



2009年3月11日

审慎推荐

汽车与零部件

中金公司研究部

分析员: 王智慧 wangzh@cicc.com.cn

联系人: 陈鹏扬 chenpy@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

巴士股份 (600741/6.17 元)

资产重组尘埃落定, 行业龙头呼之欲出

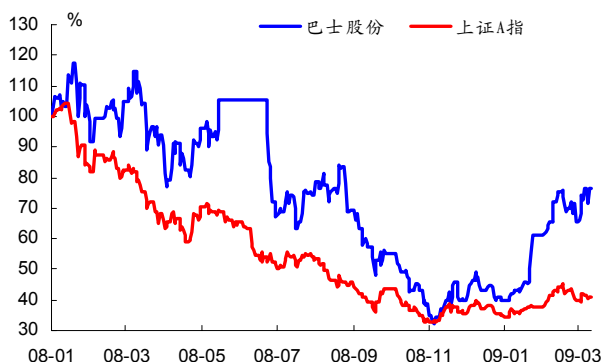
主要财务指标

(人民币百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	4,380	7,400	8,365	9,528
(+/-)	44%	69%	13%	14%
主营业务利润	732	1,099	1,242	1,387
(+/-)	46%	50%	13%	12%
净利润	1,150	1,066	1,205	1,331
(+/-)	101%	-7%	13%	10%
每股盈利 (元)	0.45	0.41	0.47	0.52
(+/-)	101%	-7%	13%	10%
市盈率	13.9	14.9	13.2	12.0
市净率	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	61.9	23.9	15.3	13.3
净资产收益率	13.9%	9.6%	10.1%	10.0%
ROCE	12.1%	8.5%	8.9%	8.8%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

A股

当前股价	人民币6.17
股票代码	600741.CH
日成交量 (百万股)	23.6
52周最高价/最低价	人民币9.25/2.55
发行股数 (百万股)	2583
其中: 流通股 (百万股)	1134
总市值 (百万元)	15938
主要股东 (持股比例)	上海汽车工业(集团)总公司 (60.1%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

要点:

公司重大资产重组即将尘埃落定。公司公告拿到中国证监会批文, 标志着公司重大资产重组即将进入尾声, 公司将华丽转身为中国汽车零部件行业的龙头公司。

08年1-11月份备考盈利10.06亿元, 高于预期。公司公布的08年前11个月交易后备考合并利润达到10.06亿元, 并预计全年达到10.65亿元, 高于此前预期4%, 反映出公司在行业经历较大景气波动的背景下依然保持稳定的盈利能力。

预计09年公司主营业务每股净资产约为4.5元, 并内含每股0.47元金融股权价值。09年底公司资产由三部分组成: 1) 汽车零部件业务净资产约92.1亿元; 2) 出售现有资产所得现金24.5亿元; 3) 所持有的民生银行和兴业银行股权约12.02亿元。其中, 前两项为主营业务净资产, 折合每股4.5元; 金融股权价值折合每股价值0.47元。

乘用车行业出现复苏迹象, 公司将显著受益。09年1-2月份, 乘用车累计销量达到121.79万辆, 同比增长5.81%, 扭转了08年3、4季度乘用车销量分别同比下滑0.29%、3.65%的下行趋势。公司作为主要为乘用车配套的零部件龙头厂商, 将从行业销量回升中受益。

小幅度上调公司09/10年盈利预测。公司预测08年备考净利润10.65亿元, 对应重组后EPS为0.41元。我们将公司09、10年EPS预测分别上调6.3%和7.5%至0.47元、0.52元, 上调盈利预测的主要原因在于公司各子公司毛利率的提升。

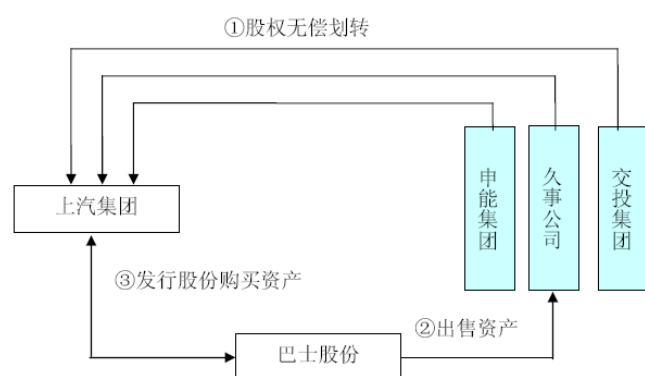
上调公司目标价至7.5元。目前A股市场汽车零部件公司09年动态P/E平均值在19倍, 09年动态P/B平均值在1.8倍。公司作为汽车零部件行业的绝对龙头公司, 至少应该与行业平均估值水平相当。从P/B、P/E角度分别估值, 公司保守股价分别为7.67元和7.52元, 我们因此将公司目标价上调至7.5元。

主要投资风险。1) 如上汽集团汽车销量低于我们预期, 公司盈利将可能低于公司和我们的预测; 2) 若原材料价格反弹力度超出预期, 将导致公司毛利率低于我们预测水平。

一、重大资产重组尘埃落定

公司公告收到中国证监会《关于核准上海巴士实业(集团)股份有限公司重大资产重组及向上海汽车工业(集团)总公司发行股份购买资产的批复》(证监许可[2009]210号)、《关于核准上海汽车工业(集团)总公司公告上海巴士实业(集团)股份有限公司收购报告书并豁免其要约收购义务的批复》(证监许可[2009]211号),标志着公司持续近半年的重大资产重组项目的不确定性基本解除,后续将进入正式实施阶段。

图 1: 重大资产重组方案回顾



资料来源：公司资料

二、2008 年 1-11 月份备考业绩高于预期

08 年 1-11 月份, 备考盈利 10.06 亿元, 高于预期。公司在《重大资产重组方案草案》中曾提出“拟购买资产 2008 年、2009 年模拟预测归属于母公司的净利润为 102,269.54 万元、104,369.14 万元”, 最终公布的 08 年前 11 个月交易后备考合并利润达到 10.06 亿元, 并预计全年达到 10.65 亿元, 高于此前预期 4%, 反映出公司在行业经历较大景气波动的背景下依然保持稳定的盈利能力。同时, 公司在更新的重大资产重组及定向增发收购资产报告中重申了 2009 年 10.44 亿元(折合重组后每股 0.40 元)的盈利预测。根据公司 08 年 1-11 月份的经营情况以及 09 年的行业趋势, 我们认为公司的盈利预测较为保守。

表 1: 交易后备考简易合并利润表

单位: 万元	2007	08 1-5	08 1-11
营业收入	437,971	330,576	651,727
营业毛利	73,201	54,598	100,321
销售费用	7,405	5,847	9,531
管理费用	56,750	29,046	61,245
财务费用	1,581	1,903	2,891
投资收益	123,044	55,601	98,332
营业利润	130,069	71,641	120,936
利润总额	131,295	77,122	125,164
所得税费用	9,486	7,698	11,183
少数股东权益	6,802	7,480	13,391
净利润	115,007	61,944	100,591

资料来源：公司资料

三、预计 09 年底主营业务每股净资产将达到 4.5 元, 同时内含每股 0.47 元金融股权价值

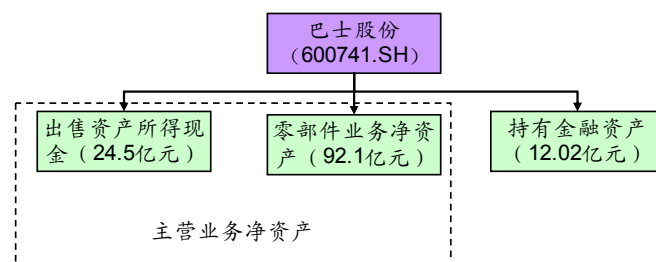
预计 09 年底主营业务净资产约为 116.6 亿元, 对应每股净资产 4.5 元。09 年底公司资产由三部分组成: 1) 本次定向增发所购买来的汽车零部件业务, 对应净资产约 92.1 亿元; 2) 出售原有资产所得现金 24.5 亿元; 3) 所持有的民生银行和兴业银行股权。其中前两项为主营业务净资产, 折合每股 4.5 元。民生银行股权按照昨日收盘价 4.82 元计算价值 9.52 亿元, 兴业证券股权按照 07 年 2 倍 PB 估算为 2.5 亿元, 合计金融股权价值约 12.02 亿元, 折合每股价值 0.47 元。

表 2: 交易后备考简易合并资产负债表

单位: 万元	07-12-31	08-5-31	08-11-30
货币资金	85,463	153,754	120,134
应收账款	27,428	103,816	95,155
其他应收款	252,795	255,203	266,423
存货	71,561	102,353	108,894
流动资产合计	568,404	709,044	754,335
可供出售金融资产	242,419	151,939	83,496
长期股权投资	442,922	467,079	453,371
固定资产	115,258	159,671	174,114
非流动资产合计	856,251	849,930	788,148
流动负债合计	171,230	283,525	284,844
非流动负债合计	118,010	86,295	69,293
归属于母公司的净资产	1,100,627	1,109,354	1,107,144
少数股东权益	34,788	79,800	81,201

资料来源：公司资料

图 2: 2009 年底公司净资产构成



资料来源：公司资料，中金公司研究部

四、本次定向增发收购公司股权的定价是公允的

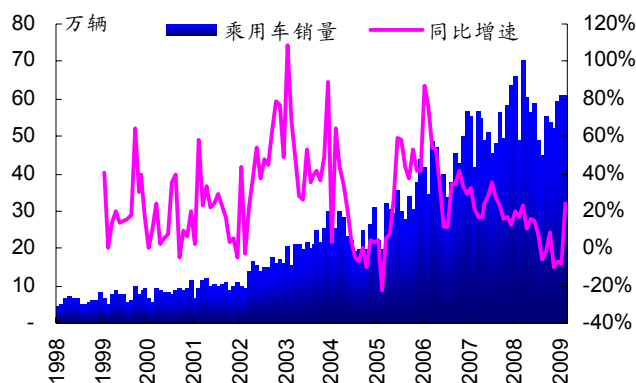
公司本次通过定向增发从上汽集团收购的 23 家子公司中, 有 8 家公司是 06 年 11 月份上海汽车(600104.SH)重大资产重组过程中出售给上汽集团的标的。由于当时的出售总价(23.4 亿元)与本次购买总价(85.2 亿元)差距较大, 市场有少数投资者怀疑本次重组交易定价的公允性。我们认为市场存在误解, 收购定价是公允的, 本次收购价格(85.2 亿元)远高于上次出售价(23.4 亿元)的原因在两方面, (1) 交易标的差异很大。两次交易相同的标的只占本次收购资产账面价值的 40%, 尤其是股权账面价值较高的延锋伟士通、法雷奥、上实交通等公司并不在上次出售之列; (2) 收购子公司两年来权

益显著增长。自上次出售的评估基准日（06 年 6 月 30 日）以来，汽车行业经历了 2006 下半年至 2008 上半年的快速发展，各合资子公司盈利丰厚，从而推动相应公司权益增长。表 4 详细比较了两次资产重组中相同标的公司账面价值的变化情况。

五、乘用车行业初显复苏态势，公司将显著受益

09 年 1-2 月份乘用车合计销量同比增长 5.8%。09 年以来，在多项政府政策的刺激下，乘用车市场出现了复苏的迹象。09 年 1-2 月份，乘用车（含轿车、MPV、SUV 和微客）累计销量达到 121.79 万辆，同比增长 5.81%，扭转了 08 年 3、4 季度乘用车销量分别同比下滑 0.29%、3.65%的下行趋势。公司作为主要为乘用车配套的零部件龙头厂商，将从行业销量回升中受益。

图 3：中国乘用车月度销量及增速



资料来源：公司资料，中金公司研究部

六、小幅度上调盈利预测，上调目标价至 7.5 元

分别上调 09、10 年 EPS 预测 6.4%和 7.5%。公司已经预测 08 年备考净利润 10.65 亿元，对应重组后 EPS 为

0.41 元。我们将公司 09、10 年 EPS 预测分别上调 6.3%和 7.5%至 0.47 元、0.52 元，上调盈利预测的主要原因在于公司各子公司毛利率的提升。

表 3：公司盈利预测调整表

利润表（百万元）	2007 实际值	2008E			2009E			2010E		
		调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
主营业务收入	4,380	7,633	7,400	-3.1%	8,766	8,365	-4.6%	10,042	9,528	-5.1%
主营业务利润	732	1,095	1,099	0.4%	1,212	1,242	2.5%	1,349	1,387	2.8%
营业费用	74	137	136	-0.8%	158	156	-1.3%	183	180	-1.5%
管理费用	568	664	607	-8.6%	703	661	-6.0%	778	727	-6.5%
财务费用	16	57	58	0.3%	66	66	0.3%	77	77	0.4%
投资收益	1,230	975	982	0.8%	1,056	1,105	4.7%	1,155	1,208	4.6%
税前利润	1,313	1,266	1,319	4.2%	1,340	1,464	9.2%	1,466	1,610	9.8%
所得税	95	96	110	15.1%	100	116	16.9%	105	125	19.4%
净利润	1,150	1,043	1,066	2.2%	1,134	1,205	6.3%	1,238	1,331	7.5%
每股收益（元）	0.45	0.40	0.41	2.2%	0.44	0.47	6.3%	0.48	0.52	7.5%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

我们上调目标价至 7.5 元。目前 A 股市场汽车零部件公司 09 年动态 P/E 平均值在 19 倍，09 年动态 P/B 平均值在 1.8 倍。重组后，公司作为汽车零部件行业的绝对龙头公司，至少应该与行业平均估值水平相当。从 P/B 估值角度看，公司 09 年底主营业务对应的每股净资产约 4.5 元，我们保守按照 1.6 倍 P/B 计算价值为 7.2 元，同时公司持有的金融股权价值折合每股 0.47 元，合计每股价值 7.67 元。从 P/E 估值角度看，公司 09 年 EPS 达到 0.47 元，我们保守按照 15 倍 P/E 计算价值为 7.05 元，加上每股金融股权价值 0.47 元，合计每股价值 7.52 元。因此，我们将公司目标价上调至 7.5 元。

七、风险提示

- 1) 如上汽集团汽车销量低于我们预期，公司盈利将可能低于公司和我们的预测；
- 2) 若原材料价格反弹幅度超出预期，将导致公司毛利率恢复程度低于我们预期。

表 4：两次资产重组中相同标的公司账面价值的比较

单位：万元	帐面价值		净利润				本次收购评估值
	06-6-30	08-5-31	2006	2007	08 1-5	08 1-11	
三电贝洱	41,952	54,211	8,849	11,149	5,645	10,576	62,633
小糸车灯	61,751	73,034	10,460	11,658	5,786	11,861	75,130
纳铁福公司	115,127	154,506	26,554	39,186	11,394	31,453	170,019
制动系统公司	76,832	97,110	9,907	24,415	11,585	20,860	97,669
采埃孚转向机	59,460	81,163	8,785	14,221	7,403	14,401	83,900
上海天合	17,391	20,872	1,407	3,164	1,121	2,542	22,982
菲特尔莫古轴瓦	9,874	9,487	-868	17	40	311	9,650
延锋伟世通		189,310	43,604	68,108	32,333	54,616	243,549
赛科利模具		29,122	7,424	8,908	3,258	6,704	50,554
拖内公司		60,817	2,161	2,549	7,423	5,533	71,210
上实交通		13,030	7,727	14,685	9,101	13,356	65,871
乾通公司		16,992	-2,334	-1,307	413	406	33,089
中弹公司		30,768	-2,586	1,384	2,108	2,324	34,994
联谊工贸		15,141	-217	1,897	45	54	18,868
延锋伟世通模具		8,506	-	-434	-332	-875	8,428
锻造公司		28,906	-1,624	-1,251	1,735	28	26,151
法雷奥电器		30,074	9,510	15,227	7,711	15,156	40,930
皮尔博格公司		32,415	4,326	4,553	2,200	5,616	35,869
申雅公司		28,453	1,629	2,724	1,694	3,427	33,584
华东泰克西		36,336	6,574	4,192	764	1,356	38,741
KS活塞		24,095	345	21	596	548	26,092
扬州亚普		39,292	5,122	7,194	2,946	6,514	44,856
菲特尔莫古复合材料		5,938	-	-35	22	-390	7,935

资料来源：公司资料

表 5：A 股主要零部件上市公司估值对比表

公司名称	股价	市值	市盈率					市净率					EV/EBITDA					EPS 增长率 %					CAGR	
	2009-3-10	百万美元	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E		07-10
A股汽车零部件上市公司																								
巴士股份	6.17	1,050	n.a.	13.9	14.9	13.2	12.0	n.a.	1.4	1.4	1.3	1.1	n.a.	61.9	23.9	15.3	13.3	n.a.	n.m.	-7%	13%	10%	5%	
威孚高科	7.57	496	48.7	18.6	23.1	23.9	23.8	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	14.2	13.2	17.0	22.1	21.7	-51%	161%	-19%	-4%	1%	-8%	
风神股份	8.37	363	122.7	20.1	35.7	29.3	21.0	2.6	2.3	3.1	1.8	1.7	31.8	10.3	11.1	9.5	8.8	-85%	511%	-44%	22%	40%	-1%	
中鼎股份	9.32	382	n.a.	30.0	19.1	15.6	14.5	n.a.	6.4	5.4	4.0	3.1	n.a.	26.4	16.4	13.0	11.8	n.m.	n.m.	57%	22%	8%	27%	
潍柴动力	27.8	2,921	35.0	11.5	13.0	19.3	16.6	7.8	3.6	2.7	2.4	2.0	22.2	6.2	6.6	9.0	8.0	n.m.	205%	-11%	-33%	16%	-12%	
青岛双星	4.14	251	56.5	21.2	39.2	36.2	25.3	1.8	1.7	1.4	1.3	1.3	17.1	10.7	12.0	11.7	10.6	-46%	166%	-46%	8%	43%	-6%	
黔轮胎	6.18	182	27.5	18.0	20.2	19.8	18.9	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	7.2	6.6	8.4	9.2	9.9	18%	53%	-11%	2%	5%	-2%	
福耀玻璃	5.8	1,698	19.0	12.7	22.3	16.6	14.9	4.1	3.3	3.3	2.9	2.6	13.2	10.1	9.5	8.6	n.a.	56%	50%	-43%	35%	11%	-5%	
万向钱潮	6.28	941	35.3	24.5	22.9	17.8	18.2	3.7	3.5	n.a.	n.a.	n.a.	15.8	12.7	n.a.	n.a.	n.a.	34%	44%	7%	29%	-2%	10%	
风帆股份	8.13	548	52.5	30.7	22.0	15.0	10.7	4.5	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	33.8	19.4	n.a.	n.a.	n.a.	29%	71%	40%	47%	40%	42%	
云内动力	7.98	441	17.2	15.0	23.6	18.9	13.5	2.3	1.3	1.2	1.1	1.1	12.7	10.4	8.0	6.2	n.a.	168%	15%	-37%	25%	40%	3%	
宁波华翔	6.38	460	25.5	22.1	16.2	13.1	10.5	3.6	3.2	2.1	1.8	1.7	17.4	12.7	11.5	9.1	8.0	305%	16%	37%	23%	24%	28%	
东安动力	8.13	549	104.9	24.9	43.6	20.8	16.7	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7	39.2	34.3	69.2	39.0	37.0	-58%	321%	-43%	110%	24%	14%	
一汽富维	13.4	414	1,614.5	59.1	25.5	15.2	12.9	2.6	2.5	2.3	2.0	1.8	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	2633%	132%	68%	17%	66%	
曙光股份	7.73	251	12.2	16.2	15.5	11.6	10.1	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	10.7	11.2	n.a.	n.a.	n.a.	17%	-25%	5%	33%	15%	17%	
万丰奥威	5.18	215	25.7	23.5	22.7	21.0	19.7	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	9.8	8.4	n.a.	n.a.	n.a.	-28%	9%	4%	8%	7%	6%	
模塑科技	3.76	170	34.1	33.9	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	10.1	7.3	n.a.	n.a.	n.a.	258%	1%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
银轮股份	10.47	153	23.3	26.2	21.8	17.1	14.2	0.6	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	17.0	15.0	n.a.	n.a.	n.a.	-13%	-11%	20%	28%	20%	22%	
中航精机	9.81	154	60.1	48.6	36.4	29.8	19.1	4.2	2.7	2.7	2.6	2.4	37.5	29.5	n.a.	n.a.	n.a.	56%	24%	33%	22%	56%	36%	
平均			34.1	22.1	22.5	18.3	15.8	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	17.0	11.9	9.5	9.1	9.9	34%	44%	4%	26%	18%	12%	

资料来源：wind 资讯，中金公司研究部；未覆盖公司财务预测采用 wind 一致预期数据

表 6: 财务数据与预测

损益表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入净额	4,380	7,400	8,365	9,528
主营业务利润	732	1,099	1,242	1,387
营业费用	-74	-136	-156	-180
管理费用	-568	-607	-661	-727
税前利润	1,313	1,319	1,464	1,610
所得税	-95	-110	-116	-125
净利润	1,150	1,066	1,205	1,331
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流净额	-2,127	5	2,826	462
投资活动现金流净额	(5)	480	100	100
融资活动现金流净额	311	73	(85)	(17)
货币资金增加额	-1,822	558	2,840	545
资产负债表 (百万元)				
货币资金	855	1,412	4,252	4,797
应收款项	3,012	3,957	1,580	1,667
存货	716	1,007	1,046	1,112
流动资产	5,684	8,109	8,874	9,556
长期投资	4,429	4,573	5,266	6,095
固定资产	1,383	1,656	1,838	2,016
无形资产和其他资产	140	136	132	128
流动负债	1,712	2,860	2,939	3,130
长期负债	1,180	1,071	1,081	1,091
少数股东权益	348	490	632	786
股东权益	11,006	11,116	12,681	14,012
总资产	14,247	15,538	17,333	19,019
财务指标				
主营业务利润率	16.7%	14.9%	14.8%	14.6%
息税前利润率	2.1%	4.8%	5.1%	5.0%
净利润率	26.3%	14.4%	14.4%	14.0%
净资产收益率	10.4%	9.6%	9.5%	9.5%
总资产收益率	10.3%	7.2%	7.3%	7.3%
总资产负债率	20.3%	25.3%	23.2%	22.2%
净资产负债率	-4.9%	-0.7%	22.0%	23.3%
流动比率	3.3	2.8	3.0	3.1

资料来源: 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。