

跟踪评级公告

联合[2015] 2559 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持联想控股有限公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,并维持其“11联想债”、“12联想债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月二十四日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

联想控股股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 联想债	29 亿元	2011/10/31-2018/10/30	AAA	AAA
12 联想债	23 亿元	2012/11/30-2022/11/29	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	480.56	437.10	476.84
资产总额(亿元)	1872.03	2070.17	2894.65
所有者权益(亿元)	323.04	355.85	533.29
短期债务(亿元)	162.20	174.03	259.93
全部债务(亿元)	435.61	496.22	825.43
营业收入(亿元)	2266.46	2440.31	2896.62
利润总额(亿元)	53.02	74.28	85.37
EBITDA(亿元)	109.80	129.57	144.14
经营性净现金流(亿元)	64.39	-9.89	14.35
营业利润率(%)	12.52	14.03	14.75
净资产收益率(%)	11.69	15.99	11.39
资产负债率(%)	82.74	82.81	81.58
全部债务资本化比率(%)	57.42	58.24	60.75
流动比率(%)	114.91	119.44	115.53
全部债务/EBITDA(倍)	3.97	3.83	5.73
EBITDA 利息倍数(倍)	3.64	4.04	2.95
经营现金流动负债比(%)	5.66	-0.79	0.95

注: 2014 年现金类资产根据新会计准则口径计算。

分析师

赵楠 董征 王慧

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

作为中国知名的投资控股公司, 联想控股股份有限公司(以下简称“联想控股”或“公司”)主要业务涉及信息技术、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产、化工与能源材料、财务投资等领域, 公司规模优势显著, 品牌影响力突出。

跟踪期内, 国内外经济形势复杂, 公司旗下联想集团有限公司(以下简称“联想集团”)在不利的市场环境下依然录得良好业绩, 在稳固传统 PC 市场行业地位的同时, 通过并购等措施强化智能移动终端业务优势, 并向企业级业务全面拓展, 其 PC+战略稳步推进。房地产板块经营稳健, 收入和利润水平持续增长, 差异化服务运营模式和持有土地储备有利于可持续发展。财务投资业务稳定成熟, 依托专业团队和项目经验, 成长潜力大。目前, 公司资产质量良好, 现金类资产规模大。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 传统电脑业务面临较大行业压力, 大规模的投资收购活动亦存在财务和整合方面的风险, 跟踪期内公司有息债务持续增长且规模较大, 业务重组成本及费用导致联想集团出现阶段性财务亏损, 大跨度的产业布局也对相关经营管理带来挑战。

公司围绕消费与服务, 推进多元化发展战略, 通过多种方式积极布局金融服务、现代服务、农业与食品、化工与能源材料等业务领域, 在取得优良财务回报的同时, 也有效提升了经济新常态下的抗风险能力, 随着相关产业的整合调整, 未来有望为公司创造新的收入利润增长点。

综合考虑, 联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 同时维持“11 联想债”和“12 联想债”AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司收入利润规模稳步提升, 综合竞争实力进一步增强。

2. 联想集团在科技产品领域的优势地位相对稳固，新业务的并购也有助于 PC+战略的中长期发展。
3. 公司业务模式、多产业布局有助于抗风险能力的提升和长期发展战略的实施。
4. 跟踪期内，公司成功实现整体上市，直接融资渠道进一步拓宽。
5. 公司现金类资产充裕，经营性现金流和 EBITDA 对存续期债券的保障能力强。

关注

1. 全球经济形势复杂，中国经济增速放缓，海外主要市场复苏乏力，给公司相关业务运营带来了不同程度的压力。
2. 传统 PC 市场面临萎缩，收购及业务重组活动导致阶段性财务亏损，联想集团面临一定经营压力。
3. 公司存货规模较大，存在一定跌价风险。
4. 跟踪期内，资本市场剧烈波动、政策频繁调整，对公司相关投资业务造成一定不利影响。
5. 公司有息债务规模增长快，负债水平持续上升，且存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与联想控股股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与联想控股股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因联想控股股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由联想控股股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于联想控股股份有限公司主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排,进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

联想控股股份有限公司(原名“联想控股有限公司”,以下简称“联想控股”或“公司”)前身为中国科学院计算技术研究所于1984年成立的中国科学院计算技术研究所新技术发展公司。1991年4月,公司更名为北京联想计算机新技术发展公司,并于1998年8月更名为联想集团控股公司。2001年6月,根据中国科学院《关于联想集团控股公司改制有关问题的批复》(科发产字[2001]110号),联想集团控股公司完成改制,并更名为联想控股有限公司,注册资本变为660860399.40元,其中中国科学院出资429559259.61元,持股65%,联想控股有限公司职工持股会(以下简称“职工持股会”)出资231301139.79元,持股35%。2002年4月,中国科学院成立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”),中国科学院持有的公司股权划转至国科控股。2009年10月,经全体股东股东会决议,国科控股将其持有的65%股份中的29%股权以在北京市产权交易所挂牌出售方式转让给中国泛海控股集团有限公司(以下简称“泛海控股”)。2010年12月30日,北京联持志远管理咨询中心(有限合伙)(以下简称“北京联持志远”)与职工持股会签订《合并协议书》,约定北京联持志远吸收合并职工持股会,原职工持股会持有的公司35%股权变更至北京联持志远名下。该等事项于2011年2月11日在北京市工商行政管理局办理了相应的股东变更登记手续。2011年12月20日,泛海控股以协议方式将其所持联想控股9.6%的股权转让给柳传志、朱立南、陈绍鹏、唐旭东、宁旻等五位自然人,北京联持志远通过协议方式分别向泛

海控股和黄少康转让其所持联想控股的9.5%和1.5%股权。2012年2月20日,泛海控股以协议方式将其所持联想控股8.9%的股权转让给北京联恒永信投资中心(以下简称“北京联恒永信”)。截至2014年底,公司股权结构为国科控股持股36%,北京联持志远持股24%,泛海控股持股20%,北京联恒永信持股8.9%,柳传志持股3.4%,朱立南持股2.4%,陈绍鹏持股1%,唐旭东持股1%,宁旻持股1.8%,黄少康持股1.5%。2015年6月29日,公司股票在香港联合交易所挂牌上市,股票代码为03396,联想控股成功实现整体上市。截至2015年6月30日,公司股权结构为国科控股持股29.10%,北京联持志远持股20.40%,泛海控股持股17.00%,北京联恒永信持股7.56%,柳传志持股2.89%,朱立南持股2.04%,陈绍鹏持股0.85%,唐旭东持股0.85%,宁旻持股1.53%,黄少康持股1.28%,全国社保基金理事会持股1.50%,其他H股股东持股15%。

公司经批准的经营范围主要为:信息技术、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产、化工与能源材料、基金投资、少数股权投资、创业培训及天使投资等。

截至2014年底,公司合并资产总额2894.65亿元,所有者权益(含少数股东权益213.31亿元)合计533.29亿元;2014年实现营业收入2896.62亿元,利润总额为85.37亿元。

公司地址:北京市海淀区科学院南路2号融科资讯中心A座10层;法定代表人:柳传志。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持整体平稳运行,初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新

业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济初显向中高端迈进的势头，最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900

亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力较大。年初的中央政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年作为全面深化改革的关键之年，稳增长为全年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进意在拓展中国经济发展的战略空间，并带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域环境

1. 行业概况

信息技术

跟踪期内，在设备选择日趋多样化以及平板电脑对传统个人电脑（PC）的替代达到新高度，以平板电脑为代表的新型智能终端已充分渗透进多个关键市场，消费者对台式电脑的需求相对企稳，PC 消费需求的持续萎缩态势有所减缓。来自权威机构 Gartner 的数据显示，2014 年四季度，全球 PC 出货量为 8374.67 万台，较 2013 年同期小幅增长 1%，连续的衰退趋势暂时得到遏制，对历经两年激烈红海竞争的行业而言或许可稍得休整。从市场的发展趋势看，品牌集中度在继续加强，联想保持了全球第一大 PC 厂商的行业地位，以超过 19% 的综合市场占有率位居各厂商之首，但其后的惠普与之差距并未扩大，戴尔则紧随二者之后，宏碁、华硕虽然占据了一定份额，但台湾厂商在 PC 市场的影响力已大不如前，传统优势的日、韩产品如今已较难觅得。前五大 PC 厂商合计市场份额直奔七成，PC 厂商集中化趋势日益明显，在行业毛利日薄的背景下，非一线品牌的生存愈发艰难。平板电脑市场经过两年的高速发展，在产品生命周期和短时缺乏创新等因

素影响下，销量有所下滑。整体看，跟踪期内，北美经济弱复苏，新型终端对传统PC的替代达到一定阶段，PC出货量持续下滑的趋势得到一定缓解，中短期全球宏观经济形势不确定性仍然较大，而来自新兴经济体的消费需求增量不足，加之多元化的设备选择和产品加速更新换代，PC消费增速不尽乐观，但维持相当的存量市场是大概率事件。

表1 2014年四季度全球PC市场排名
(单位: 万台, %)

排名	厂商	出货量	市场份额	同比增幅
1	联想	1628.48	19.4	7.5
2	惠普	1576.96	18.8	16.0
3	戴尔	1067.41	12.7	8.8
4	宏碁	678.69	8.1	11.6
5	华硕	625.98	7.5	0.6
--	其他	2797.15	33.4	-12.8
合计		8374.67	100	1.0

资料来源: Gartner

注: 数据包括台式电脑和笔记本电脑, 不包括如ipad等平板电脑;

另一方面, 作为当前个人消费电子产品的重心, 手机市场发展形势持续向好。Gartner数据显示, 2014年全球手机销量18.79亿部, 同比增长3.89%, 其中智能手机销量为12.45亿部, 同比增长高达28.38%, 智能手机的销量已经占手机整体销售量的66.26%, 且比例仍在继续扩大。同时, 凭借功能的丰富化、显示的大屏化和续航的持久化, 智能手机也在显著分流平板电脑的消费需求。未来个人电子消费终端的合一性趋势在智能手机产品上的体现最为明显。

表2 2014年全球智能手机终端销售情况
(单位: 万台, %)

排名	厂商	2014 销售量	2014 市场份额	2013 市场份额
1	三星	30759.7	24.7	30.9
2	苹果	19142.6	15.4	15.5
3	联想*	8141.6	6.5	5.9
4	华为	6808.1	5.5	4.8
5	LG	5766.1	4.6	4.8
--	其他	53871.0	43.3	38.0
合计		124489.0	100	100

资料来源: Gartner

注: 联想2014数据加计摩托罗拉;

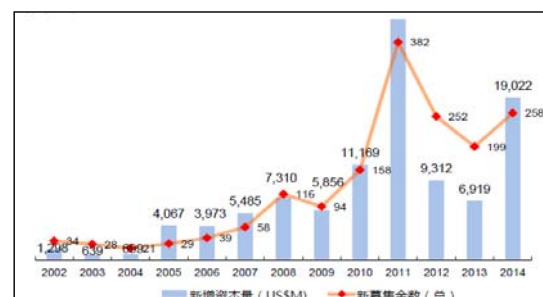
跟踪期内, 国内手机消费结构明显变化, 对产品的用户体验要求日益提高, 导致了厂家研发成本的不断提升, 早期粗放型的竞争已开始淘汰一批缺乏核心竞争力的厂家, 中国手机企业从中低端产品起步, 面对市场与竞争结构的变化, 在竞争中加大创新力度, 从最初的追随者成长为有实力的竞争者, 产品种类和产量规模持续扩张, 并逐步向高端产品渗透。国内厂商华为的中高端产品开始得到市场认可; 小米凭借独特营销策略取得了迅速的成长; 联想通过并购海外一线品牌实现不同层次目标市场的全面布局; 大批中小品牌则凭借细分领域的精细化个性化根植, 迅速蚕食海外品牌的市场。

跟踪期内, 中国4G通信业务快速发展, 移动通信全面进入4G时代, 传统个人电脑、手持移动终端、智能可穿戴设备相融合的移动互联局面走势日益明显, 随着电子化渗透进社会生活的方方面面, 中国个人消费电子产品的空间巨大。

投资管理

2014年, 中国创投市场基金募资情况出现好转, 尤其表现在募集规模上面。全年共完成募资258支基金, 同比增长29.6%; 而披露募资金额的253支基金共募集到位190.22亿美元, 大幅超过2013年同期的69.19亿美元, 同比涨幅高达174.9%; 单支基金平均募集规模达到7488.89万美元。国务院实行简政放权改革, 鼓励创新创业; 新国九条发布, IPO重新开闸; 众筹火爆, 正式进入规范化监管; 互联网领域大热, 企业赴美上市潮起等因素均在不同程度上增强了投资者信心。

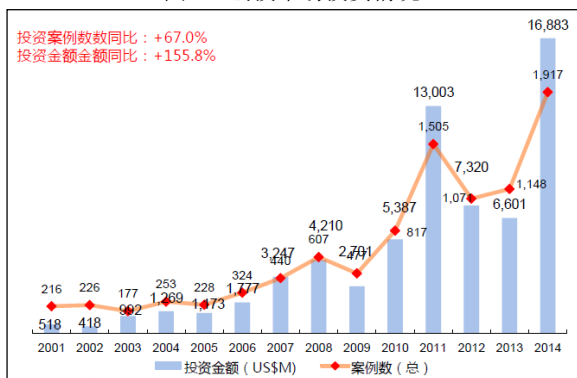
图1 中国创业投资机构基金募集情况



资料来源: 清科研究所

从投资市场情况上来看, 2014 年, 中国创投市场共发生投资案例 1917 起, 涉及金额 168.83 亿美元。投资案例数同比增长 67.0%, 涉及投资金额同比增长 155.8%, 活跃度与规模双双达到历年投资峰值。

图 2 创投市场投资情况

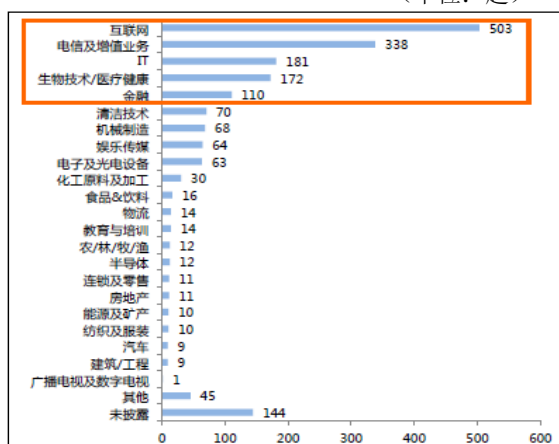


资料来源：清科研究所

从基金募集币种来看, 2014 年, 人民币基金募集数量依然保持领先地位, 期间共有 228 支新募集完成的基金, 募资总额为 108.43 亿美元; 外币基金方面, 2014 年新募集完成的外币基金仅为 30 支, 募资总额 81.79 亿美元, 平均规模高达 2.73 亿美元。

从行业布局看, 2014 年中国创投市场分布于 24 个一级行业, 其中互联网、电信及增值业务、IT 行业获得投资案例数最多, 分别为 503 起、338 起和 181 起。投资金额方面互联网、电信及增值业务和半导体分别为 35.96、28.52 和 15.56 亿美元, 位居前三位。

图 3 2014 年中国创投市场行业分布
(单位: 起)



资料来源：私募通

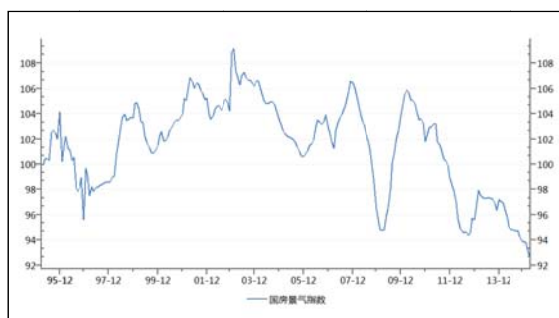
从退出情况来看, 2014 年中外创投共发生 444 笔退出交易, 同比上升 93.04%。从退出方式上来看, 2014 年共发生 111 笔并购退出; IPO 退出有 172 笔, 占比 38.74%。2014 年境内 IPO 开闸, 打破了 2013 年 A 股的沉寂, IPO 仍然是 VC 退出的主要渠道, 2013 年境内 IPO 关闭一年, 境内机构对并购这一退出方式更加重视, 并且一些机构正在积极筹备并购基金, 因此长远看并购在退出市场的地位将会有所提升。联合资信同时关注到, 由于 A 股市场剧烈波动, IPO 在 2015 年短期再度关闭, 虽于近期重启, 但 VC/PE 的多元化退出选择一度受阻, 监管层面对瞬息万变市场的不适应给中国创业投资市场发展造成一定难度, 但从长远看, 无论监管层还是市场主体, 均有望从实践中学习进步, 继而逐步成熟, 市场长期空间仍然向好。

房地产

2014 年, 中国房地产市场处于调整期, 各地商品住宅库存量高企, 对市场预期的转变进一步影响新开工节奏, 房地产投资增速明显下滑。开发方面, 全国房地产开发投资额增速创近五年新低, 全年房地产开发投资 9.5 万亿元, 同比增长 10.5%, 增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。2014 年, 全国房屋新开工面积 18.0 亿平方米, 同比下降 10.7%, 其中, 住宅新开工面积 12.5 亿平方米, 同比下降 14.4%。销售方面, 全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年, 全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米, 同比下降 7.6%, 销售额为 7.6 万亿元, 同比下降 6.3%。房地产供求对比方面, 2014 年市场整体供大于求, 库存升至历史高位, 去化压力较大。

在全国房地产行业整体降温的大背景下, 宏观调控理念正在逐步发生变化。新常态下中央调控更注重市场化, 以金融手段鼓励自住性住房消费, 限购政策在一线城市之外全面退出后, 金融财政政策占据主导, 金融信贷、公积金政策跟进调整, 财税补贴鼓励自住刚需。

图 4 中国房地产行业综合景气指数



资料来源：wind资讯

2015 年以来，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行更加灵活适度的货币政策，连续降准降息，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年上半年全国房地产开发完成投资 43955 亿元，同比增长 4.6%，增幅与上年同期相比回落 9.5 个百分点，与一季度相比回落 3.9 个百分点，房地产开发投资保持低速增长且增速再度放缓。2015 年上半年，全国共实现商品房销售面积 50264 万平方米，同比增长 3.9%，实现了 2014 年一季度以来房屋销售面积首次正增长。从同比价格指数看，自 2014 年 1 月起，70 个大中城市新建住宅价格指数快速回落，同比指数由上涨 9.0% 回落至最低下跌 6.3%。2015 年 5 月份起，随着多项利好政策的出台，房屋销售形势开始好转，房价企稳回升，5 月起房价同比跌幅开始逐月收窄，至 2015 年 7 月份，70 个大中城市新建住宅房价同比下跌 4.4%，跌幅较 4 月份收窄 1.9 个百分点。截至 2015 年 8 月底，十大城市商品房面积存销比为 9.38，是自 2014 年以来的最低水平，大城市去库存压力有所减轻，但不同城市之间分化明显。从全国绝对量来看，截至 2015 年 7 月底，全国商品房待售面积 43055 万平方米，虽然较 2015 年 4 月底的历史最高水平有所下降，但库存仍处于高位。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速

低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但是，由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现以往的爆发式增长。未来，宏观调控有必要逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地集约利用将继续加强，以维护和保障房地产市场长期健康发展。中国城镇化进程的发展以及经济转型的递进使房地产市场仍存空间，但短期内消费需求面临结构性调整，房地产供应亦处在调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

2. 区域环境

公司本部位于北京，北京是中华人民共和国的首都，全国政治、文化和国际交往中心，也是中国陆空交通的总枢纽。

北京市 2014 年实现地区生产总值 21330.8 亿元，较上年增长 7.3%。其中，第一产业增加值 159 亿元，下降 0.1%；第二产业增加值 4545.5 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 16626.3 亿元，增长 7.5%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 99995 元（按年平均汇率折合 16278 美元）。三次产业结构由上年的 0.8：21.7：77.5 调整为 0.7：21.4：77.9。全社会固定资产投资 7562.3 亿元，比上年增长 7.5%。社会消费品零售总额 9098.1 亿元，比上年增长 8.6%。完成地方公共财政预算收入 4027.2 亿元，比上年增长 10.0%。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至 2014 年底，国科控股持有公司 36% 的股权，北京联持志远持有公司 24% 的股权，泛海

控股持有公司 20%的股权，北京联恒永信持有公司 8.9%的股权，柳传志等 6 位自然人持有公司 11.1%的股权。公司于 2015 年 6 月 29 日实现整体上市，截至 2015 年 6 月 30 日，国科控股持股 29.10%，北京联志远持股 20.40%，泛海控股持股 17.00%，北京联恒永信持股 7.56%，柳传志持股 2.89%，朱立南持股 2.04%，陈绍鹏持股 0.85%，唐旭东持股 0.85%，宁旻持股 1.53%，黄少康持股 1.28%，全国社保基金理事会持股 1.50%，其他 H 股股东持股 15%。国科控股仍为公司最大单一股东。

2. 规模和竞争实力

联想控股是国内大型控股公司，主要业务涉及领域包括：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非相关多元化经营。旗下联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）成立于 1989 年 11 月，目前已成长为全球领先的 PC+厂商。弘毅投资是中国最早成立的私募股权投资公司之一，在私募基金投资行业居于领先地位；君联资本（2012 年 3 月之前以“联想投资”进行运作）重点投资运作具有高成长潜力的中小创业企业。融科智地房地产股份有限公司（以下简称“融科智地”）是联想控股旗下专事房地产开发业务的子公司，主要专注于住宅开发和为企业客户服务两大业务领域，在全国多个主要城市都有布局；联泓集团有限公司（简称“联泓集团”）作为联想控股成员企业，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；佳沃有限公司作为联想控股旗下的现代农业板块公司，主要从事现代农业领域的投资和相关业务运营。公司还通过旗下正奇安徽金融控股有限公司（简称“正奇金融”）、联营拉卡拉支付有限公司（简称“拉卡拉”）、联保投资集团有限公司（简称“联保”）、汉口

银行、苏州信托等开展金融服务业务，通过拜博口腔、安信颐和、增益供应链、以及联营神州租车等组成现代服务业务群。

在 2015 年中国企业五百强排名中，联想控股位列第 38 位。

六、重大事项

2015 年 6 月 29 日，联想控股在香港联合交易所正式挂牌上市，股票代码为 03396。联想控股本次公开发售和国际配售获得大幅超额认购，最终以 42.98 港元/股定价，募集资金净额 147.5 亿港元(约为 116.4 亿元人民币，包括部分行使超额配股权所得款项)。根据招股说明书信息，募集资金中 55~60%拟用于战略投资以收购新业务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券，剩余募集资金用作营运资金及其他一般企业用途。

联想控股的整体成功上市标志着公司发展进入新的阶段。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度、高管层等方面无重大变化。

八、经营分析

联想控股作为多元化控股公司，目前业务涵盖信息技术、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产、化工与能源材料、财务投资等领域。其中，信息技术、财务投资、房地产代表了公司传统优势业务，农业与食品、化工与能源材料、金融服务、现代服务则是近年来公司多元化控股布局的延伸业务领域，其内涵也在持续丰富，并在若干行业取得了令人瞩目的成绩。

表3 2013~2014年公司营业收入结构及毛利率

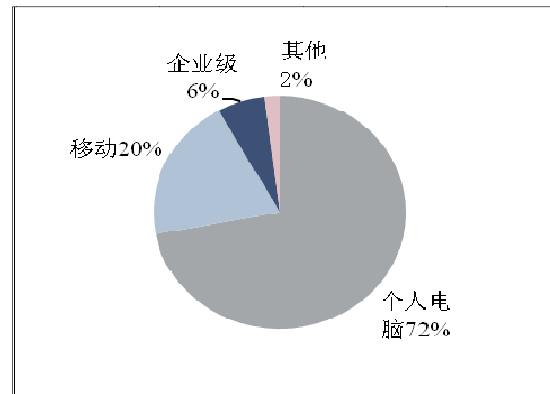
业务分类	2013 年	2014 年
------	--------	--------

	营业收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
信息技术	23050531.00	94.47	13.25	27234393.82	94.02	14.03
金融服务	104990.30	0.43	79.14	150444.15	0.52	74.06
现代服务	27446.11	0.11	45.78	85340.73	0.29	20.49
农业与食品	168468.87	0.69	49.88	153132.28	0.53	47.18
房地产	914210.90	3.75	38.68	1149847.81	3.97	43.81
化工与能源材料	128233.45	0.53	9.68	190849.98	0.66	5.82
财务投资	7166.65	0.03	-0.29	2174.30	0.01	30.92
合计	24401047.28	100.00	14.75	28966183.08	100.00	15.67

资料来源：公司 2014 年审计报告；注：上表 2013 年营业收入分类根据新会计准则编制

跟踪期内，从收入利润构成看，信息技术分部是公司收入的最重要组成部分，该板块主要由联想集团负责运营。公司 2014 年信息技术业务实现收入 2723.44 亿元，较 2013 年增长 18.15%，得益于联想集团稳健的经营，以及业务日趋多元，产品附加值继续提高，在终端产品竞争激烈以及生产成本增加的情况下，整体毛利率水平仍略有提升；公司近年来布局并逐步取得各项金融牌照与许可，搭建起多元化的金融服务平台，跟踪期内该业务分部录得良好业绩，营业收入 15.04 亿元，在收入总额中不显突出，却对应着 74.06% 的高毛利；现代服务业务目前在公司收入总额中占比不高，但增幅巨大，2014 年实现 8.53 亿元收入，同比增长 210.94%；农业与食品是新兴业务中颇具关注度的部分，行业跨度大，跟踪期内部分业务有产品组合和市场战略的调整，营收同比微降，2014 年实现 15.31 亿元；房地产业务由融科智地负责运营，收入同比增长 25.77%，114.98 亿元营业收入配以 43.81% 的毛利水平，该部对于公司整体盈利有重要贡献；化工与能源材料 2014 年实现收入规模 19.08 亿元，收入占比增至 0.66%；跟踪期内，君联资本和弘毅投资仍为国内领先水平的团队，其负责运营的财务投资分部在 IPO 频繁重启关闭、资本市场剧烈波动之复杂环境下，运行稳健，在为公司提供财务回报的同时，更有市场信源等无法简单通过财务衡量的贡献。

图 5 2014/15 财务年度联想集团产品收入构成



资料来源：联想集团 2014/15 年报

联想集团是联想控股最大的子公司和最重要的收入利润来源，其作为全球个人电脑第一大厂商和市场前三位的智能终端设备提供商，跟踪期内完成了对摩托罗拉移动和 IBM X86 服务器业务的收购，使得业务和经营范围由个人电脑全面扩展至移动和企业级业务。一如之前预料，个人电脑市场的环境艰困体现在了诸多区域，但联想集团在中国本土、新兴市场 and 成熟市场、产品和细分客户方面都获得了不同程度的业绩增长，表现优于行业整体水准。今后，随着业务和产品的日趋多元，联想集团有望凭借行业链中既有地位和新渠道的取得，在日益激烈的竞争中保持并扩大竞争优势。另一方面，联合资信亦关注到，联想集团最新公布的中期业绩公告显示，截至 2015 年 9 月 30 日止六个月，集团录得除税前亏损 7.90 亿美元，收购摩托罗拉移动后的重组和清除手机库存费用是导致此次大额亏损的主因。受此影响，联想控股

三季报利润总额亏损 2.98 亿元人民币，实现净利润 1.06 亿元。重组计划的实施使得联想集团早先采取了不得已的裁员措施，以期在随后的业务发展中轻装上阵。综合而言，传统电脑业务面临行业性萎缩，移动互联大发展背景下，个人电子消费终端技术加速创新，联想集团对摩托罗拉移动的整合效果将对其下一步发展非常关键，而收购 X86 服务器业务后，则有望在企业级服务器领域取得新增长点和利润源。联合资信将密切关注联想集团后续的经营表现。

跟踪期内，资本市场波动剧烈。君联资本和弘毅投资作为联想控股旗下重要成员，分别从事风险投资和私募股权投资业务。截至 2014 年底，君联资本管理着六期美元基金和三期人民币基金，自成立以来，君联资本已投资逾 200 家企业，截至 2014 年底，君联资本已退出 39 家公司的投资，并取得良好的投资收益。弘毅投资作为国内最具竞争力和行业声誉的私募股权投资机构之一，重点投资于国内外消费者产品、服务业、高端制造、医疗健康、零售业和其他服务业中的成熟企业。跟踪期内，由于资本市场剧烈波动，IPO 经历重启、暂停又重启的非常状态，但作为国内优秀的投资服务公司，君联资本和弘毅投资的优势行业地位并未受到显著不利影响。截至 2014 年底，君联资本和弘毅投资各期基金情况如下所示。此外，公司还通过北京联想之星和天津联想之星进行天使投资。

