

云内动力（000903）：营业外收入大幅增加导致业绩超预期

中性（维持）

机械行业/内燃机

当前股价：13.16 元

报告日期：2010 年 3 月 5 日

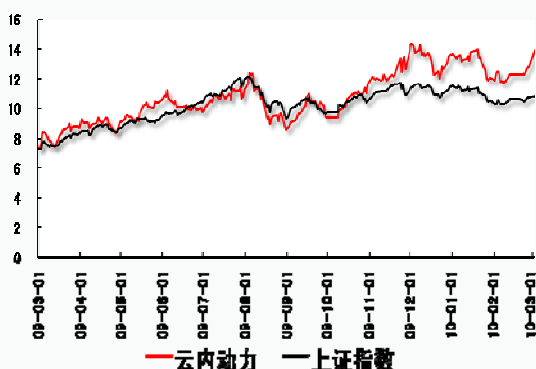
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2491	3226	4167	5377
YOY(%)	39%	29%	29%	29%
营业利润	47	138	208	244
YOY(%)	-24%	192%	51%	17%
归属于母公司的				
净利润	170	132	189	218
YOY(%)	25%	-22%	43%	16%
每股收益（元）	0.45	0.35	0.50	0.58
市盈率（倍）	29	37	26	22

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	37,820/23,645
流通市值（亿元）	31.12
每股净资产（元）	6.79
资产负债率（%）	39.30%

股价表现（最近一年）



联系人：天相机械组

021-58824282-836 wangsw@txsec.com

服务热线 010-66045555

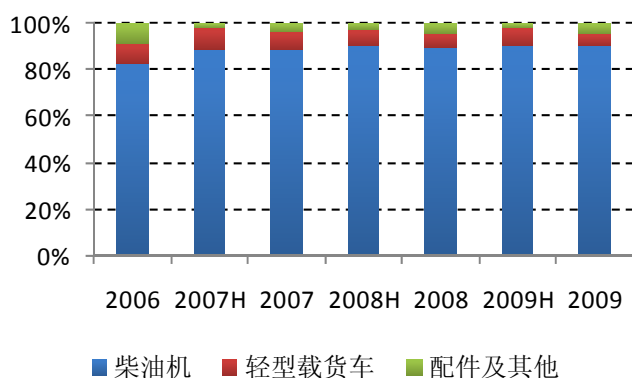
服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年年报显示，1-12 月份公司实现营业收入 24.91 亿元，同比增长 39%；实现利润总额为 2.07 亿元，同比增长 47.12%；营业利润 4,725 万元，同比下降 24.2%；归属母公司所有者的净利润为 1.69 亿元，同比增长 25.36%；基本每股收益 0.45 元。其中，第四季度实现营业收入 5.78 亿元，同比增长 59%；实现归属于母公司净利润 7649 万元同比增长 77%。2009 年度分配预案：每 10 股派发现金股利 2.50 元（含税）。**2009 年业绩超预期。**
- **受益于政策刺激，主营业务收入大幅增长。**公司生产的柴油机主要是多缸小缸径柴油机，是轻卡、农用车的配套。2009 年，随着燃油税的实施、车辆购置税的下调、国家汽车产业调整振兴规划的出台、“汽车下乡”政策的逐步落实，对汽车产业的拉动作用日益凸显，商用车市场逐步企稳回升，公司商用车柴油机产品销售大幅提升，柴油机产量达到 30 万台，销售 26 万台。产销量增速超过行业平均水平，柴油机营业收入全年达到 22.23 亿元，同比增长 40%，柴油机配件及其他实现营业收入 1.09 亿元，同比上升 52%。
- **综合毛利率下降近 2 个百分点。**综合毛利率由 2009 年的 16.13% 下降到 14.06%，主要是因为柴油机产品竞争激烈，容易受到下游整车厂压低价格，产品价格下降的幅度大于产品成本下降的幅度。柴油机产品毛利率由 16.47% 下降到 13.79%，同比下降 2.68 个百分点。配件产品毛利率同比上升近 6.5 个百分点。
- **营业外收入大幅增长来自于老厂区搬迁款项。**公司 2009 年实现净利润同比增长 25.36%，其中，公司营业外收入 1.38 亿元，同比增长 174%，主要原因是公司控股子公司成都云内动力有限公司东调搬迁，其老厂区土地使用权交政府收回取得款项所致。扣除非经常性损益后的归属母公司净利润只有 5156 万元，基本每股收益 0.14 元。
- **“轿车柴油机产能建设项目”是公司未来业绩最大亮点。**公司是国内最早开发轿车柴油机的厂家，填补了国内乘用车柴油机的空白，主要适用车型包括轿车、SUV、MPV、RVU 等乘用车。相对于汽油机而言，轿车用柴油机具有节能减排效果。受轿车用柴油机推广缓慢的影响，2010 年该项目产销量仍处于 1.5 万台到 2 万台的盈亏平衡点水平，短期难以贡献盈利。但随着油价的持续上升及相关技术水平的

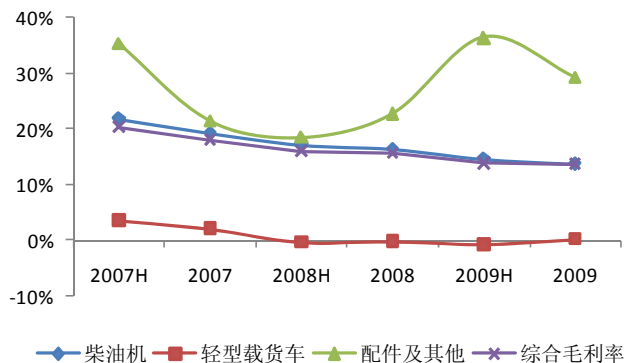
提升，我们看好该项目未来的市场发展前景。

- **盈利预测及评级：**我们认为“轿车柴油机产能建设项目”短期内难以贡献业绩，但随着国家对“汽车下乡”政策的持续贯彻实施，公司传统柴油机产品仍能保持较高增速，我们预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.35 元、0.50 元、0.58 元，按照昨日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 37 倍、26 倍、22 倍。我们认为公司 2010 年 35 倍的动态 PE 相对合理，目前股价反映了公司的内在价值，暂时维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示：**1) 行业竞争加剧的风险；2) 轿车用柴油机产品的市场推广具有的不确定性风险；3) 汽车行业政策变化的风险。

图表 1 公司主营收入构成情况



图表 2 公司分产品毛利率



资料来源：公司年报，天相投顾

图表：云内动力盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	195,191	179,188	249,106	322,576	416,684	537,727
营业收入增长（%）	9.90%	-8.20%	39.02%	29.49%	29.17%	29.05%
毛利率（%）	18.84%	16.13%	14.06%	14.13%	14.15%	14.19%
二、营业总成本	179,515	172,954	244,381	308,784	395,848	513,289
营业成本	158,424	150,276	214,087	277,010	357,722	461,398
营业税金及附加	929	560	945	968	1,250	1,613
资产减值损失	945	348	1,339	645	625	807
期间费用	19,216	21,770	28,010	30,161	36,252	49,471
其中：销售费用	8,926	8,161	12,351	11,290	14,584	18,820
管理费用	8,457	15,187	15,955	17,742	20,834	29,575
财务费用	1,834	-1,578	-295	1,129	833	1,075
期间费用率（%）	9.84%	12.15%	11.24%	9.35%	8.70%	9.20%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	7,394	0	0	0	0	0
三、营业利润	23,070	6,234	4,725	13,792	20,836	24,438
营业利润增长（%）	42.12%	-72.98%	-24.20%	191.90%	51.07%	17.29%
营业利润率（%）	11.82%	3.48%	1.90%	4.28%	5.00%	4.54%
加：营业外收入	143	7,919	21,705	2,463	2,463	2,463
减：营业外支出	47	104	5,763	130	130	130
四、利润总额	23,166	14,048	20,667	16,125	23,169	26,771
利润总额增长（%）	42.31%	-39.36%	47.12%	-21.98%	43.68%	15.55%
减：所得税	3,690	3,033	2,622	2,419	3,475	4,016
实际所得税率（%）	15.93%	21.59%	12.69%	15.00%	15.00%	15.00%
五、净利润	19,476	11,015	18,045	13,706	19,694	22,756
净利润增长（%）	41.57%	-43.44%	63.82%	-24.04%	43.68%	15.55%
其中：归属母公司所有者净利润	20,156	13,557	16,994	13,227	18,906	21,845
母公司净利润增长（%）	44.93%	-32.74%	25.36%	-22.17%	42.94%	15.55%
少数股东损益	-680	-2,542	1,051	480	788	910
摊薄每股收益	0.53	0.36	0.45	0.35	0.50	0.58

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100