

投资评级：买入（首次）

云内动力（000903）

轻卡回暖、排放升级，公司扬帆起航

投资要点：

● 国内一流多缸小缸径柴油发动机企业

公司主要从事柴油机的研发、生产与销售，产品主要包括DEV系列柴油机、YN系列柴油机、非道路机械用柴油机等，为国内多缸小缸径柴油机领军企业。公司产品达国四国五排放标准，具有国六潜力，主要配套江淮、重汽、福田等国内轻卡企业。

● 轻卡复苏，打开柴油机配套空间

轻卡具有明显的周期性，但周期性弱于重卡。在历经连续三年负增长后轻卡迎来复苏，2017年上半年，国内轻卡销量85.2万辆，同比增长9.2%。在经济企稳回升、低速货车退出、皮卡进城解禁等驱动下，我们预计轻卡有望延续回暖态势，带动上游柴油发动机需求提升。公司作为国内多缸小缸径柴油发动机龙头，深度布局轻卡产业链，有望凭借D系列发动机超高性价比打开配套空间。

● 排放标准升级带来结构变局，中高端柴油机上风口

排放标准升级将促使轻卡市场继续迈向高端化，对轻卡市场带来的影响主要落于结构，而非总量。结构变局促使具备先进国五技术、储备国六技术的企业显著受益，并逐步侵蚀技术落后企业的市场份额。公司提前布局，具备国五技术及国六潜力，中高端柴油机具有显著竞争优势，有望在国五排放标准切换的重要过渡期把握升级机遇提升市占率，牢牢占据轻卡中高端配套市场。

● 进军非道路，低端柴油机大有可为

2016年底非道路机械全面进入T3阶段，公司非道路系列产品达到T3阶段排放标准且具备升级更高标准的潜力，2017年下半年公司高端DEV系列也将进入非道路，能轻松实现非道路产品升级。随着DEV系列进入，公司非道路系列的技术优势进一步稳固，有望把握T3升级机遇继续扩大市场份额，迎来业绩释放。

● 盈利预测及估值

周期与政策共振支撑轻卡回暖，排放标准升级促进中高端产品放量，轻卡市场总量与结构上的边际变化均为公司带来配套提升机遇。预计公司2017~2019年营EPS分别为0.20元、0.27元、0.34元，对应2017~2019年PE分别为23.1倍、17.0倍、13.7倍。公司技术实力雄厚，产品性价比优势明显，有望把握市场回暖与结构改善进一步提升市场份额，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

轻卡市场景气度不及预期；公司客户开拓不及预期。

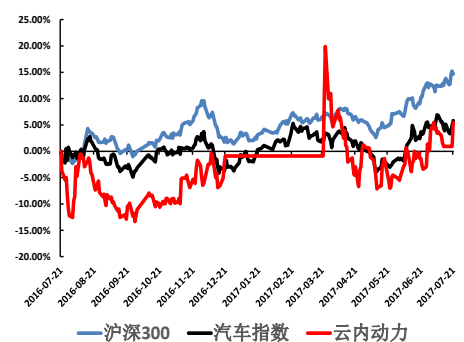
市场数据 2017年7月21日

收盘价(元)	4.62
一年内最低/最高(元)	3.76/5.25
市盈率	30.66
市净率	1,80

基础数据

净资产收益率(%)	5.01
资产负债率(%)	48.31
总股本(亿股)	17.58

最近12月股价走势



联系信息

证券分析师：	李永良
SAC 证书编号：	S0160511030007
研究助理：	吴鹏
电话：	0571-87821868
Email：	wupeng@ctsec.com

相关报告

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	2832	3926	6254	8851	11253
增长率	17.0%	38.6%	59.3%	41.5%	27.1%
归属母公司股东净利润(百万)	176	224	351	477	594
增长率	6.2%	27.6%	56.8%	36.0%	24.3%
每股收益(元)	0.22	0.25	0.20	0.27	0.34
市盈率(倍)	23.1	18.1	23.1	17.0	13.7

数据来源：Wind，财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

目录

1、公司概况	4
1.1 国内一流的多缸小缸径柴油发动机企业	4
1.2 产品谱系齐全，覆盖多个细分市场	5
1.3 市场新布局，培育利润新增长点	8
1.4 经营状况分析：专注柴油机主业，业绩稳健增长	8
2、轻卡复苏，皮卡进城解禁，打开公司柴油机配套空间	12
2.1 轻卡反弹趋势初显，弹性弱于重卡	12
2.2 经济企稳、低速货车退出，轻卡复苏有支撑	15
2.3 皮卡进城逐步放开，销量步入高速增长长期	16
3、排放标准升级带来结构变局，中高端柴油机上风口	20
3.1 排放标准升级，轻卡迈向高端化	20
3.2 把握国四升国五机遇，公司中高端发动机打开配套空间	21
4、进军非道路，低端柴油机大有可为	23
4.1 率先布局，抢占非道路市场先机	23
4.2 深耕高压共轨，技术优势助力份额拓展	23
5、盈利预测及投资建议	25
6、风险提示	25

图目录

图 1：公司大事记	4
图 2：公司主要产品列示	4
图 3：公司股权结构	5
图 4：公司产品主要配套客户	7
图 5：公司未来产品布局方向	8
图 6：历年营业收入及同比增速	9
图 7：历年归母净利润及同比增速	9
图 8：2016 年公司业务结构	9
图 9：柴油机主业占比逐年上升	9
图 10：历年毛利率及净利率	10
图 11：各业务历年毛利率	10
图 12：历年政府补助金额	10
图 13：历年三费率	10
图 14：车用柴油机销量及云内历年市占率	11
图 15：2015-2016 前十大车用柴油机企业销量	11
图 16：基建投资与轻卡销量	12
图 17：基建投资与重卡销量	12
图 18：房地产投资与轻卡销量	12
图 19：房地产投资与重卡销量	12

图 20: 轻卡呈现弱周期.....	13
图 21: 重卡呈现强周期.....	13
图 22: 公司柴油发动机增速超越行业.....	14
图 23: 公司核心轻卡客户先于行业反弹.....	14
图 24: PMI 持续高于荣枯线.....	15
图 25: GDP 当季同比.....	15
图 26: 低速货车销量和增速.....	16
图 27: 皮卡与汽车的历年销量对比.....	16
图 28: 近两年我国各省市皮卡销量及增速.....	18
图 29: 美国汽车销量冠军—福特 F150.....	18
图 30: 中美皮卡市占率对比.....	18
图 31: SCR 选择性催化还原路线.....	20
图 32: EGR 废气再循环路线.....	20
图 33: 高压共轨技术示意图.....	24

表目录

表 1: 财务和估值数据摘要.....	1
表 2: 云内动力产品谱系.....	6
表 3: 皮卡进城解禁政策及试点地区.....	17
表 4: 主流轻卡企业 2017 年销量目标.....	19
表 5: 柴油车国四、国五排放标准.....	20
表 6: 国四升国五时间安排.....	21
表 7: 各产品档次轻卡.....	21
表 8: 公司柴油机技术路线.....	22
表 9: 非道路机械升级国三时间安排.....	23
表 10: 可比公司估值分析.....	25
表 11: 公司财务报表及指标预测.....	26

1、公司概况

1.1 国内一流的多缸小缸径柴油发动机企业

云内动力是我国多缸小缸径柴油机行业的首家国有控股上市公司。公司前身为1956年成立的“云南内燃机厂”，经过60多年的发展，已经成为横跨乘用车、商用车和非道路机械领域的柴油机生产领军企业。

图 1：公司大事记

云南机械厂筹备处正式组建	开发了配套的495T柴油机	柴油机年产量首次达4000台	成立昆明云内动力股份有限公司并在深交所成功上市	与德国FEV公司签订技术协议，共同合作开发产品	进军新能源，投资510万成立无锡同益
1958	1988	1993	2001	2013	
1956	1971	1992	1999	2002	2015
正式更名为云南内燃机厂	开发并成功推出拳头产品：4100柴油机	全年实现产量一万台，产值一个亿，销售一万台，利润一千万	收购成都内燃机总厂，成立成都云内动力有限公司	投资6000万元，组建山东云内动力有限责任公司	

资料来源：公司公告，财通证券研究所

云内动力主要从事柴油机的研发、生产和销售，产品主要包括DEV系列柴油机、YN系列柴油机、非道路机械用柴油机、双燃料发动机以及天然气发动机：DEV系列既包括主配轻卡的高商用柴油发动机，又包括配套国内多家企业SUV、MPV和轿车的乘用车发动机，是公司主打产品。YN系列均为商用车柴油机，满足国五标准，各项性能指标领先于国内同类产品。非道路用柴油机排放已达T3阶段要求，主要应用于装载机、叉车、挖掘机、拖拉机和收割机等。

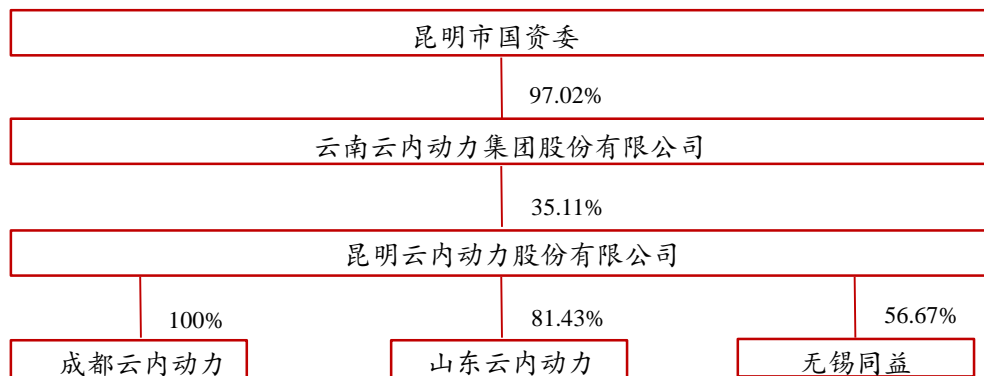
图 2：公司主要产品列示



资料来源：百度图片，财通证券研究所

公司控股股东为云南云内集团，持有2.8亿股，占总股本的35.11%。实际控制人为昆明市国资委，持股比例达34.06%。公司共有3家控股子公司，分别为成都云内、山东云内与无锡同益。三家子公司主营业务各不相同，成都公司主要负责“YN、90、95”系列柴油机的产销；山东公司专注于非道路系列柴油机及零配件领域；无锡同益专注新能源动力总成研发。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 产品谱系齐全，覆盖多个细分市场

从公司产品布局来看，为满足国四国五高排放标准，以及用户对不同动力系统的需求，云内动力在商用车、乘用车与非道路用车领域提供多款可供选择机型，充分覆盖各个细分市场。

- **商用车市场：**公司商用车柴油发动机在传统490/4100/4102系列产品基础上升级为达国五排放标准的YN系列产品，采用直喷、增压中冷、电控高压共轨等技术，动力性、经济性、可靠性俱佳；推出达国五标准，具备升国六标准潜力的全新DEV系列产品，升功率、升扭矩达国际领先水平，主要配套轻卡。
- **乘用车市场：**公司乘用车柴油发动机技术领先，与德国FEV合作开发满足国四、国五标准且具备欧VI排放潜力的D16、D19、D20。具有自主知识产权的DEV系列电控高压共轨柴油机已配套多家乘用车企的SUV、MPV与轿车等车型。
- **非道路市场：**以YN4A、YN4B、YN4C、YN4D、YN4E等系列为主的非道路柴油发动机采用国产电控高压共轨技术路线，低速区域扭矩大、高速区域功率大，高效节油，排放达T3阶段要求，主配装载机、叉车、挖掘机、拖拉机等。

表 2：云内动力产品谱系

产品系列	型号	排量(L)	汽缸数	发动机型式	额定功率 /转速 (kw/rpm)	最大扭矩/ 转速 (N.m/rpm)	最低燃 油 消耗率 (g/kw.h)	排放 标准	后处理技 术路线	适配范围
DEV系列	YNF40E1	3.92	4气门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	125/2600	600/1300- 1900	<198	国五	SCR	轻卡、中卡、客 车
	YNF40D1	3.92	4气门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	125/2600	600/1300- 1600	<195	国五	SCR+氮氧 化器	轻卡、中卡、客 车
	D30TCID1	2.977	4缸直 列、16 气门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	110/3200	400/1600- 2600	<208	国四	DOC+POC	SUV、MPV、皮卡 、中高端轻卡、 客车
	D30TCIE1	2.977	4缸直 列、16 气门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	115/3200	400/1500- 2700	<208	国五	DOC+SCR	SUV、MPV、皮卡 、中高端轻卡、 客车
	D25TCID1	2.499		电控强冷EGR	105	1600-2800	<210	国四/ 欧四		皮卡、中高端轻 卡、SUV、MPV、 6-8客车
	D25TCIE1	2.499	4缸直 列、16 气门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	105	1600-2800	<210	国五/ 欧五		SUV、皮卡、轻 卡、轻客
	D19TCID4	1.91	4缸直 列、17 气门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	75/3600	225- 250/1600- 2400	<205	国四 、国 五	DOC+POC 或 DOC+SCR	SUV、MPV、皮卡 、中高端轻卡、 客车
	D19TCIE1	1.85	4缸直 列、18 气门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	75/3600	250/1600- 2600	<210	国五	DOC+SCR	轻卡、客车
	D16TCID	1.65	4缸直 列、19 气门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	85/4000	250/1800- 2800	<210	国四	DOC+POC	轿车、SUV、MPV 、皮卡
D09	0.927	2缸直 列、单 缸4气 门	增压中冷、 高压共轨燃 油喷射	39/4000	125/1800- 2300	<215	国四	DOC+POC	交叉型乘用车、 微型卡车	
YN系列	YN38CRD1	3.3		电控、水冷 EGR技术、电 控高压共轨 燃油喷射技 术	95/3000	365/1600- 2400	≤215	国四	DOC+POC	轻卡，5-8米轻 客
	YN33CRD1	3.3		电控高压共 轨	85/3200	315/1600- 2400	≤215	国四	DOC+POC	轻卡，5-8米轻 客
	YN27CRD1	2.7		电控高压共 轨	70/3200	250/1800- 2600	≤205	国四	DOC+POC	轻卡，5-7米轻 客
非道路用 系列	YN4K-CR	2.8		四冲程、水 冷、直喷	60- 85/2400- 2600	230- 405/1500- 1800	≤205	国三		农业机械
	YN4L-CR	1.9	4缸直列	四冲程、水 冷、直喷	30- 55/2400- 2600	155- 245/1500- 1800	≤205	国三		2.5-5吨叉车
	YN4A/4B/4C/4 D/4E	2.7/2.8/ 3.3/3.6/ 3.8	4缸直列	四冲程、水 冷、直喷	22.1- 36.8/220 0-2600	124- 190/1350- 1950	<205/ ≤215	国三		叉车、收割机、 旋耕机、装载机 、滑移机、拖拉 机、发电机组、 固定动力等

资料来源：公司官网，财通证券研究所

配套下游优势整车客户。公司前5大客户为安徽江淮、中国重汽、莱州领航、北汽福田、山东五征，2016年分别贡献营业收入的21%、13%、10%、6%、6%，合计贡献56%。公司采用“以销定产”的供货模式，产品要求同步开发，因此能与相应整车厂客户建立非常稳固的合作关系。公司已经成为江淮汽车、重汽王牌、福田汽车、东风汽车等大型汽车厂的合格供应商。分系列来看：

- DEV系列：YNF40、D30、D25、D19等机型主要配套商用车，与热门轻卡江淮骏铃系列、康铃系列、帅铃系列以及福田奥铃系列实现匹配搭载。D09、D16、D19等机型主要配套乘用车，包括东风风行、上汽大通、上汽荣威等在内的优质客户。
- YN系列：主要机型为YN38、YN33、YN27三种，均为商用车柴油机，主要配套客户包括江淮汽车、福田汽车、成都大运、重汽王牌、山东凯马等轻卡和轻客。
- 非道路系列：主要机型包括YN4A、YN4B、YN4C、YN4D、YN4E、YN4K、YK4L，覆盖装载机、收割机、旋耕机、叉车等非道路机械领域，成功搭载上海龙工、合力、星光农机、中联重机等主流机型。

公司客户覆盖面广，随着云内动力对研发的大力投入和生产能力的不断提高，公司客户拓延有望稳步推进，客户覆盖有望进一步扩广。

图 4：公司产品主要配套客户



资料来源：公司公告，财通证券研究所

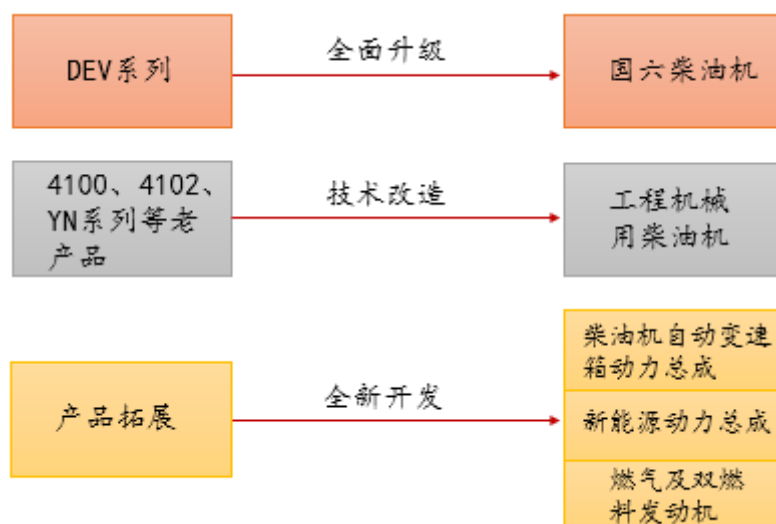
1.3 市场新布局，培育利润新增长点

全面升级：为满足国家2020的综合油耗要求，公司提前做出产品新布局，首先是对DEV系列全面升级，开发D20TCIF、D25TCIF、D30TCIF、D40TCIF、D45TCIF、D65TCIF国六柴油机，DEV系列作为高排放标准的高端机型，必将引领新一轮的更新换代。

技术改造：公司将对4100、4102、YN系列等老产品通过技术改造向工程机械用柴油机转变，开发大功率、达国三排放标准的非道路柴油机，并积极开发T4阶段的四气门高端非道路用柴油机。

全新开发：公司还将开发柴油机自动变速箱动力总成，开发更高要求的燃气及双燃料发动机，以及开发新能源动力总成。

图 5：公司未来产品布局方向

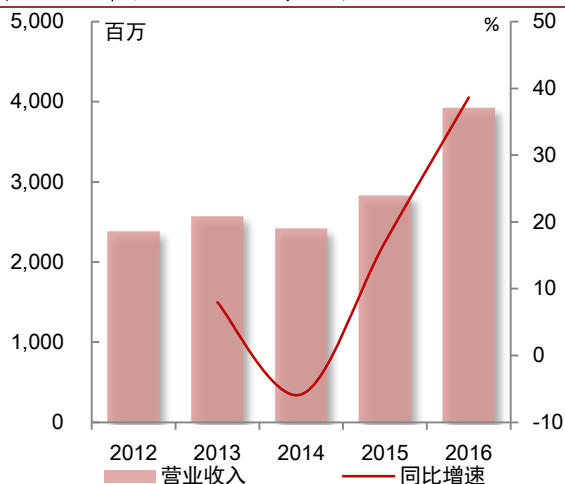


资料来源：公司公告，财通证券研究所

1.4 经营状况分析：专注柴油机主业，业绩稳健增长

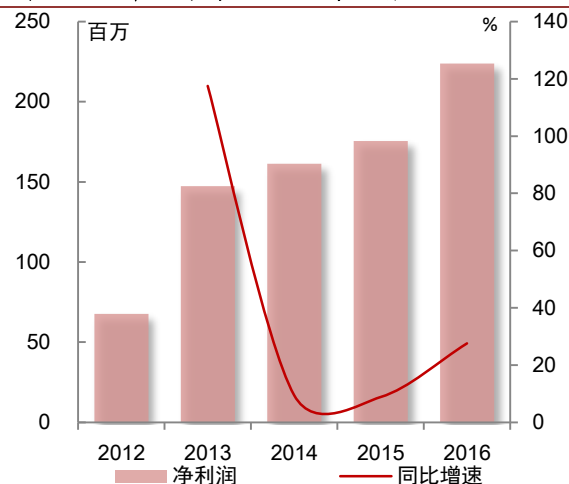
公司上市以来营业收入与归母净利润均实现稳健增长。2016年公司实现营业收入39.3亿元，同比增长38.6%，实现归母净利润2.2亿元，同比增长27.6%。2012-2016年间公司营业收入与归母净利润GAGR分别为13.3%和34.7%。

图 6: 历年营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 财通证券研究所

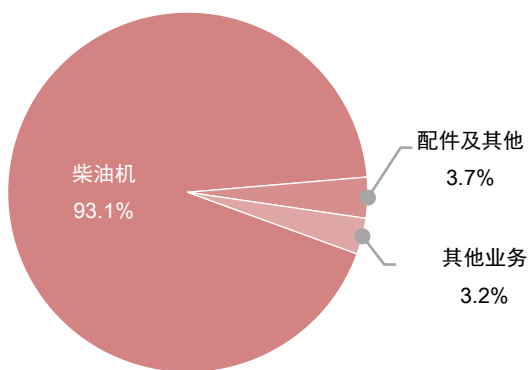
图 7: 历年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 财通证券研究所

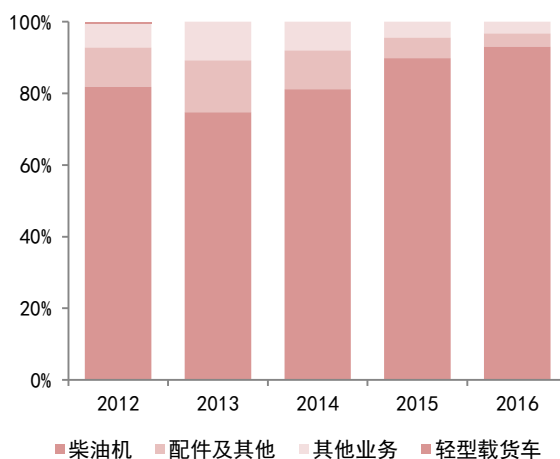
从公司业务结构来看, 柴油机业务是公司主要收入来源, 2016年营收占比为93.1%, 而配件及其他和其他业务占比仅有为3.7%、4.2%。近年来公司呈现业务逐步集中的状态, 如轻型载货车业务, 原本占比较小, 从2013年开始取消了该项业务, 配件和其他业务收入也在逐年萎缩, 而柴油机业务占比则稳步提升。体现出公司专注主业的发展意愿。

图 8: 2016 年公司业务结构



资料来源: Wind, 财通证券研究所

图 9: 柴油机主业占比逐年上升

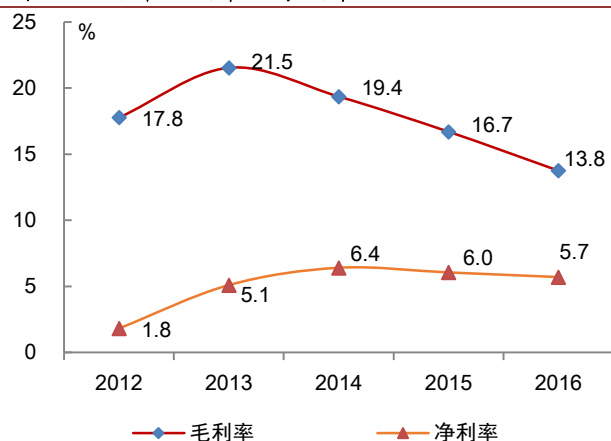


资料来源: Wind, 财通证券研究所

公司的毛利率在2013年达到高点后, 近几年呈现持续下降的趋势, 2014-2016三年公司毛利率分别为19.4%/16.7%/13.8%。与此同时, 净利率相对稳定, 分别为6.4%/6.1%/5.7%。公司毛利率下滑的主要是受到主业柴油机毛利率下滑与配件业务由盈转亏的影响。近三年柴油机毛利率分别为16.3%/16.1%/14.8%, 配件毛利

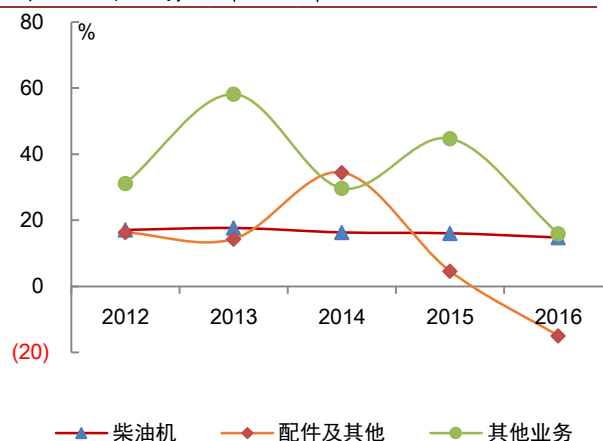
率则从2014年的34.5%下滑到2016年的-14.9%，其中原因主要在于原材料成本和人工成本的快速上涨。但反观公司净利率水平2013-2014年快速上升，随后基本保持稳定，其中原因在于：一方面，公司的三费率始终维持稳定；另一方面，公司近年来收到政府补助金额不断提高，2016年收到补助1.0亿元，同比增加了75.3%，一定程度上抵消了公司产品毛利率下滑的不利影响。

图 10: 历年毛利率及净利率



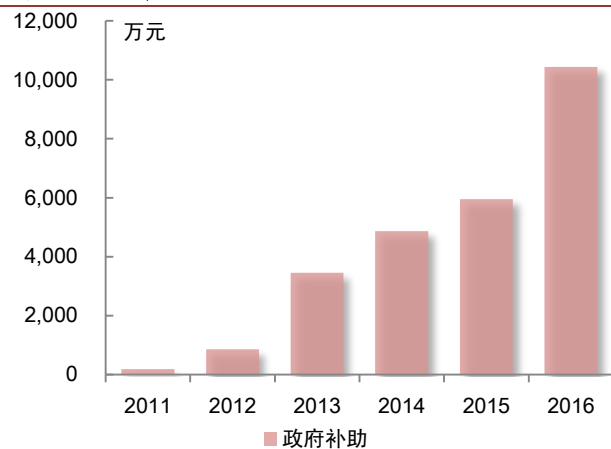
资料来源: Wind, 财通证券研究所

图 11: 各业务历年毛利率



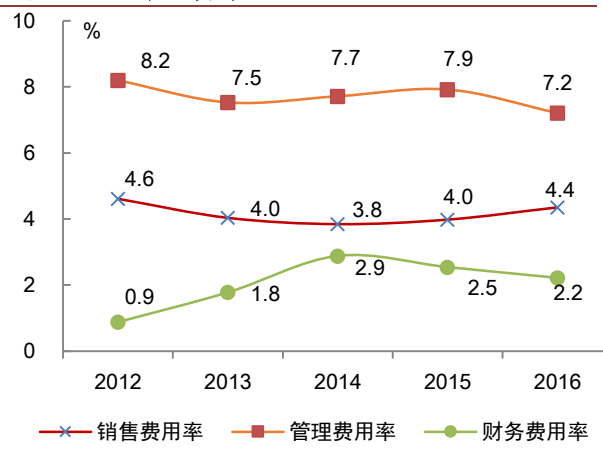
资料来源: Wind, 财通证券研究所

图 12: 历年政府补助金额



资料来源: Wind, 财通证券研究所

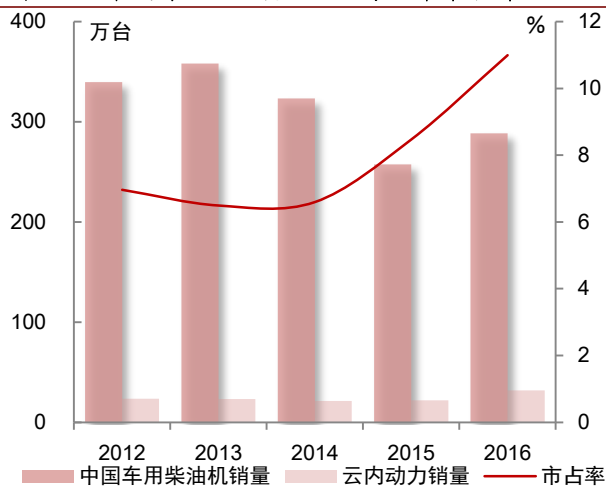
图 13: 历年三费率



资料来源: Wind, 财通证券研究所

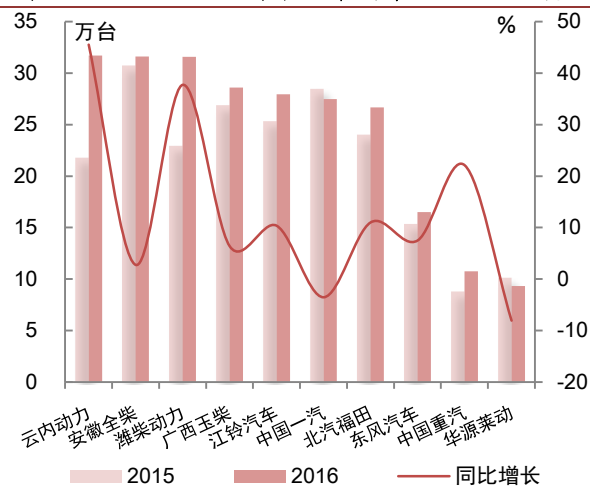
目前国内车用柴油机市场呈现多头竞争的格局，2016年，我国车用柴油机销量为288.4万台，云内销量达32.7万台，同比增长45.5%，成功超越原龙头安徽全柴成为国内第一。近年来，云内动力积极抓住国四、国五切换机遇，精准布局国五柴油机产品，并积极开发DEV系列产品，从而实现了销量的大幅增长，市占率从2013年的6.5%稳步提升到2016年的11.0%。国内轻卡国五升级持续推进，公司国五产品性价比高，市占率有望进一步提升。

图 14: 车用柴油机销量及云内历年市占率



资料来源: Wind, 中汽协, 财通证券研究所

图 15: 2015-2016 前十大车用柴油机企业销量



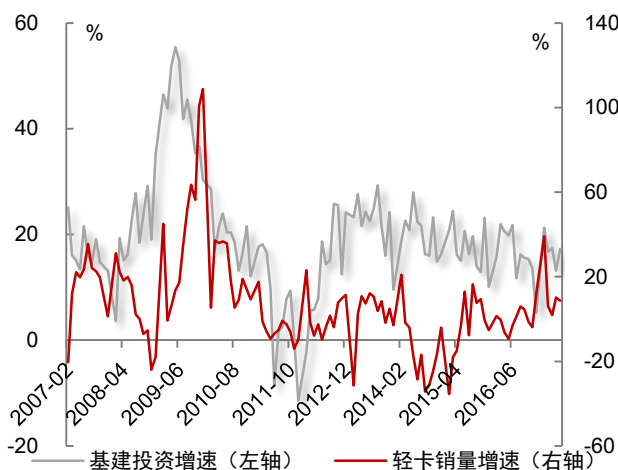
资料来源: Wind, 中汽协, 财通证券研究所

2、轻卡复苏，皮卡进城解禁，打开公司柴油机配套空间

2.1 轻卡反弹趋势初显，弹性弱于重卡

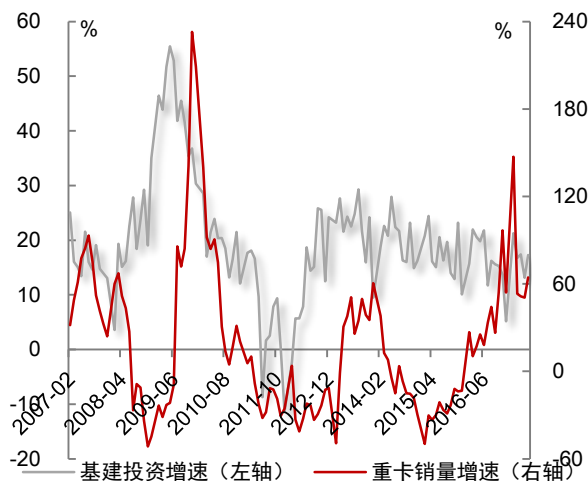
轻卡具有明显的周期性，但周期性弱于重卡。轻卡为商用车中产销量与保有量最大的子行业，主要针对运输半径500公里以内的短途运输，面向农村城市物流、工地零散件、重卡中转运输等。重卡运输半径与限载吨位远超轻卡，适用服务于基础建设、工程建设等领域。因此二者之于基建投资与房地产投资的相关性存在明显差异。我们发现，重卡之于基建投资、房地产投资的相关性均优于轻卡，这也部分解释了轻卡周期性不如重卡的原因。

图 16: 基建投资与轻卡销量



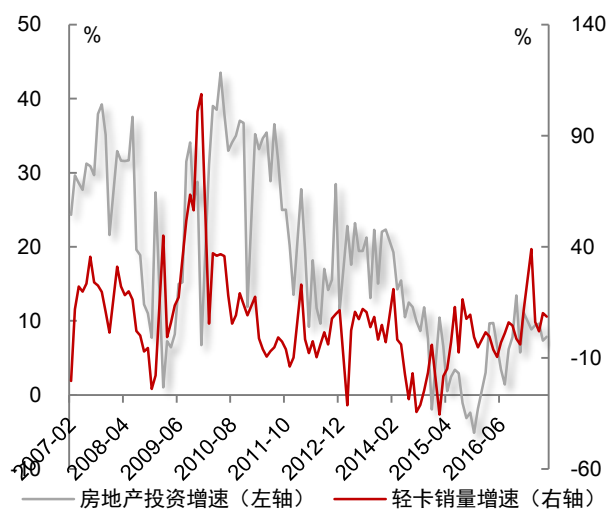
资料来源: Wind, 中汽协, 财通证券研究所

图 17: 基建投资与重卡销量



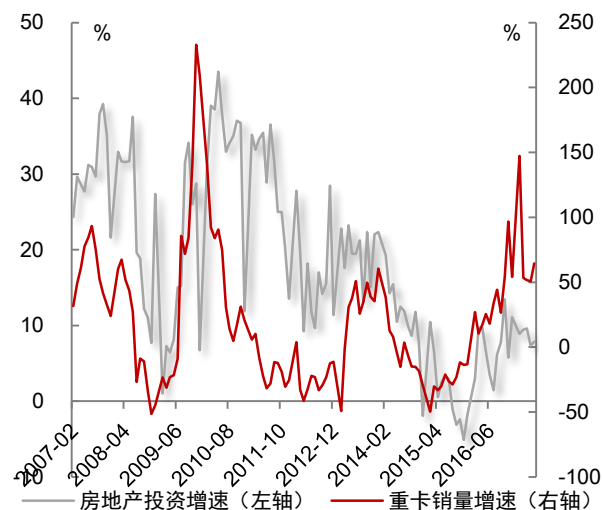
资料来源: Wind, 中汽协, 财通证券研究所

图 18: 房地产投资与轻卡销量



资料来源: Wind, 中汽协, 财通证券研究所

图 19: 房地产投资与重卡销量



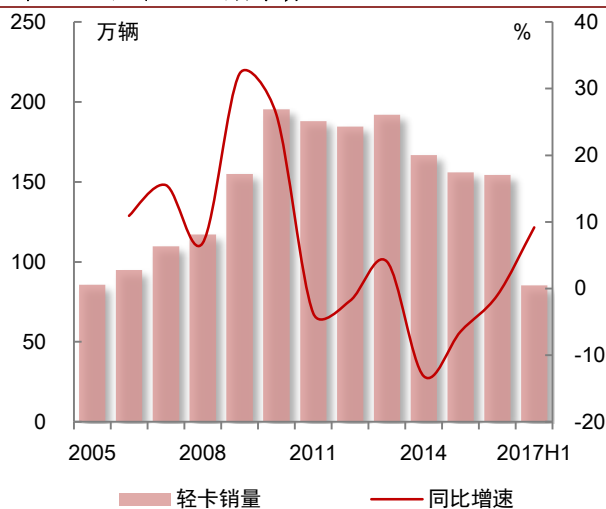
资料来源: Wind, 中汽协, 财通证券研究所

周期性强弱与保有量大小决定了，同样在经济企稳回升、行业景气来临时，重卡与轻卡的弹性存在较大差别。

行业景气来临时，重卡弹性更足。重卡在治超限载、排放标准升级、大宗火爆、工程车接力的刺激下从去年下半年开始强势反弹，至2017年上半年仍热度不减，2016年重卡销售72.8万辆，同比增长32.4%，2017年上半年销售58.4万辆，同比增长71.9%。

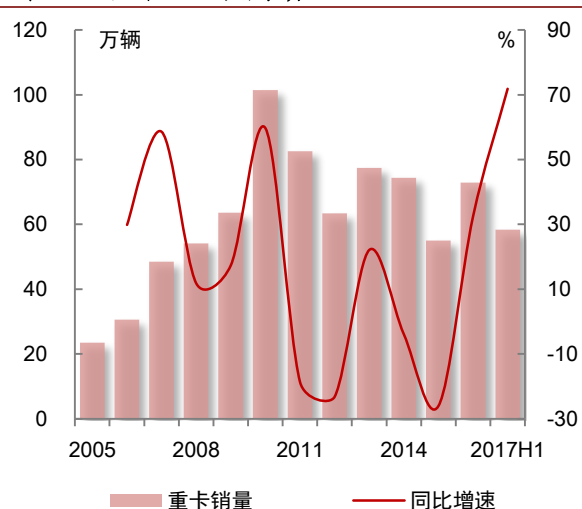
比较而言，轻卡反弹则相对温和。回望轻卡历史，2010年在国家出台“汽车下乡”政策的推动下，我国轻卡年销量高达195.3万辆，创历史最高水平。自2011年起随着国家刺激政策的退出，市场回归正常，当年同比减少7万辆；2014、2015年经济增长进入新常态，环保升级，气候异常，农产品与水产品薄收，中小企业倒闭，多重因素叠加，致使轻卡销量持续走低。而2016年跌幅有所收窄，销量为154.35万辆，与销量高峰时期相差了40万辆。轻卡在历经连续三年负增长后迎来复苏，2017年上半年，国内轻卡销量85.2万辆，同比增长9.2%。尽管弹性不如重卡，但的确呈现明显的复苏之势。

图 20：轻卡呈现弱周期



资料来源：Wind，中汽协，财通证券研究所

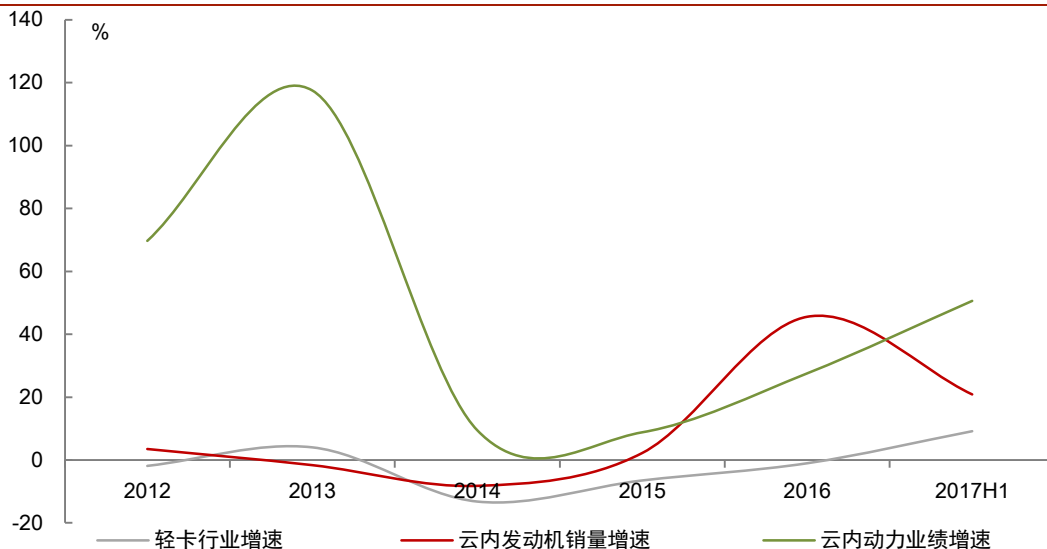
图 21：重卡呈现强周期



资料来源：Wind，中汽协，财通证券研究所

轻卡行业回暖，公司弹性更足。轻卡行业触底反弹，带动上游柴油发动机需求提升，云内动力作为国内多缸小缸径柴油发动机龙头，深度布局轻卡产业链，凭借D系列发动机超高性价比提升市占率，增速高于行业，更具弹性。轻卡行业历经三年负增长，于2017年上半年开始复苏，2017H1轻卡销量85.2万辆，同比增速9.2%。公司柴油发动机上半年销量18.1万台，同比增速20.8%，高于行业水平。

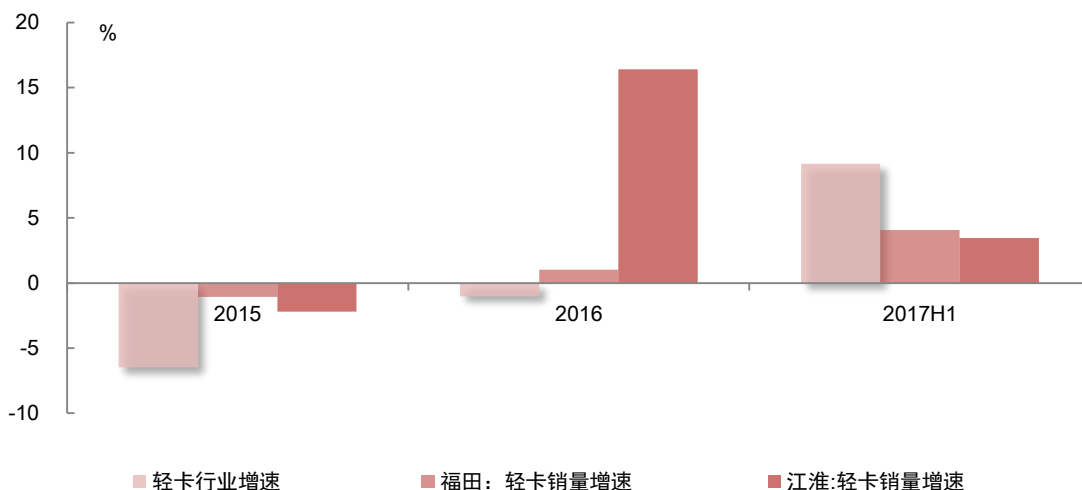
图 22：公司柴油发动机增速超越行业



资料来源：公司公告，中汽协，财通证券研究所

绑定优势轻卡客户，先于行业反弹。公司前五大客户为安徽江淮、中国重汽、莱州领航、北汽福田、山东五征，其中江淮汽车与福田汽车为国内轻卡领军企业，公司YNF40、D30、D25、D19等机型与热门轻卡江淮骏铃、康铃、帅铃以及福田奥铃等实现配套。2016年国内轻卡销量增速为-1.0%，连续第三年负增长，同年江淮轻卡销量增速达16.4%，福田轻卡销量增速达1.03%，先于行业复苏。在核心客户轻卡率先复苏的情况下，公司柴油发动机也先于行业反弹，2016年公司柴油发动机销量45.5万台，同比增速高达45.5%。

图 23：公司核心轻卡客户先于行业反弹



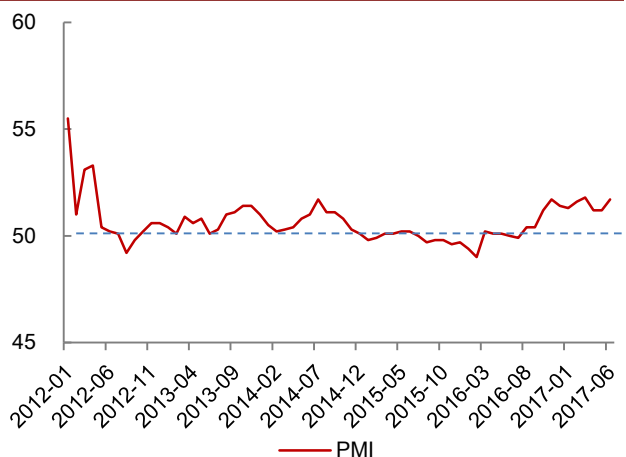
资料来源：公司公告，中汽协，财通证券研究所

2.2 经济企稳、低速货车退出，轻卡复苏有支撑

经济企稳，支撑轻卡需求

轻卡作为重要的生产资料，主要服务于农村城市物流、工程零散件运输、重卡中转运输等，景气度受宏观经济的影响较大。当前，宏观经济呈现企稳回升态势，PMI指数连续11个月高于荣枯线，2017年6月来到51.7，为年内次高点，延续稳中向好态势。GDP增速企稳回升，2017年二季度来到6.9%，与一季度持平，这也使得上半年GDP增速保持了靓丽的6.9%。预计宏观经济筑底回升，基建将持续发力。此轮重卡景气度提升起初主要是受到治超限载影响，而后工程重卡销量大增成为主要推动力，印证了宏观经济企稳、基建发力对重卡持续的利好影响。轻卡之于宏观经济、基建的相关性虽不及重卡，周期性较重卡也较弱，但经济企稳回升也将显著提振轻卡需求。

图 24: PMI 持续高于荣枯线



资料来源: Wind, 财通证券研究所

图 25: GDP 当季同比



资料来源: Wind, 财通证券研究所

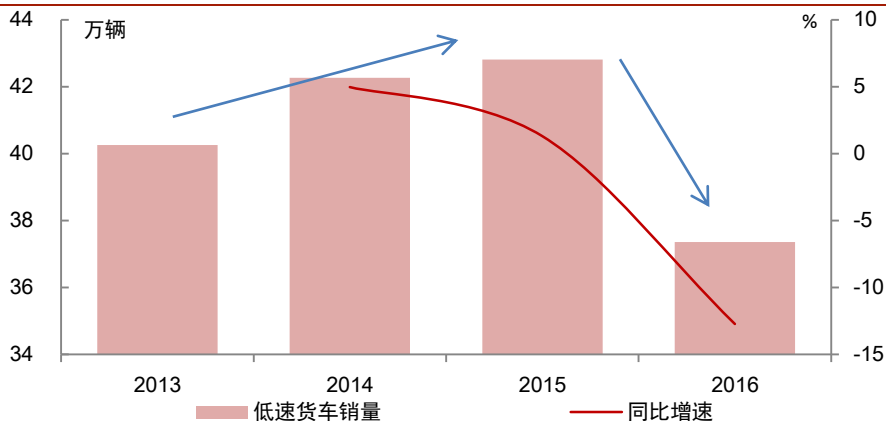
低速货车退出，打开轻卡替代

由于低速货车与低端轻卡的目标客户之间存在一定重叠，低速货车的相对低价抢占掉了低端轻卡的部分市场，导致低端轻卡销量进一步下降，从而影响轻卡整体销量。而在2014年年末，工信部发布通知开展低速货车生产企业及产品升级并轨工作。通知要求，自2016年1月1日起，低速货车新产品执行与轻型载货汽车同等的节能与排放标准；自2017年1月1日起，在《车辆生产企业及产品公告》管理中取消低速货车产品类别，相关企业应停止生产、销售低速货车产品。

低速货车在道路限行、车辆的体积、载货量、速度等方面本来就不具备优势，而

排放标准要求的趋严使其价格优势逐渐消失，因此2016年低速货车销量骤降，下滑12.73%至37.36万辆。我们预计，低速货车承载的市场空白将主要由轻卡来进行填补。目前低速货车年销量在40万辆左右，假设2017年低速货车的取消后有30%-50%的需求转化为轻卡销量，预计将为轻卡带来每年12-20万辆的增量空间。

图 26: 低速货车销量和增速

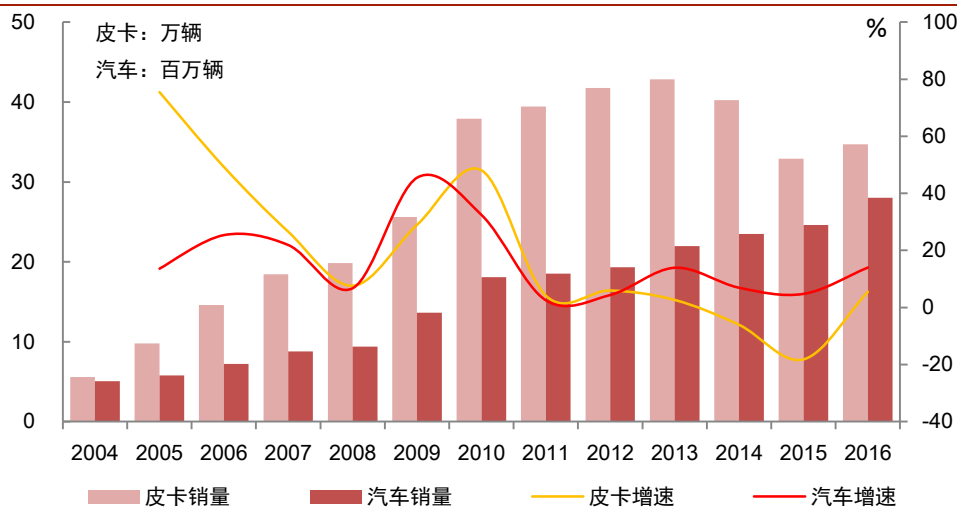


资料来源：中汽协，财通证券研究所

2.3 皮卡进城逐步放开，销量步入高速增长期

皮卡采用轿车车头与驾驶室，同时带有敞开式货车车厢，具有家用和商用的双重特性。皮卡销量自2013年达到阶段性高点42.9万辆后，14、15年连续两年快速下滑，分别下降6.1%和18.2%。2016年开始企稳回升，销量增长5.5%至34.7万辆。相比于我国整体的汽车市场，皮卡表现较弱，近几年销量增速持续低于市场整体增速，皮卡销量占汽车整体销量的比重也从2012年的2.16%下滑到2016年的1.23%。皮卡表现不佳主要受制于政策因素，由于皮卡受到城市限行的约束，且其载重小于轻卡，承担的保险费、过路费又较高，使用成本提高，使用场景减少，导致皮卡竞争力不足。

图 27: 皮卡与汽车的历年销量对比



资料来源：中汽协，财通证券研究所

近年来皮卡进城的限制正逐步放开。国家部委分别于2016年2月和2017年1月下发两个文件，针对皮卡进城限制进行试点地区的逐步放开。第一批放开地区为云南省、辽宁省、河南省和河北省。第二批放开地区为湖北省和新疆维吾尔自治区。我们认为，皮卡进城的放开已经是国家层面的意愿，预计随着试点地区的逐步推行，其余地区放开皮卡进城限制也将只是时间问题。

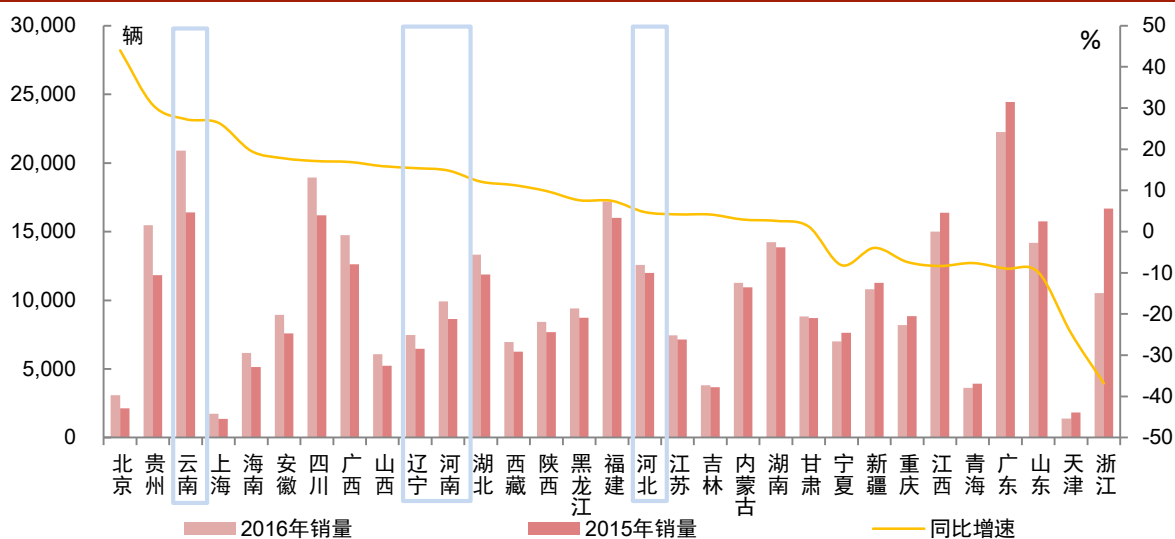
表 3：皮卡进城解禁政策及试点地区

政策时间	政策条例	涉及省份	推行时间	落实方式
2016 年 2 月 26 日	《关于开展放宽皮卡车进城限制试点促进皮卡车消费的通知》	云南省	2016 年 3 月 25 日	1、昆明市逐步放宽皮卡车通行区域和通行时间，取消或简化皮卡进城手续。2、玉溪市红塔区、文山州文山市等城市取消或缩小皮卡限行区域，延长皮卡在城区的通行时间 3、其他城市对皮卡全面放开。
		辽宁省	2016 年 4 月 21 日	1、丹东、锦州、铁岭、盘锦、葫芦岛等五市全区域、全天取消限行。2、沈阳、大连、鞍山等九城市按情况放宽皮卡进城限制。3、根据实施情况逐步完全放开皮卡进城。
		河北省	2016 年 4 月 25 日	1、2016 年 5 月 1 日起，承德、张家口、廊坊等共 10 城市，完全放开皮卡限制。2、2016 年 10 月 1 日起，石家庄、唐山、秦皇岛市逐步取消皮卡限制。
		河南省	2016 年 4 月 11 日	1、洛阳等 12 城市按原皮卡车进城不限行的规定执行，开封等 5 市自 2016 年 6 月 1 日起取消皮卡限制。2、郑州市自 2016 年 6 月 1 日起放宽皮卡进城限制。
2017 年 1 月 18 日	《关于扩大放开皮卡车进城限制试点范围的通知》	湖北省	2017 年 2 月 28 日	1、石堰等 15 个城市全天候取消皮卡限。2、武汉、宜昌、黄石等 3 个市放宽进城限制。3、根据效果逐步全面放开皮卡限制。
		新疆	未公布	未公布，但目前新疆只有乌鲁木齐市和喀什市禁止皮卡车进城，其余地区基本不限行。

资料来源：财通证券研究所

皮卡进城解禁在试点地区推行后，对于该地的皮卡销量形成明显的拉动作用。以云南、辽宁、河南、河北四省为例，2016年开始逐步放开皮卡进城限制，当年皮卡销量分别为20893、7470、9926、12571辆，同比增速分别为27.3%、15.4%、14.84%、4.7%，增速位居全国前列。

图 28：近两年我国各省市皮卡销量及增速



资料来源：中汽协，财通证券研究所

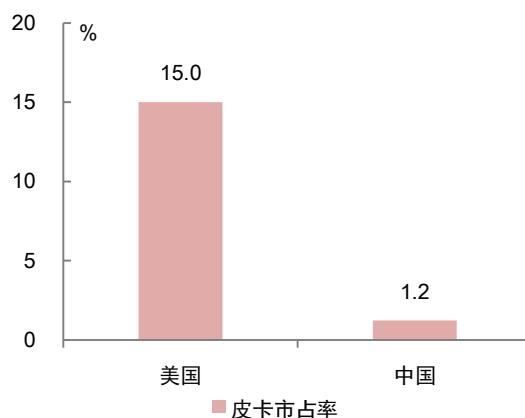
皮卡进城解禁后，一来形成对微卡的部分替代，二来形成对SUV的部分替代。皮卡“轿车车头+货车车厢”的设计，在满足一定货运需求的同时，比微卡更具舒适性，而与SUV相比，在保证舒适性的前提下储物空间更大。且当前皮卡逐渐步入高端化路线，豪华性不输轿车，动力性、安全性俱佳，爱好皮卡已成为一种新风尚。美国人偏爱皮卡，皮卡普及率高，2016年美国国内皮卡销量269.3万辆，市占率约15%，销量前三名车型均为皮卡，福特的F系列皮卡16年销量达82万辆，已连续多年霸占美国汽车销量榜首。相对于中国1.23%的皮卡市占率而言，提升空间巨大。预计随着全国范围皮卡进城逐步解禁，居民消费习惯变迁，皮卡销量有望进入高速增长期。

图 29：美国汽车销量冠军—福特 F150



资料来源：汽车之家，财通证券研究所

图 30：中美皮卡市占率对比



资料来源：Marklines，财通证券研究所

我们认为，大环境上宏观经济企稳、基建加码支撑轻卡需求，政策上低速车退出打开轻卡替代，皮卡进城解禁刺激皮卡配套加速提升。周期、政策共振，国内轻卡有望走出三年低迷，迎来复苏。云内动力作为轻卡产业链上柴油发动机领先供应商，配套江淮、福田、重汽等优质轻卡整车厂，有望充分受益轻卡复苏，迎来销量与业绩的显著提升。

表 4：主流轻卡企业 2017 年销量目标

企业	2017 年目标	2016 年销量	同比增速
北汽福田			
欧马可	40000	36354	10%
奥铃	83000	72200	15%
安徽江淮	220000	184862	19%
中国重汽	100000	70061	43%
一汽解放	26000	34797	-25%
唐骏欧铃	41800	37996	10%
大运轻卡	36800	24542	50%

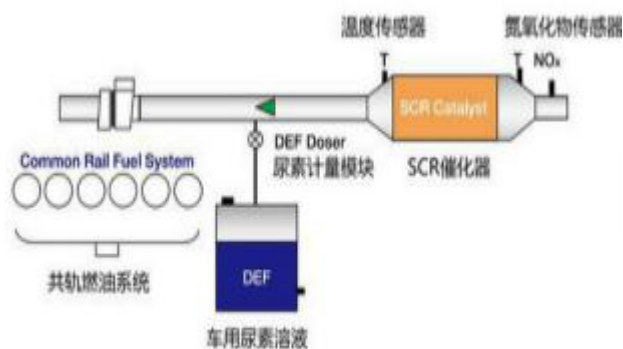
资料来源：公司公告，财通证券研究所

3、排放标准升级带来结构变局，中高端柴油机站上风口

3.1 排放标准升级，轻卡迈向高端化

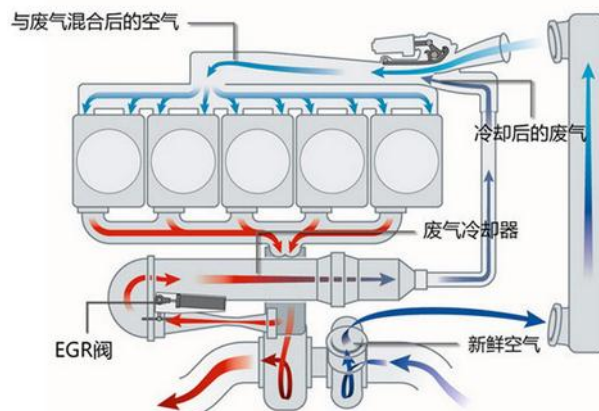
目前在卡车上主要采用EGR与SCR两大技术路线优化排放。SCR路线是在缸内减少PM（颗粒物）产生，在排气系统上加装附属部件，减少NO_x排放；EGR路线是在缸内部抑制NO_x（氮氧化物）产生，在排气系统上安装POC、DOC降低PM（颗粒物）排放。

图 31：SCR 选择性催化还原路线



资料来源：卡车之家，财通证券研究所

图 32：EGR 废气再循环路线



资料来源：卡车之家，财通证券研究所

排放标准国四升国五，对于柴油车而言，氮氧化物的排放浓度限值下降了28%，碳氢化合物和氮氧化物（HC+NO_x）总和限值下降了23%，而对于柴油车的颗粒物浓度（PM）限值则下降了82%，并新增针对柴油车的颗粒物粒子数量（PN）检测。

表 5：柴油车国四、国五排放标准

	国四排放限值 (g/km)	国五排放限值 (g/km)	下降比例 (%)
氮氧化物 (NO _x)	0.25	0.18	28
非甲烷碳氢 (HC+NO _x)	0.3	0.23	23
颗粒物浓度 (PM)	0.025	0.0045	82
颗粒物粒子数量 (PN)		6.0*10 ¹¹	

资料来源：环保部，财通证券研究所

根据工信部颁布的国四升国五时间轴，2016年部分省市实施国五标准，从2017年起，国五标准则将在全国范围内实施。其中到2017年7月1日，3.5吨以上轻卡将实施国五排放；到2018年1月1日，3.5吨以下轻卡将实施国五排放。

表 6：国四升国五时间安排

实施时间	实施地区	实施车型
2013. 9. 17	北京	轻型车
2014. 4. 30	上海	机动车
2016. 1. 1	部分珠三角	新车
2016. 4. 1	天津、河北、辽宁、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南	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）
2016. 6. 30	广东	新车
2017. 1. 1	全国	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）
2017. 7. 1	全国	所有制造、进口、销售和注册登记的 重型柴油车
2018. 1. 1	全国	所有制造、进口、销售和注册登记的 轻型柴油车

资料来源：工信部，财通证券研究所

排放标准升级将促使轻卡市场继续迈向高端化，对轻卡市场带来的影响主要落于结构，而非总量。相对于国四发动机，国五发动机价格高出1万多元至2多万元，对于3-5万元的经济型轻卡来说，仅仅发动机成本上升带来的成本提升幅度就已经很高，再加上采购、研发、制造、认证等其他成本上升，经济型轻卡将面临2-3万元的价格增幅，意味着成本向消费者转移导致价格上升2-3万元，使得经济型轻卡与中高端轻卡的价格带严重重叠，因此排放标准升级下的轻卡高端化乃大势所趋。

表 7：各产品档次轻卡

档次	裸车价格	代表产品
高端	9 万元以上	庆铃 100P/600P、福田欧马可、江淮帅铃、江铃凯锐
中高端	7-9 万元	福田奥铃 TX、江铃凯运、顺达、解放虎 V
中端	5-7 万元	福田奥铃捷运、东风多利卡 D5、江淮骏铃
低端	5 万元以下	凯马金运、福田瑞沃骁运、金杯领骐

资料来源：卡车之家，财通证券研究所

3.2 把握国四升国五机遇，公司中高端发动机打开配套空间

排放标准升级足以扰动整个柴油机市场格局，从而使具备先进国五技术、储备国

六技术的企业显著受益，并逐步侵蚀技术落后企业的市场份额。

云内动力提前布局，具备国五技术，国六潜力，中高端柴油机具有竞争优势。公司所有的道路机系列均符合国四排放标准，大部分符合国五标准，非道路系列均符合国三标准。云内近年已搭建起了DEV、YN系列两大国五车用柴油动力平台，功率覆盖范围可达53-170马力；同时，公司充分考虑到商用车和乘用车的细分市场配套特点，推出高压共轨+DOC+SCR（商用车）、高压共轨+EGR+DOC+DPF（乘用车）两种国五技术路线。其中高端机型YNF40采用SCR技术处理尾气，2000bar进口高压共轨燃油系统，达到国五排放，具有国六潜力，且油耗低。与康明斯、玉柴、全柴等其他品牌发动机相比，云内动力发动机在排放标准、动力性、经济性等各方面都较为均衡，极具性价比，有望在国五排放标准切换的重要过渡期把握升级机遇提升市占率，牢牢占据轻卡中高端配套市场。

表 8：公司柴油机技术路线

产品系列	型号	排放标准	后处理技术路线
DEV 系列	YNF40E1	国五	SCR
	YNF40D1	国五	SCR+氮氧化物器
	D30TC1D1	国四	DOC+POC
	D30TC1E1	国五	DOC+SCR
	D25TC1D1	国四/欧四	
	D25TC1E1	国五/欧五	
	D19TC1D4	国四、国五	DOC+POC 或 DOC+SCR
	D19TC1E1	国五	DOC+SCR
	D16TC1D	国四	DOC+POC
	D09	国四	DOC+POC
YN 系列	YN38CRD1	国四	DOC+POC
	YN33CRD1	国四	DOC+POC
	YN27CRD1	国四	DOC+POC
非道路用系列	YN4K-CR	国三	
	YN4L-CR	国三	
	YN4A/4B/4C/4D/4E	国三	

资料来源：公司官网，财通证券研究所

4、进军非道路，低端柴油机大有可为

4.1 率先布局，抢占非道路市场先机

非道路移动机械，是指不在道路上行驶的以汽油或者柴油为燃料的工程、农业等机械，包括推土机、压路机、挖掘机、打桩机、沥青摊铺机、叉车、发电机和拖拉机、联合收割机等。云内动力非道路系列是在原有柴油机基础上进行的适应市场性技术改造，产品达到T3阶段排放标准且具备升级更高标准的潜力，主要配套工程机械、农用机械等。

根据环保部规定，自2015年10月1日起，停止生产和销售不符合T3标准的非道路柴油机，标志着非道路柴油机第三阶段排放标准的正式实施。作为非道路动力行业的后起之秀，云内动力承接道路系列国四升级的优势，在非道路第三阶段排放标准实施之前，已潜心投入近一年的市场研究，形成了清晰的产品技术路线和营销策略。早在2015年8月，公司就果断选择了催化性能稳定、持续升级能力强的技术方案——电控高压共轨技术方案，2016年云内动力又紧紧抓住产品升级换代契机，将非道路系列T3共轨柴油机大批量投放市场，一举成为国产共轨动力的引领者。目前，云内非道路第三阶段已经搭载了国内多家重点农业机械、工程机械的行业标杆企业，且非道路机械用柴油机的销量占到了公司总销量的30%-40%，收入占比10%-20%。

表 9：非道路机械升级国三时间安排

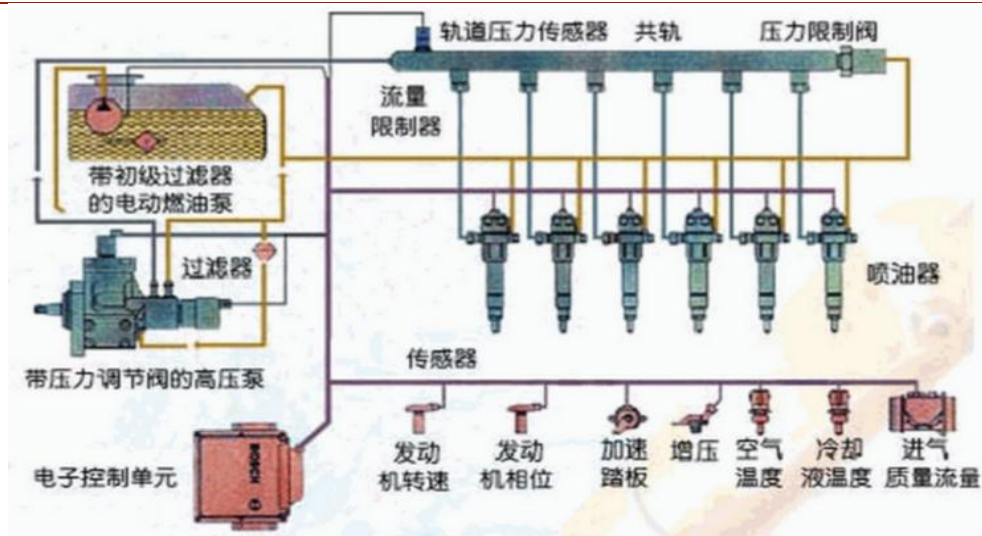
实施时间	实施地区	实施方案
2015. 10. 1	全国	所有制造和销售的非道路移动机械用柴油机，其排气污染物排放必须符合 T3 阶段要求
2016. 4. 1	全国	所有制造、进口和销售的非道路移动机械（农业机械除外）不得装用不符合 T3 阶段要求的柴油机
2016. 12. 1	全国	所有制造、进口和销售的农业机械不得装用不符合 T3 阶段要求的柴油机

资料来源：环保部，财通证券研究所

4.2 深耕高压共轨，技术优势助力份额拓展

公司提前实现T4技术及产品储备，持续引领非道路动力产品升级换代。公司在非道路柴油机上开发了高压共轨研发线路，高压共轨可以将喷射过程和油压产生完全分开，使供油压力不会受到发动机转速的影响，它比传统增压柴油机燃烧效率提高8%、二氧化碳排放低10%、噪音下降15%。公司率先布局的非道路高压共轨技术，具有较强的排放升级潜能，能轻松应对升级T4的技术障碍。

图 33：高压共轨技术示意图



资料来源：网络资料，财通证券研究所

2017年下半年公司高端DEV系列也将进入非道路，DEV系列拥有成熟的国四、国五、国六阶段产品技术储备的先天性优势，能轻松实现非道路产品升级。今明两年非道路机械尤其是拖拉机有望上量，而随着DEV系列的进入，公司非道路系列的技术优势进一步稳固，有望继续扩大市场份额，迎来业绩释放。

5、盈利预测及投资建议

我们认为周期与政策共振支撑轻卡回暖，排放标准升级促进中高端产品放量，轻卡市场总量与结构上的边际变化均为公司带来配套提升机遇。预计公司2017~2019年营业收入分别同比增长59.3%、41.5%、27.1%，归属母公司股东净利润分别同比增长56.8%、36.0%、24.3%，EPS分别为0.20元、0.27元、0.34元，对应2017~2019年PE分别为23.1倍、17.0倍、13.7倍。公司作为轻卡产业链最纯A股标的之一，国五技术实力雄厚，产品性价比优势明显，有望把握市场回暖与结构改善进一步提升市场份额，给予公司“买入”评级。

表 10：可比公司估值分析

证券代码	证券简称	2017/7/21		EPS (元)			PE		
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
000338	潍柴动力	6.91	338	0.61	0.42	0.47	21.5	16.6	14.8
002434	万里扬	14.63	198	0.30	0.61	0.83	81.7	23.9	17.6
300507	精锻科技	16.16	65	0.47	0.63	0.83	33.8	25.6	19.5
002472	双环传动	10.00	68	0.27	0.35	0.45	44.8	28.7	22.2
可比公司平均							45.5	23.7	18.5
000903	云内动力	4.62	81					23.1	17.0

数据来源：Wind，财通证券研究所

6、风险提示

轻卡市场景气度不及预期；公司客户开拓不及预期；中高端产品上量不及预期。

表 11: 公司财务报表及指标预测

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,926	6,254	8,851	11,253
增长率(%)	38.6%	59.3%	41.5%	27.1%
归属母公司股东净利润	224	351	477	594
增长率(%)	27.6%	56.8%	36.0%	24.4%
每股收益(EPS)	0.25	0.20	0.27	0.34
销售毛利率(%)	14%	17%	17%	17%
市盈率(P/E)	18.1	23.1	17.0	13.7
市净率(P/B)	0.91	1.75	1.67	1.58

利润表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3926	6254	8851	11253
营业成本	3386	5217	7367	9352
营业税金及附加	28	47	66	82
销售费用	162	297	405	508
管理费用	221	455	600	746
财务费用	61	(12)	3	15
投资收益	88	94	100	104
资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(13)	(14)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	154	342	497	642
营业外收支净额	106	68	60	50
利润总额	260	410	557	692
所得税	36	59	81	99
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
归属母公司股东净利润	224	351	477	594
每股收益(元)	0.25	0.20	0.27	0.34

资产负债表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2287	2712	3481	4075
应收款项	1920	3060	4331	5506
存货净额	1012	1549	2202	2808
其他流动资产	164	263	372	473
流动资产合计	5384	7583	10386	12862
固定资产	2601	2771	2900	3000
无形资产和开发支出	498	478	458	438
投资性房地产	186	186	186	186
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	8669	11018	13929	16486
短期借款及交易性金融资产	37	632	1399	1895
应付款项	2704	4139	5886	7506
其他流动负债	267	421	595	757
流动负债合计	3008	5192	7880	10158
长期借款及应付债券	1000	1000	1000	1000
其他长期负债	180	180	180	180
长期负债合计	1180	1180	1180	1180
负债合计	4188	6373	9060	11338
少数股东权益	12	12	12	11
股东权益合计	4468	4633	4857	5137
负债和股东权益合计	8669	11018	13929	16486

现金流量表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	187	414	666	825
投资性现金净流量	(268)	(398)	(412)	(431)
筹资性现金净流量	558	409	515	200
现金流量净额	477	425	769	594

数据来源: Wind, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。