

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621) 68751760 hnzhangle@139.com

传统小柴销量下滑, 盈利能力保持稳定

事件描述

云内动力 10 月 21 日公布 2010 年 3 季度报表, 公司前 3 季度实现营业收入 16.7 亿元, 同比下滑 12.9%; 归属母公司所有者的净利润 7042 万元, 同比下滑 24.7%。每股收益 0.19 元, 每股净资产为 6.73 元。

事件评论

第一, 传统小柴业务有下滑, 战术调整需要战略配合。

根据汽车产销快讯统计, 报告期内公司共销售柴油机 17.8 万台, 去年同期销售 20.5 万台, 同比下降 13.2%, 与半年报时的情况基本相同。主要仍是因为工程车市场需求下滑导致的。尽管国内轻卡市场前 3 季度同比累计增长约 30%, 但公司主要客户还是工程车市场, 约占总体市场的 70%, 主要是福田汽车的南、北方工程车、南骏, 这些公司销量下滑导致公司的配套量相应下滑。

我们 9 月份曾经草根调研了山东的工程车市场, 这一块市场具有中国特色, 从产品上看属于低端的自卸车, 按轻中重卡来看, 轻中重型车都有, 但目前按照汽车产销快讯大多统计在轻卡之类, 难以具体区分。2009 年工程车销量上升较快, 主要是因为农民工返乡投资和 4 万亿投资拉动的, 对于今年的需求有透支。今年以来工程车的销量有一定的下滑, 大约下滑 10%, 我们判断工程车市场今后总量将趋于稳定, 但也不至于大幅下滑, 因为这一块市场主要是低端市场, 吨位较小, 价格也较便宜, 由于农村的购买力不强但需求也长期存在。

公司在半年报中曾指出, 公司将加快技术创新以及新产品开发进度, 增加产品技术含量, 延伸公司产品线, 切实加强公司产品覆盖面及抗风险能力。我们认为, 这些举措是战术层面的, 难以根本性扭转公司产品线较短、抗风险能力较差的问题, 是否起作用还是与公司整车厂的战略关系密切相关。

第二, 公司主营业务盈利能力保持稳定。

公司 3 季度单季盈利能力与去年同期基本保持稳定, 今年 3 季度单季销售净利率为 4.5%, 去年同期为 4.3%。毛利率受益于公司内部整合效果有所提升, 3 季度单季毛利为 15.6%, 去年同期为 15.1%, 3 季度单季的销售费用率+管理费用率为 8.6%, 去年同期为 9.3%, 这说明公司提升了成本控制能力。财务费用率 3 季度单季从 0.1% 提高到 1%, 主要是因为报告期内贴现利息增加及子公司贷款利息增加。

第三, 乘用车柴油机项目当前的销售规模没有反映公司的长期发展潜力

公司今年轿柴销售规模大致在 6000-10000 台, 主要配套在江淮瑞鹰 SUV 和东风风行轻客上, 其中东风风行是当前最主要的市场。我们认为, 公司现有轿柴的销售规模完全没有反映公司未来的潜力, 这部分市场的消费者接受有一个过

程，此外，这部分市场未来也存在整车厂以内部发动机进行替代的风险，因此当前的销售规模对于公司轿柴项目未来的前景参考价值不大。

考虑到市场环境，我们判断公司 0.9L 柴油机适配的柴油微客市场是公司轿柴产品未来的主要配套市场，而配套如何上量取决与公司与上汽和长安汽车的合作方式。目前主要微客整车厂如上汽和长安都还没有柴油发动机资源，公司在同行业有着先发优势，在发动机零部件的国产化和整车标定及供应商选择方面有着将近十年的经验，上汽和长安要自建产能所需要的时间成本较大，为了加快产品开发进度，提高产品开发的成功率，上汽和长安采购公司发动机的可能性较大。从发动机行业的运营规律来看，产品、商务层面的合作其实并不稳定，处理好与整车厂的合作方式，解决长期发展的模式问题，这对公司是重中之重。

第四，维持“推荐”评级

我们预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 0.57 元，0.58 元，当前股价 12.52 元，对应 PE 分别为 22.2 倍和 21.6 倍。基于我们对于公司在柴油微客市场配套前景的看好，维持“推荐”投资评级。投资风险主要在于 1、成都云内搬迁补贴到位不及时；2、轻卡行业景气度下滑；3、轿柴项目市场开拓不利；4、轻卡市场结构发生巨大变化，而公司无相应产品可销售。

表 1: 主要财务指标透视

	10 年 3Q	10 年 2Q	10 年 1Q	09 年 4Q	09 年 3Q	09 年 2Q	09 年 1Q
报表类型: 合并报表(单季度)							
单季度, 每股收益(元)	0.07	0.0493	0.0722	0.2022	0.08	0.0702	0.097
一、营业总收入(百万元)	485.69	562.86	617.93	578.15	568.79	703.58	640.18
二、营业总成本(百万元)	458.92	539.85	586.74	609.84	538.14	675.07	620.48
营业成本(百万元)	410.13	466.46	510.28	506.15	482.95	600.82	550.69
营业税金及附加(百万元)	2.03	2.79	0.27	1.17	1.96	3.08	3.24
销售费用(百万元)	15.09	19.49	25.00	54.88	21.58	25.62	21.41
管理费用(百万元)	26.74	50.44	49.24	37.37	31.02	47.24	43.89
财务费用(百万元)	4.95	0.67	1.96	-2.81	0.32	-1.69	1.24
资产减值损失(百万元)				13.08	0.31		
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益(百万元)							
投资净收益(百万元)				2.32	-2.26		
其中: 对联营企业和合营企业的							
投资收益(百万元)							
四、营业利润(百万元)	26.76	23.02	31.19	-29.36	28.39	28.51	19.71
加: 营业外收入(百万元)	1.94	0.15	0.09	192.26	4.15	0.43	20.21
减: 营业外支出(百万元)	0.03	0.30	0.01	56.69	0.27	0.05	0.62
五、利润总额(百万元)	28.68	22.87	31.28	106.21	32.28	28.89	39.30
减: 所得税(百万元)	6.89	7.11	7.65	2.94	7.72	6.28	9.28
六、净利润(百万元)	21.79	15.76	23.62	103.27	24.56	22.60	30.02
减: 少数股东损益(百万元)	-2.65	-2.90	-3.70	26.79	-5.69	-3.93	-6.66
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	24.45	18.65	27.32	76.49	30.25	26.54	36.67
主要比率							
销售毛利率	15.6%	17.1%	17.4%	12.5%	15.1%	14.6%	14.0%
销售净利率	4.5%	2.8%	3.8%	17.9%	4.3%	3.2%	4.7%
销售费用率	3.1%	3.5%	4.0%	9.5%	3.8%	3.6%	3.3%
管理费用率	5.5%	9.0%	8.0%	6.5%	5.5%	6.7%	6.9%
财务费用率	1.0%	0.1%	0.3%	-0.5%	0.1%	-0.2%	0.2%
净资产收益率 ROE	0.80%	0.80%	1.06%	3.02%	1.22%	1.07%	1.48%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2491	2510	3274	4437	货币资金	1226	6573	9113	12137
营业成本	2141	2093	2722	3672	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	350	418	552	765	应收账款	270	272	354	480
% 营业收入	14.1%	16.6%	16.9%	17.2%	存货	751	734	955	1289
营业税金及附加	9	10	12	17	预付账款	25	24	31	42
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	10	10	13	16
销售费用	123	126	157	200	流动资产合计	2516	7850	10774	14382
% 营业收入	5.0%	5.0%	4.8%	4.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	160	151	190	248	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.4%	6.0%	5.8%	5.6%	长期股权投资	52	52	52	52
财务费用	-3	34	20	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	1.4%	0.6%	0.2%	固定资产合计	1355	1550	1654	1601
资产减值损失	13	0	10	15	无形资产	344	327	311	295
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	9	0	2	3
营业利润	47	97	162	274	其他非流动资产	24	48	72	95
% 营业收入	1.9%	3.9%	5.0%	6.2%	资产总计	4301	9826	12864	16428
营业外收支	159	170	130	20	短期贷款	148	0	0	0
利润总额	207	267	292	294	应付款项	1066	1042	1356	1829
% 营业收入	8.3%	10.6%	8.9%	6.6%	预收账款	39	39	51	69
所得税费用	26	40	58	59	应付职工薪酬	5	5	7	9
净利润	180	227	234	235	应交税费	6	9	13	14
归属于母公司所有者的净利润	169.9	213.6	218.9	220.4	其他流动负债	84	82	106	142
少数股东损益	11	14	15	15	流动负债合计	1349	1178	1533	2064
EPS (元/股)	0.45	0.56	0.58	0.58	长期借款	290	290	290	290
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	339	538	596	636	其他非流动负债	53	107	160	214
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1692	1574	1983	2567
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	2568	2750	2936	3123
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-226	-425	-433	-344	股东权益	40	54	69	84
其他	-7	0	0	0	负债及股东权益	2608	2804	3005	3207
投资活动现金流净额	-233	-425	-433	-344	基本指标	4301	4378	4987	5774
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.449	0.565	0.579	0.583
股权融资	0	0	0	0	BVPS	6.79	7.27	7.76	8.26
银行贷款增加 (减少)	2	-223	0	0	PE	27.86	22.16	21.63	21.48
筹资成本	87	-66	-53	-43	PEG	3.08	2.45	2.39	2.37
其他	-175	0	0	0	PB	1.84	1.72	1.61	1.52
筹资活动现金流净额	-86	-290	-53	-43	ROE	6.6%	7.8%	7.5%	7.1%
现金净流量	20	-176	110	248					

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。