

信用等级公告

联合[2008] 153 号

联合资信评估有限公司通过对联想控股有限公司 2008 年 20 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

联想控股有限公司
2008 年 20 亿元公司债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年六月十日



联想控股有限公司

2008 年 20 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AAA

本期公司债券发行额度: 20 亿元

本期公司债券发行期限: 7 年期

评级时间: 2008 年 6 月 10 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额(亿元)	620.90	635.92	681.58
所有者权益(亿元)	69.94	64.08	82.74
长期债务(亿元)	57.27	33.49	38.18
全部债务(亿元)	119.60	104.12	103.04
主营业务收入(亿元)	1074.79	1382.74	1466.02
净利润(亿元)	7.61	0.95	19.59
EBITDA(亿元)	36.65	25.18	65.23
经营性净现金流(亿元)	112.45	40.71	62.24
主营业务利润率(%)	12.91	12.72	14.16
净资产收益率(%)	10.88	1.49	23.68
资产负债率(%)	78.56	81.04	77.67
全部债务资本化比率(%)	47.32	46.34	40.37
流动比率(%)	106.44	99.50	100.06
全部债务/EBITDA(倍)	3.26	4.14	1.58
EBITDA 利息倍数(倍)	10.45	5.85	13.99
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.83	1.26	3.26

分析师

赵 明 电话 010-85679696-8869
 邮箱 zhaoming@lianheratings.com.cn

夏 阳 电话 010-85679696-8802
 邮箱 xiayang@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
 中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(“联合资信”)对联想控股有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为中国知名的控股投资公司,在经营规模、产业布局、公司治理、管理团队、品牌效应、政府支持等方面的突出优势。同时,联合资信也关注到IT行业竞争激烈、股票市场周期性明显、房地产业受政府宏观调控等因素给公司经营与发展带来的不利影响。

中国宏观经济持续增长,公司投资布局中各子公司经营前景良好;同时公司的非相关多元化投资策略能适当分散单一行业可能造成的经营风险,公司的经营及财务状况有望保持稳定,并有效支撑公司的信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

联合资信评定联想控股有限公司 2008 年 20 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的信用等级为 AAA。基于对公司主体长期信用等级以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期公司债券到期不能偿还的风险很小,安全性很高。

优势

1. 公司实施多元化投资策略,产业布局合理,具备规模经济优势,整体抗风险能力强。
2. 公司收入规模大,经营活动获取现金能力强。
3. 公司法人治理结构完善,运营管理规范,管理团队素质高,风险控制能力强。
4. 公司投资的联想集团有限公司是全球第四大个人电脑生产商,联想品牌美誉度高,在中国的市场份额连续多年排名第一。
5. 公司投资的联想投资有限公司是中国顶级的创业投资公司之一,在业内处于领先地位。

6. 公司投资的北京弘毅投资顾问有限公司是中国成立较早的私募股权投资公司，在业内处于领先地位。
7. 公司投资的融科智地房地产开发有限公司成长性良好，其持有的优质物业和待开发的土地升值潜力大。
8. 公司是中国科学院下属的国有控股投资公司，政府支持力度大。

关注

1. 公司投资的 IT 领域技术更新快，竞争激烈。
2. 中国股票市场周期性明显、波动性大，公司投资的股权投资、创业投资业务的发展前景一定程度上受股票市场发展的影响。
3. 中国房地产业受政府宏观调控压力大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与联想控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与联想控股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。
- 联合资信与评估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。
- 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。
- 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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由联想控股有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 联想控股有限公司 2008 年 20 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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，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，中国科学院持有的公司股权划转至中国科学院国有资产经营有限责任公司。经过多年发展，公司已成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。

公司经营范围：法律、法规禁止的，不得经营；应经审批的，未获审批前不得经营；法律法规未规定审批的，企业可自主选择经营项目。

公司下设总裁室、企划办、人力资源部、公共关系部、投资管理部、财务资产部、审计部、法务部等职能部门，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 2007 年底，公司合并资产总额 681.58 亿元，所有者权益合计 82.74 亿元，少数股东权益 69.47 亿元；2007 年实现主营业务收入 1466.02 亿元，净利润 19.59 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：曾茂

朝。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2008 年发行人民币债券 20 亿元，期限 7 年。债券采用单利固定利率，计息方式为每年付息，到期一次还本。

本期债券无担保。

2. 本期债券筹集资金投资项目概况

本期债券募集资金 20 亿元人民币，将用于偿还银行贷款、优化债务结构、通过弘毅投资产业一期基金（人民币）进行收购兼并、补充营运资金等。上述项目具体情况如下：

（1）偿还银行贷款

为了提高资金周转效率，降低财务成本，优化债务结构，增强公司负债的稳定性，联想控股拟以本期债券募集资金 9 亿元偿还商业银行贷款。

（2）通过弘毅投资产业一期基金（人民币）进行收购兼并

弘毅投资产业一期基金（人民币）将凭借弘毅投资已运作三期美元基金的成功经验和联想控股的管理平台，专注于高增长、高潜力的成熟行业，投资于拟进行改制、重组、扩张的大中型国有企业和引领高科技发展方向、自主创新的高速成长的民营企业。全国社会保障基金理事会已经国务院批准投资弘毅投资产业一期基金（人民币）。联想控股将向弘毅投资产业一期基金（人民币）出资 15 亿元，拟使用本期债券募集资金 9 亿元。

（3）补充营运资金

作为业务多元化的管理平台和下属子公司核心业务专业化的资金平台，联想控股需要保持一定规模的流动资金，用于自身经营需要以及补充下属公司在日常运营过程中对流动资金的需求，保证下属企业经营的顺利进行。以上用途拟使用本期债券募集资金 2 亿元。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司从 IT 分销起步,经过 20 多年的发展,目前已经成为一家多元化的投资控股公司。作为国内最著名的企业之一,自 1999 年至 2004 年,公司连续位列“中国民营企业 500 强”之首,并在“中国企业 500 强”排名中名列前茅,2005 年当选“中国电子企业百强之首”,2006 年当选福布斯中国顶尖企业排行榜之首。

公司投资的主要子公司经营业绩良好,投资回报率较高,在行业内均处于领先地位。公司投资的联想集团目前是中国最大、全球第四大计算机厂商;神州数码是中国最大的 IT 分销商和领先的 IT 服务商;弘毅投资是中国成立最早的并购投资公司之一,在私募基金投资行业居于领先地位;联想投资是中国顶级的高科技创业投资企业;融科智地从事写字楼及住宅的开发、管理,目前业务遍及中国十余个主要城市,其开发的融科资讯中心被评为北京的金牌写字楼。

2. 人员素质

截至 2007 年底,公司有董事、监事和总裁室成员等高级管理人员共 13 人。公司董事长曾茂朝先生,毕业于上海交通大学,研究员,八届全国人大代表,曾任中科院计算所所长,负责领导计算所研制多种大型计算机、配套的外围设备及控制系统,荣获国家颁发的“中青年有突出贡献专家”称号,两次获得中科院科技进步一等奖。曾茂朝先生曾任联想集团公司(联想控股有限公司前身)董事长、联想集团控股公司(联想控股有限公司前身)董事长、联想集团执行董事、非执行董事,现任公司董事长。

公司总裁柳传志先生,毕业于西安电子科技大学(原西安军事电讯工程学院),高级工程师,历任全国工商联副主席,中共十六大、十七大代表,九届、十届全国人大代表,曾荣

获“全国劳动模范”、“中国改革风云人物”、“亚洲最佳商业人士”、“全球 25 位最有影响力商界领袖”等称号。柳传志先生是公司创始人之一,在中国商业界具有广泛号召力,历任联想集团总裁、董事局主席,现任公司副董事长,总裁,联想集团非执行董事,联想投资、融科智地、弘毅投资董事长。

公司其他高级管理人员均具有高级职称,在公司或者相关行业具有丰富高层管理经验。

从职工素质看,公司共有职工总数 31726 人,从学历结构看,其中大专以上的 28587 人,高中及中专的 3126 人,初中以下的 13 人;从职称结构看,高级职称的 2366 人,中级职称的 28924 人,初级职称的 436 人;从年龄构成看 50 岁以上的 55 人,30~50 岁的 13136 人,30 岁以下的 18535 人。

总体看,公司高级管理人员具有丰富的管理经验,管理层整体素质高,公司职工平均年龄较低,人员整体素质高。

3. 股东及外部支持

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,目前控股股东中国科学院国有资产经营有限责任公司是经国务院批准,由中国科学院代表国家出资设立的国有独资公司,公司与中国科学院关系密切。

