

跟踪评级公告

联合[2011] 789 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持联想控股有限公司主体长期信用等级为AAA, 评级展望为稳定, 并维持其“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
二零一一年十月十七日



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: 稳定

债项信用

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

跟踪评级时间: 2011 年 10 月 17 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年
现金类资产(亿元)	278.31	336.77
资产总额(亿元)	872.64	1149.27
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	153.69	207.88
短期债务(亿元)	53.68	41.12
全部债务(亿元)	157.25	207.50
主营业务收入(亿元)	1063.75	1469.51
利润总额(亿元)	11.21	58.53
EBITDA(亿元)	34.28	82.05
经营性净现金流(亿元)	91.73	97.95
主营业务利润率(%)	11.42	11.10
净资产收益率(%)	7.89	17.27
资产负债率(%)	82.39	81.91
全部债务资本化比率(%)	50.57	49.95
流动比率(%)	108.95	111.75
全部债务/EBITDA(倍)	4.59	2.53
EBITDA 利息倍数(倍)	4.92	14.68
经营现金流/流动负债(%)	16.10	13.57

分析师

高利鹏

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,PC 行业基本走出金融危机影响,2010 年以来全球 PC 出货量大增。公司投资的联想集团有限公司(以下简称“联想集团”)销量增长速度领先于其他竞争对手,在继续保持中国市场龙头地位的同时,在全球市场占有率也显著提升,成为行业内第三大厂商;手机业务发展迅速,在一系列创新产品的支撑下,主业盈利能力稳定。

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”)继续加大对国内资本市场、人民币资金的投资力度,基于优良的投资水平,公司有望获得持续的投资收益。

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,收入和利润水平持续增长,持有的土地储备为未来可持续发展奠定了基础,同时,现阶段的房地产调控政策对融科置地中短期内的经营活动有一定的影响。

目前,公司资产质量良好,现金类资产规模大,债务规模有所增长;公司经营活动净现金流状况小幅改善,偿债能力稳定。随着公司主业盈利水平的稳定增长,以及投资收益的有力支撑,公司未来盈利能力有望增强。

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,评级展望为稳定,同时维持“08 联想债”AAA 的信用等级。

优势

1. 联想集团在全球 PC 行业的市场份额有所提升,居于领先地位,在中国市场的优势地位持续

加强。

2. 联想投资和弘毅投资收益水平较高，业绩良好。
3. 融科智地经营模式效率较高，收入规模有较大增长，租金水平稳定。
4. 公司盈利能力持续增强，主营业务收入和经营性现金流规模大，经营活动净现金流持续改善，现金类资产充裕，对“08 联想债”的保障能力强。

关注

1. 受平板电脑等新产品的冲击，传统 PC 平均销售价格下滑，利润空间受到挤压，联想集团 PC 业务毛利率继续下降。
2. 跟踪期内，国家出台多项严格的房地产调控政策，对融科智地的未来经营活动有较大影响。
3. 证券市场波动大，投资业务的退出受政策及证券市场估值水平变动影响较大。

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 4 月，公司更名为北京联想计算机新技术发展公司，并于 1998 年 8 月更名为联想集团控股公司。2001 年 6 月，根据中国科学院《关于联想集团控股公司改制有关问题的批复》（科发产字[2001]110 号），联想集团控股公司完成改制，并更名为联想控股有限公司，注册资本变为 660860399.40 元，其中中国科学院出资 429559259.61 元，持股 65%，联想控股有限公司职工持股会（以下简称“职工持股会”）出资 231301139.79 元，持股 35%。2002 年 4 月，中国科学院成立中国科学院国有资产经营有限责任公司（以下简称“国科控股”），中国科学院持有的公司股权划转至国科控股。2009 年 7 月，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）与联想控股有限公司职工持股会签订《合并协议书》，约定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”）吸收合并联想控股有限公司职工持股会。2011 年 2 月 11 日，在北京市工商行政管理局申请联想控股有限公司职工持股会变更为北京联持志远的股东变更登记手续完成。截至 2011 年 3 月底，公司股权结构为国科控股持股 36%，北京联持志远持股 35%，泛海控股持股 29%。

公司经营范围：法律、行政法规、国务院决定禁止的，不得经营；法律、行政法规、国务院

决定规定应经许可的，经审批机关批准并经工商行政管理机关登记注册后方可经营；法律、行政法规、国务院决定未规定许可的，自主选择经营项目开展经营活动。

截至 2010 年底，公司的二级子公司有 15 家，其中全资子公司 6 家，控股子公司 9 家，此外有联营公司 17 家，参股公司 25 家，投资业务涉及 IT、私募股权投资、风险投资、房地产等领域。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 1149.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益 83.34 亿元）合计 207.88 亿元；2010 年实现主营业务收入 1469.51 亿元，利润总额为 58.53 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，业务涉及 IT、私募股权投资、风险投资、房地产等领域。公司个人电脑业务是最重要组成部分，随着公司手机业务、房地产销售及其他工业业务收入增长，公司收入结构有优化趋势。

从收入利润构成看，个人电脑业务仍是公司收入的最重要组成部分（见表 1），公司 2010 年 PC 业务收入 1375.29 亿元，较 2009 年的 1032.32 亿元增长 33.22%，占主营业务收入的 93.59%；公司主营业务收入中占比较高的还有手机业务和房地产销售业务，分别占 2.67% 和 3.00%。公司 2010 年总体主营业务收入为 1469.51 亿元，较 2009 年的 1063.75 亿元增长了 38.14%。从主营业务收入方面看，公司已经走出了金融危机的不利影响。

表 1 公司 2010 年合并主营业务收入、利润结构

项目	2010 年主营业务收入(万元)	占比 (%)	2009 年主营业务收入(万元)	同比增长 (%)	2010 年主营业务利润(万元)	占比 (%)	2009 年主营业务利润(万元)	同比增长 (%)
个人电脑业务	13752919.13	93.59	10323244.15	33.22	1422810.46	84.88	1097695.31	29.62
手机业务	392406.70	2.67	--	--	65967.74	3.94	--	--
服务业务	3362.77	0.02	3749.96	-10.33	2461.38	0.15	2680.77	-8.18
房地产销售	441288.98	3.00	272994.64	61.65	147480.71	8.80	134595.13	9.57
物业管理	10057.79	0.07	8248.89	21.93	1366.17	0.08	1793.20	-23.81

化工产品销售	50436.96	0.34	0.00	--	5462.62	0.33	0.00	--
电源产品销售	13631.03	0.09	0.00	--	3053.56	0.18	0.00	--
其他销售业务	40.20	0.00	17.16	134.27	40.20	0.00	0.09	44566.67
租赁	16091.39	0.11	16056.10	0.22	13169.16	0.79	13154.34	0.11
咨询	14025.99	0.10	12186.73	15.09	13548.18	0.81	11070.66	22.38
其他	885.74	0.01	1003.46	-11.73	884.96	0.05	1003.46	-11.81
合计	14695146.68	100.00	10637501.08	38.14	1676245.13	100.00	1261992.97	32.83

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，经过近年来在市场上的优异表现，目前在全球 PC 市场的占有率已经升至第三位（见表 2）。

表 2 全球 PC 厂商最新市场份额排名

排名	厂商	2011 年 2 季度			2010 年 2 季度	
		出货量（万台）	市场份额（%）	同比增幅（%）	出货量（万台）	市场份额（%）
1	惠普	1488.81	17.50	3.00	1445.50	17.40
2	戴尔	1062.14	12.50	3.30	1028.31	12.30
3	联想	1022.54	12.00	22.50	834.93	10.00
4	宏碁	929.90	10.90	-20.40	1168.93	14.00
5	华硕	446.76	5.20	3.70	430.62	5.20
6	东芝	441.14	5.20	-1.90	449.76	5.40
--	其他	3130.70	36.70	5.30	2973.25	35.70
合计		8521.99	100.00	2.30	8331.29	100.00

资料来源：Gartner

伴随着 2010 年全球经济好转，各主要经济体逐渐走出金融危机的影响，信息技术产品需求增大，2010 年全球 PC 出货量累计达到 3.46 亿台，同比增长 13.6%。从市场格局看，据 IDC 提供的数据显示 2010 年惠普仍是全球最大 PC 厂商（占据 18.5% 的市场份额），其次分别是宏碁、戴尔、联想和东芝。来自 Gartner 的最新报告显示，2011 年 2 季度，联想以 1022.54 万台的出货量，占据了 12.00% 的市场份额。

从市场格局看，目前惠普、戴尔、联想、宏碁和华硕依次为全球五大 PC 制造商，排名较 2010 年有所变化，联想超越宏碁，成为行业第三大厂商。

从产品结构看，由于台式 PC 市场趋向一定程度的饱和，增长空间有限，以及组件价格不断下降，笔记本电脑的出货量增速明显快于全行业的增速。其中 2010 年微型计算机产量 2.5 亿台，增长 25.6%，其中笔记本增长 19.4%。

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。

随着金融危机影响的进一步减弱，企业客户在经济低迷周期后开始逐步更新商用 PC，个人消费者对笔记本电脑和上网本等便携式电脑的需求稳步增长，全球 PC 业务在经历金融危机后开始恢复增长。尽管跟踪期内，新兴平板电脑产品对传统 PC 构成了较大挑战，但基于 PC 的用户保有量，PC 市场依然存在很大的发展空间。

得益于全球经济刺激政策下的需求复苏，2010 自然年，联想集团营业额达到 210 亿美元，同比增长 38.6%，净利润达到 2.45 亿美元，同比增长 266.67%。

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。

从收入结构分析,笔记本电脑占比呈上升趋势,台式电脑销售额呈下降趋势,符合行业发展特点。从产品线的占比看,2010年Think产品占总销售的55.64%,而Idea产品占总销售的44.36%。良好的企业商用设备更新活动推动了Think产品占比的提高。2010自然年,联想集团全球电脑出货量为3414.56万台,同比增长37%。全球市场占有率达到9.8%(其中,在第2季度,全球市场份额首次超过两位数,达到10.2%;第3季度为10.4%,第4季度为10.2%),较2009年提高了1.6个百分点。中国市场份额达到29.1%,较2009年提高2.5个百分点,在中国的笔记本电脑市场份额达到33.9%,位列第一。在业务增长的同时,联想集团持续加强费用控制,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)。

联想集团2009年11月回购手机业务以来,联想移动经营状况良好,并实现较大的盈利。联想集团在2010年5月正式发售新款3G手机乐Phone,实现了国产手机在智能3G手机市场的突破,并取得了良好的市场反响。2010年第四季度,联想手机销量同比上升52.2%,超过同期市场增幅的5倍,位居中国本土手机品牌第一。在2011年初,联想集团成立了移动互联网和数字家庭(MIDH)事业部,以发展移动互联网领域的新业务。在2011年3月,在中国推出平板电脑产品乐Pad,再次发力3G移动数字终端。在一系列具备自主知识产权的创新产品带动下,联想移动业务开辟了新的利润增长点。同时,联合资信也关注到,3G智能数字终端市场竞争激烈,产品更新换代速度极快,公司面临市场开拓压力和一定的创新风险。

当前,以中国为代表的新兴市场需求增长强劲,同时,手机、平板电脑等数字多媒体移动终端业务成长迅速,预计联想集团的收入规模仍具备较大增长潜力,盈利能力有望增强。

未来,联想集团将在继续巩固中国市场领

导地位的同时,积极拓展手机、平板电脑等业务,继续提高在新兴市场的份额,并着重提升整体盈利能力。在成熟市场,通过持续不断的产品创新,提升业务的科技附加值,以提高盈利水平,稳步扩大市场份额。

联想投资

2010年以来,全球经济逐步复苏企稳,中国宏观经济保持平稳较快发展,同时经济结构调整和战略性新兴产业布局加速等因素促使风险投资热情高涨,风险资本增速大幅增长。2010年219只基金完成募集,募集金额达到1768.37亿元,为2009年的1.84倍。从募集资金构成上看,近年来人民币基金成为市场增长的主要动力,2010年完成募集的人民币资金数量达到194支,占完成募集基金数量的88.58%,合计募集资金规模达到1121.65亿元,占新增资本的63.43%。从资金来源来看,中国内地的风险资本主要来源于非金融类企业、个人和政府引导基金。海外风险资本主要来源于机构投资者和FOF(基金中的基金)。2010年,中国VC/PE共投资了1225个项目,为2009年的1.78倍,其中披露投资规模大达到976.63亿元较2009年大幅增长。

投资行业上,近年来传统制造业及IT行业,随着2010年中国经济转型政策刺激,对消费服务业和医疗保健行业的投资快速增长。风险投资的地域主要集中于经济发展地区,近年来,北京、上海、深圳、江苏广东等地维持了较高的投资比重。

在基金退出方面,近年来,通过上市和原股东回购的方式成为风险资本实现退出的主要途径,管理层收购和其他股东收购占比相对较小,2009年下半年以来,中国IPO市场重启,创业板推出,境外资本市场回暖,上市退出方式爆发式增长,成为了风险机构主要的退出方式,2010年共有440个风险投资项目实现退出,较2009年增长153%。其中上市退出317个,股权转让退出项目112个。

风险方面,①中国目前虽然已初步建立了

风险投资的基本体制，但与国外相比仍有较大差距，中国风险投资行业的健康持续发展仍有待于国家税收政策的扶持和相关法律法规的完善。

②风险投资行业的盈利依赖于投资企业的成长和对退出时机的把握，从国外风险投资经验来看，投资项目大都呈现 1/3 成功、1/3 保本、1/3 失败的概率分布。③中国证券市场波动性较大，且上市进程易受政策影响，对风险投资机构退出可能造成影响。④近年来，中国风险投资规模和投资项目数量激增，一定程度上推高了风险投资企业的投资成本，增加了项目运营风险。

联想投资是公司从事风险投资的专业机构。联想投资所投项目涵盖以“创新”为特征的初创期和以“快速成长”为特征的扩展期投资，投资领域涉及 TMT、外包和专业服务、消费产品及服务、清洁技术、医疗健康和先进制造等，以单纯的投资收益最大化为目标。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。联想投资有限公司连续 8 年被清科集团评为中国最活跃的风险投资前 10 名。联想投资再次被投中咨询有限公司和清科研究中心分别评为“CV Awards 2010 年度中国最佳创业投资机构 Top50”第四名，“2010 年中国创业投资机构 50 强”。

截至 2010 年底，联想投资管理着 4 期美元基金，总规模接近 6 亿美元，2 期人民币基金总规模约为 45 亿元。美元基金已投资近 100 个项目。人民币基金已投资 10 个项目，上述项目中，已有 15 个项目在美国纽交所、NASDAQ、香港主板或中国 A 股成功上市，另有 10 个项目被并购实现退出。从 2003 年至今，联想投资每年都有被投资企业成功上市或被并购实现退出，从而保证了在管基金的持续优异回报。

表 3 联想投资各期基金投资情况（单位：百万美元）

基金	基金规模	价值/成本	已退出项目数量	阶段
LC Fund I	35.00	6	11	接近清算
LC Fund II	60.15	4	7	收获期
LC Fund III	170.00	2	6	收获期

LC Fund IV	350.00	1.7	1	投资期
君联睿智创业投资中心	10 亿 ¥	2	-	投资期
天津君睿祺股权投资合伙企业（有限合伙）	35 亿 ¥ （已承诺出资 17.8 亿元）	--	--	--

资料来源：公司提供

联想投资核心管理团队（包括 10 名 MD、1 名 ED 和 2 名首席顾问）的大多数成员有 10 年以上的合作经历以及丰富的中国本土产业和资本运作经验，并已经形成一支包括 32 名不同层次专业投资人员在内的投资团队，和一支由 8 名财务、法律、管理顾问组成的，能够在投资后管理过程当中扮演重要增资服务角色的专业顾问团队。

弘毅投资

弘毅投资是公司从事私募股权投资基金管理平台的平台，截至 2010 年底，弘毅投资共管理着 4 期美元基金和 2 期人民币基金，美元基金总额约 21 亿美元，两期人民币基金总额约为 150 亿元。基金规模和影响力居国内第一阵营前列。弘毅投资 2009 年被 PEI 杂志评为全世界范围最有实力的 20 家基金管理公司之一，是榜单上唯一一家中国公司。2010 年被清科集团评为“2010 年度中国最佳私募股权投资机构 30 强”第 5 名。

表 4 弘毅投资各期基金规模及投资回报

各期基金	设立时间	总规模	回报倍数
弘毅一期	2003.12	3789 万美元	5.3
弘毅二期	2004.9	8735 万美元	11
弘毅三期	2006.11	5.80 亿美元	2.6
弘毅四期	2008.6	13.98 亿美元	1.4
弘毅投资产业一期（天津）（有限合伙）	2008.6	50.26 亿元	1.5
北京弘毅贰零壹零股权投资中心（有限合伙）	2010.10	100 亿元（已承诺认缴 73 亿元）	--

资料来源：公司提供

弘毅投资已先后在建材、医药、装备制造、消费品、新能源、新材料、商业连锁、文化传媒、金融服务等多个行业投资 47 个项目。截至

2010 年底，被投企业资产总额 5300 亿元，整体销售额 1220 亿元，利税总额 180 亿元。

融科智地

继国务院下发《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”）重申严打“炒房”之外，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。信贷收紧和调控执行力度加强的背景下，开发商的资金链受到影响，一定程度抑制了房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场面临成交量萎缩。从政策实施的效果看，2010 年，全国 70 家大中城市房价同比涨幅逐步回落，全年房价同比上涨 10%，对比 2009 年，2010 年房地产各项指标全面上扬，房地产开发投资同比增长 33.2%，施工面积同比增长 26%，房地产开发企业完成土地购置面积同比增长 28.4%，商品房销售面积同比增长 10.1%，房地产开发企业资金来源同比增长 25.4%。房地产投资占城镇固定资产投资比例从 2009 年的 18.7% 上升到 2010 年的 20%，新增房地产信贷总额占新增信贷总额比例也从 20.5% 上升到 25.4%。

2011 年，全国房价上涨过快的重点城市相继推出了包括“限购”在内的严厉调控措施，使一直过热的房地产市场进一步降温，同时，加大保障房建设和供给。随着国家调控政策的贯彻落实，房地产市场供求形势将逐步得到改善，房屋的供给结构将趋向合理化，房地产开发投资增幅将稳步回落。随着社会经济的发展，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，房地产业作为国民经济支柱产业的地位还将继续，房地产市场的持续增长态势不会有根本性的改变。

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，具备品牌优势和竞争力的房地产企业，将有较大的发展空间。2011 年国内通胀预期仍然强烈，房价上

升压力依然较大。随着可开发土地的减少，未来土地供应量的下降与目前偏低的人均住房面积的矛盾将持续存在，特别是中国经济正持续快速发展、城市化进程进一步加快、可支配收入增长以及居民住宅消费升级的趋势不可逆转，房地产行业的消费基础依旧坚固。从长期看，推动房地产行业发展的需求仍然较为稳固。

融科智地成立于 2001 年 6 月，是公司专业从事房地产开发和房地产投资的平台。2010 年，融科智地实现收入 47.02 亿元，较 2009 年的 30.05 亿元增长 56.47%。从其收入构成来看，增长主要来自房地产销售量的提高。

表 5 2009-2010 年融科智地收入结构（亿元）

收入结构	2009 年	2010 年
收入总额	30.05	47.02
（1）房地产销售收入	27.30	44.13
其中：住宅	23.57	39.74
商业	3.73	4.39
（2）物业出租收入	1.93	1.96
（3）物业服务收入	0.79	0.93
（4）其他	0.03	0.00

数据来源：公司提供

融科智地持有的物业主要是融科资讯中心。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，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，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 万平方米，可出租面积 12 万平方米。融科资讯中心 A、C 座 2009-2010 年出租率分别为 91.33% 和 87.68%，租金收入分别为 1.84 亿元和 1.83 亿元。

在住宅开发领域，2010 年国内房地产市场繁荣，融科智地住宅销售面积 80.7 万平方米，合同销售金额为 68 亿元，销售回款 71 亿元。2010 年融科智地新开工面积达到 150 万平方米。截至 2010 年底，融科置地拥有土地储备 300 万平方米。

综合来看，融科智地持有的物业租金收入

稳定，住宅销售稳定增长，整体房地产业务较为稳定；政府对房地产调控政策的持续，在一定程度上会影响房地产下游需求，同时会推动房地产企业的整合进程。

本部直接投资业务

公司不仅致力于追求投资后获得回报，更致力于在若干个领域内拥有核心运营资产。核心运营资产主要投资如资源与能源、工业制造、消费与通路、现代农业等。

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。2010年济宁中银电化有限公司资产总额8.37亿元，净资产4.63亿元。完成销售收入10.34亿元，净利润4000万元。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。

苏州星恒电源有限公司（以下简称“苏州星恒”）是联想投资有限公司、中科院物理研究所、成都地奥集团等联合发起设立的高新技术企业，苏州星恒主营业务是大容量、高功率型锂离子动力电池的生产及销售，公司主要生产大容量、高功率型电池及电池组，为各个行业提供各类移动能源解决方案。是国内动力锂电池产品线投资规模最大的企业，目前产能为3600万Ah/年。苏州星恒2010年实现销售额1.44亿元，净利润303万。

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，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

跟踪期内，公司管理架构无重大变化。

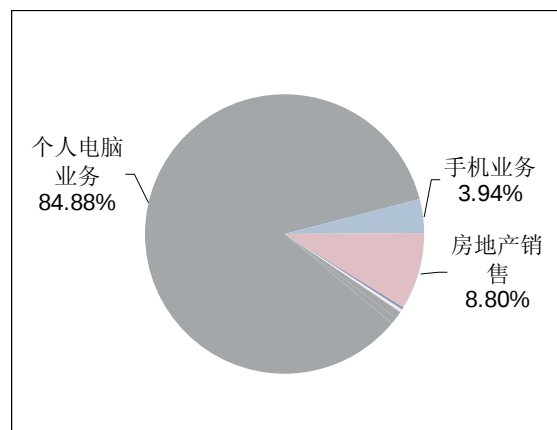
三、财务分析

公司2010年度报表经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论（中瑞岳华审字[2011]第06104号）。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、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。

1. 盈利能力

由于外部经济环境向好，公司逐步走出金融危机影响，2010年公司主营业务收入为1469.51亿元，较2009年增长了38.14%，其中，个人电脑、房地产、手机等业务销售收入贡献度较大。2010年公司利润总额为58.53亿元，同比增长422.04%，归属于母公司的净利润为35.90亿元，同比增长195.89%。

图1 2010年公司主营业务毛利润构成



资料来源：公司审计报告

从期间费用来看，公司期间费用控制能力继续增强，2010年期间费用在主营业务收入中占比为9.99%，较2009年降低2.59个百分点。2010年公司利润总额为58.53亿元，同比增长422.04%，归属于母公司的净利润为35.90亿元，同比增长195.89%。

跟踪期内，公司投资收益增长迅速，2010 年投资收益合计 36.92 亿元。较 2009 年增长 74.16%，投资收益来自股权投资收益，对公司利润总额贡献度高。

跟踪期内，公司总体净利润水平有较大恢复，从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率呈稳步上升趋势，2010 年为 8.64% 和 17.27%，分别较 2009 年提高 4.74 个百分点和 9.38 个百分点。总体看，公司主营业务盈利能力稳定，期间费用控制能力不断提高，盈利能力指标继续改善。

2. 现金流及保障

受益于销售收入的增加，公司经营活动现金流入规模显著扩大，2010 年经营活动现金流入为 1622.35 亿元，较 2009 年的 1050.53 亿元增长了 54.43%。公司 2010 年经营活动产生的现金流量净额为 97.95 亿元，较 2009 年继续改善。2010 年公司现金收入比为 103.30%，比 2009 年的 95.99% 有所提高。总体看，公司经营活动获取现金的能力有较为明显的改善。

跟踪期内，公司投资活动产生的现金流量规模有所增长，2010 年公司投资活动现金流入量为 25.20 亿元，同比增长 30.13%。公司投资支出增长，主要是公司加大对联想移动、联想投资等重点产业的业务投资和市场开发力度，同时拓展计算机相关领域，投资支付的现金流出增大。2010 年公司投资支付的现金为 90.93 亿元，同比增长 258.33%。在利润规模扩大和经营现金流增长的背景下，经营现金流对投资支出覆盖程度较好。

筹资活动方面，公司主要依靠增加长期借款和发行债券等方式筹集资金。2010 年筹资活动产生的现金流量净额为 50.38 亿元。公司借款取得的现金规模较大，相应公司筹资活动规模有所增大。

3. 资本及债务结构

2010 年底公司合并资产总计 1149.27 亿

元，较 2009 年的 872.64 亿元有较大增长，增幅为 31.70%，主要是公司流动资产规模持续增长所致。2010 年公司资产总额中流动资产占 70.21%，较 2009 年底的 71.15% 略有降低，资产结构整体变化不大。

2010 年底，公司流动资产合计 806.88 亿元，较 2009 年底的 620.92 亿元增长了 29.95%，流动资产主要以货币资金、存货、其他应收款和应收账款为主，其中货币资金占 38.49%，存货占 21.99%，其他应收款占 17.60%，应收账款占 13.36%，上述四项合计占流动资产的 91.44%。

2010 年公司长期投资为 150.12 亿元，其中长期股权投资 146.12 亿元，其中年末投资余额在 10 亿元以上的企业包括：汉口银行股份有限公司（持股 17.99%，投资额 20.26 亿元）、河北德仁投资有限公司（持股 34.96%，投资额 17.20 亿元）、弘毅投资产业一期基金（天津）（持股 29.84%，投资额为 16.39 亿元）以及 Hony Capital II 及 Hony Capital Fund III。2010 年底，公司固定资产净值为 25.47 亿元，在建工程为 10.48 亿元（主要是联想集团自用电脑软件和观音桥现代广场项目），固定资产合计 35.93 亿元，在资产总额中占比为 3.13%。2010 年底，公司无形资产为 136.34 亿元，其中：商誉为 97.59 亿元、商标及商品命名为 25.17 亿元、软件为 11.88 亿元。无形资产合计在资产总额中占比为 11.88%。

总体来看，公司的资产质量良好，流动资产比例较高，流动资产中存货和应收款占比大，整体资产流动性较强，现金类资产规模大。

2010 年底，公司所有者权益合计 207.88 亿元，其中少数股东权益 83.34 亿元，2010 年公司向股东分配利润 2.26 亿元。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

2010 年底，公司负债合计 941.39 亿元，流动负债为 722.04 亿元，占 76.70%，流动负债占比较高，流动负债以其他应付款、应付账款和预收账款为主。2010 年底，其他应付款为

368.30 亿元，主要是联想集团拨备的保修费及重组费用。2010 年底，应付账款为 194.93 亿元，同比下降 38.32%。预收账款为 73.69 亿元，主要是融科智地预收房地产销售款。基于公司在 PC 领域内的行业地位和经营实力，可获得上游供应商稳定的信用期；融科智地经营规模扩大，预收账款同步增长。短期债务中短期借款规模稳定，应付票据规模有所上升。

2010 年底公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 81.91%和 49.95%，与 2009 年底的 82.39%和 50.57%相比略有下降，长期债务资本化比率上升至为 44.46%。公司债务结构有一定程度的改善。总体看，公司有息债务负担处于较为合理水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2010 年底公司流动比率和速动比率分别为 111.75%和 87.18%，较 2009 年有所优化。流动负债中主要为联想集团拨备保险费用的其他应付款和为融科智地预收房款的预收账款占比较高，短期债务占比处于较低水平，公司短期偿付压力不大。公司流动资产中货币资金持续增长，整体比较充裕，达 310.54 亿元，对短期有息债务（2010 年底为 41.12 亿元）保障能力强。2010 年公司经营活动产生的现金流入量为 1622.35 亿元，经营活动净流入为 97.95 亿元，经营活动产生的现金流规模大，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，由于利润总额的大幅增加，2010 年公司 EBITDA 为 82.05 亿元，较 2009 年的 34.28 亿元大幅增长 139.35%。公司全部债务规模显著上升，为 207.50 亿元，相应全部债务/EBITDA 倍数由上年的 4.59 倍变为 2.53 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 4.92 倍升至 14.68 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保护程度明显改善。公司 PC 业务、房地产业务及其他投资业务经营实力增强，对公司盈利能力提高构成支撑，公司长期偿债能力有所增强。

截至 2010 年底，公司对外担保 27.13 亿元，担保比率为 13.05%，其中主要是对公司投资的高盛高华证券有限公司、新能凤凰（滕州）能源有限公司和北京神州汽车租赁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，2010 年公司 EBITDA 为 82.05 亿元，较上年大幅增长，EBITDA/债券余额倍数为 4.10 倍，EBITDA 对“08 联想债”具有很强的保障能力。2010 年公司经营活动现金流入量和现金流量净额分别为 1622.35 亿元和 97.95 亿元，分别是“08 联想债”的 81.12 倍和 4.90 倍，公司经营活动现金流对“08 联想债”的覆盖程度高。

截至 2010 年底，公司现金类资产（货币资金+短期投资+应收票据）为 336.77 亿元，是“08 联想债”的 16.84 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，评级展望为稳定，并维持“08 联想债”AAA 的信用等级。

附件 1 截至 2010 年底公司纳入合并报表范围子公司情况

序号	企业名称	注册资本（元）	注册地	公司直接持股比例（%）	公司直、间接持股比例（%）
1	联想集团有限公司	256,712,890.50	香港	28.62	42.30
2	北京联想调频科技有限公司	10,000,000.00	北京	80.00	100.00
3	南明有限公司	4.28	香港	100.00	100.00
4	联想投资有限公司	250,000,000.00	北京	95.00	100.00
5	北京弘毅创业投资中心	100,000,000.00	北京	100.00	100.00
6	北京弘毅投资顾问有限公司	2,000,000.00	北京	80.00	100.00
7	北京君联创业投资中心（有限合伙）	150,000,000.00	北京	100.00	100.00
8	北京联想之星创业投资有限公司	150,000,000.00	北京	100.00	100.00
9	融科智地房地产股份有限公司	270,000,000.00	北京	67.57	90.09
10	融科智地控股有限公司	50,000,000.00	深圳	100.00	100.00
11	融科物业投资有限公司	60,000,000.00	北京	75.00	100.00
12	联想控股唐山曹妃甸港务有限责任公司	280,000,000.00	唐山	60.00	60.00
13	济宁中银电化有限公司	212,960,000.00	济宁	94.67	94.67
14	苏州星恒电源有限公司	190,210,000.00	苏州	27.45	51.11
15	苏州晶鼎新能源科技有限公司	500,000.00	苏州	100.00	100.00

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率 (%)
货币资金	2535832.27	3105372.47	22.46
短期投资	490.20	490.20	0.00
应收票据	246775.24	261818.68	6.10
应收账款	1295104.47	1078320.84	-16.74
其他应收款	679784.09	1420415.42	108.95
预付货款	185349.05	428462.41	131.17
存货	1265867.92	1773956.32	40.14
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			
流动资产合计	6209203.24	8068836.34	29.95
长期投资	740940.91	1461226.68	97.21
其中：长期股权投资	740940.91	1461226.68	97.21
合并价差	18608.78	39986.53	114.88
长期投资合计	759549.69	1501213.21	97.65
固定资产			
固定资产原值	574036.04	655455.54	14.18
减：累计折旧	309930.52	400741.08	29.30
固定资产净值	264105.52	254714.46	-3.56
减：固定资产减值准备			
固定资产净额	264105.52	254714.46	-3.56
工程物资			
在建工程	55821.50	104819.21	87.78
固定资产合计	319927.02	359533.67	12.38
无形资产	1289301.18	1363449.40	5.75
长期待摊费用	686.61	1500.07	118.47
其他长期资产			
无形资产及其他资产合计	1289987.79	1364949.48	5.81
递延税项借项	147758.51	198124.10	34.09
资产总计	8726426.26	11492656.80	31.70

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）

项 目	2009 年	2010 年	变动率 (%)
短期借款	232190.37	238284.43	2.62
应付票据	57077.61	83502.30	46.30
应付账款	3160219.16	1949312.74	-38.32
预收账款	463849.26	736883.88	58.86
应付工资	141045.71	174915.52	24.01
应付福利费			
应付股利	1650.00	15681.00	850.36
应交税金	73308.46	53733.93	-26.70
其他应交款			
其他应付款	1063564.31	3683031.96	246.29
预提费用	258746.47	195656.84	-24.38
一年内到期的长期负债	247507.20	89438.69	-63.86
其他流动负债			
流动负债合计	5699158.55	7220441.29	26.69
长期借款	833009.59	1461022.15	75.39
应付债券	202733.97	202733.97	0.00
长期应付款			
专项应付款	7312.00	9487.00	29.75
其他长期负债	447129.65	505049.19	12.95
长期负债合计	1490185.22	2178292.32	46.18
递延税项			
递延税项贷项	224.65	15144.13	6641.21
负债合计	7189568.42	9413877.73	30.94
少数股东权益	648292.39	833440.35	28.56
实收资本（或股本）	66086.04	66086.04	0.00
资本公积	446930.25	482933.16	8.06
盈余公积	64683.91	74738.91	15.54
未确认的投资损失	-1823.90	-1102.71	-39.54
未分配利润	424514.48	750859.32	76.87
外币报表折算差额	-111825.34	-129894.63	16.16
股东权益合计	888565.45	1245338.71	40.15
负债及股东权益合计	8726426.26	11492656.80	31.70

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	10637501.08	14695146.68	38.14
减: 主营业务成本	9375508.12	13018901.55	38.86
主营业务税金及附加	47345.09	44734.71	-5.51
二、主营业务利润	1214647.87	1631510.42	34.32
加: 其他业务利润	150.04	6955.38	4535.68
营业费用	641574.28	681757.40	6.26
管理费用	657334.62	732194.84	11.39
财务费用	39420.16	53588.56	35.94
三、营业利润	-123531.15	170925.00	-238.37
加: 投资收益	211976.31	369180.09	74.16
补贴收入	9849.94	13554.76	37.61
营业外收入	14301.78	38349.20	168.14
减: 营业外支出	484.70	6736.12	1289.75
其他支出			
四、利润总额	112112.18	585272.93	422.04
减: 所得税	46034.11	78773.53	71.12
少数股东损益	-54987.76	146767.02	-366.91
加: 未确认的投资损失	264.84	-721.19	-372.31
五、净利润	121330.66	359011.19	195.89
加: 年初未分配利润	374159.78	424514.48	13.46
六、可供分配的利润	495490.44	783525.67	58.13
减: 提取法定盈余公积	7733.16	10055.00	30.02
提取法定公益金		5.97	
七、可供股东分配的利润	487757.28	773464.69	58.58
减: 应付优先股股利			
提取任意盈余公积	18032.06		
应付普通股股利	45210.73	22605.37	-50.00
转作股本的普通股股利			
八、未分配利润	424514.48	750859.32	76.87

附件 4 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 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	10211443.69	15179706.36	48.65
收到的税费返还	9997.11	13233.13	32.37
收到的其他与经营活动有关的现金	283870.73	1030596.61	263.05
经营活动现金流入小计	10505311.54	16223536.10	54.43
购买商品、接受劳务支付的现金	7776686.54	12932283.88	66.30
支付给职工以及为职工支付的现金	775161.80	917579.32	18.37
支付的各项税费	167542.38	216825.57	29.42
支付的其他与经营活动有关的现金	868616.72	1177303.06	35.54
经营活动现金流出小计	9588007.44	15243991.82	58.99
经营活动产生的现金流量净额	917304.10	979544.27	6.79
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	134527.66	149942.19	11.46
取得投资收益收到的现金	37134.81	88535.95	138.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	4409.69	9364.56	112.36
收到的其他与投资活动有关的现金	17613.34	4197.59	-76.17
投资活动现金流入小计	193685.49	252040.29	30.13
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	74823.51	129144.92	72.60
投资支付的现金	253759.32	909297.39	258.33
支付的其他与投资活动有关的现金	84665.95	37475.11	-55.74
投资活动现金流出小计	413248.79	1075917.42	160.36
投资活动产生的现金流量净额	-219563.30	-823877.13	275.23
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金	91162.20	231620.05	154.07
取得借款收到的现金	634927.03	1300567.96	104.84
收到的其他与筹资活动有关的现金	22283.40	132237.78	493.44
筹资活动现金流入小计	748372.63	1664425.79	122.41
偿还债务所支付的现金	458300.93	914432.07	99.53
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	98787.71	137167.91	38.85
支付的其他与筹资活动有关的现金	20824.05	109036.82	423.61
筹资活动现金流出小计	577912.69	1160636.80	100.83
筹资活动产生的现金流量净额	170459.94	503788.99	195.55
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	15344.71	-89915.92	-685.97
五、现金及现金等价物净增加额	883545.44	569540.21	-35.54

附件 5 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 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	121330.66	359011.19	195.89
加: 少数股东损益	-54987.76	146767.02	-366.91
减: 未确认的投资损失	264.84	-721.19	-372.31
加: 计提的资产减值准备	19003.50	14038.50	-26.13
固定资产折旧	103048.85	117482.63	14.01
无形资产摊销	57627.79	60734.34	5.39
长期待摊费用摊销	345.70	1107.24	220.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的 待摊费用减少(减:增加)	-75.42	-4128.72	5374.30
预提费用增加(减:减少)	75421.69	63089.64	-16.35
固定资产报废损失			
财务费用	58104.28	92900.64	59.89
投资损失(减:收益)	-211992.81	-369180.09	74.15
递延税款贷项(减:借项)	-50231.42	-35446.11	-29.43
存货的减少(减:增加)	-357947.43	-508088.40	41.94
经营性应收项目的减少(减:增加)	-855296.01	-782004.49	-8.57
经营性应付项目的增加(减:减少)	2013217.31	1822539.70	-9.47
其他			
经营性活动产生的现金流量净额	917304.10	979544.27	6.79
三、现金及现金等价物净增加情况			
货币资金的期末余额	2535832.27	3105372.47	22.46
减: 货币资金的期初余额	1652286.82	2535832.27	53.47
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	883545.44	569540.21	-35.54

附件 6 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	8.86	10.20
存货周转次数(次)	0.59	0.45
总资产周转次数(次)	1.40	1.45
现金收入比(%)	95.99	103.30
盈利能力		
主营业务利润率 (%)	11.42	11.10
总资本收益率(%)	3.90	8.64
净资产收益率(%)	7.89	17.27
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	40.26	44.46
全部债务资本化比率(%)	50.57	49.95
资产负债率(%)	82.39	81.91
偿债能力		
流动比率(%)	108.95	111.75
速动比率(%)	86.74	87.18
经营现金流动负债比 (%)	16.10	13.57
EBITDA 利息倍数(倍)	4.92	14.68
全部债务/EBITDA(倍)	4.59	2.53
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.44	0.08
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	10.01	2.79

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。