

2009-01-11

汽车制造

上海汽车 600104.SH

弃鸡肋短痛, 强国内长优

◇ 事件: 公司韩国子公司双龙汽车宣布进入企业回升程序

◆ 双龙汽车宣布进入企业回升程序, 上海汽车可能丧失 18.51 亿元权益

按照韩国法律规定, 企业回升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。上海汽车于 2006 年成为韩国双龙控股股东, 目前持有其 51.33% 的股份。截止 2008 年 11 月 30 日, 按中国会计准则, 上海汽车拥有的韩国双龙的权益为 18.51 亿元 (未经审计)。因此, 公司最大的损失可能就是损失 18.51 亿元的权益, 折合每股 0.28 元。

◆ 双龙汽车遭受汽车市场萎缩, 08 年大幅亏损 10 亿, 09 年预计没有改善

双龙汽车是以生产 SUV 为主的汽车制造厂商, 主要市场在韩国和欧洲, 由于世界金融危机的影响, 汽车销量同比负增长 30%, 08 年按权益预计大幅亏损达到 10 亿元, 由于主要市场 09 年的经济形势依旧不振, 因此, 09 年利润损失没有任何改善的可能。

◆ 技术和市场共享存在重大分歧, 协同效应丧失, 双龙已成鸡肋

按照上汽的产品和市场布局, 双龙 SUV 可以在国内生产, 而荣威的轿车也可以转入韩国生产, 利用双龙的全球市场渠道, 建立国际化经营的道路。由于对技术和市场的共享产生了重大分歧, 因此, 两国两地的协同效应丧失, 面对经营情况日益恶劣的双龙汽车, 我们认为双龙已成为鸡肋, 放弃鸡肋, 承认失败对于上汽来说不啻是件好事。

◆ 国际化经营需要考虑当地的政治、法律、文化和风俗等因素

国际化经营是件听起来很美的事情, 但国际化经营需要考虑所在国的政治、法律、文化和风俗对企业运营的影响。我们一直认为国内企业暂时没有能力去收购和经营成熟汽车市场的汽车厂商, 因为当地的经营商经营不下去, 外来的和尚更没有能力改善这种局面。

◆ 立足于国内市场的上海汽车龙头风范依旧, 我们坚持看好上汽

上海汽车是国内汽车产品链条最完备, 布局最完整的企业, 麾下上海通用和上海大众一直稳居国内轿车企业产销量三甲行列, 上汽集团的盈利能力也是国内汽车集团的翘楚, 因此我们认为, 股价跌破净资产的上海汽车就是价值被低估, 从上海汽车的盈利能力来说, 净资产负增长的可能性很小。

◆ 下调 08 年上海汽车的盈利预测, 维持上海汽车增持的评级

由于双龙汽车申请回升程序可能带来上汽的权益损失, 考虑到财务回溯原则, 我们下调了上海汽车 08 年的盈利预测, 我们预计公司 08 年每股盈利 0.08 元, 每股净资产 5.32 元, 而 09 年由于可能避免了双龙汽车的亏损带来的业绩影响, 我们预计公司每股盈利 0.50 元, 每股净资产 5.80 元, 相对于 09 年的 PE 和 PB 分别为 11.6 倍和 1 倍, 维持公司增持的评级。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600104	上海汽车	5.83	0.71	0.08	0.50	增持

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	5.83 元
目标价格	7.50 元
目标期限	12 个月

分析师:

杨华超

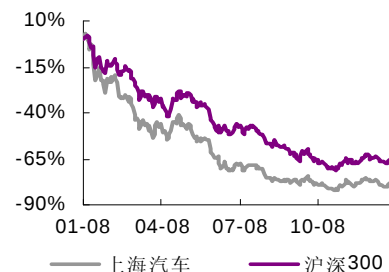
021-22169163

yanghc@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	6,551
总市值(百万元)	38,193
流通比例(%)	50.01%
12 个月最高/最低 (元)	28.38/4.78
近 3 月日均成交量(百万股)	15.16
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司

股价表现 (12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.80	1.88	-12.82
绝对收益	-10.30	2.47	-79.00

相关报告:

2009 年 1 月 7 日 汽车行业年度策略

分析师介绍

杨华超，上海交通大学供应链管理博士研究生、工商管理硕士和工学学士。曾在多家世界五百强公司工作，如德尔福、英格索兰和上汽。对企业运营和企业改善有着多年的管理经验，在汽车行业有着多年的从业经验。

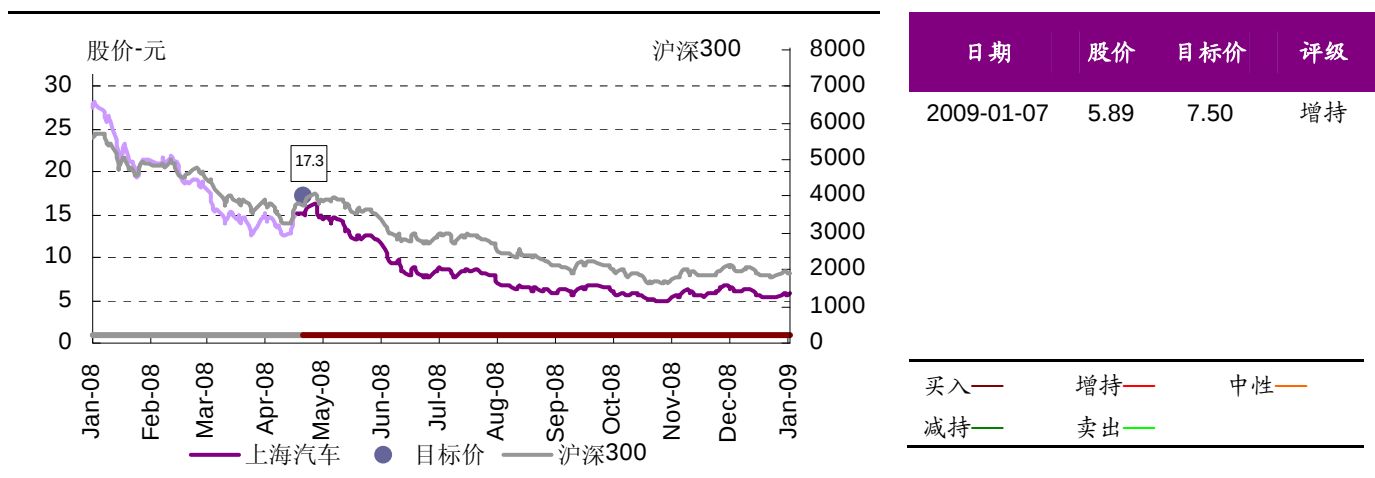
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

上海汽车（600104）

分析师：杨华超



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。