


跟踪评级公告

联合[2010] 395 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，评级展望由负面调整为稳定，并维持其“08联想债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月十九日



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: 负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08 联想债	20 亿元	2008/10/8-2015/10/8	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2010 年 7 月 19 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年
现金类资产(亿元)	180.65	278.31
资产总额(亿元)	644.22	872.65
所有者权益(亿元)	77.18	88.86
短期债务(亿元)	38.67	53.68
全部债务(亿元)	136.74	157.25
主营业务收入(亿元)	1152.11	1063.75
利润总额(亿元)	18.08	11.21
EBITDA(亿元)	32.70	34.28
经营性净现金流(亿元)	-40.01	91.73
主营业务利润率(%)	13.35	11.42
净资产收益率(%)	6.25	13.65
资产负债率(%)	78.39	82.39
全部债务资本化比率(%)	49.55	50.57
流动比率(%)	113.77	108.95
全部债务/EBITDA(倍)	4.18	4.59
EBITDA 利息倍数(倍)	5.53	4.92
经营现金流动负债比(%)	-11.06	16.10

分析师

赵明

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

联想控股有限公司(以下简称“公司”)为中国知名的投资控股公司,主要业务涉及 PC、创业投资、私募股权投资以及房地产等领域。

跟踪期内,金融危机对 PC 行业的影响逐渐消退,2009 年第三季度以来全球 PC 出货量开始增长。公司投资的联想集团有限公司(以下简称“联想集团”)销量增长速度高于全球市场的平均速度,在中国及全球市场占有率提升,相应盈利能力得到恢复。

跟踪期内,公司投资的联想投资有限公司(以下简称“联想投资”)、北京弘毅投资顾问有限公司(以下简称“弘毅投资”)加大了对国内资本市场、人民币资金的投资。随着国内创业板的推出和 A 股 IPO 的重启,联想投资和弘毅投资前几期基金逐渐进入退出回报期,公司有望持续获得较大的投资收益。

跟踪期内,公司投资的融科智地房地产开发有限公司(以下简称“融科智地”)经营稳定,销售收入和利润水平均有较大增长,同时新增部分土地储备、为未来可持续发展奠定了基础。

目前,公司的资产质量良好,现金类资产规模大,债务负担小幅增长;经营活动净现金流状况显著改善,偿债能力稳定。随着联想集团的盈利恢复以及公司投资收益的逐步增加,公司未来盈利能力有望持续增强。

综合考虑,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司 AAA 的主体长期信用等级,评级展望由负面调整为稳定,同时维持“08 联想债”AAA 的信用等级。

优势

1. 联想集团继续在全球 PC 行业保持领先地位,市场份额继续提升。
2. 随着创业板的推出和 A 股 IPO 的重启,联想投资和弘毅投资前几期基金有望退出获得较好

回报。

3. 融科智地经营稳健，收入规模和利润水平均有较大增长。
4. 公司主营业务收入和经营性现金流规模大，经营活动净现金流状况显著改善，现金类资产充裕，对“08 联想债”的保障能力强。

关注

1. 受电脑平均销售价格下滑影响，联想集团 PC 业务毛利率有所下降。
2. 房地产行业受国家宏观政策影响大，呈现较强的波动性，2009 年底以来中国出台了多项针对房地产行业的调控政策，可能对融科智地的未来经营活动产生较大影响。
3. 证券市场波动大，对公司的股权投资、创业投资业务的退出存在一定的影响。

一、企业基本情况

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，公司更名为北京联想计算机新技术发展公司，并于 1998 年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，中国科学院国有资产经营有限责任公司持股 65%，联想控股有限公司职工持股会持股 35%。

2009 年 9 月，中国科学院国有资产经营有限责任公司将持有的公司 29% 股权转让给中国泛海控股集团有限公司。截至 2009 年底，公司注册资本 660860399.40 元，中国科学院国有资产经营有限责任公司持股 36%，联想控股有限公司职工持股会持股 35%，中国泛海控股集团有限公司持股 29%。

公司为一家多元化的投资控股公司，投资业务涉及 IT、创业投资、私募股权投资、房地产等领域，主要有联想集团有限公司（以下简称“联想集团”）、联想投资有限公司（以下简称“联想投资”）、北京弘毅投资顾问有限公司（以下简称

“弘毅投资”）和融科智地房地产开发有限公司（以下简称“融科智地”）等子公司，以及多家参控股公司。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 872.65 亿元，所有者权益 88.86 亿元，少数股东权益 64.83 亿元。2009 年公司实现主营业务收入 1063.75 亿元，利润总额 11.21 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。

二、经营管理分析

1. 经营分析

公司是多元化的投资控股公司，本部不从事生产经营，主要从事股权投资，相应生产经营业务由所投资的子公司经营。

从收入利润构成看，联想集团有限公司的 PC 业务仍是公司收入的最重要组成部分（见表 1），公司 2009 年 PC 业务收入 1032.32 亿元，较上年的 1102.74 亿元略有下降；联想集团在 2008 年 1 月出售了手机业务，相应 2009 公司已无手机业务收入。公司 2009 年总体主营业务收入为 1063.75 亿元，较上年的 1152.20 亿元下降了 7.67%。

表 1 公司 2009 年合并主营业务收入、利润结构

项目	2009 年主营业务收入(万元)	占比 (%)	2008 年主营业务收入	同比增长 (%)	2009 年主营业务利润(万元)	占比 (%)	2008 年主营业务利润(万元)	同比增长 (%)
个人电脑业务	10323244.15	97.05	11027376.25	-6.39	1097695.31	86.98	1416078.35	-22.48
手机业务	0.00	0.00	66097.23	-100.00	0.00	0.00	6573.31	-100.00
服务业务	4366.90	0.04	4455.77	-1.99	3297.71	0.26	3115.26	5.86
房地产销售	271843.56	2.56	201206.03	35.11	133444.06	10.57	52129.64	155.98
物业管理	7311.55	0.07	5488.74	33.21	887.03	0.07	5488.74	-83.84
其他销售业务	17.16	0.00	279.66	-93.86	0.09	0.00	0.43	-80.00
租赁	15416.19	0.14	15440.37	-0.16	12514.44	0.99	12524.96	-0.08
咨询	12186.73	0.11	10283.16	18.51	11070.66	0.88	9000.25	23.00
其他	3127.46	0.03	191408.59	-98.37	3094.22	0.25	38754.71	-92.02
合计	10637513.70	100.00	11522035.79	-7.67	1262003.52	100.00	1543665.66	-18.25

资料来源：公司审计报告

联想集团

联想集团是公司的重要子公司，主要从事 PC 业务。2005 年 4 月，联想集团收购了 IBM 全

球 PC 业务后成为国际 PC 大厂，目前在全球 PC 市场占有率稳定保持在第四位（见表 2）。

表 2 全球 PC 厂商市场状况排行

排名	厂商	2009 年 4 季度			2010 年 1 季度		
		出货量 (万台)	市场份额 (%)	同比增幅 (%)	出货量 (万台)	市场份额 (%)	同比增幅 (%)
1	惠普	1779.2	19.8	45.1	1531.9	18.2	19.9
2	宏碁	1218.8	13.5	41.5	1200.3	14.2	54.3
3	戴尔	1039.7	11.5	5.7	1020.9	12.1	21.4
4	联想	783.6	8.7	42.2	697.7	8.3	59.2
5	东芝	481.1	5.3	31.2			
5	华硕				464.7	5.5	114.8

资料来源: Gartner

受国际金融危机影响, 2008 年全球 PC 需求增速下滑。据市场研究机构 IDC 研究报告, 2008 年第四季度全球 PC 出货量出现了 6 年来的首次下降, 同比减少了 0.4%。2009 年第一季度全球 PC 出货量约为 6360 万台, 同比大幅减少 6.8%, 这也是 2001 年第三季度以来最大单季减少幅度。2009 年第二季度, 全球 PC 出货量为 6629 万台, 同比下滑 3.1%, 但是下降幅度有所收窄。2009 年第三季度, 受益于学生返校销售旺季的到来, 全球 PC 出货量同比增长 2.3%, 在连续三个季度下滑后首次出现反弹, 经过国际金融危机后呈现初步恢复的迹象。

2009 年第四季度, 全球 PC 市场出货量强劲复苏, 全球 PC 出货量恢复到 8579.9 万台, 同比增长了 15.2%。在第四季度的拉动下, 2009 年全年全球 PC 出货量同比增长 2.3%, 同时 PC 风向企业英特尔业绩得以恢复, PC 业全球范围复苏的态势正式得到确立。

据 Gartner 最新报告, 2010 年第一季度全球 PC 出货总量达到 8434.4 万台, 较上年同期的 6622 万台增长 27.4%, 出货量全面恢复增长。此外, 受中国市场需求大幅增长的推动, 第一季度亚太地区 PC 出货总量达到 2650 万部, 同比增长 36.9%, 其中中国市场 PC 出货总量达到 45.4%。

在市场格局方面, 目前惠普、宏碁、戴尔、联想依次为全球四大 PC 制造商的排名保持不变, 而华硕超越东芝成为行业第五。

总体看, 随着金融危机的影响逐渐消退, PC 市场正在驶入恢复的快车道, 在个人消费支

出提升, 以及随着企业消费对 IT 基础设施更新周期的到来, 预计 2010 年全年个人电脑销售量将上涨近 20%, 未来几年全球 PC 出货量也将保持两位数的增长。

联想集团目前是全球第四大 PC 制造商, 得益于市场的恢复, 2009/2010 财务年度 (2009 年 4 月至 2010 年 3 月) 实现营业销售额 166.05 亿美元, 较上年的 149.01 亿美元增长了 11.44%。同时联想集团在重组后加强了对费用的控制, 2010 财年联想销售及分销费用减少 1 亿美元, 另外行政费用减少 6000 万美元, 研发费用减少 600 万美元, 其他经营费用减少 1.7 亿美元 (主要为 2009 财年的重组费用)。

得益于销售额的快速增加和较强的费用控制, 联想集团实现净利润 1.29 亿美元, 较上一财年-2.26 亿美元实现扭亏为盈。

同时由于开拓新兴市场以及中国四六级市场而采取的低价策略, 以及整体电脑平均价位下滑, 零部件成本的增长, 联想集团 2009/2010 财务年度的毛利率则有所下滑, 由上一财年的 12.3% 下降至 10.8%。

从地区分布看 (表 3), 大中华区仍是联想集团最主要销售也是销售增长最快的区域。大中华区 2009/2010 财务销售收入 78.92 亿美元, 较上年的 62.24 亿美元增长了 26.80%, 占销售总额的 47.53%, 同时也仍然是唯一盈利的区域。在新兴市场, 公司销量获得了较大增长, 从 2009/2010 财务第四季度看, 联想集团在中国销售了 19.55 亿元, 同比增长了 66.8%, 市场占有率上升 2 个百分点至 28.7%; 在新兴市场

销售 7.44 亿美元，同比大幅增长了 91.3%，市场占有率上升 1.6 个百分点至 5.0%，目前区域包括俄罗斯、印度、中欧和西欧、土耳其及东盟国家。在成熟市场，联想集团销售 16.18 亿元，同比增长了 33.7%，市场占有率上升 0.9

个百分点至 4.7%。

整体看，2010 年 1~3 月，联想是全球销量增长最快的主要 PC 厂商，其全球销量 59% 的增长速度，两倍于全球市场 27% 的平均增速。

表 3 联想集团业绩区域状况 (单位: 百万美元)

项 目	销售金额				经营利润	
	2009/10 财年	占比(%)	2008/09 财年	同比(%)	2009/10 财年	2008/09 财年
中国	7892	47.53	6224	26.80	444	378
新兴市场	2640	15.90	2353	12.20	-97	-107
成熟市场	6073	36.57	6324	-3.97	-65	-137
合计	16605	100.00	14901	11.44	282	134

资料来源: 联想集团, 其中中国区 2009/10 财年数据已包括回购联想移动的业绩

2009 年 11 月, 联想集团回购了 2008 年 1 月出售的手机业务联想移动。目前联想移动经营状况良好, 并有较大的盈利。联想集团在 2010 年 5 月正式发售了乐 Phone (3G 手机) 进军移动互联网, 在乐 Phone 的带动下, 手机业务收入有望持续增长。

从 2009/10 财年第四季度产品类别看, 目前笔记本电脑约占联想集团销售的 62%, 台式电脑约占销售的 36%, 其他占 2% (主要是手机业务)。

未来, 联想集团将继续巩固在中国的市场领导地位, 并积极拓展手机业务; 提高在新兴市场的份额, 并着力于提升其盈利能力; 在成熟市场, 则提升关系型业务的盈利水平, 投入交易型业务, 扩大市场份额。

目前中国和其他新兴市场增长强劲, 在全球 PC 市场恢复的大环境下, 同时随着手机业务的拓展, 未来预计联想集团的收入规模持续增长, 盈利能力有望增强。

联想投资

联想投资是公司从事风险投资的专业机构。目前联想投资管理着 6 只基金, 总基金总额约达 8 亿美元, 从基金规模、收益回报等综合指标看, 列国内风险投资基金第一梯队前列。

受全球经济危机的持续影响, 2009 年中国创业投资市场整体走低。2009 年, 中国创投市

场新募基金数和募资金额较 2008 年的历史高点双双出现回落, 中外创投机构新募集基金数共计 94 支, 较 2008 年全年减少了 19.0 个百分点; 新增可投资于中国大陆的资金额为 58.56 亿美元, 较 2008 年全年减少了 20.0 个百分点。2009 年, 全球经济仍未完全走出阴霾, 严重受创的境外 LP 趋于谨慎, 致使外币基金募集极为艰难; 而国内经济企稳向好趋势明显, 中央及各地方政府频出新政, 创投环境日益改善, 人民币基金 LP 资源问题逐步缓解, 创业板尘埃落定, 境内资本市场退出渠道重启, 在众多积极因素的推动之下, 人民币基金热潮涌动, 取代美元基金成为中国创投市场上募集的主力军已是不争的事实。2009 年新募集的 94 支基金中, 人民币基金共有 84 支, 占比达到 89.4%, 较 2008 年全年 75.9% 的占比增加 13.5 个百分点。

2009 年, 全球经济形势尚不明朗, 创投行业也面临复杂严峻的市场环境。在此背景之下, 多数创投机构调整投资策略, 放缓投资步调, 更多关注已投企业, 帮助企业走出经济寒冬。据统计数据显示, 2009 年中国创投市场投资总量出现 2002 年来首次大幅下挫, 不仅未恢复 2008 年的繁荣景象, 甚至不及 2007 年的活跃程度。2009 年中国创投市场的投资案例数和投资总金额较 2008 年均大幅减少, 共发生 477 起投资案例, 较 2008 年的 607 起投资案例数减少

21.4 个百分点；其中已披露的 425 起投资金额共计 27.01 亿美元，较 2008 年全年投资金额直降 15.10 亿美元，降幅达到 35.9%。

席卷全球的金融风暴对中国创投市场的退出环节影响最为直接。2009 年上半年，随着金融危机持续恶化，海外各资本市场持续低迷，国内 A 股市场新股发行停滞，IPO 退出渠道急剧收窄；下半年，受全球各大经济体出现不同程度回暖迹象的刺激，海外上市数量和融资额明显激增，境内资本市场也因国内经济平稳回升、创业板开闸、新股发行改革工作取得进展等积极因素激励而有序重启，IPO 退出渠道被重新打开。2009 年共发生 123 笔退出交易，较 2008 年全年减少了 12 笔，降幅为 8.9 个百分点。从具体退出方式来看，82 笔 IPO 退出交易数占退出总数的 66.7%，较 2008 年全年增加了 39 笔，占比也由 2008 年全年的 31.9% 增加了 34.8 个百分点；股权转让的退出数量为 24 笔，较上年的 27 笔有所下调；并购的退出数量为 6 笔，与上年持平。

联想投资在 2008 年 4 月股市大幅下跌之前顺利完成了第四期基金的募集，成功募集 4 亿美元，为后续投资提供了资金准备。联想投资 2009 年 9 月完成了 10 亿元规模的人民币基金的募集，首期募集资金 6.36 亿元。联想投资将加大对国内资本市场、人民币资金的投资。

2009 年联想投资的投资策略，除了对于早期的网络应用、外包行业、半导体芯片和成长性企业四个方面的长期关注，在投资阶段和投资领域方面都有了些微小的调整。2009 年联想投资涉及的项目更加多元化，从纯粹的 IT 行业发展到消费领域，更关注到具有中国特色的项目，如裕同印刷、流行美和匹克等。在投资阶段方面，也从完全的早期项目逐渐延伸到扩张期和成长期的项目。2009 年联想投资共投资了 10 个项目，退出了 4 个项目。

随着联想投资各期基金投资的公司不断成熟，基金也进入退出回报期，公司在联想投资早期的基金中持有较大的股份，预计将获得较

大的投资收益。

弘毅投资

弘毅投资是公司从事私募股权投资基金管理的平台，目前共管理着 4 期美元基金和一期人民币基金，管理总规模达 200 亿元人民币，基金规模和影响力居国内第一阵营前列。

2009 年，亚洲（包含中国大陆）新设 30 支私募股权基金，合计募资 129.58 亿美元，基金数比上年全年减少了 21 支，而募资额则锐减了 78.8%。受金融危机冲击，海内外大型机构投资者管理资本严重缩水，其 PE 投资资产配置比例相应下调，导致针对中国私募股权市场的美元基金募资活动大幅减少。因此新募资的美元基金数和募资额较 2008 年锐减。相较之下，人民币基金表现可谓强劲，新募基金数达 21 支，募资额超过美元基金首次主导市场。

投资方面，受全球经济危机影响，中国私募股权投资市场继续走低，但下滑幅度较上年有所减小。2009 年中国大陆地区共有 117 个私募股权投资案例，比上年全年减少了 38 例，合计投资达 86.52 亿美元，与 2008 年全年 96.06 亿美元的投资总额相比，下挫达 9.9%，由于基金管理人在投资决策上受其投资人的约束加大以及现有工作重心向管理投资组合方面转移，他们的投资行为在本年度仍趋于谨慎。

在基金退出方面，2009 年全年私募股权基金退出较上年明显好转，共有 80 起私募股权基金退出案例，退出案例数较 2008 年全年增加了 56 起。其中，IPO 退出仍是私募股权退出的主要方式，共有案例 71 起，接近 2008 年水平的四倍。其中来自深圳中小板、深圳创业板和香港主板的 IPO 有 56 起。得益于深圳创业板的推出以及《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》对中小投资者参与股市的带动，整个大中华区股票市场行情看涨，回报潜力增加，IPO 退出重新活跃。

弘毅投资在 2008 年顺利完成了第四期 13.98 亿美元美元基金和 50 亿元人民币基金的募集，为后续投资提供了资金准备。

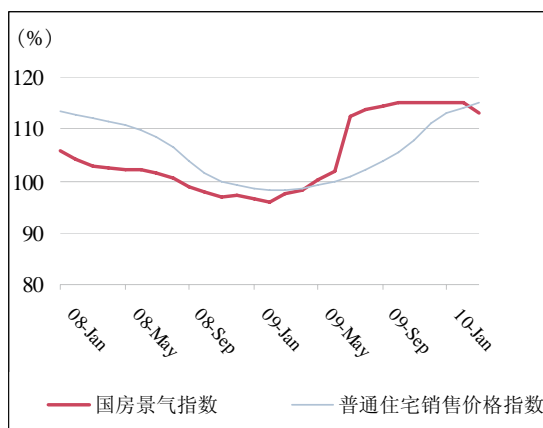
2009年以来，弘毅投资加大了人民币基金的投资，新投了北京物美商业集团股份有限公司、快乐购物有限责任公司等公司。至2010年3月，弘毅投资的5期基金已累计投资33个项目。

融科智地

融科智地是公司专业从事房地产开发和房地产投资的平台。

2009年，中国实施适度宽松的货币政策在房地产市场需求端刺激了刚性需求释放，在供应端为资金紧张的开发商提供了较为充足的流动性支持，各地区房地产销售量迅速放大，价格呈现不同程度较快上涨态势。根据国家统计局公布的数据，2009年全国完成房地产开发投资3.62万亿，同比增长16.1%；竣工面积7.02亿平米，同比增长5.5%。全国商品房销售面积9.37亿平米，同比增长42.1%；商品房销售额4.40万亿，同比增长75.5%。全国住宅平均价格为4474元/平方米，涨幅达25.1%，为2001年以来最高。

图1 2008-2010年3月房地产价格指数



资料来源：WIND 资讯

2009年底，为抑制房价过快上涨和打击投机行为，防范房地产价格泡沫扩大，政府本着“有保有压，区别对待”的原则，加大对投资炒房的打击力度，重点遏制房价过快上涨，政策取向由“扶持、刺激”转变为“鼓励自住性需求，控制投资性需求，遏制投机性需求”。

2010年4月17日，国务院下发《国务院

关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发〔2010〕10号通知，即“新国十条”），再次重申严打“炒房”现象，对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。这是近年最严厉的房地产调控政策，向市场表达了政府坚决遏制房价的决心。2010年5月，北京、广州、深圳、重庆等地陆续出台了地方细则，强化了楼市调整预期。

在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

融科智地专注于住宅开发和物业持有与经营两大业务领域。2009年融科智地的持有物业经营稳定，在金融危机中逆境上扬，持续保持高租金、高出租率，全年出租率保持在90%以上，租金收入2.18亿元，较2008年的1.81亿元有一定增长。2009年融科资讯中心D座以7.5亿成功整体出售给搜狐公司，开创了量身定制的新的业务模式。

在住宅开发领域，2009年，融科智地根据房地产行业市场变化，及时调整销售策略，确保了一季度的资金回收，第二季度的适当调高售价以及保持第三、第四季度的稳定供应。2009年融科智地住宅销售面积80万平方米，回款金额51.13亿元，新开工面积50万平方米、交房面积30万平方米。

融科智地积极寻找项目源，通过与合作伙伴优势互补，2009年在天津、北京、武汉、江阴共获得土地70万平方米，改善了土地储备的结构，提高了土地储备的质量。融科智地目前土地储备约300万平方米，为未来可持续发展奠定了基础。

2009年融科智地完成收入30.05亿元，净利润3.78亿元，较2008年的23.98亿元和2.61亿元均有较大增长，其中收入构成仍以住宅经营收入为主，占92.75%。

融科智地将继续推进房地产业务的上市筹备工作，计划在2011年择机上市。

本部直接投资业务

公司不仅致力于追求财务投资后获得回报，更致力于在若干个领域内拥有核心资产，以实现产业报国的愿望。目前，公司本部的直接投资业务部门进行了重新规划，成立了三个事业部：战略投资部、资产管理部和孵化器投资部。公司的直接投资业务已全面开展，战略投资部主要进行核心运营资产的投资，希望以资本为平台，打造联想集团、神州数码、融科智地之外的更多产业公司，如资源与能源、工业制造、消费与通路、农业等。资产管理部主要进行少数股权投资，所投资公司是部分参股、不控股，主要在于获得财务投资收益。孵化器投资部投资创业型企业，推动科技创新，同时期望获得较好的财务回报，目前公司成立了一个4亿人民币规模的天使投资资金。

2009年以来，公司（包括下属公司）投资了汉口银行股份有限公司、北京物美商业集团股份有限公司、中银国际证券有限责任公司等公司，投资活动逐渐增加。2010年2月，公司收购了济宁中银电化有限公司94.67%的股权，该公司主营氯碱产品，烧碱年产能32万吨，居国内近200家氯碱企业第22位。公司将致力于将中银电化打造成为在化工领域的核心运营资产，化工领域也将作为控股核心运营资产中的一个重要板块。

从未来投资规划看，公司将主要致力于核心运营资产的投资，未来5年规划投资规模将达100亿元左右。公司将通过对目前部分财务投资项目的退出，以及联想集团、弘毅投资、联想投资的投资分红，实现投资资金的滚动利用。另外公司也将探索多种融资渠道，实现资金的良性循环。

2. 管理分析

2009年9月，中国科学院国有资产经营有限责任公司将持有的公司29%股权转让给中国泛海控股集团有限公司。相应公司董事会进行了改选，新的董事会由柳传志、邓麦村、曾茂朝、卢志强和朱立南组成，其中柳传志任董事长。根据相关规定，新股东中国泛海控股集团有限公司认可和支持公司的愿景、发展战略和企业文化，不改变目前公司已经确定的发展战略、各项业务规划以及相关财务、人员安排。总体看，中国泛海控股集团有限公司成为公司新股东利于为公司引入新的优质的社会资源，进一步完善法人治理结构，促进公司长期、稳定、持续发展。

2009年11月，负责公司直接投资业务的公司常务副总裁吴亦兵正式辞去其职务，并加盟中信产业基金，联合资信注意到公司的直投业务一直是柳传志领导下的联想控股总裁室（目前称为执行委员会）集体进行管理和决策，吴亦兵的离职不会影响联想控股的战略的推进。

三、财务分析

公司2009年度报表经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的财务报告。

1. 盈利能力

受金融危机导致联想集团PC销售收入下降，2009年公司收入规模收入为1063.75亿元，较上年的1152.20亿元略有下降，下降了7.67%。相应由于联想集团PC业务毛利率下滑，公司主营业务利润率也略有下降，从2008年的13.35%变为11.42%。2009年公司获得股权投资收益21.20亿元，与上年的9.79亿元相比有较大增长。公司总体净利润水平有较大恢复，2009年为12.13亿元，较2008年的4.83亿元有很大增长，增长率为151.43%，相应公司总资本收益

率和净资产收益率分别为 4.38% 和 13.65%，公司总体盈利能力有所恢复。随着联想集团盈利贡献的恢复，以及公司投资收益的增加，公司整体盈利能力有望增强。

2. 现金流及保障

受联想集团销售影响，公司经营活动现金流入规模略有下降，2009 年经营活动现金流入为 1050.53 亿元，比上年的 1182.77 亿元减少了 11.18%，略高于公司收入规模下降幅度。公司 2009 年经营活动产生的现金流量净额为 95.88 亿元，与上年 -40.01 亿元的有显著改善。2009 年公司现金收入比为 95.99%，比上年的 100.86% 略有下降。总体看，公司经营活动获取现金的能力基本稳定。

跟踪期内，公司投资活动产生的现金流变化不大。

由于公司下属融科智地住宅业务预售情况较好，公司借款取得的现金下降规模较大，相应公司筹资活动规模有所下降。

3. 资本及债务结构

2009 年底公司合并资产总计 872.65 亿元，较 2008 年的 644.22 亿元有较大增长，增长了 35.46%，主要是随着联想集团业务的恢复，其流动资产规模有较大增长所致。2009 年公司资产总额中流动资产占 71.15%，较 2008 年底的 63.87% 有所提高，资产结构有所改善。

2009 年底，公司流动资产合计 620.92 亿元，较 2008 年底的 411.48 亿元大幅增长了 50.90%，其中货币资金、存货、应收账款、其他应收款分别占流动资产合计的 40.84%、20.39%、20.86% 和 10.95%，结构保持稳定。

2009 年公司长期投资、固定资产合计和无形资产及其他分别为 73.51 亿元、31.99 亿元和 128.99 亿元（主要是收购 IBM PC 业务形成的商誉和公司拥有的商标和商品命名），其中随着公司本部直接投资业务活动增加，长期投资规模增长较快。

总体来看，公司的资产质量良好，现金类资产规模大。

2009 年底，公司所有者权益合计 153.69 亿元，其中少数股东权益 64.83 亿元，随着联想集团的盈利恢复，规模有所增长。

2009 年底，公司负债合计 718.96 亿元，由于联想集团业务恢复规模增长较快，其中流动负债合计占 79.27%，与 2008 年底的 71.62% 相比有所上升，主要是应付账款规模增加所致。

2009 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.39% 和 50.57%，与 2008 年底的 78.39% 和 49.55% 相比基本稳定（公司资产负债率上升较大主要是随联想集团业务恢复应付账款规模上升所致），长期债务资本化比率上升为 40.26%。公司债务结构基本稳定。总体看，公司有息债务负担仍处于合理水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于联想集团业务恢复，相应流动负债规模增加幅度大于流动资产增加幅度，相应公司流动比率和速动比率有所弱化，2009 年底分别为 108.95% 和 86.74%。公司流动资产中货币资金增长较快，整体规模比较充裕，达 253.58 亿元，对短期有息债务（2009 年底为 53.68 亿元）保障能力强。2009 年公司经营活动产生的现金流入量为 1050.53 亿元，经营活动净流入为 91.73 亿元，规模大，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，由于折旧增加，2009 年公司 EBITDA 为 34.28 亿元，与 2008 年的 32.70 亿元相比略有增长，同时公司全部债务规模有所上升，相应全部债务/EBITDA 倍数由上年的 4.18 倍变为 4.59 倍，EBITDA 利息倍数有上年的 5.53 倍变为 4.92 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保护保持在相对适宜的程度。随着联想集团盈利恢复以及公司投资收益的增加，公司长期偿债能力有望增强。

截至 2009 年底，公司对外担保 181458.37

万元，担保比率为 11.81%，其中主要是对公司投资的高盛高华证券有限公司和新能凤凰（滕州）能源有限公司提供的担保，目前各担保对象均经营正常，贷款无逾期现象，公司或有负债风险较小。

四、债券偿债能力

公司于 2008 年 10 月发行了额度为 20 亿元的“08 联想债”，主要用于弘毅人民币基金出资、偿还银行贷款和补充营运资金。目前弘毅人民币基金已经设立并募集完毕，相应贷款也已偿还。

从 EBITDA 对“08 联想债”保护程度来看，2009 年公司 EBITDA 为 34.28 亿元，较上年略有增长，EBITDA/债券余额倍数为 1.71 倍，EBITDA 对“08 联想债”具有较强的保障能力。2009 年公司经营活动现金流入量和现金流量净额分别为 1050.53 亿元为 95.88 亿元，分别是“08 联想债”的 52.53 倍和 4.59 倍，公司经营活动现金流对“08 联想债”的覆盖程度高。

截至 2009 年底，公司现金类资产（货币资金+短期投资+应收票据）为 278.31 亿元，是“08 联想债”的 13.92 倍，公司现金类资产对“08 联想债”的保障能力极强。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望由负面调整为稳定，并维持“08 联想债”AAA 的信用等级。

附件 1 2009 年底公司纳入合并报表范围的二级子公司情况

序号	企业名称	合并比例 (%)	注册资本 (元)	企业类型
1	南明有限公司	100.00	4.28	境外子公司
2	深圳市联想科技园有限公司	80.00	6,000,000.00	境内非金融子公司
3	联想投资有限公司	100.00	250,000,000.00	境内非金融子公司
4	融科智地房地产开发有限公司	90.09	111,000,000.00	境内非金融子公司
5	融科物业投资有限公司	100.00	60,000,000.00	境内非金融子公司
6	融科智地控股有限公司	100.00	50,000,000.00	境内非金融子公司
7	北京联想之星英才投资有限公司	100.00	150,000,000.00	境内非金融子公司
8	联想集团有限公司	43.26	230,955,920.00	境外子公司
9	北京君联创业投资中心	100.00	150,000,000.00	境内非金融子公司
10	北京弘毅投资顾问有限公司	100.00	2,000,000.00	境内非金融子公司
11	北京弘毅创业投资中心	100.00	100,000,000.00	境内非金融子公司
12	北京联想调频科技有限公司	100.00	10,000,000.00	境内非金融子公司

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	变动率 (%)
货币资金	1,652,310.62	2,535,832.27	53.47
短期投资	490.2	490.2	
短期投资净额	490.2	490.2	
应收票据	153,712.89	246,775.24	60.54
应收账款	705,831.38	1,295,104.47	83.49
其他应收款	544,766.66	679,784.09	24.78
应收账款净额	1,250,598.04	1,974,888.56	57.92
预付账款	148,130.48	185,307.68	25.10
存货	909,489.14	1,265,867.92	39.18
存货净额	909,489.14	1,265,867.92	39.18
待摊费用	43.45		
其他流动资产		41.38	
流动资产合计	4,114,774.80	6,209,203.24	50.90
长期股权投资	522,189.86	735,064.12	40.77
长期债权投资			
长期投资合计	522,189.86	735,064.12	40.77
合并价差	17,291.75	24,563.30	42.05
长期投资净额	539,481.61	759,627.42	40.81
固定资产			
固定资产原值	589,197.48	574,036.04	-2.57
减：累计折旧	249,971.68	309,930.52	23.99
固定资产净值	339,225.80	264,105.52	-22.14
固定资产净值减值准备			
固定资产净额	339,225.80	264,105.52	-22.14
在建工程	74,900.16	55,821.50	-25.47
固定资产合计	414,125.97	319,927.02	-22.75
无形资产及其他资产			
无形资产	1,277,581.17	1,289,301.18	0.92
长期待摊费用	1,077.54	686.61	-36.28
无形资产及其他资产合计	1,278,658.71	1,289,987.79	0.89
递延税项			
递延税项借项	95,184.79	147,758.51	55.23
资产总计	6,442,225.88	8,726,503.98	35.46

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2008 年	2009 年	变动率 (%)
流动负债			
短期借款	237,996.48	232,190.37	-2.44
应付票据	45,763.11	57,077.61	24.72
应付账款	1,632,113.04	3,160,219.16	93.63
预收账款	209,112.93	463,849.26	121.82
应付工资	47,162.94	140,837.72	198.62
应付福利费	45.71	25.97	-43.20
应付股利(利润)	52.68	1,650.00	3032.42
应交税金	16,434.74	73,298.36	346.00
其他应交款	47.67	192.12	303.03
其他应付款	990,849.44	1,063,540.17	7.34
预提费用	334,378.08	258,746.47	-22.62
应付利息		24.14	
一年内到期的长期负债	102,916.48	247,507.20	140.49
其他流动负债			
流动负债合计	3,616,873.29	5,699,158.55	57.57
长期负债			
长期借款	668,788.79	833,009.59	24.55
应付债券	311,920.29	202,733.97	-35.00
长期应付款	446,840.00	447,129.65	0.06
专项应付款	5,748.00	7,312.00	27.21
长期负债合计	1,433,297.07	1,490,185.22	3.97
递延税项			
递延税项贷款		224.65	
负债合计	5,050,170.36	7,189,568.42	42.36
少数股东权益	620,209.50	648,300.09	4.53
所有者权益			
实收资本	66,086.04	66,086.04	
资本公积	403,061.39	447,000.28	10.90
盈余公积	38,918.68	64,683.91	66.20
减：未确认投资损失	-1,519.06	-1,823.90	20.07
未分配利润	374,159.78	424,514.48	13.46
外币报表折算差额	-108,860.82	-111,825.34	2.72
所有者权益合计	771,846.02	888,635.47	15.13
负债及所有者权益合计	6,442,225.88	8,726,503.98	35.46

附件3 利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	11,521,068.61	10,637,513.70	-7.67
主营业务收入净额	11,521,068.61	10,637,513.70	-7.67
减：主营业务成本	9,978,370.13	9,375,510.19	-6.04
主营业务税金及附加	4,648.45	47,345.09	918.51
二、主营业务利润	1,538,050.03	1,214,658.42	-21.03
加：其他业务利润	-598.36	139.49	-123.31
减：存货跌价损失			
营业费用	875,818.50	641,574.28	-26.75
管理费用	692,760.41	657,351.12	-5.11
财务费用	12,009.32	39,420.16	228.25
三、营业利润	-43,136.55	-123,547.65	186.41
加：投资收益	97,685.49	211,992.81	117.02
补贴收入	82,162.89	9,849.94	-88.01
营业外收入	48,012.36	14,301.78	-70.21
减：营业外支出	3,926.87	484.70	-87.66
加：以前年度调整			
四、利润总额	180,797.32	112,112.18	-37.99
减：所得税	48,731.54	46,034.11	-5.54
减：少数股东损益	84,094.08	-54,987.76	-165.39
加：未确认的投资损失	283.60	264.84	-6.61
五、净利润	48,255.29	121,330.66	151.43
加：年初未分配利润	325,904.48	374,159.78	14.81
六、可供分配的利润	374,159.78	495,490.44	32.43
减：提取法定盈余公积		7,733.16	
提取法定公益金			
七、可供股东分配的利润	374,159.78	487,757.28	30.36
减：应付优先股股利			
提取任意盈余公积		18,032.06	
应付普通股股利(应付利润)		45,210.73	
转作股本的普通股股利			
八、未分配利润	374,159.78	424,514.48	13.46

附件 4 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	11,620,424.62	10,211,443.69	-12.13
收到的税费返还	87,992.68	9,997.11	-88.64
收到的其他与经营活动有关的现金	119,270.63	283,870.73	138.01
现金流入小计	11,827,687.94	10,505,311.54	-11.18
购买商品、接受劳务支付的现金	10,509,889.60	7,776,686.54	-26.01
支付给职工以及为职工支付的现金	904,192.54	775,161.80	-14.27
支付的各项税费	174,162.64	167,542.38	-3.80
支付的其他与经营活动有关的现金	639,564.32	868,616.72	35.81
现金流出小计	12,227,809.09	9,588,007.44	-21.59
经营活动产生的现金流量净额	-400,121.15	917,304.10	-329.26
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	79,726.77	134,527.66	68.74
取得投资收益所收到的现金	104,575.73	37,134.81	-64.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	7,321.61	4,409.69	-39.77
收到的其他与投资活动有关的现金	4,584.72	17,613.34	284.17
现金流入小计	196,208.84	193,685.49	-1.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	160,976.58	74,823.51	-53.52
投资所支付的现金	233,639.03	253,759.32	8.61
支付的其他与投资活动有关的现金	20,477.06	84,665.95	313.47
现金流出小计	415,092.67	413,248.79	-0.44
投资活动产生的现金流量净额	-218,883.83	-219,563.30	0.31
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收权益性投资所收到的现金(子公司)	9,056.56	91,162.20	906.59
借款所收到的现金	975,389.75	634,927.03	-34.91
收到的其他与筹资活动有关的现金	214,999.22	22,283.40	-89.64
现金流入小计	1,199,445.53	748,372.63	-37.61
偿还债务所支付的现金	586,002.14	458,300.93	-21.79
发生筹资费用所支付的现金			
分配股利或利润所支付的现金	184,575.68	98,787.71	-46.48
偿付利息所支付的现金			
支付的其他与筹资活动有关的现金	97,834.80	20,824.05	-78.72
现金流出小计	868,412.63	577,912.69	-33.45
筹资活动产生的现金流量净额	331,032.90	170,459.94	-48.51
四、汇率变动对现金的影响	-72,065.48	15,344.71	-121.29
五、现金及现金等价物净增加额	-360,037.56	883,545.44	-345.40

附件 5 现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
以固定资产偿还债务			
以投资偿还债务			
以固定资产进行长期投资			
以存货偿还债务			
融资租赁固定资产			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	48,255.29	121,330.66	151.43
加：少数股东损益	84,094.08	-54,987.76	-165.39
减：本期未确认投资损失	283.60	264.84	-6.61
计提的资产减值准备	1,786.61	19,003.50	963.66
固定资产折旧	18,793.21	103,048.85	448.33
无形资产摊销	68,089.87	57,627.79	-15.37
长期待摊费用摊销	250.85	345.70	37.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	5,182.23	-75.42	-101.46
待摊费用减少(减:增加)	14.88		
预提费用增加(减:减少)	-54,711.11	75,421.69	-237.85
固定资产报废损失	0.06		
财务费用	66,436.59	58,104.28	-12.54
投资损失(减:收益)	-97,685.49	-211,992.81	117.02
递延税款贷项(减:借项)	14,945.20	-50,231.42	-436.10
存货的减少(减:增加)	-145,149.21	-357,947.43	146.61
经营性应收项目的减少(减:增加)	113,090.94	-855,254.63	-856.25
经营性应付项目的增加(减:减少)	-523,233.55	2,013,175.93	-484.76
其他			
经营性活动产生的现金流量净额	-400,123.15	917,304.10	-329.26
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	1,652,310.62	2,535,832.27	53.47
减：货币资金的期初余额	2,012,348.18	1,652,286.82	-17.89
现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
四、现金及现金等价物净增加额	-360,037.56	883,545.44	-345.40

附件 6 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	12.51	8.86
存货周转次数(次)	11.92	8.62
总资产周转次数(次)	1.74	1.40
现金收入比(%)	100.86	95.99
盈利能力		
主营业务利润率 (%)	13.35	11.42
总资本收益率(%)	6.94	4.38
净资产收益率(%)	6.25	13.65
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	41.33	40.26
全部债务资本化比率(%)	49.55	50.57
资产负债率(%)	78.39	82.39
偿债能力		
流动比率(%)	113.77	108.95
速动比率(%)	88.62	86.74
经营现金流动负债比 (%)	-11.06	16.10
EBITDA 利息倍数(倍)	5.53	4.92
全部债务/EBITDA(倍)	4.18	4.59
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.45	0.44
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-10.47	10.01

附件 7 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/主营业务收入×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
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×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%
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/利息支出
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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 8 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。