中国科学院成立于 1949 年,是中国在科学技术方面的最高学术机构和全国自然科学与高新技术的综合研究与发展中心。中国科学院包括 5 个学部(数学学部、化学部、生物学部、地学部、技术科学部),以及分布全国各地的分院、研究所、大学等机构,中国科学院还投资兴办了 430 余家科技型企业(含转制单位),涉及多个行业。

依托公司与中国科学院与生俱来的密切关系,公司及投资的各子公司目前在技术、政府资源、信息等方面受到中国科学院及下属单位的大力支持。

同时，公司作为民族企业的领军企业，品牌效益突出，并一直受到各级政府的支持。

四、管理体制

1. 公司治理

公司作为国家重点支持的 120 家试点企业集团之一，成功实施股权改制，建立了相对完善的法人治理结构，目前已发展成为一家母子公司体制、符合现代企业制度的有限责任公司。公司设股东会，为公司最高权利机构。公司设董事会，成员 7 人，由股东会选举，公司设董事长一人，副董事长一人，其中董事长为公司的法定代表人，股东会和董事会分别按照公司章程行使职权，决定公司的重大事项。公司设监事会，成员为 3 人，监事由全体股东代表选举产生。公司设总裁一名，由董事会聘任，对董事会负责。

公司虽然为国有控股的有限责任公司，但公司经营运作是民营机制，具有很强的独立性和灵活性。

2. 对投资公司的管理

作为一家多元化的投资公司，投资管理是公司的最主要工作。在董事会授权范围内，公司总裁室是行使股权投资及管理的最高决策机构，超出董事会对经理层授权范围的事项，由公司董事会或者股东会做出决策。目前总裁室负责公司总体战略、业务发展和资源调配，同时投资管理部协助总裁室开展工作。

在对目前主要子公司管理上，公司通过对联想集团派出董事对其重大事项参与决策。联想投资、弘毅投资和融科智地的总裁均为公司总裁室成员，同时柳传志在三家公司均担任董事长。公司对上述主要子公司控制力强。

对于公司投资的其他参股公司，公司通过总裁室确定外派董事、监事，对参股公司重大事项提出决策意见或参考意见，表达公司意愿，并对其经营管理者进行监督。对于没有派

出董事的参股公司，由主管该项目的总裁室成员负责，或委派授权代表出席该项目相关会议。

同时，公司利用其在资金、技术、人脉、政府资源等方面的优势，积极为各子公司经营活动提供支持。

在所投资公司的管理上，各投资公司管理层独立全权负责日常运营、创造利润和保持持续增长。公司的投资经营体制实现了对重要子公司的控制，而对非重要子公司实现了投资和管理层的分离，有利于其独立开展经营管理工作，为公司贡献利润。

五、生产经营

公司实行母子公司制，本部不从事生产经营，相应业务由所投资的子公司经营，以下重点分析公司所投资的 IT、创业投资、私募股权投资和房地产领域内联想集团、神州数码、联想投资、弘毅投资和融科智地等公司经营情况。

1. IT 领域

行业分析

PC 产业是电子信息制造业的重要组成部分。受更新换代采购和全球经济发展带来的新增需求拉动，近年来，全球 PC 市场（包括台式 PC、笔记本电脑和 PC 服务器）呈平稳增长态势。根据专业市场研究公司 Gartner 统计，2004 年~2006 年全球 PC 销量分别为 1.895 亿台、2.185 亿台和 2.394 亿台，年复合增长率为 12.40%。2007 年全年全球 PC 总销售量为 2.712 亿台，较 2006 年增长 13.4%。

全球 PC 市场是一个成熟的、寡头垄断的市场，从市场格局看，2007 年全球市场份额名列前四位的 PC 品牌依次是惠普、戴尔、宏基及联想，市场占有率分别为 19%、14.5%、9.5% 与 7.7%。

联想 2005 年收购 IBM 公司 PC 业务后一

度成为全球第三大 PC 企业。但 2007 年宏基成功收购美国 Gateway 与欧洲 Packard Bell 后,超越联想成为全球第三大 PC 企业。在激烈的市场竞争下,预计行业的并购整合仍将是未来行业发展的主基调。

从产品结构看,由于台式 PC 市场增长空间有限,以及组件价格的不断下降,笔记本电脑的出货量增速明显快于全行业的增速。2007 年全球 PC 出货量相比 2006 年增长 12.2%,其中笔记本电脑出货量增长 28%。预计未来两三年内,笔记本电脑的强劲增长仍将成为全球 PC 出货量增长的主要动力。据 IDC 预测,到 2009 年,欧美市场的笔记本出货量占比有望占到全部出货量的 66%以上,而亚太地区(除日本)、中东、南美及非洲地区的这一比例将达到 44%左右,届时全球笔记本电脑出货量的总体比重将超过 55%,成为 PC 行业成长最快的市场。

笔记本电脑的强势需求是驱动 PC 市场增长的关键动力,同时新兴市场同样也是刺激市场增长的重要动力,其 PC 市场 2007 年第四季度增长率达到 22%,为全球 PC 市场增长的贡献率为 60%。新兴国家的强劲经济增长,不仅刺激了商业、政府和教育机构的 PC 市场需求,还在日渐富裕的个人用户中产生了新的需求增长点。

据 IDC 数据显示,2008 年第一季度全球 PC 出货量达 6950 万台,同比增长 14.6%。受美国经济减速影响美国 PC 市场增长缓慢,2008 年第一季度美国的 PC 销量同比仅增长 3%左右,美国市场在全球的份额也较去年同期下降了近两个百分点达 23%。欧洲、中东和非洲(EMEA)地区 PC 出货量为 1972.9 万台,比 2007 年同期增长了 19%;亚洲地区(不包括日本)的 PC 销售量达到了 1700 万台,增长速度达到了 19%。新兴市场增长率明显高于全球总体增长率。从厂商方面看,联想继续统领着整个亚洲市场,市场份额高于惠普、戴尔、宏基三家竞争对手。

中国作为全球第二大 PC 市场,是亚洲地区的主要增长动力,中国快速增长的国民经济和互联网接入的日益普及持续拉动着中国 PC 市场的发展。2008 年一季度中国 PC 产量保持稳定增长,达到 3072.92 万台,同比增长 25.70%。从市场格局看,目前联想在中国市场占领领先地位,主要是联想在中国根基深厚,台式电脑市场占据领先优势。惠普在中国市场高速增长,并全面进军四、五级市场。2008 年,惠普在中国 PC 市场的渠道建设上将加速规划,计划再进入 200 个左右的四、五级城市,达到 600 个城市渠道规模布局,这将对联想构成威胁。戴尔则采用新的营销方式来寻求突破。

据 IDC 预测,2008 年全球市场 PC 出货量预计将达到 3.02 亿台,比 2007 年增长 12.8%,2008 年中国 PC 市场出货量预计为 4300 万台,增长 19%。总体看,未来几年 PC 市场仍将保持快速增长。

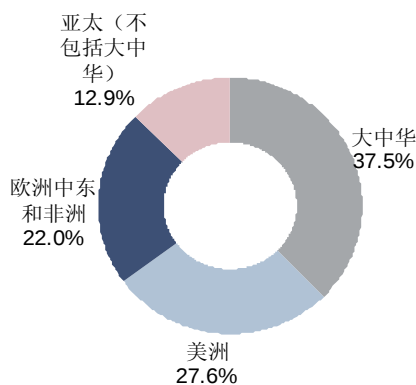
联想集团

联想集团是公司的重要子公司,是公司经营发展的基础。联想集团最早从事汉卡、电脑及元器件的技工贸业务,1990 年开始生产自有品牌的联想电脑,正式成为电脑制造商。1994 年联想推出了中国第一台 586 个人电脑,并在香港证券交易所上市,1995 年联想集团在美国发行存托凭证。1996 年联想电脑在国内 PC 的市场占有率首次位居首位,从此以后一直保持排名第一的地位。2005 年 4 月,联想集团以 12.5 亿美元的代价,收购了 IBM 全球 PC 业务,完成了从国内 PC 龙头向国际 PC 大厂的转变,成为全球第三大个人电脑生产商(2007 年随着前期排名第四的宏基收购 Gateway 完成后,联想排名第四位)。

联想集团主要产品包括笔记本电脑、台式电脑、服务器工作站、以及手机、打印机等外设数码设备,从收入分布看,笔记本电脑和台式电脑为最主要部分,销售收入占 95%以上。为了更专注于发展其核心个人电脑业务,联想

集团于 2008 年 1 月出售了其手机业务。从联想集团 2007/2008 财务年度第四季度（2008 年一季度，联想集团财务年度从当年 4 月 1 日至下年 3 月 31 日）看，笔记本业务收入 23 亿美元，占总收入的 61%，台式机业务收入 14 亿美元，占总收入的 38%。从销售收入地区分布看，大中华区仍是联想集团的最主要市场。作为联想集团的发源地和全球的大后方，大中华区已经成为联想全球持续发展的重要支柱。

图 1 联想集团 2007/2008 财年收入地区分布



资料来源：公司提供

从表 1 看，联想集团在中国的市场份额连续多年排名第一，2007 年市场占有率为 28.8%，远远超出排名第二的 HP 和其它厂商。

表 1 近年来中国个人电脑市场各厂商市场份额
(单位：%)

年份	联想	HP	方正	Dell	同方	IBM
1997	10.7	6.5	3	1	0	7.5
1998	14.4	5.7	3.7	0.8	0	6.5
1999	20.1	5.2	5.5	2.3	0	5.8
2000	26.3	3.4	8.4	2.9	1.5	4.8
2001	27.5	2.7	8.9	3.9	3.8	4.2
2002	27.3	3.3	9.1	5	4.9	4.6
2003	27	3.7	10.7	6.9	7.1	4.7
2004	26.3	5.1	11.5	7.4	7.5	5.3
2005	33.7	6.8	12.3	8.8	6.5	0.5
2006	36.7	8.2	12.8	9.2	6.4	0.6
2007	28.8	10.7	-	-	-	-

资料来源：IDC

PC 市场技术更新快，在技术研发上，目前联想集团建立了以中国北京、日本东京和美

国罗利三大研发基地为支点的全球研发架构。美国研发中心拥有世界顶级架构设计师，日本研发中心拥有世界顶级笔记本设计团队，而中国研发基地拥有大批经验丰富、创新能力极强的研发人员和技术专家，引领 IT 技术发展。三地优势互补，组成了联想集团具有创新精神和效率的研发团队。联想集团持续不断地在用户关键应用领域进行技术研发投入，每年都会有超过 25 亿元人民币的资金用于各种新的产品技术的研发，为技术创新建立了世界一流的实验环境。目前联想集团有 46 个实验室遍布全球，同时凝聚了 2000 多人的高水平的专业研发团队和世界级的学术带头人，保证了研发能力和创新能力不断提升。

在 2006 年都灵第 20 届冬季奥运会上，联想集团提供了数万台设备并提供技术支持和服务，在冬奥赛事中，所提供的所有 IT 产品无一例外地实现了“零故障”运行，充分显示了联想集团的技术优势。

在市场开拓上，联想集团基于对不同类型客户的细分和把握，推行“双业务模式”，针对中小企业和普通消费者采用交易型模式，针对定期下订单的大客户推出关系型业务模式。双业务模式在中国的成功实践奠定了联想在中国 PC 市场份额第一的位置。目前该模式已经在印度、德国等市场试点成功，市场份额得到稳定推进，并将加速向全球其他市场推进。

在品牌推广上，联想集团对原有品牌和客户群体重新进行了规划定位。对 Think 和 Idea 品牌的特性和客户群进行了充分规划，Think 定位为商务产品，主要面向商业客户，而 Idea 定位为消费产品，二者发挥协同效应，实现优势互补。鉴于原联想各子品牌的中国市场的影响力，原各子品牌在中国继续推广。

同时，联想集团通过一系列赞助、公关活动及广告来传达公司的品牌价值。目前联想集团主要通过体育营销塑造全球品牌，作为国际奥委会全球合作伙伴，为 2006 年都灵冬季奥运会和 2008 年北京奥运会提供计算技术设备

的支持，提高了联想知名度和美誉度。

联想集团收购 IBM 公司 PC 业务以来，顺利实现了并购前设定的财务目标，连续八个季度获得盈利性增长。2007/2008 财年，联想集团持续经营业务（不包括手机业务）的综合销售额为 164 亿美元，与去年同期相比上升增加 17%，其中个人电脑销量年比年增加 22%，高于预计市场平均 16% 的增速，毛利率也由上年的 13.5% 提高至 15.0%。联想集团来自持续经营业务的税前溢利（包括重组费用）大幅上升 232% 至 5.12 亿美元。

神州数码

2000 年，联想集团的 IT 产品分销、增值分销服务和软件开发业务从联想集团分拆出来，成立了神州数码。神州数码于 2001 年在香港联合交易所主板上市。

神州数码目前是中国最大的通用信息产品分销商，拥有超过二十年的运作经验。2006 年神州数码实现营业收入 147.20 亿元，高于行业内排名第二、三、四企业分销收入总和，行业内排名前四位的企业占据市场份额超过整个市场的 50%。同时，神州数码下设 3 个大区、17 个平台与 11 个办事处，有近万家渠道商的渠道网络和 ERP 系统实时支持、覆盖全中国 300 个主要城市的完善物流配送体系，在国内产品分销领域处于领先地位，规模优势突出。

在增值分销领域，神州数码形成了主机、服务器、网络和存储产品的四大事业群并附加提供增值服务，在中国电信、金融和政府机关等领域拥有众多优质客户，是国内居于第一位的增值服务提供商。

在软件开发领域，神州数码以应用软件为服务核心，在行业应用软件开发上具有较强竞争力，形成了众多有自主知识产权的软件产品和方案，在金融、政府、税务和制造行业软件领域均取得第一的市场地位，在电信行业软件领域居第三的市场地位，市场影响力广泛。

2007 年 8 月联想控股及下属子公司南明有限公司向赛富投资基金、弘毅投资和 Fine

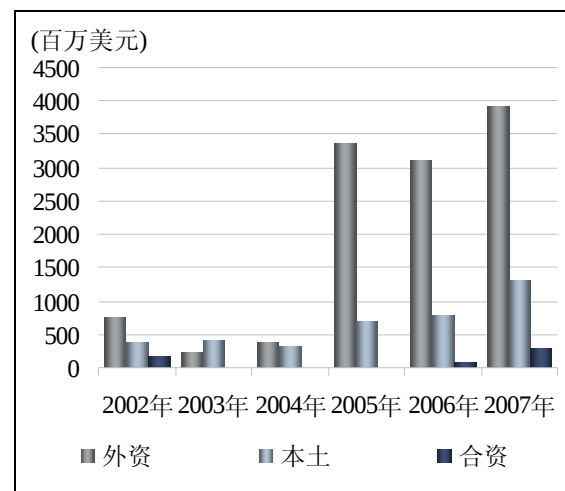
Elite Management Ltd 三家基金投资人出售神州数码 29.6% 股份。交易完成后，联想控股所持神州数码股份将降至 17.83%，股权转让后神州数码不再进入联想控股 2007 年底合并范围。

2. 创业投资领域

行业分析

创业投资，是指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。创业投资企业在提高直接融资比重，拓宽中小企业融资渠道，促进自主创新、产业升级和经济结构调整，增加社会就业等方面发挥重要作用。

图 2 近年来中国创业投资新募资金情况



资料来源：清科研究中心

近年来，投资于中国境内项目的创业投资基金规模呈快速增长趋势，特别是 2005 年 9 月中国国务院批准《创业投资企业管理暂行办法》以来，加强了法律法规以及制度创新等多方面的配套建设，以鼓励和促进中小创新型高科技企业的发展，创业投资进入了快速发展阶段，新募集基金金额大幅增长。2007 年，中国创业投资新募基金金额达 5484.98 万美元，其中外资创投 3909.37 万美元，本土创投 1297.36 万美元，合资创投 278.26 万美元，外资创投仍占据绝对主导地位。在创投基金总规模不断扩大的同时，本土创业投资规模不断增长。2007

年外资创投新募资金 3909.07 亿美元，比上年增长 25.78%，低于本土创投 65.26% 的增长率，同时新募基金数 22 支，少于上年的 23 支，更少于本土创投的 32 支。

随着人民币的不断升值，以及中国政府对外汇管制的不断严格，特别是国家外汇管理局 2006 年 8 月出台了“10 号文”（《关于外国投资者并购境内企业的规定》），严格限制中国境内企业以红筹方式在海外上市，使得外资创投的退出之路从资金的募资和退出均在海外完成，只有投资项目的实体在中国境内的“两头在外”的模式，逐渐向境内募资、境内投资并在境内退出的“两头在内”模式转变。外资创投开始本土化进程，中国创业投资行业的本土化特征不断显现。截至 2007 年底，中国创投基金共有 213.24 亿美元的资金存量，其中外资创投管理的美元基金有 145.55 亿美元，占资金总量的 68.3%，其占比逐渐降低。

2006 年以来，中国 A 股市场不断走强，同时在 A 股新股发行制度逐步完善、A 股规模扩容、中小板上市公司不断增加，以及创业板即将推出的大背景下，本土创投新募基金呈快速增长趋势，在创投市场上的话语权不断加强，其综合实力也获得了极大发展。根据“清科—2007 中国创业投资暨私募股权投资年度排名”中，本土创投在“中国创业投资机构 50

强”中占到了 26%，其中深圳市创新投资集团有限公司、上海联创投资管理有限公司和联想投资有限公司位列前 10 强。

从目前本土创投管理模式看，随 2007 年新《信托公司管理办法》和《合伙企业法》的实施，信托制和有限合伙制开始成为新设基金的主要模式。从募集资金来源看，民营资金、个人富裕资金、地方政府资金和海外资金是本土创投基金的主要渠道。从资金投向行业分布看，目前创业投资行业投向呈现多元化，从投资案例数和投资总额看，广义 IT 行业获得投资的份额不断降低，2007 年首次跌破 50%，传统行业和服务业则不断增长。

联想投资

联想投资自 2001 年成立以来，目前管理着 2 期人民币以及 3 期美元基金，总规模接近 3 亿美元，重点投资于运作主体在中国及市场与中国相关的具有高成长潜力的中小创业企业。目前联想投资正在募集第四期美元基金和人民币基金，计划总规模不超过 4 亿美元，其中，美元基金由境外投资者认购组成，规模 3.5 亿美元左右，人民币基金由四期美元基金和境内投资者合资组成，规模 0.5 亿美元左右。公司计划美元出资 1.042 亿美元，人民币部分出资 3950 万美元等额人民币，目前募集情况较好，投资人认购踊跃。

表 2 联想投资各期基金规模（单位：百万）

基金	设立时间	总规模	已出资比例（%）	公司承诺	
				出资	占比
一期人民币	2001.4	¥121	100	¥121	100.00%
一期美元基金	2001.4	\$20	100	\$19	92.60%
二期人民币	2004.4	¥200	98.33	¥200	100.00%
二期美元	2004.4	\$60	96.13	\$38	63.46%
三期美元	2006.4	\$170	52.67	\$85	49.71%
合计：	—	约\$283	—	约\$181	—

资料来源：公司提供

在资金来源上，第一期美元和人民币基金由联想投资投入为主，并吸收少量外部资金，第二、第三美元基金开始引入较多外部资金，

资金主要来自海外的投资人、家族基金和养老金等。在投资行业上，联想投资目前以大 IT 领域投资为主，关注创业期和扩展早期，并兼

顾非 IT 领域的机会，在大 IT 领域重点投资互联网应用与服务、无线应用与服务、外包、数字媒体、芯片设计及关键元器件。联想投资以领投和联合领投为主，首次单笔投资规模为 200~1000 万美元，并预留部分资金分轮追加投入。目前三期基金已基本完成主体投资，投资的企业超过 60 家，余下额度将用于追加投资和管理费支出。

作为积极主动的投资者，联想投资通过帮助被投资企业提高运作和管理等能力使其实现并保持高速、持续的发展，从而打造成功企业并获得投资收益。在退出机制上，目前各期基金主要以并购和 IPO 退出为主，已成功上市或退出的有卓越、中讯、林洋新能源、展讯通信、中国阳光纸业、文思信息、宇阳科技等。

联想投资拥有一直高素质的本土化投资团队，拥有联想大家庭背景的独特资源和能力，目前在行业内居于领先地位，为国内本土创投顶级机构。从截至 2007 年底的各期基金价值评估情况看，联想投资各期基金总体运作良好。

表 3 各期基金公允价值评估（单位：百万美元）

基金	已实现价值	未实现价值	公允价值	Gross V/C
Fund I	45.57	49.24	94.81	2.74
Fund II (¥)	0.00	211.77	211.77	1.19
Fund II	19.10	111.71	130.81	2.26
Fund III	13.48	151.89	165.37	1.84
合计	78.15	524.61	603.22	1.67

资料来源：公司提供，截至 2007 年底，除 Fund II 以人民币计算外，其他各期均以美元计算

表 4 2007 年中国创业投资机构 50 强前 10 强

排名	机构
1	软银赛富投资顾问有限公司
2	IDG 技术创业投资基金
3	深圳市创新投资集团有限公司
4	红杉资本中国基金
5	上海联创投资管理有限公司
6	凯鹏华盈中国基金
7	海纳亚洲创投基金
8	鼎晖创业投资
9	联想投资有限公司
10	北极光创业投资基金

数据来源：清科研究中心

3. 私募股权投资领域

行业分析

私募股权投资是指通过私募形式，对非上市企业进行的权益性投资，通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。与创业投资相比，私募股权投资主要投向于较成熟的企业。上世纪 90 年代以来，中国企业的高成长性和国企改革吸引外资私募股权投资基金介入中国，并带动中国私募股权投资较快发展，行业活跃度不断提高。

2007 年中国市场上私募股权基金募资金额大幅增长，共有 64 支私募股权基金完成募集，较 2006 年的 40 支上升了 60.0%；共募集资金 355.84 亿美元，同比增长 150.7%，其中募集的外资基金占 82.5%，本土基金占 10.5%，合资基金占 7.0%。2007 年全年投资金额为 128.18 亿美元，同比增长 33.2%（剔除工行这笔非常大的融资案例），全年退出 94 笔，同比增长 74.1%。

目前私募股权基本还是以外资为主，但是随着 2007 年新合伙企业法的实施，本土私募股权基金获得了快速发展，2007 年，共有 12 支本土新私募股权基金成立，占新私募股权基金数量的 18.8%，而 2006 年仅有 6 支成立，增长了 100%；2007 年 12 支本土私募股权基金共募集 37.30 亿美元，比 2006 年的 15.17 亿美元增长了 145.9%。

从资金投向看，2007 年私募股权基金投资传统行业 83.29 亿美元，占总投资的 65.0%，同比增长 28.0%。传统行业中主要在房地产、化工、机械制造和工程领域投资较多。

从退出机制看，IPO，并购、管理层收购是私募股权基金退出的主要方式。2007 年私募股权基金在国外九个市场有 65 笔 IPO 退出，在国内市场退出的有 14 笔，同比增长 180.0%，随 A 股市场的扩容和创业板的推出，越来越多的私募基金计划通过国内市场退出。

随 2007 年政府特批主导的产业投资基金的成立，国际私募股权投资基金巨头的黑石和

KKR 完成在中国的首例投资，中国国际金融公司和中信证券股份有限公司获得直接投资业务试点资格，保险资金等巨量直投基金积极推动直接投资业务，预计本土创投的资金规模将持续扩大，同时创业投资和私募股权投资的界限逐渐模糊，各投资机构的竞争也将加剧。

2008 年 3 月，商务部发布了《关于 2008 年全国吸收外商投资工作的指导性意见》，提出今年中国吸收外商投资的重点工作是创新利用外资方式，拓展吸收外资渠道；将鼓励外商设立创业投资企业，完善创业投资退出机制，支持国内中小高新技术企业发展壮大，同时引导符合条件的外商投资企业在境内上市，并鼓励外商通过并购等方式参与国有企业改组改造。同时，中国正在积极筹备创业板、融资融券业务、天津 OTC 市场等，这些都为创业投资和私募股权投资资本的退出提供了更

宽阔的渠道。

总体看，中国创业投资和私募股权投资市场仍处在初步发展阶段之中，未来仍具有较大发展空间。但是联合资信也关注到创业投资和私募股权投资市场与全球资本市场的景气程度密切相关。资本市场整体波动性较大，周期明显，并且受国家外汇政策、资本市场管制等政策影响较大，创业投资和私募股权投资未来发展仍存在一定的不确定性。

弘毅投资

弘毅投资成立于 2003 年，是公司从事私募股权投资基金管理的平台，目前共管理着 3 期美元基金，管理总规模达 7 亿美元。目前正在募集弘毅投资产业一期基金（人民币）。该基金计划规模 50 亿元人民币，其中联想控股出资 15 亿元，其他出资人将包括全国社会保障基金理事会等，目前募集情况良好。

表 5 弘毅投资各期基金规模及运作情况（单位：万美元）

基金	成立时间	规模	投资额	总投资额	已投资项目价值	获利倍数	内部收益率
一期	2003.11	3,789	3,712	8,454	15,907	4.29	95%
二期	2004.09	8,735	7,049	1,230	53,376	7.57	230%
三期	2006.11	58,000	26,784	26,784	—	—	—

资料来源：公司提供，截止日期 2007 年 10 月 31 日。

弘毅投资各期基金采取国际通行的有限合伙制度，一期基金以联想控股和管理层投入，二期开始联想控股作为发起人投入部分资金，并吸收 Goldman Sachs, SHK, Temasek 等著名机构作为有限合伙人。在投资策略上，弘毅投资主要专注于对国有企业改制以及民营成长性企业的投资，重点关注建筑材料、医药、消费品及通道、资源、金融服务等行业。

弘毅投资的核心投资理念为“增值服务，价值创造”，通过利用联想控股在在国企改制方面的丰富经验，通过机制改善、管理水平提升、团队建设等方面的增值服务提升企业价值；对于所投资的具备发展潜质的目标民营企业，通过帮助企业解决管理和资金两个核心瓶颈问题，打造具有核心竞争力的民营企业。

表 6 2007 年中国私募股权投资机构 30 强前 10 强

排名	机构
1	鼎晖投资
2	摩根士丹利
3	贝恩投资有限公司
4	高盛集团
5	淡马锡控股（私人）有限公司
6	华平创业投资有限公司
7	国际金融公司
8	美林
9	弘毅投资
10	霸菱亚洲投资基金

数据来源：清科研究中心

弘毅投资的定位为“专注于中国、以 buyout 为主的中等规模私募基金”，在投资决策过程就侧重退出方案的研究论证。目前弘毅

投资主要通过向产业投资者、财务投资人转让或 IPO 退出。弘毅投资的主要成功案例有中国玻璃、先声药业、林洋新能源、中联重科等。从目前各期基金情况，弘毅投资基金运作优良（见表 6）。弘毅投资目前是国内顶级私募股权投资机构，居国内本土投资机构最前列。

4. 房地产领域

行业分析

房地产行业是中国现阶段经济发展的一个重要支柱产业，发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。

2005 年以来国家加大了对房地产市场的宏观调控：2005 年，国务院出台了《关于切实稳定住房价格的通知》（国办发明电[2005]8 号）和《关于做好稳定住房价格工作的意见》（国办发[2005]26 号）；2006 年 5 月，国家出台了《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》（国办发[2006]37 号）进一步提出了“国六条”调控措施，政策转向了“增加供给的同时继续抑制需求”；2007 年 1 月，国家税务总局颁布了《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》，明确了房地产企业土地增值税要实行清算式缴纳，取代现行以“预征”为主的增值税缴纳法。2007 年 12 月，国土资源部、财政部、中国人民银行联合颁布《土地储备管理办法》，进一步加强及完善了土地管理，加大打击开发商的囤地行为，进一步释放闲置土地，增加商品房的供应。

2007 年，全国房地产市场运行呈现以下特点：一是以住宅为主的房地产开发投资持续快速增长。根据国家统计局快报显示，2007 年，全国完成房地产开发投资 25280 亿元，同比增长 30.2%；二是市场需求总体旺盛。2007 年，全国商品住宅竣工面积 4.78 亿平方米，同比增长 5%；销售面积 6.91 亿平方米，同比增长 24.7%；与此同时，商品住房空置面积继续下降，12 月全国空置商品住房 6756 万平方米，同比下降 16.6%；三是部分城市 12 月份房价环比

开始下降。2007 年 70 个大中城市房屋销售价格平均涨幅为 7.6%，涨幅比上年快 1.8 个百分点；新建商品住房销售价格同比上涨 8.2%，涨幅比上年快 1.8 个百分点。

从金融支持力度上看，国家宏观调控政策对房地产业的信贷闸门越收越紧，对房地产预售等行为的限制、对土地款支付度的要求等都加剧了房地产企业的资金压力，增加了经营成本，从而直接限制了房产开发能力，提高了开发成本。

随着国家调控政策的贯彻落实，房地产市场供求形势将进一步得到改善，房屋的供给结构将进一步合理；房地产开发投资增幅将稳步回落。随着社会经济的快速发展，房地产业作为国民经济支柱产业的地位不会动摇。

城市化进程的高速发展将推动房地产行业的持续发展，市场普遍对人民币升值的预期继续对房地产行业形成积极推动；在政策调控的过程中，房地产业优胜劣汰的力度将加大，行业集中度将提高，对于有品牌优势和竞争力的房地产企业来说则具有较大的发展空间。考虑到国民经济增长、城市化进程加快、居民改善居住环境及住宅自然折旧等购房需求支撑，房地产市场稳定增长态势不会改变。

融科智地

融科智地成立于 2001 年 6 月，是联想控股旗下专业从事房地产开发和房地产投资的全资子公司，一方面投资、开发和持有质量上乘、设计精湛并能长期增值的优质物业，通过专业经营和服务获得长期回报，其中，融科资讯中心受到客户青睐并形成强大品牌效应。另一方面，大力发展住宅开发业务，目前在北京、武汉、重庆、长沙等城市已陆续推出代表楼盘。同时，公司也在积极探索房地产金融业务。

融科智地持有的物业主要有融科资讯中心和联想深圳研发大厦，2007 年租金收入达 1.6 亿元。

融科资讯中心是融科智地开发的集写字楼、公寓、会展中心于一身的科技生态园区。

位于中关村东区，东起中关村南三街，西至科学院南路，北接四环路，南邻中关村南路。总用地面积约 8 万平方米，规划地上建筑面积约 24 万平方米，整个园区由美国 SOM 规划设计。目前，已建成投入使用的有融科资讯中心 A 座（2001 年 11 月竣工）和 C 座（2004 年 9 月竣工），总面积 13 万平米，可出租面积 12 万平米，租金比中关村地区平均租价高 40%，目前出租率分别为 90%和 87%左右。

联想深圳研发大厦位于深圳市高新科技园区，总面积 4.8 万平米，可出租面积 3.7 万平米，租金比当地平均水平高出 50%，出租率多年在 99%以上。

融科智地正在计划以商用物业发行 REITs（房地产投资信托基金）。2006 年 7 月，基于中国证监会的资产证券化平台，融科智地完成并向证监会提交了项目申请书。2007 年 4 月，证监会组织了高端研究小组进行境内 REITs 公开上市的调研，融科智地被选中参加顾问委员会。融科智地还参与了中国人民银行和中国银监会组织的 CMBS/REITs 可行性研究项目。为了准备 REITs 上市，融科已经成立了一家房地产资产管理公司。

2003 年底，融科智地开始进入住宅开发领域。目前，已在北京、武汉、重庆、长沙、天津共获有十余个项目。截至 2007 年底，融科智地累计获得净用地约 185 万平米，规划地上建筑面积约 419 万平米；累计土地合同金额约 33 亿元，累计土地合同金额支出约 34.5 亿元。截至 2007 年底，融科智地累计开发土地面积约 35.45 万平米，开发地上建筑面积约 115.16 万平米。剩余未来开发的可售面积约 323.30 万平米。

2004~2006 年，融科智地住宅开发业务共实现营业收入 20 亿元左右，其中 75%来自北京融科橄榄城项目；实现税前利润 3.04 亿元，其中 2.90 亿元来自北京融科橄榄城项目。2007 年，随着天津、长沙等地项目的陆续开盘销售，公司利润来源单一的局面有所缓解。2007 年，

融科智地销售面积为 40 万平方米，实现住宅开发营业收入 25.3 亿元。

2005 年，融科智地开始广泛与国际投资者进行合作。其中与华平在北京融科橄榄城项目中进行了合作，与 ING 在长沙两个项目进行了合作，ING 持有 40%的股份。融科智地计划将住宅开发业务在适当的时机 IPO。

表 7 融科智地住宅开发主要项目情况

地区	项目	占地面积 (平米)	建筑面积 (平米)	2008 年计划 销售面积 (平米)	2009 年计划 销售面积 (平米)
天津	心贻湾、金月湾	138700	382800	105000	109000
北京	橄榄城、马驹桥	347261	731926	100600	114200
重庆	蔚城	634700	1157000	70000	220000
长沙	三万英尺、檀香山、东南海	439427	1118062	132400	225826
武汉	天城	128500	440000	71000	80200
合肥	027#	74916	251100	83700	
合计		1763504	4080888	562700	749226

数据来源：公司提供，不完全统计

表 8 融科智地近年来收入、盈利情况及未来预测

项 目	2004	2005	2006	2007	2008 E	2009 E
营业收入	1.24	8.46	14.50	26.9	40.2	57.6
其中：写字楼	1.24	1.13	1.45	1.6	1.8	1.9
住宅开发	-	7.33	13.05	25.3	38.4	55.7
利润总额	0.25	2.21	2.45	4.9	8.2	11.6
其中：写字楼	0.43	0.25	0.29	0.30	0.40	0.5
住宅开发	-0.11	1.26	2.37	4.6	7.8	11.1
净利润	0.10	1.62	1.56	3.0	5.8	8.3
归属于融科智地的净利润	0.10	1.27	0.94	3.43	6.56	9.28

数据来源：公司提供

2008 年、2009 年，融科智地预计销售面积分别为 58 万平米和 81 万平米。融科智地预计 2009 年实现经营收入 57.6 亿元，其中住宅开发业务 55.7 亿元，写字楼租赁业务 1.9 亿元。

综合来看，尽管房地产业受政府宏观调控压力较大，但考虑到随着中国经济的增长，融科智地持有的优质物业和待开发的土地大幅升值，同时住宅开发业务经营较为稳健，总体看融科智地成长性较好。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2005年~2007年度财务报表均已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司执行企业会计准则和《企业会计制度》及其补充规定。纳入合并范围的子公司联想集团有限公司、神州数码控股有限公司、南明有限公司执行香港会计准则，在编制合并财务报表时已按照相关规定进行调整，其中联想集团有限公司、神州数码控股有限公司采用的会计年度自公历4月1日起至次年3月31日止，在编制合并财务报表时也已按照相关规定进行调整。公司在2007年对神州数码控股有限公司股权转让后失去控制权，公司2007年底合并范围在2006年基础上减少了该公司。

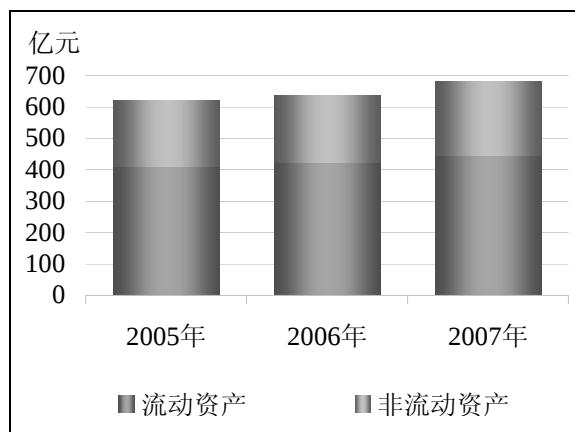
截至2007年底，公司合并资产总额681.58亿元，所有者权益合计82.74亿元，少数股东权益69.47亿元；2007年实现主营业务收入1466.02亿元，净利润19.59亿元。

以下分析以2005年~2007年财务报表分析为主。

2. 资产质量

2005年~2007年，随公司经营扩大及盈利增加，公司资产总额年复合增长4.77%，截至2007年底为681.58亿元，其中流动资产占65.31%，占比保持稳定（见图3）。

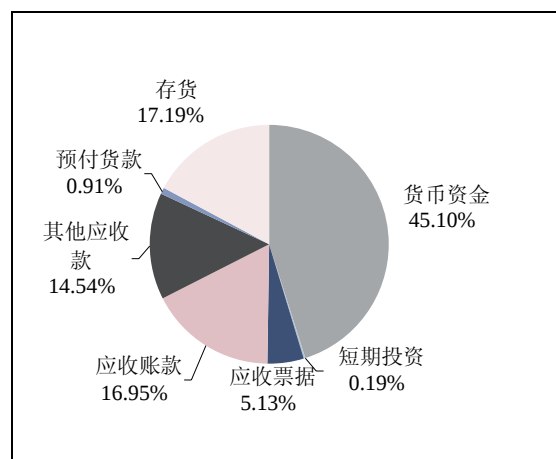
图3 2005年~2007年公司资产构成



资料来源：公司报表，联合资信整理

2005年~2007年公司流动资产年复合增长4.22%，流动资产内部构成稳定，以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。截至2007年底，公司流动资产445.14亿元，其中货币资金200.73亿元，应收账款75.45亿元，其他应收款占64.73亿元，存货76.51亿元，四项合计占流动资产的93.78%，2007年流动资产构成比例参见图4。

图4 2007年底公司流动资产构成



资料来源：公司报表，联合资信整理

公司货币资金以银行存款为主。截至2007年底，公司应收账款75.45亿元，与上年相比略有下降，并已经计提坏账准备1.72亿元；从应收账款账龄看，1年以内的99.78%，1~2年的占0.18%，2~3年的占0.01%，3年以上的占0.03%。公司其他应收款64.73亿元，呈下降趋势，未计提坏账准备；从账龄结构看，1年以内的占97.01%，1~2年的占2.28%，2~3年的占0.41%，3年以上的占0.30%。公司应收账款和其他应收款账龄较短，发生坏账的可能性小。

公司近年来存货总规模保持稳定，存货主要为原材料和开发成本，2007年底两项分别占存货的24.87%和51.04%。

公司非流动资产主要为长期投资、固定资产和无形资产。

公司2006年底长期股权投资与2005年底相比保持稳定，2007年底公司长期股权投资大

幅增长,较2006年底的20.14亿元增长为47.05亿元,主要是公司2007年增加了对石药集团有限公司、Hony Capital Fund III LP、LC Fund III LP、Legend Hony Capital II LP、金山控股、西安陕鼓动力股份有限公司等公司的投资。

公司近年来固定资产规模保持增长趋势,且固定资产以房屋建筑物和机器设备为主。随神州数码2007年底不再纳入合并范围以及2007年公司折旧增加,公司2007年底固定资产原值和净额规模与2006年底基本保持稳定。

公司无形资产规模较大,近三年分别为153.84亿元、146.33亿元和137.13亿元,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。

总体来看,公司资产规模大,资产以流动资产为主,构成合理,资产流动性较强,货币资金充足,整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

随公司盈利能力增强,公司所有者权益保持增长趋势。截至2007年底,公司所有者权益合计152.21亿元,少数股东权益69.47亿元,归属于母公司所有者权益82.74亿元中,实收资本占7.99%,资本公积占54.64%,盈余公积占4.70%,未分配利润占41.90%,外币折算差额占-9.09%。公司归属于母公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主。

2005年~2007年,公司负债合计年复合增长4.18%,2007年底为529.36亿元,其中流动负债合计占84.03%,长期负债合计占15.97%,流动负债占比略有提高。

截至2007年底,公司流动负债合计444.85亿元,以短期借款、应付账款和其他应付款为主,其中短期借款占13.43%,应付账款占47.33%,其他应付款占23.19%,其他各项应付票据占1.05%、预收账款占5.65%,应付工资占1.95%,预提费用占6.37%。截至2007年底,公司应付账款210.56亿元,主要是联想集团的采购和贸易款项。

截至2007年底,公司长期负债合计84.52亿元,其中长期银行借款26.61亿元,应付债券11.57亿元,长期应付款46.34亿元,长期应付款中主要为联想集团可转换优先股及认股权证以及保修服务费用,该部分偿还压力不大。

2005年~2007年,公司资产负债率有所波动,近3年分别为78.56%、81.04%和77.67%。虽然公司资本负债率处于较高水平,但是公司负债中应付账款占比大,有息债务规模相对不大。随公司债务总额规模减少和2007年度盈利能力增强,公司全部债务资本化比率呈下降趋势,近3年分别为47.32%、46.34%和40.37%,相应长期债务资本化比率也逐年降低,近3年分别为30.07%、21.74%和20.05%,均属于正常水平。

本期20亿元公司债券发行后,公司计划偿还9亿元人民币借款,不考虑其他因素,以2007年底的合并财务数据为基准计算,公司的资产负债比率、全部债务资本化率将分别上升至78.02%和42.83%,对公司负债水平影响不大。

4. 盈利能力

联想集团2005年收购IBM PC业务以来,经过业务整合,收入规模不断增长。

公司2005年~2007年主营业务收入年复合增长16.79%,略高于主营业务成本15.94%的年复合增长率,2007年达到1466.02亿元,相应主营业务利润为207.61亿元。

受收购IBM PC业务因素影响,公司2006年营业费用、管理费用大幅增长,使得营业利润大幅下降。2007年,公司主营业务利润大幅增长,年增长率达18.07%,超过同期主营业务收入6.02%的增长幅度;同时,营业费用、管理费用得到了有效控制,使得公司盈利水平大幅回升。2007年,公司实现净利润19.59亿元。

从盈利指标看,近3年公司各项盈利指标呈先降后升趋势,2007年底公司主营业务利润

率、总资本收益率以及净资产收益率分别为14.16%、16.85%和23.68%，公司整体盈利能力强。

5. 现金流

从经营活动来看，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入逐年增加，2005年~2007年复合增长率为18.89%，2007年为1467.77亿元；2005年~2007年，公司经营活动产生的现金流出年复合增长24.61%，主要是购买商品、接受劳务所支付的现金。近3年公司经营活动产生的现金流量净额分别为112.45亿元、40.71亿元和62.24亿元，公司经营活动获取现金能力较强。

近3年公司现金收入比率分别为96.46%、100.53%和100.12%，呈升高趋势，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，公司近3年投资活动产生的现金流入额均较小，2007年为9.40亿元，主要是收回投资所收到的现金；而投资活动现金流出额相对较大，2007年公司投资活动流出的现金为51.79亿元，主要是公司不断对外新增投资和对已有项目增加投资所致。2005年~2007年，公司投资活动产生的现金流量净额均为负值。

作为投资公司，公司通过借款、发行债券、募集资金筹资活动和来自子公司利润积累筹集资金对外从事投资活动。

从筹资活动来看，2005年~2007年，公司筹资活动现金流入主要是银行借款和发行美元债券所收到的现金，同时2005年通过募集资金获得较大资金。2005年~2007年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为66.12亿元、-34.53亿元和27.78亿元。

总体来看，公司经营活动产生的现金流入规模大，获取现金的能力较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2005年~2007

年，公司流动比率和速动比率略有下降，2007年两指标分别为100.06%和82.86%；2005年~2007年，公司经营现金流动负债比分别为29.21%、9.55%和13.99%。总体看，公司短期偿债能力基本正常。

从长期偿债能力指标看，2005年~2007年公司EBITDA分别为36.65亿元、25.18亿元和65.23亿元，2007年增加较大的原因是公司盈利能力增强所致。2005年~2007年，公司的EBITDA利息倍数分别为10.45倍、5.85倍和13.99倍，EBITDA对利息保护能力强；2005年~2007年公司全部债务/EBITDA分别为3.26倍、4.14倍和1.58倍。总体看，目前公司对全部债务的保护能力较强。

公司在境外资本市场拥有直接融资渠道，子公司联想集团为香港上市公司，香港南明有限公司2007年成功发行了美元债券，是第一家在美国成功发行私募债券的中国公司。公司融资渠道通畅，获投资者认可度较高。

截至2007年底，公司担保金额324801.92万元，扣除对外担保53000.00万元，对下属子公司和投资参股公司提供的担保金额为271801.92万元。目前公司各担保对象均经营正常，贷款无逾期现象。总体看，公司或有负债风险较小。

七、本期债券偿债能力分析

本期20亿元公司债券发行额度占公司2007年底全部债务103.04亿元的19.41%，对公司债务有一定影响，考虑到本期债券发行后，公司计划偿还9亿元人民币借款，债券发行后对公司债务负担的实际影响不大。

2005年~2007年，公司EBITDA分别为本期债券发行额度的1.83倍、1.26倍和3.26倍，具备对本期债券较强的保障能力。

截至2007年底，公司现金类资产（货币资金+短期投资+应收票据）为224.40亿元，是本期债券发行额度的11.22倍，公司现金类资产对

本期债券保障能力强。

2007年，公司经营活动现金流入量为1517.80亿元，经营活动产生的现金流量净额62.24亿元，分别为本期债券的75.89倍和3.11倍，公司经营活动现金流对本期债券的覆盖程度高。

总体看，公司对本期债券保障程度高。

八、综合评价

公司作为中国科学院下属的国有控股投资公司，法人治理结构完善，运营管理规范，管理团队素质高，风险控制能力强，政府支持力度大。公司实施多元化投资策略，投资业务涉及IT、创业投资、私募股权投资、房地产等领域，产业布局合理，具备规模经济优势，整体抗风险能力强；其投资的各重要子公司在行业内处于领先地位。同时，IT行业竞争激烈、中国股票市场周期性明显、房地产业受政府宏观调控等因素也给公司经营与发展带来一定不利影响。

公司收入规模大，经营活动获取现金能力强。总体看，公司主体信用风险很低，本期债券到期不能偿付的风险很小。

附件 1-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
货币资金	1692913.25	1545445.90	2007348.18	8.89
短期投资	0.00	0.00	8490.20	-
应收票据	51098.67	159881.78	228151.88	111.30
应收账款	924508.53	913357.05	754498.11	-9.66
其他应收款	670707.64	821181.03	647307.58	-1.76
预付货款	46170.16	40150.08	40349.58	-6.52
存货	711332.62	756246.04	765139.06	3.71
存货净额	711332.62	756246.04	765139.06	3.71
待摊费用	1275.09	1085.76	58.33	-78.61
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产	262.96	2114.59	10.33	-80.18
流动资产合计	4098268.92	4239462.22	4451353.24	4.22
长期股权投资	207922.15	201406.30	470514.95	50.43
长期债权投资				
长期投资合计	207922.15	201406.30	470514.95	50.43
合并差价	2347.47	2008.08	1668.68	-
其他长期投资				
长期投资净额	210269.62	203414.38	472183.63	49.85
固定资产				
固定资产原值	428014.44	572841.08	582351.99	16.64
减：累计折旧	141721.45	194286.23	223626.30	25.62
固定资产净值	286292.99	378554.85	358725.70	11.94
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	286292.99	378554.85	358725.70	11.94
工程物资				
在建工程	38561.09	20944.10	51451.10	15.51
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	324854.08	399498.95	410176.80	12.37
无形资产	1538399.93	1463261.70	1371300.43	-5.59
长期待摊费用	3337.92	7550.92	620.84	-56.87
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	1541737.85	1470812.62	1371921.27	-5.67
递延税项				
递延税项借项	33859.87	45962.53	110129.99	80.35
资产总计	6208990.34	6359150.70	6815764.93	4.77

附件 1-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
短期借款	392487.56	411059.15	597531.03	23.39
应付票据	212134.73	265251.36	46684.43	-53.09
应付账款	2122701.42	2088653.51	2105595.40	-0.40
预收账款	81556.83	126630.16	251535.91	75.62
应付工资	17349.10	62711.75	86913.62	123.82
应付福利费	220.35	346.89	121.03	-25.89
应付股利	13376.35	9439.70		-
应交税金	50641.51	4503.57	40603.39	-10.46
其他应交款	12.94	10.19	30.42	53.33
其他应付款	783510.69	1026370.67	1031534.74	14.74
预提费用	157467.67	235880.49	283491.45	34.18
一年内到期的长期负债	18724.09	30000.00	4436.61	-51.32
其他流动负债				
流动负债合计	3850183.23	4260857.41	4448478.03	7.49
长期借款	572661.50	334929.56	266084.37	-31.84
应付债券			115707.52	-
长期应付款	454684.86	557425.61	463365.84	0.95
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	1027346.36	892355.18	845157.73	-9.30
递延税项				
递延税项贷项				
负债合计	4877529.59	5153212.59	5293635.76	4.18
少数股东权益	632078.52	565150.04	694704.43	4.84
实收资本（或股本）	66086.04	66086.04	66086.04	0.00
资本公积	418084.20	398948.09	452130.58	3.99
盈余公积	24362.98	31274.36	38918.68	26.39
其中：公益金				
未确认的投资损失	-1127.63	-1014.00	-1186.05	-
未分配利润	193194.40	178046.97	346689.61	33.96
其他				
外币报表折算差额	-1217.77	-32553.39	-75214.12	-
股东权益合计	699382.22	640788.08	827424.74	8.77
负债及股东权益合计	6208990.34	6359150.70	6815764.93	4.77

附件 2 公司合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	10747909.92	13827327.68	14660167.11	16.79
减：折扣与折让；				
主营业务收入净额	10747909.92	13827327.68	14660167.11	16.79
减：主营业务成本	9353302.05	12055817.92	12572270.73	15.94
主营业务税金及附加	6584.90	13179.13	11846.03	34.13
其它				
二、主营业务利润	1388022.97	1758330.64	2076050.35	22.30
加：其他业务利润	869.04	396.84	163.64	-56.61
营业费用	848080.40	1021454.70	971245.34	7.02
管理费用	336702.57	688180.07	742943.85	48.54
财务费用	22911.52	32041.89	27121.43	8.80
其它				
三、营业利润	181197.51	17050.81	334903.37	35.95
加：投资收益	8193.12	21343.10	101984.53	252.81
补贴收入	8748.27	7332.14	11028.88	12.28
营业外收入	6003.80	2134.45	2301.02	-38.09
以前年度调整				
其它				
减：营业外支出	309.11	1098.71	6975.12	375.03
其他支出				
四、利润总额	203833.60	46761.79	443242.68	47.46
减：所得税	42275.28	27386.65	59799.67	18.93
少数股东损益	86529.90	9725.45	187671.25	47.27
加：未确认的投资损失	1047.74	-113.62	172.04	-59.48
五、净利润	76076.16	9536.07	195943.80	60.49
加：年初未分配利润	139239.14	193194.40	178046.97	13.08
盈余公积转入数				
减：合资企业提取奖福基金				
六、可供分配的利润	215315.30	202730.47	373990.78	31.79
减：提取法定盈余公积	1880.28	1974.68	2184.09	7.78
提取法定公益金	940.14			-
七、可供股东分配的利润	212494.88	200755.79	371806.68	32.28
减：应付优先股股利				
提取任意盈余公积	3318.13	4936.70	5460.23	28.28
应付普通股股利	15982.35	17772.12	19656.84	10.90
转作股本的普通股股利				
八、未分配利润	193194.40	178046.97	346689.61	33.96

附件 3-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 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	10367127.77	13900964.06	14677729.28	18.99
收到的税费返还	32955.60	5769.61	3055.96	-69.55
收到的其他与经营活动有关的现金	98731.00	111434.54	497215.57	124.41
经营活动现金流入小计	10498814.38	14018168.21	15178000.81	20.24
购买商品、接受劳务支付的现金	7839980.87	12200049.33	12809554.10	27.82
支付给职工以及为职工支付的现金	755035.91	816327.71	916546.04	10.18
支付的各项税费	20894.26	122933.38	110223.44	129.68
支付的其他与经营活动有关的现金	758368.22	471794.28	719289.72	-2.61
经营活动现金流出小计	9374279.26	13611104.70	14555613.30	24.61
经营活动产生的现金流量净额	1124535.12	407063.51	622387.51	-25.60
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	38465.94	58391.85	65356.63	30.35
取得投资收益收到的现金	666.27	591.83	19687.57	443.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	11774.79	6733.04	5477.02	-31.80
收到的其他与投资活动有关的现金	2972.48	17954.39	3522.05	8.85
投资活动现金流入小计	53879.47	83671.10	94043.26	32.12
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	86528.66	175326.37	236311.61	65.26
投资支付的现金	614798.48	38393.99	270068.14	-33.72
支付的其他与投资活动有关的现金	2699.35	17205.65	11520.39	106.59
投资活动现金流出小计	704026.49	230926.01	517900.14	-14.23
投资活动产生的现金流量净额	-650147.02	-147254.91	-423856.88	-
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	327768.48	18988.55	4758.59	-87.95
取得借款收到的现金	1407413.59	551040.54	993031.06	-16.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	73977.92	6.48	35935.19	-30.30
筹资活动现金流入小计	1809160.00	570035.57	1033724.83	-24.41
偿还债务所支付的现金	869235.04	714153.61	611732.55	-16.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	80878.54	97104.34	128584.38	26.09
支付的其他与筹资活动有关的现金	197839.92	104079.46	15653.40	-71.87
筹资活动现金流出小计	1147953.51	915337.41	755970.34	-18.85
筹资活动产生的现金流量净额	661206.49	-345301.84	277754.50	-35.19
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-6065.82	-61974.10	-14382.84	-
五、现金及现金等价物净增加额	1129528.77	-147467.35	461902.29	-36.05

附件 3-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 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				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
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	76076.16	9536.07	195943.80	60.49
加: 少数股东损益	86529.90	9725.45	187671.25	47.27
减: 未确认的投资损失	1047.74	-113.62	172.04	-59.48
加: 计提的资产减值准备	1900.55	9688.50	26419.02	272.84
固定资产折旧	61303.26	67168.68	78239.77	12.97
无形资产摊销	64757.78	93606.33	84080.40	13.95
长期待摊费用摊销	1500.34	1180.00	110.90	-72.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的 损失(减:收益)	4818.15	-6606.65	5837.12	10.07
待摊费用减少(减:增加)	2480.92	189.32	1027.43	-35.65
预提费用增加(减:减少)	82964.23	78412.82	87654.26	2.79
固定资产报废损失	47.08	10.75	0.00	0.00
财务费用	48215.12	68514.24	45014.17	-3.38
投资损失(减:收益)	-8193.12	-21343.10	-101984.53	-
递延税款贷项(减:借项)	-27067.40	-12102.67	-68696.24	-
存货的减少(减:增加)	-376486.60	-44913.42	-215148.95	-
经营性应收项目的减少(减:增加)	-881938.67	-242084.93	-276624.19	-
经营性应付项目的增加(减:减少)	1988675.17	395968.47	573015.33	-46.32
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	1124535.12	407063.51	622387.51	-25.60
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1692913.25	1545445.90	2007348.18	8.89
减: 货币资金的期初余额	563384.48	1692913.25	1545445.90	65.62
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	1129528.77	-147467.35	461902.29	-36.05

附件 4 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	11.02	13.50	14.26	13.38
存货周转次数(次)	13.15	16.43	16.53	15.82
总资产周转次数(次)	1.73	2.20	2.23	2.12
盈利能力				
主营业务利润率(%)	12.91	12.72	14.16	13.48
总资本收益率(%)	7.82	2.77	16.85	10.82
净资产收益率(%)	10.88	1.49	23.68	14.46
财务构成				
长期资本化比率(%)	30.07	21.74	20.05	22.56
全部资本化比率(%)	47.32	46.34	40.37	43.55
资产负债比率(%)	78.56	81.04	77.67	78.86
偿债能力				
流动比率(%)	106.44	99.50	100.06	101.17
速动比率(%)	87.97	81.75	82.86	83.55
EBITDA 利息倍数(倍)	10.45	5.85	13.99	10.84
全部债务/EBITDA(倍)	3.26	4.14	1.58	2.68
筹资前现金流量净额债务 保护倍数(倍)	0.40	0.25	0.19	0.25
筹资前现金流量净额利息 偿还能力(倍)	13.53	6.03	4.26	6.65
现金偿债倍数(倍)	8.72	8.53	11.22	9.91
现金流				
现金收入比(%)	96.46	100.53	100.12	99.51
利润现金比率(%)	1478.17	4268.67	317.64	1735.05
筹资活动前产生的现金流 量净额(万元)	474388.10	259808.60	198530.63	272085.51

附件 5 2007 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	持股比例 (%)	注册资本 (单位: 元)	企业类型	备注
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	99.00	250,000,000.00	境内非金融子公司	北京联想科技投资有限公司持股 5%
4	融科智地房地产开发有限公司	99.75	100,000,000.00	境内非金融子公司	联想投资有限公司持股 25%
5	融科物业投资有限公司	99.75	60,000,000.00	境内非金融子公司	联想投资有限公司持股 25%
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	北京联想科技投资有限公司	80.00	17,000,000.00	境内非金融子公司	
8	联想集团有限公司	44.71	230,955,920.00	境外子公司	(1)南明有限公司持股 13.97% (2)占实际投票权合计为 46.60%
9	深圳市融科智地投资有限公司	99.98	60,000,000.00	境内非金融子公司	融科智地房地产开发有限公司持股 10%
10	北京君联创业投资中心	100.00	150,000,000.00	境内非金融子公司	
11	北京弘毅投资顾问有限公司	96.00	2,000,000.00	境内非金融子公司	北京联想科技投资有限公司持股 20%
12	北京弘毅创业投资中心	100.00	100,000,000.00	境内非金融子公司	
13	北京联想调频科技有限公司	96.00	10,000,000.00	境内非金融子公司	北京联想科技投资有限公司持股 20%

附件 6 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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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率	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
本期公司债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 公司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评级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

联合资信评估有限公司关于 联想控股有限公司 2008 年 20 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年公司年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

联想控股有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。联想控股有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注联想控股有限公司的经营管理状况及相关信息,如发现联想控股有限公司出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如联想控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至联想控股有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中,如本期债券信用等级发生变化调整时,联合资信将在本公司网站予以公布,同时出具跟踪评级报告报送联想控股有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零零八年六月十日