年增加 44%，是自并购 System x 以来录得最高收入增长，亏损亦连续四个季度按季减少。数据中心业务的全年收入重回增长轨道，亏损年比年减少，并且各个季度均录得季比季亏损减少，预计公司能在 2018 年扭亏为盈。

4、面对竞争日益激烈的智能手机市场，联想集团积极调整策略，专注维护利润率。公司通过梳理产品组合、清理整体渠道库存、优化成本结构以及策略性市场调研确定最具增长潜力的领域，加强了在拉丁美洲、北美及西欧的领先地位和盈利能力。在中国则重点布局联想品牌智能手机业务，对于印度智能手机市场，公司奉行“双品牌战略”，同时经营“联想”和“摩托罗拉”这两个品牌。公司缩减了亏损地区的智能手机业务规模，巩固并加强公司在北美、拉美地区的领先地位和盈利水平，确定拉丁

美洲移动业务核心市场地位。2018年在拉丁美洲(全年销量同比增长40%，是市场平均增速的近20倍)及北美(全年销量同比增长57%)的强劲表现使得公司移动业务的盈利大幅改善，积极的成本削减措施及移动业务预计公司2018-2019财年的业绩表现将会进一步提升。

#### 5、盈利预测与评级

预计公司2018-19, 2019-20财年分别实现净利润分别为8.5亿、9.5亿美元，对应EPS分别为0.07、0.08美元，对应当前价格，PE分别为9、8倍；考虑到PC行业的全面回暖和零部件价格的长期下行，给予“推荐”评级。

#### 风险提示

消费电子创新趋缓导致的下游销售乏力；全球宏观经济的不确定性；全球贸易战的不确定性；贸易壁垒的不确定性；国内经济的不确定性。

#### 盈利预测：

单位/百万	2017	2018	2019E	2020E
营业总收入	43484.98	45349.94	50945.62	53555.78
(+/-) (%)	-3.18%	4.29%	12.34%	5.12%
净利润	535.08	-189.32	851.05	952.23
(+/-) (%)	517.56	-135.38%	-349.53%	11.88%
EPS(美元)	0.05	-0.02	0.07	0.08
P/E	11		9	8

数据来源：wind 方正证券研究所

## 目录

1	全球科技巨头，致力智能化变革领导者	5
1.1	全球电脑市场引领者，向多样化智能设备公司转型	5
1.2	产品遍布全球，战略调整增长强劲	8
2	PC 行业回暖，拓展商用 PC 提高利润率	9
2.1	全球手机增速放缓，全球 PC 市场回暖	9
2.2	市场集中度提升，联想集团实力突出	11
2.3	高端业务带动发展，盈利策略优先考虑	12
2.4	PC 市场地位稳固，零部件价格下降提升利润率	14
3	整合顺利叠加行业旺盛，数据中心业务业绩突出	15
3.1	走出整合低谷期，公司迎来营收“暴涨”时代	15
3.2	享行业红利，X86 SEVER 引领业绩增长	16
4	移动业务减员增效，重点突破优势地区	19
4.1	强攻优势地区，积极削减成本	19
4.2	优化产品组合，巩固领先地位	20
5	盈利预测与评级	21
6	风险提示	22

## 图表目录

图表 1:	公司发展里程碑 .....	5
图表 2:	公司股权结构 .....	5
图表 3:	公司主营业务情况 .....	6
图表 4:	主营业务占比 .....	7
图表 5:	主营业务占比变化及增速 .....	7
图表 6:	PC 业务利润稳定, 其他业务亏损严重 .....	7
图表 7:	公司历年营业额及利润情况 .....	7
图表 8:	毛利率稳定, 净利率下滑 .....	7
图表 9:	公司归母净利润及增速 .....	7
图表 10:	公司业务分地区营收占比情况 .....	8
图表 11:	2012-2016 年全球 PC 市场的销量 .....	9
图表 12:	2012-2016 年全球 PC 市场销量的增长率 .....	9
图表 13:	2012-2016 年全球 PC 市场的市场价值 .....	9
图表 14:	2012-2016 年全球 PC 市场价值增长率 .....	9
图表 15:	未来手机销量增速放缓 .....	10
图表 16:	全球 PC 产业全面回暖 .....	10
图表 17:	个人电脑市场 18 年 2Q 明显增长 .....	11
图表 18:	电脑市场出货量向头部厂商集中 .....	12
图表 19:	个人电脑市场的出货量向头部厂商集中 .....	12
图表 20:	全球 PC 销量向 TOP3 厂商集中 .....	12
图表 21:	TOP3 厂商的收入增长率远大于行业 .....	12
图表 22:	全球 PC 市场高端化明显, 中低端萎缩 .....	12
图表 23:	联想集团高端商用电脑的收入增长率超过行业 .....	13
图表 24:	联想集团高端商业电脑收入 .....	13
图表 25:	联想集团高端商业电脑销量 .....	13
图表 26:	联想集团高端游戏电脑 .....	14
图表 27:	联想集团高端商业电脑 .....	14
图表 28:	DRAM 价格稳中有降 .....	14
图表 29:	NAND 价格处于下行通道 .....	14
图表 30:	2018 上半年中国服务器品牌关注比例 .....	15
图表 31:	Think System .....	15
图表 32:	数据中心营收触底回升 .....	16
图表 33:	数据中心除税前利润触底回升 .....	16
图表 34:	全球数据中心市场以 X86 为主, 增长率最高 .....	17
图表 35:	联想数据中心以 X86 为主 .....	17
图表 36:	联想 X86 Server 全球市场份额 .....	17
图表 37:	联想 X86 Server 海外市场份额增长迅速, 1Q 收入 8.3 亿美元 .....	18
图表 38:	联想 X86 Server 中国市场份额增长缓慢, 但是 1Q 收入仅仅 2.8 亿美元, 占比低 .....	18
图表 39:	ThinkSystem SD650 .....	19
图表 40:	联想 L2/L3 DC 增长率跟行业接近 .....	19
图表 41:	2014-2017 年联想智能手机营收及利润变化 .....	20
图表 42:	移动业务关键市场 2017-2018 财年销量增幅 .....	20
图表 43:	联想和 Moto 全球智能手机产品组合 .....	21
图表 44:	2018/19 财年营收分项预测 .....	21
图表 45:	可比公司估值 .....	22

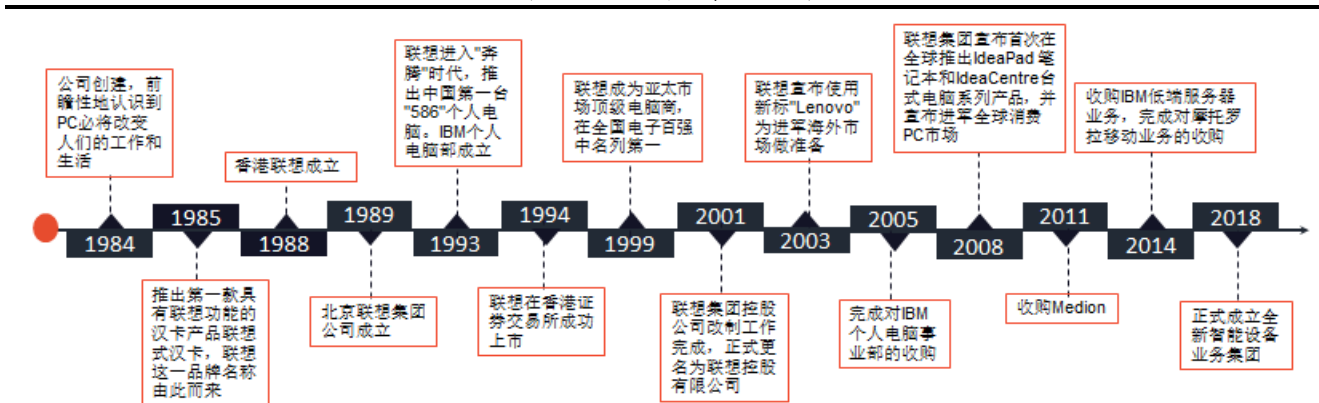
# 1 全球科技巨头，致力智能化变革领导者

## 1.1 全球电脑市场引领者，向多样化智能设备公司转型

联想集团有限公司创建于1984年，于1994年在香港证券交易所上市（股票代码0992.HK），是一家专门从事开发、制造和销售智能设备产品并提供专业优质服务的全球智能设备领导企业。联想集团是《财富》世界500强公司，2017-2018财年营业额达450亿美元。公司发展之初，凭借一系列技术领先的个人电脑产品，登上了中国IT业的顶峰，并确立了在3C时代的重要地位。自1997年起，联想连续八年占据中国市场份额第一的位置，占中国个人电脑市场超过三成份额。2009年联想集团宣布向移动互联转型，大举进军智能手机和平板电脑市场。2013年公司再度强化了转型互联网业务的理念，不仅成立了数字营销团队，还推出了互联网创业平台NBD，集团互联网子公司的成立，加速了公司向互联网转型的步伐。

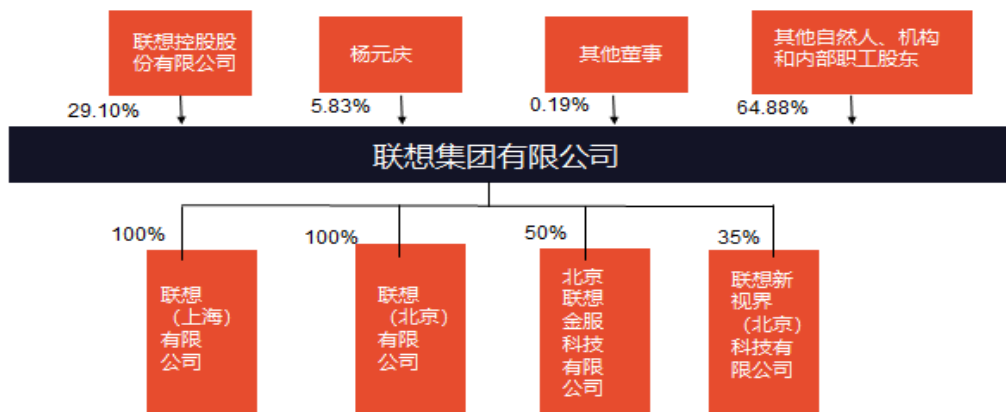
联想集团的产品智能互联，多样化程度居世界前列，主要包括智能手机（摩托罗拉）、平板电脑、个人电脑（Think品牌、YOGA品牌和拯救者品牌）、工作站以及AR/VR设备和智慧家庭/办公解决方案。联想的下一代数据中心解决方案（包括ThinkSystem和ThinkAgile系列）正以其不断提升的容量和计算力，改变着商业和社会连接形态。

图表1：公司发展里程碑



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表2：公司股权结构



资料来源：公司年报，方正证券研究所

随着全球转向智能物联网时代，联想亦从专注单一的个人电脑硬件业务向多样化的设备公司转型。自 2014 年 4 月 1 日起，联想集团成立了四个新的且相对独立的业务集团，分别是 PC 业务集团、移动业务集团、企业级业务（数据中心）集团和云服务业务集团。联想集团于 2017-2018 财年初推行三波战略，强调核心业务的领导地位、主要细分领域的增长及对新兴技术的投资。第一波个人电脑业务战略盈利能力持续强劲，为公司提供了稳定的现金流。第二波数据中心业务战略转型进展理想，使得该财年第四季度此项业务收入同比增长 44%。对移动业务进行了梳理和调整，确保盈利增长。第三波“设备+云服务”策略积极投资于人工智能、物联网、大数据和虚拟实景/扩增实景，这些新增能力将有助公司发展新业务并巩固现有业务。

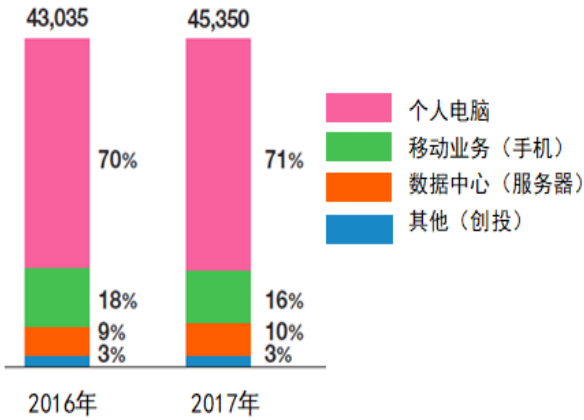
图表3： 公司主营业务情况

业务领域	主要产品	产品展示
个人电脑和平板电脑业务	Think 品牌、YOGA 品牌和 Legion 游戏品牌等	
数据中心业务	ThinkSystem 系列和 ThinkAgile 系列	
移动业务	摩托罗拉、联想智能手机系列	
智能设备业务	AR 头戴设备、Mirage Solo VR 头显、Mirage 相机、ThinkSmart Hub 智能会议系统	

资料来源：公司年报，方正证券研究所

联想集团在智能设备、数据中心、物联网和人工智能等方面持续创新，实现了业务多元化转型。公司 2017-2018 财年全年整体营业额同比增长 5.4%，是三年以来的最高水平，达 453 亿美元。其中，个人电脑和智能设备集团持续取得优于市场的收入增长，同时保持行业领先的利润率水平，全年营业额达到 324 亿美元，较 2016-2017 财年上升 7.7%；数据中心业务集团转型正如期推进，全年营业额达到 44 亿美元，较 2016-2017 财年上升 8.0%；移动业务集团在核心地区拉丁美洲和北美地区表现依然强劲，亏损继续减少，全年总营业额为 72 亿美元。2017-2018 财年第四季度，联想集团宣布整合个人电脑和智能设备集团与移动业务集团，成立智能设备业务集团 (IDG)。这一新的集团架构能充分利用全球供应链、全球服务等共享平台，加速通信技术和计算技术的创新和融合，构筑把设备、用户、应用和内容连接起来的平台。

图表4: 主营业务占比



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表5: 主营业务占比变化及增速

营收项目	2016年 (亿美元)	2016年 占比	2017年 (亿美元)	2017年 占比	增长率
个人电脑	300.76	70%	323.78	71%	8%
移动业务	77.07	18%	72.41	16%	-6%
数据中心	40.68	9%	43.94	10%	8%
其他	11.82	3%	13.35	3%	13%
总计	430.34	100%	453.48	100%	5%

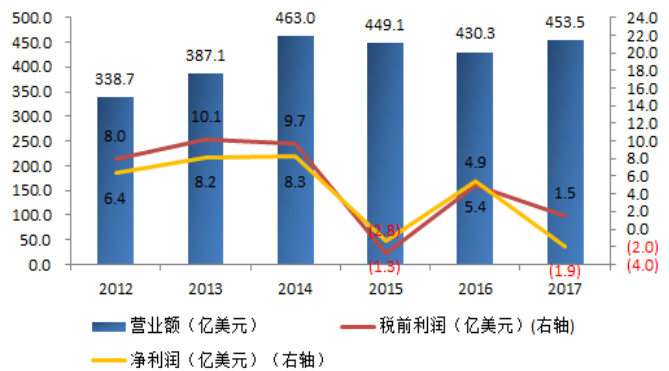
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表6: PC 业务利润稳定, 其他业务亏损严重

主营业务	税前利润 (亿美元)					
	2015 年	较上年增长率	2016 年	较上年增长率	2017 年	较上年增长率
个人电脑	14.91	-15.8%	14.94	0.2%	14.59	-2.3%
移动业务	-4.69	-26.8%	-5.66	-20.7%	-4.63	18.2%
数据中心	0.53	82.8%	-3.43	-747.2%	-3.05	-11.1%
其他	-0.99	3.0%	-0.95	4.0%	-5.38	-466.3%
总计	9.76	-14.3%	4.9	-49.8%	1.53	-68.8%

资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

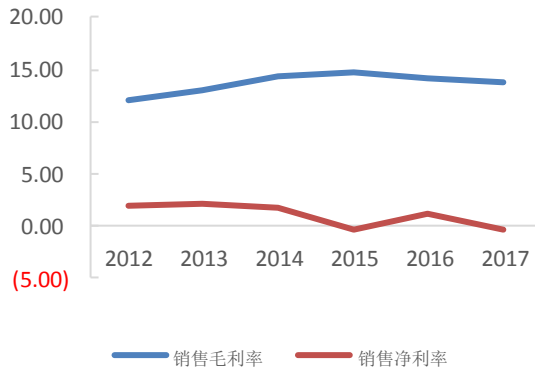
图表7: 公司历年营业额及利润情况



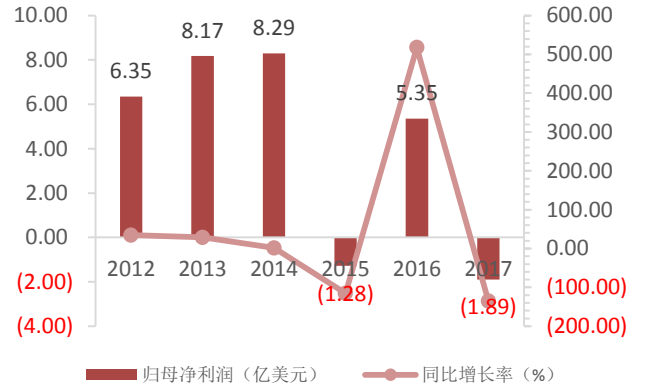
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表8: 毛利率稳定, 净利率下滑

图表9: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

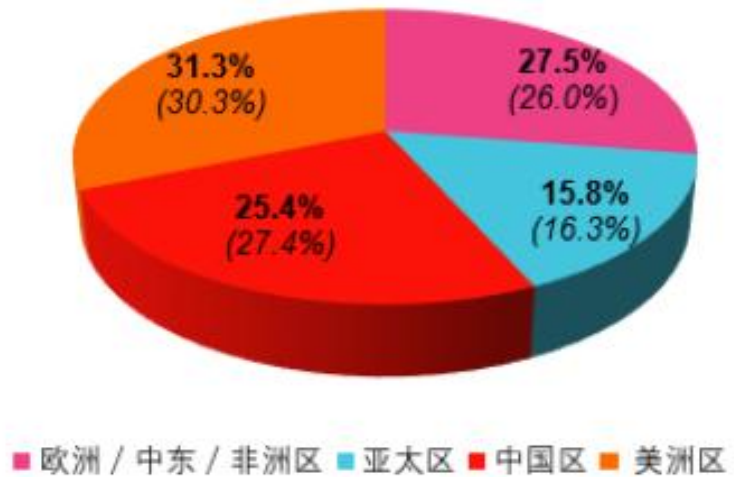


资料来源: wind, 方正证券研究所

### 1.2 产品遍布全球，战略调整增长强劲

面对激烈的市场竞争，联想集团重新梳理了各地区业务以确保盈利增长。公司主营业务——个人电脑和智能设备、数据中心和移动业务在中国区、亚太区、美洲区、欧洲/中东/非洲区各地域发展势头强劲，区域业务各有偏重。通过一系列战略调整，公司重拾市场增长动力，盈利能力增强。

图表10: 公司业务分地区营收占比情况



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

美洲区业务占公司整体收入的31%。在个人电脑和智能设备业务方面，公司专注在增长和盈利能力之间取得平衡，虽然在北美的销量下降，但整体收入回升至双位数增长，利润率改善。在拉丁美洲持续表现强劲，市场份额达到17.4%的新高。数据中心业务继续展现向好的势头，继续在不同细分领域巩固实力，连续四个季度保持增长。拉丁美洲仍然是联想集团移动业务的核心市场，公司的Moto品牌智能手机继续在拉丁美洲显著增长，2017-2018财年销量上升了40%，建立起了良好的品牌形象。在北美方面，公司自2017-2018财年第二季度起成功将电讯商的销售渠道拓展至美国四间主要电讯商，为该财年



带来强劲的销量增长，其主流产品如 Moto G 和 Moto E 在区内销售强劲，智能手机销量年比年上升 57%。

中国区业务占公司整体收入的 25% 左右。在个人电脑和智能设备业务方面，公司继续专注改善产品组合和优于市场表现的收入增长以维持盈利能力，通过推出创新产品和改善销售渠道，收入实现了持续性增长，在 2017-2018 财年占中国个人电脑市场份额达 36.5%，继续稳居中国个人电脑市场第一位。在数据中心业务方面，公司通过推行业务转型计划，连续两个季度利润率增长，盈利能力提升。中国智能手机市场竞争持续激烈，公司显著缩减在中国的智能设备业务规模以增加灵活性，销量和收入双双下跌但亏损已大幅减少。

亚太区业务占公司整体收入的 16%。个人电脑和智能设备业务收入实现了双位数增长，市场份额有所提升。数据中心业务收入回升，重回正轨。公司在该地区调整智能手机业务竞争策略，专注维护利润率，因此销量和市场份额均出现下跌。

欧洲/中东/非洲区业务占公司整体收入的 28% 左右。在商业需求的带动下，公司在欧洲/中东/非洲区的个人电脑业务取得正面成效，西欧业绩持续表现强劲，2017-2018 财年市场份额达到 21.2% 的历史新高。数据中心业务在区内恢复增长，盈利能力亦得到改善，超大规模数据中心在德国取得初步成功。在智能手机业务方面，公司已调整策略专注于欧洲/中东/非洲区的成熟市场，以保护利润。

## 2 PC 行业回暖，拓展商用 PC 提高利润率

### 2.1 全球手机增速放缓，全球 PC 市场回暖

受全球经济增长缓慢和国际货币疲弱等因素的影响，公司全球个人电脑业务的市场销量不断下滑。同时，微软对其最新操作系统的免费升级以及便捷的移动设备带来的新竞争使得全球个人电脑市场面临着新的挑战。近些年智能手机和平板电脑的迭代冲击，降低了 PC 的整体换机率，特别是 2011-2015 年期间手机销量的迅猛增长，给 PC 业务带来了巨大的冲击。

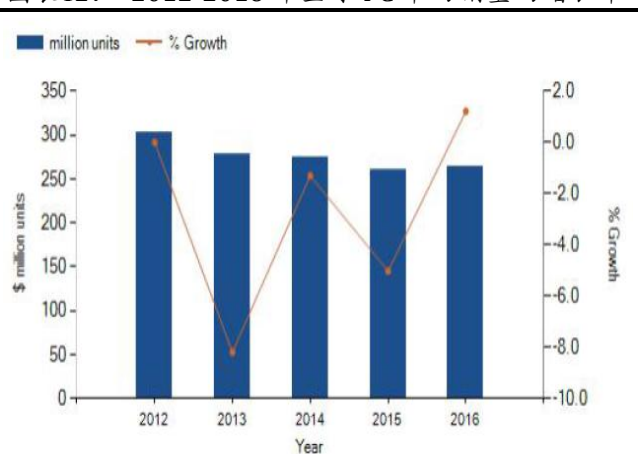
图表 11： 2012-2016 年全球 PC 市场的销量

Year	million units	% Growth
2012	303.6	
2013	278.7	(8.2%)
2014	275.1	(1.3%)
2015	261.3	(5.0%)
2016	264.5	1.2%
CAGR: 2012-16		(3.4%)

资料来源：MARKETLINE，方正证券研究所

图表 13： 2012-2016 年全球 PC 市场的市场价值

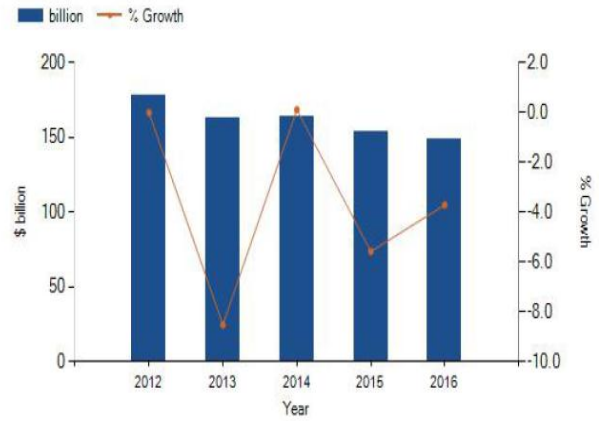
图表 12： 2012-2016 年全球 PC 市场销量的增长率



资料来源：MARKETLINE，方正证券研究所

图表 14： 2012-2016 年全球 PC 市场价值增长率

Year	billion	% Growth
2012	178.5	
2013	163.3	(8.5%)
2014	163.5	0.1%
2015	154.4	(5.6%)
2016	148.6	(3.7%)
CAGR: 2012-16		(4.5%)

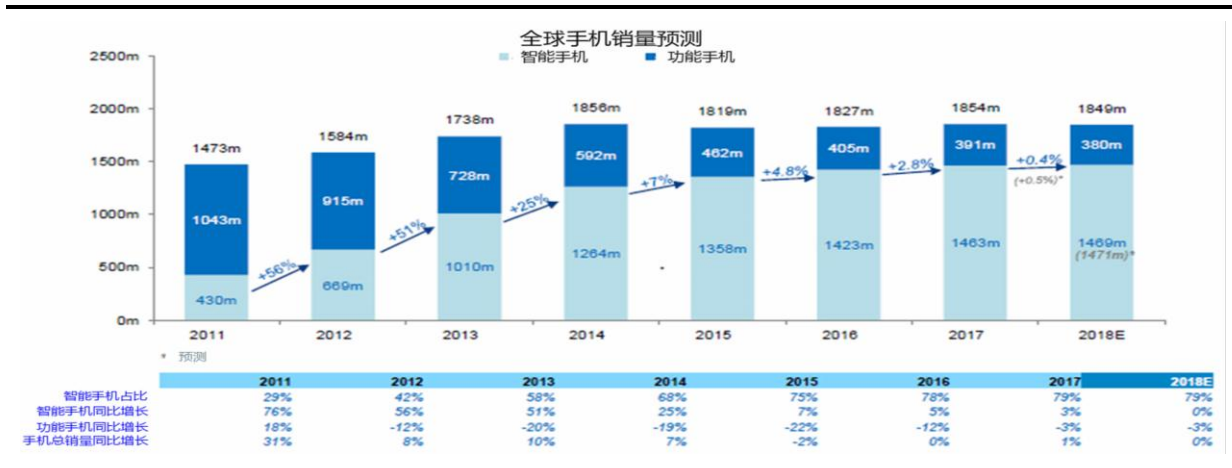


资料来源: MARKETLINE, 方正证券研究所

资料来源: MARKETLINE, 方正证券研究所

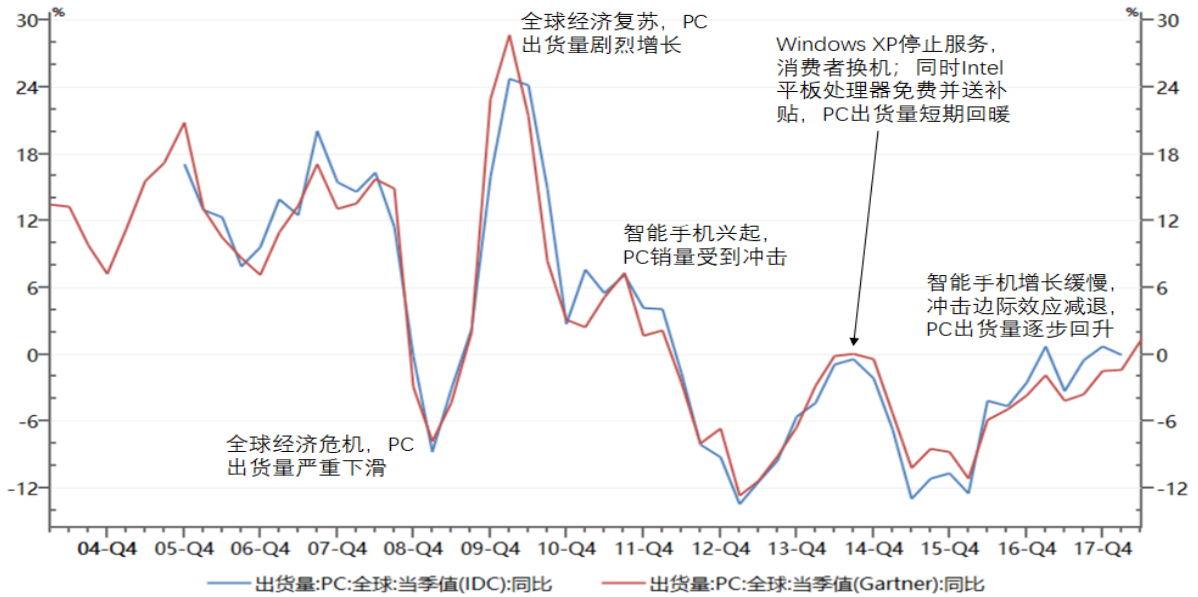
尽管面临着宏观经济情况疲软、汇率波动及主要零件供应短缺和成本增加等挑战,但受到全球手机增速放缓和商用市场新一轮需求增长的带动,全球的个人电脑市场已经呈现逐渐稳定增长的趋势。从 2015 年第四季度开始,全球个人电脑业务的衰退幅度逐渐缩小,2018 年全球个人电脑销量同比转正,PC 产业全面回暖,我们预计未来两三年,PC 市场将持续正增长。

图表 15: 未来手机销量增速放缓



资料来源: GFK, 方正证券研究所

图表 16: 全球 PC 产业全面回暖



资料来源: IDC, Gartner, 方正证券研究所

联想集团 2017-2018 财年的营业收入达到 453.5 亿美元, 同比上涨了 5.38%, 其中个人电脑和智能设备业务收入同比上升了 8%, 达 323.79 亿美元, 占集团整体收入的 71%, 第四季度的收入同比增长更是达到了 16%。公司的个人电脑业务收入和销量都实现了上涨, 其中, 个人电脑业务的营业收入同比增长 10.6%, 销量同比增长 0.1%, 公司个人电脑业务出现新的增长。

特别是 2018 年第二季度, 全球个人电脑市场回暖, 联想集团实现了 11.3% 的销量大幅度增长, 包含并表的 Fujitsu, 联想+Fujitsu 同比增长 5.4%。惠普、戴尔 2Q 分别增长 7.6% 和 9.0%, 全行业增长 2.7%, PC 前三强和 PC 行业都在明显增长。

图表 17: 个人电脑市场 18 年 2Q 明显增长

Top Companies, Worldwide Traditional PC Shipments, Market Share and Year-Over-Year Growth, Second Quarter 2018 (Preliminary results, shipments are in thousands of units)					
Company	2Q18 Shipments	2Q18 Market Share	2Q17 Shipments	2Q17 Market Share	2Q18/2Q17 Growth
1. HP Inc	14,864	23.9%	13,812	22.8%	7.6%
2. Lenovo*	13,755	22.1%	12,362	20.4%	11.3%
3. Dell Inc	11,255	18.1%	10,329	17.0%	9.0%
4. Apple	4,308	6.9%	4,303	7.1%	0.1%
5. Acer Group	4,197	6.7%	4,144	6.8%	1.3%
Others	13,890	22.3%	14,991	24.7%	-7.3%
<b>Total</b>	<b>62,269</b>	<b>100.0%</b>	<b>60,624</b>	<b>100.0%</b>	<b>2.7%</b>
Lenovo + Fujitsu**	13,755	22.1%	13,045	21.5%	5.4%

Source: IDC Quarterly Personal Computing Device Tracker, July 12, 2018

资料来源: IDC, 方正证券研究所

## 2.2 市场集中度提升, 联想集团实力突出

当前, 全球 PC 市场的前三名分别由惠普、联想和戴尔占据, 这三家公司的市场份额基本占据了整个市场的六成, 成为了个人电脑市场的第一集团。在这三家之外, 小品牌的市场机会已非常有限。2018 年第一季度, 惠普以 22.7% 的市场份额高居榜首, 与此同时联想集团获得了 20.4% 的份额, 全球个人电脑市场的集中度越来越高。

联想作为当前个人电脑市场的第二大制造商, 在 PC 领域具有长期的可靠性, 并建立了自己的品牌, 市场认可度高, 进一步增加了公司的竞争水平。

图表18： 电脑市场出货量向头部厂商集中

UNITS (000)	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
HP Inc	14,427	15,297	13,108	13,812	15,308	16,581	13,689	14,864
Lenovo	14,497	15,711	12,300	12,362	14,491	15,691	12,309	13,755
Dell Inc	10,751	11,001	9,573	10,329	10,842	11,078	10,190	11,255
Apple	4,887	5,375	4,201	4,303	5,387	5,119	4,078	4,308
Acer Group	4,488	4,889	4,429	4,144	4,490	4,970	4,143	4,197
Fujitsu	875	890	882	683	782	857	887	
Others	17,572	16,925	15,905	14,991	16,650	16,250	15,003	13,890
Total	67,498	70,089	60,399	60,624	67,950	70,547	60,299	62,289

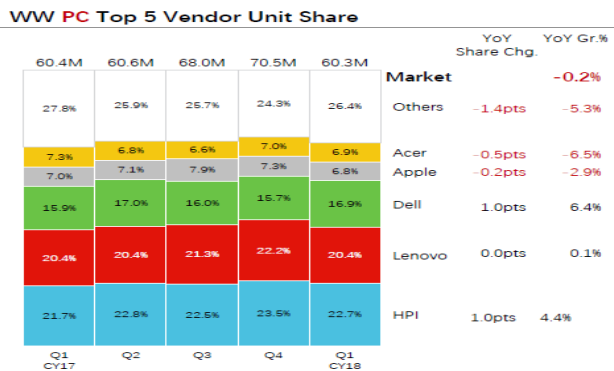
资料来源：IDC，方正证券研究所

图表19： 个人电脑市场的出货量向头部厂商集中

YoY GROWTH %	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
HP Inc	3.6%	6.8%	12.8%	6.5%	6.1%	8.4%	4.4%	7.6%
Lenovo	-3.3%	1.8%	0.7%	-5.6%	0.0%	-0.1%	0.1%	11.3%
Dell Inc	6.2%	8.2%	6.2%	3.7%	0.8%	0.7%	6.4%	9.0%
Apple	-15.2%	1.2%	4.1%	1.0%	10.2%	-4.8%	-2.9%	0.1%
Acer Group	-13.4%	1.1%	10.6%	-2.9%	0.0%	1.6%	-6.5%	1.3%
Fujitsu	5.2%	-1.0%	-9.3%	-4.7%	-10.6%	-3.7%	0.6%	
Others	-11.8%	-16.7%	-12.5%	-13.1%	-5.2%	-4.0%	-5.7%	-7.3%
Total	-4.6%	-1.7%	0.6%	-3.0%	0.7%	0.7%	-0.2%	2.7%

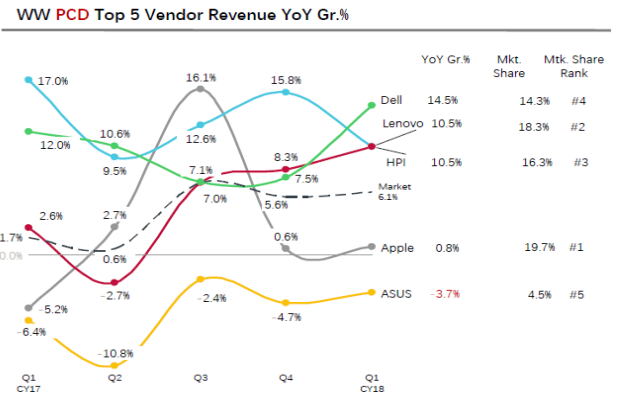
资料来源：IDC，方正证券研究所

图表20： 全球 PC 销量向 TOP3 厂商集中



资料来源：IDC，方正证券研究所

图表21： TOP3 厂商的收入增长率远大于行业



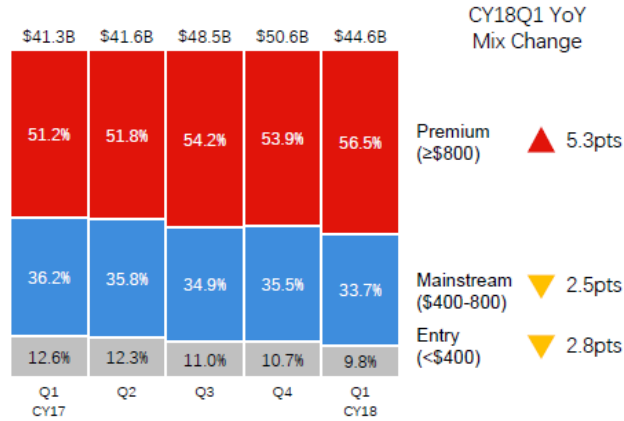
资料来源：IDC，方正证券研究所

### 2.3 高端业务带动发展，盈利策略优先考虑

据 IDC 的报告，当前全球 PC 市场高端化明显，每个季度高端电脑（价格高于或者等于 800 美元）的营业收入占整个 PC 市场收入的半数以上，2018 年第一季度更是达到了 56.5%，其中以欧洲市场最为显著。入门级电脑（平均价格小于 400 元）所占的营业收入比例逐年降低，截至 2018 年第一季度，其所占比例已经低于 10%。

图表22： 全球 PC 市场高端化明显，中低端萎缩

WW PC Revenue Mix, by Price Band

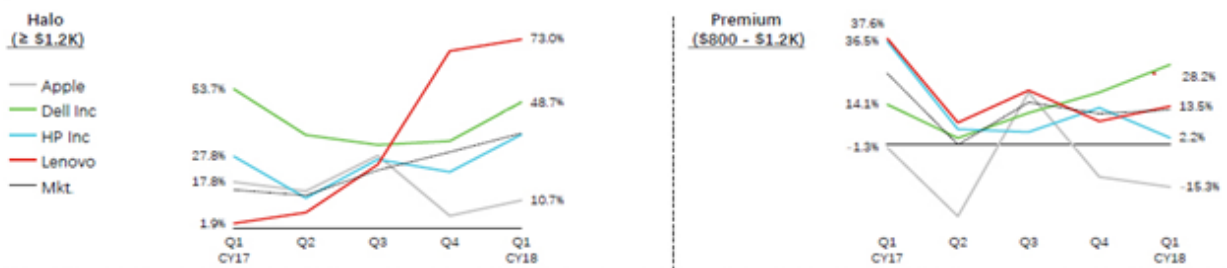


资料来源: IDC, 方正证券研究所

联想集团延续以盈利优先的策略, 大力发展高端业务, 加大投入高端商业电脑业务和高端游戏电脑业务的力度。根据公司年报显示, 公司在高端商用电脑领域的份额和收入增长都超过了行业增长。公司的高端商用电脑业务 2017-2018 年的年销量及收入持续增加, 销量占集团个人电脑组合的 60%, 去年同比为 57%, 收入按年增加 31%。2018 年第一季度, 公司商业电脑业务中, 中高端电脑的销售量和收入均实现正增长, 并且价格越高的电脑业务, 其销售收入增长率越高, 价格高于 1200 美元的电脑的收入增长率更是达到了 73.0%。

图表23: 联想集团高端商用电脑的收入增长率超过行业

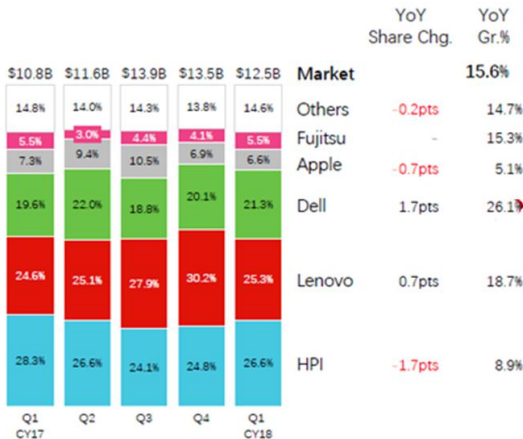
WW Commercial PC Revenue YoY Gr%, by Price Band



资料来源: IDC, 方正证券研究所

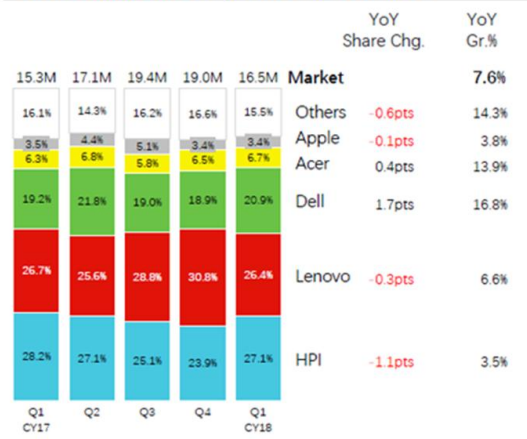
图表24: 联想集团高端商业电脑收入

WW Commercial PC Top 5 Vendor Revenue Share



图表25: 联想集团高端商业电脑销量

WW Commercial PC Top 5 Vendor Unit Share



资料来源: IDC, 方正证券研究所

资料来源: IDC, 方正证券研究所

在消费个人电脑方面，联想集团继续专注于高端部分，尤其是游戏电脑业务，该业务 2017 年的收入增长率达 91%，当中 Legion 游戏品牌的增长势头更为强劲。据市场研究机构 Jon Peddie Research 的数据显示，2014 年，全球 PC 游戏市场硬件营收达到 215 亿美元，是主机市场营收的两倍多，在 PC 产业持续萎缩的情况下，全球游戏玩家依旧贡献了 44% 左右的营业收入。2015 年，游戏电脑的销量额更是主宰了全球数字游戏市场。公司在游戏电脑、可拆分电脑、千禧一代电脑等新领域都实现了高速增长。2017 年，公司收购富士通 51% 的股权，富士通年销量约占全球 PC 销量的 1%，增厚联想集团的业绩。

图表26： 联想集团高端游戏电脑

图表27： 联想集团高端商业电脑



资料来源：联想集团官网，方正证券研究所

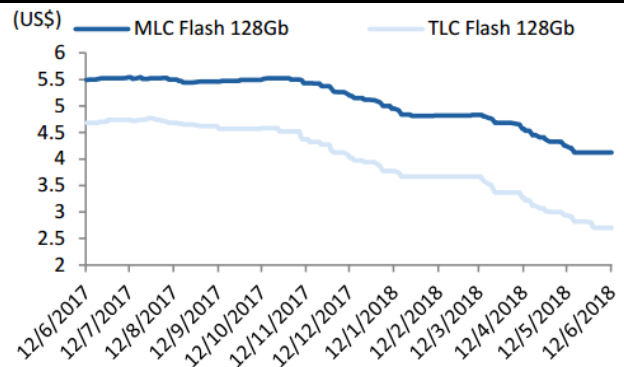
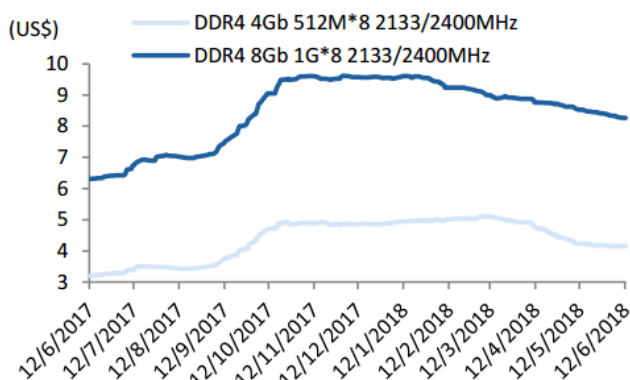
资料来源：联想集团官网，方正证券研究所

### 2.4 PC 市场地位稳固，零部件价格下降提升利润率

鉴于个人电脑市场地位稳固，公司可以将增加的零部件成本转嫁给客户，电脑零部件价格上涨的影响将逐步缓解，2017/18 财季，由于零部件提价，PC 业务毛利率从 14.2% 降低 0.4% 到 13.8%，净利润率降低 0.5% 到 4.5%，但是由于销售价格的同步提升，1Q18 利润率已经提升到 5%。2018 年，电脑零部件的价格处于下行通道，特别是 LCD 和存储器等大价值的零部件有可能降价，联想 PC 业务受益于零部件降价，我们预计公司利润率将持续提升到 5.3%。

图表28： DRAM 价格稳中有降

图表29： NAND 价格处于下行通道



资料来源：inSpectrum，方正证券研究所

资料来源：inSpectrum，方正证券研究所

未来两年，联想 PC 业务会持续受益于全球经济长周期复苏、产品高端化和零部件降价。全球电子产业需求稳定增长，智能手机需求不振，PC 产业持续回暖，联想集团的个人电脑业务的前景持续向好。

### 3 整合顺利叠加行业旺盛，数据中心业务业绩突出

#### 3.1 走出整合低谷期，公司迎来营收“暴涨”时代

数据中心业务方面，联想一直希望能够通过建立稳固的基础以推动未来的盈利增长。因此，集团领导一直在执行业务转型的调整战略，并建立关键的业务结构以推动未来业务增长。在这一过程当中，集团一直在努力建立世界级的解决方案组合，在全球设立专门端到端的销售和营销团队，在其核心竞争力的基础上提供更精密的销售渠道覆盖计划，并专注于提高其网络、存储和服务的触及率，以提高其利润水平。

公司自 2014 年收购 IBM system X 项目以来，近年来一直致力开展数据中心业务的转型计划，于 2015 年将其增长最快的超大规模基础设施、软件定义的数据中心、高性能计算、人工智能、基于解决方案的数据中心基础设施及服务数据等业务进行了重组，形成了单独的业务集团。此举可以使得数据中心业务更好的与业界领先厂商建立合作伙伴关系，集团目前已经与领先的科技公司建立了合作伙伴关系，包括 Nutanix、Juniper、Redhat 及 SAP，以攻占融合(converged)、超融合(hyperconverged)、云端和大型项目等快速发展的企业市场。集团善于将其创意与合作公司的技术进行有机的结合，这能最大程度地扩大解决方案的组合，以争取在整体市场机会中更大的份额。

另一方面，集团不断加强专业的数据中心销售及市场推广能力，通过建立直销团队，提升分销渠道及解决方案能力。积极发展大数据分析物联网业务，构建客户导向的新的组织结构，积极通过新的项目和解决方案重新梳理和引入渠道伙伴及全球系统集成商，以及推出新的 ThinkSystem、ThinkAgile 品牌，发布丰富的数据中心产品组合。

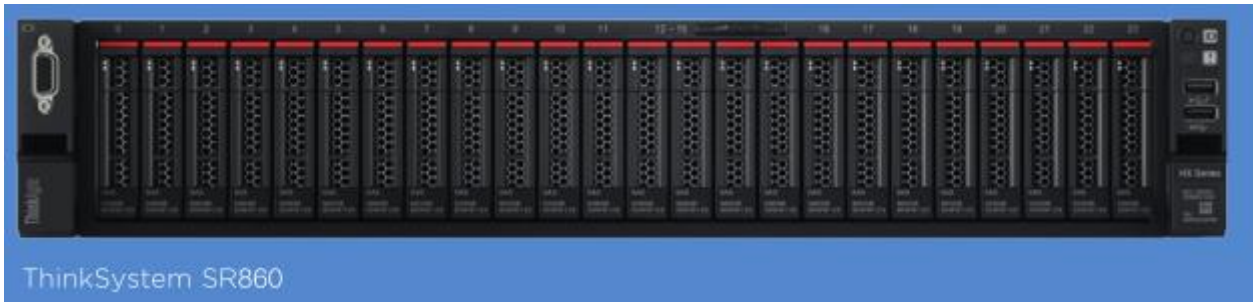
图表30： 2018 上半年中国服务器品牌关注比例



资料来源：ZDC，方正证券研究所

图表31： Think System

研究源于数据 15 研究创造价值



资料来源：联想官网，方正证券研究所

数据中心业务在过去两年的整合并购过程中，经营业绩出现了阶段性的下滑。究其原因，一方面在于公司此轮的整合定位是基于一个长远盈利的角度，其整合效果在短期不容易显现。另一方面，由于数据中心业务并非公司的传统经营项目，此次整合着眼点高、工程量大。公司在处理过程中难免存在一些经验不足的地方需要进行调整。

集团目前已经平稳度过整合低谷期，业务转型进展理想。17/18 财年第四季度的收入年比年增加 44%，是自并购 System x 以来录得最高收入增长，亦是连续两个季度年比年录得双位数增长。此外，亏损亦连续四个季度按季减少。联想集团之前进行旨在建立销售能力、提升分销渠道及产品解决方案能力的转型投资于回顾财年开始为业务带来正面成效，尤其于 17/18 财年下半年，数据中心业务的全年收入重回增长轨道，亏损年比年减少，并且各个季度均录得季比季亏损减少，下半年的收入更是自并购 System x 以来的新高，年比年上升 29%。数据中心业务已连续两个季度实现双位数字的营业额年比年增长，并连续四个季度取得利润率的改善。2017 年亏损降低至 3 亿美元，预计公司能在 2018 年扭亏为盈。

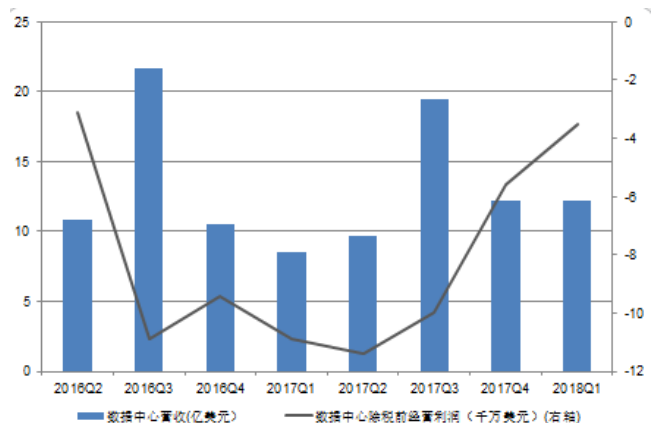
截止 2018 财年，数据中心业务的收入为 43.94 亿美元，数据中心业务收入占比由 17 年的 9% 增至 10%。预计随着业务进一步增长，其收入占比将进一步提升。

图表32： 数据中心营收触底回升



资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表33： 数据中心除税前利润触底回升



资料来源：公司年报，方正证券研究所

### 3.2 享行业红利，X86 Sever 引领业绩增长

数据中心是网络社会最重要的 ICT 基础设施，为全网提供计算资源。随着云计算和大数据技术的成长，其市场前景广阔。数据中心行业主要分为 X86、external 存储和网络 L2/L3 DC 三个细分品类。x86 服务器具备弹性好、可靠、灵活、可扩展和高性价比的特点，深受互联



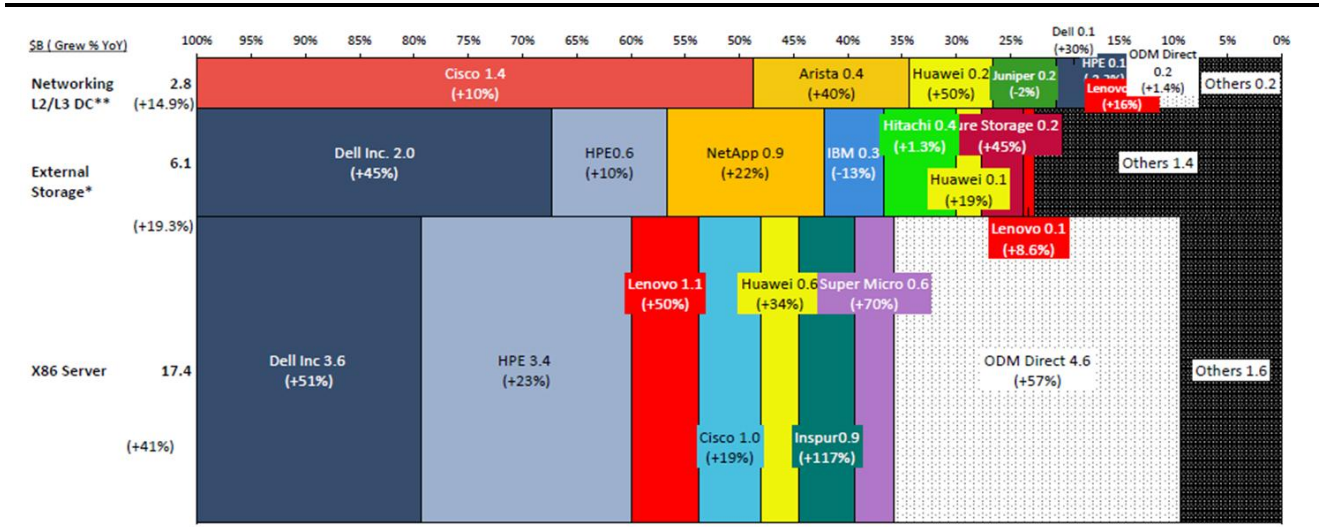
网企业的欢迎。截止 2018 一季度，数据中心业务市场容量为 263 亿美元，行业增长率为 32.30%，其中 X86 服务器市场容量 174 亿美元，市场占比 66%，增长率也是最快，41%。

图表34： 全球数据中心市场以 X86 为主，增长率最高

全球数据中心分 类	市场容量/亿美 元	市场占 比	增长率
X86	174	66%	41%
external 存储	61	23%	19.30%
网络 L2/L3 DC	28	11%	14.90%
总计	263	100%	32.30%

资料来源：联想官网，方正证券研究所

图表35： 联想数据中心以 X86 为主



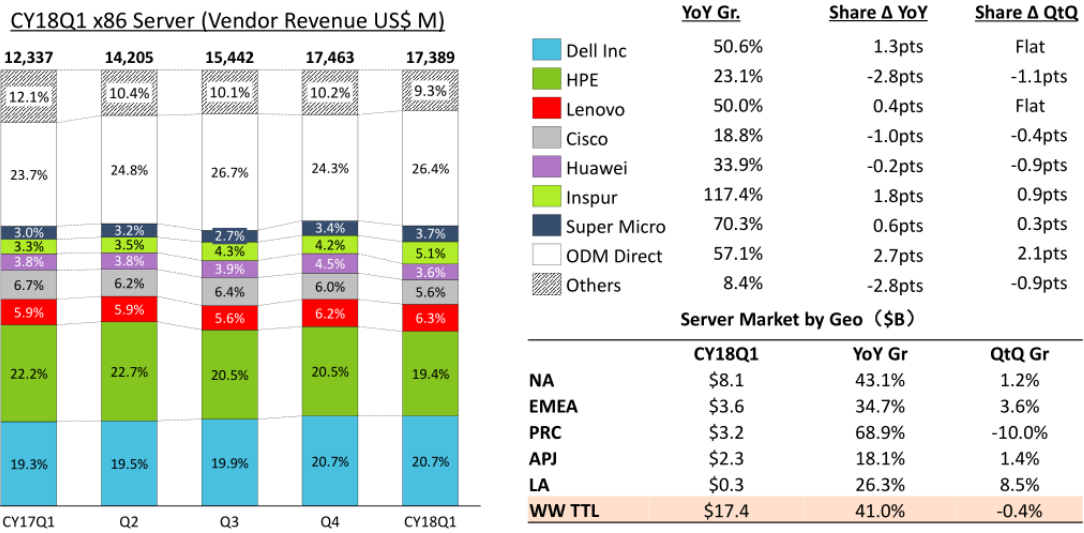
资料来源：IDC，方正证券研究所

依托公司业务转型，公司内部设计和制造能力得到了较大提升，今年公司三项业务在全球的市场规模均达到两位数的增长率。

随着公司转型整合的顺利进展，联想和 System X 合并后推出的联想 Think System 系列对其 X86 Server 服务器也进行了一系列的更迭，这也使得联想 X86 Server 产品在服务器品牌关注度上有所提高。今年上半年，联想服务器品牌在国内市场关注度比例为 30.01%，排名第二。

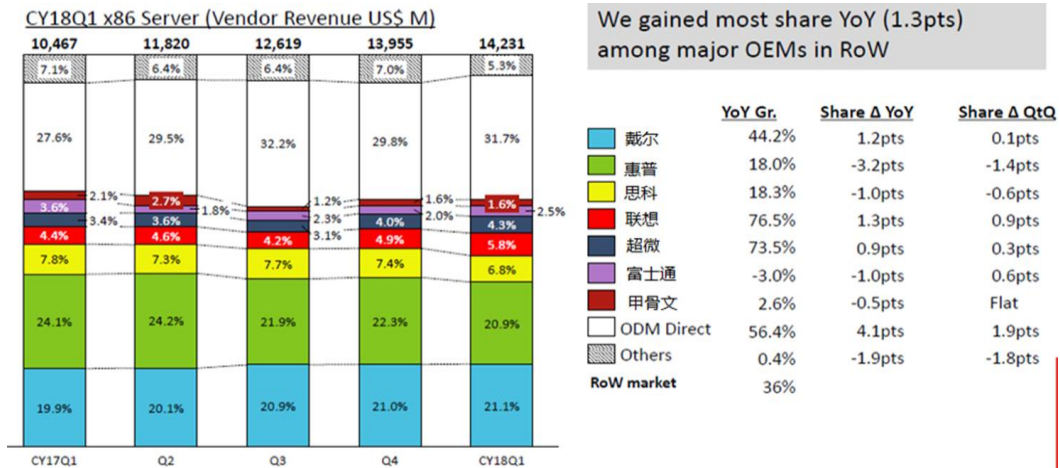
由于边缘计算、云计算、物联网、AI 的技术为服务器形态提供了新的可能，这也为服务器市场提供了更为广阔的空间。受益于此趋势，公司 X86 Server 业绩增长突出，18 年一季度其增长率为 41%。从全球市场来看，公司 X86 Server 的市场份额从去年 3 季度的 5.6% 增长为 6.3%，超过了 Cisco，排名从全球第五上升至全球第四。X86 的增长主要来源于海外地区的增长。公司在海外地区增长率高达 76.5%。而中国地区由于市场竞争的加剧，以及主要零件成本在本财年下半年的增加导致其业务增长较为缓慢。

图表36： 联想 X86 Server 全球市场份额



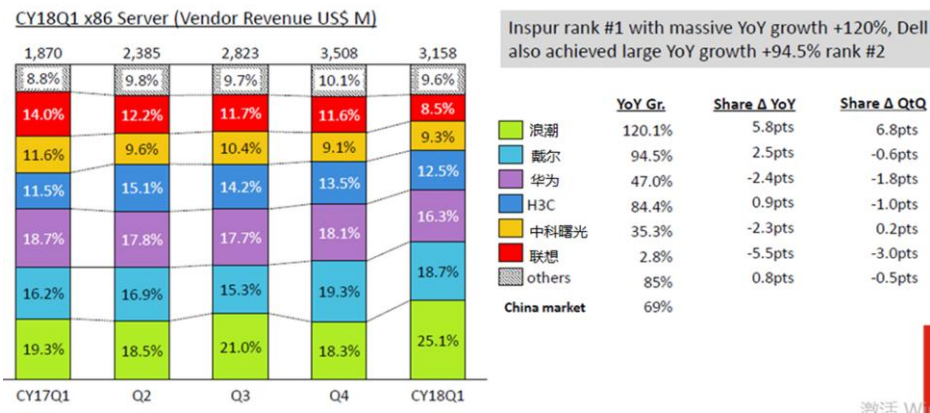
资料来源: IDC, 方正证券研究所

图表37: 联想 X86 Server 海外市场份额增长迅速,1Q 收入 8.3 亿美元



资料来源: IDC, 方正证券研究所

图表38: 联想 X86 Server 中国市场份额增长缓慢,但是 1Q 收入仅仅 2.8 亿美元, 占比低



资料来源: IDC, 方正证券研究所

公司在高性能计算(HPC)业务方面,巩固其名列全球 500 大高性能计算供应商名单第二位,其更与排名第一的公司的距离正迅速拉近。集团于二零一七年末荣获五项 HPC「读者选择奖」(「Readers' Choice」研究源于数据 18 研究创造价值

Award」), 其中包括了最佳 HPC 服务器及最佳 HPC 存储。另外, 本集团发布的 ThinkSystem SD650 直接水冷服务器(Direct Water Cooled Server), 此产品有助控制全球若干功能最强的超级计算机, 充分显示了集团在 HPC 技术创新方面的领先地位。

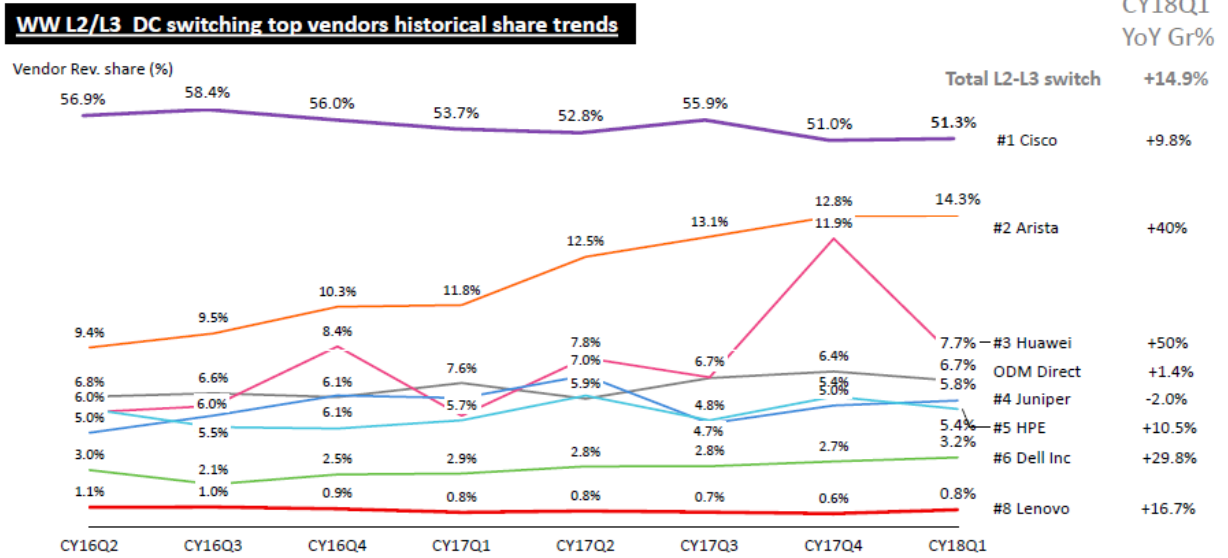
图表39: ThinkSystem SD650



资料来源: 联想官网, 方正证券研究所

联想的 L2/L3 DC 业务在全球范围内仍有较大的提升空间, 其全球市场占比份额虽不大, 但由于能充分利用其世界级设计及生产能力, 该项业务增速仍能保证和行业平均水平一致。随着大数据、云计算等的不断渗透, 市场规模将不断扩大, 联想的 L2/L3 DC 业务也具备足够的增长空间。

图表40: 联想 L2/L3 DC 增长率跟行业接近



资料来源: IDC, 方正证券研究所

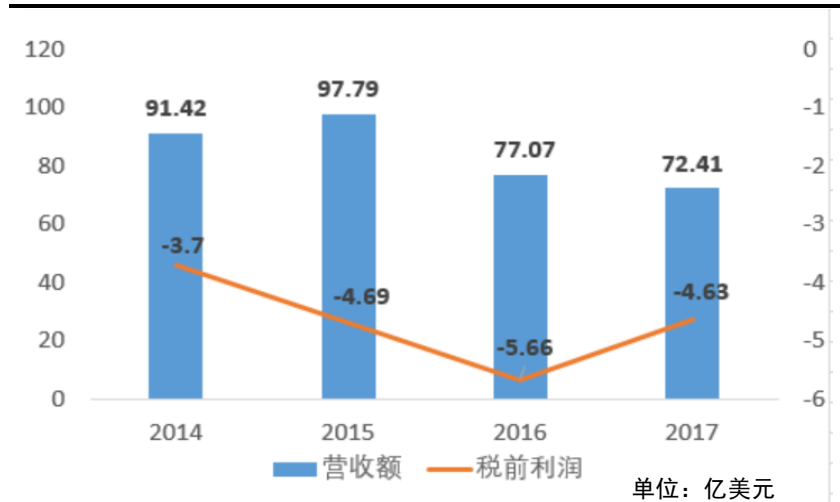
## 4 移动业务减员增效, 重点突破优势地区

### 4.1 强攻优势地区, 积极削减成本

联想集团于 2014 年从谷歌收购摩托罗拉, 迈出了公司多元化产  
研究源于数据 19 研究创造价值

业布局的重要一步。目前联想已经成为全球第三大智能手机供应商，其手机在拉美、北美、中国、亚太、新兴市场（欧洲/中东/非洲）均有销售。公司移动业务一直面临着激烈的市场竞争，收购 Moto 后，移动业务营收持续下滑，但营业利润在 2016 年见底后，17 年亏损逐渐减少。

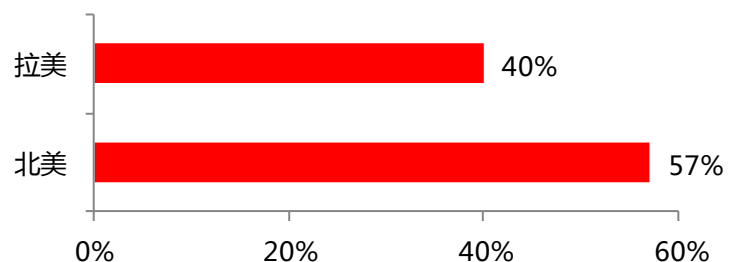
图表41： 2014-2017 年联想智能手机营收及利润变化



资料来源：公司公告，方正证券研究所

面对竞争日益激烈的智能手机市场，联想集团积极调整策略，专注维护利润率。公司缩减了亏损地区的智能手机业务规模，巩固并加强公司在北美、拉美地区的领先地位和盈利水平，确定拉丁美洲移动业务核心市场地位，在新兴市场，则以有限的投资保持健康的成长。公司的 Moto 品牌智能手机在拉丁美洲呈现显著增长态势，市场份额进一步提升。2018 年积极的成本削减措施及移动业务在拉丁美洲(全年销量同比增长 40%，是市场平均增速的近 20 倍)及北美(全年销量同比增长 57%)的强劲表现使得公司移动业务的盈利大幅改善，预计公司 2018-2019 财年的业绩表现将会进一步提升。

图表42： 移动业务关键市场 2017-2018 财年销量增幅



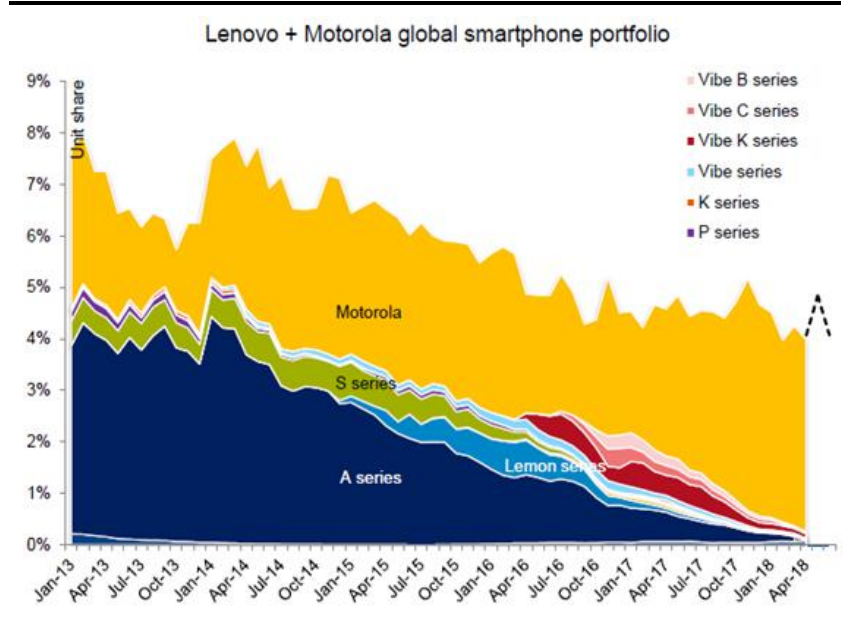
资料来源：公司公告，方正证券研究所

#### 4.2 优化产品组合，巩固领先地位

公司通过梳理产品组合、清理整体渠道库存、优化成本结构以及策略性市场调研确定最具增长潜力的领域，加强了在拉丁美洲、北美及西欧的领先地位和盈利能力。在美洲市场大力推出 Moto Z 系列产品并在主流价位段主打被 Android Central 评为“2017 年度最重要手机”的 Moto G 系列产品。在中国则重点布局联想品牌智能手机业务，对研究源于数据 20 研究创造价值

于印度智能手机市场，公司奉行“双品牌战略”，同时经营“联想”和“摩托罗拉”这两个品牌。受益于主流机型的市场接受度和运营商的拓展，公司移动业务产品销售持续表现强劲。

图表43： 联想和 Moto 全球智能手机产品组合



资料来源：GfK，方正证券研究所

## 5 盈利预测与评级

我们基于以下假设对联想的收入进行预测：

- 1) 我们认为 PC 和智能手机回归本源，PC 主要用于办公领域，此领域不容易收到智能手机的侵蚀，智能手机倾向于移动领域，虽然各个厂商试图在智能手机上开发办公应用，但是未来数年，智能手机在办公领域的应用有限，所以我们认为 PC 未来几年可以维持稳定的增长；
- 2) 联想的数据中心业务主要出口海外，海外竞争对手主要是惠普、戴尔、思科，而联想的 X86 服务器来自于收购的 IBM 服务器业务，无论是服务器性能上还是管理能力上，联想海外数据中心业务都有很强的竞争力，此前由于内部整合，营收利润下降，2017 年整合完成，未来几年将处于高速增长态势。
- 3) 智能手机行业向头部厂商集中，联想移动业务专注于北美、南美、印度和中国业务。对于中国手机厂商，北美和南美都有很高的贸易壁垒，而国内各手机厂商在印度都有较好的移动业务，所以未来几年，联想的移动业务营收将缓慢下降，甚至有可能微增，利润将大幅度减亏。

图表44： 2018/19 财年营收分项预测

营收项目	2017-18/亿 美元	增长率	2018-19/亿美 元	增长率
个人电脑	323.78	8.00%	369.10	14.00 %
				15.00

资料来源：方正证券研究所

图表45： 可比公司估值

可比公司估值表（根据2018年8月31日收盘价计算）								
公司名称	收盘价 (港元)	EPS (港元)			PE (X)			市值 (亿港元)
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
小米集团	16.80	0.38	0.72	1.05	45.43	23.7	16.23	3793.00
舜宇光学科技	99.75	3.97	5.74	7.13	25.27	17.49	14.07	1094.00
瑞声科技	87.00	5.77	6.96	7.89	14.7	12.18	10.75	1063.00
TCL电子	3.81	0.34	0.40	-	10.72	9.05	-	88.91
比亚迪电子	8.25	1.46	1.73	1.93	6.06	5.12	4.57	186.00
平均值	43.12	2.38	3.11	4.50	20.44	13.51	11.41	1244.98
联想集团	5.12	(0.02)	0.07	0.08	-	9	8	615.00

资料来源：联想集团数据为方正证券研究所测算，其他数据来自wind一致预期

资料来源：wind，方正证券研究所

预计公司 2018-19，2019-20 财年分别实现净利润分别为 8.5 亿、9.5 亿美元，对应 EPS 分别为 0.07、0.08 美元，对应当前价格，PE 分别为 9、8 倍；考虑到 PC 行业的全面回暖和零部件价格的长期下行，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

消费电子创新趋缓导致的下游销售乏力；全球宏观经济的不确定性；全球贸易战的不确定性；贸易壁垒的不确定性；国内经济的不确定性。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018	2019E	2020E		2017	2018	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	102581.46	98492.51	108780.93	113374.32	<b>营业总收入</b>	43484.98	45349.94	50945.62	53555.78
现金	19004.80	11620.52	17449.96	17290.16	营业成本	254785.73	245725.19	247387.46	268025.62
应收账款	31300.23	31339.11	29296.53	30124.48	营业税金及附加	34905.64	33664.35	33892.08	36719.50
其它应收款	31271.08	31003.72	33835.35	37091.70	营业费用	40666.63	37009.93	43212.14	49602.67
预付账款	1194.27	225.76	984.27	501.91	管理费用	-	-	-	-
存货	19276.89	23842.53	27040.23	27294.13	财务费用	-	-	-	-
其他	534.20	460.87	174.59	1071.95	资产减值损失	35.81	35.81	35.81	35.81
<b>非流动资产</b>	84982.73	80681.69	81318.68	83800.41	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	5254.2	5762.24	5346.51	6028.45	投资净收益	-	-	-	-
固定资产	11379.77	10611.77	11483.97	11824.55	<b>营业利润</b>	3300.29	963.26	1799.47	746.33
无形资产	57603.26	53540.05	55961.02	55757.68	营业外收入	191.77	202.13	211.97	35.05
其他	10745.50	10767.63	10527.18	11189.72	营业外支出	1566.97	1629.88	473.72	471.16
<b>资产总计</b>	187564.19	179174.20	190099.61	208174.73	<b>利润总额</b>	1925.09	963.35	1088.79	1146.33
<b>流动负债</b>	126490.70	122364.68	121830.19	152282.70	所得税	1390.01	760.52	254.66	181.8
短期借款	482.97	7336.28	4818.86	17458.18	<b>净利润</b>	535.08	-189.32	851.05	952.23
应付账款	46910.33	47061.65	41279.83	59385.59	少数股东损益	-	-	-	-
其他	79097.40	67966.76	75731.50	75438.93	<b>归属母公司净利润</b>	535.08	-189.32	851.05	952.23
<b>非流动负债</b>	32819.32	28223.89	39716.22	26188.44	EBITDA	1895.27	1265.32	1788.29	1844.36
长期借款	20468.10	16655.45	16186.03	12189.33	EPS (元)	0.05	-0.02	0.07	0.08
其他	12351.22	11568.44	23530.19	13999.11					
<b>负债合计</b>	159310.03	150588.57	141546.41	178471.14	<b>主要财务比率</b>	2017	2018	2019E	2020E
少数股东权益	28254.17	28585.63	28553.22	28703.59	<b>成长能力</b>				
股本	12000	12000	12000	12000	营业收入	-3.18%	4.29%	12.34%	5.12%
资本公积	-	-	-	-	营业利润	133.41%	-41.58%	-31.99%	10.51%
留存收益	-	-	-	-	归属母公司净利润	517.56%	-135.38%	-349.53%	11.88%
归属母公司股东权益	22240.59	22125.43	22384.89	22053.51	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	187564.19	179174.2	191099.61	207174.73	毛利率	14.19%	13.83%	13.70%	13.82%
					净利率	1.28%	-0.22%	0.72%	1.22%
					ROE	17.19%	-5.62%	12.71%	16.42%
					ROIC	2.3%	-0.77%	4.28%	3.34%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	84.94%	84.05%	84.16%	84.24%
					净负债比率	48.51%	51.52%	52.01%	50.82%
					流动比率	0.81	0.82	0.81	0.82
					速动比率	0.63	0.66	0.66	0.67
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.67	1.63	1.63	1.63
					应收账款周转率	9.49	9.53	9.54	9.54
					应付账款周转率	7.37	7.17	7.12	6.98
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.05	-0.02	0.07	0.08
					每股经营现金	0.61	0.43	0.60	0.60
					每股净资产	1.84	1.89	1.87	1.89
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11	-	9	8
					P/B	2.03	2.32	2.35	2.33
					EV/EBITDA	6.22	5.27	5.64	7.24

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com