

上海汽车

600104

中性/ 维持评级

股 价	2009/01/10
RMB5.83	

基础数据

总股本（百万股）	6551
流通 A 股（百万股）	3276
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	19099

财务数据

市净率 (X)	1.05
TRACING P/E (X)*	12.83
EPS (元)	0.34
股息率 (%)	3.6

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 姚宏光
 +755 - 82492723
 yaohg@lhqz.com

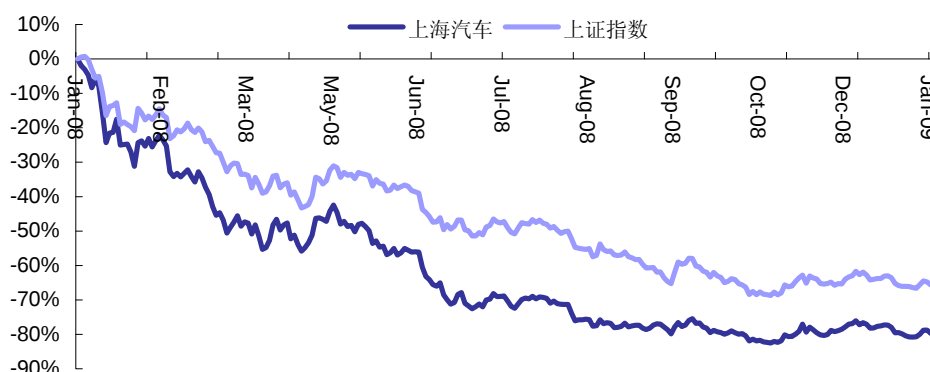
算是个好消息，但短期估值有压力

子公司双龙汽车进入回生程序公告点评

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E
营业收入(百万元)	104083.6	81581.6	117954	135647
(+/-%)	433.1	6.4	13.0	15.0
归属母公司净利润(百万元)	4634.7	2226.0	1968	2012
(+/-%)	241.8	-42.7	-57.5	1.0
EPS(元)	0.71	0.34	0.30	0.31
P/E(倍)	8.2	17.2	19.4	19.2

- 公司公告称，为了重整企业，韩国双龙汽车株式会社董事会于 1 月 8 日做出决议，同意该公司按照韩国法律的相关规定向韩国当地法院申请进入企业回生程序，并且已于 2009 年 1 月 9 日向法院提交了相关申请。
- 受全球金融危机冲击，2008 年双龙的销量同比下降 29.6%至 9.27 万辆，而 2008 年 12 月份的数据显示，其销量仅为 5540 辆，同比下降了 52.5%。2008 年双龙营业亏损预计将达到 10 亿元。
- 双龙强势的工会组织使得上汽通过降低生产成本以提升其市场竞争力的努力在过去 2 年里收效甚微，而且，由于强烈的民族主义情绪，并购之后的双龙和上汽在产品、技术、市场及产业资源方面等所有领域都几乎无法实现共享，并购价值被最大程度的给予了折扣。
- 申请进入企业回生程序（破产保护）对上汽的积极的意义在于：经营前景无法乐观，通过破产甩脱包袱长期看可能是更理性的选择，虽然这可能为上汽带来约 18 亿的股权价值的账面损失；也可能是借此而有效削弱工会的谈判力量；购入英国罗孚资产及与南汽合并的战略性举动，加之长期与大众及通用合作获得的技术及人力资源储备，使得双龙在上汽体系中的价值持续下降。
- 短期看，如果最坏的结果出现，上汽所持双龙汽车账面 18.5 亿元股权价值全部损失，意味着上汽每股净资产将减少 0.28 元，这对以低 PB 支撑的估值将造成短期压力，维持“中性”建议。

最近 52 周股价表现



公司公告称，为了重整企业，韩国双龙汽车株式会社董事会于 1 月 8 日做出决议，同意该公司按照韩国法律的相关规定向韩国当地法院申请进入企业回生程序，并且已于 2009 年 1 月 9 日向法院提交了相关申请。

双龙汽车是专营 SUV 的汽车制造商，其产品逾 50% 用于出口，欧洲是其最大的市场。受全球金融危机冲击，2008 年双龙的销量同比下降 29.6% 至 9.27 万辆，其中韩国本土的销量为 3.92 万辆，出口量为 5.35 万辆。而 2008 年 12 月份的数据显示，其销量仅为 5540 辆，同比下降了 52.5%。2008 年双龙营业亏损预计将达到 10 亿元。

急剧衰退的市场需求导致双龙深陷困境，但原因并不仅限于此。双龙强势的工会组织使得上汽通过降低生产成本以提升其市场竞争力的努力在过去 2 年里收效甚微，而且，由于强烈的民族主义情绪，并购之后的双龙和上汽在产品、技术、市场及产业资源方面等所有领域都几乎无法实现共享，并购价值被最大程度的给予了折扣。

我们预计 2009 年双龙汽车产品销量将继续有 10%~15% 左右下滑，经营性亏损将继续攀升。申请进入企业回生程序（破产保护）对上汽的积极的意义在于：经营前景无法乐观，通过破产甩脱包袱长期看可能是更理性的选择，虽然这可能为上汽带来约 18 亿的股权价值的账面损失；也可能是借此而有效削弱工会的谈判力量；购入英国罗孚资产及与南汽合并的战略性举动，加之长期与大众及通用合作获得的技术及人力资源储备，使得双龙在上汽体系中的价值持续下降。

依靠新产品的投放，2009 年上海通用和上海大众在低迷的市场环境中看似可勉强维持产销和盈利的平衡，最大的隐忧依旧来自本部自主品牌轿车业务的亏损，包括了南汽并入的资产业务。估计 2008 年上汽自主品牌业务的亏损额将超过 10 亿元，预计 2009 年自主品牌研发投入将增加 4~5 亿至 15 亿元左右，但自主产品的销售目前还看不到有大幅改善的迹象，预计亏损额将继续扩大。

短期看，如果最坏的结果出现，上汽所持双龙汽车账面 18.5 亿元股权价值全部损失，意味着上汽每股净资产将减少 0.28 元，这对以低 PB 支撑的估值将造成短期压力，维持“中性”建议。

表 1 产品销量预测			单位：万元	
	2008 年	同比增长	2009 年	同比增长
上海通用	44.6	-7%	46	3.1%
上海大众	47.2	8.3%	49.5	4.9%
双龙汽车	9.3	29.6%	8	-14.0%
母公司	2.6	53.6%	3.5	34.6%
通用五菱	63.7	12%	67	5.2%
其中				
微型客车	54.3	17%	58	6.8%
微型货车	6.6	15.1%	6.8	3.0%
微型轿车	3.5		3.9	10%

数据来源：联合证券研究所预测

表 2 重要分部的盈利预测 单位: 亿元

	2007 年	2008 年	同比增长	2009 年	同比增长
上海通用	70	50	-14.30%	50	9%
上海大众	22	33	25%	35	10%
双龙汽车	0.65	-10		-15	
母公司	-14	-15		-18	
通用五菱	7.5	8.0	7%	8.0	0%

数据来源: 联合证券研究所预测

表 3 盈利预测表 单位: 亿元

	2006	2007	2008E	2009E
一、营业总收入	19559	104384	114822	120564
其中: 营业收入	19524	104084	114362	120164
利息收入	35	263	460	400
二、营业总成本	19950	105269	116789	122158
其中: 营业成本	16996	89529	101211	105744
利息支出	34	231	300	322
营业税金及附加	76	704	820	805
销售费用	1213	8591	8023	8009
管理费用	1350	5374	5475	6328
财务费用	99	741	960	950
减: 资产减值损失	183	96	71	0
加: 公允价值变动收益	-144	-115	-120	0
加: 投资收益	1997	6576	4750	4513
其中: 对联营企业及合营企业投资收益	1788	4554	4100	4200
三、营业利润	1462	5575	2593	2918
营业外收支	-127	-276	220	0
四、利润总额	1335	5850	2813	2918
减: 所得税费用	-32	442	420	440
五、净利润	1367	5408	2393	2478
归属于母公司所有者的利润	1356	4635	1968	2012
少数股东损益	11	774	425	466
综合 EPS	0.36	0.71	0.30	0.31

数据来源: 联合证券研究所预测

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。