

上海汽车 (600104)

损失低于预期，恢复买入评级

— 双龙汽车进入回生程序点评

姓名 张立平
86-10-5836 2780
zhanglp@bhq.com

投资要点:

- 公司 10 日公告，韩国双龙汽车 2009 年 2 月 6 日发布了其接到韩国首尔中央地方法院的决定书，批准其依据韩国相关法律的规定进入企业回生程序的公告，法院指定前现代汽车公司社长李裕一与双龙汽车公司常务负责人朴永台共同担任法院托管责任人，双龙将于 2009 年 5 月 22 日举行第一次关系人会议。
- 双龙破产可能性不大，将进行债务重组或引进新的战略投资者；
从韩国政府、债权银行等多方面的利益来看，双龙破产都不是一个好的选择，我们认为双龙将通过债务重组或者引进新的战略投资者从而重新获得流动性，走出困境；
- 上汽暂时失去控制权，进一步注资的可能性不大；
双龙汽车公司在 4 月底前需要偿还的债务达 1500 亿韩元（约 1.1 亿美元），而目前该公司拥有的现金仅 400 亿韩元；我们从上汽方面了解到，上汽向双龙进一步提供资金的可能性非常小，这就意味着不管是债务重组还是引进新的战略投资者，上汽的控制权旁落的可能性都会很大。
- 资产减值损失小于预期，08 年有大额计提
截至 2008 年 11 月 30 日，公司拥有双龙汽车 18.51 亿的权益，我们了解到公司可能会按 18.51 亿元权益的 60-70% 计提减值损失，额度在 10-12 亿元，按 12 亿计算削薄 08 年 EPS0.16 元。
- 调整盈利预测，恢复买入评级
我们下调 2008 年 EPS 至 0.19 元，上调 09-10 年 EPS 至 0.49 元、0.6 元，上调幅度分别为 25%、13%。
1 月 12 日公司公告双龙申请进入回生程序后，我们为规避风险把公司评级从买入下调至卖出，目前双龙事件对公司的影响已基本确定，公司 09 年动态 PE 为 15.4X，考虑到公司为 PB 最低的汽车股之一，且公司业绩存在反转机会，给予 09 年 20 倍 PE 估值，上调投资评级至买入，目标价 9.8 元。

评级:

买入

上次评级: 卖出

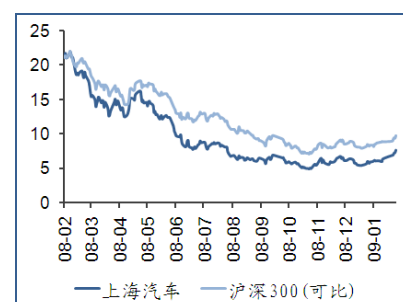
目标价格: ¥9.8

上次预测: ¥5.3

当前价格: ¥7.55

2009.2.10

52 周股价走势



公司简介

上海汽车是国内最大的汽车公司，旗下的上海大众、上海通用是国内最优秀的乘用车制造商，上汽汽车则专注于自主品牌乘用车的开拓；上汽通用五菱是微车领域的霸主，公司通过并购南汽集团、重庆红岩，实现了在商用车领域的全面布局。

相关报告

《自主品牌亏损加大，并购整合面临考验——上海汽车中报点评》
《公司经营处于最困难的时期——上海汽车三季报点评》

公司点评报告

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	19,559	104,384	109,645	117,234	129,474
(+/-)%	206%	434%	5%	7%	10%
经营利润 (EBIT)	-74	186	-1308	-528	-396
(+/-)%	-146%	-349%	-805%	-60%	-25%
净利润	1356	4635	1218	3211	3949
(+/-)%	23%	242%	-74%	164%	23%
每股净收益 (元)	0.21	0.71	0.19	0.49	0.60
每股股利 (元)	0.16	0.21	0.06	0.15	0.18
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	13.11%	14.23%	12.28%	12.87%	12.87%
ROE (%)	3.60%	10.78%	2.80%	6.90%	7.93%
ROIC (%)	-0.18%	0.32%	-1.96%	-0.73%	-0.53%
PE	36.48	10.67	40.60	15.40	12.53
PB	1.31	1.32	1.31	1.22	1.13
EV/EBITDA	87.43	21.54	28.92	16.28	12.96

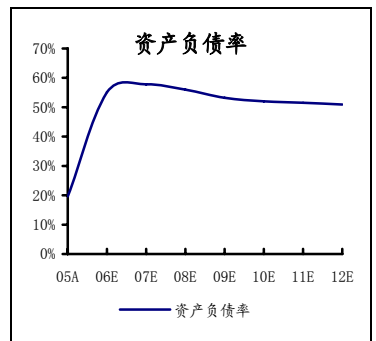
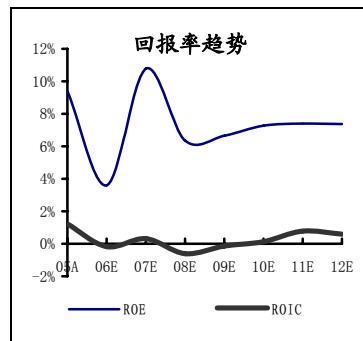
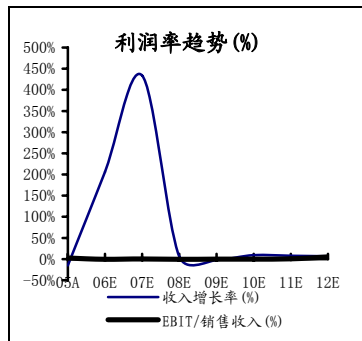
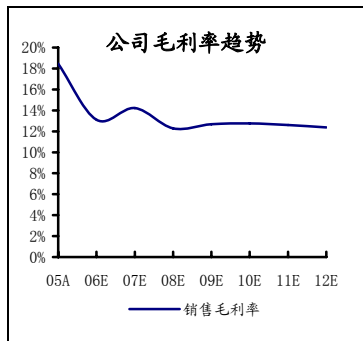
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	13612	16620	21929	23447	25895	营业收入	19559	104384	109645	117234	129474
应收票据	9928	11759	12617	13490	14898	营业成本	16996	89529	96179	102141	112812
应收账款	2233	4197	4506	4818	5321	营业税金及附加	76	704	739	791	873
预付款项	1145	1665	2224	2818	3473	销售费用	1213	8591	8552	9086	9969
其他应收款	730	770	877	938	1036	管理费用	1350	5374	5482	5744	6215
存货	5650	7851	8432	8955	9890	财务费用	99	741	529	258	189
其他流动资产						资产减值损失					
产	1012	278	232	167	61		183	96	1200	0	0
长期股权投资						公允价值变动收益					
资	20202	19416	19416	19416	19416		-144	-115	0	0	0
固定资产	16230	17446	18371	18701	18723	投资收益	1997	6578	4200	4800	5520
在建工程	2874	4451	3750	3506	3553	汇兑收益	-1	-3	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	1462	5575	1163	4014	4936
无形资产	988	1769	1592	1415	1238	营业外收支净额	-127	276	270	0	0
长期待摊费用						税前利润					
用	13	11	10	9	8		1335	5850	1433	4014	4936
资产总计	83924	101815	104042	107762	113594	减：所得税	-32	442	143	602	740
短期借款	1227	2292	7635	5929	5070	净利润	1367	5408	1290	3412	4195
应付票据	3656	2475	2658	2823	3118	归属于母公司的净利润	1356	4635	1218	3211	3949
应付账款	13156	16384	17128	18190	20090	少数股东损益	11	774	72	201	247
预收款项	2328	3352	4449	5621	6916	基本每股收益	0.21	0.71	0.19	0.49	0.60
应付职工薪酬						稀释每股收益					
酬	824	963	963	963	963		0.21	0.71	0.19	0.49	0.60
应交税费	501	397	397	397	397	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	2564	3221	3221	3221	3221	成长性					
其他流动负债											
债	11	17	18	18	19	营收增长率	206.2%	433.7%	5.0%	6.9%	10.4%
长期借款	90	175	175	175	175	EBIT 增长率	-145.7%	-349.4%	-804.8%	-59.6%	-25.1%
预计负债	618	684	684	684	684	净利润增长率	22.7%	241.8%	-73.7%	163.6%	23.0%
负债合计	46223	58809	60545	61219	63819	盈利性					
股东权益合计											
计	37701	43006	43496	46543	49775	销售毛利率	13.1%	14.2%	12.3%	12.9%	12.9%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	6.9%	4.4%	1.1%	2.7%	3.0%
净利润	1367	5408	1290	3412	4195	ROE	3.6%	10.8%	2.8%	6.9%	7.9%
折旧与摊销											
销	597	2086	3003	3354	3709	ROIC	-0.18%	0.32%	-1.96%	-0.73%	-0.53%
经营活动现金流											
金流	5858	376	2693	2308	2540	估值倍数					
投资活动现金流											
金流	-944	-4870	1368	1539	1919	PE	36.5	10.7	40.6	15.4	12.5
融资活动现金流											
金流	5417	6727	1248	-2330	-2011	P/S	2.5	0.5	0.5	0.4	0.4
现金净变动	10332	2232	5309	1518	2448	P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
期初现金余额											
额	2330	13612	16620	21929	23447	股息收益率	0.0%	1.7%	2.1%	0.7%	1.9%
期末现金余额											
额	12662	15844	21929	23447	25895	EV/EBITDA	87.4	21.5	28.9	16.3	13.0

DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	18564.6	-130835.6	-52803.7	-39559.8	-26372.0	-10527.5	35591.8	54208.3	72040.8	70378.8	65214.6
所得税	1403.3	-13083.6	-7920.6	-5934.0	-5274.4	-2105.5	7118.4	13552.1	18010.2	17594.7	16303.6
NOPLAT	-7620.9	17161.3	-117752.1	-44883.2	-33625.9	-21097.6	-8422.0	28473.5	40656.2	54030.6	52784.1
营运资金净变动	324947.8	-313112.5	188384.0	10288.6	-375.7	9422.8	18656.2	34647.0	61425.7	61381.0	60023.9
资本支出	-279308.9	-304978.4	-326088.0	-360133.1	-392694.9	-423329.1	-446005.3	-456237.7	-467673.9	-481313.5	-497416.6
自由现金流	-366700.5	65984.7	-25295.9	-23213.5	3953.4	35095.7	107539.8	180197.6	227439.2	257935.9	284819.4

WACC	8.8%	Ke	11.2%
永续增长率	1%	Kd	5.8%
终值	134267.3	t	10%
企业价值	6375654.9	Rf	4%
非核心资产价值	4156439.2	E(Rm)	0.1
债务价值	1865076	Rm - Rf	6%
股权价值	4510577.9	D/A	27.4%
股本	655102.91	E/A	72.6%
每股价值	6.8852967	Beta	1.20

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	7.32%	7.50	7.73	8.00	8.31	8.69
	7.82%	7.15	7.35	7.57	7.83	8.13
	8.32%	6.85	7.02	7.20	7.42	7.66
	8.82%	6.59	6.73	6.89	7.06	7.27
	9.32%	6.36	6.48	6.61	6.76	6.93
	9.82%	6.15	6.25	6.37	6.50	6.64
	10.32%	5.96	6.05	6.15	6.26	6.39



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与策略研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn