# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1220 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

二零一六年六月二十九日

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企业债券跟踪评级报告

**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：**2016 年 6 月 29 日

**财务数据**

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| 现金类资产（亿元） | 427.24 | 438.53 | 421.38 |
| 资产总额(亿元) | 2070.17 | 2894.65 | 3067.90 |
| 所有者权益(亿元) | 355.85 | 533.29 | 656.14 |
| 长期债务(亿元) | 322.19 | 565.50 | 566.49 |
| 全部债务(亿元) | 496.22 | 825.43 | 833.07 |
| 营业收入(亿元) | 2440.31 | 2896.62 | 3100.80 |
| 利润总额(亿元) | 74.28 | 85.37 | 25.52 |
| EBITDA(亿元) | 117.59 | 144.14 | 110.69 |
| 经营性净现金流（亿元） | -9.89 | 14.35 | 6.94 |
| 营业利润率(%) | 14.03 | 14.75 | 15.34 |
| 净资产收益率(%) | 15.99 | 11.39 | 3.00 |
| 资产负债率(%) | 82.81 | 81.58 | 78.61 |
| 全部债务资本化比率(%) | 58.24 | 60.75 | 55.94 |
| 流动比率(%) | 119.44 | 115.53 | 112.33 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.24 | 5.73 | 7.53 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.65 | 2.95 | 2.11 |
| 经营现金流动负债比(%) | -0.79 | 0.95 | 0.45 |

注：1.现金类资产计算扣除了受限存款和受限应收票据；
2.2015 年长期债务计入了长期应付款中的融资租赁款。

**分析师**

马栋 方晓 姜雨彤
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，公司在行业地位、经营规模、融资渠道等方面保持了优势，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，联想集团出现财务亏损，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. 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. 跟踪期内，公司资产和收入规模持续增长，综合竞争实力进一步增强。
3. 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，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，联想集团出现财务亏损。
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. 公司土地储备以二三线城市为主，存在库存去化风险。
5. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，债务负担重，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“11联想债”和“12 联想债”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 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。

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 96900 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，公司合并资产总额 3067.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益 166.22 亿元）合计 656.14 亿元；2015 年实现营业收入 3100.80 亿元，利润总额为 25.52 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。

## 三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年底，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

## 四、行业分析

1. 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。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。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，前五大PC厂商合计市场份额在八成以上，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。整体看，跟踪期内，PC市场出货量持续下降，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。

表1　2015年全PC市场前五大公司情况

（单位：千台，%）

| 公司 | 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 | 58956 | 57123 | 18.80 | 19.80 |
| 惠普 | 54996 | 52551 | 17.50 | 18.20 |
| 戴尔 | 40449 | 39159 | 12.90 | 13.60 |
| 华硕 | 22671 | 21198 | 7.20 | 7.30 |
| 苹果 | 19598 | 20741 | 6.20 | 7.20 |
| **合计** | **196670** | **190772** | **62.60** | **82.10** |

资料来源：Gartner

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。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，近年来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。

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。

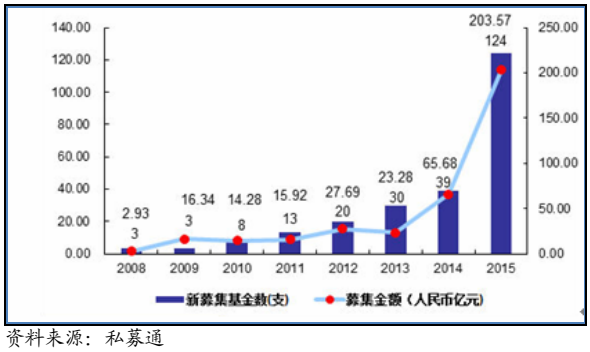
跟踪期内，中国4G通信业务快速发展，移动通信全面进入4G时代，传统个人电脑、手持移动终端、智能可穿戴设备相融合的移动互联局面走势日益明显，随着电子化渗透进社会生活的方方面面，中国个人消费电子产品的发展空间巨大。

2. 投资管理

**天使投资**

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　中国使投资基金募集情况

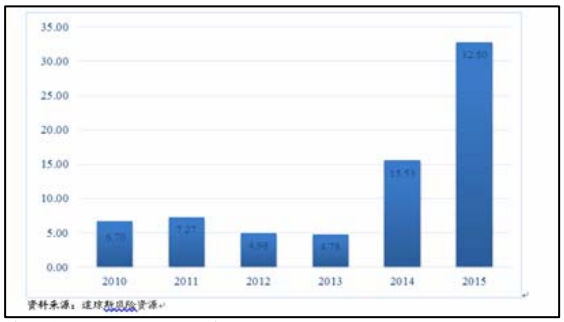



资料来源：私募通

**风险投资**

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 1358 亿美元。

图 2 近年来中国风险投资情况




资料来源：道琼斯风险资源

**私募股权投资**

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 1719 支，总募资规模达到 3882.59 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。

表 2 2015 年中国私募股权市场前五大主要行业分布

（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，跟踪期内，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。。

3. *房地产*

从近年房地产行业发展趋势来看，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 95979 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 64595 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 735693 万平方米，比上年增长 1.3%，其中，住宅施工面积 511570 万平方米，下降 0.7%。房屋新开工面积 154454 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 106651 万平方米，下降 14.6%。房屋竣工面积 100039 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 73777 万平方米，下降 8.8%。2015 年，房地产开发企业土地购置面积 22811 万平方米，比上年下降 31.7%;土地成交价款 7622 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。

## 五、基础素质分析

### 1. 规模和竞争实力

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 7274.82 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，

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 7000 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

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。

## 六、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。

## 七、经营分析

1. 经营概况

联想控股作为多元化控股公司，业务包括战略投资与财务投资两大部分，其中战略投资包括信息技术、金融服务、现代服务、农业与食品、房地产、化工与能源材料等领域；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。

表3　2014~2015年公司营业收入结构及毛利率（单位：亿元、%）

| 业务分类 | 2014 年 | | | 2015 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营业收入 | 占比 | 毛利率 | 营业收入 | 占比 | 毛利率 |
| **战略投资** | **2896.40** | **99.99** | **15.67** | **3100.57** | **99.99** | **15.96** |
| 信息技术 | 2723.44 | 94.02 | 14.03 | 2932.55 | 94.57 | 14.69 |
| 金融服务 | 15.04 | 0.52 | 74.06 | 11.56 | 0.37 | 74.10 |
| 现代服务 | 8.53 | 0.29 | 20.49 | 14.95 | 0.48 | 34.98 |
| 农业与食品 | 15.31 | 0.53 | 47.18 | 16.39 | 0.53 | 49.34 |
| 房地产 | 114.98 | 3.97 | 43.81 | 106.74 | 3.44 | 37.07 |
| 化工与能源材料 | 19.08 | 0.66 | 5.82 | 18.39 | 0.59 | 13.51 |
| **财务投资** | **0.22** | **0.01** | **30.92** | **0.23** | **0.01** | **91.93** |
| **合计** | 2896.62 | 100.00 | 15.67 | 3100.80 | 100.00 | 15.97 |

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

2015 年，公司实现营业收入 3100.80 亿元，同比增长 7.05%。公司收入构成未发生重大变化，信息技术仍是公司主要收入来源，该板块主要由联想集团负责运营。2015 年，公司信息技术业务实现收入 2932.55 亿元，占营业收入的 94.57%，较 2014 年增长 7.68%；房地产实现收入 106.74 亿元，消费同比下滑 7.17%；金融服务业收入 11.56 亿元，同比下降 23.14%；现代服务业收入大幅增长 75.26%。

毛利率方面，2015 年公司综合毛利率 15.97%，较上年提高 0.30 个百分点，其中信息技术毛利率小幅提高 0.66 个百分点，达到 14.69%；现代服务业毛利率 34.98%，较上年大幅提高 14.49 个百分点；房地产毛利率 37.07%，下滑 6.74 个百分点。

2. 信息技术业务

公司信息技术业务经营主体是联想集团。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。2014~2015 年，公司个人电脑业务收入分别为 2088 亿元和 1906 亿元，个人电脑业务收入占比分别为 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。

2014~2015 年，联想集团移动业务分别实现收入 457 亿元和 678 亿元，增长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，近两年分别为 16.78%和 23.12%。

表 4　公司信息技术业务收入情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2014 年 | | 2015 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 个人电脑 | 2088.00 | 76.68 | 1906.00 | 64.98 |
| 移动 | 457.00 | 16.78 | 678.00 | 23.12 |
| 企业级 | 104.00 | 3.82 | 288.00 | 9.82 |
| 其他 | 74.00 | 2.72 | 61.00 | 2.08 |
| **合 计** | **2723.00** | **100.00** | **2933.00** | **100.00** |

资料来源：联想集团年报及业绩公告

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，该表已经调整为 1~4 季度数据。

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 1906.00 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5　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，%）

| | 2014年 | | 2015年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 出货量 | 市场份额 | 出货量 | 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。

跟踪期内，联想集团完成了对摩托罗拉移动和IBMX86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。联合资信关注到，联想集团最新公布的截至2016年3月31日的财年报告，联想集团全年收入449.12亿美元，同比减少2.99%，净亏损1.28亿美元，下跌的原因包括汇率波动、PC需求放缓、智能手机业务下滑等因素。分业务板块看，个人电脑业务方面，联想集团营收同比下跌11%至296.46亿美元；移动业务方面，集团营收同比上升7%至97.79亿美元，但适逢在中国及北美洲的移动业务转型，因而导致两地区表现下滑，影响到集团全球智能手机销量同比下跌13%至6600万部；企业级业务营收同比上升73%至45.53亿美元，生态系统和云服务等业务已拥有超过2亿个月活用户，营收为9.34亿元。

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。

3. 房地产板块

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。

**土地储备**

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。

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**

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6 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。

**项目销售**

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 69.26 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。

从结转情况来看，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。

表7 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

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。

**天使投资**

公司子公司联想之星是中国领先的天使投资机构之一。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**

君联资本作为联想控股旗下重要成员，主要从事风险投资业务。

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**

公司旗下弘毅投资主要从事私募股权投资。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。

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。未来，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。

## 八、财务分析

公司提供的 2015 年度财务报告，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。2015 年，星恒电源股份有限公司因丧失控制权不再纳入合并范围，总体看公司财务数据可比性较强。

### 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，2015 年公司营业收入达到 3100.80 亿元，同比增长 7.05%。收入增长主要来源于信息技术板块。

从期间费用来看，2015 年，公司期间费用合计 443.16 亿元，同比增长 23.36%，占营业收入比重为 14.29%。

2015 年，公司资产减值损失 35.30 亿元，同比增长 31.37%，主要由于新增 5.01 亿元无形资产减值损失所致。公司资产减值损失中存货跌价损失 17.43 亿元，坏账损失 7.91 亿元，无形资产减值损失 5.01 亿元，固定资产减值损失 4.48 亿元。

2015 年，公司公允价值变动损失 2.28 亿元，较上年大幅下降，其中按公允价值计量且变动计入当期损益的联营企业投资损失 7.64 亿元，交易性金融资产变动损失 1.61 亿元，计入当期损益的金融资产变动收益 6.36 亿元。

2015 年，公司投资收益 58.21 亿元，同比增长 5.96%，其中持有的以公允价值计量且变动计入当期损益的对联营公司的长期股权投资之股利收入 39.99 亿元，享有的联营企业利润 7.12 亿元。

2015 年，公司营业外收入 15.74 亿元，其

中政府补助 11.78 亿元；营业外支出 43.34 亿元，其中处置固定资产损失 19.25 亿元，重组费用 18.51 亿元，较上年同期大幅增长主要由于上述两项费用大幅增加所致。

2015 年，公司实现利润总额 25.52 亿元，净利润 19.67 亿元，分别较上年下降 70.10%和 67.61%。

从盈利指标看，公司 2015 年营业利润率 15.34%，较上年提高 0.59 个百分点，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.85%和 3.00%，分别较上年下降 3.22 和 8.39 个百分点。

跟踪期内，公司收入规模持续增长，但利润规模下滑较快，投资收益对利润贡献大，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，2015 年，经营活动现金流入 3198.73 亿元，实现经营活动现金流量净额 6.94 亿元。从现金实现质量看，公司同期现金收入比为 102.17%，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。2015 年，公司投资活动现金流出为 178.07 亿元，较上年大幅下降 45.53%，主要由于取得子公司等支付的现金净额下降大幅下降所致；投资活动现金流入 129.83 亿元，较上年大幅增长 44.79%，主要由于取得投资收益收到的现金大幅增长所致。

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，直接融资渠道进一步拓宽。2015 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 30.92 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量稳定中有所增长；投资活动现金支出规模大，公司筹资规模大，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 2015 年底，公司合并资产总计 3067.90 亿元，较 2014 年同比大幅增长 5.99%，其中，流动资产占 57.05%，非流动资产占 42.95%，资产结构以流动资产为主。

**流动资产**

截至 2015 年底，公司流动资产总额达 1750.08 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（占 23.93%）、应收账款（20.39%）、其他应收款（占 15.64%）和存货（占 29.64%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 418.74 亿元，较上年底变化不大，其中，银行存款 383.09 亿元，受限存款 14.11 亿元。

截至 2015 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 22.29 亿元，其中直接指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占 68.82%。

截至 2015 年底，公司衍生金融资产 4.12 亿元，同比下降 68.12%，主要为子公司联想集团持有的外币远期合约。

截至 2015 年底，公司应收账款账面原值 363.11 亿元，其中信息技术部分占 98.76%，计提坏账准备 6.31 亿元，从账龄看，1 年以内的占 98.99%，1~2 年的占 0.88%，2~3 年的占 0.01%，3 年以上的占 0.12%。

截至 2015 年底，公司其他应收款原值 274.23 亿元，其中应收代工厂商款 134.05 亿元、应收代垫及暂付款 81.59 亿元、应收关联方款项 34.31 亿元。从账龄看，1 年以内占 90.62%，1~2 年占 4.25%，2~3 年占 1.16%，3 年以上占 3.97%，公司其他应收款计提坏账准备 0.49 亿

元。

截至 2015 年底，公司存货原值 547.79 亿元，其中开发成本 283.20 亿元，原材料 71.46 亿元，产成品 95.98 亿元，开发产品 63.54 亿元，共计提存货跌价准备 29.05 亿元。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。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 112.20 亿元，同比增长 20.33%，其中预缴税费 65.66 亿元、发放贷款 45.69 亿元。

**非流动资产**

截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 1317.81 亿元，较上年底增长 12.33%，非流动资产构成以可供出售金融资产（占 5.30%）、递延所得税资产（占 5.13%）、长期股权投资（占 18.08%）、投资性房地产（占 7.75%）、固定资产（占 13.48%）、无形资产（占 20.88%）和商誉（占 24.02%）为主，

截至 2015 年底，公司可供出售的金融资产 69.87 亿元，较上年底增长 96.85%，主要系公司持有的可供出售的权益工具增加所致。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产 67.62 亿元，较上年底增长 84.47%，主要系公司未弥补亏损和预提费用增加所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 238.28 亿元，较上年底增长 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。

表 8　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 |
|---|---|---|
| 汉口银行有限公司 | 32.14 | 13.49 |
| 神州租车有限公司 | 23.99 | 10.07 |
| 深圳市鑫榮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

截至 2015 年底，公司投资性房地产 102.19 亿元，较上年底增长 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。

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。

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。

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，公司整体资产质量良好。

**负债及所有者权益**

截至 2015 年底，公司负债合计 2411.76 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。

截至 2015 年底，公司流动负债合计达 1558.03 亿元，主要以短期借款（占 3.60%）、应付账款（占 28.10%）、预收款项（占 6.04%）、其他应付款（占 29.03%）、一年内到期的非流动负债（占 12.12%）和其他流动负债（占 14.21%）为主

截至 2015 年底，公司短期借款合计 56.13 亿元，较上年底下降 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。

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。

截至 2015 年底，公司预收款项 94.12 亿元，较上年末增长 19.54%，主要系公司房地产业务预收售楼款的增加所致。

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。

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。

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（占 39.35%），应付债券（占 26.98%）、递延所得税负债（占 5.80%）和其他非流动负债（占 19.65%）构成。

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。

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。

表 9 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，联合资信整理。

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。

截至 2015 年底，公司全部债务 833.07 亿元，同比增长 0.93%，其中短期债务占 32.00%，长期债务占 68.00%，资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 78.61%、55.94%和 46.33%，分别较上年底下降 2.96、4.81 和 5.13 个百分点。

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，跟踪期内，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，但仍处于较高水平。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. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015 年底公司流动比率为 112.33%，速动比率为 79.03%，分别较上年底下降 3.20 和 0.40 个百分点。跟踪期内，公司短期偿债能力有所下降。公司流动资产中货币资金规模大，2015 年为 418.74 亿元，剔除受限存款 14.11 亿元后，对短期有息债务（2015 年底为 266.58 亿元）覆盖倍数 1.52 倍，保障能力强。2015 年公司经营活动产生的现金流入量为 3198.73 亿元，同期经营活动净现金流为 6.94 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，2015 年公司 EBITDA 为 110.69 亿元，公司全部债务规模有所上升，2015 年为 833.07 亿元，相应当年全部债务/EBITDA 倍数为 7.53 倍，EBITDA 利息倍数则为 2.11 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。

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。

截至 2015 年底，公司获得金融机构授信额度合计 1143 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。

5. 过往债务履约情况

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。

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，公司传统优势业务仍保持了增长趋势，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。

## 九、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”和“12 联想债”（以下简称“存续期债券”）的保护程度来看，2015 年公司 EBITDA 为 110.69 亿元，EBITDA/债券余额倍数为 2.13 倍，EBITDA 对存续期债券具有很强的保障能力。2015 年公司经营活动现金流入量为 3198.73 亿元，是存续期债券的 61.51 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。

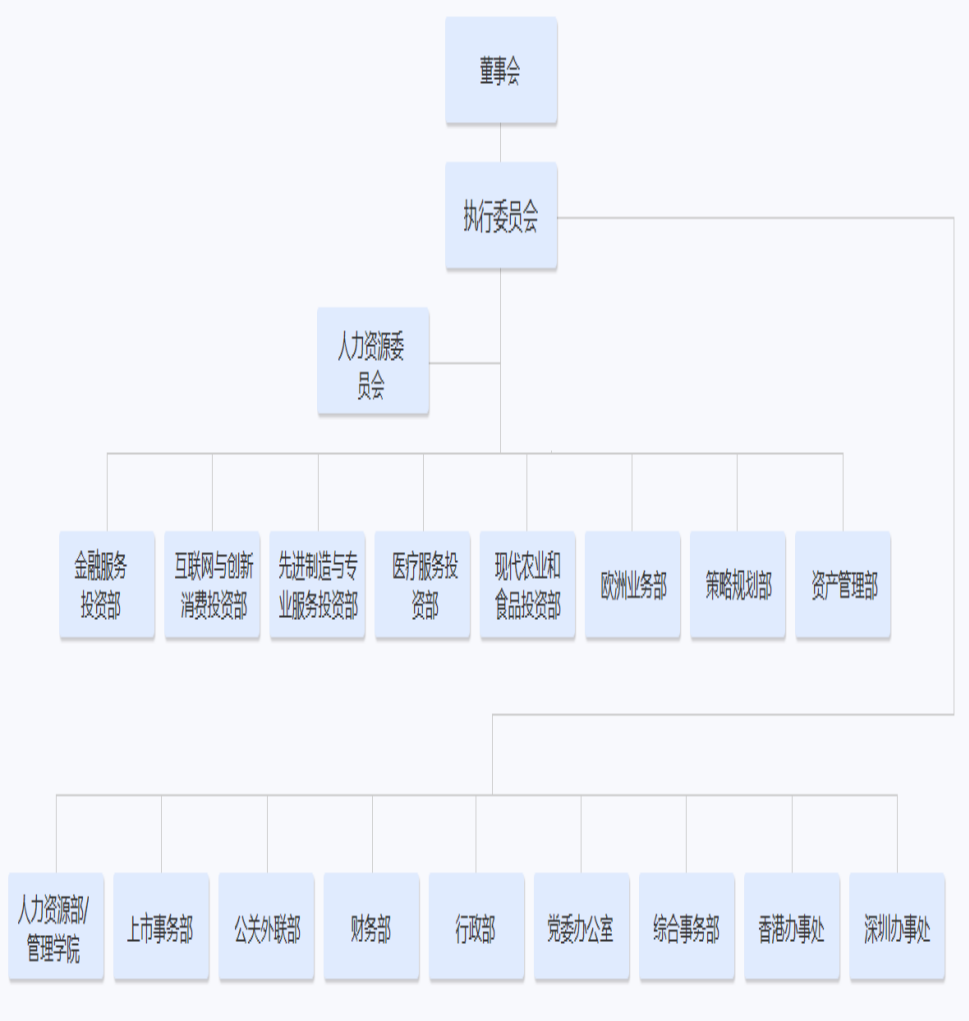
## 十、结论

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 1-1　公司股权结构

| 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 |

# 附件 1-2　公司组织结构图



# 附件 2　主要财务数据及指标

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | |
| 现金类资产(亿元) | 427.24 | 438.53 | 421.38 |
| 资产总额(亿元) | 2070.17 | 2894.65 | 3067.90 |
| 所有者权益(亿元) | 355.85 | 533.29 | 656.14 |
| 短期债务(亿元) | 174.03 | 259.93 | 266.58 |
| 长期债务(亿元) | 322.19 | 565.50 | 566.49 |
| 全部债务(亿元) | 496.22 | 825.43 | 833.07 |
| 营业收入(亿元) | 2440.31 | 2896.62 | 3100.80 |
| 利润总额(亿元) | 74.28 | 85.37 | 25.52 |
| EBITDA(亿元) | 117.59 | 144.14 | 110.69 |
| 经营性净现金流(亿元) | -9.89 | 14.35 | 6.94 |
| **财务指标** | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 8.96 | 8.60 | 8.11 |
| 存货周转次数(次) | 5.04 | 4.76 | 4.89 |
| 总资产周转次数(次) | 1.24 | 1.17 | 1.04 |
| 现金收入比(%) | 100.70 | 97.90 | 102.17 |
| 营业利润率(%) | 14.03 | 14.75 | 15.34 |
| 总资本收益率(%) | 10.45 | 8.07 | 4.85 |
| 净资产收益率(%) | 15.99 | 11.39 | 3.00 |
| 长期债务资本化比率(%) | 47.52 | 51.47 | 46.33 |
| 全部债务资本化比率(%) | 58.24 | 60.75 | 55.94 |
| 资产负债率(%) | 82.81 | 81.58 | 78.61 |
| 流动比率(%) | 119.44 | 115.53 | 112.33 |
| 速动比率(%) | 81.01 | 79.43 | 79.03 |
| 经营现金流动负债比(%) | -0.79 | 0.95 | 0.45 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.66 | 2.95 | 2.11 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.22 | 5.73 | 7.53 |

注：　1.现金类资产计算扣除了受限存款和受限应收票据；
　　2.2015 年长期债务计入了长期应付款中的融资租赁款。

# 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%<br>（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% |

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+衍生金融负债+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。