

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1060 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”、“11联想债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十一月三十日



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
11 联想债	29 亿元	2011/10/31-2018/10/30	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2012 年 11 月 30 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
现金类资产 (亿元)	278.31	336.77	412.96
资产总额(亿元)	872.64	1150.18	1504.90
所有者权益 (含少数股东权益) (亿元)	153.69	205.37	275.43
短期债务(亿元)	53.68	41.12	88.95
全部债务(亿元)	157.25	207.50	278.16
主营业务收入(亿元)	1063.75	1469.51	1830.78
利润总额(亿元)	11.21	58.53	51.26
EBITDA(亿元)	34.28	82.05	71.88
经营性净现金流 (亿元)	91.73	97.95	68.82
主营业务利润率(%)	11.42	11.10	12.95
净资产收益率(%)	13.65	28.83	11.58
资产负债率(%)	82.39	82.14	81.70
全部债务资本化比率(%)	50.57	50.26	50.25
流动比率(%)	108.95	111.22	115.30
全部债务/EBITDA(倍)	4.59	2.53	3.87
EBITDA 利息倍数(倍)	4.92	14.68	8.73
经营现金流动负债比(%)	16.10	13.50	7.53

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“联想控股”或“公司”) 作为中国知名的投资控股公司, 主要业务涉及 IT、创业投资、私募股权投资以及房地产等领域, 公司品牌优势突出。

跟踪期内, 尽管面临不利的国内外经济环境, 公司旗下联想集团有限公司 (以下简称“联想集团”) 仍然保持了销量的高速增长, 在稳居中国市场龙头地位的同时, 在全球 PC 市场占有率继续提升, 成为行业内第二大厂商, 以手机为代表的移动互联业务发展迅速, IT 主业保持了稳步增长势头。公司继续加大对国内资本市场、人民币资金的投资力度, 基于良好的投资水平, 公司有望获得持续的投资收益。公司地产板块经营稳定, 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。

目前, 公司资产质量良好, 现金类资产规模大, 但债务规模快速增长; 公司经营活动净现金流出现波动, 整体偿债能力较为稳定。公司多元化发展战略深入推进, 针对精细化工等新业务领域的开拓, 未来有望形成新的利润增长点。

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”、“11 联想债” AAA 的信用等级。

优势

1. 联想集团在全球 PC 行业的市场份额持续提升, 在中国市场的优势地位继续巩固。
2. 公司投资管理业务管理基金规模较大, 团队经验丰富, 投资项目收益率较高。
3. 公司探索新业务板块, 多产业布局有助于公司长期发展战略的实施。
4. 公司盈利能力稳步提高, 主营业务收入和经营性现金流规模大, EBITDA 对存续期债券的保障能力强。

关注

1. PC 更新换代速度快，行业竞争激烈，平板电脑、智能手机等新产品对传统 PC 的冲击日益显现，公司 PC 产品利润率下降，联想集团面临一定的经营压力。
2. 跟踪期内，证券市场低迷，房地产面临政策调控，对公司相关业务造成了一定影响。
3. 跟踪期内，公司债务规模增加，同时经营活动净现金流有所降低。

信用评级报告声明

一、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、评级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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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有限公司主体长期信用及存续期内相关债券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,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”),并于2009年10月9日完成工商变更登记。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。2011年12月20日,泛海控股以协议方式将其所持联想控股9.6%的股权转让给柳传志、朱立南、陈绍鹏、唐旭东、宁旻等五位自然

人,北京联持志远通过协议方式分别向泛海控股和黄少康转让其所持联想控股的9.5%和1.5%股权。2012年2月20日,泛海控股以协议方式将其所持联想控股8.9%的股权转让给北京联恒永信投资中心(以下简称“北京联恒永信”)。截至2011年底,公司股权结构为国科控股持股36%,北京联持志远持股24%,泛海控股持股20%,北京联恒永信持股8.9%,柳传志持股3.4%,朱立南持股2.4%,陈绍鹏持股1%,唐旭东持股1%,宁旻持股1.8%,黄少康持股1.5%。

公司经营范围:许可经营项目:无。一般经营项目: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;房地产开发;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。

截至2011年底,公司的二级子公司有23家,其中全资子公司12家,控股子公司11家,此外有联营公司17家,参股公司23家,投资业务涉及IT、私募股权投资、风险投资、房地产、精细化工与化工新材料等领域。

截至2011年底,公司合并资产总额1504.90亿元,所有者权益(不含少数股东权益122.11亿元)合计153.32亿元;2011年实现主营业务收入1830.78亿元,利润总额为51.26亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值471564亿元,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值47712亿元,增长

4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人

民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务讨论通过

了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、基础素质分析

公司是国内大型投资控股公司，主要业务涉及领域包括：IT、房地产、创业投资（VC）、私募股权投资、精细化工与化工新材料等非相关多元化经营。联想集团有限公司（以下简称“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，组成新的联想集团，目前成为全球第二大个人电脑制造商。北京弘毅投资顾问有限公司（以下简称“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；联想投资有限公司（以下简称“联想投资”）是联想控股旗下独立运作从事专业风险投资的公司，重点投资运作具有高成长潜力的中小创业企业。融科智地房地产股份有限公司（以下简称“融科智地”）是联想控股旗下专事房地产开发业务的子公司，主要专注于住宅开发和为企业客户服务两大业务领域，在全国多个主要城市都有布局。滕州化工基地是公司化工板块核心建设内容，基地发展战略以甲醇制烯烃为切入点，发展烯烃下游相关化工产业；以精细化工、化工新材料为主要方向，拟建设具有综合竞争力的化工产业集群。

五、管理分析

2012年6月18日，经公司董事长柳传志提名，董事会决定，任命公司原常务副总裁、执行委员会成员朱立南为联想控股总裁。柳传志继续担任公司董事长，执行委员会主席。

朱立南，毕业于上海交通大学，硕士研究生，高级工程师。历任深圳联想电脑有限公司总经

理、联想集团有限公司企划办主任、联想集团有限公司高级副总裁等职，享受国务院政府特殊津贴。联想控股有限公司董事，联想控股有限公司常务副总裁，联想投资有限公司总裁、董事总经理，联想集团有限公司非执行董事。

由于公司已经建立了较为完备的管理体系和决策机制，高管人员的变动对公司经营管理的持续性影响小。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

六、经营分析

公司是多元化的投资控股公司，业务涵盖IT、私募股权投资、风险投资、房地产等领域。个人电脑业务是公司最重要组成部分，随着公司手机及移动互联业务、房地产销售租赁及其他工业业务收入的增长，以及未来对精细化工领域的开拓，公司收入结构有优化趋势。

从收入利润构成看，跟踪期内，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2011年PC业务收入1615.34亿元，较2010年的1375.29亿元增长17.45%，但占主营业务收入的比重由上年的93.59%下降至88.23%；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3.77%和3.46%。公司2011年主营业务收入合计为1830.78亿元，较2010年的1469.51亿元增长了24.58%。公司盈利能力有所提高，各业务板块比重日趋合理。随着公司房地产销售及其他工业业务收入的增长，以及公司逐步开拓精细化工和化工新材料、酒业等新业务领域，公司长期收入结构有持续优化趋势。

表1 2010~2011年公司主营业务收入结构及毛利率

业务分类	2010 年			2011 年		
	主营业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	主营业务收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
个人电脑业务	1375.29	93.59	10.35	1615.34	88.23	12.51
手机业务	39.24	2.67	16.81	68.99	3.77	1.00
服务业务	0.01	0.00	49.74	0.00	0.00	68.58
房地产销售	44.13	3.00	33.42	63.42	3.46	45.69
物业管理	1.04	0.07	13.58	1.31	0.07	7.63
化工产品销售	5.04	0.34	10.83	12.05	0.66	8.22
电源产品销售	1.36	0.09	22.40	2.64	0.14	17.05
其他销售业务	0.03	0.00	-37.29	62.96	3.44	13.80
租赁	1.77	0.12	78.53	2.48	0.14	77.43
咨询	1.38	0.09	96.59	1.32	0.07	98.48
其他	0.22	0.01	99.91	0.28	0.02	96.55
合计	1469.51	100.00	11.41	1830.78	100.00	13.43

资料来源：公司提供

联想集团

联想集团是公司的重要子公司，主要从事包括 PC、手机等在内的 IT 业务。联想集团自 2005 年收购 IBM 全球 PC 业务后，迅速成为国际 PC 大厂，经过近年来在市场上的优异表现，2012 年二季度在全球 PC 市场的占有率已经升至第二位（见表 2），而且同第一位已经非常接近。第三季度，Gartner 的数据显示联想集团已经成为全球第一大 PC 厂商，IDC 数据中，联想集团仍位居第二。

2011 年以来，全球经济形势再度趋向复杂化，各主要经济体面临不同程度的经济困难，而新兴经济体的发展速度也明显减缓。受此影响，2011 年全球 PC 出货量为 35280.70 万台，同比仅增长 0.5%。受美国经济减速影响美国 PC 市场增长缓慢，2011 年美国的 PC 销量同比下降 5.9%。总体来看，持续低迷的消费需求，导致 PC 出货量未能延续以往的增速。新兴市场的增长无法弥补成熟市场的疲软，因此 PC 整体出货量基本维持了去年的规模。同时，笔记本电脑的出货量增速快于台式机，但由于近年来平板电脑、智能手机的火爆得以延续，在功能上对笔记

本电脑的替代性日益明显，继笔记本替代台式电脑后的新一轮消费替代效应逐步显现。目前，智能手机已经开始取代 PC 成为个人计算中心终端的步伐。市场方面，中国约占全球智能手机市场的 21%，位居世界第一，目前主要厂商有苹果、三星、诺基亚、HTC 和华为、联想等。

2011 年 PC 行业还遭遇到两大困境：一是欧债危机蔓延，打击了欧洲这一笔记本电脑的主要成熟市场；另外 10 月份泰国洪水严重打击了硬盘产业。占全球近一半硬盘产能的泰国，因洪水造成笔记本电脑在消费旺季的第四季度无法顺利出货。两大因素导致 2011 年笔记本电脑的出货量仅为 1.95 亿台，仅比 2010 年小幅增长 1.6%。不过，基于笔记本电脑对台式机的替代尚未结束，预计未来两三年内，笔记本电脑的增长仍将成为全球 PC 出货量增长的主要动力。

从市场格局看，根据 Gartner 公布的 2012 年第二季度全球主要 PC 厂商出货量统计数据，目前惠普、联想、宏碁、戴尔和华硕依次为全球五大 PC 制造商，排名较 2011 年同期有显著变化，联想和宏碁超越戴尔进入行业三甲，而联想较首位的惠普仅差 0.20% 的市场份额。

表 2 全球 PC 厂商最新市场份额排名

排名	厂商	2012 年 2 季度			2011 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	1303.65	14.90	-12.10	1483.87	16.90
2	联想	1282.03	14.70	14.90	1116.03	12.70
3	宏碁	964.64	11.00	3.60	931.53	10.60
4	戴尔	934.92	10.70	-11.50	1057.00	12.10
5	华硕	612.10	7.00	38.60	441.61	5.00
--	其他	3649.59	41.70	-2.00	3725.66	42.60
合计		8746.93	100.00	-1.00	8755.71	100.00

资料来源: Gartner

注: 数据包括台式电脑和笔记本电脑, 不包括如 ipad 等平板电脑;

据 Gartner 预测, 2012 年全球 PC 出货量为 3.68 亿台, 比 2011 年增长 4.4%, 2013 年全球 PC 出货量将达到 4 亿台, 仍将保持增长, 但与此同时, 平板电脑对传统 PC 的替代效应不容小视, 智能手机作为新个人信息终端的势头也越加明显。但由于新兴市场的 PC 保有率较发达国家还有较大差距, PC 市场依然有很大的发展空间, 但单机利润率将延续下滑趋势。

由于产品创新、以及扩大 Think 产品销售占比, 联想集团 2010/2011 财年的毛利率由上一财年的 10.8% 上升至 10.9%。从产品线销售额的占比看, 在 2010/2011 财年, Think 产品占总销售的 68%, Idea 产品占总销售的 32%, 平板电脑产品销量为 736643 台, 占市场份额的 0.8%。2011/2012 财年前三季度 (2011 年 4 月 1 日到 2011 年 12 月 31 日), 联想集团的销售额为 220.78 亿美元, 同比上升 32.11%, 其中个人电脑业务的销售额为 202.50 亿美元, 同比增长 27.41%。2012 年第三季度, 联想集团实现营业收入 86.72 亿美元, 同比增长 11.3%, 净利润 1.6 亿美元, 同比增长 13.2%。

从销量看, 2011 年自然年, 联想集团全球 PC 出货量为 44013206 台, 同比增长 28.90%。受销售规模不断扩大及并购影响, 联想集团个人 PC 全球市场占有率达到 12.5%, 较 2010 年提高了 2.7 个百分点; 笔记本电脑销售在全球的份额为 12.2%。联想集团在中国市场的台式机和笔记本电脑市场份额分别达到 29.2% 和 34.9%, 继续保持市场排名第一的地位。2012

年 2 季度, 相较于主要竞争对手的基本停滞, 联想集团在欧洲和美国市场的增长率双双突破 50%, 鉴于联想集团持续的发展势头, 有望在短期内超越惠普, 成为全球第一大 PC 厂商。

从当前全球 PC 行业整体发展来看, 联想集团面临的挑战不仅来自于激烈的市场竞争和利润率持续下降的趋势, 也要面对未来几年以平板电脑、智能手机为代表的移动互联网终端对传统 PC 市场的强劲冲击。为了实现公司稳定发展的战略目标, 未来, 联想集团将在保持传统 PC 行业龙头地位的基础上, 将更多业务重心放在开拓智能手机、平板电脑、智能电视等新兴的移动互联网和数字家庭领域上。

君联资本

2010~2011 年, 创业投资基金新募基金数和募资金额实现爆发式增长。2010~2011 年中外创业投资机构新募集基金分别为 158 支、382 支, 募集金额分别为 111.69 亿美元、282.02 亿美元。跟踪期内, 创业投资基金呈现高速增长趋势。从基金募集币种来看, 人民币基金已经主导创业投资募资市场, 2011 年 382 支新募基金中 351 支为人民币基金, 占比为 91.9%, 较上年提高 30 个百分点; 募资总额 204.05 亿美元, 占比为 72.4%。

2011 年中国创业投资市场所投资的行业中, 互联网、清洁技术、电信及增值业务行业获得最多投资, 投资案例数分别为 276、129、107 起, 投资金额分别为 32.99、9.43、7.51 亿美元。2011 年互联网领域投资持续火热, 投资

案例数及总投资金额再创历史新高，全年共发生 276 起投资，较 2010 年 125 起投资涨幅达 120.8%；投资金额 32.99 亿美元，较去年 7.18 亿美元的投资额增长达 359.5%。其中，细分领域电子商务获得最多投资，随着网上零售交易总额占社会消费品零售总额比重不断攀升，越来越多的创业投资基金参与到电子商务的投资中。另外，近年来国家对节能环保行业的支持力度进一步明确，清洁技术领域投资成为创业投资基金追逐的热点，2011 年该领域共发生 129 起投资，投资金额 9.43 亿美元，较 2010 年增长分别为 53.6%和 85.6%。

IPO 退出方式是目前创业投资基金主要的退出方式。2011 年，中外创业投资机构共发生 456 笔退出交易，较 2010 年 388 笔退出交易增长 17.5%。从退出方式来看，IPO 依然是最主要的退出方式，共有 312 笔 IPO 退出，占比 68.4%。受海外中国概念股表现不佳影响，IPO 退出交易数较 2010 年的 331 笔下降 5.7%。从上市地点来看，312 起退出交易主要集中于境内市场，共有 111 家公司于境内上市，涉及退出交易 242 笔。其中创业板共有 58 家公司上市，涉及退出交易 124 笔。2011 年共 13 家企业于境外上市，涉及退出交易 70 笔。

私募方面，2011 年私募股权投资基金的募资维持了较高的增速，共有 235 支新基金完成募集，共计募集 388.58 亿美元。其中人民币基金 209 支，占比由 2010 年的 86.58%微涨至 88.90%，共计募集 234.08 亿美元；美元基金 26 支，募集金额 154.50 亿美元。从新募基金类型角度分析，2011 年完成募集的 235 支基金中，成长基金 201 支，募集金额 334.59 亿美元；在货币政策收紧以及房地产调控政策频出的宏观环境下，房地产企业努力拓宽融资渠道，2011 年房地产投资基金应运而生，共有 29 支基金募集到位，募资总额 40.78 亿美元；并购类基金共有 2 支完成募资，较上年的 4 支有所放缓，2.67 亿美元的募资金额也与上年水平相距甚远。与此同时，2011 年有 2 支夹层基金以及 1

支不良资产基金的募集完成，较 2010 年有所突破。

君联资本泛指联想控股或其子公司以普通合伙人或有限合伙人的身份设立的一系列风险投资基金管理公司或合伙企业（在 2012 年 3 月之前以“联想投资”进行运作），重点投资初创期和扩展期中小企业，兼顾种子期的项目，投资领域涵盖 TMT、清洁技术、医疗健康、先进制造、消费品、现代服务等重点领域。目前，君联资本共管理五期美元基金、两期人民币基金，资金总规模合计逾 130 亿元人民币。从基金规模、收益回报等综合指标看，君联资本位于国内创业投资基金第一梯队前列。君联资本连续 9 年被清科集团评为中国最活跃的创业投资机构前 10 名，2011 年被清科集团评为“2011 年度中国创业投资机构 50 强”第八名。

表 3 君联资本各期基金投资情况（单位：万美元）

基金	基金规模	投资行业	已退出
LC Fund VL.P.	51500	TMT、外包和专业服务	无
LC Fund IVL.P.	35000	TMT、外包和专业服务	2 个
LC Fund III.L.P.	17000	IT non-IT	7 个
LC Fund II	8500	Broad IT	12 个
LC Fund I	3500	Broad IT	14 个
天津君睿祺股权投资合伙企业	¥35 亿	TMT、外包和专业服务	1 个
北京君联睿智创业投资中心	¥10 亿	TMT、外包和专业服务	1 个

资料来源：公司提供

君联资本拥有一支包括 14 位合伙人在内的由 50 余位专业人员组成的投资队伍。君联资本核心管理团队（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 50 余位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的平台，截至 2011 年底，弘毅投资管理 5 期

美元基金，总规模接近 45 亿美元，2 期人民币基金，总规模约为 150 亿元。美元基金已投资 32 个项目，人民币基金已投资 23 项目，上述项目中，已有 6 个项目在美国纽交所、NASDAQ、香港主板或中国 A 股上市，有 1 个项目被并购实现退出。

弘毅投资基金规模和影响力居国内第一阵营前列。2011 年弘毅投资被清科集团评为“2011 年度中国最佳私募股权投资机构 30 强”第三名；被 AVCJ 评选为中国区“最佳私募股权投资机构”；PEI(Private Equity International)发布“2001-2011 十年总结报告”，甄选 100 位对全球 PE 业有历史意义的人物，弘毅投资总裁赵令欢入选。

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	已退出
弘毅一期	2003.12	0.38亿美元	2
弘毅二期	2004.9	0.87亿美元	2
弘毅三期	2006.11	5.80亿美元	2
弘毅四期	2008.6	14.00亿美元	0
弘毅五期	2011.12	24.00亿美元	0
弘毅投资产业一期(天津)	2008.6	50亿人民币	0
北京弘毅贰零壹零股权投资中心(有限合伙)	2010.10	100亿人民币	0

资料来源：公司提供

弘毅投资主要投资于成熟行业中处于成长期的企业，同时关注高成长的行业和企业。截至 2011 年底，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 60 家企业。2011 年，弘毅投资还获得 5 亿美元结汇额度的上海外商投资股权投资企业(QFLP)的试点资格，并且成功投资石家庄鸿锐集团，在中国实现 QFLP 投资第一单。

融科智地

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，

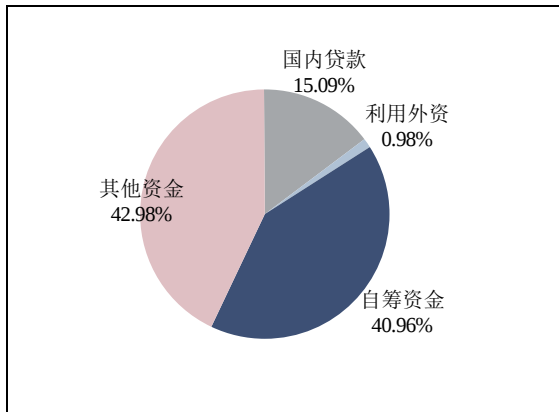
加大保障房建设和供给力度。

从政策实施的效果看，调控效果在限购城市逐步显现，百城价格指数开始下跌。从 2010 年 5 月份开始，房屋销售价格同比涨幅连续 8 个月回落，2010 年 12 月份新建住宅和二手住宅销售价格同比涨幅分别为 7.6%和 5.0%，比涨幅最高的 4 月份回落 7.8 和 5.5 个百分点。2011 年，受房地产调控政策进一步升级及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响，房地产市场呈下行趋势，进入 9 月，调控效果在限购城市进一步显现，百城住宅均价出现近一年来的首次下跌，9~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。

从房地产开发投资完成情况看，房地产开发投资增速放缓。根据统计局数据显示，2011 年全国共完成房地产开发投资 61740 亿元，比 2010 年增长 27.9%，增速下降 5.3 个百分点。

从房地产资金来源情况看，利用外资、自筹资金等各类资金增速均有不同程度下降。wind数据显示，2011 年房地产开发企业本年资金来源 83245.94 亿元，比上年增长 14.2%，增速较上年下降 12.1 个百分点。其中，国内贷款 12563.79 亿元，与上年基本持平；利用外资 813.63 亿元，增长 2.9%，增速较上年的 64.93% 大幅下降；自筹资金 34093.4 亿元，增长 27.99%，较上年下降 20 个百分点；其他资金 35775.12 亿元，增长 8.57%，增速较上年下降 9 个百分点。

图1 2011年房地产行业资金来源情况



资料来源：国家统计局

从土地市场供求情况看，2011年住房用地市场运行保持了较为平稳的状况。据国土资源部数据显示，截至2011年底，全国未竣工房地产项目用地约为前三年房地产用地平均供应量的3.4倍，未竣工土地总体能够满足持续开发需要。市场上地价涨幅回落，土地市场趋于理性。2011年第4季度，全国主要监测城市各用途平均地价增速持续放缓，商业、住宅、工业地价环比增速连续三个季度回调，同比增速连续两个季度回调；第4季度，住宅平均地价环比增幅已跌落至0，环比负增长的城市由上一季度的12个增加到37个。

从商品房市场供求情况看，商品房供给增幅放缓，销售量进一步回落。2011年全国房地产开发企业房屋施工面积50.80亿平方米，比上年增长25.3%；房屋新开工面积19.01亿平方米，增长16.2%；虽房屋施工面积进一步增长，但房屋建筑竣工率（竣工面积/施工面积）却由2010年的18.7%下降至2011年的17.6%，下降了1.1个百分点，商品房供给增幅放缓。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积10.99亿平方米，比上年增长4.9%，增幅回落5.2个百分点；商品房销售额5.91万亿元，增长12.14%，增幅回落6.72个百分点。

表5 2011年全国房地产行业主要开发指标

指标	2011年	增长率(%)
本年完成投资额(万亿元)	6.17	27.9
房屋施工面积(亿平方米)	50.80	25.3
房屋竣工面积(亿平方米)	8.92	13.3
房屋新开工面积(亿平方米)	19.01	16.2
商品房销售面积(亿平方米)	10.99	4.9
商品房销售额(万亿元)	5.91	12.14

资料来源：wind 资讯

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。

公司房地产板块由融科智地房地产股份有限公司（融科智地）、融科物业投资有限公司以及融科智地控股有限公司具体运作，主要从事写字楼出租及物业管理等业务。2010~2011年，公司房地产板块分别实现收入47.02亿元和67.61亿元。从具体收入构成来看，增长主要来自房地产销售的提高。

表 6 2010-2011 年公司房地产板块收入结构（亿元）

收入结构	2010 年	2011 年
收入总额	47.02	67.61
(1) 房地产销售收入	44.13	63.42
其中：住宅	39.74	--
商业	4.39	--
(2) 物业出租收入	1.96	2.65
(3) 物业服务收入	0.93	1.25
(4) 其他*	0.00	0.29

数据来源：公司提供

注：2011 年房地产销售收入暂无细分数据；2011 年其他收入含管理服务收入 0.01 亿元、商品销售收入 0.12 亿元。

融科智地持有的物业主要是融科资讯中心，位于北京中关村东区，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 万平米，可出租面积 12 万平米，其租金水平较中关村平均租价高 40%。

在住宅开发领域，截至 2011 年底，融科智地新开工建筑面积约为 77 万平方米，销售面积为 48 万平方米；出租物业包括融科资讯中心 A 座、C 座以及重庆观音桥项目，可租面积合计 14.34 万平方米，土地储备总计约 600 万平方米，为未来可持续发展奠定了基础。

综合来看，融科智地持有的物业租金收入和住宅销售持续增长，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。对融科智地而言，后续的政策效应将直接影响到业务开展，存在显著的政策压力和不确定性。

化工业务

化工板块是公司中期发展战略中三大新核心运营资产之一。公司避开具有高准入门槛的石油化工产业，以相对成熟的甲醇制烯烃为切入点，抢占 DMT0 技术应用先机，整合烯烃下游相关化工产业，为化工板块发展提供持续的技术支持；以精细化工、化工新材料为主要发展方向，择机衔接生物化工，打造精细化工、

盐化工、生物化工相结合的独特的、上规模、一体化、有影响力、具有综合竞争力的化工产业集群。

公司着力打造山东滕州化工基地。滕州化工基地位于山东省滕州市鲁南高科技化工园区，规划建设的主要项目有山东神达化工有限公司 30 万吨/年聚丙烯项目（以下简称“神达项目”）和山东昊达化学有限公司乙烯衍生物工程项目（以下简称“昊达项目”）。神达项目、昊达项目采取一体化设计、建设、管理运行的模式，公司滕州基地项目建成后，整体技术装置水平将处于国际领先水平。

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、酒业等。

公司 2010 年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 26 万吨，居国内近 200 家氯碱企业第 22 位。2011 年济宁中银电化有限公司资产总额 21.58 亿元，净资产 4.6 亿元。实现主营业务收入 12.05 亿元。中银电化目前拥有 25 万吨/年烧碱，及十余种氯系列产品，是济宁市重要化工原料生产基地。公司目前正在实施向济宁市汶上县的整体退城进园规划，打造以氯化工、产品加氢、精细化工为主要方向的盐化工精细化产业链，总投资约 17 亿元，计划于 2012 年底建成投产。

2011 年 7 月，公司通过增资，持有湖南武陵酒有限公司 39% 的股份，成为其第一大股东。湖南武陵酒有限公司位于湖南省常德市，目前拥有员工 400 多人，其中国家级品酒师、省级品酒师、高级酿酒师等各类专业技术人员 60 余人。年产优质酱香白酒 1000 多吨，销售收入 2 亿多元。武陵酒是中国十七大名酒，与茅台、郎酒并成为酱香型三大名酒，作为幽雅型酱香白酒代表，在酱香型白酒中有很高的历史地位，产品以少酱、中酱、上酱、元帅等高端系列为

主。2011 年，“武陵酒”品牌荣获“中国驰名商标”称号。公司旗下产品涵盖酱香、浓香、兼香三大领域，主要产品是酱香型大曲法白酒，以优质高粱为原料，小麦制成高温大曲为糖化发酵剂，原料经整粒浸渍，清蒸清烧，凉堂堆积，地窖发酵后，采用 8 次蒸料，7 次取酒的传统工艺，贮存 3 年以上。

苏州星恒电源有限公司（以下简称“苏州星恒”）是联想控股有限公司、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，其主营业务是大容量、高功率型锂离子动力电池的生产及销售，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 6500 万安培小时/年。苏州星恒 2011 年实现主营业务收入 2.64 亿元，净利润 579 万元。

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。

七、财务分析

中瑞岳华会计师事务所有限公司连审了公司 2009~2011 年财务报表，并出具了标准无保留意见的审计结论（中瑞岳华审字[2012]第 6514 号）。公司执行企业会计准则和《企业会计准则》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

受经济形势好转和业务规模扩大影响，公司主营业务收入规模持续快速增长。2011 年，公司主营业务收入为 1830.78 亿元，同比增长 24.58%。从主营业务毛利润构成看，个人电脑业务贡献最大，其次为房地产销售业务。公司营业利润增长至 40.89 亿元，较 2010 年大幅增长 139.22%，主营业务盈利能力持续提高。从主营业务毛利率来看，2011 年个人电脑和房地产业务毛利率分别为 12.51%、45.69%，当年主营业务利润率为 12.95%，较 2010 年上升 1.85 个百分点。

从期间费用来看，2010~2011 年期间费用在主营业务收入中占比分别为 9.99% 和 10.75%。同期，公司投资收益分别为 36.92 亿元和 7.05 亿元，投资收益主要来自股权投资收益，对公司利润总额有一定的贡献，由于 2010 年公司投资收益 36.91 亿元，带动当年利润总额和净利润出现大幅度上升。2011 年，公司利润总额为 51.26 亿元，同比减少 12.42%，净利润为 17.75 亿元，同比减少 50.56%。

从盈利指标看，跟踪期内，公司总资产收益率和净资产收益率 2011 年分别为 4.69% 和 11.58%，较 2010 年有一定幅度的下降。总体看，公司主营业务盈利能力持续增强，对利润的贡献度稳步增大，公司投资收益规模大，期间费用控制能力较好。

2. 现金流及保障

由于经营规模的持续扩大，公司经营活动现金流入规模大，2010~2011 年，经营活动现金流入分别为 1622.35 亿元和 1903.87 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 97.95 亿元和 68.82 亿元。从现金实现效率看，公司同期现金收入比分别为 103.30% 和 100.11%，整体实现质量一般。

得益于公司大规模的投资活动，公司收回投资和取得投资收益收到的现金持续快速增长，2010~2011 年，公司投资活动现金流入量

分别为 25.20 亿元和 47.09 亿元。同时，公司保持着较大规模的投资力度，投资支出也呈增长趋势，公司加大了对重点产业的业务投资和市场开发力度，同时积极拓展精细化工等新业务发展领域，投资支付的现金流出增大。2011 年，公司投资活动现金流出为 104.08 亿元。在公司利润规模持续稳定扩大和经营现金流增长的背景下，经营现金流对投资支出的覆盖程度较好。

筹资活动方面，由于投资项目收益的实现需要相应的经营年限，同时，基于业务板块的延伸，公司主要依靠增加长期借款和发行债券等方式筹集资金。2010~2011 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 50.38 亿元和 52.43 亿元，公司筹资规模大。

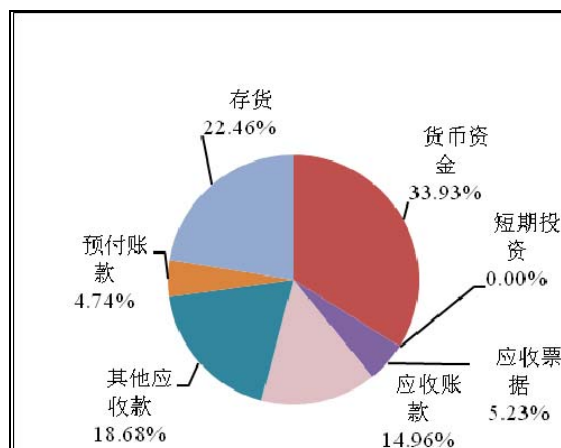
总体看，公司经营活动现金流呈持续增长趋势；投资活动现金流入和支出规模均较大，得益于主营业务收入的快速增长，公司经营活动净现金流对投资活动支出的覆盖能力良好；公司筹资能力稳定，对公司整体投资战略的支持力度较强。

3. 资本及债务结构

2011 年底公司合并资产总计 1504.90 亿元，较 2010 年的 1150.18 亿元有较大增长，增幅为 31.28%，主要是公司流动资产规模持续增长所致。2011 年公司资产总额中流动资产占 70.07%，较 2010 年底的 70.21%略有降低，资产结构整体变化不大。

2011 年底，公司流动资产合计 1054.45 亿元，较 2010 年底的 806.88 亿元增长了 31.26%，流动资产构成主要以货币资金、存货、其他应收款和应收账款为主，其中货币资金占 33.93%，存货占 22.46%，其他应收款占 18.68%，应收账款占 14.96%，上述四项合计占流动资产的 90.03%。

图 2 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司报表

2011 年公司长期投资为 154.77 亿元，公司长期投资由长期股权投资（占 92.58%）和合并价差（商誉）构成，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）、弘毅投资产业一期基金（天津）（持股 29.84%，投资额 16.21 亿元）、Hony Capital Fund III LP（持股 34.49%，投资额 15.81 亿元）、Hony Capital II LP（持股 41.38%，投资额 12.00 亿元）、北京弘毅贰零壹零投资基金（持股 20.07%，投资额 11.95 亿元）和 Hony Capital Fund 2008 LP（持股 14.31%，投资额 11.35 亿元）。

截至 2011 年底，公司固定资产原值为 95.52 亿元，主要是房屋建筑物和机器设备，累计折旧 42.78 亿元，固定资产年末净值为 52.74 亿元。公司在建工程年末余额 14.64 亿元，包括联想集团建设中房产、自用电脑软件以及观音桥现代广场项目等。截至 2011 年底，公司固定资产合计为 67.38 亿元，在资产总额中占比为 4.48%。截至 2011 年底，公司无形资产为 183.86 亿元，其中商誉 133.93 亿元、商标及商品命名为 26.11 亿元、软件为 14.43 亿元。无形资产合计在资产总额中占比为 12.19%。

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。

截至 2011 年底，所有者权益（包括少数

股东权益 122.11 亿元) 合计 275.43 亿元, 其中实收资本 6.61 亿元, 资本公积 65.12 亿元, 盈余公积 7.47 亿元, 未分配利润 90.33 亿元。2010~2011 年, 公司分别向股东分配利润 2.26 亿元和 2.50 亿元。公司所有者权益中, 未分配利润和资本公积占比较高。总体看, 公司所有者权益稳定性尚可。

2011 年底公司负债合计 1229.46 亿元。从负债结构看, 流动负债为 914.49 亿元, 占 74.38%, 公司负债以流动负债为主。长期负债为 311.42 亿元, 主要由长期借款、应付债券和其他长期负债构成。

截至 2011 年底, 公司全部债务合计 278.16 亿元, 其中长期债务 189.21 亿元, 债务结构较为合理。公司全部债务资本化比率基本稳定, 2010~2011 年分别为 50.26% 和 50.25%。同期, 公司资产负债率分别为 82.14% 和 81.70%, 呈下降趋势。

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, 2011 年底公司流动比率和速动比率分别为 115.30% 和 89.41%, 较 2010 年有所优化。流动负债中其他应付款、应付账款和预收账款占比较高, 短期债务占比处于较低水平, 公司短期偿付压力较小。公司流动资产中货币资金持续增长, 整体比较充裕, 2011 年达 357.74 亿元, 对短期有息债务 (2010 年底为 88.95 亿元) 保障能力强。2011 年公司经营活动产生的现金流入量为 1903.87 亿元, 经营活动净流入为 68.82 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较高。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, 2011 年公司 EBITDA 为 71.88 亿元, 较 2010 年的 82.05 亿元降低 12.39%。公司全部债务规模显著上升, 为 278.16 亿元, 相应全部债务/EBITDA 倍数由上年的 2.53 倍上升至 3.87

倍, EBITDA 利息倍数由上年的 14.68 倍降至 8.73 倍, EBITDA 对全部债务和利息的保障程度均有所减弱。公司 IT 业务、房地产业务及其他投资业务经营实力增强, 对公司盈利能力的提高和稳固构成了良好的支撑, 公司长期偿债能力适宜。

公司与多家商业银行保持着长期的合作关系, 截至 2011 年底, 公司获得的银行综合授信额度为 582.3 亿元, 尚未使用的额度为 508.1 亿元。公司间接融资渠道通畅。公司于 2008 年和 2011 年成功发行“08 联想债”和“11 联想债”公司债券合计 49 亿元, 公司下属联想集团为 H 股上市公司, 具备直接融资渠道。

5. 抗风险能力

跟踪期内, 在外部经济环境较为复杂的背景下, 公司旗下 IT 业务市场占有率不断提高, 行业地位日趋稳固; 创业投资和私募股权投资在业绩水平方面均有较大优势, 与公司核心运营资产的协同效应日益加强; 房地产业务业绩稳定。公司对化工业务板块的开拓, 进一步拓宽了公司投资领域, 今后有望为公司带来新的利润增长点。

综合看, 公司品牌影响力大, 行业地位稳固, 资产规模大, 资产流动性较强, 债务结构合理, 整体抗风险能力强。

八、债券偿债能力

公司分别于 2008 年 10 月和 2011 年 10 月发行了额度为 20 亿元的“08 联想债”和 29 亿元的“11 联想债”。其中, “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; “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, 目前, 各项目进展顺利, 贷款也已偿还。

从 EBITDA 对“08 联想债”和“11 联想

债”的保护程度来看，2011 年公司 EBITDA 为 71.88 亿元，较上年有所降低，EBITDA/债券余额倍数为 1.47 倍，EBITDA 对存续期债券具有较强的保障能力。2011 年公司经营活动现金流入量和现金流量净额分别为 1903.87 亿元和 68.82 亿元，分别是存续期债券的 38.85 倍和 1.40 倍，公司经营活动现金流对存续期债券的覆盖程度良好。

九、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“08 联想债”、“11 联想债”AAA 的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
货币资金	2535832.27	3105372.47	3577434.17	18.78
短期投资	490.20	490.20	500.00	0.99
应收票据	246775.24	261818.68	551670.18	49.52
应收账款	1295104.47	1078320.84	1577479.89	10.36
其他应收款	679784.09	1420415.42	1969489.17	70.21
预付账款	185349.05	428462.41	499872.13	64.22
存货	1265867.92	1773956.32	2368098.94	36.77
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	10544544.47	30.32
长期投资	740940.91	1460671.78	1547671.66	44.53
合并价差	18608.78	49722.45	124017.26	158.16
长期投资合计	759549.69	1510394.23	1671688.93	51.91
固定资产				
固定资产原值	574036.04	655455.54	955163.53	28.99
减：累计折旧	309930.52	400741.08	427794.50	17.49
固定资产净值	264105.52	254714.46	527369.03	41.31
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	264105.52	254714.46	527369.03	41.31
工程物资				
在建工程	55821.50	104819.21	146387.12	61.94
固定资产合计	319927.02	359533.67	673756.15	45.12
无形资产	1289301.18	1363449.40	1838612.88	19.42
长期待摊费用	686.61	1500.07	2424.18	87.90
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	1289987.79	1364949.48	1841037.06	19.46
递延税项借项	147758.51	198124.10	317948.39	46.69
资产总计	8726426.26	11501837.82	15048975.00	31.32

附件 1-2 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	2011 年	变动率 (%)
短期借款	232190.37	238284.43	535098.59	51.81
应付票据	57077.61	83502.30	71817.95	12.17
应付账款	3160219.16	1949312.74	2307716.33	-14.55
预收账款	463849.26	736883.88	1751011.91	94.29
应付工资	141045.71	174915.52	217984.78	24.32
应付福利费				
应付股利	1650.00	15681.00	8450.00	126.30
应付利息			1380.97	
应交税金	73308.46	141068.80	184023.86	58.44
其他应交款				
其他应付款	1063564.31	3689870.57	3447155.56	80.03
预提费用	258746.47	195656.84	337489.26	14.21
一年内到期的长期负债	247507.20	89438.69	282514.83	6.84
其他流动负债		-60000.00	280.50	
流动负债合计	5699158.55	7254614.77	9144924.55	26.67
长期借款	833009.59	1461022.15	1396626.41	29.48
应付债券	202733.97	202733.97	495591.07	56.35
长期应付款				
专项应付款	7312.00	9487.00	1497.52	-54.74
其他长期负债	447129.65	505049.19	1220517.75	65.22
长期负债合计	1490185.22	2178292.32	3114232.75	44.51
递延税项				
递延税项贷项	224.65	15144.13	35481.63	1156.76
负债合计	7189568.42	9448051.22	12294638.92	30.77
少数股东权益	648292.39	808539.49	1221115.32	37.24
实收资本（或股本）	66086.04	66086.04	66086.04	0.00
资本公积	446930.25	482933.16	651195.82	20.71
盈余公积	64683.91	74738.91	74738.91	7.49
专项储备		1627.00	1750.19	
未确认的投资损失	-1823.90	-1102.71	-1692.83	-3.66
未分配利润	424514.48	750859.32	903338.89	45.87
外币报表折算差额	-111825.34	-129894.63	-162196.28	20.43
股东权益合计	888565.45	1245247.11	1533220.76	31.36
负债及股东权益合计	8726426.26	11501837.82	15048975.00	31.32

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	10637501.08	14695146.68	18307800.62	31.19
减: 主营业务成本	9375508.12	13018901.55	15848568.69	30.02
主营业务税金及附加	47345.09	44734.71	88281.07	36.55
二、主营业务利润	1214647.87	1631510.42	2370950.86	39.71
加: 其他业务利润	150.04	6955.38	5802.02	521.85
营业费用	641574.28	681757.40	1060516.09	28.57
管理费用	657334.62	732194.84	839623.30	13.02
财务费用	39420.16	53588.56	67717.94	31.07
三、营业利润	-123531.15	170925.00	408895.55	
加: 投资收益	211976.31	369180.09	70452.66	-42.35
补贴收入	9849.94	13554.76	13263.78	16.04
营业外收入	14301.78	38349.20	24865.72	31.86
减: 营业外支出	484.70	6736.12	4866.62	216.87
其他支出				
四、利润总额	112112.18	585272.93	512611.09	113.83
减: 所得税	46034.11	78773.53	111257.77	55.46
少数股东损益	-54987.76	146767.02	224503.88	
加: 未确认的投资损失	264.84	-721.19	630.13	54.25
五、净利润	121330.66	359011.19	177479.57	20.95
加: 年初未分配利润	374159.78	424514.48	750859.32	41.66
六、可供分配的利润	495490.44	783525.67	928338.89	36.88
减: 提取法定盈余公积	7733.16	10055.00	0.00	-100.00
其他		5.97		
七、可供投资者分配的利润	487757.28	773464.69	928338.89	37.96
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	25000.00	-25.64
转作股本的普通股股利				
八、未分配利润	424514.48	750859.32	903338.89	45.87

附件 3 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 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	18328414.24	33.97
收到的税费返还	9997.11	13233.13	14593.62	20.82
收到的其他与经营活动有关的现金	283870.73	1030596.61	695707.37	56.55
经营活动现金流入小计	10505311.54	16223536.10	19038715.23	34.62
购买商品、接受劳务支付的现金	7776686.54	12932283.88	15582318.89	41.55
支付给职工以及为职工支付的现金	775161.80	917579.32	1183776.95	23.58
支付的各项税费	167542.38	216825.57	209028.36	11.70
支付的其他与经营活动有关的现金	868616.72	1177303.06	1375408.29	25.84
经营活动现金流出小计	9588007.44	15243991.82	18350532.49	38.34
经营活动产生的现金流量净额	917304.10	979544.27	688182.74	-13.38
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	358050.78	63.14
取得投资收益收到的现金	37134.81	88535.95	111233.95	73.07
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	1590.46	-39.94
收到的其他与投资活动有关的现金	17613.34	4197.59	23.63	-96.34
投资活动现金流入小计	193685.49	252040.29	470898.83	55.92
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	291769.10	97.47
投资支付的现金	253759.32	909297.39	554866.25	47.87
支付的其他与投资活动有关的现金	84665.95	37475.11	194206.25	51.45
投资活动现金流出小计	413248.79	1075917.42	1040841.60	58.70
投资活动产生的现金流量净额	-219563.30	-823877.13	-569942.77	61.11
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	39866.38	-33.87
取得借款收到的现金	634927.03	1300567.96	1215011.80	38.33
收到的其他与筹资活动有关的现金	22283.40	132237.78	73963.04	82.19
筹资活动现金流入小计	748372.63	1664425.79	1328841.22	33.25
偿还债务所支付的现金	458300.93	914432.07	393527.46	-7.34
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	98787.71	137167.91	189513.28	38.51
支付的其他与筹资活动有关的现金	20824.05	109036.82	221516.38	226.15
筹资活动现金流出小计	577912.69	1160636.80	804557.13	17.99
筹资活动产生的现金流量净额	170459.94	503788.99	524284.09	75.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	15344.71	-89915.92	-186462.36	
五、现金及现金等价物净增加额	883545.44	569540.21	456061.69	-28.15

附件 4 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 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	177479.57	20.95
加: 少数股东损益	-54987.76	146767.02	224503.88	
减: 未确认的投资损失	264.84	-721.19	630.13	54.25
加: 计提的资产减值准备	19003.50	14038.50	1741.89	-69.72
固定资产折旧	103048.85	117482.63	60733.99	-23.23
无形资产摊销	57627.79	60724.10	62804.68	4.40
长期待摊费用摊销	345.70	1104.96	399.35	7.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的	-75.42	-4112.22	-6631.14	837.66
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)	75421.69	63089.64	141832.42	37.13
固定资产报废损失				
财务费用	58104.28	68131.94	104407.47	34.05
投资损失(减:收益)	-211992.81	-369180.09	-70452.66	-42.35
递延税款贷项(减:借项)	-50231.42	-35446.11	-99486.79	40.73
存货的减少(减:增加)	-357947.43	-508088.40	-594142.62	28.84
经营性应收项目的减少(减:增加)	-855296.01	-782004.49	-1409494.01	28.37
经营性应付项目的增加(减:减少)	2013217.31	1847304.41	2100055.23	2.01
其他				
经营性活动产生的现金流量净额	917304.10	979544.27	688182.74	-13.38
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	3561434.17	18.51
减: 货币资金的期初余额	1652286.82	2535832.27	3105372.47	37.09
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	456061.69	-28.15

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	8.86	10.20	10.55
存货周转次数(次)	7.41	8.57	7.65
总资产周转次数(次)	1.40	1.45	1.38
现金收入比(%)	95.99	103.30	100.11
盈利能力			
主营业务利润率(%)	11.42	11.10	12.95
总资本收益率(%)	6.14	10.05	4.69
净资产收益率(%)	13.65	28.83	11.58
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	40.26	44.75	40.72
全部债务资本化比率(%)	50.57	50.26	50.25
资产负债率(%)	82.39	82.14	81.70
偿债能力			
流动比率(%)	108.95	111.22	115.30
速动比率(%)	86.74	86.77	89.41
经营现金流动负债比(%)	16.10	13.50	7.53
EBITDA 利息倍数(倍)	4.92	14.68	8.73
全部债务/EBITDA(倍)	4.59	2.53	3.87
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.44	0.08	0.04
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	10.01	2.79	1.44

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	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 7 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。