

云内动力 000903.SZ

风景这边独好

研究结论

- 公司是我国最大的多缸小缸径柴油机独立制造商,开发和生产能力居同行业前列,产品为轻型载货汽车、低速货车(农用运输车)、轻型工程自卸车和轻型客车配套;具备年产25万台柴油机和3万辆载货汽车的生产能力。公司与德国FEV发动机技术公司合作,开发出了拥有自主知识产权的乘用车柴油机,进入乘用车柴油机产品市场领域。
- 受国家加快农村民生工程 and 基础设施建设投资、汽车下乡政策和农民工返乡就业等驱动因素影响,预计09年经济型轻卡、有汽车目录的低速货车以及基于上述产品底盘的自卸车产品销量将快速增长。
- 公司的传统柴油机产品的竞争优势和分散的客户结构,赋予公司强于竞争对手的价格谈判能力,市场份额多年处于领先地位。09年新成立的营销公司开始运作,将对产品销售产生积极的影响,预计09年公司的传统柴油机产品市场份额同比上升1个百分点,达到12%,产品销量同比增长17%左右。
- 09年,公司直接采购的原材料,如焦炭、生铁、废钢的价格下降幅度较大;排放标准升级引起产品成本上升;下游整车厂一如既往的要求降价。综合考虑上述因素,预计公司的传统柴油机全年的销售均价同比上升2.5%,产品成本同比上升3%,单台发动机的毛利水平有望与08年持平。
- 由于09年公司新成立营销公司,对公司的产品销售政策做出调整,推广乘用车柴油机,预计09年的销售费用将大幅度增加;公司07年增发募集的资金将陆续投入乘用车柴油机项目的产能建设,加上利率的下降,预计09年公司的利息收入将显著下降,但是管理费用将小幅度下降。总体上看,09年公司的期间费用仍将继续增长。
- 国家对乘用车柴油机项目既不鼓励也不禁止,乘用车柴油机何去何从,完全取决于市场的接受程度。因为直接竞争对手很少,公司柴油机研发、制造经验丰富,乘用车柴油机的发展策略适合中国国情,资金实力雄厚,并且市场上存在比较确定的柴油乘用车潜在消费群,我们看好公司的乘用车柴油机项目的盈利前景。
- 投资评级。预计公司09年、10年分别实现每股收益0.43元、0.65元,对应09年、10年PE分别为20.41倍、13.38倍;09年、10年PB分别为1.29倍、1.20倍。首次给予公司买入的投资评级。
- 股价催化剂:来自深圳高特佳投资集团的投资收益和成都云内土地出让金大幅度增厚公司盈利。
- 风险因素:1)汽车下乡的政策没有有效拉动轻卡和低速货车的的市场需求,公司传统柴油机产品销量没有增长;2)来自整车厂要求传统柴油机降价的压力继续加大;3)柴油乘用车产品的市场接受程度低,公司的乘用车柴油机产品销量低位徘徊。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888 x 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

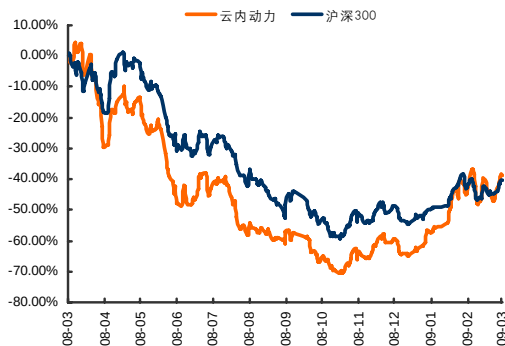
周凤武

机械行业资深分析师
8621-63325888 x 6100
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2009年3月20日)	8.72元
目标价格(6个月)	12.00元
总股本/A股(万股)	37820/37820
A股市值(百万元)	3298
国家/地区	中国
行业	汽车零部件
报告日期	2009年3月20日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	8.36	107.91	(38.73)
相对表现(%)	4.66	63.48	1.78

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	单位:百万元			
	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1792	2587	3329	3669
同比(%)	-8%	44%	29%	10%
归属母公司净利润	136	162	246	339
同比(%)	-33%	19%	53%	37%
毛利率(%)	16.1%	16.9%	19.1%	21.9%
ROE(%)	5.5%	6.3%	9.0%	11.2%
每股收益(元)	0.36	0.43	0.65	0.90
P/E	24.33	20.41	13.38	9.73
P/B	1.34	1.29	1.20	1.09
EV/EBITDA	24	11	7	5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

目 录

一、公司简介	3
二、公司组织结构及投资关系	3
三、公司经营分析	4
1、09 年现有柴油机业务盈利水平快速增长	4
1) 下游行业市场产品的成长性	4
2) 公司传统柴油机产品销量快速增长	7
3) 传统柴油机单台毛利水平有望和 08 年持平	9
4) 09 年期间费用继续上升	9
2、乘用车柴油机业务开始进入市场导入阶段	9
1) 公司乘用车柴油机项目的市场前景	9
2) 公司乘用车柴油机的销量预测	12
3) 公司乘用车柴油机的盈利水平	12
3、投资收益和非经常性损益或将增厚公司盈利水平	12
四、风险因素	12

图表目录

图 1 公司组织结构及投资关系	3
图 2 公司传统柴油机产品在不同下游行业市场的销量占比	4
图 3 低速货车行业产品按技术特点细分的销量占比	5
图 4 轻卡行业产品按照价格和技术特点细分的销量占比	5
图 5 4 缸柴油机市场上主要企业的市场份额	8
图 6 云内动力的下游客户为公司贡献的销量占比	8
图 7 公司历史产品销量及增速变化趋势	8
表 1 轻型卡车行业产品和低速货车产品销量增速预测	7
表 2 公司传统柴油机销量预测	9
表 3 公司乘用车柴油机的整车标定进展以及发动机销量预测	12
附表：财务报表预测	13

一、公司简介

昆明云内动力股份有限公司（云内动力 000903）是我国国内最大的多缸小缸径柴油机生产企业，具有四十余年从事柴油机开发生产的历史，开发和生产能力居同行业前列，产品为 1~3 吨轻型载货汽车、低速货车（农用运输车）、轻型工程自卸车和轻型客车配套。

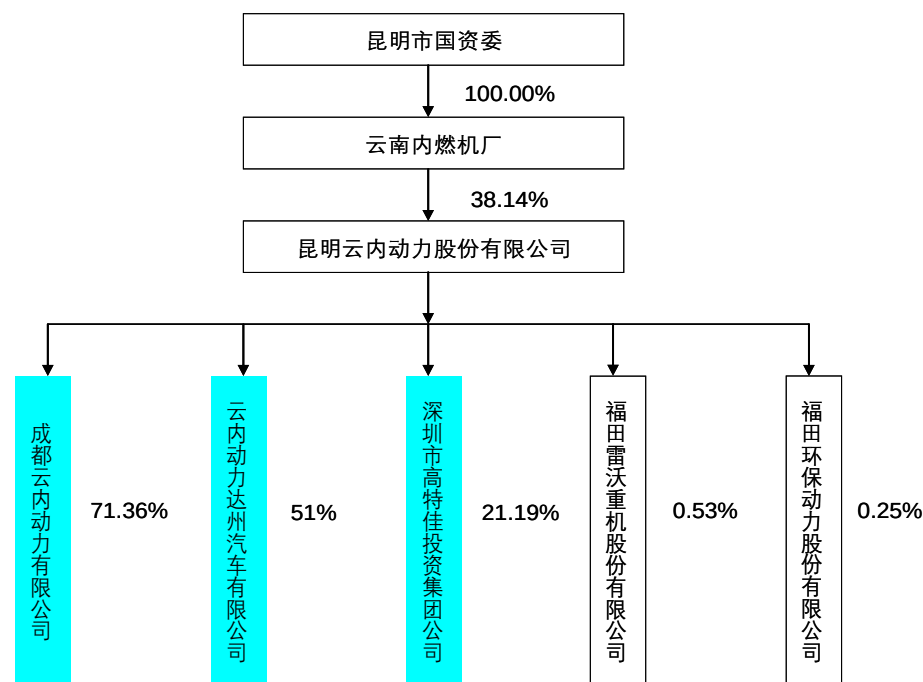
公司拥有从德国和瑞士引进的缸体、缸盖铸造生产线、具有国际先进水平的缸体、缸盖机加工生产线、具有国内先进水平的总装生产线和四大工艺齐全的整车生产线等二十余条生产线和检测设备，具备年产 25 万台柴油机和 3 万辆载货汽车的生产能力。

公司与德国 FEV 发动机技术公司合作，通过 5 年多的努力，开发出了拥有自主知识产权的乘用车柴油机，并于 2005 年 11 月 26 日向社会发布，排放达到欧 IV 标准，功率、扭矩、油耗、噪声指标达到国际同类型产品先进水平，可适用于轿车、SUV、MPV、高档商用车等车型。

二、公司组织结构及投资关系

目前公司的控股股东是云南内燃机厂，公司本部昆明云内动力股份有限公司和控股子公司成都云内动力有限公司目前的主营业务是多缸小缸径柴油机，昆明云内动力已经进入全新的业务领域：乘用车柴油机市场；控股子公司云内动力达州汽车有限公司的主营业务是低速载货汽车（农用运输车）、轻型载货汽车和轻型工程自卸车等产品；公司持股 21.19% 的深圳高特佳投资集团公司，从事直接投资和资产管理业务；公司还参股福田雷沃和福田环保动力两家公司。目前阶段，对公司经营业绩有重大影响的企业有，昆明云内动力、成都云内动力、云内达州汽车三家公司；近期有可能对公司的经营业绩有重大影响的是来自深圳高特佳投资集团的投资收益。

图 1 公司组织结构及投资关系



数据来源：公司财务报表

三、公司经营分析

目前阶段，对公司经营业绩有重大影响的企业有，昆明云内动力、成都云内动力、云内达州汽车三家公司；近期有可能对公司的经营业绩有重大影响的是来自深圳高特佳投资集团的投资收益。以下分析主要集中在这四家公司从事的相关业务。

1、09 年现有柴油机业务盈利水平快速增长

1) 下游行业市场产品的成长性

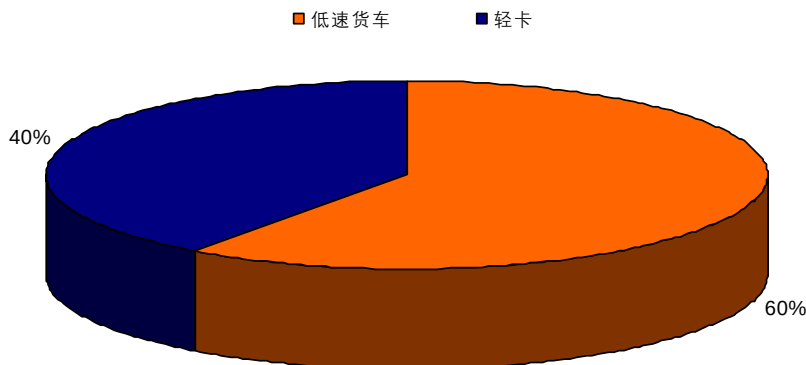
● 下游行业市场细分

公司的传统柴油机主要为低速货车、轻型卡车产品配套。也有少量柴油机产品为轻型客车、收割机配套。

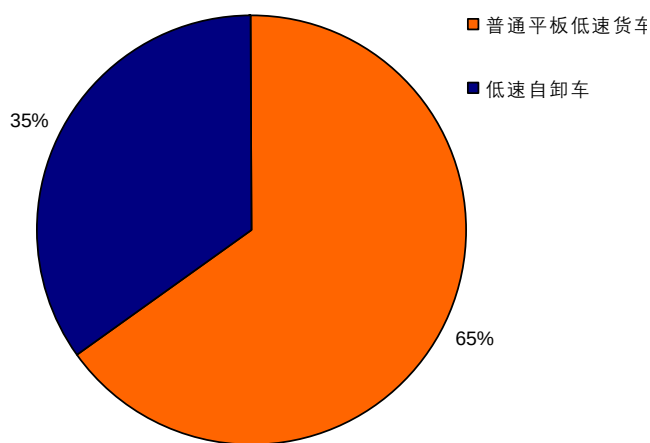
根据产品的技术形态，低速货车可以细分为普通平板四轮货车和自卸车，其中，普通平板低速货车主要用于乡镇之间的货物运输；自卸车主要用于农村地区的土建施工运输。

根据产品价格和技术特点，可以将轻型卡车细分为高端轻卡、中端轻卡、经济型轻卡、皮卡和自卸车五大类产品。其中，中、高端轻卡主要用于城区、城际之间的货物运输；经济型轻卡主要用于城市和农村之间的货物运输；皮卡主要用于小城市内、城乡结合部的小件货物运输；基于轻卡底盘的自卸车主要用于小城镇和农村地区的土建施工运输。

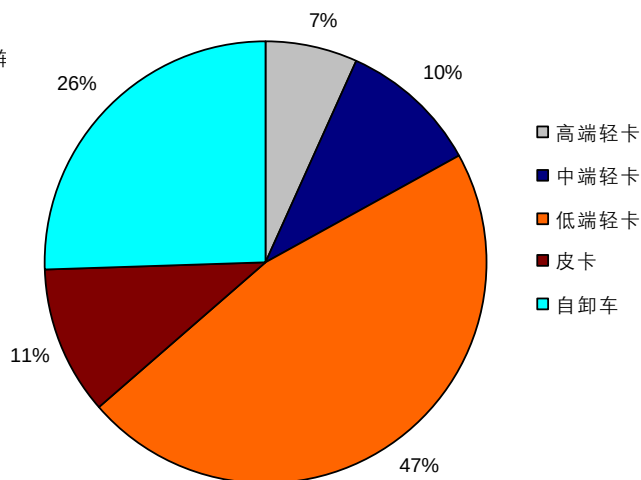
图 2 公司传统柴油机产品在不同下游行业市场的销量占比



数据来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

图 3 低速货车行业产品按技术特点细分的销量占比


资料来源：中国机经网 东方证券研究所

图 4 轻卡行业产品按照价格和技术特点细分的销量占比


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

● 不同下游行业细分市场的成长性分析

➤ 农村大规模基础设施建设投资拉动土建施工用轻卡类自卸车和低速货车类自卸车的旺盛需求

08 年 11 月 5 日召开的国务院常务会议，出台了扩大内需十项措施，确定 4 万亿元投资计划。其中的第二项措施是加快建设农村民生工程 and 农村基础设施，饮水安全工程、电网改造、公路建设、农村沼气工程、危房改造，总投资规模约 3700 亿。我们认为，农村基础设施建设投资力度的加大，将带来土建施工用运输车辆的旺盛需求。由于农村的基础设施建设工程规模一般比较小，轻型自卸车恰好可以满足这些小型工程的土建运输需求，轻型自卸产品市场面临着难得的市场机遇。

➤ 农民工返乡就业拉动经济性轻卡产品、轻卡自卸车和低速货车的旺盛需求

根据来自中央农村工作领导小组办公室的数据，受金融危机影响，目前全国大约有 2000 万农民工失业返乡。这些返乡的农民工，在外工作多年，一般都有一定的储蓄。由于脱离土地多年，而且从事农业生产的收益率也不高，因此，回到家乡后，倾向于自主创业，从事个体生意。作为生产资料，售价在 2 万~4 万人民币之间的经济型轻卡产品和低速货车产品的市场需求迅速释放。

➤ 汽车下乡政策成为经济型轻卡产品、轻卡自卸车和低速货车产品需求快速释放的催化剂

3 月 13 日，财政部公布了汽车下乡政策实施方案。方案规定，2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，农民将三轮汽车或低速货车报废并换购轻型载货车（轻型货车是指总质量大于 1.8 吨，但是小于等于 6 吨的四轮载货汽车），按换购轻型载货车销售价格 10% 给予补贴，换购轻型载货车单价 5 万元以上的，实行定额补贴，每辆补贴 5000 元。同时，对报废三轮汽车或低速货车实行定额补贴。报废三轮汽车每辆给予补贴 2000 元，报废低速货车每辆给予补贴 3000 元。享受补贴的轻型载货车每户限购一辆；报废车辆车主与新购车辆车主为同一农民。只有持农村户口的购车者才能享受上述优惠政策。

采购轻卡的购车者。无论是城镇居民，还是农民，购车时的价格弹性是非常高的。上述补贴幅度，将刺激潜在购车需求快速释放。

表面上看，该政策具有一定的局限性，但是在实际操作层面，总有一些变通的方法来突破政策的限制。在中国农村，甚至在北方平原地区的城镇，都存在着大量的三轮汽车，其中很大一部分事实上已经完全处于报废状态。要享受购车补贴的购车者，完全可以以 2000~3000 元的价格购买一辆已经报废的三轮车或者低速货车，然后去报废，享受报废补贴，然后换购轻卡，享受购买轻卡的补贴。对于城镇居民，如果想要享受上述政策，完全可以用有农村户口的亲戚朋友的名义，变相享受上述补贴政策。

按照汽车下乡政策的实施方案，低速货车产品面临被淘汰的风险。但是目前国内的低速货车产品绝大部分同时具备轻卡和低速货车的生产目录。在燃油税政策实施之前，按照低速货车生产目录上牌，可以免缴养路费，车主都倾向于按照低速货车的目录上牌；燃油税政策实施之后，养路费取消，同时汽车下乡政策又鼓励换购轻卡，低速货车产品可以按照轻卡产品的目录上牌，同样也可以享受价格补贴政策。

在没有汽车下乡的政策之前，经济型轻卡产品已经开始替代三轮农用车，有了三轮农用车的报废补贴和换购补贴，低速四轮货车和经济型轻卡产品替代在用三轮农用车的进程将明显加快。

➤ 中高端轻卡产品和皮卡产品的销量趋于萎缩

中高端轻卡产品主要用于城区、城市之间的货物运输，由于制造业的不景气，城市消费需求不旺盛，中高端轻卡产品的销量将趋于萎缩。在农村市场，由于价格大约是经济型轻卡产品的 2~3 倍，这类轻卡产品基本上不会受益于汽车下乡政策和国家加大基建投资力度的政策。

➤ 排放标准升级对 N1 类轻卡产品全年的销量影响有限

08 年 7 月 1 日开始，所有 N2 类轻型卡车（总质量在 3.5 吨以上车型）执行国 III 排放标准，N1 类轻卡产品（总质量在 3.5 吨及以下车型）则推迟到 09 年 7 月 1 日开始执行国 III 排放标准。当时，国内轻卡企业准备不足，实现国 III 排放标准的技术手段单一，几乎普遍采用高压共轨燃油喷射系统来实现排放标准的升级，但是高压共轨喷射系统的供应体系根本无法满足需求，而且价格非常高，匹配该系统的轻卡整车的售价上升 20000~25000 元人民币不等。轻卡厂商和经销商有足够的动力去囤积国 II 排放标准的轻卡产品，以应对 08 年下半年的市场需求。

09 年 7 月 1 日开始，N1 类轻卡产品执行国 III 排放标准，因为多了一年的产品准备，N1 类轻卡产品实现国 III 排放标准的技术手段已经多样化，采用高压共轨、电控单体泵、电控 VE 泵、电控直列泵+电控 EGR 等技术路线的轻卡产品陆续获得生产目录。原来的 N1 类轻卡由于发动机技术落后，如果采用高压共轨燃油喷射系统，则发动机成本大幅度上升，相应的整车售价大幅度上升，和 N2 类轻卡整车的售价已经相差无几，如果考虑燃油税政策的影响，没有人愿意购买 N1 类的轻卡产品。但是现行的情况是，电控 VE 泵、电控直列泵+电控 EGR 等技术路线同样可以实现排放标准的升级，但是发动机成本上升幅度大为降低，采用上述技术路线的整车产品售价仅仅上升大约 2000~3000 元，和 N2 类轻卡产品的价格依然有着巨大的差距。因此，N1 类轻卡产品不会被 N2 类取代，在国内依然有着广阔的市场。

由于满足国 III 排放标准的 N1 类轻卡产品相对于国 II 排放标准的 N1 类轻卡产品的售价上升没有以前想象的那样大，预计今年 5、6 经销商不会大规模囤积国 II 排放标准的 N1 类轻卡，不会像 08 年 5、6 月份那样经销商大规模囤积 N2 类轻卡，造成 N2 类轻卡产品在 5、6 月份的销量大幅度上升。

● 09 年不同下游行业细分市场的销量及销量增速预测

考虑到农村民生工程和农村基础设施投资加快、汽车下乡政策和农民工返乡就业等三大刺激因素，我们对不同轻卡类产品和低速货车类产品的销量进行了预测。

表 1 轻型卡车行业产品和低速货车产品销量增速预测

		2009 年销量增速预测	2010 年销量增速预测	2008 年销量	2009 年销量	2010 年销量
轻卡产品	高端轻卡	-10%	10%	80,000	72,000	79,200
	中端轻卡	-10%	10%	120,000	108,000	118,800
	低端轻卡	10%	5%	550,000	605,000	635,250
	皮卡	0%	10%	130,000	130,000	143,000
	自卸车	20%	10%	300,000	360,000	396,000
	合计	-	-	1,180,000	1,275,000	1,372,250
低速货车产品	普通平板低速货车	20%	10%	325,000	390,000	429,000
	自卸车	30%	20%	175,000	227,500	273,000
	合计	-	-	500,000	617,500	702,000

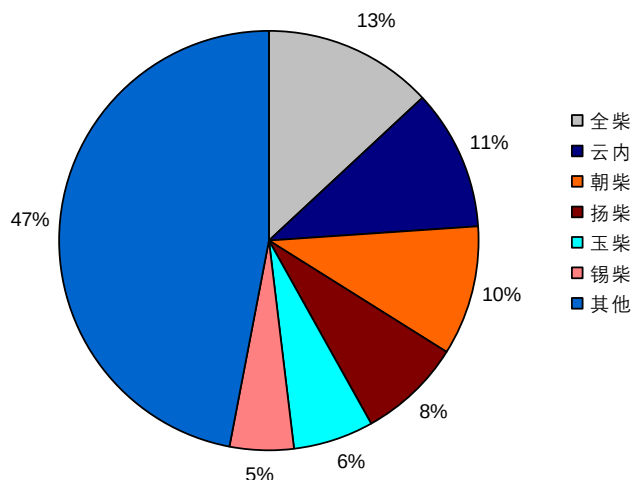
数据来源：东方证券研究所

2) 公司传统柴油机产品销量快速增长

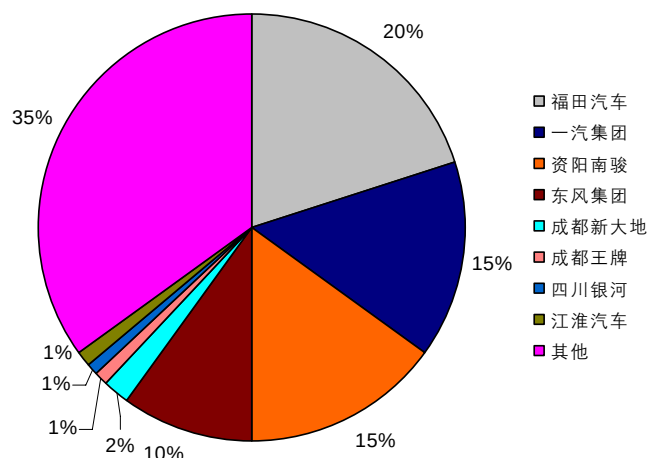
● 多缸小缸径柴油机市场的竞争状态

在多缸小缸径柴油机产品市场上，主要的制造商有云内动力、东风朝柴、全柴动力、扬州柴油机厂、无锡柴油机厂、广西玉林柴油机厂。其中，公司和玉柴是国内最大的柴油发动机独立供应商，但是玉柴的产品主要以 6 缸柴油机为主，4 缸柴油机市场是玉柴的新产品领域，并不是它的传统强项，产品并没有特别的竞争优势，目前该公司的 4 缸柴油机还没有实现盈利；东风朝柴以前的产品系列以 6 缸柴油机为主，近年来逐步过渡到以 4 缸柴油机为主，下游客户比较单一，主要是江淮汽车和东风集团下属企业；无锡柴油机厂主要为一汽集团下属企业配套；全柴动力以前的主打产品是单缸柴油机和两缸柴油机，近年来进入 4 缸柴油机产品领域，主要为福田汽车配套。

云内动力作为国内最大、历史最悠久的 4 缸柴油机独立供应商，技术积淀深厚，产品开发实力相对较强，产品的性能、质量具备竞争优势，同时，公司的客户非常分散，不高度依赖任何一家整车厂。目前在国内轻卡市场和低速货车市场上，除了江铃、庆铃、山东时风集团、其他轻卡和低速货车制造企业的产品都在搭载公司的 4 缸柴油机产品。产品竞争优势和分散的客户结构，赋予公司强于竞争对手的价格谈判能力，市场份额多年处于领先地位。目前公司在全国各地设有 600 个售后服务站，确保终端客户得到及时的产品售后服务。

图5 08年4缸柴油机市场上主要企业的市场份额


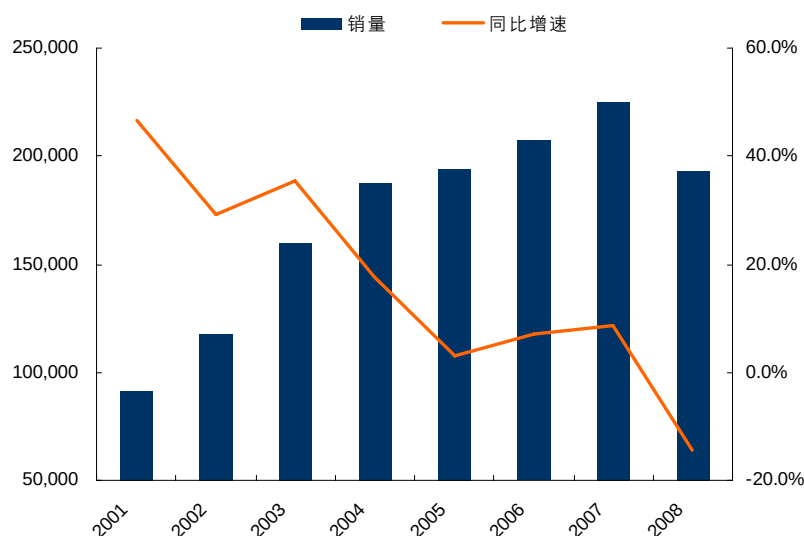
资料来源：中国内燃机工业年鉴 东方证券研究所

图6 云内动力的下游客户为公司贡献的销量占比


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

● 09年公司传统柴油机销量预测

09年的市场营销工作由新成立的营销公司负责。我们认为，这一管理举措将有利于调动营销系统的积极性，对营销工作形成正面激励，销售政策更加适应市场实际情况的变化，在下游市场需求蓬勃增长的条件下，有利于公司产品市场份额的提升，我们预计09年公司的市场份额有望提升大约1个百分点，达到12%的水平，销量同比增长17%左右。

