

汽车

2017年3月23日

# 云内动力 (000903)

—— 资产重组复牌！轻卡行业向上&市占率和单品利润提升，17年迎向上拐点！员工持股倒挂&大股东参与定增形成高安全边际

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

市场数据： 2017年03月23日

收盘价(元)	9.64
一年内最高/最低(元)	9.64/6.38
市净率	2.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7621
上证指数/深证成指	3248.55 / 10583.04

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	4.7
资产负债率%	53.49
总股本/流通A股(百万)	879/791
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《云内动力(000903)点评：营收高速增长，业绩增速略低于预期，看好插混总成带来“双击”机会》 2016/11/02

《云内动力(000903)深度：低估值高弹性，柴油插电混合动力平台龙头》 2016/08/02

证券分析师

蔡麟琳 A0230515100001  
caill@swsresearch.com

联系人

陈传红  
(8621)23297818×转  
chench@swsresearch.com

投资要点：

- **17年轻卡有望赢来高景气年。**今年7月重型柴油车升国五，18年1月轻型柴油车升国五。考虑到轻卡对价格敏感性高，17年国四轻卡有望迎来抢购潮；
- **市占率提升&单品利润提高，淡季不淡。**16年公司市占率达到11%，超过潍柴从第七跃居行业第一。随着轻卡升国五，公司国五柴发产品储备充足且价格相对便宜，市占率有望继续提升。另外，公司今年国五产品销量占比提高，单品价值量和利润提升。目前公司已经处于淡季三班倒满产状态；
- **收购铭特科技，涉足电子形成主业协同，17年承诺利润5250万。**汽车动力系统电子化趋势明显，公司收购铭特科技将与公司发动机主业形成协同效应，17年承诺利润5250万；
- **插电混合动力总成有望逐步实现配套，长期弹性可期。**我们认为，随着排放标准提升，插电混作为目前较为成熟的技术，是发动机企业比较可行的技术路线。公司最大的优势是自己的市场优势，通过大幅度提高市占率提升自己的平台价值，通过绑定优势资源定位做插电混合动力总成平台，未来可能配套大运和凯马，业绩弹性可期；
- **上调16-18年净利润预测分别为2.47亿、3.34亿、4.21亿，EPS分别为0.28元、0.38元、0.48元，对应PE分别为34倍、25倍、20倍，员工持股成本&大股东参与定增奠定安全边际，维持买入评级。**轻卡升国五标准背景下公司D系列发动机销量提升有望超预期，我们向上修正公司2016年、2017年、2018年净利润预测到2.47亿、3.34亿、4.21亿（原预测16-18年2亿、2.75亿、3.85亿），同比增40%、35%、26%，不考虑17年增发摊薄，对应EPS分别为0.28元、0.38元、0.48元，对应PE分别为34倍、25倍、20倍。第一期员工持股平均成本9.3元！大股东云内集团将参与定增，安全边际高。维持买入评级！

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,832	2,563	3,800	5,248	6,272
同比增长率(%)	16.97	27.75	34.19	38.11	19.51
净利润(百万元)	176	152	247	334	421
同比增长率(%)	8.82	11.63	40.73	35.22	26.05
每股收益(元/股)	0.22	0.19	0.28	0.38	0.48
毛利率(%)	16.7	17.4	17.7	18.5	18.8
ROE(%)	4.8	4.0	6.3	7.9	9.0
市盈率	44		34	25	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,571	2,421	2,832	3,800	5,248	6,272
营业收入同比增长率 (yoy)	7.95%	-5.84%	16.97%	-	-	-
减: 营业成本	2,017	1,952	2,359	3,127	4,277	5,093
毛利率 (%)	21.54%	19.36%	16.70%	17.70%	18.50%	18.80%
减: 营业税金及附加	18	6	8	16	16	21
主营业务利润	535	462	465	-	-	-
主营业务利润率 (%)	20.82%	19.10%	16.44%	-	-	-
减: 销售费用	99	96	123	154	217	262
减: 管理费用	198	192	204	289	398	468
减: 财务费用	74	62	63	77	56	41
经营性利润	164	113	75	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	75.95%	-31.20%	-33.21%	-	-	-
经营性利润率 (%)	6.38%	4.66%	2.66%	-	-	-
减: 资产减值损失	43	-13	13	-34	0	0
加: 投资收益及其他	6	3	81	28	37	49
营业利润	127	128	143	199	321	435
加: 营业外净收入	38	53	58	98	78	78
利润总额	165	182	202	297	399	514
减: 所得税	34	27	31	55	74	103
净利润	131	155	171	241	326	411
少数股东损益	-17	-6	-4	-6	-8	-10
归属于母公司所有者的净利润	147	161	176	247	334	421
净利润同比增长率 (yoy)	117.52%	9.46%	8.82%	-	-	-
全面摊薄总股本	681	799	799	879	879	879
每股收益 (元)	0.22	0.23	0.22	0.28	0.38	0.48
归属母公司所有者净利润率 (%)	5.73%	6.66%	6.20%	-	-	-
ROE	5.42%	4.57%	4.79%	6.30%	7.90%	9.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。