

## 联想控股(03396)研究

### 1、30.56% 联想集团

一再不被看好的公司，MOTO+THINKPAD，一家最先喊出国际化的老牌“国企”，留着以后慢慢估。现市值港币 750 亿，30.56%约为 230 亿，人民币市值 200 亿，再打个 75 折，姑且算作 150 亿。

### 2、92% 正奇金融

截至 2015 年 6 月末，公司总资产达到 87.02 亿元，净资产 32.58 亿元，累计缴纳税收 4.36 亿元。业务规模达 114.16 亿元，其中融资担保业务在保余额达到 39.87 亿元，发放各类贷款余额 44.55 亿元，租赁业务余额 15.37 亿元，为 2000 多家中小企业提供了融资支持和服务。

	截至二零一二年 十二月三十一日 止年度 (經審核) (人民幣千元)	截至二零一三年 十二月三十一日 止年度 (經審核) (人民幣千元)	截至二零一四年 十二月三十一日 止年度 (經審核) (人民幣千元)	截至二零一五年 九月三十日 止九個月 (未經審核) (人民幣千元)
收入	28,024	548,243	912,370	849,122
淨利潤	8,721	240,541	385,252	337,218
正奇金融股東應佔淨利潤	8,721	240,541	379,729	328,571
總資產	1,910,702	3,867,806	6,791,791	9,027,984
總負債	401,981	2,118,544	4,047,546	5,894,619
所有者權益	1,508,721	1,749,262	2,744,245	3,133,365
正奇金融股東應佔所有者權益	1,508,721	1,749,262	2,647,886	3,037,006

按照 0.6 倍 PB 打折，值 20 亿

### 3、15.33% 汉口银行

项 目	2014年	2013年	2012年
营业收入	5,732,666	5,513,968	4,350,252
归属于公司普通股股东的净利润	1,472,370	2,066,649	1,858,533
归属于公司普通股股东的扣除非经常性 损益的净利润	1,450,200	2,060,734	1,849,430

按照较低的 5 倍 PE，15.33%约为 15 亿

## 4、48% 联保投资集团

联保投资集团是由多家专业保险中介机构和支持性服务企业共同组成，致力于成长为全产业链的大型金融保险服务集团。集团与多家著名高校合作成立了国内领先的多家风险管理研究中心和保险精算机构，拥有领先同业的理论水平和技术实力；研究机构中汇聚了众多享誉世界的权威专家学者，共同为我国风险管理事业发展提供理论指导和技术支持。

截至 2013 年，集团业务规模和营业收入已经连续五年在全国约 400 家保险经纪公司中名列前茅，确立了我国保险经纪行业领头羊的地位。集团还拥有和培养了数万名既熟悉城市风险管理理论，又精通保险服务工作的复合型人才，正在全国 30 余个省市、1700 多个县区为各行各业和千家万户提供卓越的风险管理和保险经纪服务。

於12月31日止年度或截至12月31日												
2012年				2013年				2014年				
歸屬		歸屬		歸屬		歸屬		歸屬		歸屬		
該等公司	權益	該等公司	權益	該等公司	權益	該等公司	權益	該等公司	權益	該等公司	權益	
持有人	應佔	持有人	應佔	持有人	應佔	持有人	應佔	持有人	應佔	持有人	應佔	
淨利潤/ 收入	(虧損)	淨利潤/ 收入	(虧損)	淨利潤/ 收入	(虧損)	淨利潤/ 收入	(虧損)	淨利潤/ 收入	(虧損)	淨利潤/ 收入	(虧損)	
總資產	淨值	總資產	淨值	總資產	淨值	總資產	淨值	總資產	淨值	總資產	淨值	
(人民幣千元)												
正奇 <sup>(1)</sup>	26,264	8,721	1,910,702	1,508,721	495,440	282,153	3,867,806	1,790,874	726,371	379,729	6,791,791	2,689,497
聯保 <sup>(1)(2)</sup>	24,443	(28,947)	615,463	392,893	501,660	41,014	868,631	647,932	592,071	(54,499)	1,142,857	589,558

2012 年末，联想控股收购了从事教育类保险经纪业务的联保投资集团 51% 股权，总代价 6.83 亿元

我們於 2014 年 12 月以約人民幣 52 百萬元的代價轉讓聯保 3% 股 權予獨立第三方思藝和，而我們不再為其單一最大股東。更多詳情，請參閱「歷史及 公司架構—我們的主要附屬公司—重大收購及出售」。截至最後可行日期，我們持有 聯保的 48% 股權，而聯保為我們的聯營公司之一。

公开渠道能够找到的收入资料比较少，在保险经纪行业全国规模约在前三的水平，按净资产，算

5 亿

## 5、36.44% 拉卡拉

准备借壳西藏旅游，收购估值 104 亿，最终能退出多少？打个六折约 21 亿

## 6、10% 苏州信托

14 年利润 5 个亿，13 年利润 3.6 个亿，按 10 倍 PE 估值，10%约为 4 亿

## 7、54.9% 拜博口腔

2014 年，联想控股收购拜博口腔，正式进军现代服务业。其所收购的拜博口腔股权系从多家原股东处受让而来：3 月，从建银国际医疗产业股权投资有限公司收购拜博口腔 21.43% 的股权，对价 2.143 亿元；5 月，从海通开元投资有限公司收购拜博口腔 4.7% 的股权，对价 4700 万元；同为 5 月，从黎昌仁手中收购拜博口腔 14.57% 的股权，对价 1.45 亿元；7 月，对拜博口腔增资 2.1 亿元，将持股比例从 40.7% 提高至 51%；2015 年 1 月，从妆冰冰手中收购拜博口腔 3.896% 的股权，对价 6688.2 万元。综合计算，联想控股收购拜博口腔，市净率大约 1.93 倍。

号称中国最大的口腔机构，联想与 2014 年入股十个亿，目前约两百家门店，因行业较为性感，算 10 亿

## 8、94% 增益供应链

我們通過附屬公司增益從事我們的物流業務。截至最後可行日期，我們擁有增益 94% 的股權。截至 2014 年 12 月 31 日，我們於該業務中已通過股權投資及股東貸款方式 分別投資約人民幣 188 百萬元及人民幣 1,226 百萬元。

没有列出详细收入，保守估值打五折，算 6 亿

## 9、100% 安硕颐和

截至 2014 年 12 月 31 日，我們已向該業務作出股權投資人民幣 200 百萬元，並正在建設 345 間 房間，其中包括 819 張床位，總建築面積約 49,386 平方米。

算 2 亿

## 10、23.87% 神州租车 及 部分 神州专车权益

现阶段国内体量最大的租车公司，现神州租车市值 220 亿，此块估值打五折算 25 亿

## 11、100% 佳沃

经过资产重组，将约 65%的佳沃置换成 43.25%鑫荣懋，鑫荣懋集团是中国最大的水果供应链企业，旗下有“天山一号”、“欢乐果园”等知名品牌。

联想控股设立从事农业投资的二级控股公司—佳沃集团，并于该年 10 月收购了青岛沃林蓝莓果业有限公司 65%股权，代价 5.19 亿元，按照 1.8 倍市净率估值。2013 年 2 月，佳沃集团以 3.79 亿元的总代价，收购了从事猕猴桃种植的四川中新农业科技有限公司的全部股权，市净率 2.65 倍。此外，佳沃还将触角伸向海外，在智利购入了五家农业公司的股权，该等公司分别从事蓝莓、猕猴桃、葡萄、提子、小柑橘、核桃等水果的种植。

农业股我比较看好，整体给予估值 20 亿

## 12、93.3% 丰联 白酒控股平台

2011-2013 年，联想控股陆续收购了四家区域性白酒企业：承德乾隆醉酒业 100%股权、湖南武陵酒 100%股权、安徽文王酿酒 100%股权、曲阜孔府家酒 71.67%股权，其中绝大部分权益的收购发生于 2012 年。根据联想控股的招股书，其 2012 年对酒类企业的并购总对价约为 21.62 亿元，而该等权益对应的净资产为 15.66 亿元。

## 銷售與營銷

下表載列截至2012年、2013年及2014年12月31日止年度，我們四個主要品牌的白酒銷售額：

	截至12月31日		
	2012年	2013年	2014年
	銷售額	銷售額	銷售額
	(人民幣百萬元)		
板城	638	543	511
孔府家	86	261	196
文王	66	361	296
武陵	111	122	103
<b>總計</b>	<b>901</b>	<b>1,287</b>	<b>1,106</b>

该板块持续亏损，并经过数次资产减计，按一倍 PS 估值 10 亿

## 13、 约 100% 融科系

2014 年地产分部净资产约 120 亿，利润 10 亿，其中融科智地（三大地产平台之一）16 年发行公开债 25 亿，其经营情况如下：

	截至二零一二年 十二月三十一日 止年度 (經審計) (人民幣萬元)	截至二零一三年 十二月三十一日 止年度 (經審計) (人民幣萬元)	截至二零一四年 十二月三十一日 止年度 (經審計) (人民幣萬元)	截至二零一五年 九月三十日 止九個月 (未經審計) (人民幣萬元)
收入	737,955.58	889,306.26	1,124,795.43	598,755.92
淨利潤	118,596.41	128,074.58	62,253.40	28,372.40
融科地產股東應佔淨利潤	95,574.26	98,198.79	71,377.65	5,498.78
總資產	2,817,570.59	4,137,897.58	4,276,400.61	4,442,058.55
總負債	2,331,775.35	3,546,782.54	3,646,733.56	3,784,884.55
所有者權益	485,795.24	591,115.03	629,667.04	657,173.99
融科地產股東應佔所有者權益	325,432.24	423,914.37	489,110.85	493,744.18

总建筑面积：

城市	已竣工	在建	未來開發	總計
	(平方米)	(平方米)	(平方米)	
北京	1,079,012	53,092	37,476	1,169,580
天津	672,526	147,855	373,377	1,193,758
杭州	127,004	151,954	277,690	556,648
武漢	462,994	191,821	514,680	1,169,495
重慶	949,837	349,187	908,475	2,207,499
長沙	934,626	153,476	164,556	1,252,658
合肥	513,679	385,270	1,105,682	2,004,631
無錫	319,688	183,397	264,308	767,393
昆明	107,361	266,572	1,086,951	1,460,884
大連	-	196,280	-	196,280
三亞	-	78,398	177,136	255,534
大慶	274,449	14,335	1,339,544	1,628,328
江陰	35,043	66,364	-	101,407
唐山	201,116	-	-	201,116
景德鎮	48,108	-	263,058	311,166
<b>總計</b>	<b>5,725,443</b>	<b>2,238,001</b>	<b>6,512,933</b>	<b>14,476,377</b>

計容總建築面積\*

物業類型	已竣工	在建	未來開發	總計
住宅地產	5,388,232	2,223,666	3,938,980	11,550,878
商業地產	337,211	14,335	2,573,953	2,925,499
寫字樓	337,211	-	-	337,211
產業園	-	14,335	2,573,953	2,588,288
<b>總計</b>	<b>5,725,443</b>	<b>2,238,001</b>	<b>6,512,933</b>	<b>14,476,377</b>

拿地組合涵盖一、二、三线城市，如按照港股最低约 0.4 倍 PB 估值，价值约 50 亿

## 14、 90% 联泓集团

2010年6月，联想控股以3.25亿元的挂牌价格，受让了济宁中银电化有限公司66.66%的国有股权，开始了其在化工能源领域的布局。根据当时的挂牌公告，该等股权对应的净资产为2.91亿元，联想控股3.25亿元的收购价格仅相当于1.12倍市净率。2011年4月，联想控股在化工能源领域再下一城，以3.22亿元的挂牌价格，受让了滕州郭庄煤矿58%的国有股权。之后，联想控股设立了一个二级控股公司—联泓集团，并将所有化工能源类业务纳入该控股平台旗下。

於2014年12月31日，我們已向我們的 化工業務作出總投資額約人民幣3,637.2百萬元，包括股權投資人民幣360百萬元及股東 貸款人民幣3,277.2百萬元。

	截至2014年12月31日止年度				
	收入	毛利*	毛利率*	利潤／ (虧損)	純利／ (損)率*
	(人民幣千元)				
<b>戰略投資</b>					
IT	272,343,938	37,700,433	13.8%	5,410,915	2.0%
金融服務	1,318,443	-	-	1,079,881	-
現代服務	853,407	170,229	19.9%	1,072,984	-
農業與食品	1,531,323	523,277	34.2%	(948,216)	(61.9%)
房地產	11,498,478	3,615,378	31.4%	982,694	8.5%
化工與能源材料	1,908,500	94,339	4.9%	(768,647)	(40.3%)
<b>財務投資</b>	21,743	-	-	2,112,910	-
未分攤	-	-	-	(1,120,350)	-
<b>總計</b>	<b>289,475,832</b>	<b>43,142,029</b>	<b>14.9%</b>	<b>7,822,171</b>	<b>2.7%</b>

淨資產／(負債)  
截至2014年12月31日  
(人民幣百萬元)

戰略投資	
IT <sup>(1)</sup>	23,982.51
金融服務	7,098.96
現代服務	2,707.82
農業與食品	(868.93)
房地產	12,111.07
化工與能源材料	(139.58)
戰略投資小計	44,891.85
財務投資	30,537.47

该板块持续亏损多年，经过多次减计后净资产记录为负值。。价值姑且不计

## 15、 50.77% 星恒电源

投入比较小，前期主营业务以电动自行车为主，据说成立了苏州星恒研究锂电池方向，但是目前看不到大的发展和收益，最近引入了新的战略投资者股权进一步摊薄，但是并没有找到明确的披露信息，价值姑且不计。

## 16、 100% 联想之星

管理 15 亿 RMB 天使基金，比较难找到相关公开资料，就算 5 亿

## 17、 20% 君联资本

[http://file.neeq.com.cn/upload/disclosure/2015/2015-11-27/1448609777\\_294397.pdf](http://file.neeq.com.cn/upload/disclosure/2015/2015-11-27/1448609777_294397.pdf)

根据君联资本的招股说明书，联想拥有 LP 权益 3.91 亿美元以及 15.54 亿人民币，另外此君联资本实为阉割版，许多投资项目并没有纳入本次新三板的 IPO，君联资本过往的 IRR 约为 35%，3.91 亿美元+15.54 亿 RMB 约等于 41 亿 RMB，本部分价值至少为 60 亿



## 18、20% 弘毅投资

弘毅投资为联想集团的投资旗舰

联想控股的投资旗舰

联想控股的招股书显示，弘毅投资自成立以来共募集了 5 只美元基金、3 只人民币基金。截至 2014 年末，弘毅投资管理的美元基金总额为 41.62 亿美元，管理的人民币基金总额为 153.44 亿元，二者合计折合人民币超过 400 亿元。弘毅的美元基金总额中，联想控股实际出资 6.9 亿美元，占比 16.58%；弘毅的人民币基金总额中，联想控股实际出资 34.73 亿元，占比 22.63%（表 1）。

表 1 :弘毅投资基金募集情况

美元基金(亿美元)			
基金名称	设立时间	认缴额	实缴额
Hony International Limited	2003.12	0.29	0.29
Hony Capital II, L.P.	2004.7	0.87	0.87
Hony Capital Fund III, L.P.	2006.9	5.8	6.13
Hony Capital Fund 2008, L.P.	2008.5	13.98	15.83
Hony Capital Fund V, L.P.	2011.8	23.68	18.50
<b>美元基金总额</b>		<b>44.62</b>	<b>41.62</b>
<b>其中：联想控股出资</b>		<b>7.08</b>	<b>6.90</b>
<b>占比</b>		<b>15.87%</b>	<b>16.58%</b>
人民币基金(亿元)			
基金名称	设立时间	认缴额	实缴额
弘毅投资产业一期基金(天津)(有限合伙)	2008.4	50.26	49.95
北京弘毅贰零壹零股权投资中心(有限合伙)	2010.10	99.65	93.15
弘毅一期(深圳)夹层投资中心(有限合伙)	2013.5	10.40	10.34
<b>人民币基金总额</b>		<b>160.31</b>	<b>153.44</b>
<b>其中：联想控股出资</b>		<b>36.10</b>	<b>34.73</b>
<b>占比</b>		<b>22.52%</b>	<b>22.63%</b>

弘毅最早的两期美元基金规模很小，分别只有 2900 万美元和 8700 万美元，基本全部来自于联想控股的投入。之后弘毅投资的基金募集规模逐次提高，除了联想控股的出资之外，美元基金的出资人（LP）还包括高盛、淡马锡、斯坦福大学基金、加拿大养老基金等境外资本，人民币基金的出资人还包括全国社保基金、中国人寿等。

联想控股除了以 LP 的身份向弘毅投资的各基金出资，还在 GP（普通合伙人）中持股 20%。这意味着，联想控股不仅可以以 LP 的身份分享基金的投资收益，还可以以 GP 股东的身份分享 GP 所收取的基金管理费以及投资收益佣金。

联想控股的招股书披露，弘毅投资自成立以来累计投资项目超过 80 个，截至 2014 年末已经完成 23 家公司的退出，但并未进一步披露所投项目的详情。

弘毅投资在其官网上披露了部分投资项目，共计 38 个（表 2）。新财富的统计显示，这 38 个项目投资金额大小不一，投资额最少是对中国玻璃控股有限公司的投资，仅为 650 万元，其他多数都在 1 亿元至数亿元区间；当然，也有一个项目豪掷几十亿乃至上百亿的大手笔投资，比如以 48.78 亿元投资新华人寿保险，以 9 亿英镑（折合人民币 95.5 亿元）投资英国 Pizza Express 公司。

2011年1月	广东好帮手电子科技股份有限公司	2.178亿元	民企成长
2011年3月	西安三角航空科技有限责任公司	不详	国企改制
2011年5月	常州恐龙园股份有限公司	不详	民企成长
2011年6月	耀华玻璃集团及北方玻璃集团	不详	国企改制
2011年7月	毅德国际控股有限公司	8000万美元	民企成长
2011年7月	深圳市顺电连锁股份有限公司	1.63亿元	民企成长
2011年8月	石家庄鸿锐集团有限公司	不详	民企成长
2011年8月	东海观光株式会社	1.18亿美元	跨境并购
2011年10月	融众资本投资集团有限公司	1.548亿美元	民企成长
2011年12月	弘业期货股份有限公司	1.435亿元	国企改制
2012年5月	海昌控股有限公司	0.8亿美元+0.38亿港元	民企成长
2012年7月	浙江越王珠宝有限公司	1.736亿元	民企成长
2012年7月	苏宁云商集团股份有限公司	12亿元	民企成长
2012年12月	中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司	13.49亿港元	国企改制
2013年4月	上海城投控股股份有限公司	17.93亿元	国企改制
2014年3月	STX Entertainment	不详	跨境并购
2014年5月	Deem	5000万美元	跨境并购
2014年6月	上海锦江国际酒店发展股份有限公司	15.08亿元	国企改制
2014年7月	Pizza Express	9亿英镑	跨境并购

注：该等案例为弘毅投资官网披露，投资金额由新财富网公开资料整理

<http://www.55188.com/thread-7011617-1-1.html> 一份比较好的弘毅研究报告

由此可见，联想控股在弘毅投资除了有 20%的 GP 权益，另还有 6.9 亿美元+34.73 亿 RMB 的 LP 权益，总投资约为 80 亿 RMB。本部分是否有已完全退出并且清盘的基金尚不可知，给予保守再保守的估值 80 亿

## 19、翼龙贷、时趣、闻康集团、云农场、酒便利

联想控股新进入的投资，投资总额超过 20 亿，仅给予 20 亿估值

因此对于联想控股保守估值为：

$150+20+15+5+21+4+10+6+2+25+20+10+50+5+60+80+20=503$  亿

截止 2016 年 3 月 16 日，联想控股收盘价为 18.5，现,市值仅为 435 亿港币，按今天 HKD: RMB=0.84 计算，合 RMB=365.4 亿

买入计划:

基于以上毛估，我暂拟在 18.5、17.5、16、14、12 分 5 档最高买入 10%，并依据 15 年年报披露后对此计划进行调整。

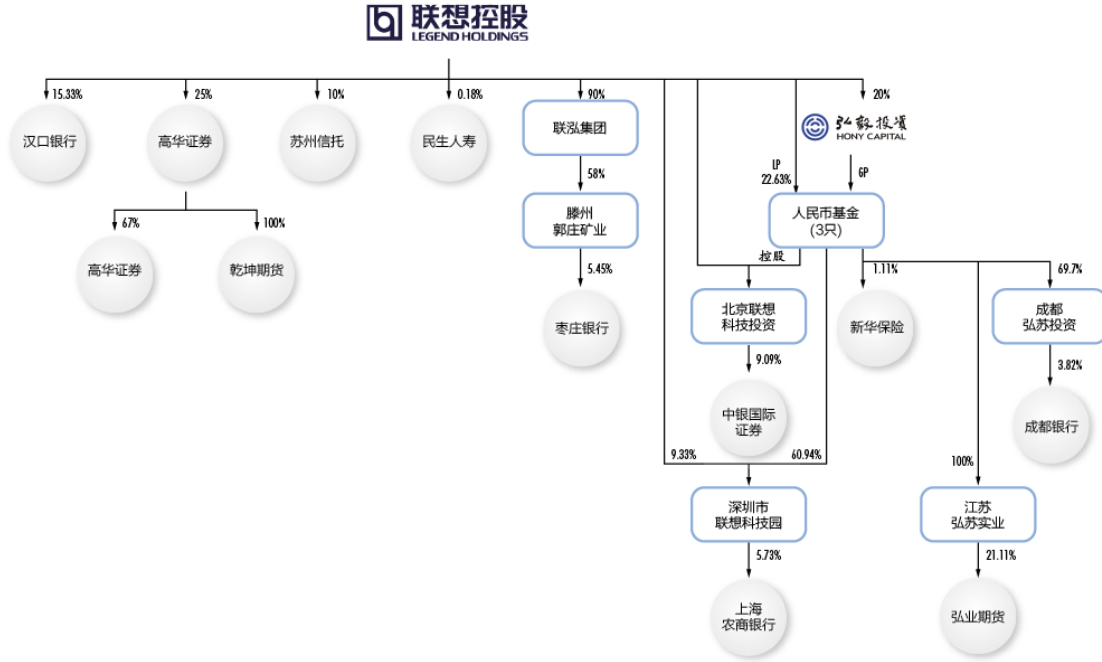
BY: Cheney

## 20、 联想起整体图表

<http://www.xcf.cn/tt2/201507/W020150709376268878075.jpg>

## 21、 金融板块

图2 :联想控股所持有的传统金融机构



## 22、 历年投资

表1 :联想系历年所入股金融机构一览

时间	所入股金融机构	入股方式	持股主体	投资金额	股权比例
2002年	民生人寿	发起设立	联想控股	0.034亿元	0.39%
2004年	高华证券	发起设立	联想控股	2.68亿元	25%
2005年	国民人寿	发起设立	联想控股	0.75亿元	15%
2007年	嘉禾人寿(原国民人寿)	增资扩股	联想控股	0.45亿元	15%
2008年	苏州信托	增资扩股	联想控股	1.19亿元	10%
2009年	汉口银行	增资扩股	联想控股	11.39亿元	17.99%
2010年	中银国际证券	受让	北京联想科技投资	9亿元	12%
2010年	上海农商银行	增资扩股	深圳市联想科技园	18.57亿元	5.73%
2011年	新华保险	受让 + 增资扩股	河北德仁投资	48.78亿元	9%
2011年	成都银行	受让	成都弘苏投资	6.08亿元	3.82%
2011年	弘业期货	增资扩股	江苏弘苏实业	2.246亿元	21.11%
2011年	枣庄银行	间接受让	滕州郭庄矿业	—	5.45%
2012年	苏州信托	增资扩股	联想控股	0.23亿元	10%

数据来源 :据相关金融机构年报及公开资料整理