图7 公司历史产品销量及增速变化趋势


数据来源：中国汽车工业协会产销快讯

表 2 公司传统柴油机销量预测

	09 年市场规模	10 年市场规模	09 年公司份额	10 年公司份额	09 年销量	10 年销量
轻卡发动机	1,275,000	1,372,250	11%	11%	140,250	150,948
低速货车发动机	617,500	702,000	14%	14%	86,450	98,280
合计	1,892,500	2,074,250	-	-	226,700	249,228

数据来源：东方证券研究所

3) 传统柴油机单台毛利水平有望和 08 年持平

09 年，公司直接采购的原材料，如焦炭、生铁、废钢的价格下降幅度较大；排放标准升级引起产品成本上升；下游整车厂一如既往的要求降价。综合考虑上述因素，预计公司的传统柴油机全年的销售均价同比上升 2.5%，产品成本同比上升 3%，单台发动机的毛利水平有望与 08 年持平。

4) 09 年期间费用继续上升

08 年，成都云内搬迁，由于工作地点的变化，导致部分员工解除劳动合同，公司支付经济赔偿金 3578 万，加上技术开发费用的增加，08 年管理费用同比增加 79.59%，09 年技术开发费用依然会稳定增长，但是经济赔偿金预计会大幅度收窄，所以 09 年总体的管理费用将小幅度下降；由于 09 年公司新成立营销公司，对公司的产品销售政策做出调整，推广轿车柴油机，预计 09 年的销售费用将大幅度增加；公司 07 年增发募集的资金将陆续投入轿车柴油机项目的产能建设，加上利率的下降，预计 09 年公司的利息收入将显著下降。总体上看，09 年公司的期间费用仍将继续增长。

2、乘用车柴油机业务开始进入市场导入阶段

1) 公司乘用车柴油机项目的市场前景

● 乘用车用柴油发动机的技术优势与不足

和汽油发动机相比，乘用车用柴油发动机有如下优点

- 柴油价格较为低廉。柴油提炼时间短，价格通常比汽油便宜。
- 柴油机节省燃油。柴油发动机比汽油发动机燃烧效率高，节油性能好。柴油燃烧时的能量获得率约为 40%到 45%，而汽油仅为 30%到 33%。这种差异直接导致了同等排量的柴油机比汽油机平均节油 20%~30%，最新技术的柴油机节油效果更好，可省燃油 30~40%。柴油乘用车的推广使欧洲每辆车的平均油耗从 1980 年的 10.2 升/百公里降低到了 2000 年的 8 升/百公里，而同期美国仅从 10.4 升/百公里降低到了 10 升/百公里。
- 二氧化碳排放减少。二氧化碳是全球气温上升的主要温室效应气体之一。1 升柴油虽然比 1 升汽油燃烧产生的二氧化碳略高，但柴油发动机比汽油发动机要节省 30%左右的燃油。按此计算，在整个使用寿命期间，柴油发动机比汽油发动机排放的二氧化碳还是要少 20%。
- 动力性强。柴油发动机具有高扭矩的特点，使其动力性和加速性要优于汽油发动机。
- 经久耐用。柴油发动机转速较低，气缸燃烧温度也相对较低，相关零部件不易老化，故障率要低于汽油发动机。

和乘用车用汽油发动机相比，乘用车用柴油发动机有如下缺点

- 柴油发动机的氮氧化物 NOx 排放强度高出同等排量的汽油机的 3~4 倍以上，颗粒物 (PM) 的排放强度是同等排量的汽油机的 100 倍以上。
- 柴油发动机的价格是相同排量的汽油发动机价格的 1.8 倍~2 倍。导致柴油乘用车价格显著高于相同排量的汽油乘用车，如果行驶里程不高，使用柴油乘用车将省油不省钱。

● 世界范围内柴油乘用车的使用情况

欧洲国家的环境保护标准，对二氧化碳排放量的限制非常严格，而对颗粒物和氮氧化物的排放量的限制则相对宽松；欧洲国家基本上都已经完成了工业化、城市化进程，农业、土建、运输等领域对柴油的消耗量相对平稳，柴油供应充足，柴油品质不断提升，许多国家都出台了鼓励柴油乘用车使用的政策。因此，欧洲的乘用车用柴油机技术发展最成熟，柴油乘用车的普及率非常高。2000 年，柴油乘用车销售量达到 440 万辆，比 1995 年翻了一倍。许多国家柴油乘用车的普及率超过了 40%。欧盟主要国家柴油乘用车的销售量已超过乘用车总销量的 44%，在西班牙、意大利、奥地利、比利时及卢森堡等国更是高达 50% 以上，而这一比例在 1991 年仅为 16%。德国生产的 1.4L~2.0L 排量的乘用车中，柴油乘用车的比例占 61%，而法国则高达 88%。2004 年欧盟新增车辆中，柴油车占新增乘用车(主要是轿车)比例近 50%。其中，法国柴油车占新增乘用车比例达 72%，意大利为 66%，德国为 43%，英国为 33%。2006 年，欧洲每 2 辆新车中将有 1 辆是柴油车。由于柴油动力车扭矩大、驾驶性能好，欧洲许多国家的豪华车主和飙车族也日益倾向于购买柴油车。目前，西欧柴油驱动豪华车的比例已高达 44%。

美国的环境保护标准与欧洲的环保标准有很大区别；美国非常重视对机动车的颗粒物和氮氧化物的排放的控制，而对二氧化碳的排放控制则相对不严格。因此，在过去相当长的时间里，美国并不鼓励柴油乘用车的使用。由于美国早已完成工业化、城市化的建设阶段，农业、土建、运输等行业对柴油的消耗量趋于平稳，柴油供应充足，柴油品质也不断提高。随着乘用车用柴油机技术的不断进步，美国政府对柴油乘用车的态度也开始转变，对使用柴油乘用车也开始采取鼓励的政策，在过去的 5 年里，柴油乘用车的销量增长了 56%，但是截止到目前，美国柴油乘用车的保有量依然偏低。

● 我国大力发展柴油乘用车的可行性

国内发展乘用车柴油机，需要考虑如下限制条件

- 国家产业政策
- 环境保护标准对机动车排放污染物控制的重点
- 柴油供应量
- 柴油品质
- 柴油乘用车的性能和质量
- 柴油乘用车的综合经济性

2007 年 12 月，国家发改委公布《产业结构调整指导目录(2007 年本)》(简称《新目录》)。2005 年版《征求意见稿》中作为鼓励类的“先进的乘用车用柴油发动机开发制造”一项内容，在《新目录》中被删除，但是国家发改委也并没有明令禁止乘用车柴油机的开发制造。也就是说，国家对乘用车柴油机的态度采取的是既不鼓励也不禁止的态度。因此，发展乘用车柴油机至少在国内没有法律障碍。

目前，我国的机动车排放污染物的控制标准和美国相似，对氮氧化物和颗粒物的控制标准比较严格，对二氧化碳的控制标准则相对宽松。因此，在国内发展乘用车柴油机要满足环保法规的要求。我们

认为，目前阶段的清洁柴油机技术可以满足环保法规的要求。

我们认为，目前我国并不具备大规模发展柴油乘用车的条件，主要障碍在于

- 柴油品质。如果柴油品质较差，柴油乘用车的舒适性、运行稳定性将受到显著影响，污染物排放强度也将超过法规的限制。欧洲目前柴油的含硫量普遍在 15PPM 以内，而国内柴油的含硫量平均高达 500PPM。
- 柴油供应量。在柴油乘用车普及率最高的西欧，柴汽比需求约为 2:1；而中国自 2005 年以来，柴汽比需求一直维持在 2.22:1 以上的高位，原因在于我国依然是农业大国，工业化、城市化进程远远没有结束，农业生产、渔业养殖、捕捞、客货运输、土建施工和应急发电等行业依然消耗着大量的柴油。目前，我国的柴油消耗量只有 20% 用于汽车，而 80% 的柴油消耗量用于发电，农机，工程机械，火车和轮船。柴油供应始终处于偏紧张的状态。因此，国家是不会鼓励乘用车大规模柴油化，来和关系国家稳定和社会系统正常运行的农业、运输以及住建部门争抢有限的柴油资源的。
- 和汽油发动机相比，尽管柴油发动机的动力性能和燃油经济性出色，但是柴油机乘用车的舒适性能却逊于使用汽油机的乘用车，尤其是怠速工况，柴油机乘用车的发动机震动非常明显。另外柴油车噪音大、污染高、档次低的形象在国内汽车消费者心目中的形象已经根深蒂固，要改变这种认识需要时间。
- 如果车辆的使用强度低，并且国家没有鼓励柴油车使用的优惠政策，则柴油车的综合经济性能并不好。柴油机发动机的价格是同等排量的汽油发动机的 1.8~2 倍，维修保养费用平均比汽油发动机高 10~15%，如果车辆的使用强度不高，并且没有优惠的使用政策，则柴油乘用车的综合经济性能并不高。在现有的使用环境下，私人消费者使用柴油乘用车并不经济。

● 公司的乘用车柴油机项目“钱途光明”

➢ 缺少竞争对手

由于国家对乘用车柴油机项目采取不鼓励的政策，许多以前对该项目跃跃欲试的企业取消了投资计划。目前在国内可以研发、制造乘用车用柴油机产品的企业有云内动力、江铃集团、玉柴集团、长城汽车和华泰汽车五家公司。其中，有能力并且计划对外供货的企业只有云内动力和玉柴集团两家。目前已经实现对外供货的只有云内动力一家。由于玉柴集团同样属于国内一流的独立柴油发动机供应商，技术底蕴深厚，研发、制造实力强大，预计将是未来云内动力在乘用车柴油机市场上的主要的竞争对手。目前，云内动力已经完成了多个乘用车车型的标定，已经占得市场先机。

➢ 市场规模有限，但是对于云内动力和玉柴集团而言已经足够大

尽管我国不具备大规模发展柴油乘用车的条件，但是并不等于我国完全不可以发展柴油乘用车。使用强度高的营运性质的乘用车，如果搭载柴油机，则综合经济性凸显；而且营运性质的乘用车对舒适性的要求并不高。08 年，我国政府机关和企事业单位采购的车辆大约占乘用车总销量的 15% 左右；更新、新增出租车大约 50 万辆，每年适合使用柴油乘用车的市场需求规模大约在 135 万辆左右。政府不鼓励柴油乘用车的政策已经为乘用车柴油机市场设置了一道藩篱，不会再有新的企业愿意进入这个市场了。因此，这样的潜在市场规模，对于云内和玉柴而言，已经足够大。

2) 公司乘用车柴油机的销量预测

目前国内共有 4 个车型完成了标定, 并实现了批量供货。目前还有 7 个车型正在进行三维搭载、或者正在进行标定、或者接近完成标定。

表 3 公司乘用车柴油机的整车标定进展以及发动机销量预测

整车企业	车型	标定状态	09 年销量	10 年销量
江淮汽车	瑞鹰 SUV	完成标定	11,000	15,000
东风柳汽	风行 MPV	完成标定	3,000	8,000
东南汽车	得利卡 MPV	完成标定	500	2,000
东南汽车	富利卡 MPV	完成标定	500	2,000
一汽集团	自由风 MPV	标定接近完成	500	1,000
华晨汽车	尊驰	标定接近完成	—	2,000
华晨汽车	骏捷	标定接近完成	—	2,000
海马汽车	海马 3	标定接近完成	—	1,000
华晨汽车	阁瑞斯 MPV	正在标定	—	—
福田汽车	迷迪跨界车	正在标定	—	—
上海汽车	荣威 550	三维搭载试验	—	—
合计	—	—	15,500	33,000

数据来源: 东方证券研究所

3) 公司乘用车柴油机的盈利水平

09 年乘用车柴油机在本部的第 3 车间生产, 不会有新增产能进入折旧。乘用车柴油机工厂固定资产投资约为 10 亿元人民币, 2010 年乘用车柴油机在新工厂投产, 预计当年有 2~3 亿元固定资产原值进入折旧。由于目前的乘用车柴油机产品的产销规模偏小, 零部件采购成本偏高, 产品的毛利水平偏低。预计 09 年乘用车柴油机项目对公司的盈利水平影响有限。

3、投资收益和非经常性损益或将增厚公司盈利水平

公司持股 21.19% 的深圳高特佳投资集团, 该公司的一些直投项目, 已经有 3~4 家向证监会报送 IPO 的申请材料。创业板的推出, 或将对该公司的盈利增长产生较大影响, 从而为云内动力贡献可观的投资收益; 按照可比土地价格, 出售成都云内老厂区搬迁闲置出来的土地可以为公司带来收益大约 5.6 亿元; 当地政府为支持公司的新产品发展而给予的补助有可能在 09 年得到持续。

四、风险因素

对于公司而言, 主要的风险因素有

- 1) 汽车下乡的政策没有有效拉动轻卡和低速货车的市场需求, 公司本部发动机产品销量没有增长
- 2) 来自整车厂要求传统柴油机降价的压力继续加大
- 3) 柴油乘用车产品的市场接受程度低, 公司的乘用车柴油机产品销量低位徘徊。

附表：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2218	2259	2620	3010	营业收入	1792	2587	3329	3669
现金	1206	948	966	1474	营业成本	1503	2149	2693	2865
应收账款	168	252	325	390	营业税金及附加	6	11	14	15
其它应收款	15	22	28	31	营业费用	82	123	158	174
预付账款	18	26	32	34	管理费用	152	145	186	205
存货	544	636	797	565	财务费用	-16	-8	8	13
其他	267	375	472	516	资产减值损失	3	5	5	6
非流动资产	1541	2109	2365	2488	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	52	52	52	52	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	506	680	840	968	营业利润	62	162	264	390
无形资产	142	172	213	243	营业外收入	79	25	20	0
其他	841	1205	1260	1225	营业外支出	1	3	4	5
资产总计	3760	4368	4985	5498	利润总额	140	184	280	385
流动负债	936	1345	1658	1799	所得税	30	28	42	58
短期借款	139	214	300	400	净利润	110	156	238	328
应付账款	517	747	936	994	少数股东损益	-25	-5	-8	-11
其他	281	384	422	404	归属母公司净利润	136	162	246	339
非流动负债	338	438	560	662	EBITDA	106	223	367	522
长期借款	290	390	510	610	EPS (元)	0.36	0.43	0.65	0.90
其他	48	48	50	52	主要财务比率				
负债合计	1274	1783	2218	2461	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	30	25	17	5	成长能力				
股本	378	378	378	378	营业收入	-8.2%	44.4%	28.7%	10.2%
资本公积	1568	1568	1568	1568	营业利润	-73.0%	159.5%	63.4%	47.7%
留存收益	509	614	804	1086	归属于母公司净利润	-32.7%	19.2%	52.5%	37.5%
归属母公司股东权益	2455	2560	2750	3032	获利能力				
负债和股东权益	3760	4368	4985	5498	毛利率	16.1%	16.9%	19.1%	21.9%
现金流量表					净利率	7.6%	6.2%	7.4%	9.2%
单位:百万元					ROE	5.5%	6.3%	9.0%	11.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	2.2%	4.1%	6.4%	8.4%
经营活动现金流	126	234	221	615	偿债能力				
净利润	110	156	238	328	资产负债率	33.9%	40.8%	44.5%	44.8%
折旧摊销	60	69	94	119	净负债比率	34.26%	34.40%	37.01%	41.53%
财务费用	-16	-8	8	13	流动比率	2.37	1.68	1.58	1.67
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.78	1.20	1.09	1.36
营运资金变动	-76	-1	-138	146	营运能力				
其它	48	17	18	9	总资产周转率	0.48	0.64	0.71	0.70
投资活动现金流	-385	-621	-345	-239	应收账款周转率	9	11	10	9
资本支出	393	600	300	200	应付账款周转率	2.79	3.40	3.20	2.97
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	8	-21	-45	-39	每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.43	0.65	0.90
筹资活动现金流	-105	128	142	131	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.33	0.62	0.58	1.62
短期借款	-75	75	87	100	每股净资产 (最新摊薄)	6.49	6.77	7.27	8.02
长期借款	90	100	120	100	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	24.33	20.41	13.38	9.73
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	1.34	1.29	1.20	1.09
其他	-120	-47	-64	-69	EV/EBITDA	24	11	7	5
现金净增加额	-364	-259	19	507					

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn