



## 公司研究



研究员  
李清乐



微信扫一下

成为虎嗅会员后  
可阅读会员专享研究报告  
还有更多会员专属权益

本报告是基于联想控股公司 2012—2015 年财报数据做出的公司研究，得出的研究结论有：

1. 当前联想控股是被资本市场低估的。
2. 联想控股对联想集团（IT 业务）过度依赖，在 2015 年 IT 业务出现亏损后，联想控股通过少数股东承担亏损进行填补，使得归属母公司净利润超过综合报表中经营净利润。
3. 从未来增量空间的机会权重来看，农业食品与现代服务业，会是支撑联想控股千亿市值的主要筹码。
4. 与复星国际对比，联想控股缺乏国际化布局，也是其估值低的重要原因，联想控股还未真正国际化、多元化。
5. 联想控股，推行“组合管理”，擅长打造“抱团”，“财务投资+战略投资”之外，对所投企业进行“债权支持”是其惯用手段。

## 从千亿市值跌落有什么内在原因？ 重回千亿市值的机会在哪里？

半个月前，柳传志在将中国企业家俱乐部主席一职交接给马云时提到，自己对俱乐部的最大贡献是“严格执法”。反观自己公司，这位年过七旬的老者在2015年6月带领联想控股(HK03396)赴香港成功上市，IPO发行价为42.98港元/股，按此计算市值为1010.59亿港元，这也是他个人在资本市场的二度冲刺。

如今，联想控股上市已接近一年，截止上一交易日(5月25日)股价为17.86港元，市值为421亿港元(约合355.3亿元人民币)，较上市时蒸发了58.3%！无独有偶，几天前联想集团也发了财报，公司遭遇巨额亏损。净亏损额为1.28亿美金(折合人民币8.4亿)，去年同期为盈利8.29亿！而全年营收增长停滞，减少了3%。虽然这个用的自然年，但某种程度上也体现了其危机，除了外部宏观环境的恶化，那我们要问了，不能支撑联想控股千亿市值的内部原因在哪？

### 联想控股，离真正意义上的“多元化”还有一定距离

提到联想，多数人潜意识想到的是联想集团(HK0992)电脑业务，事实上联想集团是从联想控股脱离出来的，联想集团1994年上市，目前联想控股持有联想集团30.91%股权，联想集团是联想控股IT业务的主力。

联想控股不直接从事生产经营业务，而是通过资本运作，整合投资企业，让它们在产业链中发挥价值最大化。下图，虎嗅整理了联想控股业务板块，主要分为两大块：一、战略投资（IT、金融服务、现代服务、农业食品、房地产、化工与能源材料）；二、财务投资（天使及创业孵化、风险投资、私募股权投资）。

	战略投资	被投资企业	持有股权	经营概况（截至2015年12月31日）
联想控股	IT	联想集团 (Lenovo)	30.91%	2015年联想集团收入总额为417.1亿美金，同比微增2.3%；净利润为-2.08亿美元，同比减少125%。
	金融服务	正奇金融	92.00%	正奇金融注册用户数为17203人。收入总额为8.93亿，同比增长23%；净利润5.19亿。
		君创租赁	100.00%	君创租赁期末生息资产余额为7.32亿。
		拉卡拉	31.38%	拉卡拉2015年末资产总额为43.6亿元，营业收入15.88亿元，净利润1.26亿元；今年初与“西藏旅游”进行重大资产重组，借道上市。
		汉口银行	15.33%	汉口银行在中国拥有137家分支机构，包括11家分行、15家一级支行、1家直属支行以及109家二级支行。
		联保集团	48.00%	联保通过33家分公司，110家营业部构建的全国性服务网络，为28个省市。
		翼龙贷	33.33%	翼龙贷在全国约200个城市设立了运营中心，注册用户约280万人，完成约13.1万单网络借贷服务，撮合债权交易约98.7亿。
		苏州信托	10.00%	苏州信托存续信托规模为869.2亿，存续信托项目280个，拥有超过1万名财富管理客户。
			拜博口腔	54.90%
	神州租车		23.54%	神州租车拥有91719辆车，总收入50.03亿，净利润14.01亿。
增益供应链	94.00%		增益供应链，2015年总收入5.19亿，净亏损6.12（快递业务一次性投入加大）。	

现代服务	安信颐和	100.00%	安信颐和打造中高端老年养老服务产品：养老公寓、养老食品、居家养老等产品。具体经营情况未披露。
	时趣互动	48.23%	时趣互动成立于2011年，是一家社会化管理系统、服务与数据解决方案提供商。具体经营情况未披露。
	闻康集团	17.02%	闻康集团是一个互联网医疗服务平台，注册用户7340万，注册医生数52万，网站日均用户访问量超1200万。
农业食品	佳沃集团	100.00%	佳沃集团总收入4.52亿，同比增长10%，净利润4100万，同比扭亏。
	丰联集团	93.30%	丰联集团拥有板城、孔府家、文王及武陵四个地域性白酒品牌。总收入11.87亿，净亏损7300万，同比收窄。
	云农场	25.00%	云农场已有2000多家企业、经销商、服务商入驻，300多家县级服务中心，覆盖十八个省份，注册用户过百万。
	酒便利	30.00%	酒便利已进入郑州、北京、驻马店、许昌、南阳等城市，共拥有124家门店和38家配送站。
房地产	融科智地	93.09%	融科智地在中国15个城市52个项目，总占地面积约6.6百万平方米。
	融科物业投资	100.00%	融科投资物业组合的建筑面积约为17.3万平方米。
	联想控股整个房地产板块业务，总收入107.04亿，净利润21.84亿。		
化工与能源材料	联泓集团	90.00%	联泓集团总收入16.49亿，同比增长2.55%；净亏损12.26亿，同比扩大57.18%。
	星恒电源	44.51%	报告期内，由于星恒电源不再纳入合并集团报表，而产生的处置附属公司收益1.39亿。
财务投资	被投资企业	持有股权	经营概况
天使及创业孵化	联想之星	100.00%	联想之星共管理2支基金，规模约11亿人民币，累积投资项目超过120个，其中2015年投资52个，24个项目实现下一轮融资。
风险投资	君联资本	於多期基金的若干LP及GP权益	君联资本共管理7期美元、7期人民币基金，累积投资72个项目，退出22个项目，贡献现金回款超过12亿元人民币。

	<p>私募股权投资</p>	<p>弘毅投资</p>	<p>於多期基金的若干LP及GP权益</p>	<p>弘毅股权基金共管理5期美元基金、2期人民币基金，弘毅投资共投出33家境内外上市公司，推出14个项目，回款42亿元。</p>
--	---------------	-------------	------------------------	--

联想控股多元化投资路线中，以实业为主，服务业侧重资源整合与互联网结合型公司，典型被投企业有神州租车、拉卡拉。目前联想控股所投资的25家公司（包含三家基金）中，只有5家持股比例低于30%，可见联想控股对所投公司主导力的要求。

联想控股投财务投资中，联想之星主投天使轮；天使之后到IPO之前阶段，主要由君联主投；Pre-IPO及IPO之后，主要由弘毅主导。其财务投资也是为之后的战略投资孵化或物色有潜力的投资标的，比如神州租车、拜博口腔。从联想控股所投企业整体来看，重点倾向于消费升级、经济结构转型中存在的机会。

此外，经营高手柳传志擅长打造“抱团”，其投资的所有企业都会自豪的打出“联想控股成员企业”。截至2015年12月31日，联想控股综合营业额约3098亿元，综合总资产约3062亿元，联想控股总人数约95993人。



联想控股财报的编制，综合其投资公司财报，其中合并报表的总收入主要由销售商品及服务构成。2012年—2015年的四年间：联想控股总收入由2263.6亿增长到3098.76亿，增幅为36.9%；净利润由44.65亿减少至37.76亿，增幅为-15.4%。

严格来说，这里的总收入、净利润并不直接体现联想控股的创收与盈利能力，且关联公司业务往来还要进行内部交易抵消处理，这里我们是用来直观感受联想控股所投企业的综合经营情况。

按高级会计学中非同一控制下的企业合并报表原则，母公司盈利能力应该用长期股权投资收益体现，可选择按成本法或权益法进行核算处理。而联想控股选择的是后者，所以其净利润准确部分为“本公司权益持有人”部分，理论值会比上述“净利润”小。如果母公司是投资机构，习惯上用（ROI）投资回报率来体现。



所以从归属母公司净利润来体现联想控股真实的盈利情况更准确，2012年至2015年，联想控股所属权益利润分别由22.88亿元增长到46.59元，四年间增长了103.6%。值得注意的是，2012年—2014年间，联想控股归属母公司净利润额都比综合净利润小，只有在2015年综合净利润同比下降了51.7%的情况下，竟然还出现了归母净利润（46.59亿）超过综合净利润（37.76亿），出现这一情况应该是联想控股少数股东承担亏损进行了填充。





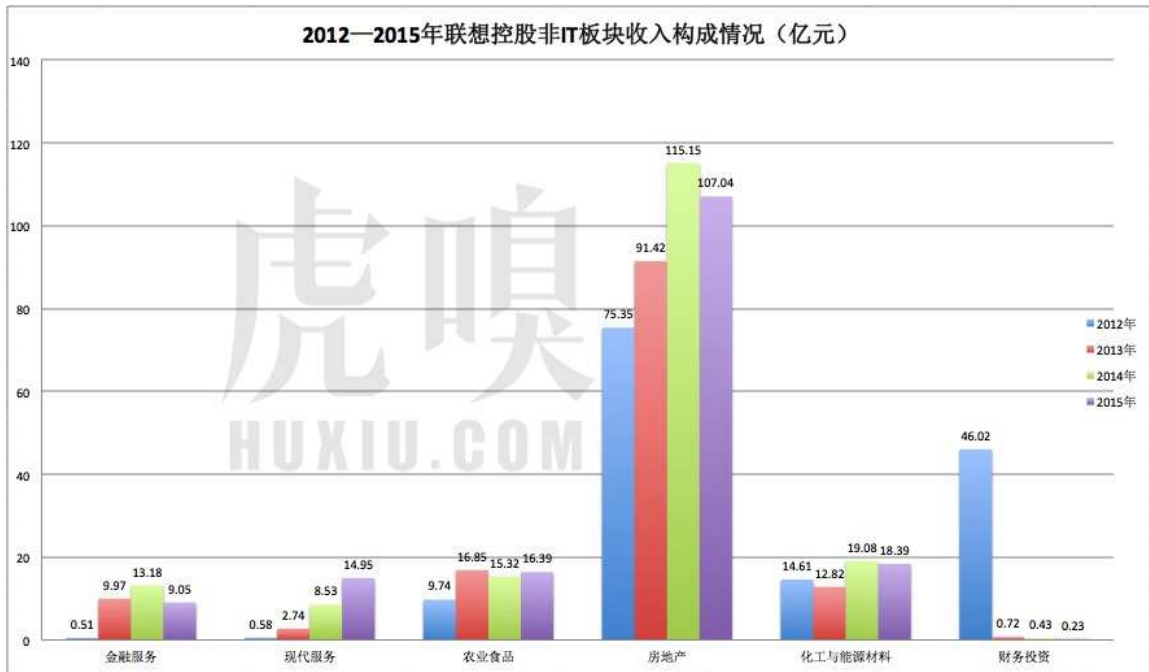
2013年之后，联想控股净利润出现负增长很大程度上是受联想集团利润下滑（2015年出现亏损）的影响。虽然联想控股只直接持有联想集团30.91%的股权，但加上联想系管理层间接持股，其比例已经超过50%，所以联想集团财报并入了联想控股。

虎嗅发现联想集团披露财报信息采用“财年”（会计年度采用4月1日至来年3月31日），而联想控股合并财报时选择了后者的自然年，时间偏差，我们会看到上图统计与新闻报道存在偏差，但这不影响财报的准确性与真实性。因为联想集团的收入占到了联想控股的94%左右，所以业界会出现一种声音：联想控股并未实现真正意义上的“多元化”，柳传志用一个“联想”，在资本市场进行二次跑马。

事实并非如此，柳传志打造联想控股的学习对象，应该是股神巴菲特缔造的伯克希尔-哈撒韦公司。只是联想控股不是以金融（保险）见长，而是有扎实的实业背景。

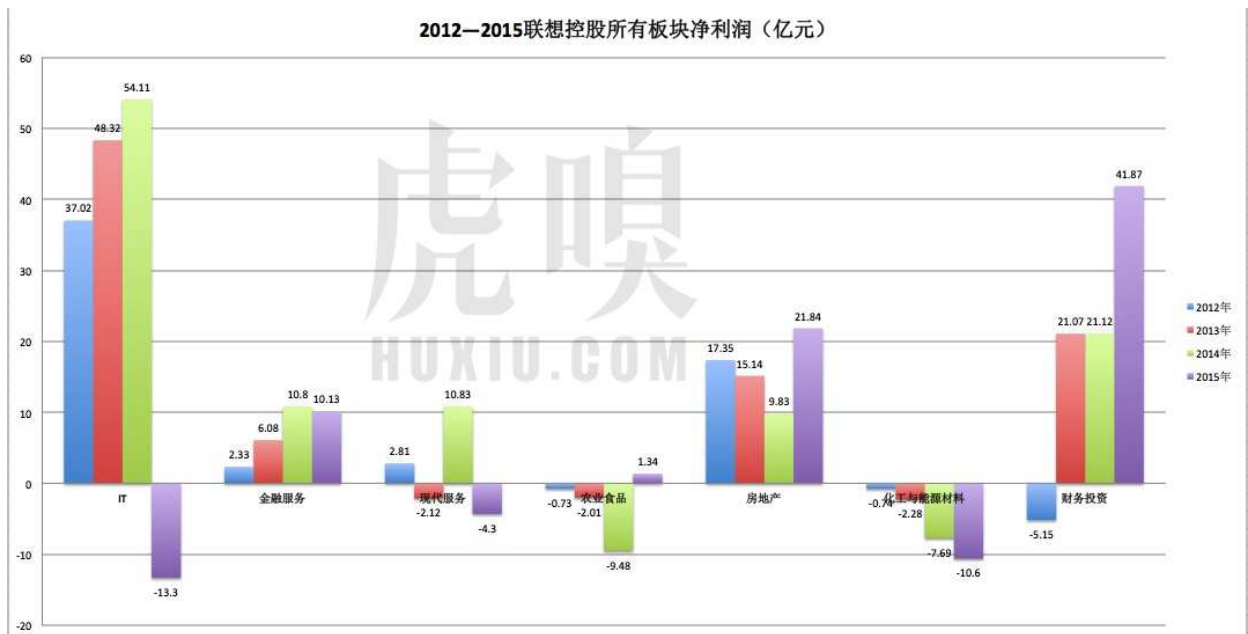
### 农业食品，会是联想控股未来增长点

全球个人电脑市场趋于饱和，联想集团在电脑出售业务出现下滑，手机、移动业务方面业绩不佳，直接影响到联想控股市值，企业服务、移动转型不确定因素大。真正意义上“多元化”的联想控股，目光要锁定到非 IT 板块。



金融领域，赚钱问题不大，但巨头机会难现。民营商业银行放宽，平安集团集齐金融全牌照，蚂蚁金服、京东金融都有电商大盘支撑，整个金融行业除了产品创新，与互联网技术的结合，大的格局已经很难改变。

房地产领域，联想 IT 业务之外最早的“副业”，一直以融科置地、融科物业投资两条腿走路，收入的第二大来源。但在楼盘数、物业持有方的资源集约型再造方面下功夫，投入的成本高，且房地产是中国最成熟的产业，竞争已经白热化，不宜用重资产来支撑联想控股的未来。



化工与能源材料，从财报中已经看到联想控股已有退缩的迹象。2015 年，引进外部投资转让了星恒电源部分股权，由 50.77% 稀释至 44.51%。在新能源领域，一靠财政补贴支持，二靠新能源材料出口，这里是需要长期投资的产业，短期很难见效，联想控股也少有出手，且处于长期巨亏。

就外部宏观环境而言，涌现了类基金、孵化器，竞争加剧，联想控股在财务投资方面做创新，此外投资就是大浪淘沙，出现独角兽的机会的概率太低。财务投资部分当期收益，如果没有发生项目退出，则计入所投公司的公允估值溢价。

当然并不是说联想控股这些板块都不行了，只是用未来增量空间的机会权重来看，农业食品与现代服务业，会是支撑联想控股千亿市值的主要筹码。

时间	2012年(收入:亿元)	2012年(净利润率)	2013年(收入:亿元)	2013年(净利润率)	2014年(收入:亿元)	2014年(净利润率)	2015年(收入:亿元)	2015年(净利润率)
IT	2116.36	1.70%	2305.05	2.10%	2723.44	2.00%	2932.55	-4.53%
金融服务	0.51	-	9.97	-	13.18	-	9.05	-
现代服务	0.58	-	2.74	-	8.53	-	14.95	-
农业食品	9.74	-7.50%	16.85	-11.90%	15.32	-61.90%	16.39	8.19%
房地产	75.35	23.00%	91.42	16.60%	115.15	8.50%	107.04	20.40%
化工与能源材料	14.61	-5.10%	12.82	-17.80%	19.08	-40.30%	18.39	-57.69%
财务投资	46.02	-	0.72	-	0.43	-	0.23	-

为方便理解，我们可将联想控股板块分为实业板块（IT、农业食品、房地产、化工与能源材料），非实业板块（金融服务、现代服务、财务投资），其盈利状况一目了然。



虎嗅注：或许考虑到非实业板块与服务净利偏差大，以及财务投资退出期限不一，联想控股未进行该板块的综合净利润率披露。

联想控股的绝对主力板块“IT”，过去四年从 2%左右的净利润水平，到 2015 年已跌至-4.5%。化工与新能源材料亏损持续加大，净利润率已经达到-57.69%。

## 农业食品板块扭亏为盈，投资步伐加速

2012—2014 年，联想控股农业食品板块分别亏损 0.73 亿、2.01 亿、9.48 亿，持续亏损的主因是业务并购发生的财务成本及白酒业务生产减值。2015 年，该板块实现扭亏为盈。

就此，虎嗅专访了联想控股高级副总裁、佳沃集团董事长兼总裁陈绍鹏，他对农业食品扭亏为盈做了总结：

- 1、前期亏损符合农业投资的自然规律，水果从种、长、销需要一个自然生命周期；
- 2、白酒板块并购后做了产品结构改造，渠道品牌的互联网化建设；
- 3、总体上在供应链改造、信息系统建设，淘汰落后产能上都下了不少功夫。

事实上，过去一年多的时间，联想控股在农业食品板块明显加快了投资步伐：

2015年3月，联想控股出资1.07亿元战略投资云农场，持有其25%的股份。

2015年11月，联想控股出资2.26亿元投资（酒类O2O）酒便利，获其30%股份。

2015年12月，联想佳沃将旗下水果业务与中国最大水果分销商鑫荣懋进行1:1换股合并，成立“佳沃鑫荣懋”。

2016年4月，联想控股战略投资澳洲老牌海鲜加工贸易公司KB Seafoods，持有其90%的股份，双方成立新公司KB Food集团。

陈绍鹏告诉虎嗅联想控股在农业食品板块的布局逻辑：

一、产品形态上：从植物（水果、粮食、茶）到动物（海鲜）细分切入，初级加工到深加工，成品到半成品（熟食），要做全产业链覆盖。

二、操作手法上：1）细分方向看行业规模、市场空间；2）选择品牌，看公司产品、业务模式增长空间；3）价值观认可后，联想控股做资源嫁接；4）投后整合治理，战略辅助。

以下为联想控股农业板块业务布局图：

虎嗅  
HUXIU.COM

虎嗅  
HUXIU.COM

虎嗅  
HUXIU.COM

虎嗅  
HUXIU.COM



[之前虎嗅采访报道过新希望](#)，其农业板块（新希望六合）正由原料向养殖加工转型，当前市值 353 亿，与整个联想控股市值接近，可见后者在农业板块的空间还很大。因为联想控股现代服务业可以围绕人的衣食住行（包含农业食品板块）、产业结构调整进行配套布局（现有的物流、整合营销）。现代服务业板块布局中，联想控股必须面临的是，如何解决传统领域的成本效率问题，进行互联网转型。另一个需要培育出平台型独角兽，要不然这部分用实业估值的逻辑，很难支撑柳传志的千亿市值梦。

### 联想控股距离千亿市值还有多远？

拿联想控股与伯克希尔做比较悬殊太大，但与巴菲特学徒郭广昌创立的复星国际对比更为实际。

复星国际（HK0656）于 2007 年在港交所上市，发行价为每股 9.23 港元，经历短暂小高峰后，股价长期低于发行价，直到 2014 年才超过发行价，截止上一交易日股价为 10.62 港元，市值约为 914 亿港元。



复星国际合并报表中的收入主要来自产业运营，但净利润大半来自综合金融。

以 2015 年为例，71.3%的净利润来自综合金融（保险、投资、财富管理、互联网金融）；28.7%的净利润来自产业运营（医疗健康、文化娱乐、地产、旅游）。

一直以来联想控股 90%的收入来自 IT 板块，2015IT 板块出现亏损前，平均 60%的净利润都是来自 IT 板块。虎嗅统计二者近四年的财报，2014 年之前，联想控股与复星国际的净利润差距并不大，甚至每股收益（EPS）还要高于后



者。而到 2015 年后，联想控股的净利润落后了复星国际两个身位，每股收益也输给了对手。

其主要原因是，联想控股过度依赖 IT 板块，而 2015 年 IT 业务出现亏损；而复星国际业务创收相对均衡，所以持续保持平稳小幅增长。

当前联想控股市净率为 0.73，复星国际 1.03，相差了 0.4 倍；联想控股归母净资产为 306.24 亿，复星国际归母净资产为 712.53 亿，联想控股净资产约为复星国际的 42.9%，但联想控股当前市值为复星国际的 46.1%，同一估值维度，已经说明资本市场低估联想控股。

虎嗅认为原因有两点：一是复星国际金融资产较多，没有在当期净资产中体现，所以导致联想控股以实业（存货多）为主的净资产明显高于前者；二是联想控股还未国际化，而复星国际的“海淘清单”丰满（全球化的投资布局：入股了葡萄牙最大保险公司 Fidelidade、Ironshore 保险集团；出手收购美国保险公司 Meadowbrook；买下以色列凤凰保险公司等等）。

国际化，能给公司估值镀一层金，要不然马云怎么那么努力地为阿里国际化“冲锋陷阵”！所以，“走出去”是联想控股千亿市值实现的必经之路，也是柳传志的必然选择。

**联想控股上市后的资本运作：暂缓增发，仗义输“债”**

无论如何也避免不了一个问题：对于联想控股与复星国际而言，不直接从事经营业务，只做资本运作、产业整合，他们上市的意义何在？

一种说法是，在柳传志退休前彻底解决“谁是联想的主人”的问题。截止 2015 年 12 月 31 日，联想控股主要持股比例情况：中国科学院国有资产经营有限责任公司作为第一大股东持股 34.83%，其次北京联持志远管理咨询持股 24.43%，第三是中国泛海控股集团有限公司持股 20.36%。而个人持股方面，柳传志 3.46%，朱立南 2.44%，宁旻、陈绍鹏、唐旭东等其它高管持股加起来 5%左右。

相比之下，复星国际的股权集中很多，三位创始人郭广昌、梁信军及汪群斌通过复星控股持有复星国际 71.37%的股份，而他们仨持有复星国际的股份分别为 64.45%、24.44% 及 11.11%。什么概念？以当前复星国际 914 亿港元的市值来计算，郭广昌个人持股市值为 415 亿港元，坐拥一个联想控股的样子！

尽管，柳传志个人持股不高，但通过旗下公司北京联持志远管理咨询间接持股，稳坐第二大股东交椅，加上管理层股份，对联想控股拥有绝对控制权，所以大家心里非常清楚，联想控股主人还是柳传志（非法律意义上的“主人”）。

二是要从募集资金的用途来看。联想控股上市时候募集资金的用途规划：

IPO募资用途	金额（百万港元）	比例
战略投资或收购	7745.4—8449.6	55%—60%
财务投资集中新基金	1408.3—2816.5	10%—20%
偿还公司相关债务	2112.4—2816.5	15%—20%
公司运营资金及其他用途	1408.3	10%

联想控股在去年6月底上市后，目前还没有做过增发（股价严重低于发行价是主要原因之一），仅有的股权融资动作只在去年7月中下旬，进行过一次超额配发（上市后的“绿鞋”属于常规权力），当时定价为40.15港元/股，占总流通股的0.93%，按此计算超额募资约1.46亿港元。

而复星国际，2014年股价超过发行价后，当年以9.76港元/股的价格进行了增发，募资127.7亿港元。2015年先后进行了两次增发，第一次以20港元/股增发了4.65亿股，净募资金92.4亿港元；第二次以13.42港元/股供股，每持有500股份获配56股，募资金116亿港元。所以，过去两年，复星国际三次募资合计约336.1亿港元。

借助二级市场“输血”动作上，复星国际也比联想控股激进。在募资用途上，二者大同小异。

三是债权支持，这是联想控股比较仗义的一点。过去一年时间里，联想控股所发债券的票面总金额一半左右，都是为其投资公司所发（担保）。

(i) 以下為2015年12月31日已發行公司債券的資料：

發行人	債券類型	貨幣	發行日期	年期	本金額 千元
本公司	公司債券	人民幣	2011年10月31日	7年	2,900,000
本公司	公司債券	人民幣	2012年11月30日	10年	2,300,000
本公司	私募債券	人民幣	2013年3月6日	3年	2,000,000
佳沃的附屬公司英昇投資有限公司	擔保債券 <sup>(i)</sup>	人民幣	2013年5月24日	3年	230,000
本公司	私募債券	人民幣	2014年3月21日	5年	2,000,000
本公司	私募債券	人民幣	2014年3月27日	5年	740,000
聯想集團	長期票據	美元	2014年5月8日	5年	1,500,000
本公司	私募債券	人民幣	2015年8月20日	1年	300,000
本公司	私募債券	人民幣	2015年10月29日	3年	1,000,000
聯想集團	長期票據	人民幣	2015年6月10日	5年	4,000,000
正奇金融	擔保債券 <sup>(i)</sup>	人民幣	2015年9月16日	3年	500,000

(i) 英昇投資有限公司及正奇金融發行的擔保債券分別由南明及本公司提供擔保。

上述債券的年利率為3.95%至7.00%。

事实上，柳传志在将联想控股送上港交所之前，已经确定了“财务投资+战略投资+债权支持”的三板斧。典型案例：2014年上市的神州租车，曾在2010年获得君联资本的投资，此后还为神州租车提供超过10亿元的债权授信，这样的债权支持对当时正处于租车行业最激烈厮杀洗牌阶段的神州，作用十分关键。

“调整资产组合结构，提升资产组合流动性”，则是联想控股上市的另一个战略目标。此外，对所投公司进行“组合管理”，是柳传志提出的新概念。

回过头，联想控股能否实现千亿市值，摆脱IT板块依赖，实现多元化、国际化，是眼下最需要面对的。如果一定要用联想控股来拉近柳传志与巴菲特的距离，那这段路还有很远、很远……

# THANKS

虎嗅  
HUXIU.COM

一个有视角的商业资讯与交流平台

精选 · 干货 · 有料 · 犀利



微信扫一扫

成为虎嗅会员后  
可阅读会员专享研究报告  
还有更多会员专属权益

内容邮箱

tougao@huxiu.com