

信用等级公告

联合[2018]081 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 2018 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 2018 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：

二零一八年一月十二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

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 2018 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 20 亿元；其中基础规模 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元

本期债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 1 月 22 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	2,932.86	3,067.90	3,228.53	3,180.12
所有者权益（亿元）	533.18	656.14	695.87	776.01
长期债务（亿元）	566.98	570.21	566.98	615.07
全部债务（亿元）	795.56	810.15	944.82	982.25
营业收入（亿元）	2,896.62	3,100.80	3,069.53	1,424.82
净利润（亿元）	60.75	19.67	81.37	30.52
EBITDA（亿元）	144.14	110.69	184.86	--
经营性净现金流（亿元）	14.35	6.94	122.83	-98.83
营业利润率（%）	14.75	15.34	15.42	14.89
净资产收益率（%）	12.47	3.31	12.04	--
资产负债率（%）	81.82	78.61	78.45	75.60
全部债务资本化比率（%）	59.87	55.25	57.59	55.86
流动比率（倍）	1.14	1.12	0.97	0.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.14	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.95	2.11	3.30	--
EBITDA/本期发债规模（倍）	7.21	5.53	9.24	--

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有息部分；4、2017 年上半年财务数据未经审计。

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。但同时，联合评级也关注到全球传统 PC 市场不断萎缩，智能手机市场竞争激烈等因素给公司 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；财务投资风险较高等因素可能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 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、创新消费与服务、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。

优势

1. 公司实行多领域投资，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有限公司是全球第一大 PC 生产商，行业地位突出，近三年销

售量及市场份额不断增长。

4. 公司战略投资近几年取得较好发展：在金融服务领域已取得多项金融牌照及许可；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；新材料业务收入规模也大幅增长。

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。

3. 公司业务布局分散，管理难度大且对子公司的掌控能力有待提高。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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：


支亚梅

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。

截至2017年6月底，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2017年6月底公司股权结构表（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）	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。（依法须经批准的

项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

截至 2016 年底，公司合并口径资产总计 3,228.53 亿元，负债合计 2,532.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）695.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益 524.09 亿元。2016 年公司实现营业收入 3,069.53 亿元，净利润 81.37（含少数股东损益）亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 49.97 亿元。2016 年公司经营活动现金流量净额为 122.83 亿元，现金及现金等价物增加额-47.44 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 3,180.12 亿元，负债合计 2,404.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）776.01 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 528.56 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 1,424.82 亿元，净利润 30.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额-98.83 亿元，现金及现金等价物净增加额-84.60 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会“证监许可[2016]1462 号”文件核准，公司获准面向合格投资者公开发行不超过 100 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”）。2016 年 7 月 6 日，本次债券首期发行，总规模为 35 亿元，分两个期限品种，其中 5 年期品种“16 联想 01”发行规模为 15 亿元，10 年期品种“16 联想 02”发行规模为 20 亿元。本次债券项下第二期“17 联想 01”于 2017 年 7 月 4 日发行，发行规模为 25 亿元，期限为 5 年。现公司拟发行本次债券项下第三期债券（以下简称“本期债券”），本期债券名称为“联想控股股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”。本期债券发行总规模不超过 20 亿元，债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券期限不超过 5 年。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

本期债券募集资金在扣除发行费用后将用于偿还有息债务。

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）个人电脑

行业概况

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，下文主要分析笔记本电脑市场情况。

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。

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。

行业供需

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 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，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。

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；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 年及 2016 年 PC 市场萎缩速度不断增快。根据市场研究公司 Gartner 发布的报告，2014~2016 年，全球 PC 出货量分别为 3.14 亿台、2.89 亿台和 2.70 亿台，呈不断下降趋势。

从下游需求的关注类型来看，2016 年，在国内市场，笔记本电脑的品类基本上被划分成轻薄本、娱乐本、商务本以及游戏本四个类别。根据 ZDC 互联网调研中心 2016 年数据显示，在笔记本产品用户关注度分布占比中，游戏型笔记本的用户关注度高达 35.2%，娱乐型笔记本占比 21.6%，轻薄型笔记本占比 24.8%，商用型笔记本占比 15.2%，包括专业笔记本在内的其他类型笔记本占比 3.2%。根据 ZDC 互联网调研中心数据显示，在游戏、娱乐及轻薄型笔记本关注度上，国内市场上联想电脑（包括 Thinkpad 品牌）均位居第一位，其次包括戴尔、苹果及惠普等主流品牌。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，其他品牌空间非常小。

总体看，PC 市场上游核心零件的供应商较为单一，供应商议价能力强；移动智能终端的迅速发展，对 PC 行业的下游需求造成侵蚀，出货量持续萎缩；同时，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。

行业竞争

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 IDC 统计，2015~2016 年前五大 PC 供应商为联想、惠普、戴尔、华硕及苹果，近两年前五大品牌市场份额合计分别为 68.8%和 72.4%，行业集中度进一步提高。

表 2 2015~2016 年 PC 市场前五大公司情况（单位：千台，%）

公司名称	2015 年		2016 年	
	出货量	市场占有率	出货量	市场占有率
联想	57,233	20.8	55,502	21.3
惠普	53,587	19.4	54,290	20.9
戴尔	39,049	14.2	40,731	15.7
华硕	19,360	7.0	19,203	7.4
苹果	20,452	7.4	18,446	7.1
其他	86,110	31.2	72,012	27.7
合计	275,790	100.0	260,183	100.0

资料来源：IDC Worldwide Quarterly Computing Device Tracker

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。

总体看，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。

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
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	《国务院关于促进服务外包产业加快发展的已经》	加快发展服务外包产业，拓展行业领域，大力发展软件和信息技术研发和互联网等领域的服务外包，推动向价值链高端延伸，加快推动国内服务外包产业转型升级，提升产业国际竞争力。
2015年	《中国制造2025》	《中国制造2025》中指出全球制造业格局面临重大调整，新一代信息技术与制造业深度融合，正在对工业制造引发影响深远的产业变革，形成新的生产方式、产业形态、商业模式和经济增长点。其中，电子制造产业、军工、航天、通讯、消费、IT等传统电子产业将得到强化发展。
2016年	《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》	为贯彻落实《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》和《中国制造2025》，加快建设制造强国和网络强国，推动软件和信息技术服务业由大变强，工信部编制了《软件和信息技术服务业发展规划（2016-2020年）》。

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。

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。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。

总体看，PC 市场竞争日益激烈；全球 PC 市场出货量下降，市场发展空间变窄。

行业发展

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。2016 年，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。

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 行业也将会变得更加智能化与个性化发展，推动人工智能向万物互联时代的发展。

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。

(2) 智能手机

行业概况

根据 IDC 统计，2014~2016 年，全球智能机销售总量分别为 13.02 亿部、14.33 亿部和 14.70 亿部，年均复合增长率为 6.23%。相对前几年的快速增长，近年来全球智能手机销量增速有所下降。智能手机市场已经从快速增长阶段过渡到增速放缓阶段。就不同市场而言，美国、欧洲、中国智能手机市场已经趋于饱和，而印度、印尼、中东、非洲和东南亚等市场则仍有很大潜力。售价方面，未来智能手机市场将继续向低端、低价转移，到 2020 年，智能手机的平均售价预期将降至 237 美元/台。

通讯设备制造行业上游是集成电路（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。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决定，变化较平缓。

在上游关键零部件供应方面，手机供应链核心包括了手机芯片、面板、存储、CMOS、芯片制造等方面；2016 年，随着中国厂商的智能手机出货量加大，关键零部件价格在 2016 年均出现不同程度的上涨。以手机内存为例，2016 年内存价格涨幅明显，部分型号内存涨幅超过 30%。

智能手机产品作为最终的消费终端，主要是直接销售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。根据中国信息通信研究院数据显示，2014~2016 年，国内市场手机出货量分别为 4.52 亿部、5.18 亿部和 5.60 亿部，年均复合增长 23.89%，保持快速增长态势；近年来国产手机市场占有率逐年提高，体现出消费者对国产手机的需求增加，国外品牌如苹果手机在高端市场仍然占据优势。2016 年，国产品牌手机出货量 4.98 亿部，同比增长 16.1%，占同期国内手机出货量的 88.9%，其中，华为、OPPO 及 Vivo 等国产中端机型销量激增，市场竞争结构发生一定的变化，但

苹果、三星等外资品牌仍然在高端品牌占据优势。

总体看，近年智能手机市场增速放缓，发展平稳，未来智能手机平均售价可能有下降趋势；通讯设备制造行业原材料供应价格上涨，尤其内存和芯片等核心部件上涨幅度较大，未来智能手机价格可能会出现一定上涨。

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。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，例如华为、小米、OPPO 及 Vivo 等国产品牌，不仅占据了中低端手机市场，而且有逐渐向中高端市场发展的趋势；此外，以华为、小米、OPPO、Vivo 及联想等厂商为代表的国产手机同时亦向海外市场发展，拓展海外市场业务，不断扩大手机全球出货量。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。

2016 年，全球智能手机巨头三星和苹果虽然仍稳居出货量前两位，但出货量较 2015 年分别下降了 3.0%和 7.0%。其它品牌中出货量增长最大的为 OPPO，相比 2015 年增长 132.8%，联想和小米手机出货量则出现大幅下跌，已跌出前五。OPPO 和 Vivo 出货量增长迅速，2016 年全球出货量分别为 9,940 万台和 7,730 万台，增幅分别达到 132.8%和 103.4%。

表 4 2015~2016 年全球智能手机市场前五大公司情况（单位：百万台，%）

公司名称	2015 年		2016 年	
	出货量	市场占有率	出货量	市场占有率
三星	320.9	22.3	311.4	21.2
苹果	231.5	16.1	215.4	14.6
华为	107.0	7.4	139.3	9.5
OPPO	42.7	3.0	99.4	6.8
Vivo	38.0	2.6	77.3	5.3
其他	697.1	48.5	627.8	42.7
合计	1,437.2	100.0	1,470.6	100.0

资料来源：IDC Worldwide Quarterly Computing Device Tracker

注：2016 年，由于联想和小米跌出前五，故追溯调整 2015 年前五，联想及小米 2015 年数据归入“其他”。

总体看，智能手机市场技术成熟，竞争日益激烈，国内高端手机仍然以国外品牌为主，自主品牌处于中低端产品居多。

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通信设备制造行业，包括手机制造行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 5 近年来通信设备制造行业的主要政策

时间	名称	主要内容
2014 年 3 月	《关于加快我国手机行业品牌建设的指导意见》	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。
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	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技术等的发展。

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，实现健康发展。

行业关注

智能手机市场通过近几年高速的发展，增速开始下降，市场趋于饱和，市场竞争日渐激烈，中小手机生产商将面临更加严峻的挑战。

国产品牌在市场份额持续增长的同时面临较严重的同质化问题，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。

随着智能手机快速发展，手机功能趋于多样化，质量问题进一步凸显。同时，从售后服务环节来看，部分手机维修企业缺少相应的维修资质，管理水平、服务理念、维修质量等方面存在不足。生产企业重生产，轻测试，缺服务的做法，影响了国产品牌手机的健康发展。

总体看，国内手机市场国产品牌市场份额有所增加，但竞争加剧；手机产品同质化问题严重；此外，手机质量及售后维修服务等环节有待提高。

未来发展

从市场层面上看，在国内智能手机市场陷入饱和的情况下，手机制造企业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可能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。从技术层面看，未来国内手机市场上可能会出现更多的曲面屏手机、操作系统的进一步优化、屏幕分辨率的进一步提升以及更佳的防水功能等。

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可能会逐步加大在海外市场的投入；技术上包括曲面屏、高分辨率以及更佳的防水功能等将会进一步发展。

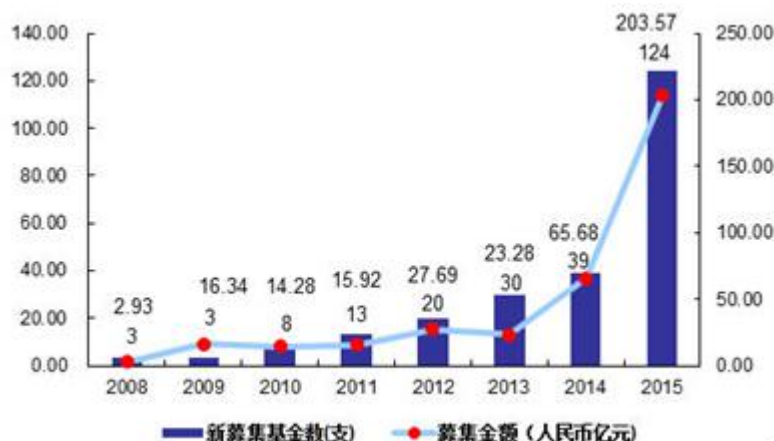
2. 投资领域

天使投资

天使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。它是风险投资的一种形式，再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，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

2016年政府着力放开市场准入，促使民间资本逐步进入金融领域，并鼓励更多民间资本进入天使投资领域。根据清科集团旗下私募通统计，2016年1~11月，共发生1,844起天使投资案例，低于2015年全年总投资案例数，但披露的投资案例金额约为116.62亿元，超2015年全年总投资额，上涨幅度约14.5%；平均单笔投资金额为632.43万元，为2015年单笔平均投资金额的1.29倍。在退出方面，2016年1~11月，共发生218起退出案例，其中新三板退出92起，股权转让96起，两种退出方式成为天使投资退出的主要方式，退出渠道较为通畅，若新三板流动性增加，将进一步提高天使投资退出的流畅性。

从行业分布来看，2016年1~11月，互联网、IT和娱乐传媒行业分别排名天使投资行业分布前三位，获投案例数分别为463起、306起和209起，占全行业融资案例数约50%；所披露金额分别为33.22亿元、17.31亿元和8.66亿元，占全行业天使投资额约50%。TMT¹行业依旧是天使投资的主流行业，主要由于以技术为导向的企业，其收入、利润、现金流的变化区别于线性变化的传统制造业，发展速度及获得下一轮融资的速度远高于其他行业。

总体看，近年来，国内天使投资基金募集规模持续扩大，单笔平均投资金额也有所增加，投资领域集中于TMT等行业。

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。

¹TMT是科技、媒体和通信三个英文单词的缩写的第一个字头，含义实际是未来（互联网）科技、媒体和通信。

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，2016年中国风险投资市场基金募资活跃度高，募资总金额创历史新高，平均募集金额亦达到历史最高点。根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2016年中外创投机构共新募集636支可投资于中国大陆的基金，披露募集金额的545支基金新增可投资于中国大陆的资本量为3,581.94亿元，同比增长79.4%，单支基金平均募集规模达到6.74亿元。

从投资案例来看，2016年中国风险投资市场共发生3,683起投资案例，同比增长6.9%，其中披露金额的3,419起投资交易合计1,312.57亿元，较2015年增加19.23亿元，变化幅度不大，平均投资规模达到3,839.04万元。

退出方面，2016年中国中外创投共发生2,001笔退出交易，退出案例数再创市场新高，同比上升10.4%。从退出方式上来看，2016年共发生1,230笔新三板挂牌退出，占比高达61.5%，为当期的主要退出方式；IPO退出紧随其后，实现277笔退出，占比13.8%；股权转让退出方式排名第三，共涉及223笔退出，占比11.1%。2016年退出方式中值得注意的是新三板和IPO，尤其是新三板和IPO退出，2016年共有227家企业上市，历史排名第4位，其中有VC/PE支持的企业有174家，另外新三板的流动性若改善，退出渠道将会更加通畅。

从基金币种来看，2016年中国风险投资市场在募集数量方面，人民币基金仍然较为活跃，共新募集完成596支基金，占比93.7%；外币基金仅募集完成40支，占比6.3%。从募集金额来看，2016年中国创投市场共募集完成的资金达3,581.94亿元，其中，人民币基金达2,888.05亿元，占比为80.6%；外币基金募集金额共693.89亿元，占比为19.4%。平均募资规模方面，人民币基金平均募集金额是5.83亿元，外币基金平均募集金额是17.79亿元。

从投资行业来看，2016年互联网行业以843起交易继续位列第一；IT行业共发生564起交易，排名第二；生物技术/医疗健康行业共发生投资440起，排名第三。从投资金额方面看，互联网以321.37亿元排名第一；紧随其后的是生物技术/医疗健康行业，共涉及投资金额182.56亿元；其次是IT行业，共计169.44亿元的投资金额。

总体看，近年来，国内风险投资市场规模持续扩大，募集金额及单笔平均募集金额创历史新高；投资行业分布以互联网、IT及生物技术/医疗健康行业为主；退出方式以新三板挂牌退出为主。

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。

从募集资金规模来看，根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2016年中国私募股权投资市场共有1,675支私募股权投资基金完成募集，同比下降25.5%，其中披露募资金额的1,358支基金共募集到位9,960.49亿元，单支基金平均募集金额约为2015年平均募集金额的2.05倍，募集到位的基金数量较2015年虽有所下降，但募集金额达到历史最高位。

从投资案例来看，根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2016年中国私募股权投资市场共发生投资案例3,390笔，同比增长19.2%，涉及投资金额6,014.13亿元，约为2015年的1.56倍，投资规模继续保持了高位增长。从平均投资金额来看，2016年PE机构单笔投资金额较2015年小幅上升，主要系金融需求有所收缩，机构更倾向于优质项目的投资。退出市场上，2016年PE机构共实现2,625笔

退出；受2016年下半年新股发行速度加快与并购重组门槛提高双向因素影响，作为PE机构最理想且获益最高的退出方式，IPO退出在本年度共计263笔；并购退出案例151笔；2016年新三板的制度供给改革逐步加快促成新三板爆发式增长，2016年PE机构所投企业挂牌新三板数量继续攀升，共计1,873笔。在263笔IPO退出案例中，上海证券交易所依然是今年IPO最主要的退出市场，占比达到36.5%，其次是深圳创业板和深圳中小企业板，分别占比25.1%和17.9%。除此之外，近年来越来越多中资企业因战略发展需要赶赴境外上市，除了考虑节省融资时间与成本外，也以此扩大自身在全球范围的影响力，2016年PE机构所投企业在海外上市的成功案例不乏少数，如邮储银行、美图、百济神州、中通快递等。

在退出回报率方面，从发行时价格来看，2016年，174家VC/PE支持的中企获得了3.04倍平均账面回报，同比下降21.3%，主要系境内资本市场2015年上半年的牛市拉动所致。境内资本市场投资回报达到2.78倍，境外资本市场投资回报达到4.59倍，由于国内市场抑价发行现象，国内市场的回报在发行时相对低于境外市场。国内三大市场具体来看，上海交易所与深圳创业板投资回报基本持平，深圳中小企业板账面回报略高于其他两个市场，达到3.09倍。

从投资策略来看，2016年私募股权仍然以投资成长资本为主，占2016年总投资案例的84.4%；共计投资3,718.02亿元，占比达到2016年总投资的61.8%。与2015年相比，2016年PE机构通过定增投资上市公司的案例数量和投资金额均有明显提升，以硅谷天堂、中新融创、温氏投资等机构为代表的百余家PE机构共计参与332起定增案例，投资总额达1,533.06亿元；与此同时，2016年PE机构通过并购投资的案例数量由2015年的37起上升至75起，投资总金额424.03亿元，约为2015年的3.80倍。此外，房地产投资较2015年变化不大，共发生投资案例123起，投资金额为339.03亿元。

