

小排量柴油机龙头，节能减排持续受益标的

投资要点

- **事件:** 近期，我们对公司进行了调研。公司是国内多缸小径柴油机领军企业，产品覆盖高中低端柴油机，2016 年市占率达 11%，公司 DEV 系列发动机产品受益于轻卡行业复苏有望实现量价齐升，YN 系列发动机下沉至非道路机械领域满足升级需求。公司产品满足国 5 标准，具有国 6 升级空间，布局柴油混动系统为未来增长点打下基础。
- **轻卡产销量企稳回升，利好公司业绩。** 在经历近 3 年的低迷期后轻卡行业企稳回升，轻卡去产能阶段在 2016 年进入尾声，2017 Q1 我国柴油机轻卡一季度产量 34 万辆，同比增长 8.9%，上升趋势可观。公司最大客户江淮汽车 2016 年轻卡销量 20 万辆，同比增长 24%，行业整体与重点客户轻卡回暖行情有望显著提振公司业绩。
- **排放标准升级，国 5 标准施行推进公司高端产品放量。** 根据工信部《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》，全国自 2017 年 7 月 1 日起所有柴油机重卡需符合国五标准要求，2018 年 1 月 1 日起所有柴油机轻卡须符合国五标准要求，公司 DEV 系列高端产品储备丰富，全系列产品将均满足国 5 标准，受益于国 5 标准施行，有望实现产品量价齐升。
- **拟收购铭特科技，进军汽车电子市场。** 公司拟以 8.4 亿元收购铭特科技 100% 股权。铭特科技为国内的工业级卡支付系统解决方案提供商，为我国石化行业的加油（气）机、电力行业的电动汽车充电桩等室外设备提供工业级智能卡支付系统。公司有望通过铭特科技，进军汽车电子领域，未来业务拓展想象空间巨大。
- **员工持股彰显信心，具有国改预期。** 公司 2015、2016 年先后两期员工持股，成本价接近当前价格，员工持股绑定公司利益，彰显信心。公司为云南省国企，具备国改预期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.38 元、0.48 元、0.58 元，对应 PE 分别为 22 倍、17 倍、14 倍。公司受益于轻卡回暖与国 5 发动机升级，给予公司 2017 年 27 倍估值，对应目标价 10.26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 轻卡产销量回暖趋势不及预期；非道路机械市场扩展不及预期；并购项目推进或不及预期、并购企业业绩实现或不及承诺。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3925.63	6919.85	8468.40	9384.99
增长率	38.63%	76.27%	22.38%	10.82%
归属母公司净利润 (百万元)	223.89	354.63	454.32	551.04
增长率	27.56%	58.39%	28.11%	21.29%
每股收益 EPS (元)	0.24	0.38	0.48	0.58
净资产收益率 ROE	4.99%	6.70%	8.01%	8.98%
PE	35	22	17	14
PB	1.76	1.49	1.39	1.29

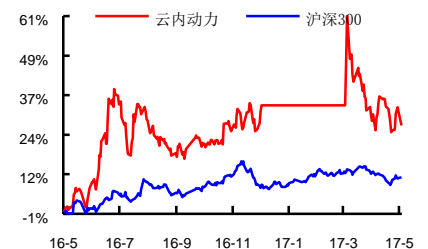
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 石川
电话: 023-67898871
邮箱: sc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.79
流通 A 股(亿股)	7.91
52 周内股价区间(元)	6.61-10.6
总市值(亿元)	73.38
总资产(亿元)	94.32
每股净资产(元)	5.23

相关研究

目 录

1 公司概况：国内多缸小缸柴油机领军企业	1
2 云内动力多缸小缸柴油机产品独领风骚	2
2.1 小缸径柴油机主要用于商用车市场和非道路市场	2
2.2 柴油机行业较为分散，公司完成逆袭	3
2.3 云内柴油机国5产品齐全，具备国6升级空间	4
3 乘轻卡复苏腾飞之势，拓非道路新业务疆土	8
3.1 轻卡行情筑底回升，公司乘风而上产品放量	8
3.2 技术先行优势，助力非道路机械领域开疆扩土	10
3.3 柴油机节能+混动趋势，公司有望抢占先机	11
4 收购铭特科技，打开汽车电子想象空间	12
5 员工持股彰显公司信心，定增项目推进产品升级	12
6 盈利预测	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2011 年以来营业收入及归母净利润情况	2
图 3: 公司毛利率及净利率情况	2
图 4: 2006-2017Q1 柴油汽车（乘用车+商用车）产量情况	2
图 5: 2006-2017 柴油发动机商用车产量结构	3
图 6: 非道路用发动机应用场景分析	3
图 7: 2016 年国内主要柴油发动机厂销量排行	4
图 8: 公司柴油机营收及增速情况	5
图 9: 公司柴油机营收占比情况	5
图 10: 2006-2016 年国内柴油机轻卡销量及增速情况	8
图 11: 江淮汽车轻卡销量情况	8
图 12: 福田汽车轻卡销量情况	8
图 11: 山东凯马轻卡产销量情况	9
图 12: 中国重汽轻卡产销量情况	9
图 13: 国内轻卡销量情况	10
图 14: 房地产投资完成额和施工面积同比	10
图 15: 国内快递业务量及增速	10
图 16: 国内快递汽车数及同比	10
图 17: CHS 混合动力传动箱内部结构图	11

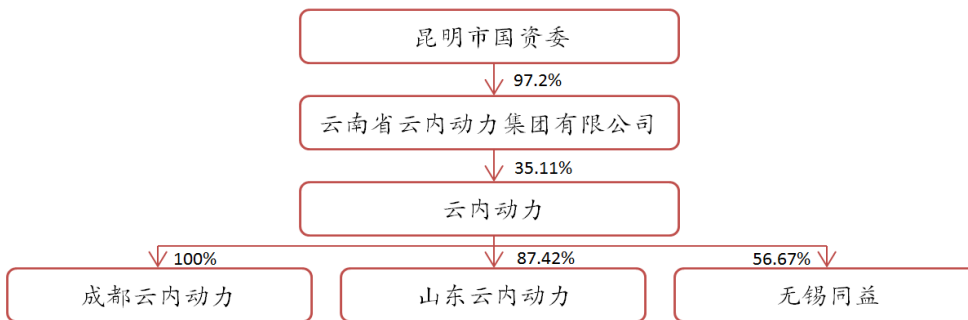
表 目 录

表 1: 公司主要参控股子公司	1
表 2: 公司柴油发动机产品参数	5
表 3: 主流轻卡用国 5 柴油发动机参数对比	7
表 4: 热门轻卡车型柴油发动机配套情况	7
表 5: 国五标准与国四标准对比	9
表 6: 主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比	11
表 7: 公司业务拆分关键假设	12
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：国内多缸小径柴油机领军企业

公司深耕柴油机开发近六十年，是国内多缸小径柴油机领军企业。昆明云内动力股份有限公司成立于 1999 年，是由云南内燃机厂作为独家发起人，以社会募集方式设立的股份制上市公司。当前公司总股本 8.79 亿股，控股股东云南云内动力集团（31.92%），其余股东持股比例均不超过 5%，实际控制人为昆明市国资委。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

公司共有三家参控股子公司，分别位于成都、山东和无锡，业务整合有序、布局全面。2001 年，公司收购成都内燃机总厂并成立成都云内动力有限公司，注册资本 2.8 亿，主要生产 YN、90、95 系列柴油发动机及天然气发动机产品。2013 年，公司投资 6000 万元组建山东云内动力有限责任公司，主要布局非道路柴油机以完善公司产品线，并于 2016 年 5 月对其增资。2015 年，出资 510 万元设立控股子公司无锡同益，持股比例 56.67%，首次搭建公司新能源汽车动力总成应用平台，走出布局新能源动力总成领域的第一步。

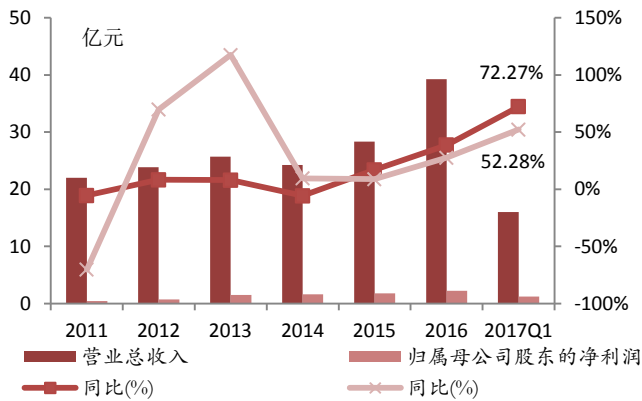
表 1：公司主要参控股子公司

成立时间	公司名称	持股比例	主营业务	产能（万台）	2016 年度营收（万元）	2016 年度净利润（万元）
2001	成都云内	100%	YN, 90, 95 系列柴油机、天然气发动机	10	80723.36	-1234.01
2013	山东云内	87.42%	非道路系列柴油机及零配件的生产与销售	15	20753.87	-1033.11
2014	无锡同益	56.67%	汽车动力产品及零配件的研发、生产与销售	-	0	-120.45

数据来源：公司年报，西南证券整理

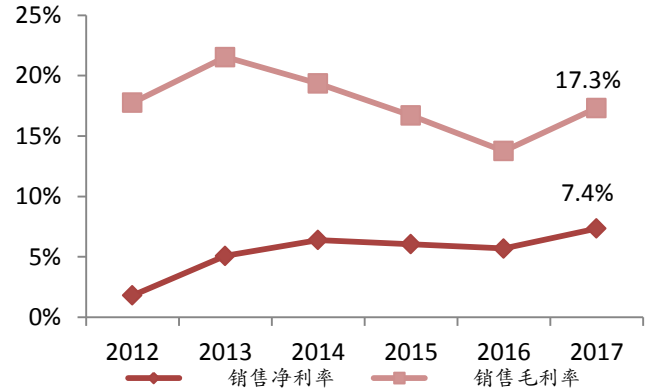
公司产品线完善，机动车与非道路机械动力产品优势凸显。公司当前主要产品为国 4 国 5 车用柴油机和国 3、国 4 非道路柴油机，其中车用柴油机主要配套轻卡、中卡等商用车及 SUV、MPV 等乘用车，非道路柴油机主要用于非道路工程机械、农用机械等。公司柴油机 2016 年业绩贡献突出，主要是主机厂国 5 柴油机采购需求剧增所致，2017 年向好趋势不减，同时公司凭借在排放标准升级中的技术先行优势，有望在 2018 年国 5 标准全面实施之际分享市场红利。

图 2: 公司 2011 年以来营业收入及归母净利润情况



数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 公司毛利率及净利率情况



数据来源: Wind, 西南证券

客户基础良好, 市占率有望稳中有升。公司客户主要包括安徽江淮、中国重汽、北汽福田等国内主流商用车主机厂以及莱州领航及山东五征等非道路机械厂商, 配套关系稳固。公司 2016 年柴油机行业市占率达 11%, 2017 年有望进一步抢占市场份额。

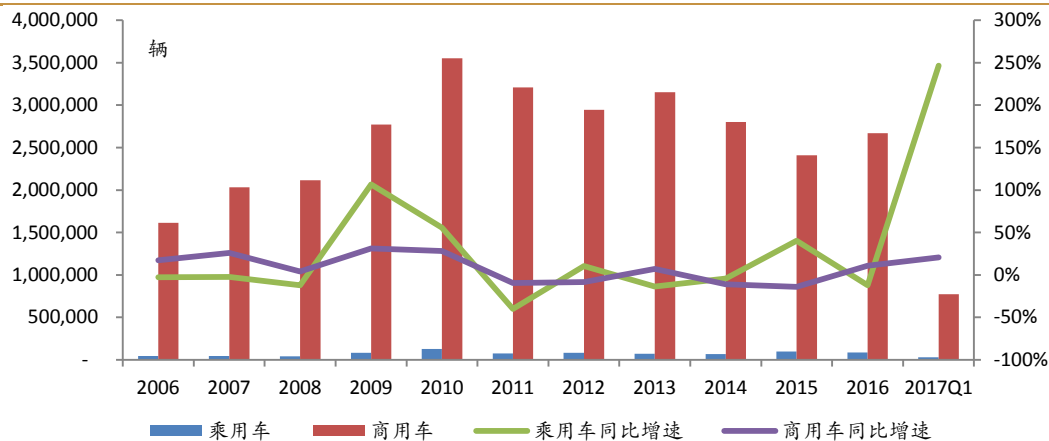
2 云内动力多缸小缸径柴油机产品独领风骚

2.1 小缸径柴油机主要用于商用车市场和非道路市场

多缸小缸径柴油机是指缸径范围为 85-90mm, 功率范围为 18-40KW, 转速区间为 2600-3200r/min 的柴油机, 通常排量在 5L 以内, 为可以不断满足节能减排持续发展, 改善环保法规要求的产品。

小缸径多缸柴油机的应用场景可分为道路用和非道路用。道路用柴油机主要搭载轻卡、微型汽车、皮卡、轻客、MPV、SUV 等车型。非道路用柴油机应用场景主要为叉车、大中小型拖拉机, 中小型联合收割机、中小型工程机械、内河湖泊及沿海船舶及发电、水泵、空调等。

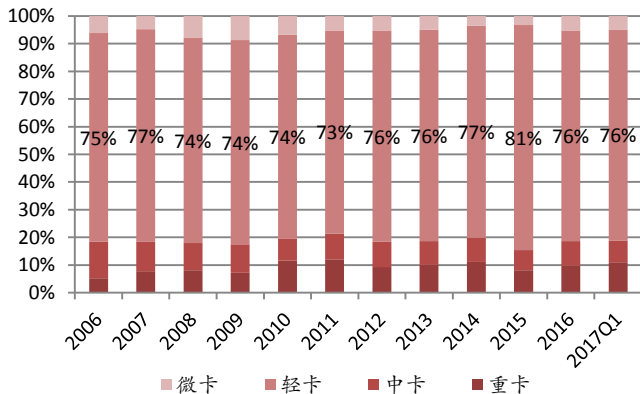
图 4: 2006-2017Q1 柴油汽车 (乘用车+商用车) 产量情况



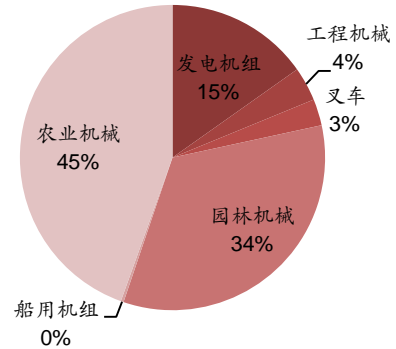
数据来源: Autoinfo, 西南证券整理

从道路用柴油机配套情况来看，国内柴油机主要应用在商用车上，乘用车柴油机存量较低。柴油机商用车产量从 2010 年达到 355 万辆的顶峰过后持续下滑，直到 2016 年底出现反弹。我们认为主要是受到第五阶段排放标准规定的政策影响。

全国自 2017 年 7 月 1 日起，全国重型柴油车必须满足国 5 标准，自 2018 年 1 月 1 日起，全国轻型柴油车必须满足国 5 标准，期限将近导致主机厂积极采购国 5 标准柴油发动机。

图 5：2006-2017 柴油发动机商用车产量结构


数据来源：Autoinfo，西南证券整理

图 6：非道路用发动机应用场景分析


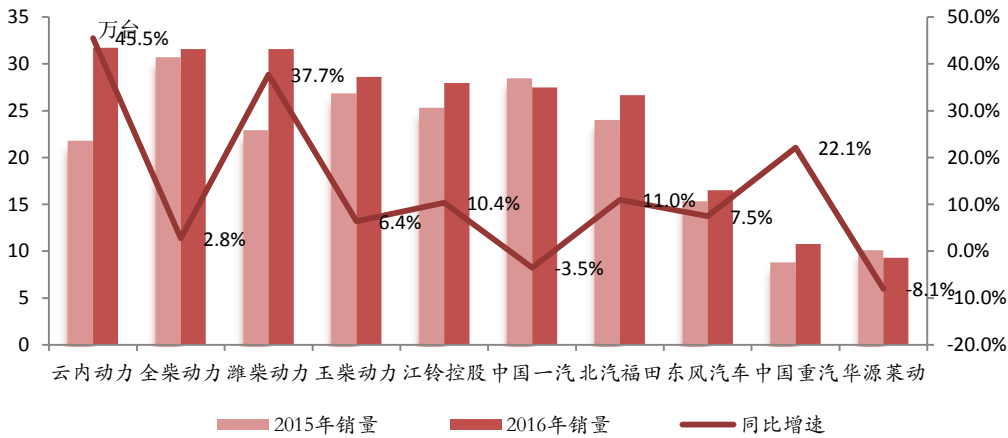
数据来源：中国内燃机工业协会，西南证券整理

商用车为道路用柴油机的配套主力，其中轻卡为最大贡献的车型，占比约为 76%，我们预计轻卡市场的需求在 150 万台左右。轻卡的应用场景主要为城乡支线物流，承担零散建筑建材，机械设备，生活必需品等的运输任务，将受益于房地产和快递行业的增长。

非道路机械用柴油机：非道路机械包括工程机械（如装载机、推土机、压路机等）、农业机械（拖拉机、联合收割机等）、园林机械、叉车等。应用最广的仍为农业农业机械和园林机械。虽然非道路柴油机排放标准仅在 2016 年底才分布实现国三，技术实力和车用柴油机相差较大，但是随着轻卡国 5 标准的全面推开，大量国 4 柴油机将会下沉到非道路领域，所以非道路柴油机存在升级换代需求，以拖拉机为代表的非道路市场也为柴油机企业必争之地，我们预计非道路柴油机市场需求超过 300 万台。

2.2 柴油机行业较为分散，公司完成逆袭

柴油机市场较为分散，国内柴油机企业大致分三大类：一类是生产全系列机型的企业，即 4 缸和 6 缸机均生产，以玉柴、锡柴（一汽）和东风康明斯为代表；一类是以生产重型机（6 缸）为主的企业，以潍柴、中国重汽（济南动力/杭发）、上柴为代表；第三类是以生产轻型机（4 缸）为主的企业，以安徽全柴动力、云内动力、江铃、朝柴、华源莱动、北汽福田、杨柴、大柴等为代表。

图 7：2016 年国内主要柴油发动机厂销量排行


数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年是柴油机行业止跌回升的一年。从 2015 年柴油机销量下降 17.11%，到 2016 年同比增长 12.05%，车用柴油机行业整体回暖，与重卡复苏有关。

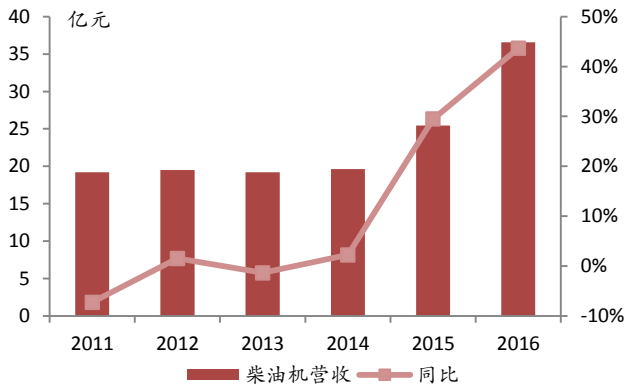
多缸小缸径柴油机行业竞争较为激烈，国四时代 4 缸机第一阵营玉柴、全柴、云内、锡柴、江铃等难分伯仲，但是国五时代的到来，云内、玉柴、锡柴、康明斯则更占优势。

云内动力道路用机型主要覆盖轻卡领域。总体销量以 45.5% 的增长率从 2015 年的第七位跃至 2016 年的第一位，实现跨越式的增长，与公司道路和非道路市场实现双增长是密不可分的。车用市场，公司抓住国五排放标准升级的契机，实现 DEV 系列在上汽、江淮汽车、广东福田、长丰猎豹等整车上装配；非道路市场全面突破，小装和叉车市场销量提升。

2.3 云内柴油机国 5 产品齐全，具备国 6 升级空间

技术平台优势，研发能力卓越。公司拥有“一部四中心”的国家认定的企业技术中心，拥有 48 个试验台架，具备竞品分析、产品设计开发、匹配标定等核心竞争力。公司是全国内燃机标准化技术委员高效多缸小径柴油机的技术标准制定的牵头单位，与德国 FEV 发动机技术公司、法国 PPS 公司共同建立了国家级先进柴油机国际联合研究中心。先后与北京理工大学、同济大学多所高校建立了战略合作关系，公司产品和工艺屡次获得国家重点新产品、云南省技术创新优秀新产品、云南省科技进步奖等殊荣。

公司柴油机产品销量从 2015 年起进入高速增长阶段，柴油机营业收入占比近 3 年来均超过 80%。2016 年公司柴油机销售收入突破 36 亿元，公司主打多缸小缸径柴油机，受益于国 5 排放标准的全面铺开，公司柴油机业务将直接受益于轻卡柴油发动机的换代需求。

图 8: 公司柴油机营收及增速情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司柴油机营收占比情况


数据来源: 中国内燃机工业协会, 西南证券整理

公司产品主要分为三个系列, DEV 系列、YN 系列、非道路系列。DEV 系列为新产品, 具备多款国 5 机型, 主要配套轻卡、中卡、客车、皮卡、MPV、SUV 等产品, YN 产品系列较老, 具备国 4 标准, 未来经过改造将用于非道路用柴油机的升级机型。公司非道路用系列较为完备, 排量从 1.9L-3.9L 不等, 主打高压共轨技术, 满足国 3 标准, 具有国 4、国 5 升级空间。

表 2: 公司柴油发动机产品参数

产品系列	产品型号	发动机形式	排量 (L)	额定功率/转速 (kw/rpm)	最大扭矩/转速 (N.m/rpm)	排放标准	后处理技术	适用场景	产品图片
DEV 系列	YNF40E1	4 气门	3.92	125/2600	600/1300~1900	国 5	SCR+氮氧化器	轻卡、中卡、客车	
	YNF40D1	4 气门	3.92	125/2600	600/1300~1600	国 5	SCR	轻卡、中卡、客车	
	D30TCIE1	4 缸直列	2.977	115/3200	400/1500~2700	国 5	DOC+SCR	SUV、MPV、皮卡、中高端轻卡、客车	
	D19TCID4	4 缸直列	1.91	75/3600	225/1600~2400	国 5	DOC+SCR	SUV、MPV、皮卡、中高端轻卡、客车	
	D19TCIE	4 缸直列	1.85	110/4000	350/1800~2500	国 5	DOC+DPF	轿车、SUV、MPV、皮卡	
	D19TCIE1	4 缸直列	1.85	75/3600	250/1600~2600	国 5	DOC+SCR	轻卡、客车	
	D30TCID1	4 缸直列	2.977	110/3200	400/1600~2600	国 4	DOC+POC	SUV、MPV、皮卡、中高端轻卡、客车	
	D16TCID	4 缸直列	1.65	85/4000	250/1800~2800	国 4	DOC+POC	轿车、SUV、MPV、皮卡	

产品系列	产品型号	发动机形式	排量 (L)	额定功率/转速 (kw/rpm)	最大扭矩/转速 (N.m/rpm)	排放标准	后处理技术	适用场景	产品图片
	D09	2缸直列	0.927	39/4000	125/1800~2300	国4	DOC+POC	交叉型乘用车、微型卡车	
YN系列	YN38CRD1	4缸直列	3.3	95/3000	365/1600~2400	国4	DOC+POC	轻型载货车, 5~8 轻型客车	
	YN33CRD1	4缸直列	3.3	85/3200	315/1600~2400	国4	DOC+POC	轻型载货车, 5~8 轻型客车	
	YN27CRD1	4缸直列	2.7	70/3200	250/1800~2600	国4	DOC+POC	轻型载货车, 5~7 米轻型客车	
非道路用	YN4K-CR	4缸直列	2.8	60-85/2400-2600	230-405/1500-1800	国3(有国4、国5升级空间)		农业机械	
	YN4L-CR	4缸直列	1.9	30-55/2400-2600	155-245/1500-1800	国3(有国4、国5升级空间)		2.5-5 吨叉车	
	YN4A055-30CR	2缸直列	2.7	36.8/2400	175/1500-1800	国3(有国4、国5升级空间)		叉车、收割机、旋耕机、装载机、滑移机、拖拉机等	
	YN4B055-33CR	2缸直列	2.8	36.8/2600	175/1600-1950	国3(有国4、国5升级空间)		叉车、收割机、旋耕机、装载机、滑移机、拖拉机等	
	YN4D055-33CR	2缸直列	3.6	36.8/2200	190/1350~1650	国3(有国4、国5升级空间)		叉车、收割机、旋耕机、装载机、滑移机、拖拉机等	
YN4E055-33CR	2缸直列	3.8	36.8/2200	190/1350~1650	国3(有国4、国5升级空间)		叉车、收割机、旋耕机、装载机、滑移机、拖拉机等		

数据来源：公司官网，西南证券整理

云内目前主力产品为 DEV 系列发动机, 基于德国 FEV 开发平台, 具备 SCR, DOC+POC 两条尾气处理技术路线。可满足国 5 排放标准。国 6 标准参数细节暂时未定, 公司目前已按照欧 6 标准全面启动 DEV 系列国 6 发动机产品研发, 为未来增长点打下基础。

表 3：主流轻卡用国 5 柴油发动机参数对比

	云内 D30TCIE1	江铃 JX4D30A5H	康明斯 ISF2.8s5161P	玉柴 YC4FA130-50	锡柴 4DW93-84E5
排量	2.977L	2.892L	2.78L	2.982L	2.54L
排放标准	国 5	国 5	国 5	国 5	国 5
最大马力/最大输出功率	156 马力/115kw	152 马力/112kw	161 马力/120kw	130 马力/95kw	87 马力/64kw
最大扭矩	400N.m	382N.m	360N.m	340N.m	220N.m
额定转速	3200rpm	2800rpm	3200rpm	3200rpm	3000rpm
全负荷最低燃油效率	<208g/kwh		<205g/kwh	<210g/kwh	<205g/kwh
缸径 x 行程	95x105mm			96x103mm	

数据来源：卡车之家，西南证券整理

我们选取了市场上主流 4 缸柴油机企业 3L 以下满足国 5 标准的 4 缸径小型柴油机进行对比。参数上云内 D30 系列在马力和转矩上优于江铃和玉柴相关产品，与康明斯的产品难分伯仲。锡柴 3L 以下的 4 缸机型排量相对偏小，所以仅作参考。

表 4：热门轻卡车型柴油发动机配套情况

车企	车型	云内	全柴	锡柴	扬柴	玉柴	江淮	迈斯	淮柴	朝柴	福田 康明斯
江淮	骏铃 M(载货车)	√	√				√				
	骏铃 V6(载货车)	√					√	√	√		
	骏铃 E3(载货车)	√	√	√			√			√	
	骏铃 E6(载货车)	√		√	√		√	√	√	√	√
	康铃 K(载货车)	√	√		√		√			√	
	康铃 H3(载货车)	√	√	√			√		√		
	帅铃 X(载货车)	√					√				
	帅铃 K(载货车)						√		√		√
重汽	王牌 7 系(自卸车)	√		√		√					
	王牌 7 系(载货车)	√		√		√					
福田	奥铃捷运(载货车)	√	√		√						

数据来源：卡车之家，西南证券整理

云内柴油机主要配套江淮轻卡、重汽王牌轻卡、福田汽车、东风汽车、一汽通用红塔等主流轻型商用车企业。2016 年前五大客户为江淮、重汽、莱州领航、福田、山东五征，五大客户 2016 年收入占比依次为 21%、13%、10%、6%、6%。

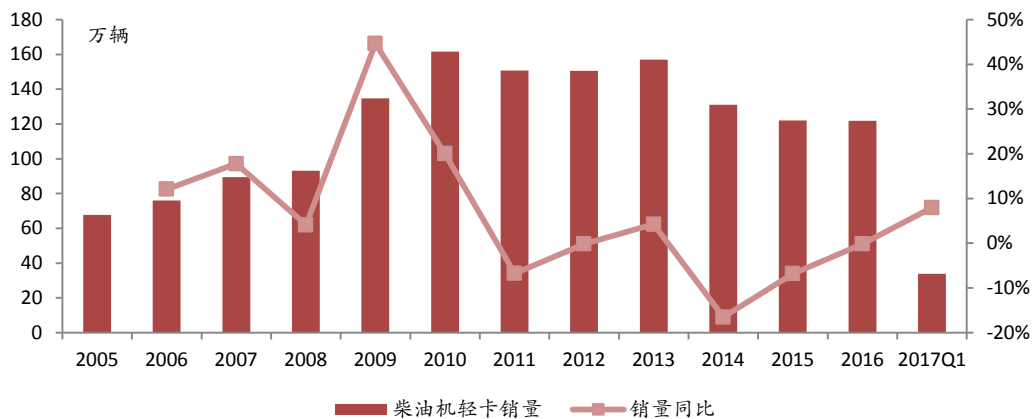
从车型上看，热门轻卡江淮骏铃系列、康铃系列、帅铃系列，重汽王牌 7 系、福田奥铃捷运系列均有配置云内动力的柴油发动机。云内动力柴油机产品技术领先于其他自主品牌产品，且产品实力和性价比具有优势。

3 乘轻卡复苏腾飞之势，拓非道路新业务疆土

3.1 轻卡行情筑底回升，公司乘风而上产品放量

轻卡行情复苏，带来公司业绩成长新机遇。轻卡行业经过 09-10 年的高度增长后，在 11-12 年开始进入去产能阶段，以轻卡中的主力柴油机轻卡为代表，2014 年产量同比下滑达 16.72%。2016 年低迷期进入尾声，销量企稳回升，2017 年第一季度柴油机轻卡产销量均为 34 万辆左右，产量同比增速达 8.9%。

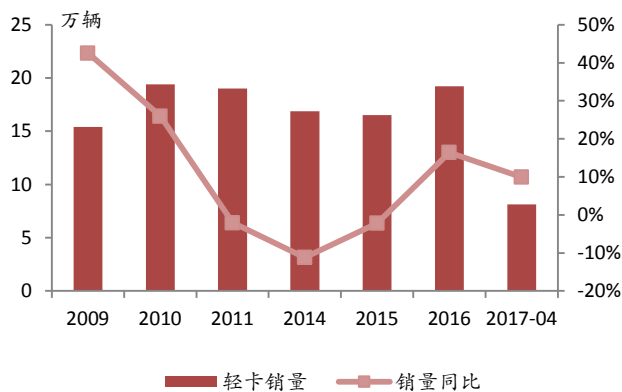
图 10：2006-2016 年国内柴油机轻卡销量及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

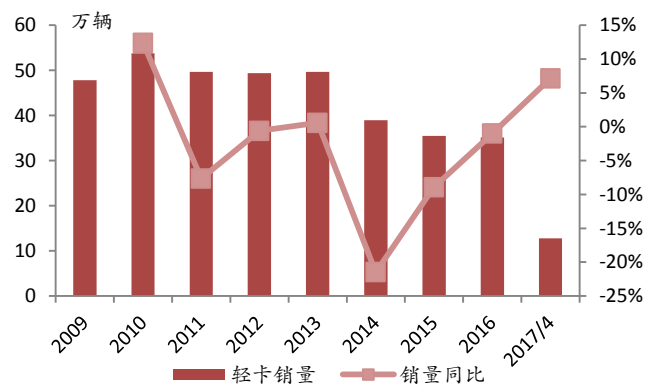
公司第一大客户江淮汽车 2016 年开始轻卡销量达 19.2 万辆，同比增长 16.4%，系公司 2016 年业绩增长的主要因素之一。公司另一大客户福田汽车 2017 年轻卡业务产销量紧随行业趋势呈现回暖态势，2017 年公司客户配套量有望继续攀升。

图 11：江淮汽车轻卡销量情况

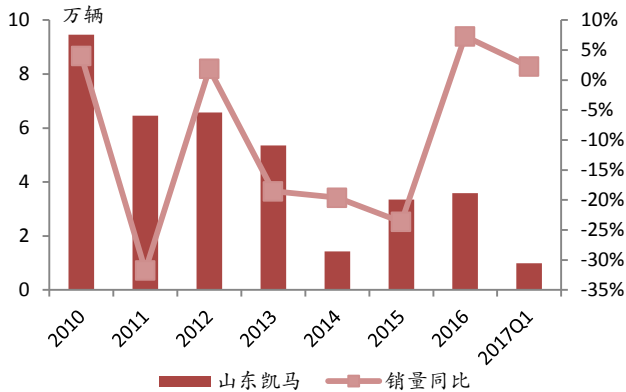


数据来源：Wind，西南证券

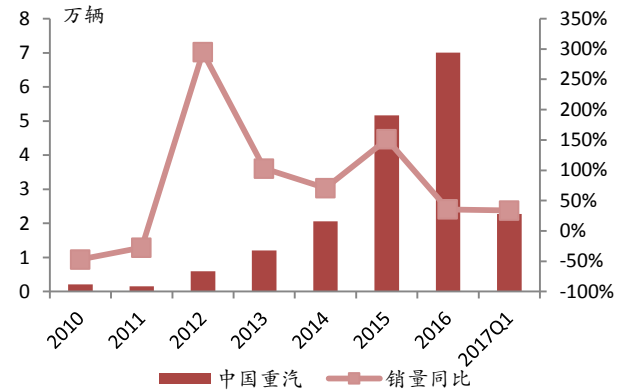
图 12：福田汽车轻卡销量情况



数据来源：Wind，西南证券

图 11: 山东凯马轻卡产销量情况


数据来源: Autoinfo, 西南证券

图 12: 中国重汽轻卡产销量情况


数据来源: Autoinfo, 西南证券

排放标准升级, 动力系统换代利好公司业绩。根据工信部《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》, (1) 全国自 2017 年 1 月 1 日起, 所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车 (客车和公交、环卫、邮政用途), 须符合国五标准要求。(2) 全国自 2017 年 7 月 1 日起, 所有制造、进口、销售和注册登记的中型柴油车, 须符合国五标准要求。(3) 全国自 2018 年 1 月 1 日起, 所有制造、进口、销售和注册登记的轻型柴油车, 须符合国五标准要求。

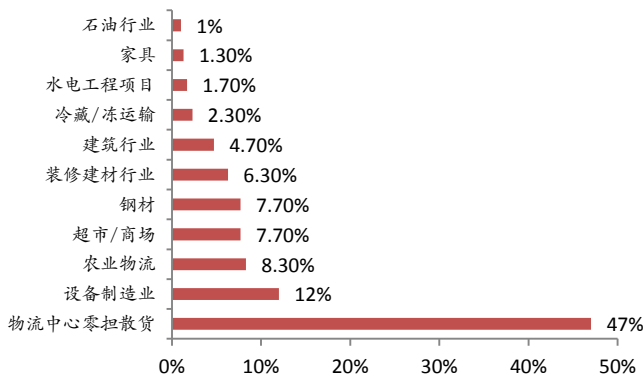
表 5: 国五标准与国四标准对比

指标	国五	国四	提升度
氮氧化物 (NOx) g/km	0.18	0.25	28%
非甲烷碳氢 (HC+NOx) g/km	0.23	0.3	23%
颗粒物浓度 (PM) g/km	0.0045	0.0025	82%
颗粒物粒子数量 (PN) g/km	6.0*10 ¹¹	无要求	新增

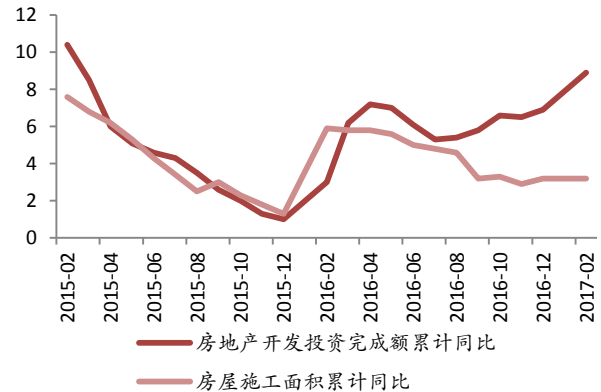
数据来源: 凤凰汽车, 西南证券

公司高端产品储备丰富, 受益轻卡动力系统升级。公司 DEV 系列产品具备多款国 5 机型, 将受益于 2017 及 2018 年国 5 标准的全面实施, 及时响应客户排放标准升级需求, 激发公司内生动力。

应用场景多元化, 催生轻卡市场需求释放。宏观经济复苏, 同时房地产行业回暖, 相关行业景气度提高将显著提振轻卡需求量。随着房地产及基建等项目推进, 与其相关的零担散货物流、钢材、建筑建材、机械设备作为轻卡主要运输的行业, 将进一步催生轻卡市场需求。

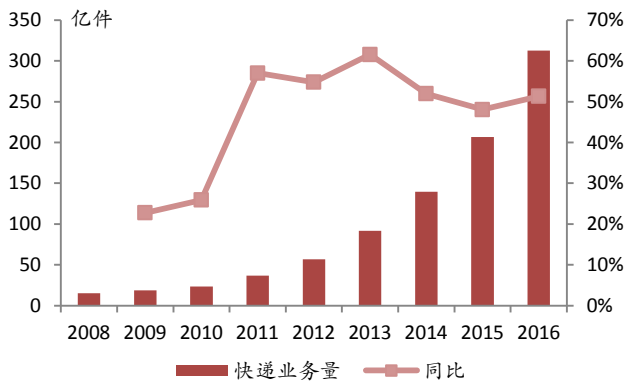
图 13: 国内轻卡销量情况


数据来源: 卡车之家, 西南证券

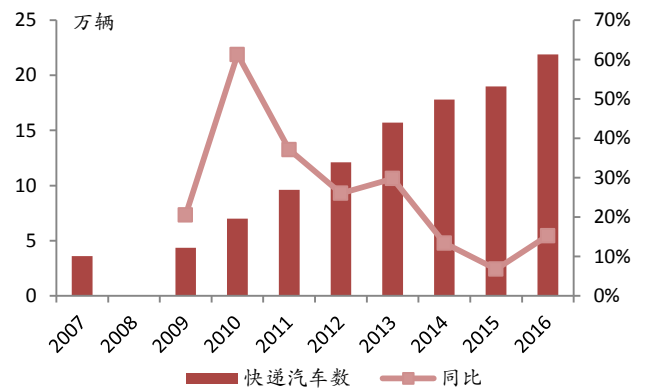
图 14: 房地产投资完成额和施工面积同比


数据来源: Wind, 西南证券

同时电商经济带动快递物流业飞速发展, 平均增速超过 30%, 终端物流快递行业增长趋势直接对应快递物流公司对轻卡的需求。

图 15: 国内快递业务量及增速


数据来源: Wind, 西南证券

图 16: 国内快递汽车数及同比


数据来源: Wind, 西南证券

3.2 技术先行优势, 助力非道路机械领域开疆扩土

非道路机械排放标准趋严是大概率事件, 公司具有技术先行优势。2014 年 10 月, 非道路机械开始实施 GB20891-2014 第三阶段排放标准; 2015 年 10 月 1 日, 停止制造和销售第二阶段非道路机械用发动机; 2016 年 4 月 1 日, 停止制造、进口和销售装用第二阶段柴油机的非道路机械。随着政府治理污染力度加严, 非道路机械排放必然逐渐趋严。公司目前非道路应用机型包括 YN4K-CR/YN4L-CR/高压共轨自然吸气系列三大类, 已实现非道路机械全面覆盖。在非道路机械升国三之机, 率先将高压共轨应用于非道路机械柴油机, 取得了技术与成本的先行优势, 未来非道路业务发展前景可期。

我们预计公司在稳住叉车市场份额的前提下将大力拓展拖拉机市场, 拉动公司非道路柴油机的销量。

3.3 柴油机节能+混动趋势，公司有望抢占先机

2016-2020年，我国汽车开始实施第四阶段燃油限值，将于2020年达到乘用车平均油耗5L/100km。《中国制造2025》中，提到2025年达到4L/100km。一方面新能源汽车生产与推广可以帮助车企实现限值达标，另一方面提升传统燃油车的节能效果也是节能减排任务中的重点。

表 6：主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比

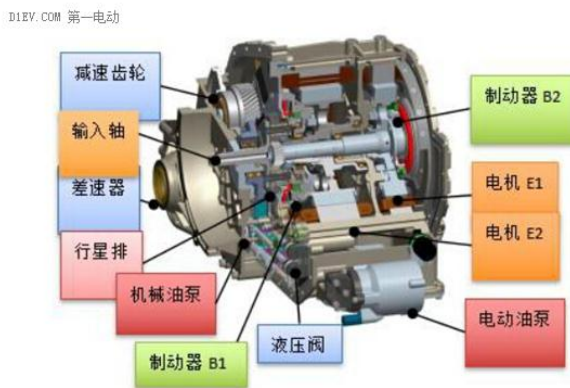
	2015		2020		2025		年降幅（2020）	年降幅（2025）
	原始	对应国标	原始	对应国标	原始	对应国标		
欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75g/km	3L/100km	5.40%	4.20%
美国	36.2mpg	6.7L/100km	44.8mpg	6L/100km	56.2mpg	4.8L/100km	3.50%	3.40%
日本	16.8km/L	5.9L/100km	20.3km/L	4.9L/100km		-	3.30%	
中国	6.9L/100km		5L/100km				5.50%	

数据来源：工信部，西南证券

2016年，公司出资6000万参股科力远混合动力技术有限公司（CHS公司）。我们认为公司结合自身在柴油机研发优势和CHS在混动技术的研发优势，有望加快乘用车柴油混合动力系统总成的开发，在国内推广乘用车的柴油混合动力系统。

CHS装置是解决柴油机混合动力的有效途径。CHS是吉利与科力远共同研发的混合动力驱动系统，是新一代混动、插电式混动以及纯电驱动汽车动力系统整体解决方案。CHS混合动力装置能够实现混合动力电动汽车的纯电动和混合动力驱动，通过对双行星排部件的不同组合可以实现多种不同的技术方案，以适用不同需求。经测试，搭载该系统的吉利MR7184HEV混合动力电动汽车百公里油耗4.9L(NEDC工况)。

图 17：CHS 混合动力传动箱内部结构图



数据来源：第一电动，西南证券整理

因此，除了继续在轻量化、高效汽油机及传动系统挖掘潜力外，CHS装置使得柴油机混动技术也成为节能减排的可选路径之一。公司2016年已经完成了混合动力系统在商用车插电式混合动力的匹配，实现安凯客车D25、D40插电式混合动力总成的匹配搭载；D19TCIE国五发动机匹配科力远CHS2800系统SUV车辆项目正在进行样机开发工作，未来公司将进一步抢占柴油机混动先机。

4 收购铭特科技，打开汽车电子想象空间

收购工业级卡支付龙头，提升未来汽车电子想象空间。公司 2017 年 3 月启动通过发行股份及支付现金的方式以 8.4 亿元收购铭特科技 100% 股权计划，其中现金支付 33,400.00 万元，其余资产采用发行股份方式购买，发行数量 66,533,862 股，发行价格 7.53 元/股。铭特科技为国内的工业级卡支付系统解决方案提供商，为我国石化行业的加油（气）机、电力行业的电动汽车充电桩等室外设备提供工业级智能卡支付系统。

公司有望借助铭特科技在信息技术和软件开发方面的优势开展汽车电子相关技术的研发，未来汽车电子业务拓展想象空间巨大。铭特科技业绩承诺为 2017、2018、2019 年度净利润分别达到 3200 万元、5250 万元、8000 万元。

5 员工持股彰显公司信心，定增项目推进产品升级

公司于 2015 和 2016 年通过二级市场买入的方式先后实施两期员工持股计划，时间间隔不足一年，2015 年 8 月第一期员工持股计划股份占比 0.806%，成交均价为 9.31 元/股；2016 年 2 月第二期员工持股计划股份占比为 0.385%，成交均价为 6.82 元/股。考虑到公司是昆明市国资委下属重要的上市平台，在国改持续推进的宏观背景下，集团具备资产注入预期，未来发展前景可期。

公司于 2016 年 12 月完成定增发行股份 79,754,601 股，发行价格 8.15 元/股，共募集资金约 6.5 亿元，募集资金扣除发行费用后将全部用于**欧 VI 柴油发动机研发平台建设及生产智能化改造项目**，项目建成投产后，公司将通过新增研发设备和生产线智能化改造以及生产线设备，提前布局更高排放标准柴油发动机研发，实现欧 VI 产品尽快进入市场增强企业产品在国内外市场上的核心竞争力，同时为今后国 6 标准的推出实现先行技术铺垫，未来国内外业务有望多点开花。

6 盈利预测

关键假设：

柴油机：柴油机市场较为分散，公司国 5 产品丰富，产品升级有望带动毛利率提升。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 15%、15%、15%。

配件及其他：柴油机配件为附属产品，体量较小。预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 5%、5%、5%。

铭特科技：我们预计铭特科技将于下半年并表，公司电子产品毛利率较高，且在石油系统具有垄断地位，预计 2017-2019 年销售毛利率分别为 58.4%、56.5%、59%。

表 7：公司业务拆分关键假设

项目（百万元）		2016A	2017E	2018E	2019E
柴油机	收入	3,654.6	6,580.0	8,000.0	8,840.0
	yoy	43.6%	80.0%	21.6%	10.5%
	成本	3,113.4	5,593.0	6,800.0	7,487.5
	毛利率	14.8%	15.0%	15.0%	15.3%

项目 (百万元)		2016A	2017E	2018E	2019E
配件及其他	收入	143.8	145.3	146.7	148.2
	yoy	-10.5%	1.0%	1.0%	1.0%
	成本	165.3	138.0	139.4	140.8
	毛利率	-14.9%	5.0%	5.0%	5.0%
铭特科技	收入		119.5	178.8	245.3
	yoy			49.6%	37.2%
	成本		49.7	77.8	100.7
	毛利率		58.4%	56.5%	59.0%
其他业务	收入	127.2	134.8	142.9	151.5
	yoy	0.3%	6.0%	6.0%	6.0%
	成本	106.9	107.9	114.3	121.2
	毛利率	16.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	3,925.6	6,919.8	8,468.4	9,385.0
	yoy	38.6%	76.3%	22.4%	10.8%
	成本	3,385.5	5,863.7	7,131.5	7,850.1
	毛利率	13.8%	15.3%	15.8%	16.4%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3925.63	6919.85	8468.40	9384.99	净利润	223.52	354.04	453.56	550.12
营业成本	3385.54	5863.74	7131.51	7850.15	折旧与摊销	154.74	353.35	390.72	426.03
营业税金及附加	27.63	38.62	51.38	55.42	财务费用	60.92	57.24	56.45	55.53
销售费用	162.42	242.19	314.39	341.77	资产减值损失	1.49	0.00	0.00	0.00
管理费用	221.17	394.43	480.84	533.57	经营营运资本变动	-125.24	-285.70	-78.58	-85.27
财务费用	60.92	57.24	56.45	55.53	其他	-174.78	0.65	-31.57	15.72
资产减值损失	1.49	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	140.64	479.58	790.58	962.12
投资收益	87.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	-290.30	-200.00	-300.00	-400.00
公允价值变动损益	-0.09	-0.01	-0.02	-0.03	其他	22.12	-0.01	-0.02	-0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-268.18	-200.01	-300.02	-400.03
营业利润	154.20	323.61	433.81	548.52	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	105.74	89.98	95.24	93.48	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	259.94	413.59	529.05	642.00	股权融资	636.13	501.00	0.00	0.00
所得税	36.42	59.55	75.49	91.89	支付股利	-55.93	-44.78	-70.93	-90.86
净利润	223.52	354.04	453.56	550.12	其他	-19.99	-102.32	-56.45	-55.53
少数股东损益	-0.38	-0.59	-0.76	-0.92	筹资活动现金流净额	560.21	353.90	-127.38	-146.39
归属母公司股东净利润	223.89	354.63	454.32	551.04	现金流量净额	432.67	633.47	363.18	415.70
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2287.25	2920.72	3283.90	3699.60	成长能力				
应收和预付款项	1962.04	3721.20	4487.53	4948.11	销售收入增长率	38.63%	76.27%	22.38%	10.82%
存货	1011.96	1776.20	2199.08	2405.19	营业利润增长率	7.56%	109.86%	34.06%	26.44%
其他流动资产	122.35	215.68	263.94	292.51	净利润增长率	30.56%	58.39%	28.11%	21.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.49%	98.51%	19.99%	16.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2601.39	2508.60	2478.44	2512.98	毛利率	13.76%	15.26%	15.79%	16.35%
无形资产和开发支出	640.89	580.32	519.76	459.19	三费率	11.32%	10.03%	10.06%	9.92%
其他非流动资产	42.66	42.66	42.66	42.66	净利率	5.69%	5.12%	5.36%	5.86%
资产总计	8668.54	11765.38	13275.31	14360.24	ROE	4.99%	6.70%	8.01%	8.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.58%	3.01%	3.42%	3.83%
应付和预收款项	2789.04	4987.43	6046.55	6633.58	ROIC	5.53%	8.59%	10.26%	12.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.42%	10.61%	10.40%	10.98%
其他负债	1399.03	1495.69	1563.87	1602.52	营运能力				
负债合计	4188.07	6483.12	7610.42	8236.10	总资产周转率	0.50	0.68	0.68	0.68
股本	878.77	945.30	945.30	945.30	固定资产周转率	2.00	3.43	4.03	4.42
资本公积	2397.74	2832.21	2832.21	2832.21	应收账款周转率	7.69	8.66	7.01	6.91
留存收益	1183.13	1492.99	1876.38	2336.56	存货周转率	3.78	4.11	3.56	3.40
归属母公司股东权益	4468.11	5270.50	5653.89	6114.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.92%	—	—	—
少数股东权益	12.35	11.76	11.00	10.07	资本结构				
股东权益合计	4480.46	5282.26	5664.89	6124.14	资产负债率	48.31%	55.10%	57.33%	57.35%
负债和股东权益合计	8668.54	11765.38	13275.31	14360.24	带息债务/总负债	23.88%	15.42%	13.14%	12.14%
					流动比率	1.79	1.63	1.59	1.61
					速动比率	1.45	1.29	1.25	1.27
					股利支付率	24.98%	12.63%	15.61%	16.49%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.38	0.48	0.58
					每股净资产	4.74	5.59	5.99	6.48
					每股经营现金	0.15	0.51	0.84	1.02
					每股股利	0.06	0.05	0.08	0.10
业绩和估值指标									
EBITDA	369.85	734.20	880.98	1030.08					
PE	35.25	22.26	17.37	14.32					
PB	1.76	1.49	1.39	1.29					
PS	2.01	1.14	0.93	0.84					
EV/EBITDA	16.34	8.08	6.32	5.00					
股息率	0.71%	0.57%	0.90%	1.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn