

上海汽车集团股份有限公司分离交易可转换公司债券 2009 年跟踪评级报告

发行主体	上海汽车集团股份有限公司		
担保主体	上海汽车工业（集团）总公司		
发行规模	人民币 63 亿元并附送认股权证		
存续期限	自本次债券发行之日起 6 年		
上次评级时间	2008 年 7 月 15 日		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

上海汽车	2006	2007	2008	2009.Q1
所有者权益(亿元)	377.01	430.06	385.37	404.34
总资产(亿元)	839.24	1018.15	1078.57	991.69
总债务(亿元)	83.06	153.36	144.41	141.22
营业收入(亿元)	195.59	1043.84	1058.92	272.15
营业毛利率(%)	12.93	14.01	11.66	12.08
EBITDA(亿元)	20.31	86.86	1.55	11.60
净资产收益率(%)	3.63	12.58	-2.21	8.96
资产负债率(%)	55.08	57.76	64.27	59.23
总债务/EBITDA(X)	4.09	1.77	93.41	3.04
EBITDA 利息倍数(X)	20.42	11.71	0.45	7.57
上汽集团	2006	2007	2008	
所有者权益(亿元)	559.45	634.47	590.05	
总资产(亿元)	1444.75	1677.44	1751.97	
总债务(亿元)	300.47	332.84	333.37	
营业收入(亿元)	1719.49	1453.04	1729.30	
营业毛利率(%)	19.37	18.15	17.16	
EBITDA(亿元)	132.72	92.35	74.23	
净资产收益率(%)	11.43	0.12	-5.99	
资产负债率(%)	61.28	62.18	66.32	
总债务/EBITDA(X)	2.26	3.60	4.49	
EBITDA 利息倍数(X)	11.62	5.47	3.26	

注：1. 公司 2007 年后的财务报表按《企业会计准则（2006）》编制，
2006 年数据采用 2007 年年初数
2. 公司 2009 年 1 季度报表未经审计

分析师

喻瀚林 hlyu@ccxr.com.cn

鲁 秦 qlu@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

2009 年 6 月 12 日

基本观点

上海汽车集团股份有限公司（以下简称“公司”）2008 年受全球金融危机影响销售放缓，同时受韩国双龙汽车进入回生程序、证券投资收益减少等多种因素影响，公司盈利能力大幅降低，当年仅取得归属于母公司所有者的净利润 6.56 亿元，较上年大幅减少 85.84%；进入 2009 年后，公司经营效益快速回升。

中诚信评估肯定了公司持续领先的市场地位和规模优势，不断完善的产业链结构，较强的自主研发实力，以及上汽集团较强的担保实力；但也同时关注到宏观经济及汽车行业回暖具有不确定性，公司 2008 年经营效益大幅下滑，对韩国双龙汽车计提大额减值损失，以及较大的资本支出计划可能导致的财务压力等负面因素，这些都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

中诚信评估维持本次分离交易可转换公司债券债券信用等级为 AAA，维持公司主体信用等级 AAA，评级展望稳定。

正 面

- 领先的市场地位和规模优势。公司是国内最大的汽车和乘用车生产商之一，规模优势明显，国内市场占有率不断增长，在行业整合加速的背景下，规模竞争力有望进一步发挥。
- 产业链结构进一步完善。公司拥有国内最大的整车产品销售与服务网络，以及与整车开发密切相关的零部件体系和汽车金融业务对整车业务的支持，有利于提高整体抵御市场风险能力。
- 自主研发实力较强。公司已初步构建起自主品牌全球研发体系框架，上海大众、上海通用等合资企业的研发实力也不断壮大，有利于公司技术创新能力的持续提高。
- 担保实力。上汽集团作为我国最大的乘用车集团，在行业内和上海市均具有重要地位，预计将长期得到各级政府和相关部门的支持，具备很强的综合实力，其提供的担保能够为本期债券的偿还提供有力保障。

关 注

- 经济及汽车行业回暖的不确定性。虽在政策推动下，近期国内汽车产销保持在较好水平，但市场消费信心仍显不足。在经济回暖不确定性较大的情况下，提振需求的政策延续性亦值得关注，汽车行业景气度回转的持续度尚有待观察。
- 经营效益大幅下滑。受汽车消费需求降低、证券市场下滑、双龙汽车进入回生程序的影响，2008年，公司取得归属于上市公司股东的净利润为6.56亿元，同比大幅下降85.84%。
- 韩国双龙汽车进入回生程序。2009年2月6日，韩国双龙汽车正式进入企业回生程序。2008年和2009年1季度，公司分别对韩国双龙汽车计提了30.76亿元和2.8亿元长期股权投资减值准备，我们将持续关注未来韩国双龙汽车回生进展及其经营业绩造成的影响。
- 通用汽车公司申请破产保护。2009年6月1日，通用汽车公司启动了法院监管下的公司重建程序。公司与通用汽车在华的合资企业经过多年的本土化发展，独立性均相对较强且具备可持续发展的竞争力，本次通用汽车在美国启动的重建程序对公司相关合资企业的经营不构成实质性影响。我们对通用汽车公司破产保护的进程继续保持关注。
- 较大的资本支出计划。公司未来在自主品牌汽车上将较大的研发和扩产投入，如果新产品开发和市场销售不能取得预期效果，将增大公司财务压力。

