

2017年08月31日

云内动力 (000903.SZ)

动态分析

行业回暖与排放升级双重利好促业绩超预期

投资要点

- ◆ **上半年收入同比增长 61.42%，归母净利润同比增长 52.08%，超市场预期。**公司 17 年上半年实现营收 29.14 亿元，同比增长 61.42%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 52.08%；毛利率 13.22%，净利率 5.62%，同比分别下降 4.70 和 0.33 个百分点。其中第二季度实现营收 13.11 亿元，同比增长 49.88%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比增长 51.59%。上半年公司业绩增长超预期，主要原因有：（1）下游中轻卡景气度持续复苏，带动柴油发动机产品需求量提升；（2）国五排放标准全面实施，公司国五标准发动机产品占比逐步提升。
- ◆ **商用车景气度提升，公司柴油机产品有望持续受益。**公司主营产品柴油发动机主要配套中轻卡等商用车，业绩表现与下游商用车市场紧密相关。根据中汽协数据，1-7 月国内商用车整体销量 293.4 万辆，同比增长 17.6%，呈回暖态势。受益于商用车行业景气度复苏，公司柴油发动机上半年销量约 18 万台，同比增长 20.82%，为近年较高水平。在基建复苏、超限超载治理、电商物流快速发展等多重有利因素的影响下，预计下半年商用车高景气度或将维持，公司柴油发动机业务有望持续受益。
- ◆ **排放升级带来国五柴油机需求量提升，提前布局国六有望形成先发优势。**国五排放标准已从 2017 年 1 月 1 日开始执行，并在国四的基础上对发动机排放提出了更严格的要求（如：要求轻型车氮氧化物排放再降低 25%，PM 降低 82%，重型车氮氧化物排放降低 43%等）。国四时代的柴油机性能已无法满足国五要求，随着国五排放标准的全面实施，国五柴油机需求量骤增。公司在 490、4100、4102 等系列传统商用车柴油机基础上，升级开发了采用直喷、增压中冷、电控高压共轨等技术的 YN、DEV 系列国五柴油机产品，目前已批量生产并配套东风股份、广东福迪部分车型，未来有望配套长丰猎豹、北汽瑞丽、东风凯马等车型。另外，国六排放标准将于 2020 年起执行，公司已提前布局积极进行国六柴油机的研发，已完成 D20TCIF、D25/30TCIF 等国六柴油机的设计工作与样机装配，未来有望实现批量生产并形成先发优势抢占市场份额。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.17 元、0.25 元和 0.30 元，净资产收益率分别为 6.3%、8.5% 和 9.4%。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 5.00 元，相当于 2018 年 20 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**商用车市场景气度下行；国六发动机进展不及预期。

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

5.00 元

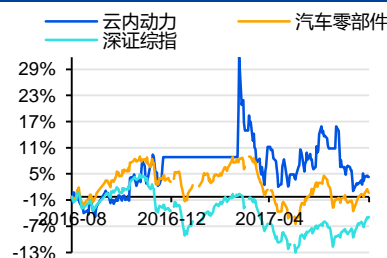
股价(2017-08-31)

4.12 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,311.35
流通市值 (百万元)	6,577.80
总股本 (百万股)	1,757.54
流通股本 (百万股)	1,581.20
12 个月价格区间	4.01/10.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.89	-7.63	7.43
绝对收益	-2.12	-0.52	3.02

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

 刘文婷
 liuwenting@huajinsec.cn
 021-20377055

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,831.8	3,925.6	5,741.1	7,930.0	9,845.1
同比增长(%)	17.0%	38.6%	46.2%	38.1%	24.2%
营业利润(百万元)	143.4	154.2	300.7	453.4	547.4
同比增长(%)	11.6%	7.6%	95.0%	50.8%	20.7%
净利润(百万元)	175.5	223.9	307.5	439.3	520.1
同比增长(%)	8.8%	27.6%	37.4%	42.8%	18.4%
每股收益(元)	0.10	0.13	0.17	0.25	0.30
PE	41.7	32.7	23.8	16.6	14.1
PB	2.0	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、中报业绩超预期，上半年归母净利润增长 52%.....	4
（一）毛利率、净利率有待回升	4
（二）三费率大幅下降，研发投入占比稳定	5
二、行业回暖与排放升级带来较大业绩弹性	6
（一）商用车景气度提升，公司柴油机产品有望持续受益	6
（二）排放升级带来国五柴油机需求量提升，提前布局国六有望形成先发优势	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化	4
图 4：过往 12 个季度三费率	5
图 5：过往 5 年公司研发投入占营收比重	5
图 6：16 年下半年以来国内商用车销量及增速	6

一、中报业绩超预期，上半年归母净利润增长 52%

上半年收入同比增长 61.42%，归母净利润同比增长 52.08%，业绩增长超预期。公司 17 年上半年实现营收 29.14 亿元，同比增长 61.42%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 52.08%；毛利率 13.22%，净利率 5.62%，同比分别下降 4.70 和 0.33 个百分点。其中第二季度实现营收 13.11 亿元，同比增长 49.88%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比增长 51.59%。上半年公司业绩增长超预期，主要原因有：（1）下游卡车景气度持续复苏，带动柴油发动机产品需求量提升；（2）国五排放标准全面实施，公司国五标准发动机产品占比逐步提升。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率

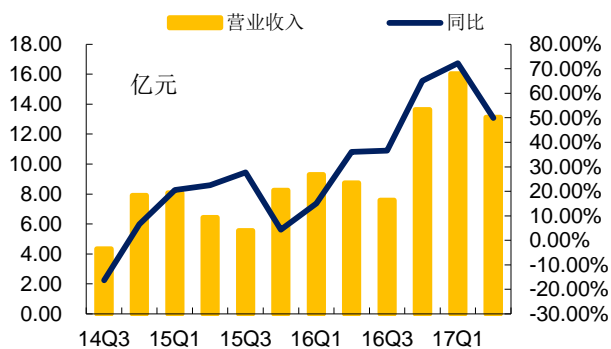
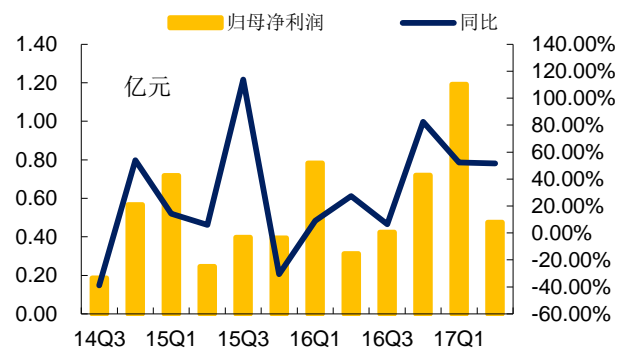


图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率



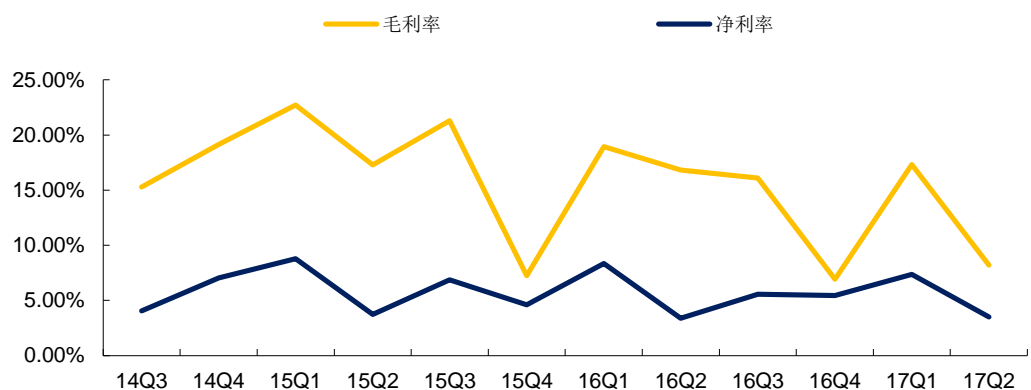
资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）毛利率、净利率有待回升

17 年上半年公司综合毛利率 13.22%，净利率 5.62%，同比分别下降 4.70 和 0.33 个百分点。公司近年来毛利率呈下滑趋势，主要原因是毛利率较低的非道路柴油发动机在营收占比中提升所致。预计未来随着国五柴油机销量的不断提升以及国六柴油机的量产，公司毛利率有望逐步回升。净利率方面，三费率的下降一定程度上抵消了毛利率的下滑，因此公司净利率基本保持平稳。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化



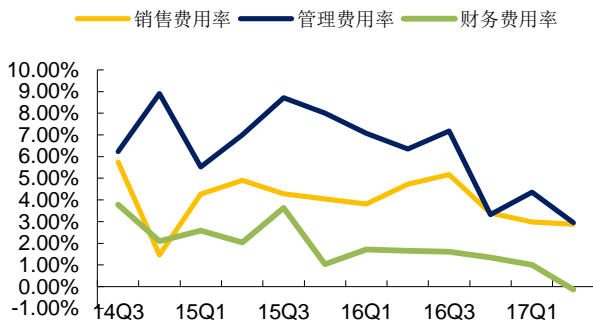
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）三费率大幅下降，研发投入占比稳定

17年上半年公司三费率合计 7.15%，比上年同期下降 5.52 个百分点。三费中，公司通过优化生产流程提高了工作效率，有效降低了管理费用；另外由于营收的不断增长，利息收入上升，公司财务费用也逐季下降。

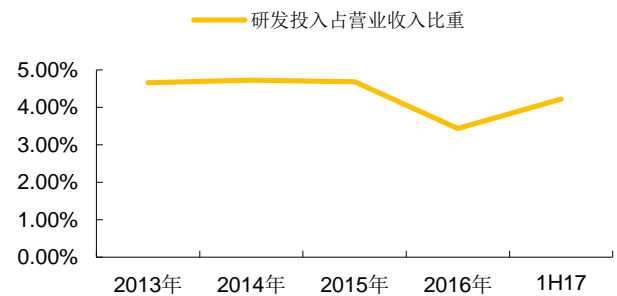
研发投入方面，公司近年来研发投入占营收比例基本维持稳定，17 年上半年研发费用 1.23 亿元，占营收比例为 4.22%，持续的投入有望加快公司国六柴油机的研发进度并获得先发优势。

图 4：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：过往 5 年公司研发投入占营收比重



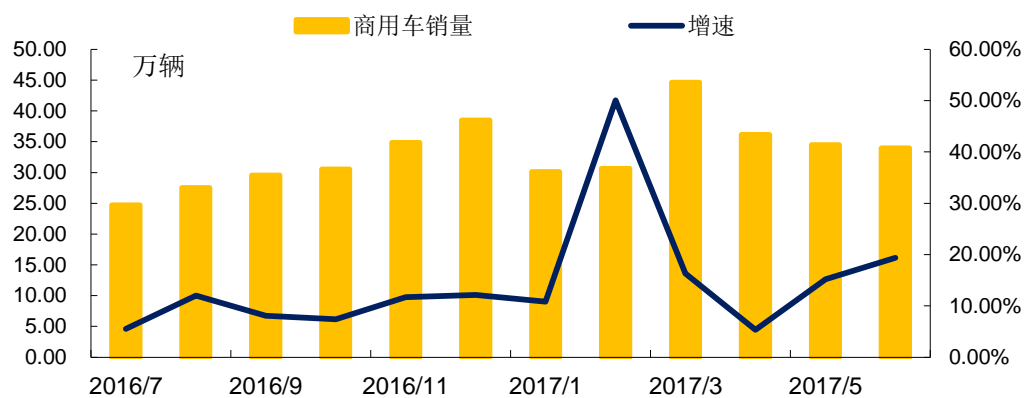
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、行业回暖与排放升级带来较大业绩弹性

（一）商用车景气度提升，公司柴油机产品有望持续受益

公司主营产品柴油发动机主要配套种轻卡等商用车，公司的业绩表现与下游商用车市场紧密相关。根据中汽协数据，1-7月国内商用车整体销量293.4万辆，同比增长17.6%，呈回暖态势。受益于商用车景气度复苏，公司柴油发动机销量提升，上半年销售各类型柴油机约18万台，同比增长20.82%。在基建复苏、超限超载治理、电商物流快速发展等多重有利因素的影响下，下半年商用车高景气度或将维持，公司柴油发动机业务有望持续受益。

图6：16年下半年以来国内商用车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

（二）排放升级带来国五柴油机需求量提升，提前布局国六有望形成先发优势

国五排放标准已从2017年1月1日起执行，国五在国四的基础上对发动机排放提出了更严格的要求（如：要求轻型车氮氧化物排放再降低25%，PM降低82%，重型车氮氧化物排放降低43%等）。国四时代的柴油机性能已无法满足国五要求，随着国五排放标准的全面实施，国五柴油机需求量骤增。公司在490、4100、4102等系列传统商用车柴油机基础上，升级开发了采用直喷、增压中冷、电控高压共轨等技术的YN、DEV系列国五柴油机产品，目前已批量生产并配套东风股份、广东福迪部分车型，未来还有望配套长丰猎豹、北汽瑞丽、东风凯马等车型。另外，国六排放标准将于2020年起执行，公司提前布局，积极进行国六柴油机的研发与市场布局，已完成D20TCIF、D25/30TCIF等国六柴油机的设计工作与样机装配，未来有望实现批量生产并形成先发优势抢占市场份额。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.17 元、0.25 元和 0.30 元，净资产收益率分别为 6.3%、8.5% 和 9.4%。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 5.00 元，相当于 2018 年 20 倍的动态市盈率。

四、风险提示

商用车市场景气度下行；国六发动机进展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,831.8	3,925.6	5,741.1	7,930.0	9,845.1	年增长率					
减:营业成本	2,358.8	3,385.5	4,913.8	6,742.5	8,324.5	营业收入增长率	17.0%	38.6%	46.2%	38.1%	24.2%
营业税费	7.6	27.6	39.6	41.2	60.1	营业利润增长率	11.6%	7.6%	95.0%	50.8%	20.7%
销售费用	123.3	162.4	229.6	317.2	393.8	净利润增长率	8.8%	27.6%	37.4%	42.8%	18.4%
管理费用	204.1	221.2	344.5	459.9	590.7	EBITDA 增长率	9.7%	4.5%	37.3%	31.2%	16.0%
财务费用	62.7	60.9	6.9	4.1	8.1	EBIT 增长率	8.5%	4.4%	43.0%	48.7%	21.4%
资产减值损失	13.1	1.5	1.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	7.9%	5.8%	43.0%	48.7%	21.4%
加:公允价值变动收益	0.1	-0.1	10.0	3.3	-5.6	投资资本增长率	-5.8%	11.9%	7.8%	4.3%	-1.2%
投资和汇兑收益	81.0	87.8	85.0	90.0	90.0	净资产增长率	3.7%	22.0%	8.3%	5.9%	6.9%
营业利润	143.4	154.2	300.7	453.4	547.4						
加:营业外净收支	58.5	105.7	49.0	49.1	49.3	盈利能力					
利润总额	201.8	259.9	349.7	502.5	596.7	毛利率	16.7%	13.8%	14.4%	15.0%	15.4%
减:所得税	30.6	36.4	49.0	70.3	83.5	营业利润率	5.1%	3.9%	5.2%	5.7%	5.6%
净利润	175.5	223.9	307.5	439.3	520.1	净利润率	6.2%	5.7%	5.4%	5.5%	5.3%
						EBITDA/营业收入	12.5%	9.4%	8.8%	8.4%	7.8%
						EBIT/营业收入	7.3%	5.5%	5.4%	5.8%	5.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	48.4%	48.3%	54.4%	60.3%	60.7%
货币资金	1,810.5	2,287.3	2,135.1	3,172.0	3,741.1	负债权益比	93.7%	93.5%	119.3%	152.0%	154.3%
交易性金融资产	30.1	-	10.0	13.4	7.8	流动比率	1.81	1.79	1.61	1.63	1.64
应收帐款	543.9	482.8	1,430.9	1,432.7	1,849.0	速动比率	1.49	1.45	1.31	1.28	1.31
应收票据	919.8	1,437.7	2,070.8	2,995.6	3,020.9	利息保障倍数	3.29	3.53	44.70	111.36	68.53
预付帐款	17.6	41.6	53.9	65.9	95.9	营运能力					
存货	717.2	1,012.0	1,417.6	2,140.9	2,252.6	固定资产周转天数	243	180	119	82	63
其他流动资产	59.6	122.4	385.0	153.0	168.5	流动营业资本周转天数	30	6	19	28	30
可供出售金融资产	2.0	32.0	28.7	20.9	27.2	流动资产周转天数	501	435	404	397	386
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	47	60	65	60
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	97	79	76	81	80
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	861	724	605	535	492
固定资产	1,974.0	1,952.5	1,854.6	1,766.8	1,669.7	投资资本周转天数	357	264	198	152	124
在建工程	438.6	648.9	629.0	611.1	595.0	费用率					
无形资产	480.2	497.6	465.3	432.2	398.2	销售费用率	4.4%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	119.1	153.9	160.0	144.0	152.6	管理费用率	7.2%	5.6%	6.0%	5.8%	6.0%
资产总额	7,112.5	8,668.5	10,640.9	12,948.4	13,978.5	财务费用率	2.2%	1.6%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	-	-	-	145.5	306.4	三费/营业收入	13.8%	11.3%	10.1%	9.9%	10.1%
应付帐款	1,035.2	1,498.6	2,104.8	2,989.5	2,560.2	投资回报率					
应付票据	1,181.8	1,366.0	2,455.8	2,863.2	3,796.4	ROE	4.8%	5.0%	6.3%	8.5%	9.4%
其他流动负债	50.6	143.1	86.6	130.5	126.4	ROA	2.4%	2.6%	2.8%	3.3%	3.7%
长期借款	-	-	-	515.6	531.1	ROIC	6.0%	6.8%	8.7%	12.0%	14.0%
其他非流动负债	1,173.7	1,180.3	1,140.9	1,165.0	1,162.1	分红指标					
负债总额	3,441.3	4,188.1	5,788.1	7,809.3	8,482.6	DPS(元)	0.03	0.04	0.05	0.08	0.09
少数股东权益	10.7	12.4	5.5	-1.6	-8.6	分红比率	31.9%	31.4%	31.0%	31.4%	31.3%
股本	799.0	878.8	1,757.5	1,757.5	1,757.5	股息收益率	0.8%	1.0%	1.3%	1.9%	2.2%
留存收益	2,856.5	3,580.9	3,089.8	3,383.2	3,747.0						
股东权益	3,671.2	4,480.5	4,852.8	5,139.2	5,496.0						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.10	0.13	0.17	0.25	0.30
净利润	171.2	223.5	307.5	439.3	520.1	BVPS(元)	2.08	2.54	2.76	2.92	3.13
加:折旧和摊销	147.9	154.7	200.1	208.8	217.2	PE(X)	41.7	32.7	23.8	16.6	14.1
资产减值准备	13.1	1.5	-	-	-	PB(X)	2.0	1.6	1.5	1.4	1.3
公允价值变动损失	-0.1	0.1	10.0	3.3	-5.6	P/FCF	20.8	-99.1	144.0	7.6	9.9
财务费用	74.9	76.4	6.9	4.1	8.1	P/S	2.6	1.9	1.3	0.9	0.7
投资损失	-81.0	-87.8	-85.0	-90.0	-90.0	EV/EBITDA	6.7	6.0	11.3	8.4	6.7
少数股东损益	-4.3	-0.4	-6.8	-7.1	-7.0	CAGR(%)	36.2%	31.9%	24.7%	36.2%	31.9%
营运资金的变动	149.0	-228.2	-393.5	-263.2	-114.0	PEG	1.2	1.0	1.0	0.5	0.4
经营活动产生现金流量	425.0	140.6	39.2	295.2	528.8	ROIC/WACC	0.6	0.7	0.9	1.2	1.4
投资活动产生现金流量	162.9	-268.2	-236.7	226.1	24.8						
融资活动产生现金流量	9.9	560.2	45.3	515.6	15.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn