

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年2月9日

巴士股份(600741.SH)/5.28元

华丽转身后，投资价值凸显

工业·汽车零部件

目标价位：7元

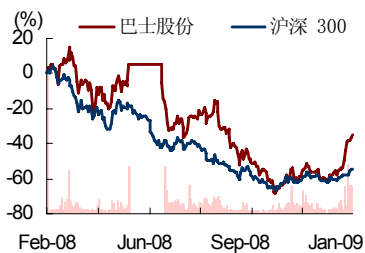
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2181
总股本(万股)	147256
已上市流通股(万股)	113445
总市值(亿元)	77
流通市值(亿元)	59
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	2.9
资产负债率	58.2%
主要股东	上海久事公司
主要股东持股比例	23.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	63	-15	-35
相对表现	49	5	21



相关报告

- 1、《2009年汽车行业投资策略报告》
2008/12/17
- 2、《2008年汽车行业投资策略报告》
2008/1/9
- 3、《2007年四季度汽车行业投资报告》
2007/10/12
- 4、《2007年中期汽车行业策略报告》
2007/6/25
- 5、《上海汽车(600104) - 最优秀的国际化本土汽车企业》
2007/6/18
- 6、《一汽轿车(000800) - 自主品牌将成为未来利润增长点》
2007/3/2
- 7、《从产业发展现状，寻找综合实力较强企业》
2007/1/22

我们认为资产重组有望二季度前完成，巴士股份将华丽转身成为国内汽车零部件龙头企业之一。资产置入合资零部件企业资质良好，在国内经营时间相对较长，依托上汽集团整体实力，盈利能力有较强保证。目前 PB 估值偏低，低于行业平均水平，首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。

- **原有业务盈利能力逐渐下降。**公司现有业务是公交客运和出租车业务，受制于上海市政府“努力降低市民出行成本、提高公共交通社会效益”的政策，且面对轨道交通扩容、经营成本上升等问题，公司盈利能力呈现逐年下降趋势。
- **华丽转身，成为零部件龙头企业。**资产重组后，公司将成为上汽集团的独立零部件业务整合平台，主要业务包括内外饰件类、功能性总成件类和热加工类，成为汽车零部件行业龙头企业。
- **拟收购资产资质良好、盈利能力强。**本次拟收购资产 23 家，其中占权益利润 5% 以上的 8 家汽车的合计权益利润占比达到 85% 以上，成为决定未来公司业绩的主要业务，这些企业均为国内相关行业龙头企业，成立时间较长，盈利能力强，平均净利润率达到了 10% 以上。
- **我们看好上汽集团发展前景，公司未来盈利有保证。**上汽集团旗下上海大众、上海通用、上海通用五菱等企业目前发展势头良好，且经过多年发展，能够充分享受中国汽车行业发展的成果，公司作为上汽集团独立零部件业务整合的平台企业，依托于上汽集团的良好发展，公司未来盈利有保证。
- **备考预计每股收益 08 年 0.40 元、09 年 0.40 元。**我们认为备考盈利预测偏保守，业绩预测存在一定上调空间。
- **首次给予“审慎推荐-A”投资评级：**经重组后，公司净资产将达到 121.25 亿元，折合每股净资产为 4.69 元，当前股价 5.28 元，对应 PB 为 1.12 倍，估值处于行业低端，考虑到公司资产资质良好，且大股东背景较强，我们首次给予“审慎推荐-A”投资评级，按 1.5 倍 PB 估值水平相对合理，目标价位 7 元。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	5060	4380	7588	8156	9379
同比增长	29%	-13%	73%	7%	15%
营业利润(百万元)	174	1104	1196	1257	1483
同比增长	-15%	534%	8%	5%	18%
净利润(百万元)	258	983	1022	1044	1232
同比增长	27%	281%	4%	2%	18%
每股收益(元)	0.10	0.38	0.40	0.40	0.48
PE	53	14	13	13	11
PB	2.5	1.5	1.1	1.1	1.0

资料来源：招商证券（06年为原业务状况，之后考虑资产重组）

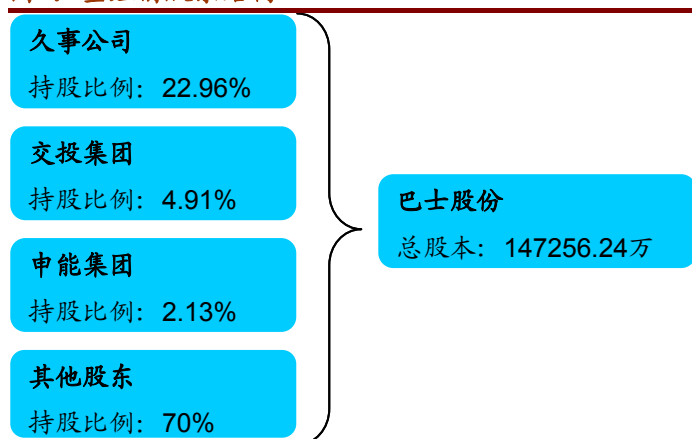
资产重组——公司实现“华丽转身”

根据公司公告，本次资产重组方案如下：

- 1、股权无偿划转。**公司现有股东久事集团(持有 33811.62 万股)、交投集团(持有 7236.31 万股)以及中能集团(持有 3133.12 万股)拟将所持股份无偿划转给上汽集团。
- 2、出售资产。**公司此次重组拟出售资产为巴士股份持有的除中国民生银行股份有限公司股权(19760 万股)以及兴业证券股份有限公司股权(母公司持有 4800 万股)以外的所有资产，拟出售资产评估值为 245387.76 万元。
- 3、发行股份购买资产。**公司拟通过向上汽集团定向增发 111063.77 万股(发行价为 7.67 元/股)，用于购买上汽集团所拥有的独立供应汽车零部件业务相关的资产及负债(拟购买资产评估值为 851859.15 万元)。

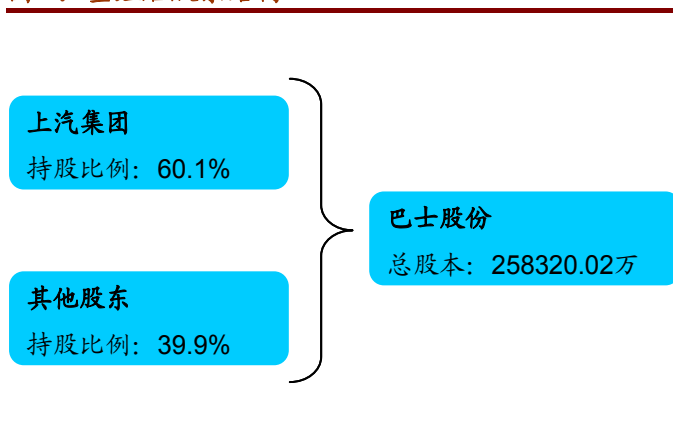
重组后，上汽集团将持有公司 155244.83 万股，占总股本的 60.1%，公司主要业务将从公交客运、出租车业务变成独立供应汽车零部件研发、生产及销售，实现“华丽转身”。

图1：重组前股东结构



资料来源：招商证券、公司公告

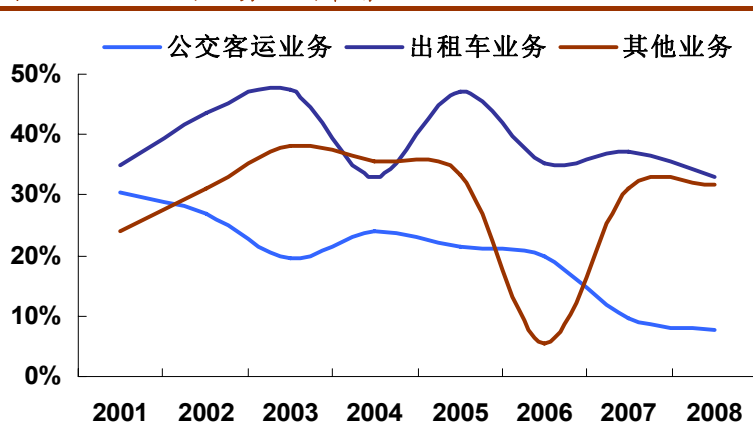
图2：重组后股东结构



资料来源：招商证券、公司公告

公司现有业务盈利能力逐年下降。公司主要业务公交客运业务(2007 年收入贡献 64%)具有公益性质，在上海市“努力降低市民出行成本、提高公共交通社会效益”的政策影响下，且面对轨道交通扩容、经营成本上升等问题，盈利能力呈现逐年下降趋势。

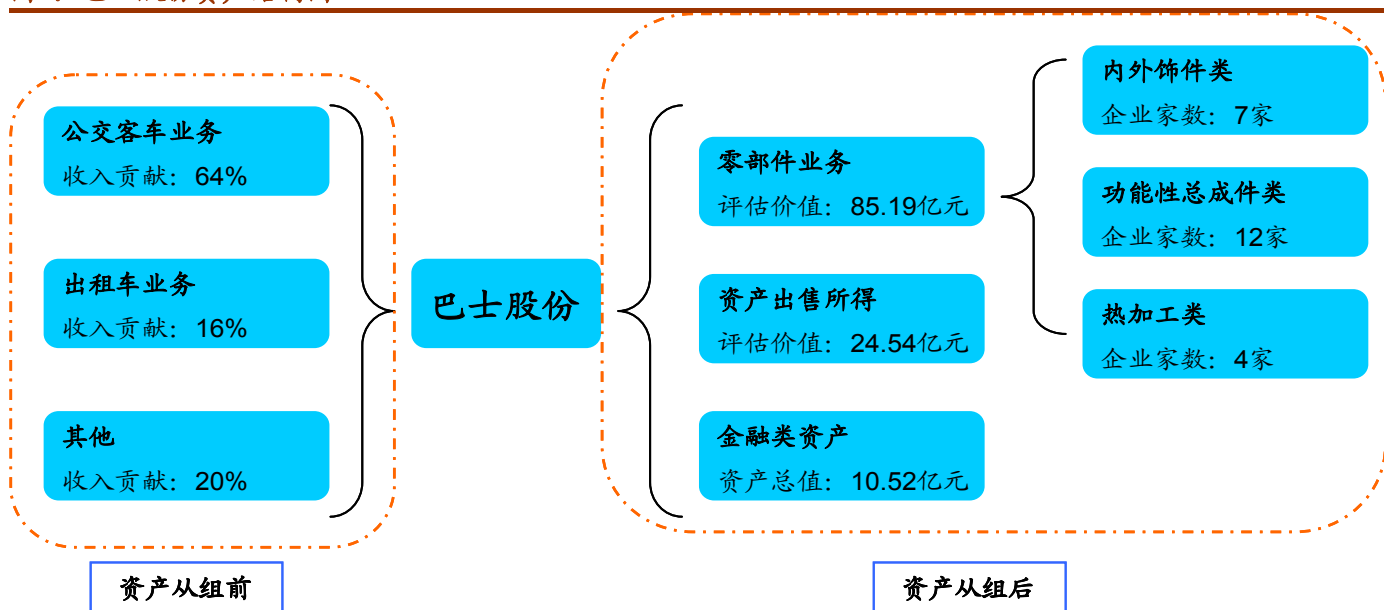
图3：巴士股份分业务毛利率情况



数据来源：招商证券、公司公告

公司将变身为国内汽车零部件龙头供应商。重组后，公司主要将成为上汽集团的零部件业务整合平台，主要业务包括内外饰件类、功能性总成件类和热加工类。

图4：巴士股份资产结构图



数据来源：招商证券、公司公告

表 1：巴士股份零部件业务资产（单位：亿元）

资产名称	持股	会计处理	营业收入	净利润	净利润率	权益利润	利润占比
延峰伟世通汽车饰件系统有限公司	50%	合营企业	70.92	6.81	9.6%	3.41	30.0%
上海汽车制动系统有限公司	50%	合营企业	24.43	2.44	10.0%	1.22	10.8%
上海法雷奥汽车电器系统有限公司	50%	合营企业	12.53	1.52	12.2%	0.76	6.7%
上海采埃孚转向机有限公司	49%	合营企业	11.70	1.42	12.2%	0.70	6.1%
上海小系车灯有限公司	50%	合营企业	33.02	1.17	3.5%	0.58	5.1%
上海皮尔博格有色零部件有限公司	50%	合营企业	10.63	0.46	4.3%	0.23	2.0%
上海天合汽车安全系统有限公司	50%	合营企业	7.01	0.32	4.5%	0.16	1.4%
上海科尔本施密特活塞有限公司	50%	合营企业	3.59	0.00	0.1%	0.00	0.0%
上海纳铁福传动轴有限公司	35%	联营企业	22.41	3.92	17.5%	1.37	12.1%
亚普汽车部件有限公司	34%	联营企业	10.83	0.72	6.6%	0.24	2.2%
申雅密封件有限公司	47.5%	联营企业	6.12	0.27	4.5%	0.13	1.1%
华东泰克西汽车铸造有限公司	25%	联营企业	5.73	0.42	7.3%	0.10	0.9%
上海菲特尔莫古轴瓦有限公司	40%	联营企业	1.45	0.00	0.1%	0.00	0.0%
上海菲特尔莫古复合材料有限公司	40%	联营企业	0.14	0.00	-2.5%	0.00	0.0%
延峰伟世通汽车模具有限公司	25%	联营企业	1.25	-0.04	-3.5%	-0.01	-0.1%
上海实业交通电器有限公司	70%	子公司	7.52	1.47	19.5%	1.03	9.1%
上海赛科利汽车模具技术应用有限公司	69.91%	子公司	10.66	0.89	8.4%	0.62	5.5%
上海三电贝洱汽车空调有限公司	38.5%	子公司	26.87	1.11	4.1%	0.43	3.8%
上海拖拉机内燃机公司	100%	子公司	9.78	0.25	2.6%	0.25	2.2%
上海联谊汽车拖拉机工贸有限公司	100%	子公司	4.03	0.19	4.7%	0.19	1.7%
上海中国弹簧制造有限公司	100%	子公司	5.54	0.14	2.5%	0.14	1.2%
上海乾通汽车附件有限公司	68.5%	子公司	5.22	-0.13	-2.5%	-0.09	-0.8%
上海汽车锻造有限公司	100%	子公司	1.79	-0.13	-7.0%	-0.13	-1.1%

数据来源：招商证券、公司公告（注：营业收入和净利润均为 2007 年数据）

收购资产资质良好，盈利能力较强。如表 1 所示，权益利润占比大于 5% 的 8 家公司盈利能力较强，净利润率较高，权益利润合计占比在 85% 以上，将成为未来公司主要利润来源。

延锋伟世通汽车饰件系统有限公司。公司成立于 1994 年，目前由上汽集团和伟世通国际控股有限公司各持有 50% 股权，业务包括汽车内外饰系统、座椅系统、电子系统和安全系统，技术行业内均处于领先水平。公司盈利能力强，净利润率达到 9% 以上，未来将是利润贡献最大来源。

上海汽车制动系统有限公司。公司成立于 1994 年，目前由上汽集团和德国大陆股份公司各持有 50% 股权，业务涉及 ABS 系统、ESP 电子稳定系统、前后制动卡钳、真空助力器及主缸和制动软管等，产品和技术处于汽车制动行业领先水平。近几年公司盈利能力逐渐提高，2008 年 1-5 月，净利润水平已达到 11.1%。

上海法雷奥汽车电器系统有限公司。公司成立于 1995 年，目前由上汽集团和法雷奥国际控股有限公司各持有 50% 股权，主要产品是起动机和发电机，是国内最大的汽车用起动机及发动机生产厂商。公司盈利能力强，2007 年和 2008 年 1-5 月净利润率均达到 12% 以上。

上海采埃孚转向机有限公司。公司成立于 1994 年，目前由上汽集团和采埃孚转向系统股份有限公司分别持有 49% 和 51% 的股权，业务包括机械和液压动力转向机，公司是国内规模最大的乘用车转向系统生产商，产品覆盖了国内大部分乘用车生产企业。公司盈利能力强，2007 年和 2008 年 1-5 月净利润率均达到 12% 以上。

上海小系车灯有限公司。公司成立于 1989 年，目前由上汽集团、日本国株式会社小系制作所和日本国丰田通商株式会社分别持有 50%、45% 和 5% 股权，业务包括汽车电子照明系统及模具开发、生产、销售和服务，公司目前净利润率在 3% 以上。

上海纳铁福传动轴有限公司。公司成立于 1988 年，目前由上汽集团、国投机轻有限公司、交通银行和 GKN 传动系统国际有限责任公司分别持有 35%、10%、5% 和 50% 股权，主要产品包括各种等速万向节和十字万向节。公司盈利能力强，净利润率达到 10% 以上。

上海实业交通电器有限公司。公司成立于 1988 年，目前由上汽集团和上实发展有限公司分别持有 70% 和 30% 股权，主要生产汽车电机、汽车电器和汽车电子电器产品。公司盈利能力强，2008 年 1-5 月净利润率达到 26.95%。

上海赛科利汽车模具技术应用有限公司。公司成立于 2004 年，目前由上汽集团、上海汽车工业香港有限公司和美国赛科利工业有限公司分别持有 69.909%、15.094% 和 14.997% 股权，公司主要产品为车身外覆盖件焊接总成、车身外覆盖件模具。公司盈利能力强，净利润率达到 7%。

盈利预测与投资建议

估值分析:

重组后,公司净资产将达到 121.25 亿元,其中拟收购资产为 85.19 亿元、出售资产所得为 25.54 亿元、持有民生银行和兴业证券资产为 10.52 亿元,折合每股净资产为 4.69 元,对应当前股价 5.28 元, PB 为 1.12 倍。

我们认为公司备考盈利预测值相对保守,即 08 年和 09 年的净利润分别为 10.2 亿元和 10.4 亿元,对应 EPS 分别为 0.4 元和 0.4 元, PE 分别为预计 13.3 和 13.0。考虑上汽业务的发展以及原材料价格下跌,未来业绩存在一定的上调空间。

表 2: 巴士股份估值比较

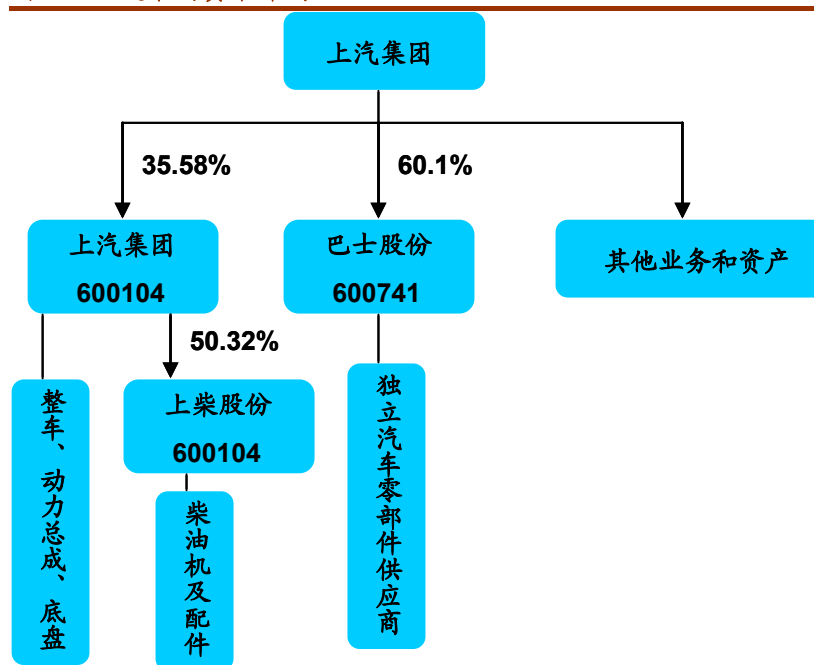
	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB
巴士股份	5.28	0.34	0.40	0.40	13.2	13.2	1.1
一汽富维	10.29	0.23	0.89	1.08	11.6	9.5	1.7
福耀玻璃	5.70	0.92	0.11	0.34	51.8	16.8	3.1

资料来源: 招商证券

投资建议:

我们认为经过资产重组后,公司将成为上汽集团独立汽车零部件整合平台,且资产质量良好,盈利能力强, PB 估值偏低,我们首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。按照行业平均 1.5 倍 PB 估值,合理目标价位 7 元。

图 5: 上汽集团资本布局

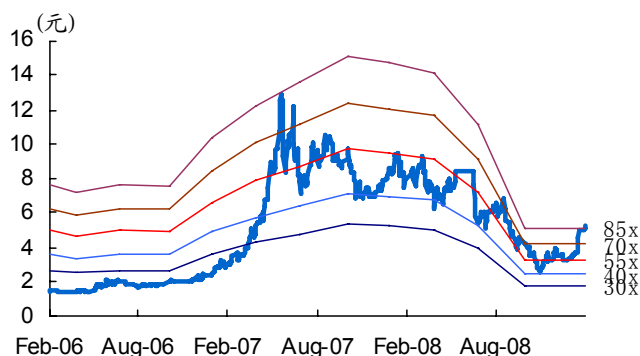


资料来源: 招商证券

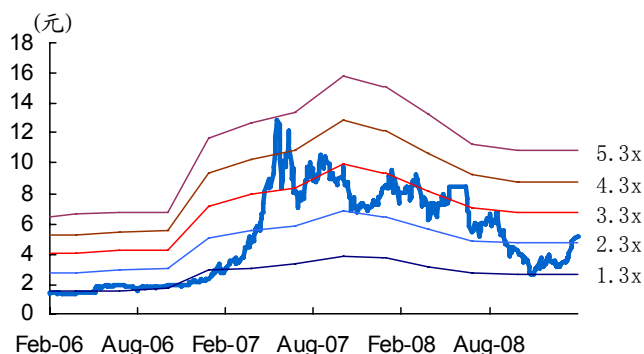
表 3：巴士股份盈利预测

单位：万元	2007	2008E	2009E
营业收入	437,970.97	758,786.28	815,606.09
减：营业成本	363,783.96	648,969.01	699,788.85
营业税金及附加	986.03	1,322.46	1,412.56
销售费用	7,404.60	13,739.83	14,884.40
管理费用	56,750.13	66,121.71	67,477.33
财务费用	1,580.68	3,412.58	4,148.24
资产减值损失	440.66	1,761.34	0.00
加：投资收益	103,408.77	96,121.91	97,757.65
营业利润	110,433.68	119,581.26	125,652.36
加：营业外收入	1,491.72	5,630.47	0
减：营业外支出	266.13	149.34	0
利润总额	111,659.27	125,062.39	125,652.36
减：所得税	6,540.25	8,098.79	8,738.35
净利润	105,119.02	116,963.60	116,914.01
归属于母公司股东的净利润	98,316.62	102,269.54	104,369.14
少数股东损益	6,802.40	14,694.06	12,544.87
EPS(元/股)	0.38	0.40	0.40

资料来源：公司公告（注：2007 年为备考利润表、2008 年和 2009 年为公司预测数）

图 6：巴士股份历史 PE Band


资料来源：招商证券

图 7：巴士股份历史 PB Band


资料来源：招商证券

参考报告：

- 1、《自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22 业内最早挖掘一汽轿车（000800）投资价值的开篇报告。
- 2、《最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18 深度揭示上海汽车（600104）的投资价值，定位为优秀的国际化本土企业。
- 3、《2009 年汽车行业投资策略报告》2008/12 看好乘用车，看空商用车。
- 4、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/10 提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会，对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 5、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产，长期生产转移为必然》2008/12 金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究3年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。