跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 791 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持联想控股股份有限公司的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”和“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

二零一七年六月十四日

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	发行额度	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：2017 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	463.91	457.77	482.35
资产总额(亿元)	2932.86	3067.90	3228.53
所有者权益(亿元)	533.18	656.14	695.87
短期债务(亿元)	228.58	239.93	377.84
长期债务(亿元)	566.98	570.21	566.98
全部债务(亿元)	795.56	810.15	944.82
营业总收入(亿元)	2896.62	3100.80	3069.53
利润总额(亿元)	85.37	25.52	91.98
EBITDA(亿元)	144.14	110.69	184.87
7 经营性净现金流(亿元)	14.35	6.94	122.83
营业利润率(%)	14.75	15.34	15.42
净资产收益率(%)	12.47	3.31	12.04
资产负债率(%)	81.82	78.61	78.45
全部债务资本化比率(%)	59.87	55.25	57.59
流动比率(%)	113.51	112.33	96.74
经营现金流动负债比(%)	0.93	0.45	6.85
全部债务/EBITDA(倍)	5.52	7.32	5.11
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	2.11	3.30

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应付款中有息部分，长期债务调入长期应付款中有息部分；现金类资产未剔除使用受限的货币资金。

分析师

杨学慧　姜雨彤　虢　丰
邮箱：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）
网址：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、创新消费与服务、农业与食品、新材料、财务投资等领域，公司规模优势显著，品牌影响力突出。2016 年，面对全球个人电脑激烈的竞争环境，公司凭借品牌和行业地位，保持了该业务的稳步增长；公司消化了因 2015 年整合摩托罗拉业务带来的业绩影响，出售了房地产业务实现资金回流，有利于进一步投资其他核心业务，以上因素同时导致公司跟踪期内利润总额大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，全球个人电脑和智能手机竞争愈发激烈，公司利润对投资收益有所依赖，且投资收益稳定性较弱对相关经营管理带来的挑战。

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。

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，个人电脑业务全球竞争环境愈发激烈，公司凭借其品牌优势和行业地位，保持了该板块业务收入的稳定，2016 年联想 PC 业务市场占有率全球第一。
2. 跟踪期内，公司消化了前期因重组摩托罗拉业务导致的财务亏损，营业外支出大幅下降。
3. 公司出售房地产业务，实现现金回流，房地产业务出售有利于公司投资其他核心业务。
4. 公司金融板块业务盈利能力强，对公司利润贡献大。

关注

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

2. 公司投资收益对利润贡献较大，且投资收益稳定性较弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由联想控股股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联想控股股份有限公司跟踪评级报告

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 6.61 亿元，其中中国科学院出资 4.30 亿元，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 2.31 亿元，持股 35%。2002 年 4 月，中国科学院成立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”），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。后历经多次股权转让，2013 年 8 月，公司开始股份制改革，由国科控股、联持致远、泛海控股等股东在联想控股有限公司的基础上以 2013 年 6 月底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 20 亿元，各股东持股比例不变。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 2016 年底，公司总股本为 23.56 亿元，股权结构为国科控股持股 29.04%，北京联持志远持股 20.37%，泛海控股持股 16.97%，北京联恒永信持股 7.55%。其中，国科控股为公司第一大股东，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。（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，公司合并资产总额 3228.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益 171.78 亿元）合计 695.87 亿元；2016 年实现营业收入 3069.53 亿元，利润总额为 91.98 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2011 年 10 月、2012 年 11 月发行了额度分别为 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。

表 1 联想控股存续债券及募集资金使用情况

名称	发行额度及账面余额	存续期	募集资金使用情况	付息情况
11 联想债	29 亿元	2011/10/31-2018/10/30	已按计划用途用毕	2016 年已付息
12 联想债	23 亿元	2012/11/30-2022/11/29	已按计划用途用毕	2016 年已付息

资料来源：公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量

增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

公司打造“战略投资+财务投资”双轮业务协同驱动的创新商业模式，其中战略投资中的信息技术板块为公司营业收入贡献最大的板块（2016 年收入占营业收入比重为 92.05%）。以下主要分析该板块所在行业。

1.个人电脑（PC）

需求方面，跟踪期内，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，致使全球 PC 行业有持续萎缩，根据 Gartner 数据统计，2016 年全球 PC 出货量为 2.70 亿台（2015 年为 2.89 亿台）。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 35.20%，娱乐型笔记本占比 21.60%，轻薄型笔记本占比 24.80%，商用型笔记本占比 15.20%，包括专业笔记本在内的其他类型笔记本占比 3.20%。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。

供给方面，PC的核心原材料仍然被少数厂商掌控，供应商议价能力强。原材料中，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。

行业竞争方面，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	57233.00	20.80	55502.00	21.30
惠普	53587.00	19.40	54290.00	20.90
戴尔	39049.00	14.20	40731.00	15.70
华硕	19360.00	7.00	19203.00	7.40
苹果	20452.00	7.40	18446.00	7.10
其他	86110.00	31.20	72012.00	27.70
合计	**275790.00**	**100.00**	**260183.00**	**100.00**

资料来源：IDC Worldwide Quarterly Computing Deive 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。国内的电脑品牌在中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。

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；跟踪期内，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。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。

2.智能手机

根据IDC统计，2016年，全球智能手机销售总量为14.70亿部，同比增长3.21%（2015同比增长10.06%），增速明显放缓。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。

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。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 年均出现不同幅度的上涨。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%。

竞争格局来看，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 16.10%，占同期国内手机出货量的 88.90%，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。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 3.00%和 7.00%。其它品牌中出货量增长最大的为 OPPO，相比 2015 年增长 132.90%，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 9940 万台和 7730 万台，增幅分别达到 132.90%和 103.40%。

表 3　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	320.90	22.30	311.40	21.20
苹果	231.50	16.10	215.40	14.60
华为	107.00	7.40	139.30	9.50
OPPO	42.70	3.00	99.40	6.80
Vivo	38.00	2.60	77.30	5.30
其他	697.10	48.50	627.80	42.70
合计	**1437.20**	**100.00**	**1470.60**	**100.00**

资料来源：IDC Worldwide Quarterly Computing Deive 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。

六、基础素质分析

1.产权状况

截至 2016 年底，公司总股本为 23.56 亿元，股权结构为国科控股持股 29.04%，北京联持志远持股 20.37%，泛海控股持股 16.97%，北京联恒永信持股 7.55%。其中，国科控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2.规模和竞争实力

公司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。其中战略投资中的信息技术板块为公司收入的主要来源。

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。2016 年，联想集团全球 PC 市场占有率进一步提高至 21.30%的历史新高。

金融服务业务方面，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，截至 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。

总体看，跟踪期内，公司核心业务均保持了良好的发展，信息技术业务继续保持全球领先地位。整体看，公司综合竞争力很强。

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

1. 经营概况

联想控股作为多元化控股公司，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。

表4　2015、2016年公司营业收入结构及毛利率（单位：亿元、%）

业务分类	2015 年			2016 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
战略投资	**3096.68**	**99.87**	**15.85**	**3064.18**	**99.83**	**15.86**
信息技术	2932.55	94.57	14.69	2825.51	92.05	14.74
金融服务	11.56	0.37	74.10	15.60	0.51	85.49
创新消费与服务	14.95	0.48	34.98	21.32	0.69	15.31
农业与食品	16.39	0.53	49.34	32.66	1.06	29.01
房地产	102.84	3.32	34.85	122.07	3.98	28.72
新材料	18.39	0.59	13.51	47.02	1.53	17.42
财务投资	**4.12**	**0.13**	**95.54**	**5.35**	**0.17**	**95.43**
合计	**3100.80**	**100.00**	**15.97**	**3069.53**	**100.00**	**15.99**

资料来源：公司年报

注：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。

2016年，公司实现营业收入3069.53亿元，同比略有下降。收入构成方面，信息技术业务仍是公司收入的最重要来源，占营业收入比重保持在90%以上。2016年，受智能手机市场竞争激烈影响，公司信息技术业务中的移动业务收入下滑，致使该板块收入同比略有下降至2825.51亿元；房地产业务为终止经营业务，确认收入122.07亿元；农业与食品板块收入同比增长99.27%主要系公司收购KB Seafoodss Pty Ltd[1]（以下简称“KB Seafoods”）全部股权所致；新材料板块收入增长155.68%主要系公司前期在建项目（聚丙烯、EVA等产线）全部顺利投产，产能得以释放所致。

毛利率方面，2016年公司综合毛利率15.99%，同比变化不大，其中信息技术毛利率小幅提高至14.74%；房地产板块毛利率同比下降6.13个百分点至28.72%，为公司因出售业务对2015年同期比较数据进行了相应追溯调整数据；金融服务、创新消费与服务和农业与食品等板块占比较小，对综合毛利率影响不大。

2. 信息技术业务

公司信息技术业务经营主体是联想集团（截至2016年底公司合计持股31.48%）。该板块的主要产品包括个人电脑和智能设备业务、移动业务和数据中心业务等。跟踪期内，受制于核心零部件供应商限制以及下游竞争激烈，公司移动业务有所萎缩；个人电脑业务全球增速放缓，下游竞争激烈，但得益于公司良好的客户基础、市场地位以及业内小企业出清，公司个人电脑业务收入保持增长。激烈竞争环境下，公司信息技术业务板块收入仅有小幅下滑至2826.00亿元。

表5 联想集团2015、2016年财务数据

（单位：亿元）

2016年			
资产	所有者权益	收入	利润总额
1889.00	212.38	2825.51	44.32
2015年			
资产	所有者权益	收入	利润总额
1742.38	189.30	2932.55	-20.81

资料来源：公司审计报告；

注：2015年业绩亏损原因在财务部分披露。

联想集团的个人电脑和智能设备业务产品包括商用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。根据IDC数据统计，2016年，联想集团PC市场占有率21.30%，位居第一位；其中，个人电脑的市场份额在2016年第四季度上升至22.40%的历史新高。2016年，该板块收入同比略有增长至1963.00亿元。

然而近年来，受到平板电脑和智能手机兴起影响，加之个人电脑生命周期延迟，全球个人电脑市场正在不断萎缩。2017年，根据IDC数据显示，一季度，联想集团PC出货量为1232万台，全球市场份额为20.40%；惠普PC出货量为1314万台，全球市场份额21.80%；2017年一季度惠普PC市场份额超过联想，排名第一。激烈的市场竞争以及全球市场不断萎缩，给公司该板块业务发展带来一定不确定性。

联想集团的移动业务主要为智能手机业务，产品主要包括S系列、A系列和摩托罗拉移动下的Moto X等系列。跟踪期内，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，该板块收入同比大幅下跌24.93%至509.00亿元。

[1]公司子公司南明有限与KB Seafoods管理团队合资成立KB Food.公司，于2016年3月底收购KB Seafoods全部股权，收购对价10.07亿元，支付现金9.50亿元，确认商誉3.87亿元；KB Food 2016年4月1日至2016年12月31日实现收入20.22亿元；截至2016年12月底，公司持有KB Food 90%股权。

表 6 公司信息技术业务收入情况

（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
个人电脑和智能设备业务	1906.00	64.98	1963.00	69.46
移动业务	678.00	23.12	509.00	18.01
数据中心业务	288.00	9.82	279.00	9.87
其他	61.00	2.08	75.00	2.65
合计	**2933.00**	**100.00**	**2826.00**	**100.00**

资料来源：联想集团年报及业绩公告

注：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。

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。采购方面，联想集团供应商遍布全球各地，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。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单一供应商存在依赖。

总体看，跟踪内，受益于公司已有的市场地位，公司个人电脑业务在大环境不景气下依然保持增长。但联合资信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。核心原材料供应仍然是限制公司发展的关键因素。

3. 金融服务

金融服务虽然在营业收入中比重较小，但是该板块毛利率较高，对公司利润贡献较大。公司金融服务业务主要由子正奇金融、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。

正奇金融通过小额贷款、信用担保、融资租赁、商业保理等九大业务品种，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。贷款业务方面，跟踪期内，正奇金融共计发放小额贷款余额31.50亿元，同比增长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，2016 年正奇金融担保余额 37.51 亿元（2015 年为 45.30 亿），同比有所下降，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；融资租赁业务和商业保理业务方面，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，同比大幅增长 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，截至 2016 年底，应收租赁款余额 57.36 亿元。

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。

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，需关注相应的风险控制能力。

4. 其他板块

公司其他业务板块收入对营业务收入贡献较小，以下仅做简要分析。

创新消费与服务方面，公司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。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。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。

农业与食品方面，公司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。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。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。

新材料方面，公司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联泓新材料有限公司、山东昊达化学有限公司、济宁中银电化有限公司 [2]和滕州郭庄矿业有限责任公司从事相关化工业务。

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、弘毅投资旗下一系列私募股权基金和公司本部。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。

九、重大事项

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”，融创中国控股有限公司之附属公司）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。

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 [3]，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。

另外，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。

[2]联泓集团于 2016 年对济宁中银电化有限公司进行了剥离。
[3]交割日，公司出售标的公司房地产开发业务终止经营房地产业务确认收入 122.07 亿元，终止经营业务本年净利润 5.30 亿元。

基于对于行业及公司的判断，公司出售了房地产开发业务，有利于联想控股资产负债结构的调整及未来布局核心战略投资板块的资源储备。

十、财务分析

公司 2016 年财务数据经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的审计结论。跟踪期内，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，公司合并资产总额3228.53亿元，所有者权益（含少数股东权益 171.78 亿元）合计 695.87 亿元；2016 年实现营业收入3069.53 亿元，利润总额为 91.98 亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司合并资产总计3228.53亿元，同比增长 5.24%，其中流动资产占比53.73%，非流动资产占比 46.27%；公司资产构成仍以流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产总额达1734.66 亿元，同比变化不大。构成看，主要由货币资金（占 24.69%）、应收账款（占 24.54%）、其他应收款（占 25.60%）和存货（占 12.21%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 428.34 亿元，同比变化不大，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。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值425.71 亿元，同比增长 19.31%，主要系公司子公司联想集团业务账期延长所致；应收账款账龄以一年以内的为主，占比 99.24%；累计计提坏账准备 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。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值444.08 亿元，同比增长 62.23%，主要系公司处置房地产业务应收款项增加所致。公司其他应收款余额中，账龄 1 年以内占比 98.88%，账龄短。公司其他应收款主要为应收代工厂商款（占38.28%）、处置终止经营业务应收款项（占28.98%）以及应收代垫及暂付款（占 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。处置房地产业务应收款项目前已经收回。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 211.81亿元，同比下降 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。2016年底公司存货构成主要为原材料（占 41.30%）、产成品（占 36.13%）和周转材料（占 19.41%）；累计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。

截至 2016 年底，公司非流动资产总额为1493.87 亿元，同比增长 13.36%，非流动资产主要由长期股权投资（占 18.77%）、固定资产（占 11.02%）、无形资产（占 19.15%）和商誉（占 23.00%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产98.49 亿元，同比增长 40.95%，主要系公司持有的可供出售的权益工具增加所致；2016 年底该科目主要构成为可供出售权益工具（占97.53%）。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 280.42亿元，同比增长 17.68%。从构成来看，该科目主要为权益法核算下的联营、合营企业（占44.67%）以及以公允价值变动且变动计入当期损益的联营企业[4]（占 55.33%），本期该科目的增长主要系前者利润累积以及 2016 年新投项目增加所致。公司长期股权投资前五大联营企

[4]按公允价值计量且其变动计入当期损益的联营企业主要业务活动是作为风险投资基金及私募股权基金进行投资控股。

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。长期股权投资无质押。

表 7　截至 2016 年底公司按权益法核算的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
深圳市鑫榕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

表 8　截至 2016 年底公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的联营企业前五大情况（单位：亿元、%）

名称	FV	持股比例
Hony Capital Fund V LP	24.18	10.98
北京君联茂林股权投资合伙企业（有限合伙）	14.98	31.21
天津君睿祺股权投资合伙企业（有限公司）	14.75	31.67
北京弘毅贰零壹零股权投资中心（有限合伙）	13.40	20.07
LC Fund VI,L.P.	11.15	23.20

资料来源：公司审计报告。
注：对部分企业虽持股低于 20%，管理层评估后，可以对这些基金产生重大影响，故算作联营企业。

截至 2016 年底，公司投资性房地产（公允价值计量）账面价值 101.12 亿元，同比变化不大，主要为融科资讯中心 ABC 座；其中 65.72 亿元（占 64.99%）用于公司长期借款提供抵押担保。

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；其中，账面价值 5.34 亿元的固定资产已用于短期借款抵押；截至 2016 年底，公司固定资产累计计提折旧 74.75 亿元，累计计提减值准备 0.54 亿元。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 286.05 亿元，同比变化不大。公司无形资产主要由商标、专利及客户关系构成，分别占无形资产净值的比重为 32.37%、24.00%和 25.89%；2016 年底无形资产累计计提减值准备 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。

截至 2016 年底，公司商誉 343.53 亿元，同比增长 8.51%，主要系公司收购 KB Seafoods 公司所致。2016 年，公司计提商誉减值准备 7.49 亿元，主要系拜博口腔[5]本期经营不如预期所致。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中货币资金、存货和应收账款占比较大，受限制资产规模较大但总体占比不高（受限资产占净资产比重为 20.83%），公司整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债合计 2532.67 亿元，同比变化不大。其中流动负债和非流动负债占比分别为 70.80%和 29.20%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 1793.09 亿元，主要以应付账款（占 24.45%）、其他应付款（占 30.78%）、一年内到期的非流动负债（占 13.40%）和其他流动负债（占 13.45%）为主。

截至 2016 年底，公司应付账款合计 438.37 亿元，同比变化不大；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；其他应付款合计 551.96 亿元，同比增长 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 62.59%）和预提费用（占 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；一年内到期的非流动负债

[5]拜博口腔 2016 年新开门店增多，费用增加，新店尚在培育期，经营不及预期。

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。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 241.16 亿元，同比增长 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 76.84%）和待赎回转让贷款（占 23.16%）构成。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 739.58 亿元，同比下降 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 33.87%）和应付债券（占 42.55%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款余额合计 250.50 亿元，同比下降 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 70.42%）和信用借款（占 29.58%）构成。

截至 2016 年底，公司应付债券余额合计 314.66 亿元，同比增长 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 9　公司及子公司主要应付债券情况（单位：亿元）

发行人	债券类型	币种	发行规模（人民币）	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

截至 2016 年底，公司全部债务为 944.82 亿元，同比增长 16.62%；其中短期债务和长期债务分别占比 39.99%和 60.01%，仍以长期债务为主。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 78.45%、57.59%和 44.90%，同比变化不大。

截至 2016 年底，公司所有者权益 695.87 亿元，同比增长 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。

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。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比变化不大，为 3069.53 亿元，同期营业成本下滑速度（同比下降 1.04%）超过营业收入下降速度，致使公司营业利润率同比增加 0.08 个百分点至 15.42%。

从期间费用来看，2016 年，期间费用总额（443.66 亿元）占营业收入的比重为 14.45%，同比变化不大。从期间费用的结构来看，仍然以销售费用和管理费用为主，2016 年二者占期间费用比重分别为 41.05%和 51.72%。

2016 年，公司资产减值损失同比大幅下降 78.62%至 7.55 亿元，降幅较大主要系出售房地产业务导致存货跌价损失减少以及处置子公司使得固定资产减值损失减少所致；公允价值变动为 6.03 亿元（2015 年为-2.28 亿元），主要构成为以公允价值变动且变动计入当期损益的金融资产变动收益（5.60 亿元），2016 年增长主要因投资性房地产公允价值变动（3.36 亿元）以及以公允价值计量且变动计入当期损益的联营企业投资损失减少所致。

2016 年，投资收益同比下降 45.58%至 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；投资收益构成中，主要为股利收入（14.46 亿元）和联营企业利润（9.16 亿元），其余为处置收益。公司投资项目较多，投资收益在利润总额中比重较大（2014~2016 年分别占 64.35%、228.07%和 34.44%），且波动幅度较大，公司盈利水平对投资收益的依赖度偏高，投资收益有所波动。

表 10　投资收益明细（单位：亿元）

项目	2016 年	2015 年
持有可供出售金融资产之股利收入	2.05	2.80
持有以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产之股利收入	1.05	1.73
持有以公允价值计量且其变动计入当期损益的联营企业长期股权投资之股利收入	11.37	39.99
享有以权益法核算的联营企业利润	9.16	7.12
处置可供出售金融资产的收益	9.44	1.72
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的收益	0.95	2.27
处置子公司（损失）/收益	(6.98)	2.16
处置以权益法核算的联营企业的收益	4.54	0.02
其他	0.11	0.40
合计	**31.68**	**58.21**

资料来源：公司年报

2016 年，公司营业外收入 48.23 亿元，同比大幅增长，主要系公司出售固定资产而实现大额营业外收入所致，该部分占当年营业外收入比重为 47.13%，其余主要为政府补助（占 29.87%），政府补助跟踪期内保持稳定。同期，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，公司实现利润总额 91.98 亿元，同比增长 260.38%，增幅较大主要因 ①2015 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；②公司金融服务板块业务快速发展，净利润增长迅速；③2015 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。

从盈利指标看，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.61%和 12.04%，分别较上年增加 3.82 和 8.73 个百分点。公司盈利能力有所提升。

跟踪期内，公司收入规模同比变化不大，在经历了 2015 年的业务整合后，盈利能力有所上升。公司对利润对非经常性损益依赖性较强。

4. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动现金流入保持稳定，为 3217.82 亿元，实现经营活动现金流量净

额 122.83 亿元（2015 年为 6.94 亿元）。从现金实现质量看，公司同期现金收入比为 102.56%，整体经营获现质量尚可。

公司投资活动的流入主要为赎回基金、收到的部分长期股权投资成本及股利返还等收回的现金，2016 年投资活动现金流入为 131.75 亿元，同比变化不大。跟踪期内，公司投资新增项目的增加导致投资活动现金流出同比增长 99.46%至 355.18 亿元。公司筹资活动现金流量净额为净流出 223.43 亿元（2015 年净流出为 48.24 亿元），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。2016 年，公司筹资活动现金流入为 826.09 亿元，同比增长 99.73%，主要系取得借款和发行的“16 联想 01”（15 亿元）及“16 联想 02”（20 亿元）公司债券所收到的现金增加所致；同期，筹资活动现金流出为 772.93 亿元，同比增长 101.97%，主要为偿还债务支付的现金增加所致。2016 年，公司筹资活动现金流量净额为 53.16 亿元，同比增长 71.94%。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金流有所增长，投资活动现金流量净额净流出有所增长，公司需要通过外部融资来满足日益扩大的投资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2016 年底公司流动比率为 96.74%，同比减少 15.59 个百分点；速动比率为 84.93%，同比增长 5.90 个百分点。考虑到现金类资产规模较大，2016 年为 482.35 亿元，且使用受限比例较低（使用受限额度为 19.28 亿元），对短期有息债务覆盖倍数为 1.28 倍，保障能力强；2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为 122.83 亿元，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，由于利润总额的增加，2016 年，公司 EBITDA 为 184.87 亿元，公司全部债务规模有所上升，2016 年为 944.82 亿元，相应当年全部债务/EBITDA 倍数为 5.11 倍（2015 年为 7.32 倍），EBITDA 利息倍数则为 3.30 倍（2015 年为 2.11 倍），综合看，长期偿债能力强。

截至 2016 年底，公司对外担保余额为 122.79 亿元，为 2016 底净资产的 17.65%。公司对外担保主要由信用担保（占 69.45%）和子公司担保业务的对外担保（占 0.55%）构成。截至 2016 年底公司对外担保中，信用担保未到期担保余额 65.07 亿元，根据公司及融科股份与融创房地产签订的框架协议，该担保将于股权交割日后 12 个月内解除；关联方担保 20.22 亿元；子公司担保业务对外担保余额 37.51 亿元，2016 年计提担保损失准备 1.08 亿元。

截至 2016 年底，公司未使用的金融机构授信额度 863 亿元。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。

6. 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 2017 年 2 月 20 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。

7. 抗风险能力

跟踪期内，全球市场竞争激烈，公司传统优势业务仍保持稳定的发展，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。

十一、存续债券的偿还能力

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”，合计 52 亿元。

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，2016 年公司 EBITDA 为 184.87 亿元，EBITDA/债券余额倍数为 3.56 倍，EBITDA 对存续期债券具有很强的保障能力。

公司无未来一年内到期的债券。

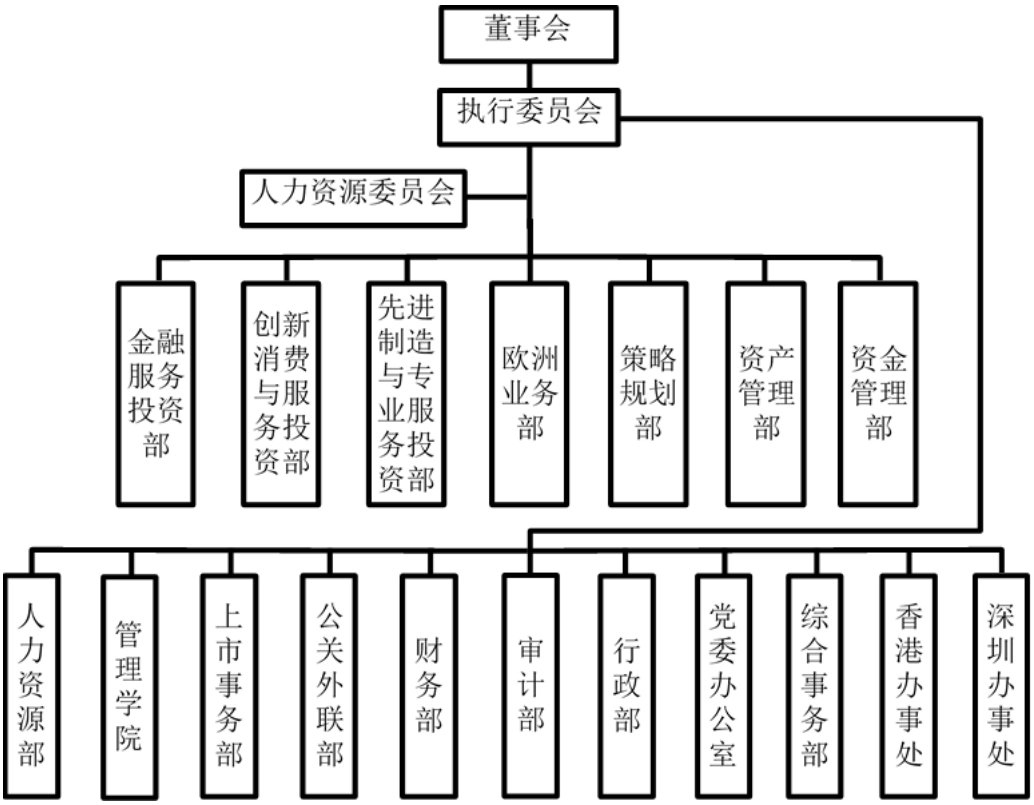
十二、结论

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　截至 2016 年底公司股权结构

股东名称	占已发行股份总数之概约持股百分比
中国科学院控股有限公司	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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	463.91	457.77	482.23
资产总额(亿元)	2932.86	3067.90	3228.53
所有者权益(亿元)	533.18	656.14	695.87
短期债务(亿元)	228.58	239.93	377.84
长期债务(亿元)	566.98	570.21	566.98
全部债务(亿元)	795.56	810.15	944.82
营业总收入(亿元)	2896.62	3100.80	3069.53
利润总额(亿元)	85.37	25.52	91.98
EBITDA(亿元)	144.14	110.69	184.87
经营性净现金流(亿元)	14.35	6.94	122.83
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.33	8.12	7.55
存货周转次数(次)	4.70	4.66	6.64
总资产周转次数(次)	1.13	1.03	0.98
现金收入比(%)	97.90	102.17	102.56
营业利润率(%)	14.75	15.34	15.42
总资本收益率(%)	10.27	3.79	7.61
净资产收益率(%)	12.47	3.31	12.04
长期债务资本化比率(%)	51.54	46.50	44.90
全部债务资本化比率(%)	59.87	55.25	57.59
资产负债率(%)	81.82	78.61	78.45
流动比率(%)	113.51	112.33	96.74
速动比率(%)	78.47	79.03	84.93
经营现金流动负债比(%)	0.93	0.45	6.85
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	2.11	3.30
全部债务/EBITDA(倍)	5.52	7.32	5.11

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　主要财务指标的计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
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/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（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+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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。