

汽车

2017年06月30日

# 云内动力 (000903)

## ——受益排放升级，凭借D系列发动机的先发优势，突出行业重围

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2017年06月29日

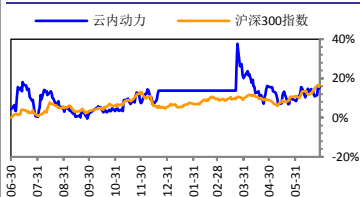
|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元)      | 4.4                |
| 一年内最高/最低(元) | 10.6/4.16          |
| 市净率         | 0.8                |
| 息率(分红/股价)   | 1.82               |
| 流通A股市值(百万元) | 6957               |
| 上证指数/深证成指   | 3188.06 / 10511.86 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

|              |           |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元)     | 5.23      |
| 资产负债率%       | 51.19     |
| 总股本/流通A股(百万) | 1758/1581 |
| 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：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》2017/03/23

《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

证券分析师

蔡麟琳 A0230515100001  
caill@swsresearch.com

研究支持

宋亭亭 A0230115080013  
songtt@swsresearch.com

联系人

宋亭亭  
(8621)23297818x7230  
songtt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**事件：**公司控股股东云内集团计划自2017年6月22日起六个月内以自有资金或自筹资金增持上市公司流通股份，累计增持数量不超过股本总额的2%，即35,150,742股，不低于股本总额的1%，即17,575,371股。云内集团于2017年6月22日至6月28日期间通过深圳证券交易所证券交易系统以竞价方式增持本公司股份5,399,500股，占公司总股本的0.3072%。本次增持后，云内集团持有上市公司股份566,454,312股，占公司总股本的32.23%，仍为第一大股东。

● **公司控股股东的增持彰显了其对公司的未来发展信心。我们重申公司在行业排放升级和产品先发优势下抢占市占率和净利率提高的逻辑。**

● **从行业从面，稳定轻卡市场下，由于排放升级带来轻卡行业集中度提升。我们认为在排放升级下，谁拥有高性价比的国五发动机，谁储备国六发动机技术，谁就有可能冲出行业突围。目前第三方独立发动机厂商中，拥有国六发动机单缸四气门技术储备的有福田康明斯和云内动力，全柴和玉柴在技术上可能稍许落后。据我们了解，福田康明斯依然走高价高端化路线。因此，从技术和性价比两方面来讲，公司D系列发动机是最好的选择。**

● **从公司方面，未来2年公司凭借市场上唯二的高性价比的D系列发动机产品的先发优势，提高市占率进而带来净利率提升。公司拥有YN系列、D系列和非道路三个系列发动机，应用于车用和非车用。其中我们更看好D系列发动机，尤其D40是市场上唯二的一款高性价比的产品（对标康明斯3.8），售价3.7万，比康明斯便宜1.6万，产品具有先发优势，下游客户包括重汽集团、江淮汽车、凯马汽车等。我们认为未来D系列放量将带来公司市占率和净利率的提升。2016年公司D系列发动机销量4.7万台，我们预计2017-2018年销量将分别实现14万台、24万台，有望从目前轻型商用车11%的市占率提高到20%以上。同时，高端D系列放量将会带来净利率的提升，根据测算，2016年公司产品净利率在1.57%，预计2017年-2018年净利率可实现3.73%、4.54%，扣非净利润在2.54亿、4.56亿。**

● **上调盈利预测，维持买入评级。我们保守预计2017-2019年公司将实现净利润3.5亿、4.58亿及5.08亿净利润，对应EPS分别为0.2元（上调5%）、0.26元及0.29元，对应估值分别为22倍、17倍及15倍。**

财务数据及盈利预测

|           | 2016  | 2017Q1 | 2017E | 2018E | 2019E  |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,926 | 1,603  | 6,683 | 9,800 | 10,338 |
| 同比增长率(%)  | 38.63 | 72.27  | 70.24 | 46.64 | 5.49   |
| 净利润(百万元)  | 224   | 119    | 350   | 458   | 508    |
| 同比增长率(%)  | 27.56 | 52.28  | 56.32 | 30.86 | 10.92  |
| 每股收益(元/股) | 0.25  | 0.14   | 0.20  | 0.26  | 0.29   |
| 毛利率(%)    | 13.8  | 17.3   | 17.1  | 17.9  | 17.9   |
| ROE(%)    | 5.0   | 2.6    | 7.3   | 8.7   | 8.8    |
| 市盈率       | 17    |        | 22    | 17    | 15     |

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

## 财务摘要

| 百万元, 百万股         | 2014A   | 2015A   | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入             | 2,421   | 2,832   | 3,926  | 6,683  | 9,800  | 10,338 |
| 营业收入同比增长率 (yoy)  | -5.84%  | 16.97%  | 38.63% | 70.22% | 46.64% | 5.48%  |
| 减: 营业成本          | 1,952   | 2,359   | 3,386  | 5,537  | 8,043  | 8,485  |
| 毛利率 (%)          | 19.36%  | 16.70%  | 13.76% | 17.10% | 17.90% | 17.90% |
| 减: 营业税金及附加       | 6       | 8       | 28     | 47     | 69     | 73     |
| 主营业务利润           | 462     | 465     | 512    | -      | -      | -      |
| 主营业务利润率 (%)      | 19.10%  | 16.44%  | 13.05% | -      | -      | -      |
| 减: 销售费用          | 96      | 123     | 162    | 278    | 413    | 431    |
| 减: 管理费用          | 192     | 204     | 221    | 462    | 646    | 660    |
| 减: 财务费用          | 62      | 63      | 61     | 24     | 40     | 44     |
| 经营性利润            | 113     | 75      | 68     | -      | -      | -      |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | -31.20% | -33.21% | -9.81% | -      | -      | -      |
| 经营性利润率 (%)       | 4.66%   | 2.66%   | 1.73%  | -      | -      | -      |
| 减: 资产减值损失        | -13     | 13      | 1      | -33    | 0      | 0      |
| 加: 投资收益及其他       | 3       | 81      | 88     | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润             | 128     | 143     | 154    | 367    | 589    | 646    |
| 加: 营业外净收入        | 53      | 58      | 106    | 73     | -1     | -1     |
| 利润总额             | 182     | 202     | 260    | 440    | 588    | 645    |
| 减: 所得税           | 27      | 31      | 36     | 90     | 131    | 138    |
| 净利润              | 155     | 171     | 224    | 350    | 457    | 507    |
| 少数股东损益           | -6      | -4      | 0      | -1     | -1     | -1     |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 161     | 176     | 224    | 350    | 458    | 508    |
| 净利润同比增长率 (yoy)   | 9.46%   | 8.82%   | 27.56% | -      | -      | -      |
| 全面摊薄总股本          | 799     | 799     | 879    | 879    | 879    | 879    |
| 每股收益 (元)         | 0.23    | 0.22    | 0.28   | 0.20   | 0.26   | 0.29   |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 6.66%   | 6.20%   | 5.70%  | -      | -      | -      |
| ROE              | 4.57%   | 4.79%   | 5.01%  | 7.30%  | 8.70%  | 8.80%  |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 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。