从投资行业来看，2016年互联网行业在投资案例和投资规模方面依然保持第一，人机交互、围绕智慧城市、人工智能、大数据、跨境电商、物联网、APP、互联网+产业等多个细分垂直领域亦得到青睐。根据清科研究中心市场数据统计结果显示，2016年PE机构参与的投资案例中投向互联网行业的案例数618起，同比增长28.5%；披露金额的569起案例总投资金额达到1,106.89亿元，平均投资额为1.95亿元。从投资案例数来看，紧随其后的还有IT、娱乐传媒、生物技术/医疗健康和金融。从投资金额来看，物流行业同比增速最为明显，2016年PE机构投资物流行业的金额达到253.53亿元。近年来，中国电子商务市场的快速发展刺激了快递服务需求，以百世快递、中国物流资产、全峰快递、韵达速递和天天快递为代表的物流企业均在2016年获得融资。此外，金融、房地产、生物技术/医疗健康、娱乐传媒、清洁技术等行业在2016年继续获得较高的关注，投资案例数和投资金额与上年同期相比依然保持在高位。在国家加大医疗改革的政策引导下，生物技术/医疗健康作为近年来最受机构热捧的行业之一，其中，医疗器械、生物类似药、互联医疗配件、大数据医疗、高端医疗服务等均为生物技术/医疗健康行业热点投资领域。2016年融资规模较大的生命健康领域的案例包括美中嘉和、津同仁堂、诺禾致源、爱尔眼科和嘉林药业等。2015~2016年中国私募股权市场前五大主要行业分布如下表所示。

表 6 2015 年~2016 中国私募股权市场前五大主要行业投资分布情况（单位：亿元）

时间	行业	投资金额	交易笔数
2015 年	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

2016 年	互联网	1,106.89	618
	金融	942.64	238
	房地产	564.58	206
	生物技术/医疗健康	375.17	298
	电信及增值业务	362.19	230

资料来源：私募通

总体看，近年来国内私募股权投资市场活跃度高，投资规模不断扩大，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、农业与食品以及新材料五大板块；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。

战略投资板块

IT 业务方面，公司子公司联想集团有限公司（以下简称“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。2016 年，联想集团全球 PC 市场占有率进一步提高至 22.4%的历史新高。

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。子公司正奇安徽金融控股有限公司（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。截至 2016 年底，正奇金融贷款余额 54.08 亿元，同比增长 16%；应收租赁款余额 34.62 亿元，同比增长 73%。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。2016 年，公司将原拉卡拉集团支付业务与金融业务进行拆分，其中金融业务由公司新设立的控股子公司西藏考拉科技发展有限公司（以下简称“考拉科技”）运营，考拉科技专注于小额贷款领域，2016 年底贷款余额接近人民币 70 亿元，个人信贷业务单日放款金额峰值超过人民币 1 亿元；2016 年申请用户数量同比增长近 5 倍，业务发展迅猛。

创新消费与服务方面，2014 年公司战略投资拜博医疗集团有限公司（以下简称“拜博口腔”），主要提供连锁口腔医疗健康服务，截至 2016 年底拜博口腔门店数达到 200 家，其中包括 53 家医院和 147 家诊所，门店数较 2015 年底的 135 家增长 48%，覆盖 25 个省份和直辖市，基本完成了战略布局目标。收入实现人民币 12.57 亿元，较 2015 年增长 29%。2016 年，公司对德济医院进行战略投资，德济医院成立于 2013 年，其脊髓肿瘤、脑肿瘤的手术难度和水平居于全国领先行列；癫痫中心的癫痫外科手术累计病例突破 3,000 台，居于全国领先行列；生酮饮食治疗小儿难治性癫痫和恶性肿瘤的病例数居于上海领先；具有上海市最大规模的神经电生理中心。

农业与食品领域，公司重点打造水果和水产两大生鲜供应链。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；水产供应链方面，公司收购了澳大利亚领先的海产品供应链企业 KB Food，未来将以此为基础进行全

球海产品供应链体系的整合；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股份。目前，公司拥有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；2016年，公司进一步巩固了猕猴桃市场行业第一的地位以及佳沃蓝莓国内第一品牌的地位。

财务投资板块

通过以天使投资、风险投资、私募股权投资为核心的财务投资业务，公司打造出覆盖企业价值成长全生命周期的完整投资链。公司旗下北京联想之星投资管理有限公司（以下简称“联想之星”）是中国领先的天使投资机构，成立于2008年，专注于TMT、医疗健康、智慧技术等三大方向的早期投资；2014~2016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一，2016年君联资本累计完成49项新项目的投资，涵盖TMT、现代服务、医疗健康、文化体育等行业内的创新及成长期企业；截至2016年底，君联资本退出项目的内部平均收益率介于35%~40%。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，截至2016年底，弘毅投资共有36家被投资企业成功在境内外上市（含PIPE投资）及3家在新三板挂牌，已完全退出其对34家公司的投资，这些投资的内部收益率的中位数在20%以上。

总体上看，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，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，目前财务投资收益率较高。整体看，公司综合竞争力很强。

2. 人员素质

截至2017年6月底，公司现有董事、监事及高级管理人员共16人。其中，董事9人（含独立董事3人）、监事3人、高级管理人员6人（2人同时兼任董事）。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。

公司董事长柳传志先生，现年73岁，公司创始人，高级工程师。柳传志先生于1989年至2011年间任联想集团多项高级管理职务，历任总裁、执行董事、非执行董事和董事长，拥有丰富的企业管理经验，并出任联想控股多家成员公司董事长，于2014年2月公司改制为股份有限公司时出任公司董事及董事长，并于2015年6月出任公司提名委员会主席。

公司总裁朱立南先生，55岁，电子工程硕士学位。朱立南先生于1989年担任深圳联想电脑有限公司总经理；1997年至2001年，加入联想集团，历任业务发展部经理、助理总裁、企划办常务副主任和主任、高级副总裁；2001年至今，历任公司董事兼常务副总裁、董事，2012年起任公司总裁。

总体看，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。

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

公司下设金融服务投资部、资产管理部、资金管理部 and 策略规划部等 16 个部门，以及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。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大会做出决策。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创始人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。

总体看，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。

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信息技术、金融服务、创新消费与服务、农业与食品、房地产和新材料等领域；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。2014~2016年，公司营业收入有所波动，分别为2,896.62亿元、3,100.80亿元和3,069.53亿元；同期公司净利润分别为60.75亿元、19.67亿元和81.37亿元，其中2015年同比大幅下降67.62%，主要系2015年公司处置固定资产损失以及并购摩托罗拉产生的重组费用导致营业外支出较大所致。

表7 2014~2016年公司营业收入结构及毛利率（单位：亿元，%）

项目	2014年			2015年			2016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	2,896.40	99.99	15.67	3,096.68	99.87	15.85	3,064.18	99.83	15.86
信息技术	2,723.44	94.02	14.03	2,932.55	94.57	14.69	2,825.51	92.05	14.74
金融服务	15.04	0.52	74.06	11.56	0.37	74.10	15.60	0.51	85.49
创新消费与服务	8.53	0.29	20.49	14.95	0.48	34.98	21.32	0.69	15.31
农业与食品	15.31	0.53	47.18	16.39	0.53	49.34	32.66	1.06	29.01
房地产	114.98	3.97	43.81	102.84	3.32	34.85	122.07	3.98	28.72
新材料	19.08	0.66	5.82	18.39	0.59	13.51	47.02	1.53	17.42
财务投资	0.22	0.01	--	4.12	0.13	--	5.35	0.17	--
合计	2,896.62	100.00	15.67	3,100.80	100.00	15.97	3,069.53	100.00	15.99

资料来源：公司年报

注：1、2014~2015年，房地产业务属于公司战略投资板块；2016年9月，公司出售房地产开发业务，战略投资板块不再包含房地产业务，房地产业务作为终止经营业务进行列报，原房地产业务下的投资性物业，已调整至财务投资部分，公司对2015年同期比较数据进行了相应追溯调整。
2、公司财务投资分部主要以有限合伙的身份投资私募股权基金及风险投资基金并持有部分投资基金的普通合伙人权益；亦进行科技类早期风险投资或天使投资及对其他实体进行少数股权投资。该项业务收入主要为直营及联营基金管理费收入及部分咨询业务收入，营业成本核算相关咨询业务成本及购买服务支出等，该项业务不适用毛利率指标。

收入构成方面，信息技术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。2014~2016年，公司信息技术板块收入分别为2,723.44亿元、2,932.55亿元和2,825.51亿元，波动中小幅增长，其中2015年信息技术板块收入同比增长7.68%，主要系联想集团继续整合System X和摩托罗拉移动业务带来的收入增加所致；近三年公司信息技术板块收入占营业收入比重均在90%以上。2014~2016年，房地产板块营业收入分别为114.98亿元、102.84亿元和122.07亿元，占总营业收入的比重分别为3.97%、3.32%和3.98%，2016年9月份，公司出售房地产开发业务，交易作价158.51亿元。2014~2016年，公司财务投资板块收入分别为0.22亿元、4.12亿元和5.35亿元，占总营业收入的比重分别为0.01%、0.13%和0.17%。公司业务板块还包括金融服务、创新消费与服务、农业与食品和新材料，这些板块的收入占营业收入比重较小，均在5%以下，目前对公司营业收入规模影响较小；但近三年创新消费与服务、农业与食品以及新材料业务发展速度较快，整体收入增幅较大。

毛利率方面，公司综合毛利率近三年分别为15.67%、15.97%和15.99%，整体较为稳定。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14.03%、14.69%和14.74%。公司金融服务、创新消费与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。

2017年1~6月，公司实现营业收入1,424.82亿元，同比增长5.56%，主要系个人电脑销售额同比增长导致信息技术业务收入同比有所增长所致。公司毛利率15.17%，较上年同期下降2.17个百分点，变动不大。

总体看，战略投资方面，信息技术业务仍然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、农业与食品以及新材料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；公司出售了房地产开发业务，回流了较大规模现金，为公司的其他业务发展提供了较好的支撑。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。

2. 信息技术业务

公司信息技术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，信息技术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。联想集团信息技术业务主要包括个人电脑和智能设备业务、移动业务、数据中心业务等。

从信息技术板块的具体业务来看，联想集团的个人电脑和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）和平板电脑产品（ThinkPad Helix和Yoga平板）。2014~2016年，公司个人电脑和智能设备业务收入分别为2,088亿元、1,906亿元和1,963亿元；占比分别为76.68%、64.98%和69.46%，占比波动中有所下降，但仍是联想集团收入最主要来源。2016年，受宏观经济不景气和汇率波动的双重不利条件影响，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，其全球市场份额创下历史新高，全球个人电脑的市场份额在2016年第四季度上升至22.4%的历史新高。进入2017年，根据IDC数据显示，一季度，联想集团PC出货量为1,232万台，全球市场份额为20.4%；惠普PC出货量为1,314万台，全球市场份额21.8%；2017年一季度惠普PC市场份额超过联想，排名第一。近年来，受平板电脑和智能手机的崛起以及个人电脑生命周期延长的影响，全球个人电脑市场正在不断萎缩，公司未来个人电脑业务的发展将面临一定的不确定性。

移动业务主要为智能手机业务，联想集团智能手机产品主要包括S系列、A系列和摩托罗拉移动下的Moto X、Moto G以及DROID系列。2014~2016年，联想集团移动业务分别实现收入457亿元、678亿元和509亿元，年均复合增长率为5.53%，其中2015年移动业务收入同比大幅增长48.36%，主要系联想品牌在中国以外的新兴市场拓展以及收购摩托罗拉移动所致；2016年，由于主要零件受到供应限制以及中国智能手机市场竞争激烈，联想集团移动业务收入同比大幅下跌24.93%。近三年，移动业务收入占信息技术板块收入的比重分别为16.78%、23.12%和18.01%，有所波动。

2014年10月，联想集团完成对IBM x86服务器业务收购，2015年联想集团数据中心业务收入大幅增长。2014~2016年，联想集团数据中心业务收入分别为104亿元、288亿元和279亿元，年均复合增长63.79%，占联想集团收入的比重逐年上升，分别为3.82%、9.82%和9.87%。

公司其他业务主要包括生态系统、云服务及其他产品的销售，2014~2016年收入分别为74.00亿元、61.00亿元和75.00亿元，近三年占比较小。

表 8 2014~2016 年信息技术板块收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
个人电脑和智能设备业务	2,088.00	76.68	1,906.00	64.98	1,963.00	69.46
移动业务	457.00	16.78	678.00	23.12	509.00	18.01
数据中心业务	104.00	3.82	288.00	9.82	279.00	9.87
其他	74.00	2.72	61.00	2.08	75.00	2.65
合计	2,723.00	100.00	2,933.00	100.00	2,826.00	100.00

资料来源：2014 年数据来源于《联想控股 H 股招股说明书》；2015 年、2016 年数据来源于《联想集团有限公司二零一四/一五年财政年度第三季业绩公布》、《联想集团有限公司二零一四/一五年财政年度全年业绩公布》、《联想集团有限公司二零一五/一六年财政年度第三季业绩公布》、《联想集团有限公司二零一五/一六年财政年度全年业绩公布》、《联想集团有限公司二零一六/一七年财政年度第三季业绩公布》，因联想集团的财务年度为每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，上表中 2015 年数据计算方法为：2015 年收入=2014/15 全年收入-2014/15 三季度收入+2015/16 三季度收入；上表中 2016 年数据计算方法为：2016 年收入=2015/16 全年收入-2015/16 三季度收入+2016/17 三季度收入。

注 1：因业务转型等原因，2016 年联想集团对业务板块名称及构成进行了调整，“数据中心业务”板块承袭 2014 年、2015 年的“企业业务”板块。

注 2：因业务转型等原因，2016 年联想集团对业务板块名称及构成进行了调整，“联想创投集团及其他业务”板块承袭 2014 年、2015 年的“生态系统、云服务及其他产品”板块。

公司信息技术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。2016 年，联想集团前五大供应商采购金额占比 39.00%，最大供应商采购金额占比 20.00%。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。

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。

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 2016 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，近几年，通过外延式并购摩托罗拉移动和 IBM x86 服务器业务，公司信息技术业务规模有所扩大，整体收入规模尚属稳健。但联合评级也关注到受宏观经济不景气以及全球个人电脑市场萎缩的影响，公司个人电脑业务未来的发展将面临一定不确定性；智能手机市场竞争激烈，公司移动业务下滑明显。

3. 金融服务业务

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、君创国际融资租赁有限公司（以下简称“君创租赁”）和考拉科技运营。

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、资产管理、资本市场业务、P2P 网络贷款等九大业务品种，为中小企业提供定制化的融资方案和便捷、灵活的金融服务。正奇金融已专门建立一套风险管理系统，以全面、有效、严谨的管理正奇金融各业务条线的风险。正奇金融通过全面的客户尽职调查，独立的信息审查和多重审批流程管理风险。正奇金融还监测该风险管理系统的运作和表现，并不断优化系统，以适应市场情况、监管环境以及正奇金融所提供产品的变化。2014~2016 年，正奇金融实现收入分别为 9.12 亿元、11.44 亿元和 9.80 亿元。

贷款业务方面，2014~2016 年，正奇金融对外贷款余额为 41.73 亿元、46.74 亿元和 54.08 亿元，逐年稳定增长。截至 2016 年底，正奇金融共计发放小额贷款余额 31.50 亿元，较上年末增长 24.11%。

信用担保业务方面，正奇金融担保业务包括融资性担保和非融资性担保。融资性担保业务一般每年按担保金额的 1.50%~2.40%收取保费，并要求借款人提供反担保安排及担保物；非融资性担保业务通常每年按提供担保金额的 2%收费。2014~2016 年，信用担保业务期末余额分别为 40.46 亿元、45.30 亿元和 37.51 亿元，其中 2016 年担保余额有所下降，主要系市场环境变化，公司进一步加强风险控制措施，收缩业务规模所致。

此外，正奇金融还拥有融资租赁业务和商业保理业务。截至 2016 年底，正奇金融融资租赁业务期末应收租赁款余额 34.62 亿元，较上年末大幅增长 73.36%；商业保理业务余额为 10.41 亿元。

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 年实现收入 3.01 亿元；截至 2016 年底，期末应收租赁款余额 57.36 亿元。同时，君创租赁持续加强业务布局和市场开拓，截至 2016 年末，除上海总部外，已经在济南、武汉、沈阳、广州、成都等地设立了办事处，并面向全国客户开拓业务。

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，2016 年底贷款余额接近人民币 70 亿元，个人信贷业务单日放款金额峰值超过人民币 1 亿元。2016 年申请用户数量同比增长近 5 倍，业务发展迅猛。2016 年，考拉科技实现营业收入 3.02 亿元。

总体看，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，需关注相应的风险控制能力。

4. 创新消费与服务

公司加强对服务行业的布局，目前已进入口腔医疗、物流、养老以及租车板块。公司创新消费与服务业务主要运营主体为子公司拜博口腔和增益供应链。公司不断提升相关被投资企业的知名度，一些品牌已在中国消费者群体中获得广泛认可，如知名品牌神州租车及拜博口腔。2014~2016 年，公司创新消费与服务业务收入分别为 8.53 亿元、14.95 亿元和 21.32 亿元。

拜博口腔是公司提供连锁口腔医疗服务的子公司，已经积累起丰富的管理经验并在中国多个区域建立起强大的品牌认知度，通过自身增长及收购扩大其在中国的覆盖率。截至 2016 年底，拜博口腔拥有 53 家医院和 147 家诊所，门店数较 2015 年增长 48%，覆盖 25 个省份和直辖市。拜博口腔的牙科专用椅数量 2,569 张，较 2015 年底增长了 63.94%；口腔医生的数量由 2015 年末的 769 名增加至 1,129 名。

拜博口腔采用多种先进的口腔医疗设备和技术，为患者提供广泛的口腔服务，包括口腔疾病治疗、种植、正畸、美白、修复以及儿童口腔等服务项目。拜博口腔向牙医提供标准化培训，通过考核后方可独立行医。拜博口腔制定并执行统一的临床操作流程和标准，在每一家医院和诊所均指派有医疗专业人员负责服务质量的管理控制。

公司 2014 年下半年将拜博口腔纳入合并范围，2014~2016 年，拜博口腔分别实现收入 3.58 亿元、9.75 亿元和 12.57 亿元，逐年增长，主要系门店数量不断扩张所致。

增益供应链基于所持有的冷链物业，提供冷冻仓储服务、批发市场商铺租赁服务、商品贸易服务、批发市场商户小额贷款及担保服务、保税商检查验及物流服务；2015 年，增益供应链新设立第三方物流业务模式，重点面向电子制造、汽车配件等领域企业客户的个性化物流服务需求，通过提供综合物流解决方案、整合第三方运力资源，为客户提供一站式物流服务，业务网络主要覆盖华北、华中、华东、华南四大区域；此外，增益供应链还拥有国内快递业务，但截至 2016 年底，除山东之外，已关停或转让了其他区域的快递业务。2014~2016 年，增益供应链分别实现收入 3.62 亿元、5.19 亿元和 8.22 亿元。

总体看，公司加强在创新消费与服务领域的布局，旗下拜博口腔具有一定品牌知名度；未来随着拜博口腔门店数量的扩张，创新消费与服务业务收入有望实现增长。

5. 农业与食品

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和丰联酒业控股集团有限公司（以下简称“丰联集团”）²。2014~2016 年，公司农业与食品业务收入分别为 15.31 亿元、16.39 亿元和 32.66 亿元，其中 2016 年同比大幅增长 99.27%，主要系 KB Food 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。

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。

2016 年 3 月，公司子公司南明有限公司与 KB Seafoods 管理团队合资成立 KB Food，收购 KB Seafoods 100%股权。截至 2016 年 12 月 31 日，公司持有 KB Food 90%股权。

² 2016 年，公司将丰联集团资产注入佳沃集团

KB Seafoods 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 KB Food 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。

2016 年 4 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日，KB Food 实现收入 20.22 亿元。

总体看，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，目前已拥有国内最大的水果全产业链企业；通过收购澳洲 KB Seafoods，公司实现农业与食品业务收入的大幅增长。

6. 新材料

公司新材料业务的主要运营公司为子公司联泓集团有限公司（以下简称“联泓集团”），主要从事精细化学品和化工新材料生产业务。

通过与中科院的关系，联泓集团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³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。2015 年 10 月建设项目全部预转固，开始产生收入和利润，并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，并成功推向目标市场。2016 年联泓集团在引进技术的基础上进行工艺创新，成功开发出高熔均聚聚丙烯产品 PPHM600N，产品一经推出便获市场好评，联泓集团已成为国内该牌号聚丙烯产品最大的供货商，占有 50%以上国内市场份额。

2014~2016 年，公司新材料业务收入分别为 19.08 亿元、18.39 亿元和 47.02 亿元，其中 2016 年收入大幅增长，主要系 2016 年公司前期在建项目全部顺利投产，产能得以释放所致。

总体看，随着产能的释放，公司新材料业务收入大幅增长。

7. 房地产业务

公司房地产业务主要集中在下属子公司融科智地房地产股份有限公司（以下简称“融科智地”）及融科物业投资有限公司（以下简称“融科物业”），其房地产业务包括：开发及销售住宅，开发、销售、租赁及管理写字楼和产业园并能为企业客户开发量身定制的物业以及物业管理服务。2014 年、2015 年和 2016 年，公司房地产业务分别实现营业收入 114.98 亿元、102.84 亿元和 122.07 亿元。

2016 年 9 月，公司与融创房地产集团有限公司（以下简称“融创房地产”）签订了《关于融科智地房地产股份有限公司之资产转让框架协议》，约定融创房地产收购公司拥有与房地产开发业务相关的股权及债权。公司与融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”，融创房地产母公司）分别于 2016 年 10 月 26 日及 2016 年 11 月 15 日获得双方股东批准，交易先决条件达成并进入交割程序。截至 2016 年 12 月 31 日，交易涉及的目标公司已陆续移交，工商变更程序持续推进中。

³联泓集团于 2016 年对济宁中银电化有限公司进行了剥离。

调整后公司应收总交易对价（含出售给融创房地产及其他股东方）为 158.51 亿元，截至 2017 年 3 月 29 日，公司已收对价为 143.33 亿元；根据与融创房地产补充约定，剩余款项将于 2017 年 9 月 20 日前完成结算。

总体看，公司将房地产开发业务进行了出售，回流了大规模资金，为公司其他业务投资提供了较好的支撑。

8. 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。

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、医疗健康和智能机器三个方向，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 2016 年底，联想之星共管理 2 只基金，管理规模为人民币 11 亿元。联想之星已经累计投资超过 160 个项目，2016 年投资超过 40 个项目，并有 43 个项目实现下一轮融资，2 个项目完成新三板挂牌，3 个项目实现退出。

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 2016 年底，君联资本共管理 7 期美元综合基金，4 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。2016 年，君联资本新募两只人民币基金，一只美元基金，另外完成三只人民币基金和一只美元基金的最终募集，在管资产规模得以扩大。2016 年君联资本募集基金总额人民币 83.9 亿元，其中新募基金的募集总额折合人民币为 74.4 亿元。

2016 年，君联资本累计完成 49 项新项目投资，涵盖 TMT、现代服务、健康医疗、文化体育等行业内的创新及成长期企业。2016 年，君联资本全部或部分退出项目 15 个，为公司贡献现金回款近 7 亿元，创造了良好的现金收益。截至 2016 年 12 月 31 日，君联资本共有 39 家投资企业成功上市，6 家企业在新三板挂牌。2016 年共有 2 家投资企业在国内资本市场完成首次公开上市，分别为玲珑轮胎和裕同科技，另外有 6 家企业在新三板挂牌。

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革、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。公司是弘毅投资每期基金（Hony International Limited 除外）的有限合伙投资人，并在其普通合伙人中持有 20% 的股权。

截至 2016 年底，弘毅投资共管理 8 期股权投资基金，2 期夹层基金以及 1 期地产基金。2016 年上半年，弘毅投资完成了第 8 期股权投资基金的募集工作，新募基金的募集总额为 22 亿美元；2016 年下半年，弘毅地产基金募集工作启动，截至 2016 年底已完成两次交割，募集规模达到人民币 17.5 亿元。2016 年弘毅 PE 基金完成了 12 个新项目或原有项目的追加投资，弘毅夹层基金完成了 5 笔投资，弘毅地产基金完成了 3 笔投资。

2016 年，弘毅 PE 基金共完成 9 个项目的完全退出或部分退出，弘毅夹层基金完成 4 个项目退出，合计为公司贡献近 7 亿元的现金回款。截至 2016 年 12 月 31 日，弘毅投资共有 36 家被投资企业成功在境内外上市（含 PIPE 投资）及 3 家在新三板挂牌，其中 2016 年弘毅投资在管企业有 3 家在国内资本市场上市，分别为融众金融、巨人网络和玲珑轮胎。

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。

9. 经营效率

2014~2016 年，随着公司经营规模的持续扩大，应收账款周转率持续下降，分别为 9.52 次、8.54 次和 7.71 次。2014~2016 年，随着公司主动缩减并最终退出房地产开发业务，公司存货中房地产开发成本持续减少，存货周转率呈波动上升态势，分别为 4.70 次、4.66 次和 6.56 次。2014~2016 年，公司的总资产周转次数分别为 1.13 次、1.03 次和 0.98 次，呈逐年下降态势，主要系公司收购摩托罗拉移动和 IBM x86 服务器后，商誉等资产大幅增长所致。

总体看，公司经营效率尚可。

10. 经营关注

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。

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。

11. 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 3396.HK，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。

出售部分房地产业务股权及债权

2016 年 9 月 16 日，联想控股股份有限公司及融科智地房地产股份有限公司（联想控股股份有限公司的附属公司）（作为卖方）与融创房地产（作为买方）签订框架协议，卖方有条件同意出售而买方有条件同意购买 40 家目标公司的相关股权及债权，框架协议项下拟进行的交易事项合同总价值约为人民币 13,788,430,000 元。

于买方进行尽职审查及卖方与买方按公平原则磋商后，卖方与买方于 2016 年 10 月 28 日订立补充协议，框架协议的经修订价值为人民币 13,988,430,000 元（即经修订价值）。除上述事项外，框架协议拟定的余下条款及条件维持不变，并仍然具有法律效力。

2016 年 9 月 30 日，公司子公司联想集团将联想研究院大厦出售给北京市海淀区国有资本经营

管理中心，合同总价值 17.80 亿元。根据公司相关公告，联想集团将以售后回租的形式继续使用该大厦，并拟将该物业出售所获资金投入其核心业务。

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。此外，公司本次出售房地产开发业务主要是公司战略业务调整，未来公司将更加专注于国内外金融服务、IT 产品及服务研发等核心业务。

12. 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2014~2016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，2017年1~6月财务报表未经审计。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2016年底，公司合并范围变化较小，财务数据的可比性强。

截至 2016 年底，公司合并资产总计 3,228.53 亿元，负债合计 2,532.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）695.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益 524.09 亿元。2016 年公司实现营业收入 3,069.53 亿元，净利润 81.37（含少数股东损益）亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 49.97 亿元。2016 年公司经营活动现金流量净额为 122.83 亿元，现金及现金等价物增加额-47.44 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 3,180.12 亿元，负债合计 2,404.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）776.01 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 528.56 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 1,424.82 亿元，净利润 30.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 27.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额-98.83 亿元，现金及现金等价物净增加额-84.60 亿元。

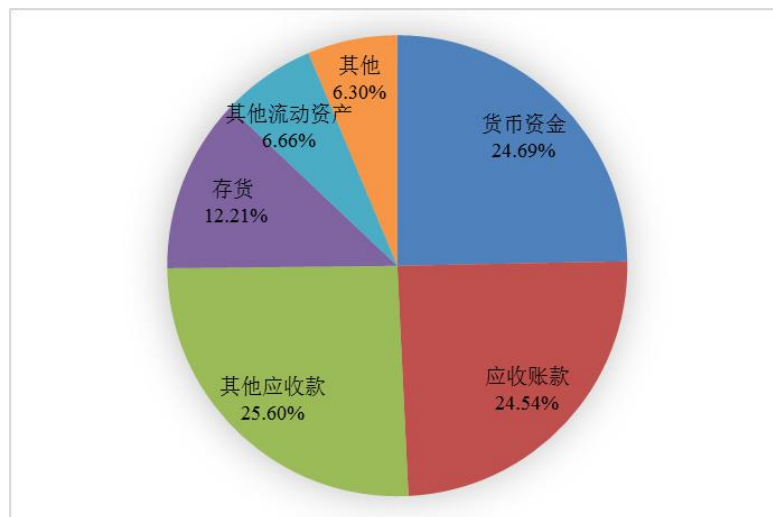
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 4.92%，主要系非流动资产增长所致。公司业务稳步发展，截至 2016 年底，公司资产总额达 3,228.53 亿元，较上年末增长 5.24%，其中流动资产占比 53.73%，非流动资产占比 46.27%；公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产小幅下降，年均复合下降 0.71%。截至 2016 年底，公司流动资产总额达 1,734.66 亿元，较上年末小幅下降 0.88%。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 24.69%）、应收账款（24.54%）、其他应收款（占比 25.60%）、存货（占比 12.21%）和其他流动资产（占比 6.66%）构成，如下图所示。