表 4 君联资本各期基金投资情况（单位：万美元）

基金	规模
LC Fund VI L.P.	50000
LC Fund VI L.P.	51500
LC Fund IV L.P.	35000
LC Fund III L.P.	17000
LC Fund II	6015
LC Fund I	3500
北京君联茂林股权投资合伙企业	¥25.58 亿
天津君睿祺股权投资合伙企业	¥36.32 亿
北京君联睿智创业投资中心	¥10.00 亿

资料来源：公司提供

表 5 弘毅投资各期基金规模（单位：万美元）

基金	规模
Hony International Limited	2900
Hony Capital II. L.P.	8700
Hony Capital Fund III. L.P.	58000
Hony Capital Fund 2008. L.P.	139800
Hony Capital Fund V. L.P.	236800
弘毅投资产业一期（天津）（有限合伙）	¥50.26 亿
北京弘毅贰零壹零股权投资中心（有限合伙）	¥99.65 亿
弘毅一期（深圳）夹层投资中心（有限合伙）	¥10.40 亿

资料来源：公司提供

跟踪期内，房地产业务由融科智地负责运营，2014 年营业收入 114.98 亿元，同比增长 25.77%，在公司收入总额增长的情况下，在收入中的占比仍有提升，对公司的利润水平有良好贡献。由于宏观经济面趋弱，国内房地产市场形势更趋复杂，融科智地早期主要布局一二线核心城市及富庶地区二三线城市的战略，得以避开行业下行期严酷的红海市场，以住宅开发业务的快速周转及回报支撑其规模化发展，实现了较为健康的回款速度。融科智地积极利用自身资源，开拓为企业客户服务的方向，在定制业务、产业园综合体等个性化业务方面形成特色。融科智地在国内重点城市北京、天津、武汉、长沙、重庆、合肥、无锡、杭州、大连、昆明、大庆等地展开区城布局。截至 2015 年 4 月底，融科智地已竣工建筑面积 572.54 万平方米，在建 223.80 万平方米，未来开发面积 651.29 万平方米。决策层已从宏观高度提出房地产去库存化的要求，在资金成本显著下降的同时，融科智地也面临更趋激烈的市场竞争。

除了上述传统优势业务分部，公司 2014 年统计的业务条线中，金融服务分部包括专注于服务中小企业的正奇金融，从事细分行业保险经纪的联保，支付服务的拉卡拉，以及苏州信托、汉口银行等，公司通过下属、或联营参股等方式经营该分部业务，取得了很好的投资回报。现代服务分部中的拜博口腔、增益、安信颐和、神州租车分别从事专科医疗服务、物流供应链、养老服务、租车服务，部分业务已迅

速成长为国内一流。颇具关注度的农业与食品领域，佳沃在国内外建立了生产培育基地，通过线上线下建立营销渠道，并初步树立了品牌知名度，丰联在白酒市场面临深度调整的不利环境下，调整产品结构、营销策略和销售渠道加以应对，该分部 2014 年取得了 47.18% 的毛利。近年新进入的化工与能源材料业务在联泓集团的具体运营下，按计划推进产业基地的建设，人员储备和外部培训工作有序展开，星恒电源则在锂电池领域为电动自行车等配套电池部件。围绕“消费与服务”的投资战略，联想控股的各项新兴业务行业跨度大，经营难度大，公司跟踪期内取得良好业绩的同时，也面临中长期的人才、资金需求。

综合看，跟踪期内，国内外经济形势更趋复杂，中国经济进入深度转型升级的新常态，公司凭借传统优势业务和多元化产业布局，继续实现了收入规模的增长，2014 年全年营业收入规模达到 2896.62 亿元，综合毛利率为 15.67%。今后，公司仍将着力打造包括信息技术、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产、化工与能源材料、财务投资等战略业务，围绕消费与服务，实现业务的多维布局和公司的长期可持续良性发展。

九、财务分析

根据财政部 2014 年颁布的若干会计准则政策变更，公司采用最新准则编制 2014 年度财务报表。普华永道中天会计师事务所有限公司北京分所审计了公司 2014 年度合并财务报表，并出具了标准无保留意见的审计结论（普华永道中天北京审字[2015]第 1360 号）。以下财务分析主要基于 2014 年度审计报告数据。

1. 盈利能力

跟踪期内，受益于信息技术、房地产及金融服务收入的增长，2014 年公司营业收入达到 2896.62 亿元。主要的增长点仍然来自联想集团，

其占整个营业收入规模的比重稳定，为 94.02%，融科智地收入和利润均有较大提升，此外，现代服务、财务投资等业务也录得较好经营业绩，公司凭借多元化布局和持续稳健的运营能力，在宏观经济形势复杂的情况下仍实现了整体盈利水平的提高。

从期间费用来看，2014 年期间费用在营业收入中占比为 12.40%，同比小幅上升，资产减值损失主要来自存货跌价。同期，2014 年公司实现投资收益 54.94 亿元，投资收益主要来自以公允价值计量的联营公司投资收益、处置以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产的收益，对公司利润总额有较大贡献。当年度公司营业外收入 13.86 亿元。2014 年，公司实现利润总额 85.37 亿元，净利润为 60.75 亿元。

从盈利指标看，公司 2014 年营业利润率达到 14.75%，公司总资本收益率和净资产收益率 2014 年分别为 8.07% 和 11.39%。跟踪期内，公司盈利水平相对稳定，投资收益和营业外收入对利润有较大贡献，公司期间费用有所提高，但整体控制能力适宜。