募集资金使用情况

根据公司公布的《上海汽车集团股份有限公司认股权和债券分离交易的可转换公司债券募集说明书》(以下简称“《募集说明书》”),本次发行分离交易可转债的募集资金包括发行募集资金和行权募集资金。发行募集资金 63 亿元,行权募集资金不超过 63 亿元。本次募集资金拟用于公司乘用车自主品牌建设项目、商用车收购兼并项目、增资上汽财务公司、偿还金融机构贷款。

截至目前,扣除 0.567 亿元中介费用后的实际募得资金使用情况如下:

公司于 2007 年 12 月 27 日向上海汽车集团财务有限责任公司增资 20 亿元;于 2008 年 1 月上旬偿还金融机构贷款 20 亿元;截止 2008 年 12 月底,自主品牌建设一期项目共使用募集资金 8.37 亿元,运动型多用途乘用车项目共使用募集资金 1.086 亿元,技术中心一期项目共使用募集资金 2.37 亿元。

截至 2008 年底,募集资金使用金额为 51.826 亿元,募集资金的用途符合《募集说明书》的规定,且项目进展也正在按合同规定推进中。

特别关注

双龙汽车进入回生程序¹对公司的影响大部分已在 2008 年体现,未来影响有限

受全球经济衰退影响,公司持股 51.33%的韩国双龙公司出现了严重的流动性危机并导致其财务状况恶化,经营陷入严重困境。2009 年 1 月 9 日,韩国双龙汽车申请进入回生程序,公司随之失去对其的控制权;2009 年 2 月 6 日,韩国双龙汽车正式进入企业回生程序。从 2009 年开始,双龙汽车不再并入公司报表,转以成本法核算。

2008 年和 2009 年 1 季度,公司分别对其计提了 30.76 亿元和 2.8 亿元长期股权投资减值准备,相较公司初始投资成本 36.18 亿元而言,已大部分计提。中诚信评估认为,韩国双龙汽车依然具备恢复正常经营的可能,公司的损失也或将降低;另外,

¹注:按照韩国法律规定,企业回生程序是指在法院的主导下,调整股东、债权人等利害关系人的法律关系,促使面临危机的企业恢复经营的一种法定程序。根据回生计划方案,在企业完成既定目标或复核法律规定的要求时,法院可决定终结企业回生程序,企业恢复正常经营;也可在企业没有回生可能的情况下废止回生程序。企业回生程序最长时间可达 10 年。

韩国双龙汽车 2008 年经营情况不佳,合并报表后对公司经营业绩造成负面影响,2009 年之后该影响将消除。我们将持续关注未来在韩国双龙汽车回生过程中公司的资产减值损失计提情况及其经营业绩造成的影响。

通用汽车申请破产保护对公司营运不构成影响

公司下属上海通用是与通用汽车公司的合资公司,也是公司重要的利润贡献企业之一。2009 年 6 月 1 日,通用汽车公司(下简称“通用汽车”)向美国破产法院提交了书面申请,启动了法院监管下的公司重建程序。根据重建方案,原通用汽车在华合资企业的股权、资产、品牌和技术等都将进入一个全新公司。预计整个重组过程会在 60~90 天内完成。通用汽车中国公司亦宣布,通用中国的长期战略不会改变;合资企业的股权结构和投资、产销计划不会有任何变化;管理层、员工、经销商体系不会有任何变化;供应商的关系不会变化,所有账款的账期不会有变化。

中诚信评估认为,一方面,公司与通用汽车在华的合资企业如上海通用汽车有限公司等,已经过了多年的本土化发展,独立性均相对较强且具备可持续发展的竞争力;另一方面,在通用汽车申请破产保护后,原公司的负担有望剥离,企业内部机构调整与改革能够使得通用汽车更具竞争力,合资企业的可持续发展能力会更强。因此,本次通用汽车在美国启动的重建程序对公司相关合资企业的经营不构成实质性影响,但我们也将对通用汽车公司破产保护的进程保持关注。

行业分析

中国汽车行业经过 2008 年低谷,2009 年呈现复苏态势

2008 年下半年,随着金融危机对实体经济影响的深化,中国经济增长放缓,中国汽车产销结束了近年来高速增长的势头,行业经济效益增速明显减缓,出口增势受到较大抑制。2008 年全年,中国汽车累计产销 934.51 万辆和 938.05 万辆,同比增长 5.21%和 6.70%,成为自 1999 年后首次增幅低于 10%的年份。在销售总额增长率放缓的同时,整车生产

企业经营效益也大幅下滑（表 1）。

表 1：2006 年以来整车生产企业经营效益数据

	2006 年 11 月	2007 年 11 月	2008 年 11 月	2009 年 2 月
累计企业单位数	258	286	308	339
累计产品销售收入(亿元)	7342	9373	10757	1564
累计产品销售收入比去年同期增长(%)	29	28	15	-13
累计利润总额(亿元)	345	556	632	42
累计利润总额比去年同期增减(亿元)	111	210	18	-60
资产负债率(%)	57	57	55	54

注：国家统计局自 2007 年开始，将按月公布的数据改为按季公布，仅公布 2、5、8、11 月数据。

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

汽车产业调整振兴规划短期提振效用明显，行业产销呈结构性增长

2009 年，“汽车产业调整振兴规划”在行业内忧外患的状态下出台，短期政策主要包括鼓励小排量汽车消费、给予老旧汽车报废等税收及补贴政策；中长期政策包括推进汽车产业重组、支持企业自主创新和技术改造、实施新能源汽车战略、支持汽车生产企业发展自主品牌、加快汽车及零部件出口基地建设、发展现代汽车服务业、完善汽车消费信贷等。即稳定汽车产业需求，调整产品结构和产业结构，以增强企业素质和国际竞争力，促进汽车产业和国民经济平稳较快发展。

从近五个月的产销数据看，“汽车产业振兴规划”中培育汽车消费市场、提升消费信心上的短期政策目标已初步体现，再加之“汽车下乡”等政策的出台、成品油价格处于相对低位等因素，中国汽车行业景气度逐月攀升。根据中国汽车工业协会统计，2009 年 1~5 月汽车产销 483.77 万辆和 495.68 万辆，分别同比增长 11.10%，和 14.29%（表 2）。特别是 2009 年 3~5 月，中国汽车销售创记录的连续三个月超过 100 万辆。从产销种类上看，受益于政策偏向，乘用车产销增长明显好于商用车，低端车、小排量车销量表现突出，产销结构性增长明显。

表 2：近年中国汽车产销量数据

时间	汽车产量		汽车销量	
	年度累计 (万辆)	同比增长 率(%)	年度累计 (万辆)	同比增长 率(%)
2003 年	444.37	35.20	439.08	34.21
2004 年	507.05	14.11	507.11	15.50
2005 年	570.77	12.56	575.82	13.54
2006 年	727.97	27.32	721.6	25.13
2007 年	888.24	22.02	879.15	21.84
2008 年	934.51	5.21	938.05	6.70
2009 年 1~5 月	483.77	11.10	495.68	14.29

资料来源：Wind 资讯，中诚信评估整理

中诚信评估认为，在经济回暖不确定性较大的情况下，市场消费信心仍显不足，虽在政策推动下，近期国内汽车产销保持在较好水平，但在未来一段时间内，提振需求的政策延续性值得关注，汽车行业景气度回转的持续度亦有待观察。

行业兼并重组将加速、产业集中度将提高

在全球汽车行业不景气的背景下，汽车产业振兴规划中提出推进企业兼并重组，不仅可以提升行业集中度，且在大型龙头企业完善产业链、提升自主品牌市场地位、增强国际市场竞争能力的同时，有效解决行业产能结构性过剩问题。

中诚信评估认为，行业内的兼并和重组涉及到地方政府利益的再分配，相关配套措施的完善程度将在较大程度上影响规划的具体实施效果，但对于具有较大规模、较完整产业链的企业而言，在行业低谷期，通过兼并重组扩大生产规模、完善产品结构，将具有良好机会。

业务运营

公司的主要收入来源包括整车、零部件、金融服务等业务，同时公司享有对上海通用、上海大众等合营企业的投资收益权。2008 年，虽在全球金融危机影响下，公司面临了一定的经营压力，但仍完成整车销售 182.62 万辆，同比增长 8.03%，整车销量仍位居国内汽车大集团首位；国内整车销量²173.3 万辆，其中乘用车 102.5 万辆，同比增长 1.9%，商用车 70.8 万辆，同比增长 28.1%；国内市场占有率

² 注：不含韩国双龙汽车

18.5%，比上一年度增加 0.8%。2009 年 1 月至 5 月，公司累计销售汽车 100.40 万辆，同比增长 26%，远高于全国平均水平（表 3）。

表 3：2006 年~2009 年前 5 月公司汽车销量情况

	单位：万辆			
	2006	2007	2008	2009.1~5
乘用车销量	91.52	113.74	112.24	53.90
商用车销量	42.88	55.31	70.38	46.50
整车销售合计	134.41	169.05	182.62	100.40

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

乘用车

2008 年，在较为困难的经营环境下，公司仍然保持了在乘用车领域突出的规模优势，2008 年，上海大众和上海通用稳居轿车市场份额的前三位。2008 年公司乘用车销量达到 112.24 万辆，继续保持国内市场领先地位。

表 4：2006 年~2009 年 1 季度公司乘用车销量情况

	单位：万辆			
	2006	2007	2008	2009.Q1
荣威	—	1.65	2.60	1.45
名爵	—	—	0.95	0.33
上海大众	34.91	45.64	49.01	13.72
上海通用	41.10	49.68	44.48	11.31

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

上海大众方面。2008 年上海大众销售汽车 49.01 万辆，同比增长 7.38%。随着斯柯达晶锐、新领域和斯柯达昊锐等新车型的上市，上海大众的车型储备得以有效补充，为其保持良好经营效益打下基础。

上海通用方面。2008 年上海通用除部分换代车型如新凯越、新乐骋外没有新车上市，车型相对匮乏，造成其当年销量同比下滑 10.47%，全年为 44.48 万辆。2009 年，新君威上市后销售情况较好，科鲁兹及新君越亦将丰富公司车型。在全国乘用车销售回暖的情况下，上海通用 2009 年 1~3 月销量分别为 3.41 万辆、3.40 万辆和 4.50 万辆，和去年同期相比增长率分别为-28%、-12%和 9%，销量环比快速增长。

自主品牌方面。2008 年公司相继推出了荣威 750-1.8T、荣威 550-1.8T、1.8VCT、名爵 MG3SW、MGTF、MG7AT 等多款新车型，平台化生产布局基本完成，资源整合也正加快进行。从目前来看，名爵销售情况仍不甚理想，2009 年 1 季度共计销售 0.33 万辆；截至 2008 年底，荣威品牌累计签约经销

商 157 家，名爵 MG 品牌累计签约经销商 87 家，经销网络已初步覆盖中国大陆除西藏外的所有省级行政区域，2008 年销量合计为 2.6 万辆。荣威 550 自 2008 年 7 月至今，销售情况一直较好，在其拉动下，2009 年 1 季度，荣威销售 1.45 万辆，同比增长 484.92%，环比增长 60.04%。

研发方面，2008 年公司研发费用支出 29.11 亿元，占公司营业收入的 2.76%。公司自主品牌荣威 750 轿车开发、上海通用 Park Avenue 林荫大道自主创新开发获得上海市科学技术奖励委员会颁发的 2008 年度上海市科学技术进步奖，2008 年获得高新技术企业资格，巩固了公司的行业技术领先地位。

中诚信评估认为，2008 年是公司乘用车销售的低谷期，进入 2009 年后，合资及自主品牌销售均恢复到良好水平。同时我们也关注到，虽然目前未来随着新品持续投入、销量的上升以及费用化的下降，自主品牌经营效益将逐步提升。

商用车

商用车一直是公司相对薄弱的环节。2008 年和 2009 年 1 季度公司商用车销售分别为 70.38 万辆和 25.84 万辆（表 5）。作为公司商用车销售的主要构成，上海通用五菱 2008 年共计销售微型车 60.97 万辆，其中微型客车 54.52 万辆，占全国市场份额的 52%。我们注意到，上海通用五菱的销量虽然领先，但受产品结构制约，销售收入并不占优势。

表 5：公司近年商用车销量情况

	单位：万辆			
	2006	2007	2008	2009.Q1
微型车	42.01	52.03	60.97	23.10
轻型客车	0.40	0.34	2.50	0.62
跃进轻卡	—	—	4.27	1.55
大中型客车	0.26	0.28	0.28	0.03
载重车	0.20	2.66	2.36	0.54
合计	42.87	55.31	70.38	25.84

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

2008 年初上海汽车收购跃进汽车集团持有的南京汽车集团有限公司（以下简称“南汽集团”）100% 股权，并从 2008 年 4 月 1 日开始纳入合并报表。南汽集团以轻卡、轻客等商用车业务见长，目前主要产品为货车、中型和轻型客车、以及名爵系列自主品牌轿车、2008 年南汽集团销售客车 2.68 万辆、货

车 4.27 万辆，并表后的 9 个月为公司带来 5.65 亿元亏损。中诚信评估认为，公司收购南汽集团后，商用车业务短板将得到较大提升，但由于目前国家扶持政策主要偏向乘用车，商用车的销售在短期内难以快速提升；同时，公司本部与南汽集团间仍处于管理融合期，协同效应释放尚需一定时日。

零部件业务

公司零部件业务主要为公司下属整车生产企业配套。所生产产品主要为整车生产所需的核心零部件，产品系列较为完整，有利于发挥公司的协同效应和同步开发能力。同时，公司还向第三方客户销售一定比例的汽车零部件，并计划在未来提高向第三方供货的比例。

表 6：2008 年公司零部件销量统计

部分	主要产品大类	销量	与上年变动情况
动力总成部分	变速箱总成	35.6	-8.7%
底盘系统部分	前桥总成	47	-6%
	后桥总成	93.3	4.8%
汽车电子部分	电子控制单元	289	14.2%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

截至 2008 年 12 月 29 日，公司收购上海柴油机股份有限公司（以下简称“上柴股份”）已完成过户手续，公司目前持有上柴股份 50.32% 股份。中诚信评估认为，该项收购将加快公司核心零部件业务的发展，收购完成后公司将拥有自主品牌的发动机，与公司现有产品互补，满足商用车业务全面发展需要，有利于构建商用车领域的核心零部件体系，提高公司在商用车领域的产业规模和市场竞争力，发展自主品牌的商用车。

金融业务

公司下属的上海汽车集团财务有限责任公司（以下简称“上汽财务公司”）作为公司开展金融业务的平台，业务规模逐年增加，经营情况良好。截至 2008 年底，上汽财务公司总资产规模达到 259.63 亿元，对个人贷款 1.73 亿元，对经销商贷款 5.49 亿元。2008 年上汽财务公司实现投资收益（税前）8.10 亿元，全年实现净利润 6.95 亿元。

整体而言，2008 年公司受外部经济环境及内部

大幅整合的双重影响，整体经营状况有所下滑。但我们认为，公司保持了突出的行业地位，尤其在乘用车领域优势较为明显；同时公司具有较完整的产业链布局和较高的零部件配套自给率，横向和纵向控制市场的能力都比较强，有利于规模效益和协同效应的发挥，抵御市场波动风险能力较强。2009 年以来，乘用车行业有所回暖，公司经营情况快速扭转，体现出很强的市场竞争实力。

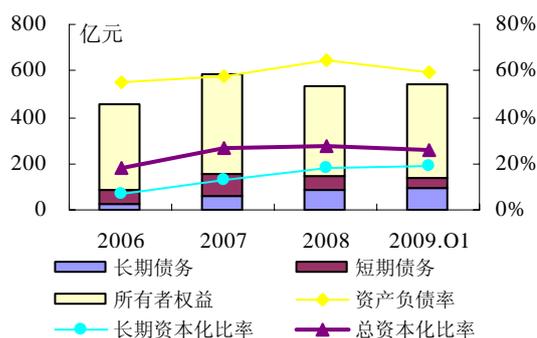
财务分析

以下我们的分析基于上海汽车集团股份有限公司经由德勤华永会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2007 年、2008 年财务报告，以及 2009 年 1 季度未经审计的财务报告；所有 2006 年数据均采用 2007 年年初数。

资本结构

2008 年，公司合并报表中韩国双龙汽车计提存货跌价准备 2.8 亿元、固定资产减值准备 28.46 亿元，使公司资产总额较上年有所减少；2009 年，韩国双龙汽车不再纳入公司合并报表，受此影响，截至 2009 年 3 月末公司总资产为 991.69 亿元，较 2007 年末减少 2.60%。资产负债率和总资本化比率分别为 59.23% 和 25.89%，负债水平处于可控范围（图 5）。

图 5：2006~2009.Q1 公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

2008 年以来，公司持续调整债务结构，短期债务由 2007 年末的 91.53 亿元减少至 2009 年 3 月末的 47.72 亿元；2008 年 12 月，公司 60 亿元人民币 3 年期中期票据在中国银行间市场交易商协会成功注册，第一期 20 亿元中期票据于 2008 年 12 月 26 日发行完毕，主要用于替换短期银行借款，在节省公司财务费用的同时有效增加了长期债务在总债务

中的占比，使公司在较长建设周期中资金的稳定性增加。

公司后续 40 亿元中期票据的发行将主要用于替换银行借款，有利于公司债务结构的持续改善。另外，本次分离交易可转债附属的 22,680 万份权证行权期为 2009 年 12 月 31 日至 2010 年 1 月 7 日，按照行权价格 26.97 元计算，若全部行权，公司可募集权益资本 61.17 亿元。截至 2009 年 5 月末，公司 A 股股价为 15 元/股左右，远低于行权价格。中诚信评估将持续关注行权募集资金的获取对公司未来资本支出及投资规划的影响。

盈利能力

2008 年，公司累计实现营业总收入 1058.92 亿元，比上年同期小幅增加 1.44%，其中整车业务实现收入 849.35 亿元，零部件业务实现收入 183.62 亿元，另有销售材料及废料等其他业务收入合计 21.08 亿元。2008 年，公司上述经营性业务延续了上年的亏损，达到 25.23 亿元，主要原因包括：2008 年前三季度原材料价格大幅上涨制约了获利空间、自主轿车品牌研发投入仍较大、市场前期开拓费用较多、上汽集团原有业务经营情况欠佳，并入公司后对利润产生负面影响。预计公司未来较长时期内自有业务仍处于培育阶段，合资业务将继续是公司的主要盈利来源。

2008 年，公司取得投资收益 44.89 亿元，较上年的 65.78 亿元大幅下滑。究其原因，一方面，2008 年上海通用等合营企业销售情况不佳，贡献的投资收益为 38.07 亿元，同比大幅下降 19.6%；另一方面，资本市场低迷使得公司非经常性投资收益下降幅度明显，其中交易性金融资产投资亏损 2.1 亿元。在对韩国双龙汽车计提 30.76 减值准备后，公司 2008 年亏损 8.50 亿元，取得归属于母公司的净利润 6.56 亿元，较上年大幅减少 85.84%。

进入 2009 年后，乘用车市场有所回暖，公司合营企业经营情况迅速好转，自主品牌销量亦持续增加；同时，韩国双龙汽车对公司经营效益的负面影响已大部分在 2008 年体现，2009 年第 1 季度公司取得归属于母公司所有者的净利润 6.27 亿元。

整体而言，公司凭借其在规模、品牌、质量、

产品线等多方面的优势，市场占有率和销售收入均持续提高，未来随着韩国双龙汽车对经营业绩影响的逐渐消除、自主品牌的不断成熟及对南汽集团等企业的整合效应显现，每年实现的利润有望稳定增长。

偿债能力

2008 年，由于市场情况不佳，公司控制了扩张速度，债务规模较上年有所减少，2008 年底总债务规模为 144.41 亿元。

在盈利下滑的情况下，公司 EBITDA 主要靠利息和折旧支撑，2008 年仅为 1.55 亿元，较上年同期大幅下降。总债务/EBITDA 上升至 93.41 倍，资产负债率也从 2007 年底的 57.76% 上升至 64.27%。

从 2009 年情况看，不再合并韩国双龙汽车后，公司总债务规模持续下降，而 1 季度公司 EBIT 已达到 11.60 亿元，盈利能力大幅回升。我们认为，未来公司的 EBITDA 仍将对债务的偿付提供较强保障。

表 7：2006 年~2008 年 1 季度公司债务压力变化

	2006	2007	2008	2009.Q1
总债务(亿元)	83.06	153.36	144.41	141.22
长期债务(亿元)	26.12	61.83	82.79	93.50
EBITDA(亿元)	20.31	86.86	1.55	11.60*
总债务/EBITDA(X)	4.09	1.77	93.41	-
资产负债率(%)	55.08	57.76	64.27	59.23
总资本化比率	18.05	26.29	27.26	25.89

注：*不含折旧与摊销

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

未来公司将进行自主品牌建设、乘用车及商用车收购兼并、技术中心等项目的资本投入，预计总投资金额达 153.12 亿元。中诚信评估认为，如果公司新产品开发和市场销售不能取得预期效果，大规模的资本支出计划将增大其财务压力。

在或有负债方面，截至 2008 年末，公司对外提供担保 48.03 亿元，对内提供担保 0.03 亿元，合计担保总额占公司净资产比例为 13.84%。其中，对外担保全是为上海通用汽车金融有限责任公司（简称“上汽金融”）提供的担保，公司持有上汽金融 40% 的股份，具有较强的影响力，目前上汽金融经营情况良好，公司或有风险较小。

整体而言，在消费需求下降、国内品牌和其他

国外品牌汽车的竞争压力日益加剧的情况下，公司受投资量较大、资本支出较大、收购兼并整合期较长等影响，短期内面临一定的资金压力。从长期来看，随着公司新投资项目和兼并收购项目的收益逐渐体现，其偿债能力将逐渐得到改善。

担保实力

本期债券由上海汽车工业（集团）总公司（以下简称“上汽集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

公司控股股东上汽集团是上海市国有资产监督管理委员会全资所属且直接管理的国有企业(非公司法人)，系中国三大汽车集团之一。作为上海市汽车产业的主要运营实体，上汽集团在上海市国资委下属企业中具有突出的地位。目前上汽集团总收入约占上海市工业总产值的 10%，上海市政府对集团的人员、管理、发展方针等多方面提供了有力支持。2008 年，上汽集团实现营业总收入 1729.30 亿元，取得归属于母公司的净利润 3.67 亿元。

除上海汽车外，上汽集团拥有数十家参控股汽车零部件企业、形成了门类较齐全、产业链较完整的零部件产业体系。上汽集团和管理架构上，以汽车整车主辅业为标准，形成以上海汽车为核心、其他企业提供辅助性服务的二级架构。

2008 年 8 月，经国务院国有资产监督管理委员会批准，上海久事公司、上海交通投资(集团)有限公司和申能(集团)有限公司分别将持有的上海巴士实业(集团)股份有限公司³(以下简称“巴士股份”)的 338,116,196 股、72,363,107 股和 31,331,231 股无偿划转给上汽集团；巴士股份向上汽集团发行 1,110,637,737 股人民币普通股购买上汽集团旗下的 23 家零部件企业资产。完成上述股份无偿划转和非公开发行登记后，巴士股份总股本为 2,583,200,175 股，上汽集团持有巴士股份 1,552,448,271 股，占巴士股份总股本的 60.10%，为巴士股份第一大股东。在资产重组完成后，巴士集团由公交业务为主整体转型为独立供应汽车零部件业务的企业。中诚信评估认为，巴士集团的资产重组使上汽集团旗下主要的零部件企业具有了统一经营的平台，一方面可通

过打造面向全球汽车零部件供应链体系的大型汽车零部件上市公司而获益，另一方面对上海汽车的整车业务亦将提供更为系统的支持。

经营效益方面，与上海汽车相同，受全球金融危机和国内汽车市场下滑的影响，行业竞争加剧，同时 2008 年前三季度原材料价格上涨导致产品销售利润率下降，加之因韩国双龙汽车进入回生程序而计提的资产减值损失，2008 年上汽集团营业利润为-25.25 亿元，仅取得归属于母公司所有者的净利润 3.67 亿元。

近三年，上汽集团资产总额保持良好的增长态势，截至 2008 年底，上汽集团（合并口径）资产总额达到 1751.97 亿元，同比增长 4.44%；由于债务规模的不断增加，负债水平有所上升，2008 年资产负债率和总资本化比率分别达到 66.32% 和 36.10%，但其 EBITDA/利息支出和总债务/EBITDA 分别为 3.26 和 4.49，利息支付能力仍然很强。

表 8：2006~2008 年上汽集团债务压力变化

	2006	2007	2008
长期债务（亿元）	86.22	85.53	101.85
总债务（亿元）	300.47	332.84	333.37
资产负债率（%）	61.28	62.18	66.32
长期资本化率（%）	13.35	11.88	14.72
总资本化比率（%）	34.94	34.41	36.10
EBITDA/利息支出	11.62	5.47	3.26
总债务/EBITDA	2.26	3.60	4.49

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

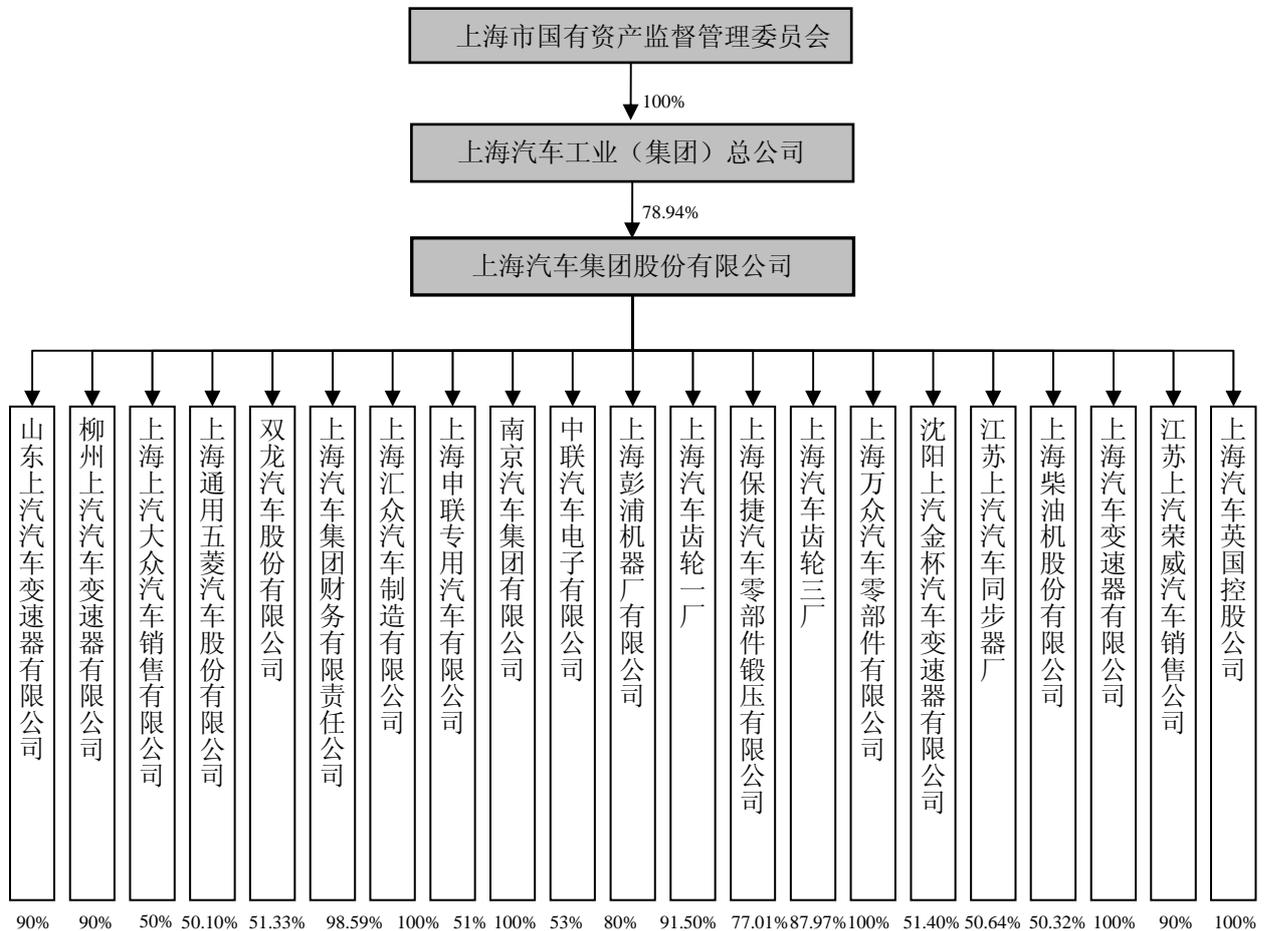
中诚信评估认为，上汽集团作为我国最大的乘用车集团，产业链逐步完善，产品谱系扩大，研发实力较强。上汽集团在行业内和上海市均具有重要地位，预计将长期得到各级政府和相关部门的支持，具备很强的综合实力，其提供的担保能够为本期债券的偿还提供有力保障。

结 论

中诚信评估维持上海汽车集团股份有限公司主体级别 **AAA**，本次分离交易可转换公司债券的债项级别 **AAA**，评级展望稳定。

³ 现已更名为华域汽车系统股份有限公司

附一：上海汽车集团股份有限公司股权结构图（截至 2008 年 12 月 31 日）



附二：上海汽车集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2006	2007	2008	2009.Q1
货币资金	1,361,178.99	1,662,007.58	2,217,420.70	2,600,080.06
应收账款净额	223,269.87	419,656.09	285,989.22	333,928.49
存货净额	565,029.77	785,141.13	744,214.52	576,570.97
流动资产	4,020,070.50	5,457,486.85	5,597,157.60	4,976,433.33
长期投资	2,279,414.00	2,210,797.43	2,443,620.15	2,636,571.26
固定资产合计	2,020,691.18	2,403,573.92	1,843,758.81	1,865,069.79
总资产	8,392,414.24	10,181,548.76	10,785,664.86	9,916,926.97
短期债务	569,438.08	915,283.28	616,222.76	477,220.79
长期债务	261,168.26	618,280.79	827,884.89	934,996.85
总债务(短期债务+长期债务)	830,606.33	1,533,564.07	1,444,107.64	1,412,217.64
总负债	4,622,269.48	5,880,920.77	6,931,990.70	5,873,544.47
所有者权益(含少数股东权益)	3,770,144.77	4,300,627.99	3,853,674.17	4,043,382.50
营业总收入	1,955,949.79	10,438,425.27	10,589,225.50	2,721,504.98
三费前利润	245,359.92	1,391,925.45	1,156,000.64	298,701.19
投资收益	199,724.20	657,752.82	448,936.90	108,082.59
净利润	136,672.22	540,823.68	-85,006.07	90,534.02
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	203,098.03	868,618.41	15,459.78	115,964.28
经营活动产生现金净流量	585,828.33	37,560.75	1,166,984.04	325,218.61
投资活动产生现金净流量	-94,362.63	-487,038.30	-423,640.65	-115,037.79
筹资活动产生现金净流量	541,734.63	672,662.17	-85,014.87	115,738.96
现金及现金等价物净增加额	1,036,723.51	211,942.62	635,670.24	325,635.47
财务指标	2006	2007	2008	2009.Q1
营业毛利率(%)	12.93	14.01	11.66	12.08
所有者权益收益率(%)	3.63	12.58	-2.21	8.96
EBITDA/营业总收入(%)	10.38	8.32	0.15	4.26
速动比率(X)	0.86	0.96	0.88	0.94
经营活动净现金/总债务(X)	0.71	0.02	0.81	0.92
经营活动净现金/短期债务(X)	1.03	0.04	1.89	2.73
经营活动净现金/利息支出(X)	58.89	0.51	33.70	21.24
EBITDA 利息倍数(X)	20.42	11.71	0.45	7.57
总债务/EBITDA(X)	4.09	1.77	93.41	3.04
资产负债率(%)	55.08	57.76	64.27	59.23
总债务/总资本(%)	18.05	26.29	27.26	25.89
长期资本化比率(%)	6.48	12.57	17.68	18.78

注：公司 2007~2009 年 1 季度财务报表根据《企业会计准则 2006》编制，2006 年数采用 2007 年期初数。

附三：上海汽车工业（集团）总公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2006	2007	2008
货币资金	2,507,822.59	2,813,365.75	3,179,283.04
应收账款净额	831,652.81	1,051,800.05	752,178.86
存货净额	1,668,424.98	1,756,440.83	1,878,907.25
流动资产	7,671,146.33	9,613,932.55	9,564,802.38
长期投资	1,227,249.51	1,164,506.41	1,159,953.55
固定资产合计	4,873,784.08	5,098,385.99	5,075,992.16
总资产	14,447,500.19	16,774,387.52	17,519,716.92
短期债务	2,142,411.88	2,473,070.95	2,315,227.09
长期债务	862,243.59	855,316.10	1,018,485.20
总债务（短期债务+长期债务）	3,004,655.47	3,328,387.04	3,333,712.29
总负债	8,853,032.01	10,429,675.43	11,619,253.66
所有者权益（含少数股东权益）	5,594,468.18	6,344,712.08	5,900,463.26
营业总收入	17,194,895.39	14,530,353.08	17,293,016.68
三费前利润	2,943,407.74	2,328,914.84	2,598,973.68
投资收益	364,393.90	28,744.88	185,867.98
净利润	639,464.72	7,643.15	-353,436.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,327,178.95	923,485.63	742,340.44
经营活动产生现金净流量	1,938,572.49	1,442,508.04	1,574,639.96
投资活动产生现金净流量	-936,479.51	-1,274,896.74	-1,433,281.06
筹资活动产生现金净流量	-373,727.29	5,403.56	144,546.32
现金及现金等价物净增加额	635,596.23	156,176.21	259,304.47
财务指标	2006	2007	2008
营业毛利率（%）	19.37	18.15	17.16
所有者权益收益率（%）	11.43	0.12	-5.99
EBITDA/营业总收入（%）	7.72	6.36	4.29
速动比率（X）	0.81	0.88	0.80
经营活动净现金/总债务（X）	0.65	0.43	0.47
经营活动净现金/短期债务（X）	0.90	0.58	0.68
经营活动净现金/利息支出（X）	16.97	8.54	6.92
EBITDA 利息倍数（X）	11.62	5.47	3.26
总债务/EBITDA（X）	2.26	3.60	4.49
资产负债率（%）	61.28	62.18	66.32
总债务/总资本（%）	34.94	34.41	36.10
长期资本化比率（%）	13.35	11.88	14.72

附四：基本财务指标的计算公式

$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入净额} - \text{营业成本}) / \text{营业收入净额}$$

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$

$$\text{成本费用率} = (\text{营业成本} + \text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{营业费用}) / \text{营业收入净额}$$

$$\text{净资产收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$

$$\text{总资本回报率} = \text{EBIT} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益})$$

$$\text{收现比} = \text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入净额}$$

$$\text{盈利现金比率} = \text{经营活动净现金流} / \text{净利润}$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{营业收入净额} / \text{应收账款余额}$$

$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本} / \text{存货余额}$$

$$\text{流动资产周转率} = \text{营业收入净额} / \text{流动资产余额}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{保守速动比率} = (\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{短期投资}) / \text{流动负债}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{总资本} = \text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$

$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益})$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益})$$

$$\text{强制性现金支付比率} = \text{现金流入总额} / (\text{经营现金流出量} + \text{偿还债务本息付现})$$

$$\text{现金流动负债比} = \text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$$

$$\text{到期债务本息偿付率} = \text{经营活动净现金流} / (\text{本期到期债务本金} + \text{现金利息支出})$$

$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。