国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

汽车空调压缩机龙头，乘新能源东风再攀高峰

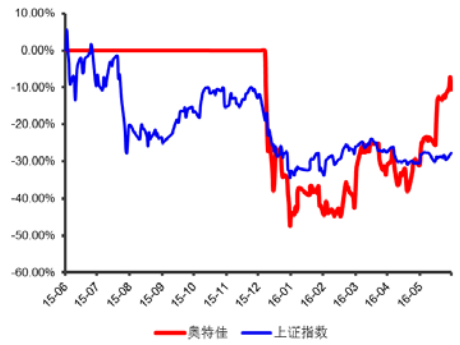
汽车零部件

2016 年 6 月 30 日

——奥特佳（002239）调研纪要

评级：推荐（首次）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：马松

执业证书编号：S0590515090002

联系人：

郦莉

电话：0510-85613713

Email：ll@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联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。

事件：近日我们实地调研奥特佳，与公司管理层就当前经营状况和未来的发展规划进行了充分沟通。

点评：

- **国内乘用车空调压缩机龙头，并购打开国际市场。**公司是国内乘用车用空调压缩机绝对龙头，主打产品涡旋式压缩机相较于活塞式压缩机节能性更好、噪音更低。目前公司产品主要应用于自主品牌车型，在中国的小型车中的占比约为 50%。为了更好的开拓合资品牌以及国际厂商，公司去年并购了与多家国际一流整车厂有良好合作关系的空调国际，今年公司又拟并购与公司产品具有互补性的富通空调。依托这两家公司，公司将进一步打开市场空间，获得更大的发展。
- **新能源车爆发凸显公司涡旋式压缩机优势。**由于新能源车用电动压缩机的转速显著高于传统压缩机，活塞式压缩机难以承受，所以目前的电动压缩机只能使用涡旋式压缩机。公司作为全球最大的车用空调涡旋式压缩机生产商，在产品性能和成本控制上都具有明显优势。公司抓住国内新能源汽车行业快速发展的机会，15 年共生产电动涡旋式压缩机 14.49 万台，同比增长 351%，国内市场份额达到 60%。预计今年公司电动空调业务仍将保持快速增长，增厚公司业绩。
- **热泵压缩机创业内先河，发展空间巨大。**现有的电动压缩机只能用来制冷，由于电动车没有发动机，制热只能依靠 PTC 加热丝，效率不能高于 1，耗电量非常严重，对于整车的续航里程拖累很严重。而若采用热泵型压缩机，则既可以制热也可以制冷，同时效率可以做到高于 1，有效控制空调的耗电量。目前还没有整车使用热泵压缩机，公司已经生产出了样件产品，进度领先。目前公司正在整车上进行产品试装，后续若能形成批量销售，将成为公司新的增长引擎。

- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预计公司 2016 年-2018 年 EPS 分别为 0.39、0.48、0.55 元，市盈率分别为 42 倍、34 倍、30 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险因素：**（1）国内车市景气度下行；（2）公司新业务发展不及预期。

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,483.6	4,986.2	6,064.5	6,836.9
YOY	*451.90%*	*100.77%*	*21.63%*	*12.74%*
归属母公司净利润	223.3	417.6	517.6	591.9
EPS(元）	0.21	0.39	0.48	0.55
P/E	78.9	42.2	34.0	29.7
P/B	4.6	4.3	3.9	3.6

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标　　单位：百万

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	**450.0**	**2,483.6**	**4,986.2**	**6,064.5**	**6,836.9**
YOY(%)	*-4.9%*	*451.9%*	*100.8%*	*21.6%*	*12.7%*
营业成本	378.7	1,855.4	3,739.7	4,566.6	5,161.9
营业税金及附加	2.0	12.1	23.9	29.1	32.8
销售费用	15.7	103.9	189.5	218.3	239.3
占营业收入比(%)	*3.5%*	*4.2%*	*3.8%*	*3.6%*	*3.5%*
管理费用	48.7	278.2	538.5	642.8	711.0
占营业收入比(%)	*10.8%*	*11.2%*	*10.8%*	*10.6%*	*10.4%*
EBIT	**11.8**	**274.3**	**549.6**	**657.7**	**736.9**
财务费用	-5.2	10.1	24.6	22.7	21.5
占营业收入比(%)	*-1.1%*	*0.4%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.3%*
资产减值损失	1.8	11.5	0.0	0.0	0.0
投资净收益	9.1	7.3	0.0	0.0	0.0
营业利润	**17.2**	**220.3**	**470.0**	**584.9**	**670.4**
营业外净收入	-1.0	35.5	10.0	10.0	10.0
利润总额	**16.3**	**255.9**	**480.0**	**594.9**	**680.4**
所得税	10.5	32.7	62.4	77.3	88.5
所得税率(%)	*64.3%*	*12.8%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
净利润	**5.8**	**223.2**	**417.6**	**517.6**	**591.9**
占营业收入比(%)	*1.3%*	*9.0%*	*8.4%*	*8.5%*	*8.7%*
少数股东损益	-5.7	-0.1	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	**11.5**	**223.3**	**417.6**	**517.6**	**591.9**
YOY(%)	*-78.8%*	*1848.0%*	*87.0%*	*23.9%*	*14.4%*
EPS（元）	**0.01**	**0.21**	**0.39**	**0.48**	**0.55**

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	*-4.9%*	*451.9%*	*100.8%*	*21.6%*	*12.7%*
营业利润	*-72.5%*	*1177.6%*	*113.3%*	*24.5%*	*14.6%*
净利润	*-78.8%*	*1848.0%*	*87.0%*	*23.9%*	*14.4%*
获利能力					
毛利率(%)	*15.8%*	*25.3%*	*25.0%*	*24.7%*	*24.5%*
净利率(%)	*1.3%*	*9.0%*	*8.4%*	*8.5%*	*8.7%*
ROE(%)	*1.8%*	*5.8%*	*10.1%*	*11.6%*	*12.1%*
ROA(%)	*1.7%*	*4.3%*	*7.7%*	*8.6%*	*9.2%*
偿债能力					
流动比率	*8.51*	*1.45*	*0.93*	*1.05*	*1.18*
速动比率	*7.67*	*1.08*	*0.47*	*0.74*	*0.63*
资产负债率%	*9.3%*	*40.3%*	*42.1%*	*41.0%*	*38.4%*
营运能力					
总资产周转率	*64.8%*	*38.6%*	*69.8%*	*79.5%*	*85.7%*
应收账款周转天数	88.7	257.0	100.1	145.8	98.8
存货周转天数	47.2	135.0	176.4	98.9	155.8
每股指标（元）					
每股收益	0.01	0.21	0.39	0.48	0.55
每股净资产	0.50	0.50	0.57	0.59	3.57
估值比率					
P/E	**1,536.2**	**78.9**	**42.2**	**34.0**	**29.7**
P/B	27.9	4.6	4.3	3.9	3.6

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	375.3	392.4	498.6	606.5	683.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	118.7	1,816.2	1,409.1	2,468.9	1,892.2
存货	49.0	686.0	1,807.1	1,237.3	2,203.9
其他流动资产	5.1	64.9	64.9	64.9	64.9
流动资产总额	**548.0**	**2,959.6**	**3,779.7**	**4,377.5**	**4,844.7**
固定资产净值	203.3	126.4	862.4	867.7	792.5
减:资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	203.3	126.4	862.4	867.7	792.5
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	1.6	0.0	80.5	0.0	0.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	**205.0**	**126.4**	**942.9**	**867.7**	**792.5**
无形资产	20.1	2,364.7	2,323.4	2,282.0	2,240.7
长期股权投资	0.0	126.5	126.5	126.5	126.5
其他长期资产	0.3	47.5	46.7	45.8	45.0
资产总额	**694.8**	**6,441.1**	**7,143.9**	**7,624.4**	**7,974.3**
循环贷款	0.0	588.1	3,836.6	2,521.9	3,652.1
应付款项	64.4	1,392.6	205.7	1,638.6	443.8
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	60.2
流动负债	**64.4**	**1,980.7**	**4,042.3**	**4,160.4**	**4,156.1**
长期借款	0.0	468.2	(1,131.8)	(1,131.8)	(1,131.8)
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	**64.4**	**2,599.0**	**3,009.5**	**3,127.6**	**3,063.1**
少数股东权益	45.7	0.0	15.0	15.0	15.0
股东权益	630.4	3,841.2	4,133.5	4,495.8	4,910.2
负债和股东权益	**694.8**	**6,440.1**	**7,143.0**	**7,623.4**	**7,973.3**

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	5.8	223.2	417.6	517.6	591.9
加：少数股东损益	(5.7)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
公允价值变动	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	13.6	14.9	117.3	117.3	117.3
营运资金的变动	32.3	(100.3)	(1,890.2)	996.9	(1,536.9)
经营活动现金流	51.7	137.9	(1,355.3)	1,631.9	(827.6)
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	174.6	(1,184.6)	7.8	8.7	8.7
投资活动现金流	174.6	(1,184.6)	7.8	8.7	8.7
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	(1,600.0)	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/（偿还）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	4.0	4.0	6.0	56.5	125.3
计入循环贷款前融资活动	1.7	1.7	(2.3)	(52.0)	(143.7)
循环贷款的增加(减少)	(7.7)	1,208.3	1,455.9	(1,480.8)	1,039.9
融资活动现金流	(6.0)	1,209.9	1,453.6	(1,532.7)	896.2
现金净变动额	**221.0**	**162.8**	**106.2**	**107.8**	**77.2**

数据来源：国联证券研究所

无锡
国联证券股份有限公司研究所
江苏省无锡市滨湖区金融一街 8 号楼国联金融大厦 9F
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
北京
国联证券股份有限公司研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897
深圳
国联证券股份有限公司研究所
广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室
电话：0755-82556064
传真：0755-82556064

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款：

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。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。