

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
范玉琢
fangyz@cmschina.com.cn
0755-83734407

2010年3月26日

云内动力(000903.SZ)/13.48元

轿柴发动机先行者，低碳经济创造者与受益者

工业·汽车

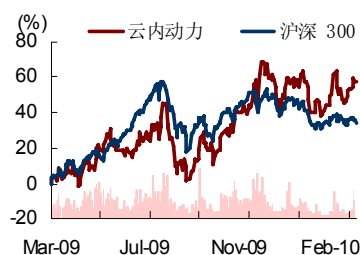
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3019
总股本(万股)	37820
已上市流通股(万股)	23645
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	6.8
ROE(TTM)	2.0
资产负债率	39.3%
主要股东	云南内燃机厂
主要股东持股比例	38.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	33	52
相对表现	9	27	18



相关报告

1、《云内动力-轿柴代表柴油机发展方向》2007/12/25。

通过参加公司股东大会，我们对公司经营状况进行了实地调研。公司传统多缸小缸径发动机业务状况良好；在低碳经济建设发展趋势下，轿车柴油发动机将成为未来公司主要看点。我们维持“审慎推荐-A”投资评级，建议短期重点关注。

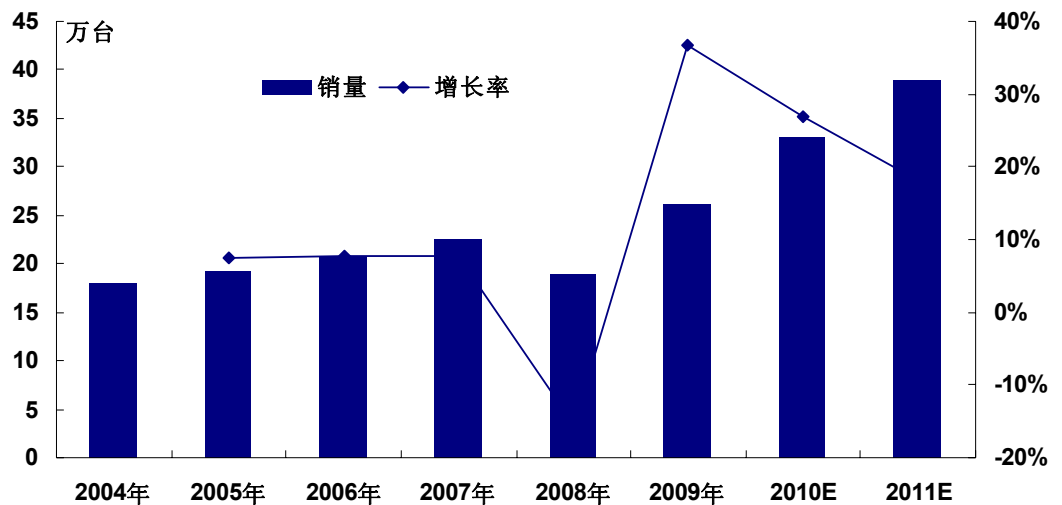
- **轿车柴油发动机理应获得一定市场份额。**在汽车产业低碳经济建设方面，对于乘用车而言，混合动力及电动车的发展是大方向，但考虑到柴油较高的压缩比（节约使用成本）、良好的动力性能及较少温室气体排放，我们认为应该提高国内柴油燃油品质，柴油轿车理应获得一定市场份额，同时我们也将重点关注国家产业政策对这方面的支持力度。
- **云内轿柴起步较早。**云内通过与 FEV 合作，成为国内最早从事轿车柴油发动机研究生产企业之一；2009 年总销量 3000 辆水平，主要配套客户为江淮、东风等 MPV、SUV。目前云内轿柴发动机业务放入全资子公司雷默动力系统公司运作，已开始为多家轿车企业标定，包括上海汽车、海马股份自主品牌等多款车型在内，预计 2010 年轿柴销量超过 1 万台，2011 年开始盈利。
- **小缸径多缸柴油发动机行业地位稳固。**07、08、09 年公司小缸径多缸柴油发动机，分别销售了 22.5、19、26 万台。2009 年公司发动机销量增长 37%，高于行业 7 个百分点，市场份额进一步提高。2009 年成都云内因为搬迁、产量较少，2010 年应有较好转变；预计云内动力 2010 年总销量 33 万台。
- **预估每股收益 2010 年 0.59 元、2011 年 0.5 元。**成都云内 2010 年应可收回土地转让余款 2.2 亿元。同时，公司 2009 年年底存货高达 7 亿元，在原材料价格上涨的 2010 年，能有一定的成本优势。
- **建议以低碳的眼光看待公司未来的成长性，维持“审慎推荐-A”投资评级，并重点关注政策导向。**我们认为公司是低碳经济的受益者与创造者之一，理应享受一定的市场溢价，目前对应的 PB 估值水平不到两倍，具有较好的安全边际。同时，我们认为在低碳经济建设大背景下，国家产业政策对轿柴的支持是大概率事件，一旦政策推出，将对公司产生实质性利好。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1792	2491	3060	3575	4247
同比增长	-8%	39%	23%	17%	19%
营业利润(百万元)	62	47	92	125	177
同比增长	-73%	-24%	95%	35%	42%
净利润(百万元)	136	170	222	190	234
同比增长	-33%	25%	31%	-15%	23%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.59	0.50	0.62
PE	37.6	30.0	23.0	26.9	21.8
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：招商证券

图 1: 云内动力柴油发动机销量统计与增长状况



资料来源: 招商证券

几点说明:

1、毛利率我们判断 2010 年应有回升。

2009 年云内动力加大营销力度, 取得了不错的销量增长。全年销量增长 37%, 比行业平均水平高 7 个百分点。由于其产品同质化程度较高, 竞争激烈, 导致了毛利率的下滑。2008 年公司柴油发动机毛利率为 16.5%, 2009 年下降至 13.8%, 特别是在 2009 年四季度, 公司毛利率骤降至 12.5% (主要原因为会计处理的变化), 与公司 2009 年的销售策略有关。我们预计这种情况 2010 年将会有所改善, 同时成都云内也开始正常生产, 毛利率具有一定上升的空间。

2、关于成都云内。

2009 年搬迁产生了 1.05 亿元亏损, 除土地 6000 万元左右帐面损失外, 搬迁损失约为 5000 万元。2009 年成都云内在搬迁中也损失了产量, 2009 年仅仅生产大约 4 万辆的水平, 预计 2010 年生产将达到 8-9 万辆水平, 预计可以实现盈利。关于搬迁土地补偿费用, 总金额不超 3.9 亿元, 其中 2009 年收到 1.7 亿元, 计入当年营业外收入, 2010 年 2 月份收到 0.72 亿元, 如不出意外, 余额 1.48 亿元应在 2010 年收回。

3、达州云内, 应该处置的资产。

达州云内主要生产轻卡以及农用车为主, 与高特佳公司共同收购, 目前产量较小, 近年来一直处于亏损状况, 2008 年亏损 1585 万元, 2009 年亏损 1612 万元。对于达州云内来说, 其生产轻卡以及农用车已无任何规模与竞争优势, 我们认为公司应该在合时的时候将该资产处置。

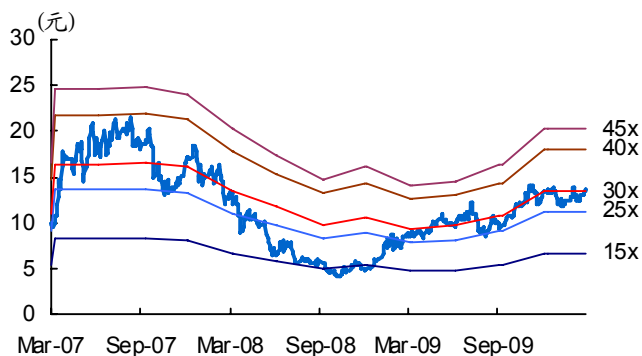
4、应以低碳的眼光看待云内动力的未来

云内动力是低碳经济的制造者与受益者, 是国内最早从事轿车柴油发动机研究生产的企业之一。国内柴油品质一旦获得提高, 轿车柴油发动机的市场空间巨大。而且我们认为产业政策的支持是大概率事件, 建议重点关注。

风险提示:

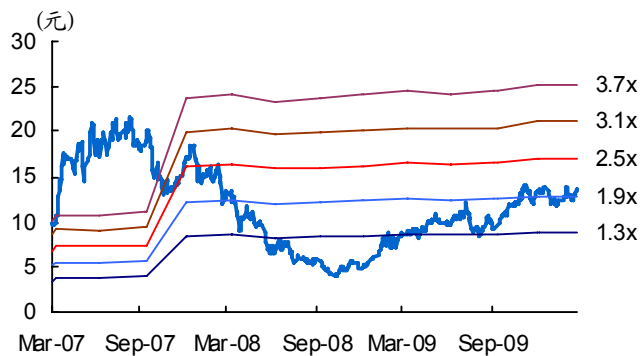
- 1、国内对轿车柴油发动机产业政策迟迟难以推出;
- 2、包括铝及铸铁等原材料价格大幅度上涨,将会导致公司成本的大幅度增加,但公司2009年7亿元的库存应该能对冲部分风险;
- 3、经济如不景气,将导致行业竞争更加加剧,从而影响预计盈利的实现。

图 2: 云内动力历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 云内动力历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《云内动力（000903）- 轿柴代表柴油机发展发方向》2007/12/25。指出轿车柴油发动机才是云内未来发展的重中之重,并指出在当时情况下,公司应以高端轻卡作为产品突破口。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2218	2516	2743	3071	3482
现金	1206	1226	1217	1294	1381
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	232	234	275	322	382
应收款项	168	180	213	249	296
其它应收款	15	90	30	35	41
存货	544	751	904	1051	1238
其他	53	35	104	122	144
非流动资产	1541	1784	1763	1751	1740
长期股权投资	52	52	52	52	52
固定资产	506	687	706	725	742
无形资产	142	344	310	279	251
其他	841	701	696	695	695
资产总计	3760	4301	4506	4822	5222
流动负债	936	1349	1418	1633	1908
短期借款	139	140	0	0	0
应付账款	517	842	1018	1183	1393
预收账款	23	39	47	55	64
其他	257	328	353	396	451
长期负债	338	343	340	340	340
长期借款	290	290	290	290	290
其他	48	53	50	50	50
负债合计	1274	1692	1758	1973	2248
股本	378	378	378	378	378
资本公积金	1568	1567	1567	1567	1567
留存收益	509	623	756	851	968
少数股东权益	30	40	47	53	60
母公司所有者权益	2455	2568	2701	2796	2913
负债及权益合计	3760	4301	4506	4822	5222

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	126	339	323	268	299
净利润			222	190	234
折旧摊销			113	112	111
财务费用			(4)	(4)	(5)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(25)	(43)	(57)
其它			15	13	16
投资活动现金流	(385)	(233)	(96)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			4	0	0
筹资活动现金流	(105)	(86)	(237)	(91)	(112)
借款变动			(148)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(89)	(95)	(117)
其他			0	4	5
现金净增加额	(364)	20	(10)	77	87

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1792	2491	3060	3575	4247
营业成本	1503	2141	2610	3032	3573
营业税金及附加	6	9	12	14	17
营业费用	82	123	153	179	212
管理费用	152	160	196	229	272
财务费用	(16)	(3)	(4)	(4)	(5)
资产减值损失	3	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	62	47	92	125	177
营业外收入	79	217	220	100	100
营业外支出	1	58	50	0	0
利润总额	140	207	262	225	277
所得税	30	26	33	29	36
净利润	110	180	229	195	241
少数股东损益	(25)	11	7	6	7
母公司所有者净利润	136	170	222	190	234
EPS (元)	0.36	0.45	0.59	0.50	0.62

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-8%	39%	23%	17%	19%
营业利润	-73%	-24%	95%	35%	42%
净利润	-33%	25%	31%	-15%	23%
获利能力					
毛利率	16.1%	14.1%	14.7%	15.2%	15.9%
净利率	7.6%	6.8%	7.3%	5.3%	5.5%
ROE	5.5%	6.6%	8.2%	6.8%	8.0%
ROIC	1.2%	1.3%	2.5%	3.3%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	39.3%	39.0%	40.9%	43.1%
净负债比率	11.6%	10.2%	6.4%	6.0%	5.6%
流动比率	2.4	1.9	1.9	1.9	1.8
速动比率	1.8	1.3	1.3	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.6	3.8	3.7	3.7	3.7
应收帐款周转率	9.6	14.3	15.6	15.5	15.6
应付帐款周转率	2.8	3.2	2.8	2.8	2.8
每股资料(元)					
每股收益	0.36	0.45	0.59	0.50	0.62
每股经营现金	0.33	0.90	0.85	0.71	0.79
每股净资产	6.49	6.79	7.14	7.39	7.70
每股股利	0.00	0.00	0.23	0.25	0.31
估值比率					
PE	37.6	30.0	23.0	26.9	21.8
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	26.2	27.5	13.0	11.3	9.3

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。