图2 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动中略微增加，年均复合增长 1.01%；截至 2016 年底，公司货币资金 428.34 亿元，较上年末变化不大，其中，银行存款占比 88.28%，受限存款为 18.74 亿元，占公司货币资金比例为 4.38%，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。

2014~2016 年，公司应收账款波动中有所增加，年均复合增长 9.09%；截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 425.71 亿元，较上年末增长 19.31%，主要系公司子公司联想集团业务账期延长所致。公司应收账款账龄以一年以内的为主，占比 99.24%。公司应收账款共计提坏账准备 8.65 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。

2014~2016 年，公司其他应收款呈持续增长的态势，年均复合增长 35.87%；截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值 444.08 亿元，较上年末增长 62.23%，主要系公司处置终止经营业务⁴应收款项增加所致。公司其他应收款余额中，账龄 1 年以内占比 98.88%，1~2 年占比 0.25%，2~3 年占比 0.06%，3 年以上占比 0.81%。公司其他应收款主要为应收代工厂商款、处置终止经营业务应收款项以及应收代垫及暂付款，分别占其他应收款余额的 38.28%、28.98%和 20.98%。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。

2014~2016 年，公司存货规模呈持续下降态势，年均复合下降 37.56%；截至 2016 年底，公司存货账面价值 211.81 亿元，较上年末下降 59.17%，主要系公司退出房地产业务，房地产开发成本大幅下降所致。公司存货构成主要为原材料、产成品和周转材料，分别占存货原值的 41.30%、36.13%和 19.41%。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，2016 年度公司计提存货跌价准备金 17.62 亿元，计提较为充足，但在 PC 及智能手机行业竞争激烈且产品升级换代较为频繁的背景

⁴公司及子公司融科智地房地产股份有限公司与融创房地产集团有限公司于 2016 年 9 月 16 日订立框架协议以出售 40 家目标公司的相关股权及债权予融创房地产，终止经营业务收入 122.07 亿元，目前已全部收回。

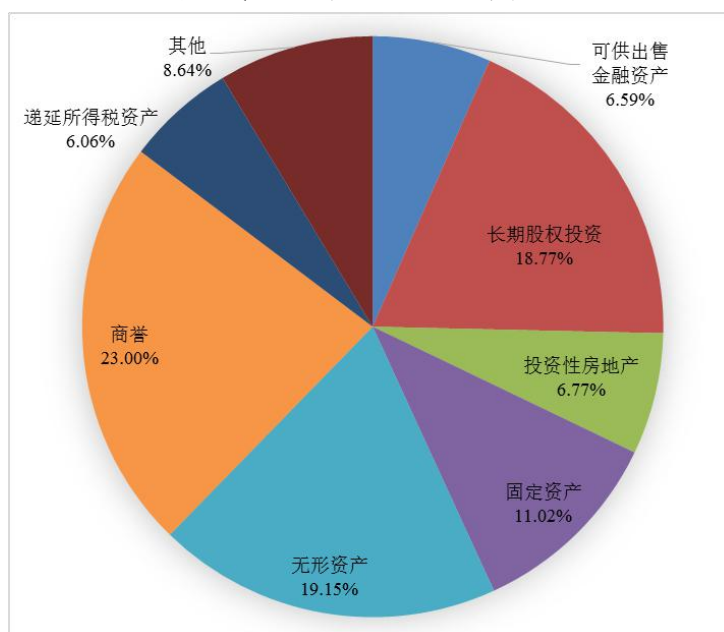
景下，公司手机业务销售降幅较大，公司存货存在继续跌价的风险。

2014~2016 年，公司其他流动资产呈持续增长态势，年均复合增长 11.34%；截至 2016 年底，公司其他流动资产账面价值 115.59 亿元，较上年末增长 3.02%，主要系公司子公司正奇金融小额贷款业务的迅速增长所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产规模呈持续增长态势，年均复合增长 12.84%，主要系长期股权投资、投资性房地产、固定资产和递延所得税资产增加所致。截至 2016 年底，公司非流动资产总额为 1,493.87 亿元，较上年末增长 13.36%，非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 6.59%）、长期股权投资（18.77%）、投资性房地产（6.77%）、固定资产（11.02%）、无形资产（19.15%）、商誉（23.00%）和递延所得税资产（占比 6.06%）为主，如下图所示。

图3 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司的可供出售金融资产呈快速增长态势，年均复合增长 66.57%；截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 98.49 亿元，较上年末增长 40.95%，主要系公司持有的可供出售的权益工具增加所致。

2014~2016 年，公司长期股权投资增长较快，年均复合增长 18.02%；截至 2016 年底，公司长期股权投资 280.42 亿元，较上年末增长 17.68%，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。公司长期股权投资标的整体资质较好，减值的风险较小，公司未计提减值准备。

表 9 截至 2016 年底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
汉口银行有限公司	33.65	12.00
神州租车有限公司	27.08	9.66
深圳市鑫荣懋农产品股份有限公司	13.08	4.66
拉卡拉支付股份有限公司	7.37	2.63

联保投资集团有限公司	6.83	2.43
合计	88.01	31.39

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司投资性房地产规模波动上升，年均复合增长29.57%，主要系2015年公司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2016年底，公司投资性房地产账面价值101.12亿元，较上年末下降1.06%。截至2016年底，公司已将账面价值为65.72亿元（占比64.99%）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。

2014~2016年，公司固定资产呈波动增长态势，年均复合增长16.39%，主要系公司在建工程的转入所致。截至2016年底，公司固定资产净值164.57亿元，主要由房屋及建筑物、机械设备和办公设备构成。截至2016年底，公司已将账面价值5.34亿元的固定资产用于公司短期借款的抵押物，属于所有权受到限制的资产；截至2016年底，公司固定资产已计提折旧74.75亿元，成新率⁵为69.09%，成新率一般。

2014~2016年，公司无形资产年均复合增长1.21%；截至2016年底，公司无形资产账面价值286.05亿元，较上年末变化幅度不大。公司无形资产主要由专利及技术、商标、软件以及土地使用权构成；2016年无形资产计提减值准备5.32亿元，公司整体无形资产质量较好，减值风险较小。截至2016年底，公司已将账面价值0.77亿元土地使用权用于公司短期借款提供抵押担保；将0.12亿元的土地使用权用于长期借款抵押物，属于所有权受到限制的资产。

2014~2016年，公司商誉逐年增长，年均复合增长1.65%，主要为收购摩托罗拉移动和IBM x86服务器所产生的商誉。截至2016年底，公司商誉343.53亿元，较上年末增长8.51%，主要系公司收购KB Seafoods公司以及拉卡拉下属子公司等形成商誉导致。2016年，公司计提商誉减值准备7.49亿元，主要系拜博口腔本期经营不如预期所致。

2014~2016年，公司递延所得税资产呈快速增长态势，年均复合增长57.21%；截至2016年底，公司递延所得税资产90.60亿元，较上年末增长33.98%，主要系公司递延所得税资产中未弥补亏损的大幅增加所致。

截至2017年6月底，公司资产总额3,180.12亿元，较年初下降1.50%，变化不大。其中，流动资产占比49.98%、非流动资产占比50.02%，非流动资产占比略有上升，整体变化不大，基本保持稳定。

总体看，公司资产规模较大，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

2014~2016年，公司负债规模年均复合增长2.73%，主要系流动负债的增加所致；截至2016年底，公司负债合计2,532.67亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为70.80%和29.20%，公司负债结构以流动负债为主。

流动负债

2014~2016年，公司流动负债规模不断上升，年均复合增长7.55%；截至2016年底，公司流动负债合计达1,793.09亿元，主要以短期借款（占比8.92%）、应付账款（24.45%）、其他应付款（占

⁵成新率=（平均固定资产净值÷平均固定资产原值）*100%

比 30.78%)、一年内到期的非流动负债（占比 13.40%）和其他流动负债（占比 13.45%）为主，如下图所示。

图4 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款呈波动上升态势，年均复合增长 31.25%；截至 2016 年底，公司短期借款合计 160.00 亿元，较上年末增长 185.08%，主要系 2016 年公司经营规模扩张，融资需求增加，公司信用贷款大幅增加所致。公司短期借款由担保借款和信用借款构成，分别占比 29.25%和 70.75%，以信用借款为主。担保借款由抵押、质押和保证借款构成，分别占比 4.74%、13.55%和 81.70%，主要以保证借款为主。

2014~2016 年，公司应付账款呈波动下降态势，年均复合下降 5.03%；截至 2016 年底，公司应付账款合计 438.37 亿元，较上年末增长 0.14%，变化幅度不大；公司应付账款主要为应付购货款，占比 99.34%。应付账款账龄基本都在 1 年以内，其中，账龄超过 1 年的应付账款为人民币 0.40 亿元。

2014~2016 年，公司其他应付款逐年上升，年均复合增长 17.30%；截至 2016 年底，公司其他应付款合计 551.96 亿元，较上年末增长 22.02%，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 62.59%）和预提费用（占比 17.38%）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。

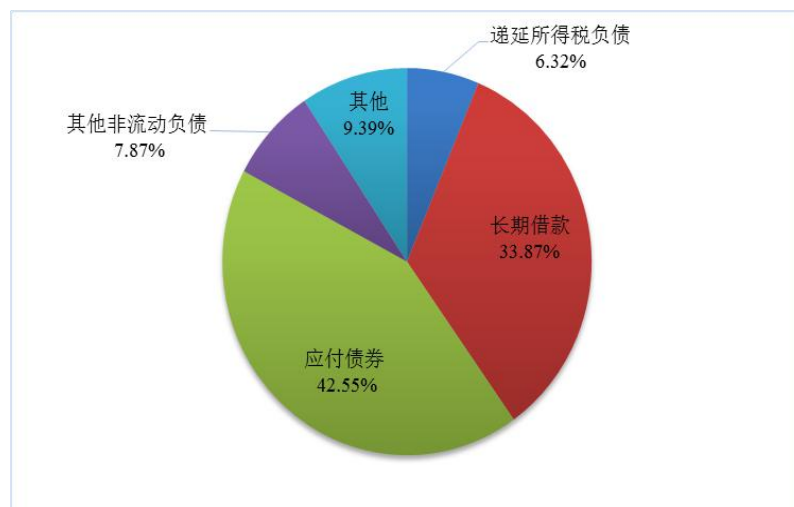
2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债呈持续上升态势，年均复合增长 26.65%；截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 240.23 亿元，较上年末增长 27.23%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2014~2016 年，公司其他流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 4.57%；截至 2016 年底，公司其他流动负债 241.16 亿元，较上年末增长 8.90%，主要系公司子公司正奇金融贷款业务中待赎回转让贷款的增加所致。公司其他流动负债由一年内到期的预计负债（占比 76.84%）和待赎回转让贷款（占比 23.16%）构成。

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债呈波动下降的态势，年均复合下降 6.69%；截至 2016 年底，公司非流动负债合计 739.58 亿元，较上年末下降 13.37%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 33.87%），应付债券（占比 42.55%）、其他非流动负债（占比 7.87%）和递延所得税负债（占比 6.32%）构成，如下图所示。

图5 截至2016年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司长期借款呈波动下降的态势，年均复合下降 18.08%；截至 2016 年底，公司长期借款余额合计 250.50 亿元，较上年末下降 25.42%，主要系部分信用借款的偿还及转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款由担保借款（占比 70.42%）和信用借款（占比 29.58%）构成。

2014~2016 年，公司应付债券呈快速增长的态势，年均复合增长 27.94%；截至 2016 年底，公司应付债券余额合计 314.66 亿元，较上年末增长 36.63%，主要系公司 2016 年发行两期公司债券（“16 联想 01”和“16 联想 02”）以及联想集团发行的公司债券所致。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 10 公司及子公司主要应付债券情况（单位：亿元）

公司	债券类型	币种	发行规模	发行日期	债券期限
联想控股	公司债券	人民币	29.00	2011/10/31	7 年
联想控股	公司债券	人民币	23.00	2012/11/30	10 年
联想控股	私募债券	人民币	20.00	2014/03/21	5 年
联想控股	私募债券	人民币	7.40	2014/03/27	5 年
联想集团	长期票据	美元	15.00	2014/05/08	5 年
联想集团	长期票据	人民币	40.00	2015/06/10	5 年
正奇金融	担保债券	人民币	5.00	2015/09/16	3 年
联想控股	私募债券	人民币	10.00	2015/10/29	3 年
正奇金融	公司债券	人民币	4.00	2016/03/03	3 年
联想控股	私募债券	人民币	20.00	2016/03/17	1 年
联想控股	公司债券	人民币	15.00	2016/07/06	5 年
联想控股	公司债券	人民币	20.00	2016/07/06	10 年
君创租赁	资产支持证券	人民币	8.30	2016/11/17	1-3 年
联想控股	私募债券	人民币	30.00	2016/11/28	3 年
融科股份	担保债券	人民币	14.50	2016/05/31	3 年
合计	--	--	261.20	--	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司其他非流动负债呈持续下降态势，年均复合下降 43.00%；截至 2016 年底，公司其他非流动负债余额合计 58.19 亿元，较上年末下降 65.32%；主要系与收购相关的或有递延对

价大幅减少所致；公司其他非流动负债主要由预收延期保修款和与收购相关的或有及递延对价构成，其他占比较小。

2014~2016 年，公司递延所得税负债呈波动上升态势，年均复合增长 15.40%；截至 2016 年底，公司递延所得税负债合计 46.76 亿元，较上年末下降 5.50%，主要系公司对联营企业及合营企业投资、公允价值变动形成的暂时性差异减少所致。

2014~2016 年，公司全部债务规模呈持续增长的态势，年均复合增长 8.83%，主要系短期债务增加所致。截至 2016 年底，公司全部债务为 944.82 亿元，较上年末增长 16.62%；其中短期债务和长期债务分别占比 39.99%和 60.01%，以长期债务为主。2014~2016 年，公司资产负债率呈持续下降态势，分别为 81.82%、78.61%和 78.45%；全部债务资本化比率呈波动下降态势，分别为 59.87%、55.25%和 57.59%。长期债务资本化比率呈持续下降态势，分别为 51.54%、46.50%和 44.90%，公司债务负担有所下降。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 2,404.10 亿元，较年初下降 5.08%，主要系流动负债减少所致；其中流动负债占比 67.16%，非流动负债占比 32.84%，仍以流动负债为主。截至 2017 年 6 月底，公司全部债务合计 982.25 亿元，其中短期债务占比 37.38%、长期债务占比 62.62%，债务结构仍以短期债务为主。截至 2017 年 6 月底，公司资产负债率为 75.60%，全部债务资本化比率为 55.86%，长期债务资本化比率为 44.22%，分别较年初下降 2.85 个百分点、1.72 个百分点和 0.68 个百分点，债务负担有所下降。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益年均复合增长 14.24%，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；截至 2016 年底，公司所有者权益 695.87 亿元，较上年末增长 6.05%，主要系未分配利润的增加所致。归属于母公司所有者权益为 524.09 亿元，占比 75.31%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 4.50%，资本公积占比 37.06%，未分配利润占比 56.21%。公司未分配利润占比较高，所有者权益结构的稳定性一般。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益合计 776.01 亿元，较年初增长 11.52%，主要系未分配利润的增加所致。公司归属于母公司的所有者权益合计 528.56 亿元，占比为 68.11%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 4.46%、资本公积占比 36.51%、盈余公积占比 0.59%、未分配利润占比 59.86%，较年初变化不大。

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，债务规模亦有所扩大，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，债务负担有所下降但仍稍重。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

2014~2016 年，公司的营业收入分别为 2,896.62 亿元、3,100.80 亿元和 3,069.53 亿元，年均复合增长 2.94%。2014~2016 年，公司利润总额分别为 85.37 亿元、25.52 亿元和 91.98 亿元，年均复合增长 3.80%，主要系营业外收入大幅增加所致。2016 年，公司营业外收入 48.23 亿元，同比增长 206.51%，主要系公司出售房地产业务相关固定资产而实现大额营业外收入所致；公司营业外支出 16.13 亿元，同比下降 62.78%，主要系处置固定资产损失大幅减少所致。2016 年，公司实现净利润 81.37 亿元，同比增长 313.60%，归属于母公司所有者的净利润 49.97 亿元，同比增长 69.54%，净利润呈大幅增长态势，主要原因包括以下几方面，第一，2015 年，公司子公司联想集团因整合摩托罗拉业务产生重组费用及一次性费用导致亏损；第二，公司金融服务板块业务快速发展，净利润增长迅速；第三，

2015 年，公司新材料板块对中银电化及郭庄矿业的资产计提减值拨备，2016 年未有该费用发生，同时新材料板块业务增长强劲，扭亏为盈。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 11.13%，分别为 359.24 亿元、443.16 亿元和 443.66 亿元，主要系销售费用和管理费用的增长所致。2014~2016 年，公司销售费用分别为 139.67 亿元、165.86 亿元和 182.07 亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长 14.17%，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 38.88%、37.43%和 41.04%，占比呈波动上升态势。2014~2016 年，公司管理费用分别为 183.44 亿元、244.53 亿元和 229.46 亿元，呈波动上升态势，年均复合增长 11.84%，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 51.06%、55.18%和 51.72%，管理费用占比波动下降；2014~2016 年，公司财务费用分别为 36.14 亿元、32.77 亿元和 32.13 亿元，呈持续下降态势，年均复合下降 5.71%，主要系汇兑损益净额增加以及利息资本化金额增加所致；同期财务费用在期间费用中占比分别为 10.06%、7.39%和 7.24%，占比持续下降。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 12.40%、14.29 %和 14.45%，公司费用收入比呈逐年上升态势，费用控制能力一般。

2014~2016 年，公司资产减值损失分别为 26.87 亿元、35.30 亿元和 7.55 亿元，在营业利润中占比分别为 34.83%、66.43%和 12.60%，占比波动下降，主要系存货跌价损失以及固定资产减值损失减少所致。

2014~2016 年，公司投资收益增幅较大，年均复合下降 24.06%，分别为 54.94 亿元、58.21 亿元和 31.68 亿元，主要系 2016 年公司所投资的新项目尚未进入回报期，股利分红收入减少所致。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、公允价值变动收益以及享有的联营企业利润等构成。2014~2016 年，公司投资收益占利润总额的比重分别为 64.35%、228.07%和 34.44%，波动较大，主要系公司财务投资业务相关基金投资所投项目于 2014 年和 2015 年内进入回报期而相关股利分红收入较高，2016 年所投资新项目尚未进入回报期而相关股利分红收入相对前期减少等所致。公司投资项目较多，投资收益在利润总额中比重较大，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。

从各项盈利指标来看，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 14.75%、15.34%和 15.42%，主营业务毛利率分别为 15.67%、15.97%和 15.99%，均呈持续上升态势。2014~2016 年，公司总资产收益率分别为 10.27%、3.79%和 7.61%；总资产报酬率分别为 4.52%、1.96%和 4.09%；净资产收益率分别为 12.47%、3.31%和 12.04%，波动中有所下降，公司盈利能力有所下降。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 1,424.82 亿元，同比增长 5.56%，主要系 IT 分部个人电脑销售额较上年同期有所增长以及金融服务分部业务规模扩大带来收入增长所致；实现净利润 30.52 亿元，同比下降 27.38%，主要系产品零部件成本上升以及上年同期处置非核心资产产生的一次性收益综合所致。

总体看，公司盈利规模较大，期间费用控制能力有所下降。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，经过整合，公司 2016 年盈利能力有所回升，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，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 2,867.29 亿元、3,198.73 亿元和 3,217.82 亿元，年均复合增长 5.94%；公司经营活动产生的现金流出分别为 2,852.94 亿元、3,191.80 亿元和 3,094.99

亿元，年均复合增长 4.16%，变化幅度不大。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 14.35 亿元、6.94 亿元和 122.83 亿元，年均复合增长 192.53%。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 97.90%、102.17%和 102.56%，收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 89.67 亿元、129.83 亿元和 131.75 亿元，年均复合增长 21.22%，主要系赎回基金、收到的部分长期股权投资成本及股利返还等收回的现金增加所致；公司投资活动现金流出分别为 326.91 亿元、178.07 亿元和 355.18 亿元，年均复合增长 4.23%，主要系公司近年来陆续收购摩托罗拉移动、IBM x86 服务器业务、KB Seafoods 公司以及拉卡拉下属公司支付的现金所致。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -237.25 亿元、-48.24 亿元和 -223.43 亿元，投资活动现金流金额持续为负且规模较大，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。2014~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 514.84 亿元、413.60 亿元和 826.09 亿元，年均复合增长 26.67%，主要系取得借款和发行“16 联想 01”及“16 联想 02”公司债券所收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流出分别为 283.77 亿元、382.69 亿元和 772.93 亿元，年均复合增长 65.04%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 231.07 亿元、30.92 亿元和 53.16 亿元，年均复合下降 52.04%。

2017 年 1~6 月，公司经营活动现金净流出 98.83 亿元，同比增长 601.06%，主要系支付其他与经营活动有关的现金增加所致；投资活动现金净流出 88.10 亿元，同比下降 5.36%；筹资活动净流入 99.92 亿元，同比增长 23.60%，主要为满足经营需求，融资规模扩大导致。

整体看，公司经营活动净现金流波动较大，投资活动现金净流出规模持续扩大，公司需要通过外部融资来满足日益扩大的投资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率呈逐年下降态势，分别为 1.14 倍、1.12 倍和 0.97 倍，公司流动资产对流动负债覆盖程度尚可；公司速动比率呈持续上升态势，分别为 0.78 倍、0.79 倍和 0.85 倍，有所提高。2014~2016 年，由于短期债务规模增长较快，公司现金短期债务比持续下降，分别为 2.03 倍、1.91 倍和 1.28 倍，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降，但保障能力仍属较强。2014~2016 年，公司经营现金流动负债比率为 0.93%、0.45%和 6.85%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力较弱但有所提升。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，2014~2016 年，公司 EBITDA 呈波动增长趋势，年均复合增长 13.25%，主要系公司利润总额增加所致。2016 年，公司 EBITDA 为 184.86 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 12.39%、17.96%、19.90%和 49.76%，计入财务费用的利息支出和利润总额占比较大。2014~2016 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.95 倍、2.11 倍和 3.30 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.18 倍、0.14 倍和 0.20 倍，EBITDA 对全部利息和全部债务的保障程度尚可。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保余额为 195.10 亿元，占 2017 年 6 月底总资产的 6.13%，净资产的 25.14%。

截至 2017 年 6 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 2017 年 9 月 14 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 2017 年 6 月底，未使用的金融机构授信额度 1,098 亿元，剩余未使用额度 830.49 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，盈利能力良好，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、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务 982.25 亿元，本期拟发行债券规模为 20 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度不大，对公司债务水平的影响较小。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元，考虑到规模 25 亿元的“17 联想 01”已于 2017 年 7 月 4 日发行成功，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 45.90%、55.56%和 75.94%，分别较发债前上升 1.75 百分点、1.18 个百分点和 0.34 个百分点，债务负担有所加重，但尚在可控范围，同时考虑到本期债券募集资金拟用于偿还有息债务，实际测算指标低于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 184.87 亿元，为本期公司债券发行额度 20 亿元的 9.24 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2016 年经营活动产生的现金流入 3,217.82 亿元，为本期公司债券发行额度 20 亿元的 160.89 倍，对本期债券覆盖程度高。

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。

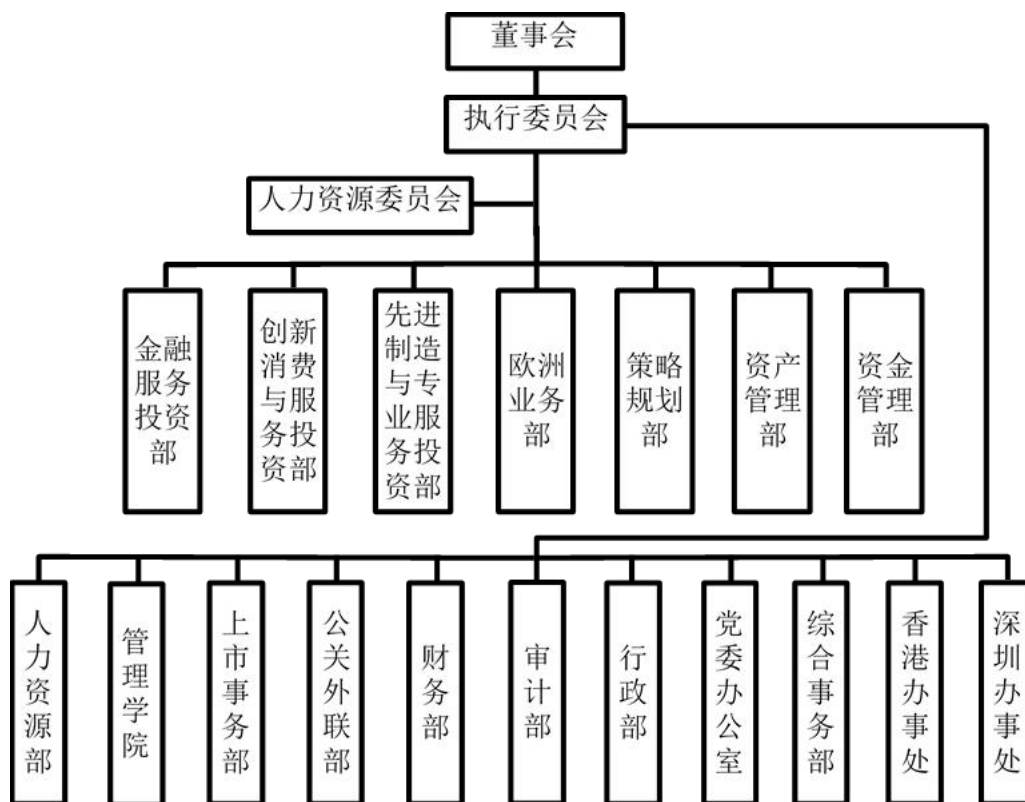
九、综合评价

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 业务继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。但同时，联合评级也关注到全球传统 PC 市场不断萎缩，智能手机市场竞争激烈等因素给公司 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；财务投资风险较高等因素可能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 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、创新消费与服务、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 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额 (亿元)	2,932.86	3,067.90	3,228.53	3,180.12
所有者权益 (亿元)	533.18	656.14	695.87	776.01
短期债务 (亿元)	228.58	239.93	377.84	367.18
长期债务 (亿元)	566.98	570.21	566.98	615.07
全部债务 (亿元)	795.56	810.15	944.82	982.25
营业收入 (亿元)	2,896.62	3,100.80	3,069.53	1,424.82
净利润 (亿元)	60.75	19.67	81.37	30.52
EBITDA (亿元)	144.14	110.69	184.86	--
经营性净现金流 (亿元)	14.35	6.94	122.83	98.83
应收账款周转次数 (次)	9.52	8.54	7.71	--
存货周转次数 (次)	4.70	4.66	6.56	--
总资产周转次数 (次)	1.13	1.03	0.98	--
现金收入比率 (%)	97.90	102.17	102.56	105.11
总资本收益率 (%)	10.27	3.79	7.61	--
总资产报酬率 (%)	4.52	1.96	4.09	--
净资产收益率 (%)	12.47	3.31	12.04	--
营业利润率 (%)	14.75	15.34	15.42	14.89
费用收入比 (%)	12.40	14.29	14.45	16.78
资产负债率 (%)	81.82	78.61	78.45	75.60
全部债务资本化比率 (%)	59.87	55.25	57.59	55.86
长期债务资本化比率 (%)	51.54	46.50	44.90	44.22
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.95	2.11	3.30	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.14	0.20	--
流动比率 (倍)	1.14	1.12	0.97	0.98
速动比率 (倍)	0.78	0.79	0.85	0.78
现金短期债务比 (倍)	2.03	1.91	1.28	1.06
经营现金流动负债比率 (%)	0.93	0.45	6.85	-6.12
EBITDA/本期发债额度 (倍)	7.21	5.53	9.24	--

注：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流动负债及其他应付款中有息部分，长期债务调入长期应付款中有息部分。

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 2018 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，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

二零一八年一月二十二日