

信用等级公告

联合[2012] 262 号

联合资信评估有限公司通过对联想控股有限公司及其拟发行的2012年度23亿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
主体长期信用等级为
AAA

联想控股有限公司
2012年度23亿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
二零一二年十一月五日



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。

二、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。

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、联想控股有限公司 2012 年度 23 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；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。

联合资信评估有限公司

二零一二年十一月五日

评级业务专用章

联想控股有限公司

2012 年度 23 亿元公司债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 23 亿元

本期债券期限: 7+3 年

评级时间: 2012 年 11 月 5 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	872.64	1150.18	1504.90
所有者权益(亿元)	88.86	124.52	153.32
长期债务(亿元)	103.57	166.38	189.22
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
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.49	3.57	3.13

分析师

高利鹏 胡岩
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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对联想控股有限公司(以下简称“公司”或“联想控股”)的评级反映了公司作为国内大型投资控股集团,在产业布局、经营规模、治理结构、品牌效应、创新理念、股东支持等方面的综合优势。同时,联合资信也关注到IT行业高度竞争、股票市场持续低迷、房地产行业受政府持续宏观调控等因素给公司经营与发展带来的不利影响。

全球经济前景不尽明朗,中国宏观经济形势亦面临较大压力,在较为复杂的外部经济环境下,公司IT业务仍然保持了增长势头,资产管理与投资业务协同效应持续提高;核心经营资产中现代服务业等板块经营状况良好,公司多元化发展战略深入推进,特别是针对精细化工等领域的开拓,未来有望形成新的利润增长点。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用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极低,安全性极高。

优势

1. 显著的综合优势。作为国内大型投资控股公司,联想控股在经营规模、品牌效益、公司治理等方面具备丰富经验和综合优势。
2. 稳固的传统业务。联想集团有限公司已成长为全球第二大计算机生产商,产品线丰富,门类齐全。
3. 稳健的投资管理。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。

4. 多元的产业布局。公司业务涉及板块众多，多产业布局有助于公司长期发展战略的实施。
5. 充沛的现金流。公司经营活动现金流入及净现金流规模大，对公司债务的覆盖程度较强。

关注

1. 激烈的市场竞争。个人电脑产品和技术更新速度快，同业竞争激烈，联想集团面临一定的经营压力。
2. 复杂的资本市场。股票市场持续低迷，公司投资业务受政策及证券市场估值水平变动影响较大，公司投资收益波动大。
3. 收紧的政策环境。房地产行业受到政府持续调控政策影响，融科智地业务可能受到一定不利影响。
4. 业务开拓风险。公司在新业务领域的建设，面临作为行业新进入者的投资风险，存在相应不确定性，本次募集资金大部分用于化工项目，存在一定的投资风险。

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 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。

二、本期公司债券募集资金概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2012 年发行人民币债券 23 亿元，期限 10 年，在第 7 年末附加公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

2. 本期债券筹集资金投资项目概况

本期债券募集资金中，21.5 亿元将用于乙炔衍生物工程项目，1.5 亿元用于补充公司营运资金。

乙烯衍生物工程项目总投资为 35.98 亿元。项目建设内容：项目规划占地面积 66.67 公顷，主要建设 10 万吨/年 EVA 装置、12 万吨/年环氧乙烷装置、12 万吨/年非离子表面活性剂装置。

该项目实施后，每年将增加利润总额（税后）60060 万元；项目投资财务内部收益率（税后）20.15%，高于行业基准收益率，项目资本金净利率为 50.59%；项目投资回收期（税后）为 6.42 年（含建设期 2 年）。

该项目已获得山东省滕州市发展和改革委员会出具的山东省建设项目登记备案证明（登记备案号：1104060087），于 2011 年 9 月开始建设，目前，该项目需要的批复手续已经完成，技术引进合同已全部签订，初步设计工作正按计划进度进行，EPC 工程公司已经全部确定，其中，环氧乙烷生产装置 EPC 合同已经签订，场地平整已经开工。

三、基础素质

1. 企业规模

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。

2. 人员素质

公司董事长柳传志先生，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。历任联想集团总裁、董事局主席。是中共十六大、十七大代表，九届、十届、十一届全国人大代表。现担任中国民间商会副会长。历任八届、九届全国工商联副主席。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。

公司总裁朱立南先生，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。现为享受国务院政府特殊津贴的专家。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。

公司高管层成员均拥有高级职称，在公司以及各自负责领域具有丰富的行业和管理经验。

截至 2011 年底，联想控股有限公司本部共有员工 182 人，大专以上学历 159 人，占比 87.36%，30 岁以下员工 21 人，30~50 岁员工 146 人，50 岁以上员工 15 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，能够满足公司现阶段经营管理的需要。

3. 股东背景

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。国科控股是经国务院批准，并按照《中华人民共和国公司法》于 2002 年 4 月 12 日设立的国有独资有限责任公司。国科控股代表中国科学院统一负责对中国科学院投资的全资、控股、参股企业中有关经营性国有资产依法行使出资人权利，并承担相应的保值增值责任。国科控股现有持股企业 30 多家，其中全资及控股企业 21 家。持股企业产业结构以高技术产业为主，同时还包括贸易、投资、咨询、物业等服务性行业，拥有联想控股、中科实业集团（控股）公司等一批知名高技术企业。

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长久以来形成的战略合作地位，公司及投资的各子公司目前在技术、政府资源、信息等方面得到中国科学院及下属单位的大力支持。

四、公司管理

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，成功实施了股权改制，建立了相对完善的法人治理结构，并已发展成为符合现代企业管理制度的控股公司。公司设立有股东会，为公司最高权利机构。公司设董事会，董事会成员 6 名，由股东会选举产生，其中董事长 1 人，由董事会从公司董事中选举产生，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。

根据《联想控股有限公司章程》的规定，董事会行使下列职权：（1）负责召集股东会，

并向股东会报告工作；（2）执行股东会决议；（3）决定单项超过五亿元人民币的投资项目；（4）制定公司年度财务预算方案和决算方案；（5）制定公司利润分配方案和弥补亏损方案；（6）制定公司增加或者减少注册资本的方案；（7）制定发行公司债券方案；（8）拟定公司合并、分立、变更公司形式，解散方案；（9）决定公司的融资计划和方案；（10）聘任或者解聘公司总裁，根据总裁的提名聘任或者解聘公司副总裁；（11）决定总裁的报酬事项。

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。

公司股东会、董事会、监事会各司其职，各尽其责，相辅相成，相互制衡，以共同实现股东资产保值增值的目标。

2. 管理架构

公司董事会下设执行委员会，执行委员会下属机构包括 8 大业务团队和 7 个综合职能部门，业务团队包括战略投资部、农业投资事业部、化工事业部、供应链事业部、健康养老事业部、酒业控股公司（筹）、资产管理部、孵化器投资部。职能团队包括人力资源部、公关外联部、财务部、行政部、综合事务部、党委办公室和香港办事处。

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，公司执委会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。目前执委会负责公司总体战略、业务发展和资源调配。

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。君联资本和弘毅投资的总裁均为公司执委会成员。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，公司通过执委会确定外派董事、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，由主管该项目的执委会成员负责，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。

五、经营分析

公司业务涉及 IT、私募股权投资、风险投资、房地产、化工等领域。2009~2011 年，公司主营业务收入结构如下表所示，盈利能力稳步提高，各业务板块比重日趋合理。其中，个人电脑业务仍然是最重要组成部分，占比维持在九成左右，2011 年为 88.23%，手机业务、房地产销售业务也是占比较大的板块。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 2009~2011年公司主营业务收入及毛利率

业务分类	2009 年			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 （%）	主营业务 收入（亿元）	占比 （%）	毛利率 （%）
个人电脑业务	1032.32	97.05	10.63	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	0.02	0.00	40.49	0.01	0.00	49.74	0.00	0.00	68.58
房地产销售	27.30	2.57	49.30	44.13	3.00	33.42	63.42	3.46	45.69
物业管理	0.89	0.08	21.74	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	1.88	0.18	79.26	1.77	0.12	78.53	2.48	0.14	77.43
咨询	1.22	0.11	90.84	1.38	0.09	96.59	1.32	0.07	98.48
其他	0.12	0.01	100.00	0.22	0.01	99.91	0.28	0.02	96.55
合计	1063.75	100.00	11.86	1469.51	100.00	11.41	1830.78	100.00	13.43

资料来源：公司提供

1. IT 板块

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）维持了增长态势。2011 年第三季度，联想 PC 全球出货量增长强劲，达到 1250 万台，一跃成为全球第

二大 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。

据市场研究机构 IDC 研究报告，2009 年全球 PC 出货量同比增长 2.3%。伴随着 2010 年全球经济好转，信息技术产品需求增大，2010 年全球 PC 出货量达到 3.46 亿台，同比增长 13.6%。2011 年是 PC 市场自 2001 年以来最困境的一年，遭遇全球性经济衰退、泰国大

洪水导致硬碟缺货等多重冲击，直到 2011 年第四季才逐渐好转，PC 出货量 35280.70 万台。

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。据 IDC 数据显示，2011 年全球 PC 出货量达 35280.70 万台，同比增长 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，导致假期 PC 出货量不振。健康的专业 PC 市场和新兴市场的增长无法弥补成熟市场的疲软，因此 PC 整体增长还是负面的。

笔记本电脑方面，笔记本电脑的出货量增速明显快于台式机，而近年来平板电脑、智能手机的火爆使得之前市场反响良好的上网本产品陷入低迷，2011 年笔记本行业遭遇两大困境：一是欧债危机蔓延，而欧洲是笔记本行业的主要市场之一；另一个是 10 月份泰国洪水严重打击了笔记本硬盘产业。由于泰国生产了全球近一半的笔记本硬盘，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%。但是，基于笔记本电脑对台式机的替代效应已充分展开，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，据 Gartner 提供的数据显示 2011 年惠普仍是全球最大 PC 厂商（占据 17.2% 的市场份额），其次分别是联想、戴尔、宏碁和华硕。

表2 2011年全球PC市场排名

公司名称	出货量（万台）	市场份额%	增长率%
惠普	6055.47	17.2	-3.5
联想	4570.39	13.0	19.7
戴尔	4286.48	12.1	1.8
宏碁	3941.54	11.2	-19.2
华硕	2076.85	5.9	9.9
其他	14350.00	40.7	2.4
合计	35280.70	100.0	--

资料来源：Gartner

智能手机方面，从苹果公司发布 iPhone 手机之时起，智能手机的发展路线变得明朗。以 iOS 和 Android 两大系统为代表的优势方在经过 3 年的布局后，取得了很好的销售业绩，各自市场版图已经形成。截至 2011 年底，iOS 占据全球市场份额的 24% 左右，而 Android 为 21%。智能手机已经开始了取代 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 和华为等。

平板电脑方面，根据 IDC 的数据显示，2011 年全球平板电脑销量直线上升，2011 年第二季度全球平板电脑销量为 1360 万台，同比增长 303.8%，第三季度销量为 1810 万台，同比增长 264.5%。Gartner 预计，平板电脑的销量一直到 2015 年都将保持快速增长的势头，届时全球平板电脑总销量预计将达到 3.263 亿台。市场方面，近年来苹果在平板电脑市场独占鳌头，但市场份额有所下滑。2011 年，苹果 iPad 第二季度在全球平板电脑市场上的份额为 68.3%，第三季度则下滑至 61.5%，其失去的市场份额大多被谷歌 Android 所占领。虽然苹果在短期内将继续稳居市场首位，但市场份额会逐渐被竞争对手蚕食。目前平板电脑整体市场尚待开拓，仍有广阔的发展潜力，今后，平板电脑的发展势头仍然较好。

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，而 Windows8 和 Ultrabook 也有可能刺激个人消费者和企业对 PC 的需求。新兴市场将成为全球 PC 市场增长的关键推动力，未来 PC 业务的大部分增长将来自于新兴市场国家。考虑到目前 PC 在中国的保有率，PC 市场依然有很大的发展空间，但利润率将呈一定的下滑趋势。

联想集团

联想集团是公司专注于制造个人电脑和移动互联网终端业务的重要子公司。联想集团最早从事汉卡、电脑及元器件的贸工技业务，1990年开始生产自有品牌联想电脑，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，此后一直保持排名第一的地位。2005年4月，联想集团收购了IBM全球PC业务，完成了从国内PC龙头向国际PC大厂的转变。目前，联想集团的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90%以上。

受益于全球经济刺激政策下需求复苏，联想集团2009/2010财务年度（2009年4月1日至2010年3月31日）实现营业销售额166.05亿美元，较2008/2009财年的149.01亿美元增长11.44%。2009/2010财年，联想集团实现净利润1.29亿美元，实现扭亏为盈（上一财年净利润-2.26亿美元）。由于开拓新兴市场以及中国市场而采取的低价策略，以及电脑平均价格下滑，零部件价格上升，联想集团2009/2010财务年度的毛利率有所下滑，由2008/2009财年的12.3%下降至10.8%。2010/2011财务年度

（2010年4月1日到2011年3月31日），通过增加中国主要城市的零售连锁店的比例、扩大了在新兴城市的店面覆盖、向农村地区渗透及增加中小企业的合作用户，联想集团收入规模继续保持增长态势，本财年销售收入216亿美元，同比上升30.00%，其中个人电脑业务销售额207.90亿美元，同比增长25.90%。由于扩大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%，扭转了下滑趋势。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%。

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，位列全球第2位；笔记本电脑销售在全球的份额为12.2%，全球位列第3。在中国市场，联想集团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。

表3 2009~2011年公司个人PC销量及市场份额

业务分类	2009年		2010年		2011年	
	出货量(台)	市场份额(%)	出货量(台)	市场份额(%)	出货量(台)	市场份额(%)
台式机	11094655	8.1	14475072	9.9	18526382	12.9
笔记本	13809589	8.2	19670300	9.8	25486824	12.2
合计	24904244	8.2	34145372	9.8	44013206	12.5

资料来源：公司提供

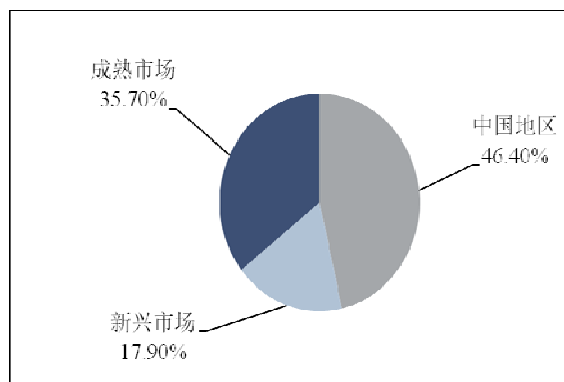
为了提升市场份额，2011年7月1日，联想集团与日本NEC成立合营公司，分别持股51%及49%，合营公司负责经营联想集团及NEC在日本的个人PC业务。于2011年7月29日，联想集团收购了在德国法兰克福证券交

易所上市的股份制公司Medion的51.89%股权。Medion占据德国PC市场14%份额、西欧PC市场7.5%份额，是欧洲PC市场的第二大厂商。此后，联想集团再次收购Medion的9.43%股权。截至2011年，联想集团拥有

Medion 61.32% 的股权。

由于个人 PC 市场已经成熟且竞争激烈，为了寻找新的利润增长点，联想集团开始布局快速增长的移动互联网市场，逐步加大对移动互联网终端的研发、制造和营销投入。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，2011 年初联想集团成立了移动互联网和数字家庭（MIDH）事业部，专注于推进四屏（智能手机、平板电脑、个人电脑和智能电视）的融合，发展移动互联网领域的新业务。目前，MIDH 业务的销售额主要来自手机销售。2010/2011 财年，联想集团移动业务首次录得全年贡献，手机销售额为 8.04 亿美元，占整体销售额的 3.72%。2011/2012 财年的前三季度，联想集团手机销售额达到 10.62 亿元，同比大幅增长 72.75%。联想集团手机业务的增长主要由中国市场强劲的手机需求所带动，2010/2011 财年，联想集团的智能手机在中国地区的市场份额达到 10.2%。2011 年 3 月，在中国推出平板电脑产品乐 Pad，截至 2011 年底，联想集团的平板产品在中国基于 Android 平台的平板产品中排第一，占中国基于 Android 平台的平板产品市场的 51.9% 的份额，占中国平板产品市场的 16.5%（排名第二）。

图 1 联想集团 2010/2011 财年销售区域分布



资料来源：公司提供

从销售区域分布看，中国市场仍然是联想集团的最主要市场。2009/2010 财年，在经济刺激政策以及家电下乡政策拉动下，商用及个人 PC 消费明显反弹，中国市场销售收入为

78.92 亿美元，较上一财年的 62.24 亿美元增长 26.80%，同时也是唯一盈利的区域。联想集团市场占有率提高了 2.0 个百分点至 30%。2010/2011 财年，联想集团扩大了在中国的分销渠道结构，增加了在主要城市的零售连锁店的比例，扩大了在新兴城市的店面覆盖，中国市场的销量同比增长了 22.2%，中国市场份额上升 3.1 个百分点达 35.3%，创下历史新高。新兴市场（不包括中国）方面，2010/2011 财年，联想集团在新兴市场持续呈现增长态势，新兴市场占联想集团整体销售额的 17.9%，销量同比增长 50.1%，高出全球市场平均增幅近三倍，新兴市场的市场份额上升至 7.8%。主要新兴市场地区均获得强劲的量增长及市场份额提升，其中俄罗斯及独联体的销量增长达 141.5%、印度的销量增长达 64.9%、东盟国家的销量增长达 41.1%、拉丁美洲的销量增长达 41.1%，而在部份主要地区如印度的市场份额，在本财年若干季度已首次达到双位数字。在成熟市场，整体而言，市场需求仍然偏弱。2010/2011 财年，联想集团成熟市场占联想集团整体销售额的 35.7%，成熟市场的市场份额同比增加了 1.2 个百分点至 5.5%。2011/2012 财年前三季度，联想集团在成熟市场的销售额 36 亿美元，占集团全球总销售额的 43%，同比增长 81%，主要是受惠于分别在日本与 NEC 成立合资公司及在德国收购 Medion 公司取得的业务规模扩大的贡献。

在技术研发方面，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，在全球拥有 46 个顶级实验室，超过 3200 名研发工程师，目前已拥有了 6500 个全球级的专利，其中有近 5000 项是发明的专利，2011 年新增了 500 个专利。联想集团研发体系划分为公司级研发和事业部级研发两个层次，公司级研发关注最前沿的产业和技术热点，为中长期发展构建竞争力；事业部级研发则着眼于把创新成果快速市场化，以满足当前和未来短期的客户需求为目标。为了

应对 IT 领域日新月异的技术变化,联想集团不断加大研发经费的投入,2011 年的研发投入已超过 25 亿元人民币。

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。

从全球 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。

2. 投资板块

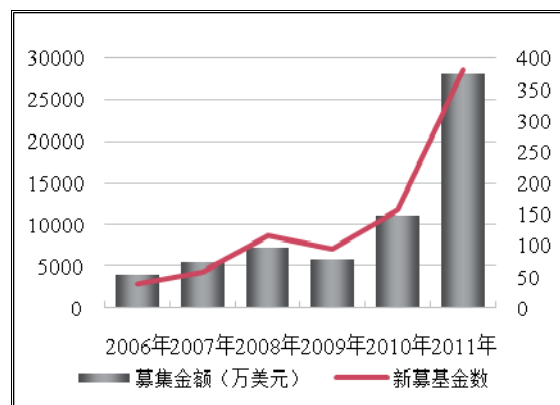
行业分析

创业投资 (venture capital, VC),是指向创业企业进行股权投资,以期所投资企业发育成熟或相对成熟后通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。创业投资基金的运作包括融资、投资、管理、退出四个阶段。从募集资金来源看,民营资金、个人富裕资金、地方政府引导资金和海外资金是创业投资基金的主要融资渠道。从资金投向行业分布看,目前创业投资基金行业投向呈现多元化,广义 IT 行业获得投资额度最高,但近年份额不断降低,2007 年首次跌破 50%,传统行业和服务业则不断增长。从目前创业投资基金管理模式看,随着 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形式。有限合伙制是普通合伙人(GP)与有限合伙人(LP)共同组成合伙企业,其中创业投资基金的管理人作为普通伙

人(GP)对合伙企业承担无限连带责任,投资人作为有限合伙人(LP)以其出资为限参与收益的分配,但不参与基金的运作管理。退出方式上,IPO 仍然是创业投资基金最主要的退出方式,特别是在 2009 年创业板推出后,在创业板市场高溢价退出成为创业投资基金最青睐的退出方式。

受全球经济危机的影响,2009 年中国创业投资市场整体走低,新募基金数和募资金额较 2008 年的历史高点双双回落,其中新募集基金 94 支,较上年减少了 19 个百分点;新增募资金额 58.56 亿美元,较上年减少了 20 个百分点。随着中国经济企稳向好趋势明显,以及创业板的推出大大拓宽了创业投资基金的退出渠道,创业投资环境得到明显改善,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。整体看,2006 年以来,除 2009 年受金融危机影响募资略有回调外,无论新募基金数还是募资金额整体呈上涨趋势,特别是 2010 年和 2011 年,创业投资基金呈现高速增长趋势。

图 2 2006~2011 年 VC 募集情况

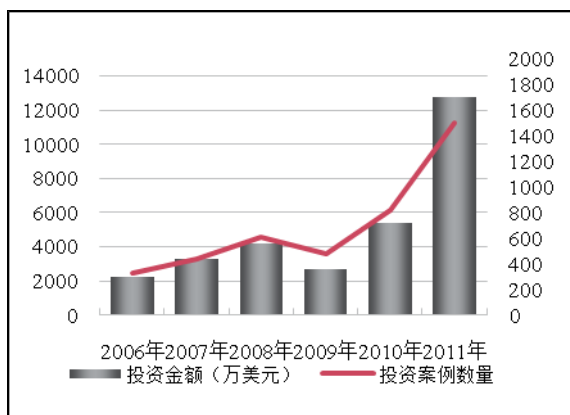


资料来源:清科研究中心

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%。

图3 2006~2011年 VC 投资情况



资料来源：清科研究中心

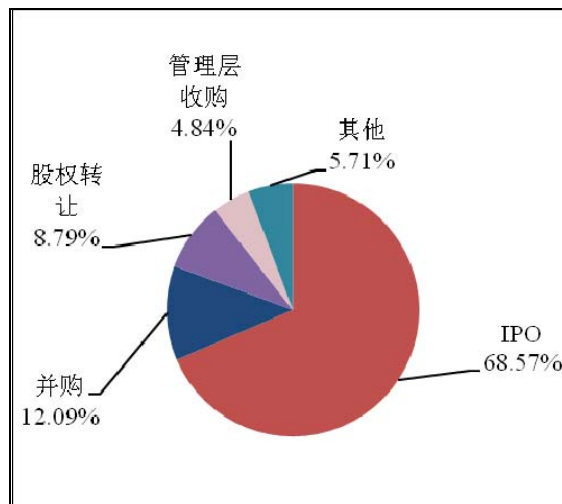
过去十年，中国创业投资市场投资持续攀升，2002~2011年投资案例数年复合增长率达23.4%，投资金额达到46.2%。2011年，中国创业投资市场投资激增，共发生投资案例数1503起，其中披露金额的1452起投资案例共计投资127.65亿美元，投资案例数和金额分别为上年的1.84倍和2.37倍。

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%。

2009年下半年以来，随着中国IPO市场重启、创业板推出及境外资本市场回暖，IPO退

出方式成为了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。

图4 2011年 VC 退出形式占比



资料来源：清科研究中心

私募股权投资（Private Equity, PE）是指通过私募形式对非上市企业进行的权益性投资，并通过上市、并购或管理层回购等方式，出售股权获利。与创业投资（VC）相比，私募股权投资的运作同样包括融资、投资、管理、退出四个阶段，组织形式也主要采取有限合伙制，IPO为主要退出渠道，但不同的是，私募股权投资基金主要投向较为成熟的企业，而创业投资基金主要投向处于初创阶段的企业。

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。2011年，国家发改委印

发《国家发展改革委办公厅关于规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》，私募股权投资基金备案工作在暂停半年后重启。通知要求试点地区(北京、上海、天津、浙江、江苏和湖北)的股权投资企业除三种情形外均应到国家发改委备案并接受备案管理。新规出台后，共五批 16 家股权投资企业完成备案，包括新规出台前已备案基金在内，发改委备案基金已有 22 支，基金管理机构 38 家。2011 年 11 月，国家发改委再次发布《关于促进股权投资企业规范发展的通知》，不仅将备案试点扩大到全国范围，而且对股权投资企业设立、资本募集、投资领域、风险控制、信息披露和行业自律等方面提出了规范要求。

经历了 2008 年金融海啸冲击、2009 年的募资、投资低迷期之后，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，中国私募股权市场迎来了强劲反弹。根据 ChinaVenture 数据，2010 年共有 219 只基金完成募集，募集金额达到 1768.37 亿元。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%。2011 年私募股权投资基金的募资工作维持了较高的增速，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

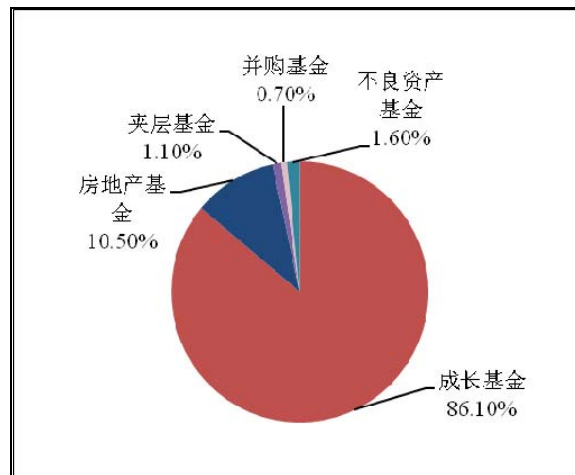
年的 4 支有所放缓，2.67 亿美元的募资金额也与上年水平相距甚远。与此同时，2011 年有 2 支夹层基金以及 1 支不良资产基金的募集完成，较 2010 年有所突破。

图 5 2006~2011 年 PE 募资情况



资料来源：ChinaVenture，清科研究中心

图 6 2011 年新募 PE 构成情况

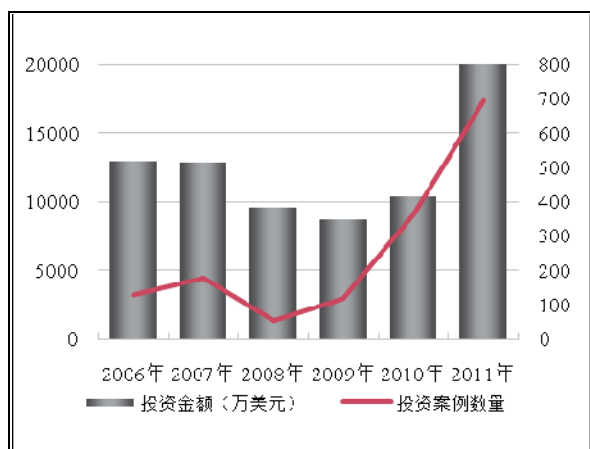


资料来源：清科研究中心

2011 年中国私募股权市场中的投资活动明显升温，共计发生投资交易 695 起，其中披露金额的 643 起案例共计投资 275.97 亿美元，案例数量和金额同比分别增长 91.5% 和 165.9%。从投资规模来看，年内大额投资案例数量及金额较 2010 年显著增长，金额超过 2.00 亿美元的案例共有 22 起，同比增长 83.3%，投资总额 129.27 亿美元，为 2010 年的 3.21 倍，同时，单笔交易投资规模也较 2010 年小幅回

升。

图7 2006~2011年PE投资情况



资料来源：清科研究中心

2011年中国私募股权基金所投资行业中，位列前三的行业依次为机械制造、化工原料及加工、生物技术/医疗健康。2011年机械制造行业完成投资61起，为上年的2.10倍，行业投资总额为11.02亿美元，同比下滑6.9%。化工原料及加工行业共完成投资56起，投资金额13.76亿美元，分别为2010年的3.29倍和7.64倍。生物技术/医疗健康行业完成投资交易55起，与2010年水平持平，共计涉资35.75亿美元，为上年的4.22倍。

投资金额方面，由于新华人寿年内获得多家机构注资，助力金融行业以49.25亿美元稳居各行业投资金额榜首，该行业共计发生投资交易25起，较2010年上涨56.3%，投资金额为2010年的6.54倍。同时，2011年互联网行业发生多起大额交易，44起案例投资共计投资24.98亿美元，案例数量与金额分别为2010年水平的2.00倍和2.24倍。

与创业投资基金相似，IPO退出同样是私募股权投资基金的主要退出方式。2011年中国私募股权投资市场共计发生退出案例150笔，其中，IPO退出共有135笔，同比减少15.6%；并购退出7笔，较2010年的2笔上涨250.0%；股权转让退出5笔，与2010年水平持平；较上年有所突破的是，2011年发生管理层回购方

式退出1笔及其他方式退出2笔。受中国概念股表现不佳影响，2011年，境内IPO退出案例数量大幅超越境外，135笔IPO退出中，发生在境内市场的共有98笔，占比达到72.6%，其中，50笔退出发生在中小板，31笔发生在创业板，17笔发生在主板。2011年共有36支私募股权投资基金通过所投资企业海外上市实现退出，较2010年的100笔下滑64.0%。其中，31笔案例发生在香港主板，较2010年的54笔下滑42.6%；受中国概念股财务造假事件影响，美国市场退出案例数量跌幅尤为显著，2011年发生在纽约证券交易所以及纳斯达克市场的退出分别为4笔和1笔，而2010年两个市场的退出案例数量分别为24笔和13笔。

从账面投资回报水平分析，中小板退出案例平均回报为5.70倍，创业板为5.80倍，上交所主板达到14.76倍，其中新天域退出华锐风电一案账面回报达180.00倍，若剔除这笔退出，该市场平均账面投资回报为4.44倍。

整体看，金融危机以来，在宽松的货币政策背景下，有越来越多的社会闲置资金寻找投资渠道，而股票一级市场发行市盈率的屡创新高，激励私募股权投资基金的设立不断刷新纪录。随着新设基金的不增多，私募股权投资市场的竞争越来越激烈。另一方面，2011年以来，A股市场“破发”频发，新股估值逐步回归理性，新股发行高市盈率、高收益率的状态难以持续；境外市场，除赴美买壳上市窗口暂时性的关闭外，现有中国概念股在各方诸多质疑声中股价集体下挫，未来融资退出环境并不乐观。在这样的形势下，私募股权投资机构的盈利空间受到持续挤压，无论是境内还是境外退出，都将面临较大压力。

君联资本

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。

在资金来源方面，第一期美元基金由联想控股投入为主，并吸收少量外部资金，第二、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。君联资本在 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 3.5 亿美元。2009 年，君联资本募集完成第一期人民币基金，即君联睿智基金，募集金额为 10 亿人民币，投资领域包括 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行业。2011 年，募集完成第二期人民币基金，君睿祺基金，募集总额为 35 亿人民币。投资领域包括 TMT、外包和专业服务等。

在投资行业上，君联资本目前以大 IT 领域投资为主，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。

君联资本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。根据市场变化情况，2008 年君联资本放缓了投资速度，共投资了互联网应用、教育、医疗服务、教育、清洁技术行业的 8 家企业。2008 年共有 1 个项目成功上市，另有 3 个项目通过收购退出。2009 年君联资本共投资了 10 个项目，退出了 4 个项目。2009 年以来，君联资本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进行了调整，缩头项目更加多元化，从纯粹的 IT 行业发展到消费领域，特别是具有中国特色的项目，如裕同印刷、流行美和匹克等项目。在投资阶段方面，君联资本也从早期项目逐渐延伸到扩张期和成长期的项目。

截至 2011 年底，君联资本共管理五期美元基金，总规模接近 11.55 亿美元，两期人民币基金，总规模约为 45 亿元。美元基金已投资 112 个项目，人民币基金已投资 25 项目，上述项目中，展讯、文思、人人网等 20 家分别在美国纽交所、纳斯达克、香港联交所、台湾柜买中心、上交所、深交所中小板和创业板上市，另有卓越网、智联招聘等 11 家公司通过并购方式实现退出。

表 4 君联资本各期基金投资情况

基金名称	基金规模	投资行业	已投资额	已退出	资金来源
LC Fund VL.P.	\$515000000	TMT、外包和专业服务	\$10118411	无	境外大型资产管理公司、保险公司、养老
LC Fund IVL.P.	\$350000000	TMT、外包和专业服务	\$23091952	2 个	境外大型资产管理公司、养老基金、大学
LC Fund III.L.P.	\$170000000	IT non-IT	\$13890026	7 个	境外大型资产管理公司、富有家族等
LC Fund II	\$85000000	Broad IT	\$52501868	12 个	境外大型金融控股公司、政府投资机构等
LC Fund I	\$35000000	Broad IT	\$34609574	14 个	境外大型资产管理公司、养老基金、大学
天津君睿祺股权投资合伙	¥3500000000	TMT、外包和专业服务	¥9690370	1 个	国家社保基金、境内大型企业
北京君联睿智创业投资中	¥1000000000	TMT、外包和专业服务	¥8629207	1 个	国家保基金、境内大型企业、境内民营企

资料来源：公司提供

注：数据截至 2011 年底

团队方面，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

弘毅投资成立于 2003 年，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 5 弘毅投资各期基金投资情况

基金名称	设立时间	基金规模	投资行业	已投资额度（亿元）	已退出项目数量
弘毅美元一期	2003年12月	3800万美元	传统行业	已投完	2
弘毅美元二期	2004年9月	8700万美元	传统行业	已投完	2
弘毅美元三期	2006年11月	5.8亿美元	传统行业	已投完	2
弘毅美元四期	2008年6月	14.00亿美元	传统行业	已投完	0
弘毅美元五期	2011年12月	24.00亿美元	传统行业	3000万美元	0
弘毅投资产业一期（天津）	2008年6月	50亿元人民币	传统行业	已投完	0
北京弘毅贰零壹零股权投资中心（有限合伙）	2011年11月	100亿元人民币	传统行业	58 亿元	0

资料来源：公司提供

注：数据截至 2011 年底

弘毅投资各期基金采取国际通行的有限合伙制度，美元基金投资人来自北美、欧洲、亚洲、澳洲等全球著名的投资机构。弘毅基金人民币基金由中国领先的金融机构和著名民营企业企业家构成，联想控股为基金发起人，全国社保基金为主要投资人。弘毅二期人民币基金，获得全国社保基金 30 亿元人民币注资，弘毅也由此成为第一家连续两次获得全国社保基金入资的股权投资基金。

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。

利用联想控股在在国企改革方面的丰富经验，弘毅投资通过机制改善、管理水平提升、团队建设等方面的增值服务提升企业价值，先后投资了中国玻璃、中联重科、耀华集团、凤凰传媒等大中型国有企业。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。

经过近 9 年的运作，弘毅投资已形成一支由 100 多名专业投资经理及支持人员组成的具有良好专业素质的投资团队。团队主要领导均具有 15 年以上的国际及国内产业管理和资本运作经验。团队成员具有很强的本土运作能力

以及投资银行、会计师事务所、律师事务所、咨询公司、投资类企业、行业内企业、政府部门等不同类型的专业背景和管理经验。

3. 房地产板块

行业分析

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，与建筑、建材等许多行业密切相关，在国民经济中具有重要地位，是国民经济的重要支柱产业之一。发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

2008年，中国房地产市场形势严峻，上半年房地产市场因宏观调控累积作用而进入调整期；下半年全球金融危机蔓延，中国经济在出口萎缩、内需不振、投资受抑等多重因素影响下，面临挑战。中国房地产业在政策调控和经济放缓的双重打击下，从上半年表现的“量缩价滞”演变至下半年的“量价齐跌”。中国主要一、二线城市的成交量较2007年高峰时普遍萎缩30%~50%，成交价格普遍下跌20%~40%。

2009年，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。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。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。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。

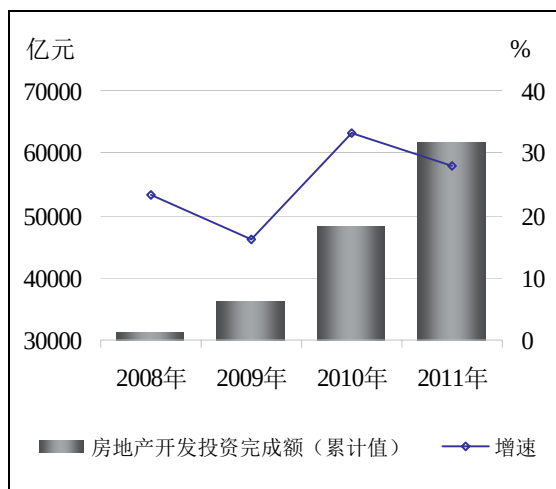
从政策实施的效果看，调控效果在限购城市逐步显现，百城价格指数开始下跌。从2010年5月份开始，房屋销售价格同比涨幅连续8个月回落，2010年12月份新建住宅和二手住宅销售价格同比涨幅分别为7.6%和5.0%，比涨幅最高的4月份回落7.8和5.5个百分点。2011年，受房地产调控政策进一步升级及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响，房地产市场呈下行趋势，进入9月，调控效果在限购城市进一步显现，百城住宅均价出现近一年来的首次下跌，9~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，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

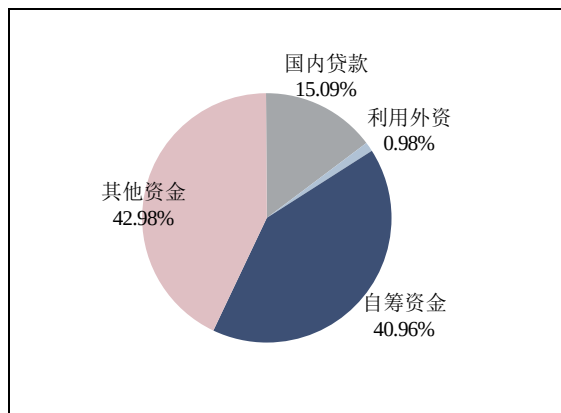
12563.79亿元，与上年基本持平；利用外资813.63亿元，增长2.9%，增速较上年的64.93%大幅下降；自筹资金34093.4亿元，增长27.99%，较上年下降20个百分点；其他资金35775.12亿元，增长8.57%，增速较上年下降9个百分点。

图8 近年房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

图9 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6 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

融科智地

公司房地产板块的经营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。2009~2011年，公司房地产板块分别实现收入30.05亿元、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 7 2009-2011 年房地产板块收入结构（亿元）

收入结构	2009 年	2010 年	2011 年
收入总额	30.05	47.02	67.61
(1) 房地产销售收入	27.30	44.13	63.42
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	2.65
(3) 物业服务收入	0.79	0.93	1.25
(4) 其他*	0.03	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，融科智地实行多区域、分权式的两级管理模式，房地产业务的具体实施由各子公司承担，融科智地负责项目在“投资、方案、施工、销售”四个关键环节的把控，同时拥有对子公司管理层的考核权及子公司财务的控制权。扁平化的组织结构既保证了融科智地总部决策的力度和时效性，便于及时了解一线的市场信息和业务动态，又给项目子公司充分授权，管理团队在这种管理模式高效运营。

融科智地保持了高速与稳定的发展态势，形成了北京、天津、重庆、长沙、武汉、合肥、无锡、杭州等多个城市的全国性战略布局，开发的产品包括高层、洋房、别墅、商业、写字楼等。目前融科智地已成长为一家拥有十多个地区公司，700 多名员工，600 多万平米土地储备，资产规模达百亿的全国房地产行业综合排名前列的公司。

融科智地自成立之初即确定了“扎根二线城市”的发展战略，即把握长期系统的机会，在二线城市建立根据地及相对竞争优势，实现多项目和精细化运作。在产品开发过程中，融科智地力求精细化的规划设计、高质量的工程施工、精益求精的物业管理，注重产品品质的全方位建设。以高性价比的产品，获得良好的口碑。

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，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%。

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 79.1 万平方米，回款金额 53 亿元，新开工面积 92 万平方米。2010 年国内房地产市场走出低谷，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 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。

4. 化工板块

行业分析

化工产业是国民经济的重要产业，化工产品广泛应用于工业生产、人民生活、国防科技等领域，化工产业的发展对促进相关产业升级和拉动经济增长具有重要作用。截至 2011 年

11 月底，中国化学工业规模以上企业达 24125 家，累计总产值 6 万亿元，同比增长 35.20%，占全行业总产值的 58.61%。2011 年 1~11 月，化学工业固定资产投资 8617.21 亿元，同比增长 26.90%，高于全行业平均增幅 5.5 个百分点，占比 70.12%；2011 年化工行业增加值同比增长 14.8%，增速同比减缓 1 个百分点。

目前，中国工业化进程尚未完成，城市化处于持续深入阶段，化工行业发展远不能满足国民经济要求，住房、交通等领域的高速发展形成了大规模的对能源、原材料的需求，国内石化和化工产品市场容量巨大，化工产业依然有广阔发展空间。特别是成品油、钾肥等细分行业，烯烃、部分有机原料等缺口仍较大的产品，天然气、轻烃等低碳原料与产品，以及国内紧缺的化工新材料、新型专用化学品等高端产品。“十二五”期间，石油和化学工业规模将持续稳步壮大，预计 2015 年总产值将增长到 16 万亿元，年均增长率将达到 10% 以上。

中国聚丙烯工业生产始于上世纪 70 年代，经过 30 多年发展，已基本形成了溶剂法、液相本体-气相法、间歇式液相本体法、气相法等多种生产工艺并举，大中小型生产规模共存的生产格局。目前中国的大型聚丙烯生产装置以引进技术为主，中型和小型聚丙烯生产装置以国产化技术为主。

聚丙烯主要应用于薄膜、管材、电器等领域。近年来，由于新型催化剂的不断推出和聚合工艺水平的提高，聚丙烯深加工产品日益增多，扩大了聚丙烯的应用空间，从而使得聚丙烯的消费量增长十分迅速。据相关统计数据显示，2000-2010 年，中国聚丙烯的需求复合增长率约为 11% 左右，2011-2012 年需求增速约 6% 左右，预计 2013-2015 年的增速约为 5%-7% 左右。在产能扩张方面，目前由于国内丙烯产能扩张受限，聚丙烯产能的增长也受到了限制，近年来中国聚丙烯产能的增速远不及国内聚丙烯需求量的增长。预计到 2015 年，国内聚丙烯的需求量大约为 2100 万吨，当量消费

量将达 2600 万吨左右；相比较聚丙烯的产能大约为 1698 万吨左右。根据相关数据统计，2011 年中国聚丙烯产量约为 917 万吨，同比增长 13.5%。虽然中国聚丙烯产量逐年增长，但由于下游需求旺盛，国内聚丙烯消费量增长迅速，现在中国每年仍然需要进口大量的聚丙烯产品。数据显示，2011 年中国初级形状的聚丙烯累计进口量大约为 386.91 万吨。由此可见，由于产能增长速度相对较慢，中国聚丙烯行业仍然存在较大的供需缺口。

公司经营

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。

近年，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。

此外，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 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。

5. 其他核心运营资产

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。

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。

6. 经营效率

从经营效率来看，2009~2011 年，公司销

售债权周转次数分别为 8.86、10.20 和 10.55 次，指标逐年改善；2011 年，公司存货周转次数为 7.65 次，较 2009 年降低 0.92 次。公司总资产周转次数变化幅度较小，2011 年为 1.38 次，较 2010 年略有降低。整体看，公司经营效率正常。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009~2011 年三年财务报表经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计（三年连审），并出具标准无保留意见的审计结论。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。

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。

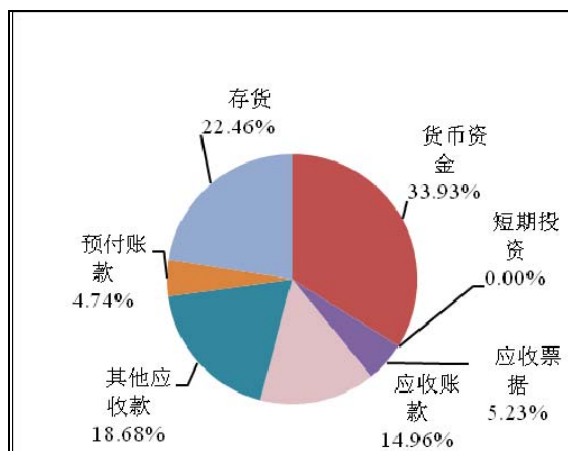
2. 资产质量

2009~2011 年，由于流动资产和长期投资的迅速增长，公司合并资产总额年均复合增长 31.32%。截至 2011 年底，公司合并资产总额为 1504.90 亿元。资产结构方面，其中流动资产占比 70.07%，公司流动资产比例维持在 70% 以上。

2009~2011 年，公司流动资产年均复合增长 30.32%，主要来自其他应收款、货币资金、应收账款、存货的增长。截至 2011 年底，公司流动资产为 1054.45 亿元，较 2010 年增长 30.68%。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 10 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司报表

2009~2011 年，随着公司经营规模和债务规模双双扩大，货币资金年均复合增长率为 18.78%，截至 2011 年底，公司货币资金为 357.74 亿元，在流动资产中的比例较高。货币资金构成中，银行存款为 296.09 亿元，占 82.77%，是货币资金的主要组成部分。

2009~2011 年，公司存货年均复合增长 36.77%，截至 2011 年底，公司存货为 236.81 亿元，开发成本占 60.15%，其后依次为库存商品和原材料，分别占 16.92%和 13.99%。

2009~2011 年，公司其他应收款年均复合增长 70.21%，截至 2011 年底，其他应收款余额 196.95 亿元，主要来自联想集团对下游客户及销售商的应收款。从账龄看，1 年以内的占 89.76%，1~3 年的占 8.06%，整体账龄较短。

2009~2011 年，公司应收账款年均复合增长 10.36%，截至 2011 年底，公司应收账款余额 157.75 亿元，其中账龄在 1 年以内的应收账款占比为 99.82%。公司为应收账款计提坏账准备 1.84 亿元。

整体看，公司流动资产中货币资金占比较高，资产流动性较好。

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。2011 年底，长期股权投资为 154.77 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）、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%。

整体来看，近三年来，公司资产持续快速增长，流动资产占比较高，资产流动性较好，货币资金充足，资产整体质量较好。

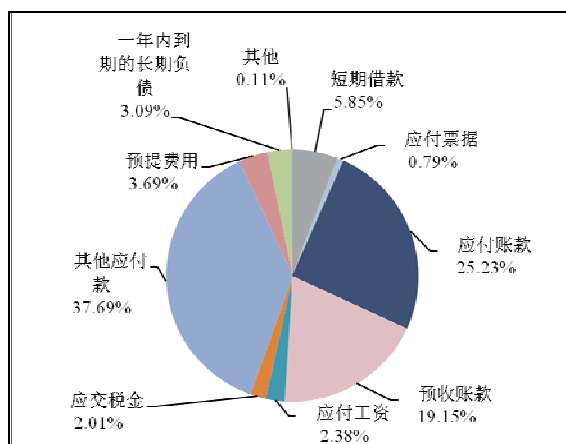
3. 负债及所有者权益

2009~2011 年，公司所有者权益年均增长 31.36%。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。近三年，公司分别向股东分配利润 4.52 亿元、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。

2009~2011 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长率为 30.77%，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。

图 11 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司报表

公司流动负债主要由其他应付款、应付账款和预收账款构成。截至 2011 年底，公司其他应付款为 344.72 亿元，占流动负债的 37.69%；应付账款为 230.77 亿元，占 25.23%；预收账款为 175.10 亿元，占 19.15%。基于公司在 PC 领域内的优势地位，公司能够获得上游供应商较为稳定的信用期，其它应付款占比较大。2011 年底，公司短期借款同比增长 124.55%，应付票据规模有所减小，同比下降 14.01%。

2009~2011 年，公司全部债务的增长主要来自短期借款和应付债券，截至 2011 年底，公司全部债务合计 278.16 亿元，其中长期债务 189.22 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，近三年分别为 50.57%、50.26%和 50.25%。2009~2011 年，公司资产负债率分别为 82.39%、82.14%和 81.70%，呈逐年缓慢下降趋势。

4. 盈利能力

2009年~2011年，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，公司期间费用控制能力较强，近三年期间费用在主营业务收入中占比分别为 12.58%、9.99%和 10.75%。2009~2011 年，公司投资收益有所波动，三年分别为 21.20 亿元、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，其中，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，由于个别年度投资收益对净利润的影响，公司总资本收益率和净资产收益率呈现一定的波动态势，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。

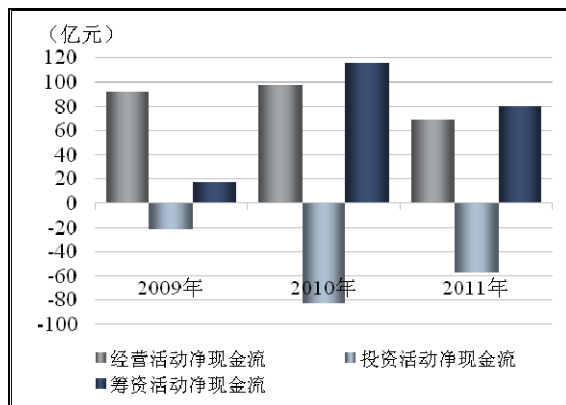
5. 现金流

由于公司经营范围的持续扩展，公司经营活动现金流入规模大，2009~2011 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 91.73 亿元、97.95 亿元和 68.82 亿元。从现金实现效率看，公司近三年公司现金收入比分别为 95.99%、103.30%和 100.11%，指标波动上升，但整体实现质量一般。

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，2009~2011 年，公司投资活动现金流入量分别为 19.37 亿元、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。

图 12 2009~2011 年公司现金流情况



资料来源: 公司报表

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。2009~2011年,公司筹资活动产生的现金流量净额为17.05亿元、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快速增长趋势;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。

6. 偿债能力

2009~2011年,公司流动比率分别为108.95%、111.22%和115.30%;速动比率分别为86.74%、86.77%和89.41%。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,公司短期偿付压力不大。近三年,公司经营现金流动负债比分别为16.10%、13.50%和7.53%。公司货币资金充足,短期偿债能力强。

2009~2011年,公司EBITDA分别为34.28亿元、82.05亿元和71.88亿元。EBITDA波动

增长,公司PC业务、房地产业务及其他投资业务经营实力增强,对公司盈利能力的提高和稳固构成了良好的支撑。2011年,公司全部债务/EBITDA为3.87倍,EBITDA利息倍数为8.73倍,指标较2010年有所降低,但仍处于较好水平。EBITDA对全部债务和利息支出覆盖程度适宜。

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。

七、 本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期公司债券拟发行额度为23亿元,占2011年底全部债务的8.27%,占2011年底长期债务的12.16%,对公司现有债务存在一定影响。

截至2011年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为81.70%和50.25%,以公司2011年底财务数据为基础,不考虑其他因素,预计本期公司债券发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至81.97%和52.23%,公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

公司近三年EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额加权平均值对本期计划发行23亿元公司债券的保护倍数分别为2.93倍、71.68倍和3.57倍;2011年EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期公司债券的保护倍数分别为3.13倍、82.78倍和2.99倍。公司经营活动现金流量对本期公司债券保障能力很强。

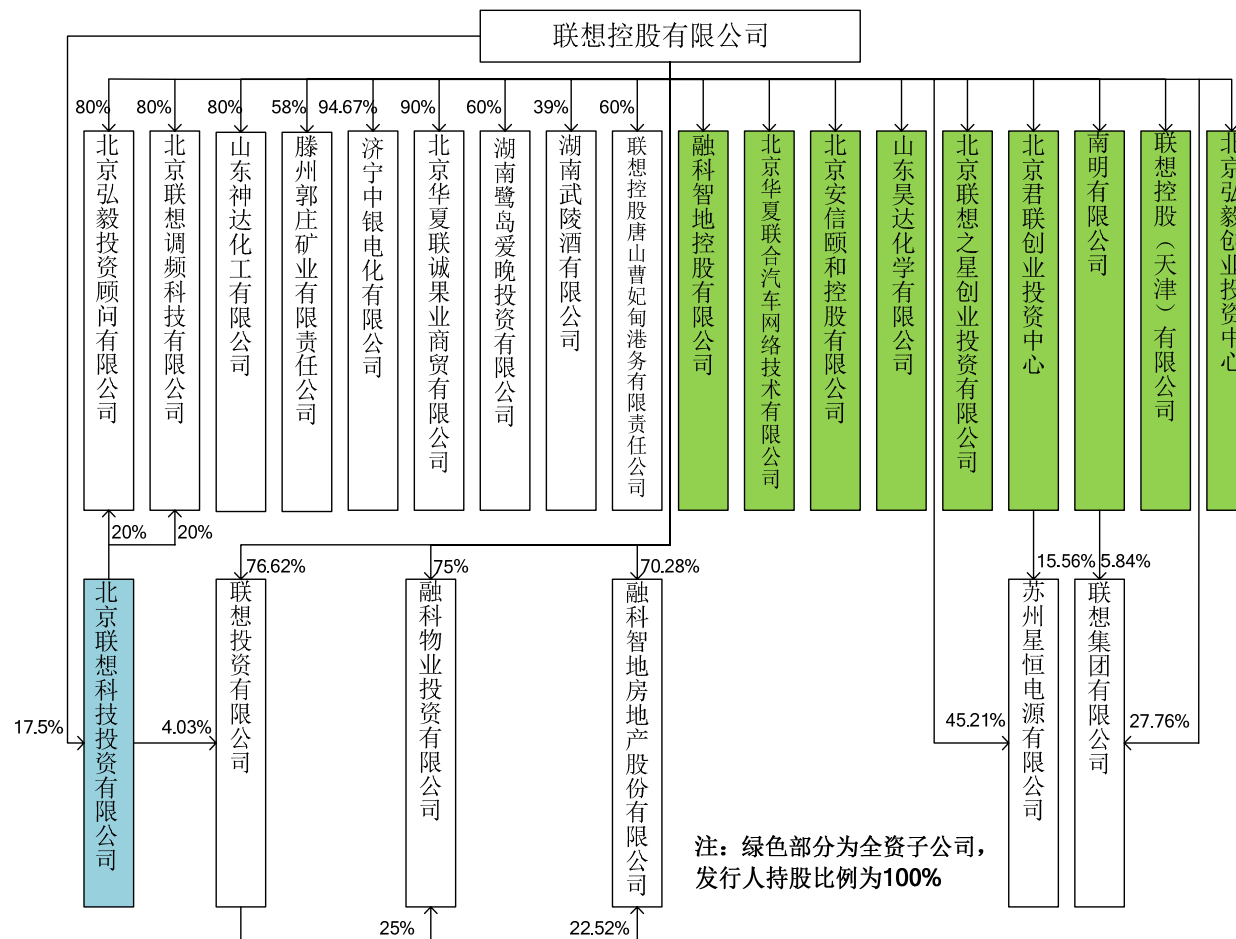
八、总体评价

公司作为国内大型投资控股集团，在外部经济环境较为复杂的背景下，公司旗下从事 IT 业务的联想集团市场占有率不断提高，行业地位日趋稳固；从事创业投资和私募股权投资的君联资本和弘毅投资在管理基金规模、管理团队素质和投资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；从事房地产业务的融科智地业绩稳定。

公司对化工业务板块的开拓，进一步拓宽了公司投资领域，拟建项目在设计、装备、技术等方面均有较强竞争力，今后，有望为公司带来新的利润增长点。

公司资产规模大，资产流动性较强，债务结构合理，公司投资业务经营状况良好，整体债务水平保持稳定。公司经营活动现金流对本期公司债券覆盖程度高，总体看，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 子公司结构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（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 2-2 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	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 3 公司合并利润及利润分配表

(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 4-1 公司合并现金流量表

(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 4-2 公司合并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
本期公司债券偿债能力			
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	45.68	70.54	82.78
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.99	4.26	2.99
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	3.03	0.68	0.51
EBITDA/本期发债额度	1.49	3.57	3.13

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%
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	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
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 联想控股有限公司 2012 年度 23 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，联想控股有限公司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，据以确认或调整信用等级。

如联想控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如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。