2. 现金流及保障

由于经营规模的持续扩大，公司经营活动现金流入规模大，2014 年，经营活动现金流入 2867.29 亿元，实现经营活动现金流量净额 14.35 亿元。从现金实现质量看，公司同期现金收入比为 97.90%，整体经营获现质量一般。

由于公司持续的投资活动，跟踪期内公司投资支出快速增长，公司在重点产业业务投资除了传统信息技术领域的投资活动之外，还在化工新材料、现代农业、现代服务等领域持续拓展，投资支付的现金流出额大。2014 年，公司投资活动现金流出为 326.91 亿元。伴随相关投资活动，公司经营现金流无法覆盖投资支出，外部筹资压力较大。

筹资活动方面，由于投资项目收益的实现需要一定的培育周期，同时基于业务板块横向及纵向的多维拓展，公司常规筹资方式主要依

靠增加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,后续直接融资渠道进一步拓宽。2014 年,在偿债支付等刚性支出增加的情况下,公司筹资活动产生的现金流量净额为 231.07 亿元,公司筹资活动资金往来规模大。

总体看,公司经营活动现金流稳定中有所增长;投资活动现金支出规模大,公司筹资能力稳定,筹资规模大,对公司整体投资战略的支持力度较强,另一方面,由于大规模的投资活动支出和债务筹资规模,公司存量债务额持续增长,今后仍将长期背负较大的财务费用压力。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底,公司合并资产总计 2894.65 亿元,较 2013 年同比大幅增长 33.04%,其中,流动资产占 60.57%,非流动资产占 39.43%,资产结构以流动资产占优。公司应收账款较上年增长 48.58%,截至 2014 年底为 358.22 亿元,应收账款构成主要来自信息技术分部,占 99.09%,以账龄分析,1 年以内的占比为 98.57%,账龄短,公司计提坏账准备 4.47 亿元。截至 2014 年底,公司存货为 547.89 亿元,规模较大。存货中占比较高的有开发成本、原材料、产成品和开发产品,期末计提存货跌价准备 26.20 亿元,主要来自开发成本和周转材料,原材料和产成品也占有相当比例,在经济环境欠佳的情况下存在一定存货跌价风险。2014 年 12 月 31 日,金额为 116.12 亿元的开发成本(2013 年 12 月 31 日:70.32 亿元)作为 45.86 亿元(2013 年 12 月 31 日:36.20 亿元)长期借款的抵押物;金额为 0.36 亿元的开发产品作为 1.54 亿元长期借款的抵押物。截至 2014 年底,公司长期股权投资 201.31 亿元,主要为对联营企业的投资;2014 年底公司无形资产增至 282.10 亿元,构成主要为商标、专利、客户关系等;2014 年底公司商誉为 296.89 亿元,主要是收购合并 IBM x86、摩托罗拉移动、拜博口腔等产生。

总体看,公司资产质量较好,流动资产占比较高,流动资产中存货、货币资金、应收账款、其他应收款占比大,跟踪期内存货、应收账款的快速增长对资产流动性有一定影响,但考虑到公司庞大的现金类资产规模以及在制造产业链中的传统优势,整体资产流动性适宜。

截至 2014 年底,公司所有者权益合计 533.29 亿元,公司归属于母公司权益增长至 319.98 亿元,主要由未分配利润和资本公积构成,权益结构以未分配利润为主,公司所有者权益稳定性一般。

截至 2014 年底,公司负债合计 2361.36 亿元,同比增长 36.12%。从负债结构看,流动负债为 1517.58 亿元,占 64.27%,流动负债占比有所下降,公司负债仍以流动负债为主,债务结构有所优化。非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他长期负债构成,较上年变化不大。

截至 2014 年底,公司全部债务合计 825.43 亿元,其中长期债务 565.50 亿元,债务结构相对合理。从财务指标看,公司全部债务资本化比率上升,2014 年为 60.75%。同期,公司资产负债率为 81.58%,基本稳定。总体看,公司有息债务规模较大,资产负债水平偏高。

跟踪期内,随着经营规模扩张,公司有息债务负担增加,债务结构相对合理。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2014 年底公司流动比率为 115.53%,由于存货规模的快速增长,速动比率仅为 79.43%。公司流动负债中应付账款和其他应付款占比较高,短期债务占比处于较低水平,公司短期偿付压力尚可。公司流动资产中货币资金规模大,2014 年为 419.83 亿元,剔除受限资金 13.79 亿元后,对短期有息债务(2014 年底为 259.93 亿元)覆盖倍数 1.56 倍,保障能力强。2014 年公司经营活动产生的现金流入量为 2867.29 亿元,同期经营活动净现金流为 14.35 亿元,公司经营活动产生的现金流

入量规模很大,对短期有息债务的覆盖程度高。总体看,公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面,由于利润总额和利息支出的增加,2014 年公司 EBITDA 为 144.14 亿元,公司全部债务规模显著上升,2014 年为 825.43 亿元,相应当年全部债务/EBITDA 倍数为 5.73 倍,EBITDA 利息倍数则为 2.95 倍,EBITDA 对全部债务和利息的保障程度有所弱化,但尚在合理区间。公司战略业务经营实力强,行业地位稳固,对公司保持稳健的盈利能力构成了多元且良好的支撑,公司长期偿债能力适宜。

截至 2014 年底,公司对非关联方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合计 15 亿元,除此之外,对关联方担保余额 44.20 亿元,担保对象包括神州租车、拉卡拉、安信颐和(常州)置业有限公司、新能凤凰等,均为联想控股的联营公司。上述被担保方运营状况良好。截至 2014 年底,公司因相关业务为银行向购房客户发放抵押贷款提供的尚未解除的阶段性连带责任保证担保余额 33.09 亿元,公司从事担保业务的子公司对外担保余额 40.46 亿元。上述担保合计金额较大,公司可能存在一定的或有负债风险。

公司与多家商业银行保持着长期且良好的合作关系,截至 2014 年底,联想控股本部获得的银行综合授信额度为 975 亿元,尚未使用的额度为 722 亿元。公司间接融资渠道通畅。跟踪期内,公司实现 H 股整体上市,旗下联想集团亦同为香港联交所上市公司,具备良好的直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

公司发行的 20 亿元“08 联想债”已于 2015 年 10 月如期兑付。根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录,亦无公司债务违约和逾期付息记录,公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

跟踪期内,世界经济形势复杂,中国经济步入深度转型,外部环境不确定性加大,在此不利背景下,公司传统优势业务实现了良好的业绩增长,各类新兴战略业务稳步推进,多元化产业布局初见成效。

综合看,公司具备良好的品牌优势,行业地位稳固,资产规模大,资产流动性较强,债务结构较为合理,整体抗风险能力强。

十、债券偿债能力

目前,公司尚处于存续期的债券为 2011 年 10 月、2012 年 11 月发行的额度分别为 29 亿元的“11 联想债”和 23 亿元的“12 联想债”。

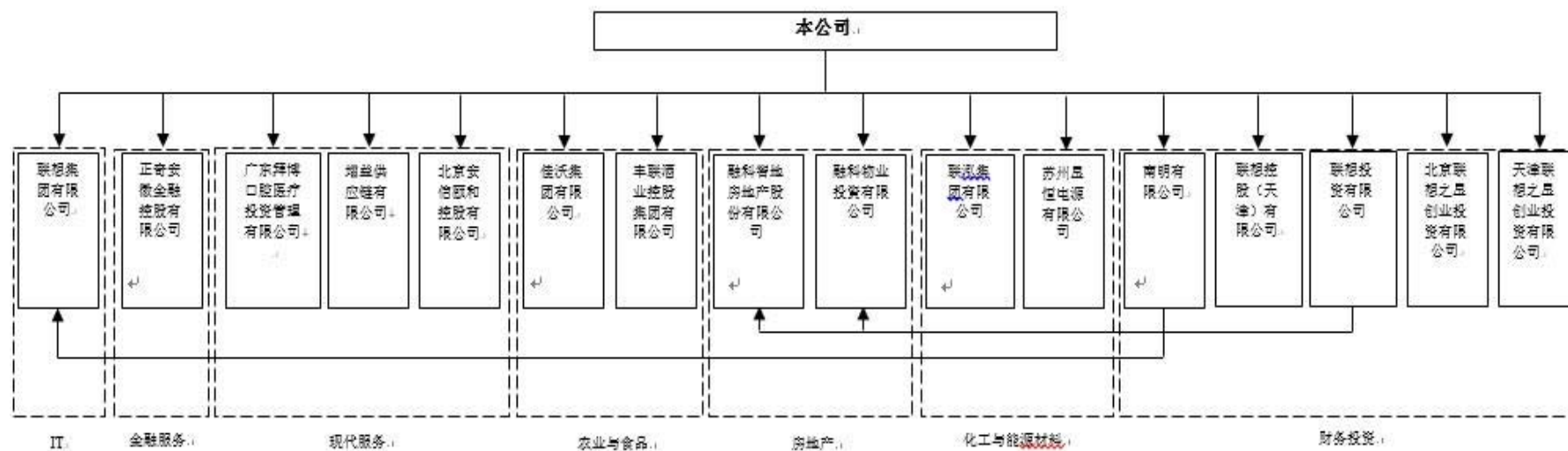
“11 联想债”主要用于高新技术产业化项目、股权投资基金项目、偿还银行贷款和补充营运资金;“12 联想债”主要用于乙烯衍生物工程项目及补充营运资金。截至目前,“11 联想债”和“12 联想债”募集资金均按计划用途使用完毕,相关项目按计划正常进展。

从 EBITDA 对“11 联想债”“12 联想债”(以下简称“存续期债券”)的保护程度来看,2014 年公司 EBITDA 为 144.14 亿元,EBITDA/债券余额倍数为 2.77 倍,EBITDA 对存续期债券具有很强的保障能力。2014 年公司经营活动现金流入量为 2867.29 亿元,是存续期债券的 55.14 倍,公司经营活动现金流入量对存续期债券的覆盖程度很高。

十一、结论

综合考虑,联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“11 联想债”和“12 联想债”AAA 的信用等级。

附件 1 联想控股主要附属子公司



注:截至 2014 年底

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	480.56	437.10	476.84
资产总额(亿元)	1872.03	2070.17	2894.65
所有者权益(亿元)	323.04	355.85	533.29
短期债务(亿元)	162.20	174.03	259.93
长期债务(亿元)	273.41	322.19	565.50
全部债务(亿元)	435.61	496.22	825.43
营业收入(亿元)	2266.46	2440.31	2896.62
利润总额(亿元)	53.02	74.28	85.37
EBITDA(亿元)	109.80	129.57	144.14
经营性净现金流(亿元)	64.39	-9.89	14.35
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.25	8.96	8.60
存货周转次数(次)	6.30	5.04	4.76
总资产周转次数(次)	1.29	1.24	1.17
现金收入比(%)	97.52	100.70	97.90
营业利润率(%)	12.52	14.03	14.75
总资本收益率(%)	8.95	10.45	8.07
净资产收益率(%)	11.69	15.99	11.39
长期债务资本化比率(%)	45.84	47.52	51.47
全部债务资本化比率(%)	57.42	58.24	60.75
资产负债率(%)	82.74	82.81	81.58
流动比率(%)	114.91	119.44	115.53
速动比率(%)	84.35	81.01	79.43
经营现金流动负债比(%)	5.66	-0.79	0.95
EBITDA 利息倍数(倍)	3.64	4.04	2.95
全部债务/EBITDA(倍)	3.97	3.83	5.73

注：2014 年现金类资产根据新会计准则口径计算。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。