

云内动力 000903.SZ

公司即将开始全新的发展阶段

事件：近日，公司发布公告，中国长安将以国有资产无偿划拨的形式收购云南内燃机厂 100% 的股权，从而实现对云内动力（000903）的间接控制。中国长安向云南省国资委承诺：1）、中国长安将以云内动力为平台，五年内投资 10 亿元建成柴油发动机动力总成国家级企业技术中心，研发高效节能环保柴油发动机，形成中国长安柴油发动机研发、生产、出口基地；2）、中国长安根据市场需求，在中国汽车市场正常发展的前提下，投资 50 亿元以上开发产品并提升产能，将云南内燃机厂柴油机产能由现在的 60 万台/年提升至 120 万台/年，预计实现年销售收入 120 亿元以上。

研究结论

- **融入中国长安的产品价值链体系有利于公司的跨越式发展。**发动机作为汽车产品最重要的部件，对整车性能和产品成本有着非常重要的影响。产销量达到一定规模的整车厂商都希望自己制造发动机。因此，世界范围内，很少有独立的汽车发动机制造商可以将产销规模做得非常大。对于云内动力而言，以前的实际控制人云南省国资委，对云内动力的发展起不到什么帮助作用。中国长安成为云内动力的实际控制人后，将给云内动力带来整车平台，为云内动力的业务增长提供有力的保障。在中国长安的总体产品规划的框架下，云内动力的传统柴油内燃机和轿车柴油机将比没有并入中国长安之前更加迅速的进入中国长安相关整车的配套体系，有利于云内动力的跨越式发展。
- **被中国长安收购后有利于公司轿车柴油机的客户群的最大化。**公司目前的 0.93L 轿车柴油发动机是公司和上汽联合开发的产品，进入上汽通用五菱的交叉性乘用车的配套体系是顺理成章的事情。公司被中国长安实际控制后，长安汽车、昌河汽车和哈飞汽车的交叉性乘用车产品采用公司的 0.93L 发动机的进程将被大大加快，有利于公司轿车柴油机产品客户群的扩大，从而快速提升公司轿车柴油机的销售规模。
- **未来公司存在获得资产注入的可能。**本次收购，中国长安承诺，投资 50 亿元人民币，将公司的控股股东云南柴油机厂的产能扩充到和云内动力相同的规模，在产能上相当于再造一个云内动力。我们认为，公司的控股股东和公司的产品线高度相似，未来控股股东通过资产注入的形式将自身的业务注入上市公司从而回避同业竞争的可能性非常大。
- **投资评级与目标价。**预计公司 2010—2012 年可实现每股收益分别为 0.48 元、0.50 元、1.10 元。剔除搬迁及土地变现的影响，2010—2012 年公司归属于母公司股东的净利润年复合增长率为 70.0%。公司作为国内乘用车柴油机产品的领先者，并入中国长安的产品价值链体系后，将进入跨越式发展阶段，未来成长性良好。给予公司 0.7 倍 PEG，对应 2011 年合理价值为 24.5 元，维持买入评级。
- **风险提示。**1) 公司 0.93L 轿车柴油机量产时间低于预期；2) 中国长安的整车和公司的发动机的整合进度低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



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

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

8621-63325888 x 6129

Wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 1 月 6 日） 17.60 元

目标价格 24.50 元

总股本/A 股（万股） 37820/ 37820

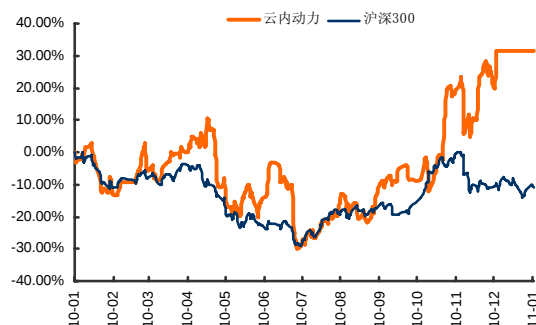
A 股市值（亿元） 66.56

国家/地区 中国

行业 汽车与零部件

报告发布日期 2011 年 1 月 7 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.36	64.07	31.71
相对表现 (%)	8.38	54.98	42.53

资料来源：Wind

财务预测

（百万元人民币）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,491	2,279	3,195	5,450
税前利润	26.22	29.31	34.02	77.36
归属母公司净利润	170	182	189	414
EBITDA	125	243	346	629
每股收益（元）	0.45	0.48	0.50	1.10
净资产收益率	6.77%	6.96%	6.98%	14.24%
市盈率(X)	39.17	36.62	35.30	16.07
市净率(X)	2.01	1.94	1.87	1.68

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表 财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,491	2,279	3,195	5,450	经营活动现金流	339	556	77	447
营业成本	2,141	1,883	2,598	4,319	税后利润	170	182	189	414
主营业务税金及附加	9	7	13	22	经常性非现金支出	109	106	125	141
销售费用	123	86	136	232	非经常性现金支出	-128	0	0	0
管理费用	160	171	227	381	营运资金变动	178	244	-227	-100
财务费用	(3)	5	8	7	少数股东损益	11	25	-10	-8
资产减值损失	13	3	6	10	投资活动现金流	-234	-336	-147	-145
投资收益	0	0	0	0	资本开支	-226	-332	-144	-142
营业利润	47	123	209	480	投资与投资收益	-7	-4	-3	-3
非经常性损益	159	113	4	4	筹资活动现金流	-86	-300	-152	-81
税前利润	207	236	213	484	贷款增加	2	-200	-50	20
所得税	26	29	34	77	支付股利利息	-87	-100	-102	-101
净利润	180	207	179	406	其他融资	0	0	0	0
少数股东损益	11	25	-10	-8	现金净流量	20	-80	-223	221
归属母公司净利润	170	182	189	414	现金期初余额	1,206	1,226	1,147	924
EPS (元/股)	0.45	0.48	0.50	1.10	现金期末余额	1,226	1,147	924	1,145

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	2,516	1,965	2,336	3,545	增长能力				
货币资金	1,226	1,147	924	1,145	营收增长率(%)	39.00%	-8.50%	40.20%	70.56%
应收账款及票据	504	445	571	995	EBITDA 增长率(%)	12.41%	93.63%	42.53%	81.91%
存货	751	340	799	1,343	EBIT 增长率(%)	16.67%	142.91%	60.15%	114.82%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	63.82%	14.54%	-13.60%	127.42%
非流动资产合计	1,784	2,020	2,052	2,069	盈利能力				
长期投资	52	52	52	52	毛利率(%)	14.06%	17.38%	18.69%	20.74%
固定资产	687	877	1,033	1,136	净利率(%)	7.25%	9.07%	5.59%	7.45%
在建工程	668	720	603	524	EBITDA 利润率(%)	5.03%	10.65%	10.82%	11.54%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	4.48%	4.99%	4.27%	8.12%
无形资产	344	341	337	332	ROE(%)	6.8%	7.0%	7.0%	14.2%
开发支出	19	17	15	13	ROIC(%)	2.29%	4.89%	6.71%	12.89%
资产总计	4,301	3,985	4,388	5,614	偿债能力				
流动负债合计	1,349	1,121	1,490	2,404	资产负债率(%)	39.3%	31.7%	36.1%	44.5%
循环借款	148	148	148	168	流动比率(倍)	1.87	1.75	1.57	1.47
应付账款及票据	1,066	847	1,169	1,944	速动比率(倍)	1.31	1.45	1.03	0.92
预收账款	39	34	48	82	营运能力				
其他应付款	83	75	104	173	总资产周转率	0.62	0.55	0.76	1.09
非流动负债合计	343	143	93	93	应收账款周转率	2.69	2.35	3.13	3.55
长期贷款	290	90	40	40	存货周转率	3.30	3.45	4.56	4.03
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	2.48	1.97	2.58	2.78
负债合计	1,692	1,264	1,583	2,498	价值评估				
股本	378	378	378	378	P/B(倍)	2.0	1.9	1.9	1.7
资本公积	1,567	1,567	1,567	1,567	P/E(倍)	39.2	36.6	35.3	16.1
未分配利润	439	508	583	861	EV/收入(倍)	1.75	2.52	1.85	1.05
股东权益合计	2,608	2,721	2,805	3,116	EV/EBITDA(倍)	34.84	23.69	17.12	9.09
负债和股东权益	4,301	3,985	4,388	5,614	EV/EBIT(倍)	72.05	39.04	25.11	11.29

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn