

信用等级公告

联合[2016]530 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 2016 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 2016 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

信评委主任： 

二零一六年六月二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

联想控股股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 100 亿元（含）

本期发行规模：不超过 35 亿元（含），其中基础发行规模不超过 20 亿元，拟超额配售规模不超过 15 亿元

本期债券期限：品种一为 5 年期，品种二为 10 年期。

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 6 月 2 日

主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	2,175.76	2,932.86	3,067.90
所有者权益(亿元)	441.02	533.18	656.14
长期债务(亿元)	344.34	566.98	570.21
全部债务(亿元)	511.41	789.83	808.01
营业收入(亿元)	2,440.10	2,896.62	3,100.80
净利润(亿元)	77.13	60.75	19.67
EBITDA(亿元)	132.49	144.14	110.69
经营性净现金流(亿元)	-15.82	14.35	6.94
营业利润率(%)	14.02	14.75	15.34
净资产收益率(%)	20.19	12.47	3.31
资产负债率(%)	79.73	81.82	78.61
全部债务资本化比率(%)	53.70	59.70	55.19
流动比率(倍)	1.21	1.14	1.12
EBITDA 全部债务比(倍)	0.26	0.18	0.14
EBITDA 利息倍数(倍)	4.25	2.95	2.11
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.33	1.44	1.11
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.79	4.12	3.16

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2013 年涉及到需取两年平均的指标使用到公司 2012 年审计报告数据。

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投资集团，在行业地位、产业布局、经营规模、融资渠道等方面具有突出优势；2015 年公司在香港上市，资本实力得到进一步提高。同时，联合评级也关注到公司传统电脑业务面临较大的竞争压力，智能手机市场容量接近饱和，公司 IT 业务面临较大的运营压力；大规模的投资收购活动存在财务和整合方面的风险，公司业务重组成本及费用导致公司最大子公司联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）出现阶段性财务亏损等因素给公司的信用状况带来的不利影响。

未来，公司将在稳固传统 IT、房地产等业务优势的基础上，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、医疗服务、农业与食品、互联网及创新消费等业务领域，公司经营状况有望保持良好。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次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司实行多领域控股，产业跨度大，布局合理，有助于经营风险的分散。
2. 公司成功实现整体上市，资本实力有所提高，直接融资渠道进一步拓宽。
3. 公司主要子公司联想集团是全球第一大个人电脑生产商和第三大智能设备制造商，行业地位突出，近三年销售量及市场份额不断增长。
4. 2014 年，联想集团分别成功完成对 IBM System x86 服务器业务以及摩托罗拉移动的吸收

购，企业级业务及移动业务优势地位得到进一步巩固。

5. 公司收入规模大，现金类资产充裕，财务状况良好。

关注

1. 全球市场个人计算机出货量不断下降，智能手机市场容量接近饱和，公司 IT 业务面临较大的运营压力。

2. 公司收购摩托罗拉移动和 IBM System x86 服务器业务时间不长，其整合进程存在一定不确定性，可能影响公司业绩。

3. 公司业务分布分散，管理难度大且对子公司的掌控能力有待提高。

4. 近三年公司费用上升，盈利能力有所下降，债务压力较大。

分析师

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

林嘉滨

电话：010-85172818

邮箱：linjiabin@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

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，持有比例分别为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值为人民币25.29亿元，用于确定注册成立本公司所需发起人缴纳的出资额。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，由国科控股、联持志远、泛海集团、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日止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发行人核发新的营业执照。

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），发行人于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。截至2015年12月31日，本公司的总股本为人民币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2015年底公司股权结构表（单位：%）

股东名称	占已发行股份总数之概约持股百分比
中国科学院国有资产经营有限责任公司	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）	7.55
全国社会保障基金理事会	1.51
其他股权持有人	24.56

资料来源：公司提供

公司经营范围：项目投资；投资管理；资产管理；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。

截至2015年底，公司及子公司共有96,900人，下设金融服务投资部、互联网与创新消费投资部，先进制造与专业服务投资部等8个业务部门；综合事务部、党委办公室、行政部、财务部，公关外联部等7个综合职能部门；香港和深圳2个办事处。公司下辖23家一级控股子公司，分布在全球各地，其中联想集团有限公司（香港上市公司，股票代码：0992.HK，以下简称“联想集团”）为上市公司。

截至2015年底，公司合并资产总计3,067.90亿元，负债合计2,411.76亿元，股东权益（含少数股

东权益)656.14亿元,其中归属于母公司所有者权益为489.92亿元。2015年,公司实现营业收入3,100.80亿元,净利润(含少数股东损益)19.67亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为29.47亿元;经营活动现金流量净额为6.94亿元,现金及现金等价物增加额-9.70亿元。

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:柳传志。

二、本次及本期债券概况

1. 本次及本期债券概况

本次债券名称为“联想控股股份有限公司公开发行2016年公司债券”(以下简称“本次债券”),本次债券发行总规模不超过100亿元,拟分期发行,其中首期债券名为“联想控股股份有限公司公开发行2016年公司债券(第一期)”(以下简称“本期债券”),本期债券发行规模为不超过35亿元,其中基础发行规模不超过20亿元,分为5年期固定利率和10年期固定利率两个品种;5年期品种的预设基础发行规模不超过10亿元,10年期品种的预设基础发行规模不超过10亿元。两个品种间可以进行相互回拨,回拨比例不受限制,由发行人与主承销商协商一致,决定是否行使品种间回拨权。本期债券超额配售规模不超过15亿元,其中5年期品种的预设超额配售规模不超过7.5亿元,10年期品种的预设超额配售规模不超过7.5亿元。两个品种间可以进行相互回拨,回拨比例不受限制,由发行人与主承销商协商一致,决定是否行使品种间回拨权。本期债券采用单利按年计息,不计复利,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券票面利率由公司和主承销商通过市场询价协商确定。

本次债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后将全部用于偿还有息债务。

三、行业分析

公司实行母子公司制,母公司以控股的方式在多领域、跨行业进行投资,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:IT、房地产和财务投资领域。

1. IT领域

个人电脑

(1) 行业概况

PC即个人计算机(Personal Computer),1981年4月24日,IBM公司推出首部个人电脑,自此以后,个人电脑经历了快速的发展,从笨重的商用电脑到超薄高性能产品;如今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是一种能独立运行,完成特定功能的设备,由硬件系统和软件系统组成。硬件系统是指计算机的物理设备如电源、主板、CPU、内存、硬盘等;软件系统是指为方便使用计算机而设计的程序,软件系统包括系统软件和应用软件,系统软件指的是主要用于控制和管理计算机资源的程序,如操作系统、编译系统等,而应用软件指各种可以运行在操作系统中的程序,如游戏软件、工作软件等。PC的类别主要包括台式机、一体机和笔记本电脑。

中国 PC 市场十分活跃,一直以来都是全球各大电脑厂商争先抢占的对象,ZDC 统计数据显示,2015 年度中国笔记本市场上,联想以 29.84%的关注比例独占鳌头,华硕位居亚军,关注比例接近两成。惠普、戴尔、苹果关注比例呈三足鼎立之势,排在第三至第五位。其他上榜品牌关注比例均在 6%以下。整体来看,笔记本电脑市场品牌关注格局集中,前十品牌累计占据九成关注度,其他未上榜品牌空间非常小。

在 PC 市场经历了高速发展后,随着移动互联网的普及和智能终端的崛起,以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;同时,受到宏观经济情况因素影响,2012 年全球 PC 行业开始出现萎缩,2014 年下降速度稍有放缓,2015 年 PC 市场下降速度再次加速。根据市场研究公司 Gartner 发布的报告,2013~2015 年,全球 PC 出货量分别为 3.17 亿台、3.14 亿台和 2.89 亿台,呈不断下降趋势,2016 年第一季度,PC 出货总量为 0.65 亿台,继续呈下降趋势,同比下降了 9.6%。2016 年第一季度,全球 PC 出货量水平已接近 10 年来最低点,2016 年仍将是 PC 产业困难的一年。

总体看,PC 市场经历了高速发展,PC 产品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 市场可能面临进一步萎缩。

(2) 行业上下游

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,如 CPU 等拥有较为单一的供应商。CPU 是 PC 的核心零部件,由于其制造和技术研究耗资巨大,行业壁垒较高,因此全球范围内,CPU 供应商英特尔、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,其中包括微软,这些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,供应商议价能力较弱,价格变化较为平缓。

PC 厂商主要通过直销和分销模式进行产品销售,直销是厂家直供,通过品牌专营店、网上商城、电话订购等方式直接和客户对接;分销模式下,厂商通过分销商(包括代理商、中间分销商等)对产品进行销售。随着产品同质化程度越来越高,渠道竞争日趋激烈,PC 销售的利润正日渐摊薄,为压缩成本、减少渠道层次各大 PC 厂商逐渐以直销作为主要的渠道策略。目前全球 PC 市场仍然处在结构调整中,全球多个地区的 PC 市场都存在不同程度的萎缩,但印度、非洲、东南亚等市场仍有较大潜力。

总体看,PC 市场上游部分零件的供应商较为单一,议价能力强;需求上受到宏观经济情况因素影响,全球 PC 市场出现进一步萎缩趋势,但印度、非洲、东南亚等市场仍有较大潜力。

(3) 行业竞争

近年来,随着行业利润率的下降,实力一般的个人电脑生产商不断被淘汰,个人电脑市场的集中度进一步提高。从全球 PC 市场占有率来看,根据市场研究公司 Gartner 研究报告(如下表),2014~2015 年前五大 PC 供应商为联想、惠普、戴尔、华硕及苹果,前五大品牌市场份额总和分别为 62.60%和 82.10%。

表 2 2015 年 PC 市场前五大公司情况(单位:千台,%)

公司名称	2014 年出货量	2015 年出货量	2014 年市场占有率	2015 年市场占有率
联想	58,956	57,123	18.80	19.80
惠普	54,996	52,551	17.50	18.20
戴尔	40,449	39,159	12.90	13.60
华硕	22,671	21,198	7.20	7.30
苹果	19,598	20,741	6.20	7.20
合计	196,670	190,772	62.60	82.10

资料来源:Gartner

从产品营销来看，一些电脑制造商利用价格、促销方式以及销售渠道，对产品进行营销，并通过对电脑市场的细分，积极抢占电脑市场，将原有电脑厂商的目标顾客进行分散抢夺。再加之国外的电脑品牌利用价格优势抢占国内电脑市场；例如在国内的电脑市场中，联想一直是国产电脑的领军，但是在惠普电脑入驻中国市场以来，就占据了很大的市场份额。惠普电脑在其产品方面，针对中国电脑市场的特点，推出了几款性价比较高的新机型，在营销的策略和渠道上，对大城市进行重点关注，同时采用更加直接的电脑零售。从戴尔和惠普到现在的苹果等国外品牌对中国市场的抢占，对我国国内的电脑行业带来了极大的冲击。

从细分市场上来看，随着信息技术的不断发展，电脑的技术门槛出现了持续的降低，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，尤其是 2015 年，苹果 PC 市场份额占有率提升至 7.8%，成为全球第四大 PC 电脑厂商。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。

从产品服务来看，服务是企业产品质量保障和控制体系的延伸，消费者对服务的体验会有一种口碑效应，这种传播对消费者来说更有可信度。如今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，厂家还提供 2~3 年标准保修承诺、延长保修等方式。另外有一些厂商，比如苹果还会推出特色服务，比如开设免费 Mac 基础知识讲堂，分享一些使用技巧和窍门等。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的好感度，抢占市场份额。

总体看，全球 PC 市场竞争激烈，产品的同质化越来越严重，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。

（4）行业政策

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，国家出台的政策主要包括：

表 3 近几年 IT 行业重要政策

时间	名称	内容
2013 年 2 月	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	本目录涉及战略新兴产业 7 个行业、24 个重点发展方向下的 125 个子方向，共 3,100 余项细分的产品和服务。
2013 年	《信息化发展规划》	规划指出，到 2015 年，信息化和工业化深度融合取得显著进展，经济社会各领域信息化水平显著提升，信息化发展水平指数达到 0.79。同时，规划指出加快推进“三网融合”。规划提出的具体目标有：下一代国家信息基础设施初步建成、国民经济信息化水平再上新台阶、电子政务促进政府职能转变和服务型政府建设的作用更加显著、社会事业信息化水平明显提升、信息安全保障能力显著增强。
2014 年	《关于加快我国手机行业品牌建设的指导意见》	提出“以企业为主体加强品牌建设，以创新促进品牌成长；更好地发挥政府的支持引导作用，完善手机品牌建设政策环境；加强行业公共服务和支撑，形成品牌建设合力；加强产业链合作，夯实手机品牌建设的产业基础；充分利用运营商和行业用户等市场资源，加快手机品牌发展；规范市场秩序，加强行业自律；完善质量和服务体系建设，提升消费者满意度；大力拓展海外市场，提升自主品牌国际影响力”等规划。

资料来源：联合评级整理

总体看，近些年，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。

（5）行业关注

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，不再局限于某一范围。由于进入 PC 市场的壁垒较低，不同品牌的产品同质化程度较高，PC 市场竞争愈加激烈。

随着智能手机、平板电脑等移动终端功能的日益强大，客户对 PC 产品的购买热度逐渐下降，PC 市场开始呈现疲软的状态，有逐渐被取代的态势。2016 年第一季度，全球 PC 出货量经历了连续六个季度的暴跌，全球 PC 市场萎缩的趋势日益显著。

（6）行业发展

近年来经济全球化进程明显加快，信息化已成为经济全球化的迫切需要和必要保证，世界范围的产业结构也正在进行调整。

在智能手机与平板电脑兴起之前，笔记本电脑除了办公功能外，在很大程度上也是用户娱乐、休闲的重要载体。然而随着智能手机、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。而在经历了连续六个季度下滑后，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。

除了 PC 产品本身的性能外，PC 外观的吸引力对客户来说也是至关重要的；为了吸引客户，PC 生产商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。另外，无论是毫米级厚度的手机、平板电脑及超极本的流行都说明了客户对于产品轻薄的要求，轻薄已经成为了大众审美中正能量的一环，这个时尚潮流呈现出不可逆之势，因此对于 PC 来说，轻薄也将成为其发展方向。

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，绝地逢生，PC 可能会向人工智能化发展，人工智能是使计算机来模拟人的某些思维过程和智能行为（如学习、推理、思考、规划等）的学科，主要包括计算机实现智能的原理、制造类似于人脑智能的计算机，使计算机能实现更高层次的应用。

总体看，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 厂商将会更加重视产品外观的设计，PC 产品将会更加智能化。

智能手机

（1）行业概况

智能手机是像 PC 一样，具有独立的操作系统，独立的运行空间，可以由用户自行安装软件、游戏、导航等第三方服务商提供的程序，并可以通过移动通讯网络来实现无线网络接入手机类型的总称。智能手机的使用范围已经布满全世界，它具有优秀的操作系统、可自由安装各类软件（仅安卓系统）、完全大屏的全触屏式操作感这三大特性。

根据市场研究集团 Strategy Analytics (SA) 的统计，2013~2015 年，全球智能手机出货量分别为 10.04 亿部、12.44 亿部和 12.92 亿部，年均复合增长 13.44%；2016 年第一季度全球智能手机出货量下降 3%，至 3.35 亿部，低于 2015 年同一季度的 3.45 亿部。同时，三星继续以出货量首位主导全球智能手机市场。就不同市场而言，和美国、欧洲一样，中国智能手机市场已经趋于饱和，而印度、印尼、中东和非洲、东南亚等市场则比较健康，仍有很大潜力。售价方面，未来智能手机市场将继续向低端、低价转移，智能手机的平均售价预计将从 2015 年的 295 美元降到 2020 年的 237 美元。

总体看，近三年智能手机市场发展平稳，未来智能手机平均售价有下降趋势。

（2）行业上下游

通讯设备制造行业的上游是集成电路（IC）、线路板、显示屏、塑胶壳等电子元器件制造企业。电子元器件行业属于轻资产型的制造业，市场化程度较高，吸引了大量民营资本进入，形成了行业内企业数量众多但规模较小的特点，市场竞争力较弱。数量众多的原材料供应商为通讯设备制造行业提供了较为充足的原材料供应。目前，通讯原材料供应商一般采取工厂认证、产品认证、环保认证的方式与通讯设备生产厂家形成长期的合作伙伴。这种供应结构一旦形成，通讯设备生产厂家及原材料供应方都轻易不会改变。上游原材料供应商数量众多，竞争较充分，原材料价格主要由市场竞争形成，变化较平缓。

通讯设备产品作为最终的消费终端，主要是直接销售给消费者或者通过运营商等渠道销售给消费者；部分通讯设备用作出口。从国内市场来看，中端手机是目前的主流产品。ZDC 统计数据显示，2015 年度，中国手机市场上，1,000-1,999 元机型最受青睐，获得 27.22%的关注比例。其次为 2,000-2,999 元价格段机型，关注度为 22.09%。999 元及以下、3,000-4,999 元、5,000 元及以上机型关注度均在 20%以下。

总体看，通讯设备制造行业原材料供应厂家数量较多，价格稳定。全球智能手机销售增长较快，国内销售量较大且出口增长较快，智能手机产品竞争力加强。

（3）行业竞争

智能手机市场基本成熟，市场竞争凸显为品牌、技术以及营销模式的竞争。2013~2015 年，全球智能手机出货呈持续上升的态势，前三大智能手机供应商为三星、联想和苹果，该三大品牌近三年的市场份额总和分别为 54.0%、52.3%和 50.4%，集中度有下降趋势。国内手机市场最初主要由国外品牌手机主导，国产手机始终处于中低端。伴随着智能手机的发展，国内手机厂商也迅速发展，不仅占据了中低端手机市场，而且逐渐向中高端市场发展。以华为、小米、联想、酷派、中兴等厂商为代表的国产手机不仅在国内市场占据越来越大的份额，而且进入世界手机厂商的前列。国外智能手机品牌包括苹果，三星均定位于中高端，全球市场占有率高。全球中高端手机市场主要由苹果、三星占据，而中低端手机厂商也竞争激烈，全球手机市场竞争进一步加剧。

（4）行业政策

为了解决我国国产手机品牌影响力不强、附加值不高的发展问题，近年来政府出台了一系列政策以促进手机制造行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 4 近年来通信设备制造行业的主要政策

事件或政策	颁布单位	主要内容	实施时间
“4G”牌照发放	工信部	工信部正式发放 4G 牌照，移动、电信、联通均获得 TDD 牌照，中国 4G 正式开启。	2013 年 12 月
《关于加快我国手机行业品牌建设的指导意见》	工信部	支持运营商强化与自主品牌手机企业的合作，加强对优势品牌和高端机型的宣传推广。	2014 年 3 月
《中国移动定制终端产品白皮书》	中国移动	自 2014 年 5 月 31 日期，中国移动送测 4G 定制手机将全部支持五模。	2014 年 5 月
《中国制造 2025》	国务院	中国版的“工业 4.0”规划，方案通过制造业创新中心等五大战略性工程，围绕新一代信息技术等十大重点领域全面推进制造强国战略。在新一代信息技术领域，强调在通信设备层面要全面突破第五大移动通信（5G）技术、核心路由交换技术、超高超大容量智能光传输给水等的发展。	2015 年 5 月

资料来源：联合评级整理

总体看，目前我国通信设备制造行业政策总体上鼓励多种资本竞争，扩大网络覆盖面，促进行业技术创新、产品更新提速的健康发展。

（5）行业关注

小米、魅族、华为、中兴等国产手机品牌迅速崛起，手机生产规模化程度不断提高。国产品牌井喷式发展也带来了一大问题，即品牌同质化问题严重，流行的手机型号在外形、功能设计方面相似度较高。缺乏自主创新能力已经成为制约国内手机厂商发展的瓶颈之一。

智能手机快速发展，手机功能趋于多样化，随之而来的是质量问题进一步凸显。部分研发能力较弱的手机生产厂商，测试人员测试能力偏弱或责任心不够，可能会降低测试用例的数量，压缩研发周期。同时，从售后服务环节来看，许多手机维修企业还不具备相应的维修资质，管理水平、服务理念、维修质量等方面存在严重不足。生产企业重生产，轻测试，缺服务的做法，严重影响了国产品牌手机的健康发展。

总体看，目前我国通信设备制造行业政策总体上鼓励多种资本竞争，扩大网络覆盖面，促进行业技术创新、产品更新提速的健康发展。

（6）未来发展

在国内智能手机市场陷入饱和竞争的情况下，手机制造商们开始考虑进军海外市场来获得新的利润增长点。国内各大手机生产商逐步加大在海外市场的投入；与国内类似，海外市场尤其是印度、拉美市场依然以低端手机为主要突破口，国内多家手机厂商未来会尝试采用性价比战略打开海外市场大门，并与当地运营商进行合作来推广手机产品。

总体看，智能手机市场全球化趋势更为明显，竞争加剧，未来国内各大手机生产商将以低端手机为主要突破口，逐步加大在海外市场的投入。

2. 房地产行业

行业概况

房地产行业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。2013年，在政策趋向宽松、经济平稳回升等宏观环境持续向好的情况下，一、二线城市市场迅速回暖，并维持成交高位态势；2014年，中国房地产处于调整期，住宅库存量高企，对市场预期转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑，全国各地楼市频繁出现房价崩盘的声音，中小开发商投资意愿大幅降低；2015年，房地产开工面积增速和房地产投资增速依然低位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，库存高企依然是行业内面临的首要问题。

2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%）。其中，住宅投资64,595亿元，增长0.4%，增速回落0.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.3%。2015年，房地产开发企业房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%，其中，住宅施工面积511,570万平方米，下降0.7%。房屋新开工面积154,454万平方米，下降14.0%，降幅收窄0.7个百分点。其中，住宅新开工面积106,651万平方米，下降14.6%。房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.9%，降幅扩大3.4个百分点。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

2015 年，房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%;土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%，降幅收窄 2.1 个百分点。

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。中国房地产市场在宽松的政策刺激下，总体上步入复苏通道，但新开工量、开发投资额等指标仍旧低迷。

行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2013 年以来主要的房地产调控政策如下表所示：

表 5 2013 年至今主要房地产调控政策

时间	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始有所回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

行业关注

(1) 市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三、四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一、二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三、四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三、四线城市库存不乐观。

(2) 中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购方式扩充资源，进一步优化总体布局。

行业发展

(1) 调控政策去行政化和长期化

未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

(2) 转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企 2015 年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

3. 投资领域

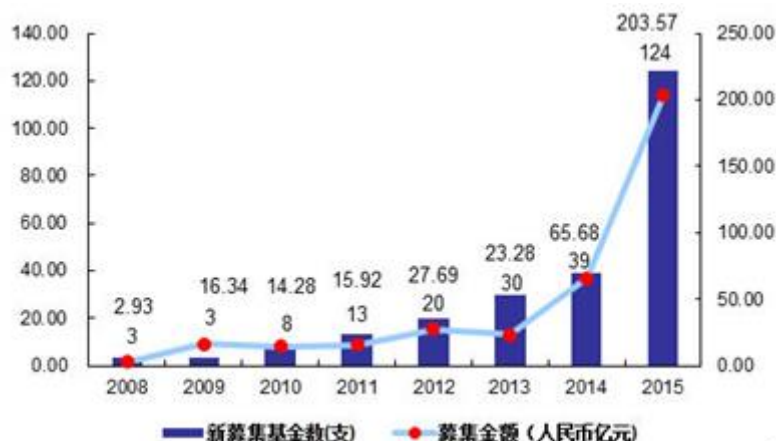
作为一家投资控股企业，投资业务是公司的重要利润来源。公司主要通过子公司以及联营公司开展投资业务，主要包括天使投资、风险投资、私募股权投资等。

天使基金

天使投资最早起源于 19 世纪的美国，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的前期投资。它是风险投资的一种形式，在根据天使投资人的投资数量以及对被投资企业可能提供的综合资源进行投资。自 2000 年以来，中国的风险投资快速发展，但绝大多数投资公司喜欢选择短、频、快的项目，因此比较成熟的大型项目（如接近上市的公司）融资相对容易。但风险系数相对高，更需要全方位的扶持的创业型企业，较难获得支持。从被投行业而言，天使基金更青睐具有高成长性的科技型项目，其收益率普遍在 50 倍以上。

根据清科集团旗下私募通统计，2013~2015 年中国天使投资市场共新募集完成基金数量分别是 30 支、39 支和 124 支，披露金额分别为 23.28 亿人民币、65.68 亿人民币和 203.57 亿元人民币，年均复合增长 195.71%（见下图）。2015 年全年创业及投资热情持续高涨，天使投资机构资本募资进度加快，以及配合各地政府天使投资引导基金的要求，在多地设立天使投资基金，专注地域性天使期项目。同时部分在市场内处于领先地位的天使投资机构投资标的已不限于境内，开始逐渐涉及美国硅谷、欧洲、以色列等境外项目。

图1 2008~2015年中国天使投资基金募集情况



资料来源：私募通

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。

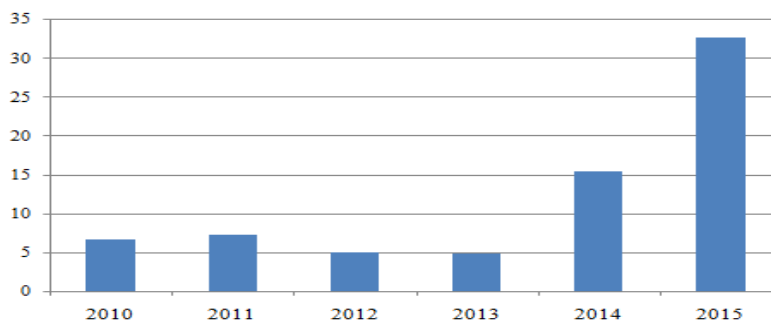
从投资行为的角度来讲，风险投资是把资本投向蕴藏着失败风险的高新技术及其产品的研究开发领域，旨在促使高新技术成果尽快商品化、产业化，以取得高资本收益的一种投资过程。

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、投资者的关系，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。

中国2013~2015年的风险投资总额分别为47.80亿美元、155.30亿美元和328.00亿美元；2015年投资金额创下历史新高（见下图）。VC在中国共参与了1,555起投资交易。在VC的助推下，中国出现了一些估值很高的创业公司，比如小米、滴滴快的、陆金所等。不只中国在增长，全球也在增长。2015年全球VC投资额增长45%，达到了1,358亿美元。

图2 2010~2015年中国风险投资情况（单位：十亿美元）



资料来源：道琼斯风险资源

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。

从募集资金角度看, 2013年受IPO暂停影响, 私募股权投资基金数量出现回落, 2013年共有349支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集, 募集数量同比下降5.4%, 募资金额同比增长36.3%, 募集市场复苏迹象较为明显。2014年随着融资政策的放宽、IPO开闸、新三板扩容, 私募股权投资基金迎来爆发式增长, 新募基金数和募集资金双双创出历史新高。2014年共有448支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集, 募集数量同比大幅增长28.37%。2015年, 成长基金作为私募股权市场最主要的基金类型, 在2015年继续保持优势, 募集数量达到1,719支, 总募资规模达到3,882.59亿元人民币, 约占市场比重的68.7%。其次是并购基金, 2015年共完成募集245支, 募资规模达到744.62亿元, 约占市场比重的13.2%。此外, 2015年共募集房地产基金182支、78支基础设施基金和4支夹层基金。

从投资行业分布上看, 2013年, 私募股权投资机构所投行业分布在23个一级行业中, 房地产行业为最热门行业, 共计发生投资交易105起, 其次是生物技术/医疗健康、互联网、电信及增值业务、清洁技术等战略新兴产业, 农/林/牧/渔、机械制造、能源及矿产、化工原料及加工等传统行业紧随其后。2014年, 互联网取代房地产成为投资案例最热门的行业, 共计发生投资案例145起; 其次是房地产行业, 生物技术/医疗健康、机械制造、电信及增值、IT及娱乐传媒行业的紧随其后, 投资案例数量相对集中。从投资金额看, 房地产、能源及矿产、连锁及零售、金融、互联网仍是投资金额前五大行业。2015年所投行业分布如下表所示:

表 6 2015 年中国私募股权市场前五大主要行业投资分布 (单位: 亿元)

行业	投资金额	交易笔数
金融	556.11	177
互联网	524.21	481
房地产	467.35	126
电信及增值业务	335.97	210
生物技术/医疗健康	215.66	246

资料来源: 私募通

总体看, 国内创业及投资热情持续高涨, 随着中国经济的发展及改革的不断深入, 投资行业将迎来高速发展期。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是大型投资集团, 主要业务涉及 IT、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产、化工与新能源材料等多个领域。

公司子公司联想集团成立于 1989 年 11 月, 2005 年联想集团并购美国 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, 组成新的联想集团, 目前已成为全球最大的 PC 制

造商和第三大智能设备制造商。2015 年，联想集团全球 PC 市场占有率排名第一，占全球市场整体出货量 19.8%；智能手机销售量为 7,274.82 万部，全球市场占有率为 5.10%，排名全球第四。

联想集团具有完整的研发体系和较强的研发能力。联想运用二级研发体系，保障创新研发能力。联想集团划分了公司级研发和事业部级研发两个层次。公司级研发聚焦于最前沿的产业和技术热点，为中长期发展构建竞争力，抢占技术发展的制高点；事业部级研发着眼于把创新成果快速市场化，以满足当前和未来短期的客户需求为目标。

在自主生产制造的能力方面，联想集团已经建成投产的中国的北京、上海、厦门、深圳、成都和惠阳工厂、美国 USFC 工厂、巴西 CCE 和 Itu 工厂、印度工厂和墨西哥 Monterrey 工厂以及移动互联（武汉）产业基地，将进一步完善联想的制造布局，确保制造突破性的创新产品。

公司子公司正奇安徽金融控股有限公司（以下简称“正奇金融”）开展直接贷款、信用担保、典当服务、融资租赁、委托贷款及其他新型金融服务。2015 年在巩固提升传统核心业务基础上，培育新型核心业务，为中小企业提供定制化的融资方案和金融服务。正奇金融打通多种融资渠道，通过小额贷款资产支持证券、融资租赁资产支持证券以及公司债券的发行，在同业中建立了融资方面的比较优势。公司金融服务板块的其他子公司还包括从事融资租赁和经营租赁业务的君创国际融资租赁有限公司（以下简称“君创国际”）。

公司通过子公司拜博医疗集团有限公司、北京安信颐和控股有限公司、增益供应链有限公司分别从事口腔医疗业务、中高端养老服务以及物流服务，共同构成了公司的现代服务业务。

公司通过子公司佳沃有限公司（以下简称“佳沃”）从事现代农业领域的投资和相关业务的运营，已经全面进入水果行业，构建了以全产业链运营、全球化布局、全程可追溯为核心理念的现代水果业务。佳沃已成为中国最大的蓝莓全产业链厂商和中国最大的猕猴桃种植企业。此外，公司还通过子公司丰联酒业控股有限公司等开展白酒业务。

公司子公司融科智地房地产股份有限公司（以下简称“融科智地”）是公司下属专事房地产开发业务的子公司，主要专注于住宅开发及为企业客户服务两大业务领域，拥有房地产开发二级资质，在全国多个主要城市均有布局，截至 2015 年底，累计开发 52 个项目，占地面积约为 660 万平方米，土地储备约 404.83 万平方米。

公司子公司联泓集团有限公司（以下简称“联泓集团”）是专事精细化工和化工新材料产业运营的公司，以精细化工，化工新材料为主要方向，拟建设具有综合竞争力的化工产业集群；佳沃有限公司（以下简称“佳沃”）作为联想控股现代农业板块子公司，主要从事现代农业领域的投资和相关业务的运营，已经全面进入水果行业，构建了以全产业链运营、全球化布局、全程可追溯为核心理念的现代水果业务。佳沃已成为中国最大的蓝莓全产业链厂商和中国最大的猕猴桃种植企业。公司还通过子公司北京联想之星创业投资有限公司（以下简称“联想之星”）资产管理等金融服务业务。

在所获奖项方面，公司位列“2015 年中国企业 500 强”第 38 位（由中国企业联合会发布）；获得由公司联合其他单位共同完成的“深腾 7,000 高效能计算机系统及关键技术”2013 年度北京市科学技术奖。公司联营公司弘毅投资入选“福布斯中国 2012 最佳 PE 投资机构”，位列第九名（福布斯中国，2013 年 1 月 6 日发布）、并荣获第五届“金融资·卓越投资机构奖”（由上海证券报社主办，2012 年 5 月 25 日颁发）。公司联营公司君联资本荣获第五届“金融资·卓越投资机构奖”（由上海证券报社主办，2014 年 5 月颁发）、位列“2013 最佳 VC 机构”第 6 名（由福布斯中文版于 2013 年 12 月 19 日发布）。

总体上看，公司作为国内领先的投资集团，经营规模大、业务范围广、细分行业内赞誉度高，具有很强的竞争力。

2. 技术研发及生产

公司子公司联想集团在中国、日本、巴西及美国均设有主要研发中心，2013 年至 2015 年，联想集团用于研发的支出分别为 44.66 亿元、60.32 亿元和 97.35 亿元。联想集团的研发团队秉持在约 24 个月内转变成产品或服务投入市场的创新理念，已经创造了众多行业先例，如 Yoga 平板电脑。

联想集团采用纵向整合的生产模式，利用自用厂房及设施生产其产品的比例相对较高，该模式不仅实现了成本的有效节约，也能改善对产品开发过程的可见性和控制力。联想集团在中国、日本、墨西哥、印度、巴西及美国拥有生产中心。

公司子公司联泓集团主要生产中国产业转型过程中具有增长潜力的创新产品，通过与中科院的关系，联泓可以获得化工领域的先进技术。联泓集团主要通过子公司山东神达化工有限公司、山东昊达化学有限公司、济宁中银电化有限公司和滕州郭庄矿业有限责任公司从事相关化工业务。神达化工拥有使用甲醇生产烯烃系列产品的生产设施，可以按照较成熟的甲醇制烯烃（DMTO）加工技术来生产聚丙烯、乙烯、混合 C4 和 C5。昊达化学拥有乙烯的 DCC 加工设备，主要以神达化工产生的乙烯作为原料生产 EVA、环氧乙烷（EO）以及 EO 衍生物。神达化工、昊达化学 DMTO 一体化基地于 2012 年 6 月开始建设，至 2015 年 9 月 13 日最后一套装置 EVA 成功投产，一体化基地的五套装置已经全部顺利投产，进入运营阶段。此外，依靠研究院领先的研发能力，不断开发高端、差异化产品，在投产不到一年的时间内成功生产 6 个牌号聚丙烯产品、7 个牌号 EVA 产品，54 个牌号的 EOD 产品，并推向目标市场。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司设董事会，董事会成员 9 人，其中独立董事 3 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，监事由全体股东代表选举产生，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。

公司设总裁 1 名，设常务副总裁、高级副总裁若干人，人选由总裁提名，董事会聘任。董事可以兼任总裁、常务副总裁、高级副总裁或其他高级管理人员。

总体看，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。

2. 管理体制

公司下设 8 个业务部门、7 个综合职能部门和 2 个办事处。业务部门包括：金融服务投资部、互联网与创新消费投资部、先进制造与专业服务投资部、医疗服务投资部、现代农业和食品投资部、欧洲业务部、战略规划部和资产管理部。综合职能部门包括：人力资源部/管理学院、上市事务部、公关外联部、财务部、行政部、党委办公室、综合事务部。办事处包括香港办事处和深圳办事处。

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，公司财务总监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。在财务审批方面，公司根据业务需要分设项目或部门、公司投资管理部以及董事会三级相应财务审批权审批制度；所有拟投资项目，董事会授权呈报公司总裁或董事会批准后执行。

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。在董事会授权的范围内，公司执行委员会是行使股权投资及管理的最高决策机构，超出董事会对经理层授权范围的事项，由公司董事会或股东会做出决策。目前执行委员会负责公司总体战略、业务发展和资料调配。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、创造利润和保持持续增长。

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总裁均为公司执行委员会成员。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，公司通过事项提出决策意见或参考意见，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，由主管该项目的执行委员会成员负责，或委派授权代表出席该项目会议。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

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、现代服务、农业与食品、房地产和化工与能源材料等领域；其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。近三年，公司各项业务稳定增长，分别实现营业收入总额 2,440.10 亿元、2,896.62 亿元和 3,100.80 亿元，年均复合增长率为 12.73%；同期公司净利润分别为 77.13 亿元、60.75 亿元和 19.67 亿元，年均复合下降 49.50%，主要系 2015 年公司营业外支出较大所致；营业外支出主要为处置固定资产损失以及并购摩托罗拉产生的重组费用构成。

从收入构成上看，IT 业务是公司收入的最重要来源，该板块主要由联想集团负责运营。2013~2015 年，公司 IT 板块收入分别为 2,305.05 亿元、2,723.44 亿元和 2,932.55 亿元，呈稳定增长状态。近三年公司 IT 板块收入占营业收入比重均在 94%以上，公司主营业务突出。2013~2015 年，房地产板块营业收入分别为 91.42 亿元、114.98 亿元和 106.74 亿元，占总营业收入的比重分别为 3.75%、3.97% 和 3.44%。2013~2015 年，公司财务投资板块收入分别为 0.72 亿元、0.22 亿元和 0.23 亿元，占总营业收入的比重分别为 0.03%、0.01%和 0.01%。公司业务板块还包括金融服务、现代服务、农业与食品和化工与能源材料，这些板块的收入占营业收入比重较小，均在 5%以下，对公司营业收入规模影响较小。

从毛利率方面看，公司综合毛利率近三年分别为 14.75%、15.67%和 15.97%；分板块看，由于联想集团产品附加值有所提高，在终端产品市场激烈竞争以及同行业生产成本普遍增加的情况下，近三年，公司 IT 板块毛利率水平仍略有提升，分别为 13.25%、14.03%和 14.69%；2013~2015 年，

房地产板块毛利率呈波动下降态势，分别为 38.68%、43.81%和 37.07%，主要系 2015 年结转的营业收入减少而成本上升所致。受资本市场低迷影响，2013 年公司财务投资板块业务盈利能力较低，2014~2015 年该板块盈利能力显著提高，2013~2015 年，财务投资板块毛利率分别为-0.29%、30.92%和 91.93%。公司金融服务、现代服务和农业与食品等板块的毛利率均在较高水平，但由于这些业务板块占比较小，对综合毛利率影响不大。

表7 2013~2015年公司营业收入结构及毛利率（单位：人民币亿元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
战略投资	2,439.39	99.97	14.76	2,896.40	99.99	15.67	3,100.57	99.99	15.96
IT	2,305.05	94.47	13.25	2,723.44	94.02	14.03	2,932.55	94.57	14.69
金融服务	10.50	0.43	79.14	15.04	0.52	74.06	11.56	0.37	74.10
现代服务	2.74	0.11	45.78	8.53	0.29	20.49	14.95	0.48	34.98
农业与食品	16.85	0.69	49.88	15.31	0.53	47.18	16.39	0.53	49.34
房地产	91.42	3.75	38.68	114.98	3.97	43.81	106.74	3.44	37.07
化工与能源材料	12.82	0.53	9.68	19.08	0.66	5.82	18.39	0.59	13.51
财务投资	0.72	0.03	-0.29	0.22	0.01	30.92	0.23	0.01	91.93
合计	2,440.10	100.00	14.75	2,896.62	100.00	15.67	3,100.80	100.00	15.97

资料来源：公司年报

总体看，公司各项业务发展较好、盈利能力较强；主营 IT 业务突出，稳步增长；近年来业务规模和毛利率均呈现不断上升趋势，但资产减值和并购费用的上升导致净利润呈下降趋势；公司业务板块逐步拓展至精细化工和化工新材料、酒业等新领域，公司业务范围的扩大有助于分散其经营风险。

2. IT 板块

公司 IT 业务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及利润来源。

联想集团是一家集专业开发、生产及销售高端科技产品以及提供相关服务为一体的全球财富 500 强公司。2014 年 10 月联想集团完成对摩托罗拉移动和 System x 收购交易以后，其移动和企业级业务进一步得到壮大。目前联想的 IT 业务所提供的产品及服务主要包括 PC（包括笔记本电脑及台式机）、移动设备（包括智能手机及平板电脑）、企业级业务（包括服务器、储存及相关业务）等。

从 IT 板块的具体业务来看，联想集团的 PC 产品包括笔记本及台式电脑，分两个主要产品线进行生产和销售，即 Think 系列产品和 Idea 系列产品，分别面向商用客户及大众客户。2013~2015 年，公司个人电脑业务收入分别为 1,898 亿元、2,088 亿元和 1,906 亿元。年均复合增长 12.80%；个人电脑业务收入占比分别为 82.34%、76.68%和 64.98%，占比有所下降，但仍是公司收入最主要来源。2015 年，受宏观经济情况及各种新款替代装置兴起等因素的影响，全球个人电脑市场持续萎缩，市场竞争激烈，但联想集团仍保持了良好的经营状况，继续保持全球 PC 市场占有率第一的位置，并创下了连续第十一个季度占据全球个人电脑市场冠军的记录，创造了 21.4% 的全球市场份额记录。

2013~2015 年，联想集团移动业务分别实现收入 306 亿元、457 亿元和 678 亿元，年均复合增长率为 48.85%，主要系联想品牌在中国以外市场的新兴市场业务拓展以及收购摩托罗拉移动所致。随着移动业务规模的扩大，其占 IT 板块的比重也逐年提高，近三年分别为 13.28%、16.78%和 23.12%。

2014 年 1 月，联想集团与 IBM 协议收购 IBM 全部的 x86 服务器资产，包括 System x，故 2014 年以来，联想企业级业务收入大幅增长。2013~2015 年，联想集团企业级业务收入分别为 30 亿元、104 亿元和 288 亿元，年均复合增长 209.84%，占主营业务比重逐年上升，分别为 1.30%、3.82%和 9.82%。

其他业务主要包括生态系统、云服务及其他产品的销售，2013~2015 年收入分别为 71 亿元、74 亿元和 61 亿元，近三年变化不大。具体数据，如下表所示。

表 8 2013~2015 年 IT 板块收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
个人电脑	1,898.00	82.34	2,088.00	76.68	1,906.00	64.98
移动	306.00	13.28	457.00	16.78	678.00	23.12
企业级	30.00	1.30	104.00	3.82	288.00	9.82
其他	71.00	3.08	74.00	2.72	61.00	2.08
合计	2,304.00	100.00	2,723.00	100.00	2,933.00	100.00

资料来源：联想集团年报及业绩公告，联合评级整理。

注：联想集团年报起始时间遵循香港上市公司要求，如 14/15 年报披露 2014 年 1-3 季度和 2015 年第一季度的数据，该表已经联合评级调整为 1~4 季度数据。

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。2015 年，联想集团前五大供应商采购金额占比 34.00%，最大供应商采购金额占比 17.00%。采购集中度尚可，但某些核心原材料对某个供应商存在依赖。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。

联想集团通过分销及直销渠道进行产品销售及服务；从分销渠道来看，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。除分销外，联想集团还通过网络向零售客户提供直接销售。

2015 年，联想集团在个人电脑业务中进一步巩固市场第一的位置，销量创下历史新高，实现销售收入 1,906.00 亿元；其中，联想集团商业个人电脑与消费个人电脑市场份额均快速增长至历史高

点，分别为 20.90%和 18.50%。根据市场研究公司 Gartner 的统计，2014~2015 年联想个人电脑出货量分别为 0.59 亿台和 0.57 亿台（见下表）。移动设备业务的销量在收购摩托罗拉移动后创下历史新高，调研公司 Trendforce 的统计数据显示，2014~2015 年，联想智能手机出货量分别为 0.92 亿部 0.96 亿部（见下表）。Think 服务器业务在 2015 年顺利整合 System X 业务后，实现迅速增长。

表 9 2014~2015 年公司 PC 和智能手机出货量及市场份额情况(单位：千万台，千万部，%)

产品类别	2014 年出货量	2014 年市场份额	2015 年出货量	2015 年市场份额
PC	5.90	18.8	5.71	19.80
智能手机	9.22	7.9	9.55	7.40

PC 数据来源：Gartner

智能手机数据来源：Trendforce

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 2015 年底，联想集团在全球拥有多个研发中心，在中国、日本、巴西及美国均设有主要研发中心。

总体看，联想集团在全球拥有多个生产中心，可以满足联想集团的产量需求；联想集团产品的销售情况较好，销售渠道畅通，公司 IT 版块发展稳健。

3. 房地产领域

公司房地产业务主要由融科智地负责运营，主要业务包括开发及销售住宅地产、开发销售、租赁及管理写字楼和产业园，并为企业客户开发量身定制的物业。2013~2015 年，房地产板块分别实现营业收入 91.42 亿元、114.98 亿元和 106.74 亿元，呈波动增长态势，三年复合增长 8.05%。

土地储备

融科智地土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，主要以单独开发为主，在购置大型、价值高且需要即时付款的土地时，融科智地会与其他开发商合作开发以减轻资金压力。

2013~2015 年，融科智地土地购置计划逐年减少，新增土地面积分别为 147.57 万平方米、26.18 万平方米和 18.71 万平方米，主要系前期开发项目体量较大工期较长，且受市场行情不景气影响，融科智地有意放缓取地节奏所致。截至 2015 年底，融科智地土地储备面积 402.64 万平米，对应建筑面积 894.64 万平米。

从区域分布来看，融科智地土地储备大多集中在经济发展较快以及人口导入型城市，加上拿地成本相对较低，会对融科智地未来房产销售、盈利能力能形成较强的支撑。截至 2015 年底，融科智地土地储备主要分布于天津静海、大庆、三亚、昆明、合肥等二、三线城市。融科智地土地储备面积最大的是大庆，但该地区宏观环境不景气（2015 年 GDP 同比下降 2.3%），存在一定的经营风险。

总体看，融科智地土地储备较充足，主要分布在二、三线城市，能够满足未来几年的建设需求。但融科智地部分土地储备所在的城市经济出现下滑，存在一定的经营风险。

项目开发情况

2013~2015 年，融科智地从项目开发数据来看，新开工面积分别为 148.76 万平方米、135.55 万平方米和 120.21 万平方米，呈逐年下降趋势。其中 2015 年融科智地新开工项目主要集中在杭州、重庆和昆明等地。融科智地近三年房屋施工面积波动下降，分别为 382.85 万平方米、407.48 万平方米和 379.56 万平方米。其中 2015 年施工面积较大的区域主要有重庆、昆明、杭州、合肥以及武汉等地。近三年，融科智地当期竣工面积波动上升，三年分别为 65.37 万平方米、158.33 万平方米和 148.40 万平方米。

表10 近三年融科智地项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
当期新开工面积	148.76	135.55	120.21
房屋施工面积	382.85	407.48	379.56
当期竣工面积	65.37	158.33	148.40

资料来源：融科智地提供

注：融科智地提供房屋施工面积指报告期内施工的房屋建筑面积，包括本期新开工面积和上年开发跨入本期继续施工的房屋面积以及上期已停建在本期复工的房屋面积。

从在建项目投资看，截至 2015 年底，融科智地在建项目的建筑面积共计 499.83 万平方米，工程预计总投资 331.83 亿元，已完成投资 176.11 亿元，未来尚需投资 155.72 亿元，尚需投资规模较大。其中尚需投资规模较大的项目有合肥置地投资（25.46 亿元）、智融投资（13.08 亿元），海南迎宾壹号（10.00 亿元），武汉融科智谷三期（13.40 亿元）、融科天城五期（8.79 亿元）以及杭州钱塘东南家园一期（8.35 亿元）。

总体看，融科智地房地产开发的规模较大，建设项目逐年增加，竣工面积波动增长，维持在较高水平；在建项目较多面积较大，能够保证融科智地未来销售的需要，但资金的需求量大。

房地产销售

融科智地的销售模式采取以自建销售团队方式为主，以专业团队销售为辅的销售模式。融科智地培养自身销售团队，有效控制销售成本，销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。

从收入来看，融科智地的销售以住宅为主，商业和写字楼项目销售占比相对较少。住宅销售的目标对象以刚性需求为主，为了能够实现房屋的快速销售及资金及时回笼，融科智地采用快销开发模式，取得预售证后及时推出可售房源。

从销售数据来看，2013 年融科智地重点布局区域北京、合肥和重庆等城市住宅新增供应量大幅增加，实现签约销售金额 137.03 亿元、签约销售面积 115.39 万平方米。受 2013 年房屋施工面积较大的影响，融科智地 2014 年竣工面积大幅增长，合肥的融和园、梧桐里等项目达到预售状态，融科智地可售项目充足，2014 年实现签约销售金额 65.55 亿元、签约销售面积 69.29 万平方米。2015 年融科智地的天津翰棠园、昆明的联想科技城、武汉的融科天域等项目达到预售，且合肥的融和园销售大增，融科智地全年实现签约销售金额共计 114.52 亿元、签约销售面积 114.79 万平方米。

表11 融科智地2013~2015年销售概况（单位：万元/平方米，万平方米，亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
签约销售面积	115.39	69.26	114.79
签约销售金额	137.03	65.55	114.52
签约销售均价	1.19	0.95	1.00
结转收入面积	72.45	91.86	109.03
结转收入	86.21	112.09	102.37

资料来源：融科智地提供

从结转情况来看，2014 年融科智地结转面积 91.86 万平方米，较上年增长 26.79%，结转收入 112.09 亿元，较上年增长 30.02%，结转收入增速快于结转面积增速，主要系当期结转项目包含北京融科橄榄城等高端项目。2015 年，融科智地结转面积 109.03 万平方米，较上年增长 18.69%，主要系合肥融科城当年大幅结转所致；结转收入 102.37 亿元，较上年下降 8.67%，主要系结转项目位于合肥、大庆以及武汉等地，售价相对较低所致。

总体看，融科智地可售项目充足，未来项目实现销售后，融科智地营业收入规模有望进一步提升。但部分待售项目所在区域行业景气度下降，销售周期较长，存在一定的经营风险。

4. 财务投资板块

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发展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，公司财务投资还会为战略投资寻找培育投资标的，对于符合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。

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、医疗健康和智能机器三个方向进行布局。

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。

截至 2015 年底，联想之星共管理 2 只基金，管理规模约合人民币 11 亿元。联想控股是其基金的全资出资人。截至 2015 年底，联想之星已累计投资超过 120 个项目，其中包括旷视科技（Face++）和住百家等。2015 年联想之星共新增投资 52 个项目，其中 24 个项目实现下一轮融资。

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 2015 年底，君联资本共管理 6 期美元综合基金，3 期人民币综合基金，2 期人民币早期基金，1 期美元医疗专业基金，1 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。2015 年，君联资本完成 72 项新项目投资，涵盖 TMT、医疗健康、文化体育等行业内的成长期企业。

2015 年君联资本新募集三支人民币基金包括北京君联新海股权投资合伙企业（以下简称“新海基金”）、北京君联名德股权投资合伙企业（以下简称“名德基金”）、上海祺迹创业投资合伙企业（以下简称“祺迹基金”）；一支美元基金 LC Healttcare Fund I ,L.P.（以下简称“美元医疗基金”）。截至

2015 年底，君联资本新募基金的募集额折合人民币 43.2 亿元。

表 12 2015 年公司新募集基金情况（单位：亿元，人民币，美元）

基金种类	基金名称	基金规模
人民币基金	新海基金	14.20
	名德基金	10.30
	祺迹基金	4.20
美元基金	美元医疗基金	2.00

资料来源：公司年报

2015 年，君联资本全部或部分退出项目 22 个，为公司贡献现金回款超过人民币 12 亿元；在投资企业中有 3 家在国内、国外资本市场完成首次公开上市，另外有 4 家企业在新三板挂牌。截至 2015 年底，君联资本共有累计 37 家投资企业成功上市，6 家在新三板挂牌。

2016 年君联资本计划新募第七期美元综合基金、第四期人民币综合基金以及第一期医疗人民币基金，投资重点仍为 TMT 及创新消费、现代服务、文化及体育领域内的初创期及成长期中国企业级跨境机会。

私募股权投资

弘毅投资成立于 2003 年，是公司成员企业中专事股权投资及管理业务的公司，公司通过对其旗下的基金进行投资。弘毅投资围绕城镇化、消费升级两大主题，已先后投资于机械装备、医药健康、消费渠道、文化传媒、金融服务等领域的数十家企业，如石药集团、城投控股、PizzaExpress（英国）等，并通过引进市场化治理机制、输出先进管理经验，推动一批企业成为行业乃至世界领先企业。此外，弘毅投资还组建了内部咨询团队——弘毅咨询，为被投企业提供全方位的增值服务。

弘毅基金的投资对象主要为医疗、消费、服务等多个领域的创新或成长性企业；弘毅夹层基金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（入企业过桥融资、资产抵押融资、资产重组机会等）等。

弘毅投资的各期基金采取国际通行的有限合伙人制度，一期基金以公司和管理层投入，二期开始公司作为发起人投入部分资金，并吸收高盛、淡马锡、全国社保基金、中国人寿、斯坦福大学基金、加拿大养老基金投资公司等国内外著名投资机构。

截至 2015 年底，弘毅投资共管理五期美元基金、两期人民币基金和两期币夹层基金。2015 年弘毅投资完成了夹层 II 期人民币基金（西藏达孜弘毅二期夹层合伙企业（有限合伙））的募集工作，新募基金的募集总额为人民币 20.5 亿。

2015 年弘毅 PE 基金完成了 5 个新项目或原有项目的追加投资，弘毅夹层基金完成了 3 笔投资。

2015 年弘毅 PE 基金完成了 12 个项目的完全退出或部分退出；弘毅夹层基金完成了 2 个项目的退出，合计为公司带来超过人民币 42 亿元的现金回款。2015 年弘毅投资的在投资企业中有 3 家在国内、国外资本市场上市，另外有 3 家企业在新三板挂牌。截至 2015 年底，弘毅基金共有 33 家投资企业在境内外成功上市，3 家在新三板挂牌。

总体看，财务投资板块，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，并为公司战略投资寻找机会，提供资源。

5. 经营效率

近三年，随着公司经营规模的扩大，公司的应收账款规模也随之扩大，应收账款周转率逐年下降，分别为 10.83 次、9.57 次和 8.54 次。2013~2015 年公司存货规模扩大，由于其增速低于营业成

本的增加,公司的存货周转率呈下降趋势,近三年分别为 5.03 次、4.70 次和 4.66 次。2013~2015 年,公司的总资产周转次数分别为 1.21 次、1.13 次和 1.03 次,呈逐年递减态势,主要系公司 2014 年收购摩托罗拉移动和 IBMx86 服务器后,商誉等资产大幅增长所致。

总体看,近年来,公司经营效率有所下降,但整体经营效率尚可。

6. 经营关注

PC 市场竞争激烈

近年来 PC 市场呈现疲软的状态,2013~2015 年全球 PC 市场出货量年均复合下跌 4.49%,同时由于进入此行业的壁垒较低,不同品牌的产品同质化程度较高,PC 市场竞争愈加激烈。PC 业务收入为联想集团最主要收入来源,竞争日益激烈的 PC 市场对其业务经营势必造成一定压力。

融资渠道风险

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。

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。

7. 重大事项

公司在香港联交所上市

2015 年 6 月,公司在香港联合交易所正式挂牌上市,股票代码为 03396,募集资金净额 147.5 亿港元(约合人民币 116.4 亿元,包括部分行使超额配股权所得款项)。根据招股说明书,募集资金中 55~66%拟用于战略投资,收购新业务以及进一步发展现有业务,10~20%拟用于财务投资并集中投资新基金,15~20%用于偿还部分到期债项,剩余募集资金用于运营资金及其他一般企业用途。

收购 IBM 公司 System x86 服务器业务

2014 年 1 月,联想集团订立总资产购买协议以收购 IBM 的全部 x86 服务器业务,包括产品、销售、制造和研发。2014 年 10 月 1 日,联想集团取得总资产购买协议下的所有监管批准,在美国、加拿大和中国初步完成有关 IBM x86 业务的资产收购和负债承担。成功收购后 x86 后,联想集团企业级业务得到了进一步推动。

收购摩托罗拉移动

2014 年 1 月,联想集团订立收购协议,用 29 亿美元从 Google 收购摩托罗拉移动的全部已发行及发行在外权益。摩托罗拉移动收购在符合收购协议项下所有协议后于 2014 年 10 月 30 日完成。联想集团从这次收购中获得摩托罗拉移动的 3,500 名员工,2,000 项专利、品牌和商标,和全球 50 多家运营商的合作关系,这使得联想集团得以快速进入全球主要手机市场尤其是美国和欧洲等成熟市场。

总体看,联想控股的整体成功上市标志着公司发展进入新的阶段,收购 x86 服务器以及摩托罗拉移动对于联想集团公司未来全球化的拓展有至关重要的意义,但同时由于公司文化差异、组织结构差异等原因,对所收购公司的有效整合和管理也会给公司带来挑战。

8. 关联交易

公司关联交易主要来自于与股东泛海控股公司以及公司及其附属公司的联营公司的相关资金及业务往来。公司与关联企业之间的业务往来按一般正常商业条款或按相关协议进行，并严格依法履行有关关联交易的审议和信息披露程序。

2015 年，公司采购商品、接受劳务等发生的关联交易合计 10.02 亿元，占 2015 年营业成本的比重为 0.38%，占比较小，对公司经营独立性影响较小。公司对采购商品、接受劳务和购买固定资产发生的关联交易依赖较小。

2015 年，公司出售商品、提供劳务等发生的关联交易合计 0.33 亿元，占营业收入的比重为 0.01%，占比很小，公司对销售商品、接受劳务等关联交易依赖较小。

总体看，公司与关联方之间关联交易系正常经营活动发生的业务往来，公司对关联方依赖程度较小。

9. 未来发展

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 板块和房地产板块业务较为稳定，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、医疗服务、农业与食品、互联网与创新消费等领域；公司未来将协助旗下受到外部环境影响较大的被投企业业务进一步挖掘潜力。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，加强公司双轮驱动业务之间的协同优势，为资产组合加之持续健康的成长打下坚实的基础。

总体看，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；其未来的发展战略规划明确，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2013~2015 年度财务报告，均经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报告遵照最新企业会计准则。近三年，公司合并范围发生一定变化，但公司主营业务并未发生重大变化，公司财务数据可比性较强。截至 2015 年底，公司合并报表中一级子公司 23 家。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 3,067.90 亿元，负债合计 2,411.76 亿元，股东权益（含少数股东权益）656.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 489.92 亿元。2015 年公司实现营业收入 3,100.80 亿元，净利润 19.67（含少数股东损益）亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 29.47 亿元。2015 年公司经营活动现金流量净额为 6.94 亿元，现金及现金等价物增加额-9.70 亿元。

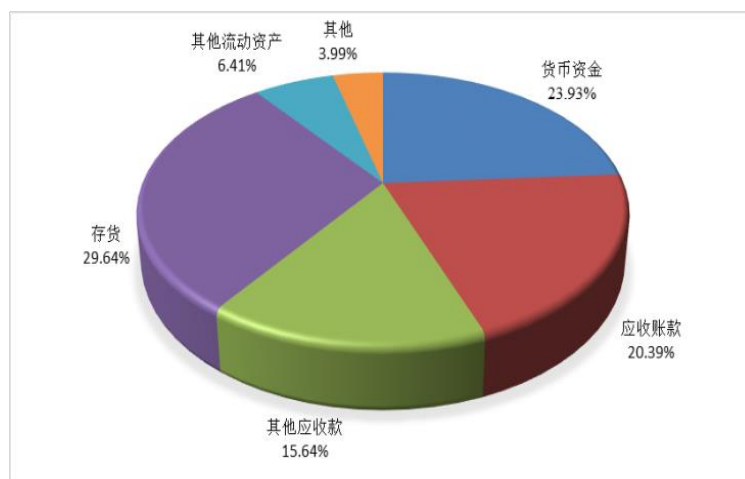
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 18.74%，主要系非流动资产增长所致。公司业务稳步发展，截至 2015 年底，公司资产总额达 3,067.90 亿元，较年初增长 4.60%，其中流动资产占比 57.05%，非流动资产占比 42.95%；公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产呈波动增长的态势，年均复合增长 7.66%，主要系随着公司业务规模的扩大，公司存货、应收账款和货币资金相应增长导致。截至 2015 年底，公司流动资产总额达 1,750.08 亿元，较年初小幅下降 0.54%。截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，如下图所示。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长 4.27%，截至 2015 年底，公司货币资金 418.74 亿元，较年初变化不大，其中，银行存款占比 91.49%，其他货币资金主要为受限制资金，占公司货币资金比例为 3.37%，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。

2013~2015 年，公司应收账款呈波动增长的态势，年均复合增长 21.65%，主要系公司子公司联想集团销售额增加所致。截至 2015 年底，公司应收账款余额 356.80 亿元，较上年末变化不大。公司应收账款账龄一年以内的占比 98.99%。公司应收账款共计提坏账准备 6.31 亿元，考虑到公司应收账款账龄主要为一年以内，坏账准备计提较为充足。

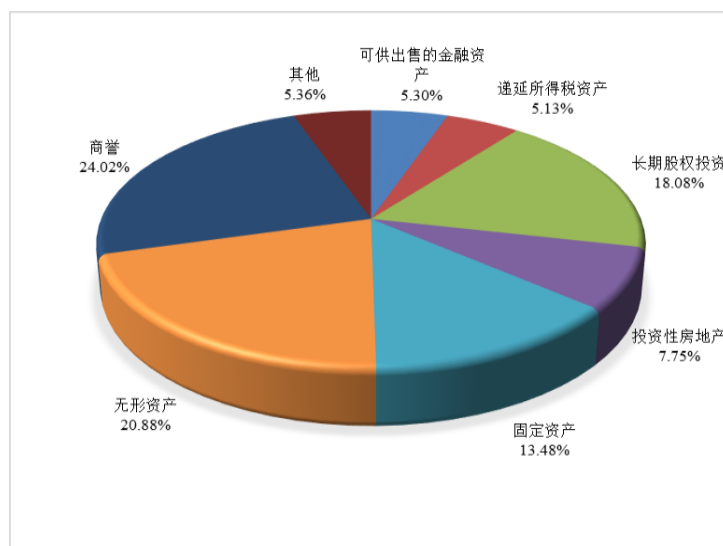
2013~2015 年，公司其他应收款呈持续增长的态势，年均复合增长 17.81%，截至 2015 年底，公司其他应收款净值 273.74 亿元，较上年末增长 13.80%。公司其他应收款余额中账龄一年以内的占比 90.62%，一至二年占比 4.25%，二至三年占比 1.16%，三年以上占比 3.97%。公司其他应收款主要为应收代工厂商款、应收代垫及暂付款和应收关联方款项，分别占其他应收款原值 48.88%、29.75%和 12.51%。应收代工厂商款主要为联想集团在日常经营活动中因委托代工厂商加工零部件而产生的应收款项。

2013~2015 年，公司存货规模呈波动增长态势，年均复合增长 6.58%。截至 2015 年底，公司存货余额 518.74 亿元，较上年末下降 4.51%，主要系原材料储备规模下降。公司存货构成主要为开发成本、开发产品、原材料、产成品和周转材料，分别占存货原值 51.70%、11.60%、13.05%、17.52%和 5.27%。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。2015 年度公司计提存货跌价准备金 29.05 亿元，占比 5.30%，计提较为充足，但在 PC 及智能手机行业竞争激烈的背景下，公司存货仍有继续跌价的风险。截至 2015 年底，公司已将账面价值为 107.56 亿元（占比 19.64%）的存货用于公司长期借款提供抵押担保，属于所有权受限制的资产。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模呈快速增长态势，年均复合增长 40.68%，主要系长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 1,317.81 亿元，较上年末增长 12.33%，非流动资产构成以可供出售金融资产、递延所得税资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和商誉为主，如下图所示。

图4 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司可供出售的金融资产呈快速增长态势，年均复合增长 64.95%，截至 2015 年底，公司可供出售的金融资产 69.87 亿元，较上年末增长 96.85%，主要系公司持有的可供出售的权益工具增加所致。

2013~2015 年，公司递延所得税资产呈快速增长态势，年均复合增长 52.53%，截至 2015 年底，公司递延所得税资产 67.62 亿元，较上年末增长 84.47%，主要系公司未弥补亏损和预提费用增加所致。

2013~2015 年，公司长期股权投资增长较快，年均复合增长 20.56%，截至 2015 年底，公司长期股权投资 238.28 亿元，较上年末增长 18.37%，主要系在权益法核算下公司投资联营企业和合营企业利润累积所致。公司长期股权投资前五大联营企业情况如下表所示。

表 13 2015 年公司前五大长期股权投资情况（单位：亿元，%）

名称	金额	占长期股权投资比例
汉口银行股份有限公司	32.14	13.49
神州租车有限公司	23.99	10.07
深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司	11.00	4.62
联保投资集团有限公司	7.12	2.99
拉卡拉支付股份有限公司	6.48	2.72
合计	80.73	33.88

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司投资性房地产规模逐年上升，年均复合增长 33.84%，截至 2015 年底，公司投资性房地产 102.19 亿元，较上年末增长 69.67%，主要系公司 39.16 亿元存货转入投资性房地产所致。公司对投资性房地产按公允价值计量。截至 2015 年底，公司已将账面价值为 97.54 亿元（占比 95.45%）的投资性房地产用于公司长期借款提供抵押担保，属于所有权受到限制的资产。

2013~2015 年，公司固定资产净值增长较快，年均复合增长 54.12%，主要系公司在建工程的转固及收购子公司的固定资产转入所致。截至 2015 年底，公司固定资产净值 177.64 亿元，主要由房屋及建筑物、机械设备和办公设备构成。截至 2015 年底，公司已将账面价值 3.03 亿元（占比 1.71%）的固定资产用于公司及关联方短期借款提供担保，属于所有权受到限制的资产；截至 2015 年底，公司固定资产已计提折旧 70.30 亿元，成新率为 72.49%，成新率较高。

2013~2015 年，公司无形资产呈迅速增长态势，年均复合增长 82.96%，主要系公司收购摩托罗拉移动和 IBM System86 服务器获得的各项专利权及 2015 年获得土地使用权大幅增加所致。截至 2015 年底，公司无形资产净值 275.14 亿元，较上年末变化不大，主要由专利及技术、商标、软件、土地使用权和客户关系构成，其中，客户关系占比无形资产原值 27.87%；2015 年无形资产减值损失 5.01 亿元。截至 2015 年底，公司已将账面价值 0.82 亿元（占比 0.29%）土地使用权用于公司短期借款提供抵押担保，属于所有权受到限制的资产。

2013~2015 年，公司商誉逐年增长，年均复合增长 39.54%，截至 2015 年底，公司商誉 316.60 亿元，主要系收购摩托罗拉移动和 IBM x86 服务器所产生的商誉。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中货币资金、存货和应收账款占比较大，受限制资金及资产规模较大但总体占比不高，公司整体资产质量良好。

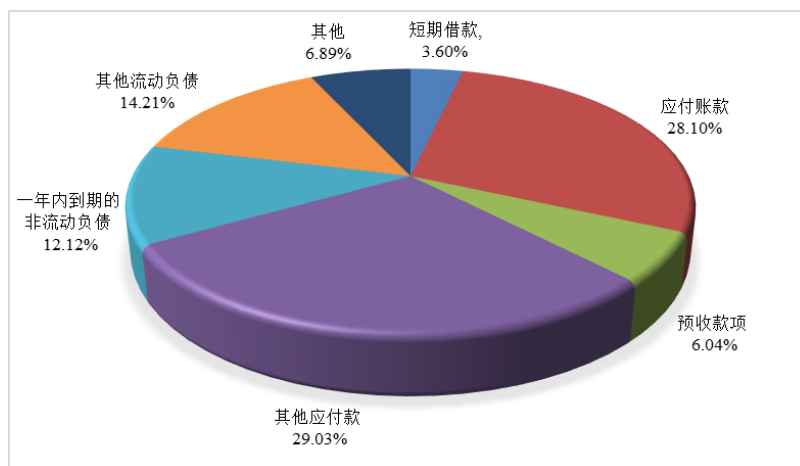
3. 负债及所有者权益

2013~2015 年，公司负债规模增加较快，年均复合增长 17.91%，主要系非流动负债的增长所致；截至 2015 年底，公司负债合计 2,411.76 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占比 64.60%和 35.40%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债规模不断上升，年均复合增长 11.53%，截至 2015 年底，公司流动负债合计达 1,558.03 亿元，主要以短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主，如下图所示。

图5 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款呈波动上升态势，年均复合增长 9.42%。截至 2015 年底，公司短期借款合计 56.13 亿元，较上年末下降 39.57%，主要系公司偿还部分短期借款所致。公司短期借款主要由担保借款和信用贷款构成，分别占比 68.43%和 31.57%。其中担保借款由抵押、质押和保证借款构成，分别占比 4.62%、5.44%和 58.37%，主要以保证借款为主。

2013~2015 年，公司应付账款年均复合增长 8.10%，截至 2015 年底，公司应付账款余额为 437.77 亿元，较上年末下降 9.94%，主要为应付购货款、应付工程款和应付服务费，分别占比 92.22%、7.57%和 0.21%。其中，账龄超过 1 年的应付账款为人民币 14.12 亿元，主要为公司房地产板块的应付工程款。

2013~2015 年，公司预收款项呈波动下降态势，年均复合减少 8.13%，截至 2015 年底，公司预收款项 94.12 亿元，较上年末增长 19.54%，主要系公司业务预收售楼款的增加所致。

2013~2015 年，公司其他应付款逐年上升，年均复合增长 12.53%，截至 2015 年底，公司其他应付款余额为 452.37 亿元，较上年末增长 12.77%，主要系公司子公司联想集团应付代工厂商款增加所致。公司其他应付款主要由应付代工厂商款（占比 53.16%）、应付代垫款（占比 4.39%）、预提费用（占比 24.87%）、应付股权转让款（占比 4.72%）、代扣代缴员工社保支出（占比 1.88%）、应付运费（占比 1.81%）和应付工程款及采购款（占比 2.19%）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。

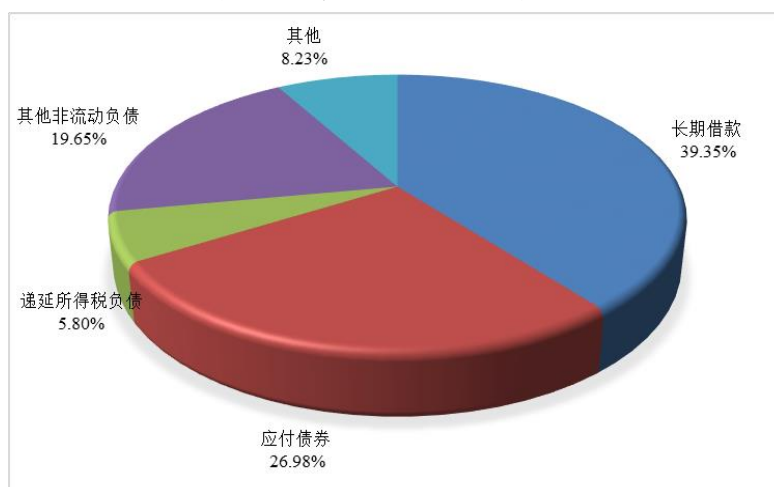
2013~2015 年，公司其他流动负债增速较快，年均复合增长 15.59%，截至 2015 年底，公司其他流动负债 221.44 亿元，较上年末增长 0.42%。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债增速较快，年均复合增长 28.49%，截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 188.80 亿元，较上年末增长 26.08%，主要由一年内到期的长期借款（占比 66.17%）、一年内到期的应付债券（占比 13.40%）和一年内到期的其他非流动负债（占比 20.19%）构成。

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债呈持续增长的态势，年均复合增长 33.07%，截至 2015 年底，公司非流动负债合计 853.73 亿元，较上年末增长 0.50%，主要系应付债券的增长所致。公司非流动负债主要由长期借款，应付债券、递延所得税负债和其他非流动负债构成，如下图所示。

图6 2015年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司长期借款呈波动增长的态势，年均复合增长 21.28%，截至 2015 年底，公司长期借款余额合计 335.91 亿元，较上年末下降 10.01%，公司长期借款主要由担保借款（占比 66.44%）和信用借款（占比 33.56%）构成。

2013~2015 年，公司应付债券呈迅速增长的态势，年均复合增长 56.67%，截至 2015 年底，公司应付债券余额合计 230.31 亿元，较上年末增长 19.81%，主要由公司及联想集团发行的企业债券构成。公司应付债券到期日较分散，集中偿付压力较小。公司主要应付债券情况如下表所示。

表 14 公司主要应付债券情况（单位：亿元）

名称	发行规模	起息日	到期日
15 联想 PPN001	3.00	2015-08-21	2016-08-21
16 联想 PPN001	20.00	2016-03-18	2017-03-18
15 联想 PPN002	10.00	2015-10-30	2018-10-30
11 联想债	29.00	2011-10-31	2018-10-31
14 联想 PPN001	20.00	2014-03-24	2019-03-24
14 联想 PPN002	7.40	2014-03-28	2019-03-28
12 联想债	23.00	2012-11-30	2022-11-30
合计	112.40	--	--

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

2013~2015 年，公司其他非流动负债增速较快，年均复合增长 57.34%，截至 2015 年底，公司其他非流动负债余额合计 167.79 亿元，较上年末下降 6.33%；主要由预收延期保修款、与收购相关的或有及递延对价和与卖方期权相关的负债构成，分别占比 36.45%、43.32%和 6.97%。与收购相关的或有及递延对价为公司及其子公司参照与当时的股东或卖方订立的协议中列明的若干绩效条件，向有关股东或卖方以现金形式支付或有及递延对价，公司及其子公司确认与或有及递延对价现值有关的非流动负债。与卖方期权相关的负债主要为 2012 年第四季度，联想集团与仁宝电脑工业股份有限公司(以下简称“仁宝公司”)订立协议，成立合资公司生产笔记本计算机产品及其相关部件。根据协议规定，联想集团及仁宝分别向对方授予卖方期权及买方期权，即联想集团有权向仁宝公司购买或仁宝公司有权向联想集团出售仁宝公司拥有合资公司的 49.00%股权。此买方期权及卖方期权可分别于 2019 年 10 月 1 日及 2017 年 10 月 1 日后任何时间行使，根据协议规定，买方期权及卖方期权的行权价最高为 7.50 亿美元。

2013~2015 年，公司有息债务规模呈持续增长的态势，年均复合增长 25.70%，主要系长期债务增长所致。截至 2015 年底，公司全部债务为 808.01 亿元，较上年末增长 2.30%；其中短期债务和长期债务分别占比 29.43%和 70.57%，以长期债务为主。2013~2015 年，公司资产负债率呈波动下降态势，分别为 79.73%、81.82%和 78.61%；全部债务资本化比呈波动上升态势，分别为 53.70%、59.70%和 55.19%。长期债务资本化比率呈波动上升态势，分别为 43.85%、51.54%和 46.50%。截至 2015 年底，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较上年末分别下降 3.21 个百分点、4.51 个百分点和 5.04 个百分点，公司债务负担有所下降。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益年均复合增长 21.98%，主要系股本、资本公积和未分配利润增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益 656.14 亿元，较上年末增长 23.06%，主要系公司 2015 年在香港上市，股本和资本公积较上年末分别增加 3.56 亿元和 113.67 亿元所致。其中归属于母公司

所有者权益为 489.92 亿元，占比 74.67%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 4.81%，资本公积占比 40.64%，未分配利润占比 51.28%。公司未分配利润占比较高，所有者权益结构的稳定性一般。

总体看，近三年，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债规模增长较快，债务规模也快速扩大，同时随着未分配利润累积和公司成功实现上市，公司所有者权益增长较快，债务负担有所下降。所有者权益中的未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司的营业收入分别为 2,440.10 亿元、2,896.62 亿元和 3,100.80 亿元，年均复合增长 12.73%。2013~2015 年，公司利润总额分别为 94.39 亿元、85.37 亿元和 25.52 亿元，年均复合下降 48.00%，主要系公司资产减值损失及营业外支出大幅增加所致。2015 年，公司营业外支出 43.34 亿元，较上年增长 671.95%，主要系处置固定资产损失 19.25 亿元和重组费用 18.51 亿元所致。资产减值损失中主要为存货跌价损失、坏账损失和无形资产减值损失构成。受利润总额大幅下降影响，2015 年，公司实现净利润 19.67 亿元，同比下降 67.61%，归属于母公司所有者的净利润 29.47 亿元，同比增长 22.15%。

2013~2015 年，公司投资收益增幅较大，年均复合增长 38.65%，分别为 30.28 亿元、54.94 亿元和 58.21 亿元，主要系公司财务投资业务相关基金投资所投项目于报告期内进入回报期而相关股利分红收入较高所致。公司投资收益主要由财务投资业务的基金投资及其他少数股权投资的股利分红收入及公允价值变动收益、享有的联营企业利润等构成。公司盈利水平对投资收益的依赖度逐年升高，导致公司面临投资收益波动风险。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 24.94%，主要系销售费用和管理费用的增长所致。2013~2015 年，公司销售费用分别为 124.60、139.67 亿元和 165.86 亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长 15.37%，主要系广告及业务宣传费增长所致；同期销售费用在公司费用总额占比分别为 43.89%、38.88%和 37.43%，占比呈下降趋势。2013~2015 年，公司管理费用分别为 140.11 亿元、183.44 亿元和 244.53 亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长 32.11%，主要系行政、差旅及招待费增长所致；同期管理费用在费用占比分别为 49.35%、51.06%和 55.18%，管理费用占比不断攀升；2013~2015 年，公司财务费用分别为 19.18 亿元、36.14 亿元和 32.77 亿元，呈波动上升态势，年均复合增长 30.71%，主要系公司借款规模逐年扩大，计入财务费用的利息支出逐年增加所致；同期财务费用在费用占比分别为 6.76%、10.06%和 7.39%，占比波动上升且占比不大。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 11.63%、12.40%和 14.29%，公司费用收入比呈逐年上升态势，费用控制能力一般。

从各项盈利指标来看，2013~2015 年，公司营业利润率小幅上升，分别为 14.02%、14.75%和 15.34%，但由于计提较大额的资产减值准备和处置固定资产损失，加之收购摩托罗拉移动产生的重组费用大幅增长，导致利润总额和净利润大幅下降。2013~2015 年公司总资本收益率分别为 11.30%、7.91%和 3.75%；总资产报酬率分别为 5.59%、4.52%和 1.96%；净资产收益率分别为 20.19%、12.47%和 3.31%，各项指标均下降明显。

总体看，公司盈利规模较大，期间费用控制能力下降。2014 年因收购 IBM x86 服务器业务和摩托罗拉移动产生重组费用且计提较大规模减值准备，公司盈利能力出现较大幅度的下滑，但公司整体盈利能力仍属较强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，受公司经营规模扩大影响，公司经营活动现金流入量和流出量均不断增长，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 2,471.72 亿元、2,867.29 亿元和 3,198.73 亿元，三年复合增长 13.76%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；公司经营活动产生的现金流出量分别为 2,487.53 亿元、2,852.94 亿元和 3,191.80 亿元，三年复合增长 13.27%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-15.82 亿元、14.35 亿元和 6.94 亿元。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 100.70%、97.90%和 102.17%，收入实现质量较高。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量分别为 103.62 亿元、89.67 亿元和 129.83 亿元，三年复合增长 11.94%，主要系取得投资收益收到的现金增加和处置子公司收回的现金净额增长所致；公司投资活动现金流出量分别为 121.96 亿元、326.91 亿元和 178.07 亿元，三年复合增长 20.83%，主要系公司收购摩托罗拉移动和 IBM x86 服务器业务支付的现金所致。2015 年，公司投资活动现金支出规模较上年有所减少，但投资活动现金流仍呈现净流出的状态。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-18.34 亿元、-237.25 亿元和-48.24 亿元，投资活动现金流金额持续为负，公司投资活动需要一定的外部融资来补充。

从筹资活动情况来看，由于公司投资项目收益实现周期较长，有一定的培育期，同时基于公司业务板块横向及纵向多维发展，公司倾向于以中长期借款和发行债券等方式筹集资金，随着公司 2015 年实现整体上市，后续直接融资渠道将进一步拓宽。2013~2015 年，公司筹资活动现金流入量分别为 218.30 亿元、514.84 亿元和 413.60 亿元，三年复合增长 37.65%，主要系吸收投资收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流出量分别为 207.55 亿元、283.77 亿元和 382.69 亿元，三年复合增长 35.79%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.75 亿元、231.07 亿元和 30.92 亿元。

整体看，公司经营活动现金流稳定增长，投资活动现金支出规模较大，公司筹资能力较强，筹资规模较大，能够满足公司日常经营和投资需要。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率呈逐年下降趋势，分别为 1.21 倍、1.14 倍和 1.12 倍，公司流动资产对流动负债覆盖程度尚可；公司速动比率呈波动下降趋势，分别为 0.84 倍、0.78 倍和 0.79 倍，主要由公司流动负债规模增速较快所致。2013~2015 年，由于短期债务规模迅速增加，公司现金短期债务比波动下降，分别为 2.79 倍、2.14 倍和 1.94 倍，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降，但保障能力仍强。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-15.82 亿元、14.35 亿元和 6.94 亿元，经营现金流动负债比率为-1.26%、0.93%和 0.45%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力较弱。总体来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 呈波动下降趋势，年均复合下降 8.63%，主要系公司利润总额下降所致。2015 年，公司 EBITDA 为 110.69 亿元，其中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额分别占比 18.50%、28.34%、30.10%和 23.06%，计入财务费用的利息支出占比较大。2013~2015 年，公司债务规模逐年增长，EBITDA 对债务保障能力逐年下降。2013~2015 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.25 倍、2.95 倍和 2.11 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.26 倍、0.18 倍和 0.14 倍，EBITDA 对全部债务和全部利息的保障程度尚可。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司对外担保余额为 123.69 亿元，占 2015 年末净资产的 18.85%，较上年末减少 6.82%。公司对外担保主要由信用担保（占比 30.23%）、按揭担保（占比 33.14%）和公司子公司担保业务的对外担保（占比 36.62%）构成。信用担保方面，关联方担保和非关联方担保分别占比 59.89% 和 40.11%。其中，非关联方担保主要系公司对高盛高华证券有限责任公司和北京高华证券有限责任公司提供信用担保，未到期担保余额分别为人民币 5 亿元和人民币 10 亿元。公司对外担保风险基本可控，对公司偿债能力无重大不利影响。

截至 2016 年 3 月底，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 2016 年 4 月 15 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年底，公司获得金融机构授信额度合计 1,143 亿元，未使用的授信额度 789 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司及下属子公司联想集团均为香港上市公司，直接融资渠道畅通。

总体看，公司现金类资产充足，但受资产减值和兼并收购的影响，盈利表现有所下降。债务规模增长较快，但直接间接融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

八、本次及本期公司债券偿债能力分析

1. 本次及本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 12 月底，公司负债合计 2,411.76 亿元，本次拟发行债券规模为 100 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发债额度不大，对公司负债水平的影响较小。

以 2015 年 12 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 100 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 50.53%、58.05% 和 79.29%，分别较上年上升 4.03 个百分点、2.87 个百分点和 0.68 个百分点，债务负担较发债前有所加重，但仍属可控。假设本期债券募集资金净额为 35 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 47.98%、56.23% 和 78.85%，分别较上年上升 1.48 个百分点、1.05 个百分点和 0.24 个百分点。考虑到本次债券募集资金在扣除发行费用后将全部用于偿还有息债务，公司实际债务负担较发债前变化很小。

2. 本次及本期债券偿债能力分析

以 2015 年的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 110.69 亿元，为本次公司债券发行额度 100 亿元的 1.11 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高；2015 年经营活动产生的现金流入 3,198.73 亿元，为本次公司债券发行额度 100 亿元的 31.99 倍，对本次债券覆盖程度很高。

以 2015 年的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 110.69 亿元，为本期公司债券发行额度 35 亿元的 3.16 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高；2015 年经营活动产生的现金流入 3,198.73 亿元，为本期公司债券发行额度 35 亿元的 91.39 倍，对本次债券覆盖程度很高。

总体看，公司资产规模大，资产质量较高，2015 年实现香港上市增强了公司的资本实力，债务负担有所下降。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，公司对本次及本期债券的偿还能力极强。

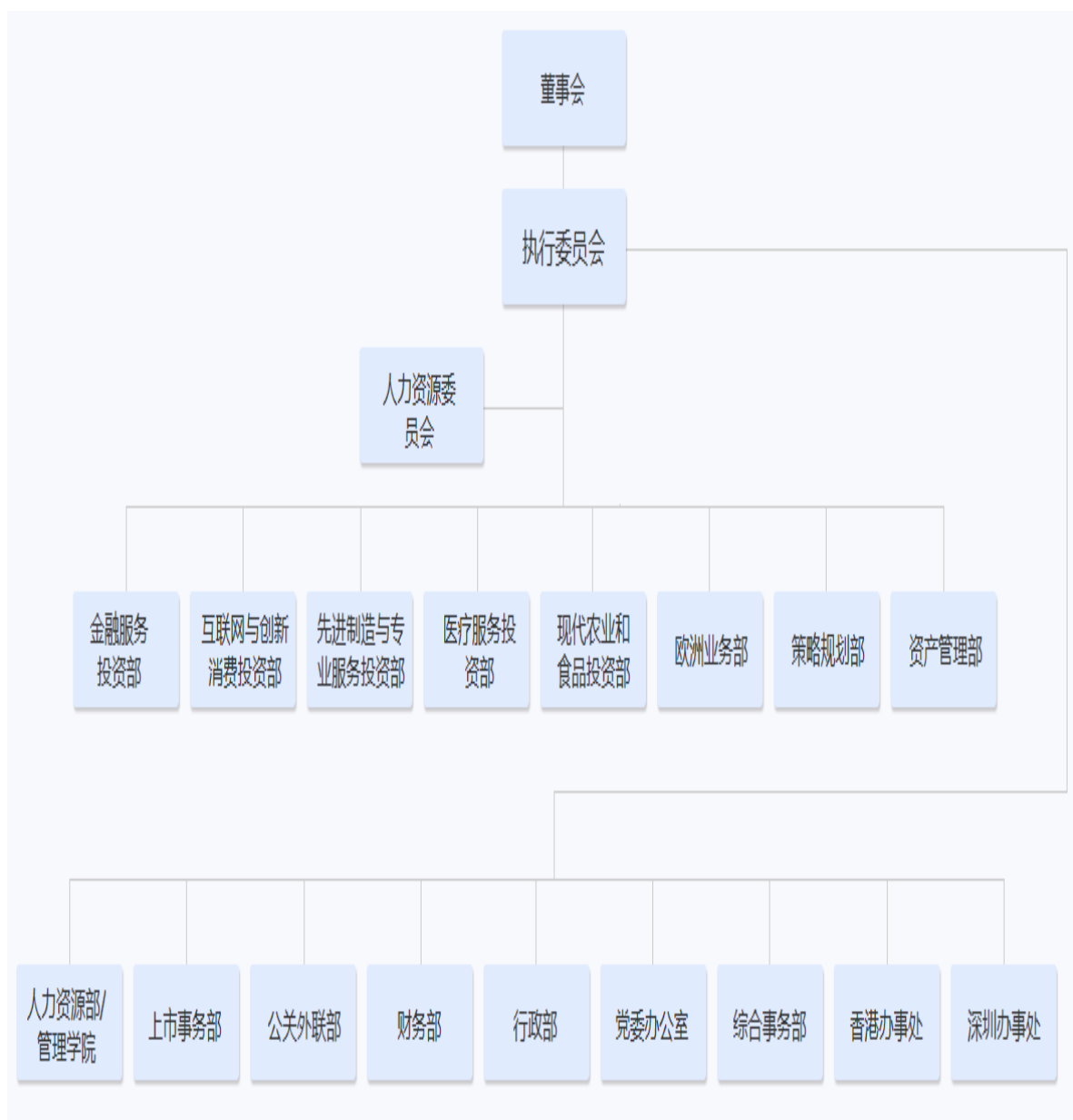
九、综合评价

公司作为国内大型控股集团，在外部经济环境较为复杂的背景下，公司子公司联想集团市场占有率不断提高，收购摩托罗拉移动和 IBM System x86 服务器后，IT 业务得到进一步拓展，行业地位日趋稳固，目前已成为全球最大的 PC 制造商和第三大智能设备制造商。子公司融科智地业务稳定上升，继续开发住宅物业，把握中国房地产市场的增长机会，以互补的方式与联想控股共享资源。同时，从事创业投资和私募股权投资的联营公司君联资本和弘毅投资在管理基金规模、管理团队素质和投资业绩水平方面均有较大优势，与公司战略投资的协同效应日益增强。

未来公司将继续围绕消费与服务，通过多种方式积极布局金融服务、现代服务、农业与食品、化工与能源材料等业务领域，推进多元化发展战略，公司收入规模和盈利能力有望提升，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次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	2,175.76	2,932.86	3,067.90
所有者权益（亿元）	441.02	533.18	656.14
短期债务（亿元）	167.07	222.86	237.80
长期债务（亿元）	344.34	566.98	570.21
全部债务（亿元）	511.41	789.83	808.01
营业收入（亿元）	2,440.10	2,896.62	3,100.80
净利润（亿元）	77.13	60.75	19.67
EBITDA（亿元）	132.59	144.14	110.69
经营性净现金流（亿元）	-15.82	14.35	6.94
应收账款周转次数（次）	10.83	9.57	8.54
存货周转次数（次）	5.03	4.70	4.66
总资产周转次数（次）	1.21	1.13	1.03
现金收入比率（%）	100.70	97.90	102.17
总资产收益率（%）	11.30	7.91	3.75
总资产报酬率（%）	5.59	4.52	1.96
净资产收益率（%）	20.19	12.47	3.31
营业利润率（%）	14.02	14.75	15.34
费用收入比（%）	11.63	12.40	14.29
资产负债率（%）	79.73	81.82	78.61
全部债务资本化比率（%）	53.70	59.70	55.19
长期债务资本化比率（%）	43.85	51.54	46.50
EBITDA 利息倍数（倍）	4.25	2.95	2.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.18	0.14
流动比率（倍）	1.21	1.14	1.12
速动比率（倍）	0.84	0.78	0.79
现金短期债务比（倍）	2.79	2.14	1.94
经营现金流动负债比率（%）	-1.26	0.93	0.45
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.33	1.44	1.11
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.79	4.12	3.16

注：1、计算指标应收账款周转次数中，应收账款为扣除坏账准备前余额；2、计算指标存货周转次数中，存货为扣除跌价准备前余额。

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	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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 2016 年公司债券的跟踪评级安排

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，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

二零一六年六月二日