

# 云内动力 (000903) \ 汽车

## ——一季度业绩略超预期，后续看点颇多

### 事件：

公司发布16年年报与17年一季报：16年实现营业收入39.26亿元，同比增长38.63%，归母净利润2.24亿元，同比增长27.56%。17年一季度营业收入16.02亿元，同比增长72.27%，归母净利润1.19亿元，同比增长52.28%，扣非净利润同比增长153.1%。

### 投资要点：

#### ➤ 年报符合预期，净利率保持稳定

16年业绩符合预期，营收实现大幅增长的主要驱动因素是16年公司柴油机销量的增长，公司16年销售柴油机31.7万台，同比增长45.5%，销量增长的主要原因是：1) 公司柴油机产品降价促销（尤其是非道路产品，销量增长迅猛）；2) 15年多缸小缸径柴油机行业较差，当年产销基数低。从产品结构来看，非道路产品约占总销量的40%，其余为车用产品。16年公司综合毛利率同比下降2.94pct，主要是公司产品降价促销以提升市占率所致，三费方面，公司费用控制能力较好，销售费用率、管理费用率以及财务费用率分别同比下降0.21pct、1.58pct以及0.66pct。公司营业外收入同比增长76.38%，主要是同期政府补助大幅增加所致。16年销售净利率5.7%，同比下降0.5pct，主要在于费用率的下降抵消了毛利率的下滑。

#### ➤ 一季报略超预期，费用控制较好

一季度营收大幅增长72.27%，净利润增长52.28%，净利润增速达到此前业绩预告中的上限，略超市场预期，一季度营收大幅增长主要在于：1) 一季度轻卡行业实现恢复增长，销量43.86万辆，同比增长12.07%，销量创近三年同期新高；2) 公司国五产品热销带动整个销量增长，我们测算，公司一季度柴油机销量增速超过50%；3) 在车用国五排放标准及非道路T3阶段排放标准逐步实施的背景下，公司实现产品升级，以至于公司产品出现量价齐升的情形。一季度公司综合毛利率17.33%，同比下降1.63，这是由于公司平均单价提升的幅度小于单位产品成本提升的幅度。三项费用仍然控制较好，三项费率均有下降，合计下降4.27pct。在营业外收入（政府补助）大幅下降83.98%的背景下，公司依然保证了销售净利率的稳定，销量净利率为7.44%，仅下降0.97pct，这也是净利润增速低于营收增速的原因。

#### ➤ 依然看好排放升级背景下公司产品的放量

2016年开始，我国逐步开始实施（东部11省先行）轻卡的国五排放标准，公司作为市场最近储备国五技术的发动机企业之一，极大的从中受益，预计17年公司国五产品在总柴油机中的销量占比超过50%，尤其是比较高端

投资建议：

**推荐**  
 首次覆盖

当前价格：

8.89元

目标价格：

元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	879/791
流通A股市值（百万元）	7,076
每股净资产（元）	5.23
资产负债率（%）	51.19
一年内最高/最低（元）	10.60/6.31

### 一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

徐慧雄 联系人

电话：0510-85607670

邮箱：xuhx@glsc.com.cn

### 相关报告

（单价比原有发动机平均高出 50%）和毛利率（20%左右）均较高，因此，其 17 年有望为公司带来较大的业绩增量。

➤ **收购铭特科技，汽车电子成未来重要看点**

公司拟通过发行股份（7.53 元/股，6653 万股）与支付现金（3.34 亿元）的方式收购深圳铭特科技有限公司，铭特科技主营加油（气）站工业级卡支付系统，其在细分行业中市场占有率较高。铭特科技 2016-2018 年度的业绩承诺为：扣除非经常性损益后的净利润分别为 3,200.00 万元、5,250.00 万元以及 8,000.00 万元。我们认为，铭特科技的强项在于其软件实力，其和公司优异的硬件制造能力可形成互补，公司后续可利用铭特科技的平台进行比较高端的汽车电子产品开发，如发动机中的部分传感器等，另外，铭特科技位于创新活力好的深圳南山区，其体制机制灵活，后续有望借助其平台优势推出更多优秀产品。

➤ **首次覆盖，给予“推荐”评级**

不考虑本次重组与配套融资，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.43、0.5 以及 0.59 元，对应现价，PE 分别为 21、18 以及 15 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**

轻卡销量大幅下滑；资产重组失败

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,831.79	3,925.63	5,860.00	7,810.00	9,950.00
增长率（%）	16.97%	38.63%	49.28%	33.28%	27.40%
EBITDA（百万元）	410.88	473.47	654.62	766.94	857.10
净利润（百万元）	175.52	223.89	379.29	442.82	517.52
增长率（%）	8.81%	27.56%	69.41%	16.75%	16.87%
EPS（元/股）	0.20	0.25	0.43	0.50	0.59
市盈率（P/E）	44.51	34.89	20.60	17.64	15.10
市净率（P/B）	2.13	1.75	1.65	1.55	1.45
EV/EBITDA	16.16	14.88	12.25	10.33	8.04

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,726.1	2,140.4	1,354.2	1,645.15	2,883.93	营业收入	2,831.7	3,925.6	5,860.0	7,810.0	9,950.0
应收账款+票据	1,463.6	1,920.4	2,969.1	3,547.21	3,831.16	营业成本	2,358.8	3,385.5	4,981.0	6,677.5	8,557.0
预付账款	17.61	41.61	53.27	69.26	86.32	营业税金及附加	7.55	27.63	41.02	54.67	69.65
存货	717.19	1,011.9	1,478.5	2,035.96	2,467.72	营业费用	123.27	162.42	205.10	273.35	348.25
其他	34.59	120.53	100.00	100.00	100.00	管理费用	204.09	221.17	269.56	359.26	457.70
<b>流动资产合计</b>	<b>3,989.3</b>	<b>5,234.9</b>	<b>5,955.1</b>	<b>7,397.58</b>	<b>9,369.13</b>	财务费用	62.72	60.92	21.21	27.76	11.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	13.10	1.49	2.00	3.00	4.00
固定资产	1,973.9	1,952.5	1,806.3	2,275.60	2,474.98	公允价值变动收益	0.09	-0.09	0.00	0.00	0.00
在建工程	438.63	648.88	1,048.8	800.00	800.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	480.18	497.60	588.84	536.78	484.73	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	110.59	175.29	32.00	32.00	32.00	<b>营业利润</b>	<b>62.33</b>	<b>66.37</b>	<b>340.11</b>	<b>414.41</b>	<b>501.78</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,003.3</b>	<b>3,274.2</b>	<b>3,476.0</b>	<b>3,644.38</b>	<b>3,791.71</b>	营业外净收益	139.50	193.57	100.00	100.00	100.00
<b>资产总计</b>	<b>6,992.6</b>	<b>8,509.2</b>	<b>9,431.2</b>	<b>11,041.9</b>	<b>13,160.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>201.83</b>	<b>259.94</b>	<b>440.11</b>	<b>514.41</b>	<b>601.78</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	30.63	36.42	63.82	74.59	87.26
应付账款+票据	2,048.5	2,704.4	3,521.8	4,825.11	6,584.23	<b>净利润</b>	<b>171.20</b>	<b>223.52</b>	<b>376.29</b>	<b>439.82</b>	<b>514.52</b>
其他	185.17	237.07	79.11	79.61	80.11	少数股东损益	-4.31	-0.38	-3.00	-3.00	-3.00
<b>流动负债合计</b>	<b>2,233.6</b>	<b>2,941.4</b>	<b>3,600.9</b>	<b>4,904.72</b>	<b>6,664.34</b>	<b>归属于母公司净利</b>	<b>175.52</b>	<b>223.89</b>	<b>379.29</b>	<b>442.82</b>	<b>517.52</b>
长期带息负债	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,000.00	1,000.00						
长期应付款	112.80	87.30	87.30	87.30	87.30						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,112.8</b>	<b>1,087.3</b>	<b>1,087.3</b>	<b>1,087.30</b>	<b>1,087.30</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,346.4</b>	<b>4,028.7</b>	<b>4,688.2</b>	<b>5,992.02</b>	<b>7,751.64</b>						
少数股东权益	10.73	12.35	9.35	6.35	3.35						
股本	799.01	878.77	878.77	878.77	878.77						
资本公积	1,841.3	2,397.7	2,397.7	2,397.74	2,397.74						
留存收益	1,020.0	1,191.6	1,457.1	1,767.08	2,129.34						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,671.2</b>	<b>4,480.4</b>	<b>4,742.9</b>	<b>5,049.94</b>	<b>5,409.20</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,017.6</b>	<b>8,509.2</b>	<b>9,431.2</b>	<b>11,041.9</b>	<b>13,160.8</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	90.65	135.69	290.79	354.32	429.02
折旧摊销	147.89	154.74	196.23	228.67	248.67
财务费用	74.86	76.35	18.28	23.86	6.65
存货减少	98.23	-297.79	-466.58	-557.42	-431.76
营运资金变动	17.64	128.21	-380.36	709.69	1,458.61
其它	-2.70	-54.44	2.00	3.00	4.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>426.57</b>	<b>142.76</b>	<b>-339.64</b>	<b>762.11</b>	<b>1,715.19</b>
资本支出	216.03	335.40	400.00	400.00	400.00
长期投资	30.08	680.00	0.00	0.00	0.00
其他	409.00	747.21	85.50	85.50	85.50
<b>投资活动现金流</b>	<b>162.89</b>	<b>-268.18</b>	<b>-314.50</b>	<b>-314.50</b>	<b>-314.50</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3.90	637.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.96	-76.79	-132.07	-156.70	-161.90
<b>筹资活动现金流</b>	<b>9.86</b>	<b>560.21</b>	<b>-132.07</b>	<b>-156.70</b>	<b>-161.90</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>599.32</b>	<b>434.79</b>	<b>-786.21</b>	<b>290.91</b>	<b>1,238.79</b>

  

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.97%	38.63%	49.28%	33.28%	27.40%
EBIT	8.44%	21.19%	43.82%	17.43%	13.03%
EBITDA	9.47%	15.23%	38.26%	17.16%	11.76%
归属于母公司净利	9.46%	27.56%	69.41%	16.75%	16.87%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.70%	13.76%	15.00%	14.50%	14.00%
净利率	6.05%	5.69%	6.42%	5.63%	5.17%
ROE	4.79%	5.01%	8.01%	8.78%	9.57%
ROIC	4.78%	5.53%	8.28%	7.58%	8.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.86%	47.35%	49.71%	54.27%	58.90%
流动比率	1.79	1.78	1.65	1.51	1.41
速动比率	1.45	1.39	1.22	1.07	1.02
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.94	2.05	1.98	2.20	2.60
存货周转率	3.29	3.35	3.37	3.28	3.47
总资产周转率	0.40	0.46	0.62	0.71	0.76
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.25	0.43	0.50	0.59
每股经营现金流	0.49	0.16	-0.39	0.87	1.95
每股净资产	4.17	5.08	5.39	5.74	6.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	44.51	34.89	20.60	17.64	15.10
市净率	2.13	1.75	1.65	1.55	1.45
EV/EBITDA	16.16	14.88	12.25	10.33	8.04
EV/EBIT	25.24	22.10	17.50	14.72	11.33

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

