

巴士股份（600741）：资产重组或是发展的硬道理

中性（维持）

汽车及配件行业

当前股价：6.95 元

报告日期：2009 年 3 月 30 日

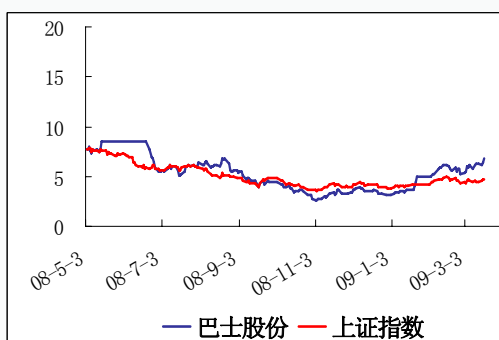
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4380	7588	8157	9136
(+/-, %)	-13.45	73.25	7.50	12.00
营业利润	1104	1196	1228	1486
(+/-, %)	534.06	8.28	2.66	21.08
归属于母公司的净利润	983	1023	1042	1237
(+/-, %)	-1.94	4.02	1.88	18.68
每股收益（元）	0.38	0.40	0.40	0.48
市盈率（倍）	18.26	17.56	17.23	14.52

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	147,256/33,811
非限售流通股市值（亿元）	23.50
每股净资产（元）	1.90
资产负债率（%）	59.86

股价表现（最近一年）



天相汽车组

010-66045566-8064 pangyc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示，公司全年实现营业收入 54.25 亿元，同比下降 1.88%；营业利润-4.47 亿元，同比下降 254.31%；归属于母公司所有者净利润-3616.85 万元，同比下降 114.23%；摊薄每股收益-0.02 元。由于全年业绩为亏损，拟不分配利润不转增股本。
- 人工支出及车辆折旧增加导致毛利率大幅下滑。公司的主营业务为公交客运业务、出租车业务及物流业务，其中公交客运业务收入占比 59.59%、出租车业务收入占比 10.18%。公交客运的公共服务性质大幅削弱了公司的盈利能力。同时，公司在今年对大批的公交车辆进行了更新报废，还相应提高了工作人员的薪酬水平。受此影响，公司 08 年毛利率由 07 年的 18.18% 大幅下滑至 10.44%。这导致营业利润出现了较大幅度的下滑。
- 资产重组或是发展的硬道理。在主营业务的盈利能力逐渐下滑的背景下，公司酝酿资产重组以改善公司的运营。在重组计划中，上海久事公司（公司控股股东）、交投集团和申能集团将持有公司的 44181.05 万股股份无偿划转上汽集团，同时巴士股份将除中国民生银行股权及兴业证券股权以外的所有资产和负债出售给久事公司，并向上汽集团发行股份购买其拥有的独立供应汽车零部件业务相关的资产及负债。即重组后，公司主营业务将由公交客运、出租车客运及物流等业务转为独立供应汽车零部件研发、生产及销售业务，其中业务分类包括内外饰件类、功能性总成件类和热加工类。我们认为，重组后，公司业务的盈利能力将更为稳定，且能得到一定程度的提升。目前，此重组方案已获得证监会的有条件通过。
- 重组后关联交易风险将有所上升。重组后，上海汽车工业（集团）总公司将取代上海久事公司成为公司的第一大股东和实际控制人，持股比例约为 60.1%。按照上汽集团的规划，重组后的巴士股份将向上汽整车厂供应零部件产品。我们认为，这将增加公司的关联交易风险。
- 盈利预测。在考虑资产重组因素下，公司 2007 年和 2008 年的每股收益分别为 0.381 元和 0.396 元。在此基础上，预计公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.403 元和 0.479 元。以 3 月 27 日 6.95 元的收盘价计算，对应的动态分别为 17.23 倍和 14.52 倍。

- **投资评级和风险提示。**目前公司股价反映的是重组后公司的投资价值，在汽车零配件上市公司里属于偏低水平。考虑到最终的重组结果仍不确定以及重组后面临一定的关联交易风险，我们暂时维持对公司的中性投资评级。注意的风险有汽车行业销量增速下滑超预期风险、关联交易风险以及原材料价格波动风险。

图表 巴士股份（600741）盈利预测（万元）（考虑重组因素）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	437,971	758,786	815,695	913,579
增长率(%)	-13.45%	73.25%	7.50%	12.00%
减：营业成本	363,784	648,969	699,051	781,110
毛利率(%)	16.94%	14.47%	14.30%	14.50%
减：营业税金及附加	986	1,322	1,224	1,370
销售费用	56,750	13,740	14,683	16,718
管理费用	1,581	66,122	69,334	75,827
财务费用	1,581	3,413	4,078	5,481
期间费用率	13.68%	10.97%	10.80%	10.73%
资产减值损失	7,405	1,761	2,447	3,198
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	103,409	96,122	97,883	118,765
营业利润	110,434	119,581	122,762	148,639
增长率(%)	534.06%	8.28%	2.66%	21.08%
加：营业外收入	1,492	5,630	1,468	1,827
减：营业外支出	266	149	408	548
利润总额	111,659	125,062	123,823	149,918
增长率(%)	7.62%	12.00%	-0.99%	21.08%
利润率(%)	25.49%	16.48%	15.18%	16.41%
减：所得税	6,540	8,099	8,048	10,194
实际税负比率(%)	5.86%	6.48%	6.50%	6.80%
净利润	105,119	116,964	115,774	139,724
归属于母公司所有者净利润	98,317	102,270	104,197	123,656
增长率(%)	-1.94%	4.02%	1.88%	18.68%
净利润率(%)	22.45%	13.48%	12.77%	13.54%
少数股东损益	6,802	14,694	11,577	16,068
总股本（万股）	258347.93	258347.93	258347.93	258347.93
每股收益（元）	0.38	0.40	0.40	0.48
每股净资产（元）	3.65	4.30	4.35	4.70
净资产收益率(%)	13.86%	14.00%	14.10%	14.50%

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002