

投资评级：推荐（维持）
分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人（研究助理）：

李金锦 010-88366060-8862

Email:lijinjin@cgws.com

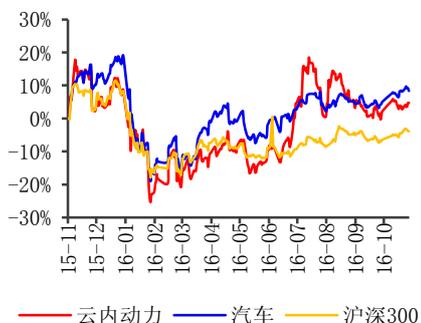
从业证书编号:S0100115050019

市场数据

| | |
|-----------|-----------|
| 目前股价 | 8.05 |
| 总市值（亿元） | 64.32 |
| 流通市值（亿元） | 63.64 |
| 总股本（万股） | 79,901 |
| 流通股本（万股） | 79,060 |
| 12个月最高/最低 | 9.20/5.60 |

盈利预测

| | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3,455 | 4,819 | 6,206 |
| (+/-%) | 22.0% | 39.5% | 28.8% |
| 净利润 | 231.9 | 292.2 | 392.5 |
| (+/-%) | 32% | 26% | 34% |
| 摊薄 EPS | 0.29 | 0.37 | 0.49 |
| PE | 27.73 | 22.02 | 16.39 |

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<补贴到位+雄厚研发实力助公司腾飞>>

2016-09-28

收入持续增长，清洁柴油机空间大

——云内动力（000903）公司动态点评

投资建议

公司三季度收入持续逆势增长，中短期看，轻卡行业复苏，非道路领域持续推进，业绩增长有支撑。长期看，云内动力技术实力强，新技术储备丰富（混动柴油动力系统、欧六发动机布局），产品竞争力将显现，盈利能力有望提升。我们预计，16-18年EPS分别为0.29、0.37和0.49元，对应PE为28X、22X和16X，给予“推荐”评级。

投资要点

- 事件：**公司发布三季度报告，前三季度实现营业收入25.63亿，同比增长27.75%，归母净利润实现1.52亿，同比增长11.63%。其中，三季度实现收入7.58亿，同比增长36.56%，归母净利润实现0.42亿，同比增长6.56%。且公司发布2016年业绩预告，预计2016年实现净利润1.95亿-2.3亿，同比增长11.1%-31.04%。对此，我们点评如下：
- 营业收入持续增长，盈利能力待提升：**非道路领域的快速铺开贡献主要收入增长，公司近年来开始在非道路领域发力，将国产高压共轨技术应用在非道路T3发动机上，比竞品具备明显优势，产品销量增长迅速。公司2016H1柴油发动机实现销售14.9万台，同比增长30.6%。我们判断，公司非道路领域柴油机销量增长在50%以上。毛利率上，2016年前三季度毛利率为17.39%，低于去年同期的20.59%，我们判断，主要原因在于原材料成本的提升和非道路产品占比上升。
- 政府补贴到位，助力公司研发实力提升：**前三季度营业外收入贡献8039万，同比增长160%。仅三季度营业外收入就为3849万，基本以政府补贴为主。公司日前公告2016年第三季度共收到11笔政府补助资金，金额合计6,831.11万元。公司将确定为营业外收入并计入当期损益。高效、清洁柴油机，柴油机混合动力系统是未来节能汽车重要的发展方向，是政府重点鼓励和支持的方向。公司在多缸小缸径柴油机上技术研发实力强，是该领域的领军企业，目前在研的先进柴油机技术较多，政府补贴具备持续性。
- 短期看，轻卡行业复苏、非道路领域发展提供收入增长；中长期看，公司技术研发实力升级，盈利能力提升：**短期看，公司产品主要应用在轻型商用车（包括轻卡、皮卡和轻客）。我国轻卡行业已经历近3年的低迷期（2014年增-13.9%，2015年-5.9%），近期销量展现了明显复苏迹象：1）16年7月份轻卡销量同比由负转正，7-9月增速明显提升。2）重点公司轻卡产品近两个月增长明显，江淮和福田9月份均有接近20%的增长。3）房地产投资回暖，物流、快递行业增长拉动轻卡行业复苏。4）2017年国五排放标准实施和低速货车取消将促进轻卡需求释放。中长期看，公司目前在尾气处理、电控等

技术研发上进展稳步推进。随着柴油机排放标准实施，公司产品竞争力将显现，盈利能力有望提升。

- **柴油机混合动力系统稳步推进，前景可期：** 季报中提出公司增资科力远项目的审计评估工作已完成，且已获得了实际控制人昆明市国资委的批准。我们看好公司柴油混合动力系统的发展前景。我国四阶段燃油限值到 2020 年实现 5L/100M，《中国制造 2025》要求到 2025 年实现 4L/KM。近日发布的《节能与新能源汽车技术路线图》中，节能汽车重点发展技术即为混合动力系统。公司同时布局柴油机混动商用车和乘用车系统，节油效果明显，前景可期。
- **2016 年业绩增长预计 11.1%-31.04%：** 若考虑政府补贴（具备持续性），我们认为，公司 2016 年净利润增长大概率在上限值。考虑明年轻卡行业复苏、非道路领域的持续推进，我们适当提高了 2017-2018 年业绩预测值，2017-2018 年净利润值分别到 2.92 亿（旧值为 2.78 亿）、3.92 亿（旧值为 3.77 亿），增速为 26%、34%。
- **风险提示：** 公司产品推广低于预期，混动等研发技术进展低于预期。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 主要财务指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2,421 | 2,832 | 3,455 | 4,819 | 6,206 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 1,952 | 2,359 | 2,877 | 3,954 | 5,088 | 营业收入增长 | -5.84% | 16.97% | 22.01% | 39.48% | 28.78% |
| 销售费用 | 96 | 123 | 149 | 202 | 254 | 营业成本增长 | -3.23% | 20.83% | 21.98% | 37.42% | 28.69% |
| 管理费用 | 192 | 204 | 242 | 323 | 403 | 营业利润增长 | 1.07% | 11.60% | 43.79% | 34.99% | 42.22% |
| 财务费用 | 62 | 63 | 52 | 49 | 47 | 利润总额增长 | 10.11% | 11.07% | 31.86% | 25.97% | 34.45% |
| 投资净收益 | 3 | 81 | 80 | 0 | 0 | 净利润增长 | 9.46% | 8.81% | 32.13% | 25.97% | 34.35% |
| 营业利润 | 128 | 143 | 206 | 278 | 396 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业外收支 | 53 | 58 | 60 | 57 | 55 | 毛利率 | 19.36% | 16.70% | 16.72% | 17.95% | 18.01% |
| 利润总额 | 182 | 202 | 266 | 335 | 451 | 销售净利率 | 6.66% | 6.20% | 6.71% | 6.06% | 6.32% |
| 所得税 | 27 | 31 | 40 | 50 | 68 | ROE | 4.56% | 4.79% | 5.96% | 6.99% | 8.61% |
| 少数股东损益 | -6 | -4 | -6 | -7 | -10 | ROIC | 5.04% | 4.25% | 4.94% | 6.79% | 7.86% |
| 净利润 | 161 | 176 | 232 | 292 | 393 | 营运效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 销售费用/营业收入 | 3.98% | 4.35% | 4.30% | 4.20% | 4.10% |
| | | | | | (百万) | 管理费用/营业收入 | 7.92% | 7.21% | 7.00% | 6.70% | 6.50% |
| 流动资产 | 3783 | 4074 | 5642 | 6726 | 8130 | 财务费用/营业收入 | 2.54% | 2.21% | 1.50% | 1.01% | 0.76% |
| 货币资金 | 1200 | 1810 | 2733 | 2623 | 2997 | 投资收益/营业利润 | 1.95% | 56.52% | 38.81% | 0.00% | 0.00% |
| 应收账款 | 534 | 541 | 636 | 887 | 1143 | 所得税/利润总额 | 14.74% | 15.17% | 15.00% | 15.00% | 15.06% |
| 应收票据 | 890 | 920 | 1150 | 1604 | 2066 | 应收账款周转率 | 4.51 | 4.81 | 4.54 | 4.75 | 5.17 |
| 存货 | 807 | 717 | 877 | 1205 | 1550 | 存货周转率 | 2.56 | 2.96 | 2.76 | 2.87 | 3.39 |
| 非流动资产 | 2646 | 3014 | 3343 | 3580 | 3649 | 流动资产周转率 | 0.62 | 0.58 | 0.56 | 0.65 | 0.73 |
| 固定资产 | 2048 | 2413 | 2771 | 3036 | 3134 | 总资产周转率 | 0.36 | 0.35 | 0.36 | 0.44 | 0.51 |
| 资产总计 | 6429 | 7087 | 8986 | 10306 | 11779 | 偿债能力 | | | | | |
| 流动负债 | 1819 | 2268 | 2766 | 3801 | 4892 | 资产负债率 | 0.45 | 0.49 | 0.57 | 0.60 | 0.61 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 2.08 | 1.80 | 2.04 | 1.77 | 1.66 |
| 应付款项 | 1624 | 2049 | 2499 | 3434 | 4419 | 速动比率 | 1.64 | 1.48 | 1.72 | 1.45 | 1.35 |
| 非流动负债 | 1069 | 1174 | 2347 | 2347 | 2347 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 1174 | 1174 | 1174 | EPS | 0.20 | 0.22 | 0.29 | 0.37 | 0.49 |
| 负债合计 | 2888 | 3441 | 5113 | 6149 | 7239 | 每股净资产 | 4.43 | 4.59 | 4.87 | 5.23 | 5.71 |
| 股东权益 | 3539 | 3666 | 3892 | 4177 | 4560 | 每股经营现金流 | -0.13 | 0.53 | 0.32 | 0.40 | 0.83 |
| 股本 | 799 | 799 | 799 | 799 | 799 | 每股经营现金/EPS | -0.62 | 2.42 | 1.10 | 1.11 | 1.70 |
| 留存收益 | 2729 | 2857 | 3088 | 3381 | 3773 | 估值 | | | | | |
| 少数股东权益 | 11 | 11 | 5 | (2) | (12) | PE | 39.88 | 36.65 | 27.73 | 22.02 | 16.39 |
| 负债和权益总计 | 6429 | 7087 | 8986 | 10306 | 11779 | PEG | 1.60 | 1.19 | 0.92 | 0.64 | - |
| 现金流量表 | | | | | (百万) | PB | 1.82 | 1.75 | 1.65 | 1.54 | 1.41 |
| 经营活动现金流 | (101) | 425 | 254 | 323 | 666 | EV/EBITDA | 20.81 | 22.08 | 21.23 | 15.13 | 12.16 |
| 其中营运资本减少 | (655) | 799 | (148) | (158) | 60 | EV/SALES | 3.10 | 2.69 | 2.54 | 1.82 | 1.41 |
| 投资活动现金流 | (190) | 163 | (505) | (433) | (293) | EV/IC | 1.84 | 2.01 | 1.99 | 1.69 | 1.57 |
| 其中资本支出 | (149) | (216) | (505) | (433) | (293) | ROIC/WACC | 0.55 | 0.47 | 0.54 | 0.74 | 0.86 |
| 融资活动现金流 | 417 | 10 | 1174 | 0 | 0 | REP | 3.34 | 4.33 | 3.67 | 2.28 | 1.83 |
| 净现金总变化 | 126 | 598 | 923 | (110) | 373 | | | | | | |

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

李金锦: 汽车行业分析师, 2009-2015 年就职于国家信息中心, 2015 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证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他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>