

奥特佳 (002239)

顺应节能与电动潮流，开辟售后与海外市场

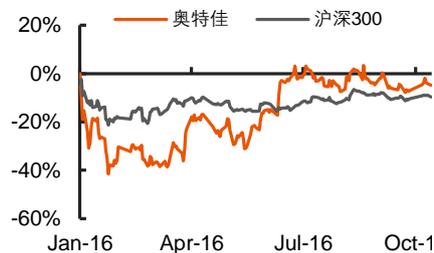
推荐 (首次)

现价: 15.69 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.kfield.com.cn
大股东/持股	江苏帝奥控股集团股份有限公司/16.39%
实际控制人/持股	王进飞/%
总股本(百万股)	1,097
流通 A 股(百万股)	581
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	172.04
流通 A 股市值(亿元)	91.08
每股净资产(元)	4.00
资产负债率(%)	42.43

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **三次并购，成为汽车空调压缩机行业龙头**：奥特佳前身为金飞达服装有限公司。2015年、2016年公司连续并购了南京奥特佳、空调国际和富通空调，目前业务包括服装、汽车空调压缩机和汽车空调系统，是国内汽车空调压缩机行业的龙头企业，尤其在涡旋式压缩机领域占有绝对优势。
- **产品低成本、低能耗的特点符合时代需求**：汽车行业竞争加剧，各大车企越来越重视成本控制；油耗标准日趋严格，各大企业对油耗的重视程度不断提高。涡旋式压缩机具有成本低和能耗低的特点，符合当下各个企业的需求，公司是涡旋式压缩机的龙头企业，其销量将会稳步提升。
- **电动空调压缩机行业领先**：公司是国内最大的新能源汽车电动空调生产商，产能充足，可以快速响应市场需求。热泵空调技术为行业领先水平，该技术增强了公司在未来竞争中的核心竞争力。南京奥特佳、空调国际和富通均为行业细分领域的龙头，在新能源汽车电动空调领域不断投入，并与众多新能源车企保持合作，行业优势明显。
- **售后市场与海外市场潜力巨大**：售后市场具有空间大、毛利率高等特点，未来公司将在国内外售后市场积极布局，优化公司业务结构。公司有望进入法国 PSA 的供应商体系，标志着公司受到了大型外资企业的认可；在印度与塔塔公司合作建厂，有望受益于印度汽车市场高速发展的红利；积极与北美通用、德国大众等外资企业对话，未来有望获得更多外资客户。
- **规模化生产使公司受益于“马太效应”**：汽车零部件领域未来集中生产的趋势愈加明显，大规模生产的企业具有成本低、议价能力强、抗风险能力高等特点，在竞争中更有优势。公司是自主品牌中最大的汽车压缩机生产商，规模优势明显，未来增速稳定，该优势有望不断扩大。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	450	2,484	5,162	6,295	7,327
YoY(%)	-4.9	451.9	107.8	22.0	16.4
净利润(百万元)	11.5	223	412	537	677
YoY(%)	-78.8	1,848.0	84.4	30.4	26.0
毛利率(%)	15.8	25.3	23.9	24.4	24.9
净利率(%)	2.5	9.0	8.0	8.5	9.2
ROE(%)	0.9	5.8	9.1	10.6	11.8
EPS(摊薄/元)	0.01	0.20	0.38	0.49	0.62
P/E(倍)	1501	77.1	41.8	32.0	25.4
P/B(倍)	27.3	4.5	3.8	3.4	3.0

- **盈利预测与投资建议：**奥特佳作为汽车空调压缩机的龙头企业，将分享新能源汽车和节能汽车的发展机遇；售后市场和海外市场未来将成为公司盈利的增长点。预计公司 2016-2018 年归母净利润为 4.1 亿、5.4 亿、6.8 亿，对应 EPS 为 0.38、0.49、0.62 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**合资企业产品降价，汽车行业发展放缓，售后市场与海外市场开拓低于预期。

正文目录

一、三次并购，实现主业转型	5
二、并购南京奥特佳——进入汽车空调压缩机领域	5
2.1 汽车空调压缩机行业龙头	5
2.2 产品结构和市场结构不断优化	7
三、并购空调国际——升级为空调系统供应商	8
3.1 空调国际行业地位突出，具有较强的综合优势	8
3.2 并购空调国际旨在扩大产业布局，拓展客户渠道	8
四、并购富通——深耕产业，夯实基础	10
4.1 富通空调是国内最大的斜盘式压缩机生产商	10
4.2 并购富通，进一步增强公司的竞争优势	11
五、国内汽车空调压缩机行业现状及发展趋势	12
5.1 汽车空调压缩机发展历程及国内现状	12
5.2 铝材价格和汽车需求对空调压缩机利润影响较大	12
5.3 汽车空调压缩机行业壁垒高	13
5.4 涡旋式压缩机市场占有率或逐步提高	13
六、传统优势不断强化，新型业务蓄势待发	13
6.1 国内业务稳定增长	13
6.2 新能源汽车电动压缩机优势明显	14
6.3 热泵压缩机技术领先	14
6.4 连续布局海外市场	16
6.5 售后市场的不断扩大	17
七、与市场观点不同之处	17
7.1 汽车空调技术对于节能意义重大	17
7.2 规模化优势可能带来“马太效应”	18
八、盈利预测与投资建议	18
九、风险提示	19

图表目录

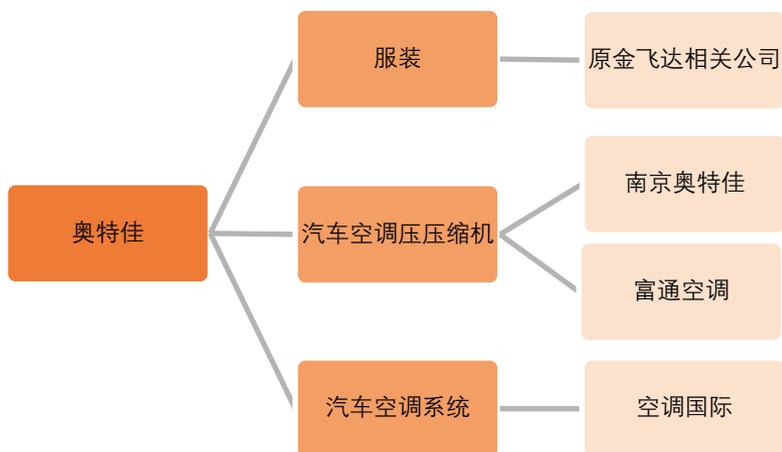
图表 1	公司主要业务布局及对应子公司	5
图表 2	1H16 年公司收入构成	5
图表 3	1H16 年公司各产品毛利率	5
图表 4	南京奥特佳历年收入 单位：亿元	6
图表 5	南京奥特佳历年净利润 单位：亿元	6
图表 6	南京奥特佳压缩机销量 单位：万台	6
图表 7	南京奥特佳产品毛利率	6
图表 8	南京奥特佳业绩承诺 单位：万元	7
图表 9	南京奥特佳主要产品	7
图表 11	4 门轿车乘用车暖通空调系统	8
图表 12	动力总成冷却系统	8
图表 13	2015 年 1-4 月空调国际主要客户贡献销售占比	9
图表 14	空调国际历年营业收入 单位：百万元	10
图表 15	空调国际历年净利润 单位：百万元	10
图表 16	收购说明书中公司业绩预测 单位：万元	10
图表 17	富通历年营业收入 单位：百万元	11
图表 18	富通历年净利润 单位：百万元	11
图表 19	富通空调主要产品	11
图表 20	富通业绩承诺 单位：万元	12
图表 21	分国别乘用车销量及增幅 单位：万辆	13
图表 22	2016 年前三季乘用车分国别销量占比	13
图表 23	1.6L 及以下乘用车占乘用车销量比例	14
图表 24	热泵技术原理	16
图表 25	中国汽车保有量 单位：百万辆	17
图表 26	世界汽车保有量 单位：百万辆	17
图表 27	各业务板块收入预测 单位：亿元	19

一、 三次并购，实现主业转型

奥特佳新能源科技股份有限公司（简称“奥特佳”）前身为南通金飞达服装有限公司，主要从事女装出口业务。公司于2015年5月和9月，相继收购了南京奥特佳和空调国际100%的股权，从而进入汽车空调压缩机及空调系统领域。2016年收购牡丹江富通空调（自2016年8月起并表88%，自2016年9月之后并表100%）。目前公司的业务主要包括服装、汽车空调压缩机以及汽车空调系统。

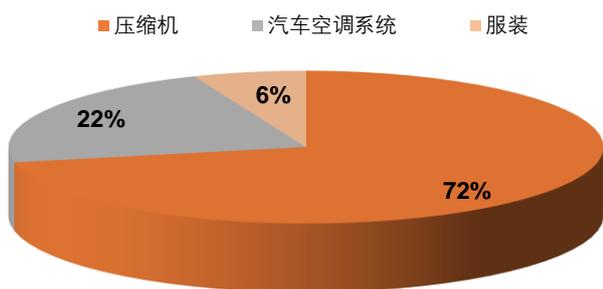
2016年上半年奥特佳实现收入、净利润为24.6亿、1.78亿元，汽车压缩机及汽车空调系统收入占比分别为56%、35%，汽车压缩机及汽车空调系统占公司毛利润比例为94%。

图表1 公司主要业务布局及对应子公司



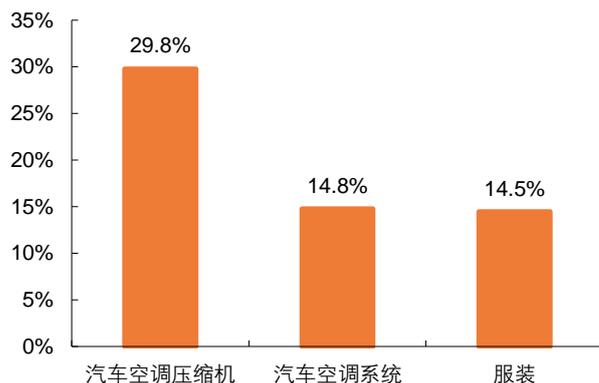
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 1H16 年公司收入构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 1H16 年公司各产品毛利率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 并购南京奥特佳——进入汽车空调压缩机领域

2.1 汽车空调压缩机行业龙头

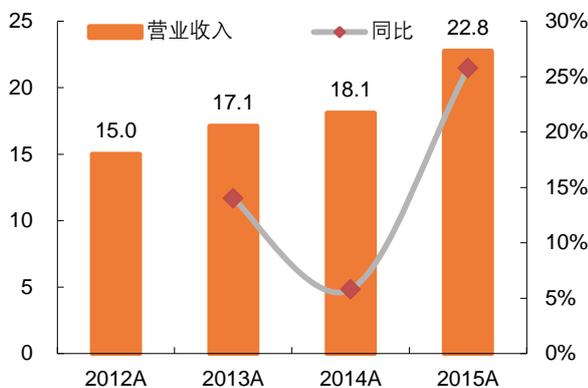
南京奥特佳是国内最大的涡旋式汽车空调压缩机生产企业，其主营业务为汽车空调压缩机的研发、生产和销售，主要产品包括涡旋式汽车空调压缩机、电动涡旋式汽车空调压缩机等。

奥特佳目前在自主品牌乘用车用空调压缩机市场占据领先地位，国内市场占有率超过50%，客户包括通用五菱、比亚迪、奇瑞汽车、南京依维柯、神龙汽车、吉利汽车、华晨汽车、北汽福田等知名汽车生产厂商。

汽车行业的发展不断推动汽车空调压缩机发展，南京奥特佳作为汽车压缩机行业的龙头企业，近些年发展迅速，销量不断上升。2015年，南京奥特佳汽车空调压缩机销量为533万台，同比增长20.1%，从2012年到2015年，年复合增长率达18.5%。2015年新能源汽车共销售38万辆，南京奥特佳生产新能源汽车电动空调压缩机14.49万台，市场占有率超过30%。2019年公司压缩机的产能有望达到800万台。

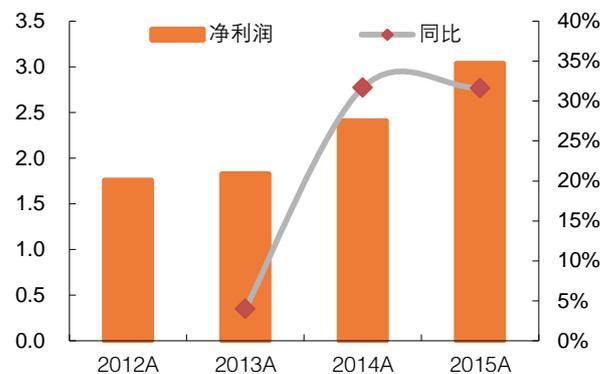
公司不仅在前装市场有大量稳定的客户，而且不断发展售后市场，并积极拓展海外市场。目前公司已经拥有了较为成熟的售后市场和出口市场销售团队。

图表4 南京奥特佳历年收入 单位：亿元



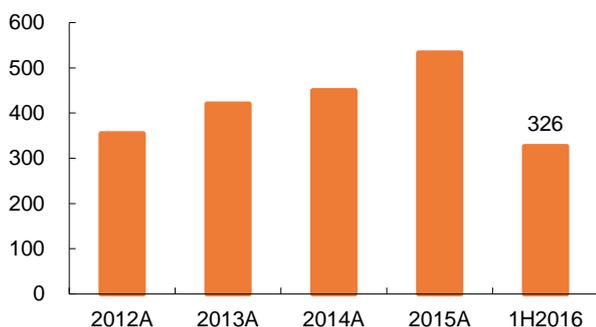
资料来源：中汽协,平安证券研究所

图表5 南京奥特佳历年净利润 单位：亿元



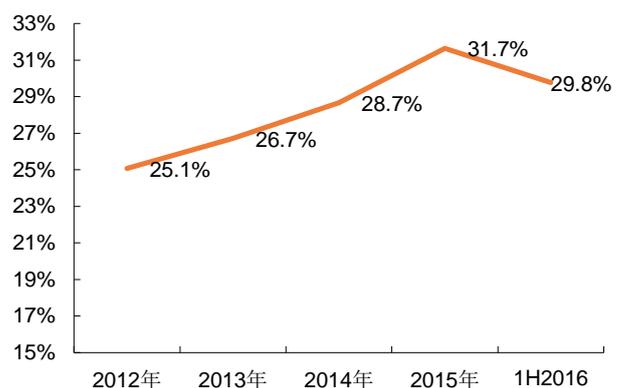
资料来源：公司公告,平安证券研究所

图表6 南京奥特佳压缩机销量 单位：万台



资料来源：中汽协,平安证券研究所

图表7 南京奥特佳产品毛利率



资料来源：公司公告,平安证券研究所

收购南京奥特佳时，南京奥特佳作出了如下业绩承诺：

	2014年	2015年	2016年	2017年
归母净利润	22800	27000	33000	38800
扣非归母净利润	20520	24300	29700	34920

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

2.2 产品结构和市场结构不断优化

南京奥特佳主要产品可以分为涡旋式压缩机、电动涡旋式压缩机以及外控变排量压缩机。

序号	名称	图片	产品描述
1	涡旋式压缩机		容积效率高，可高达 90-98%；运转平稳，多腔室连续工作；可靠性高，压缩机最高工作转速达 10000rpm；噪音低，振动小；
2	电动涡旋式压缩机		可分为一体式与分体式；封闭涡旋压缩机，高可靠性，防护等级 1P67；直流永磁无刷电机驱动，高效节能；速可连续控制达到变排量效果，舒适性更高；智能驱动控制器，提供驱动与保护功能，接口简单，重量更轻，体积更小，并可根据客户需要增加 CAN 通信功能。
3	外控变排量压缩机		斜盘式压缩机的一种，以电信号控制变量，变化更加及时、准确、灵活、方便；压缩机在最小排量下启动，对发动机几乎无冲击；排量变化过程平稳；节能省油，压缩机最高转速 9500rpm，持续运转速度 8500rpm，适应汽车高速化；良好的 NVH（噪声、振动与舒适性）性能。

资料来源：公司公告，平安证券

南京奥特佳的产品结构和市场结构不断优化：

1) 南京奥特佳在涡旋式压缩机上具有技术独占性，且是国内最大的涡旋式压缩机制造商，其他涡旋式压缩机厂商规模上无法望其项背。规模化的生产能力不仅提高了公司在原材料采购中的议价能力，降低了采购成本，而且降低了单位产品生产的固定成本。

2) 公司的产品构成不断优化。毛利率高的电动涡旋式压缩机销售占比持续提高，提高了公司产品的平均毛利率。

3) 客户结构持续优化。南京奥特佳的主要客户可以分为汽车制造厂商、国内售后维修客户、海外售后维修客户等三类，其中海外售后业务中的毛利率最高，其次为国内售后维修客户，随着公司在海外和国内售后业务的拓展，以上两类客户在销售收入占比不断提升，提高了南京奥特佳产品的毛利率。

图表10 南京奥特佳前装与售后市场对比

项目	2012年		2013年		2014年1-9月	
	占比	毛利率	占比	毛利率	占比	毛利率
新车配套	81.9%	23.9%	76.1%	25.0%	75.8%	26.8%
国内售后维修客户	9.5%	30.0%	14.5%	31.4%	14.2%	33.6%
海外售后维修客户	8.7%	31.2%	9.4%	33.1%	10.0%	35.7%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、 并购空调国际——升级为空调系统供应商

3.1 空调国际行业地位突出，具有较强的综合优势

2015年9月，公司以8.57亿收购空调国际100%的股权。收购空调国际有助于公司打造汽车空调的完整产业链，助力公司进入全球市场，提升公司的抗风险能力和盈利能力，进一步增强公司的品牌形象与市场影响力。公司的汽车业务从零部件供应商变为系统供应商，并使整个公司的管理水平向国际化靠拢。

空调国际是汽车空调系统领域的一级供应商，主要为乘用车和商用车整车制造商提供热能管理部件、模块和系统，主要产品包括暖通空调系统(HVAC)、动力总成冷却系统(PTC)系统。空调国际在全球范围内拥有3家全资工厂与16家集成装配厂，业务遍布亚洲、北美和欧洲的多个国家和地区，客户包括通用、福特、克莱斯勒、大众、等30余家世界级的汽车厂商。在新能源汽车方面，空调国际积极与新能源整车厂商合作，设计开发的新产品包括热管理系统、轻量电池冷却模块等。

空调国际的主要产品有：

图表11 4门轿车乘用车暖通空调系统



资料来源：公司公告,平安证券研究所

图表12 动力总成冷却系统



资料来源：公司公告,平安证券研究所

3.2 并购空调国际旨在扩大产业布局，拓展客户渠道

扩大产业链布局，发挥协同效应。南京奥特佳主要从事汽车空调压缩机研发、生产与销售，空调国际是汽车空调系统领域的领先企业，其主营业务与南京奥特佳同属于汽车零部件行业，分别位于汽

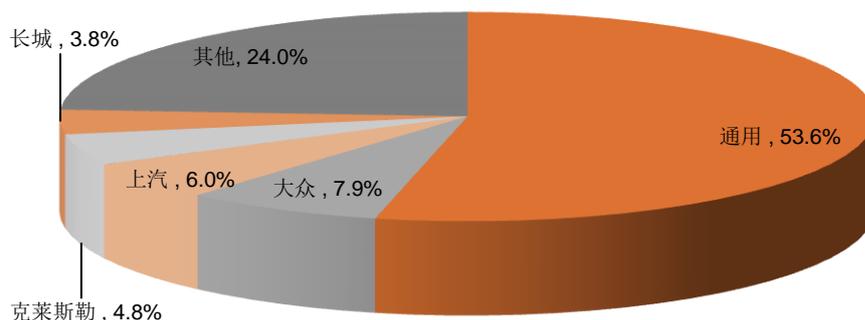
车空调产品模块的产业链上下游，两者具备明显的协同效应。

南京奥特佳与空调国际在研发、采购、生产及销售多个方面均可实现优势互补：

- ✓ **研发方面:**双方实现研发设备与技术的共享，在基础研发及技术创新方面实现强强合作。采购方面，南京奥特佳可为空调国际挖掘更优质的中国本土供应商，空调国际可协助奥特佳进行全球采购。
- ✓ **生产方面:**双方可以实现生产制造技术和场地设施的共享。本次收购完成后，南京奥特佳将能为整车厂商提供完整的汽车空调系统，全面提升了公司的核心竞争力。

拓展客户渠道，助力公司进军国际市场。空调国际作为全球领先的整车厂商的一级供应商，与国际大型整车企业保持优良的合作关系。空调国际将利用其国际化的客户网络协助奥特佳接触到更多国际化的优质客户，寻求海外业务的拓展机会。跻身国际一流整车厂的全球供应商行列，打入中高端市场，成功提升企业规模与盈利能力，而未来亦预计将有超过 30%的销售收入来自于国际市场。目前南京奥特佳已经在与北美通用和德国大众积极对话，未来有望合作。另一方面，中国市场对空调国际而言非常重要，空调国际已经与上海大众、北汽集团、通用五菱、长城汽车、广汽集团等多家国内领先的整车制造商建立了合作关系。空调国际作为跨国公司，由于其本土化程度的缺乏使得其在获得客户和维护客户关系上存在一定的短板。而南京奥特佳作为本土行业中的领头羊，在本土企业中有着强大的影响力。奥特佳将协助空调国际进一步开拓中国市场，获取更多本土客户。

图表13 2015年1-4月空调国际主要客户贡献销售占比



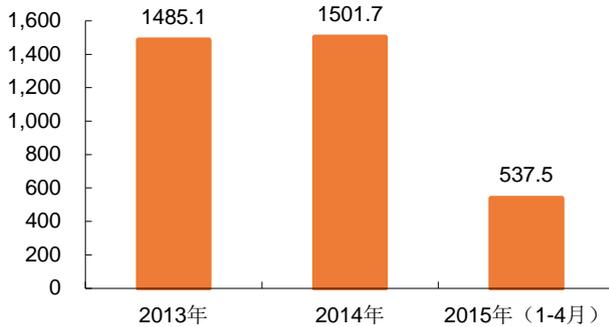
资料来源：公司公告，平安证券研究所

强强联合，把握新能源汽车发展广阔前景。国内新能源汽车的电动压缩机市场，南京奥特佳在产品、技术和市场占有率等各方面均处于绝对领先地位，电动压缩机销量牢牢占据国内第一的位置。

空调国际已进入电动汽车和混合动力汽车领域多年，目前具备空调制冷热系统、电池热管理系统、传动热管理系统的核心技术，掌握着新能源汽车热能管理系统的多项核心技术。除此之外，空调国际还掌握着新能源汽车的各种控制器产品技术。双方在新能源汽车领域实现技术共享，把握新能源汽车的发展契机，为公司拓展更大的发展空间。

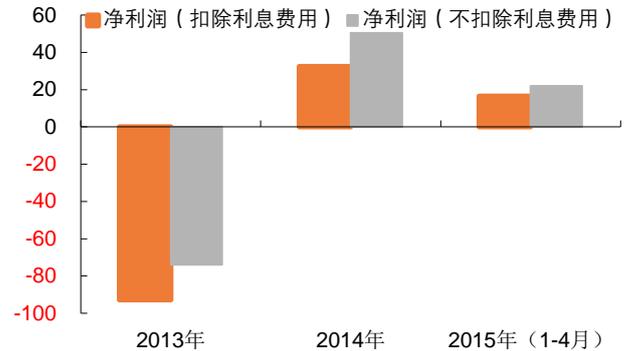
空调国际具备较强的盈利能力和成长性，未来随着中国区市场的开拓，空调国际的盈利能力将持续增长。

图表14 空调国际历年营业收入 单位：百万元



资料来源：公司公告,平安证券研究所

图表15 空调国际历年净利润 单位：百万元



资料来源：公司公告,平安证券研究所

收购空调国际使公司升级为汽车空调系统的供应商，增加了公司与国际汽车生产商的对话机会，有利于公司的持续发展。

本次收购完成后，空调国际将偿还其对 AITS L.P.的长期借款，则未来标的集团将不再支出相应的利息费用。空调国际集团对 SAI、Air International TTR Thermal Systems Limited 的投资比例均为 50%，这两家子公司的收入不并表。若空调国际集团预测净利润中考虑 SAI、Air International TTR Thermal Systems Limited 的 50%净利润及财务费用中不考虑利息支出，预计未来几年净利润情况如下：

图表16 收购说明书中公司业绩预测

项目	单位：万元			
	2015年 5-12月	2016年	2017年	2018年
预测净利润	5036.3	8105.9	8961.5	10397.8

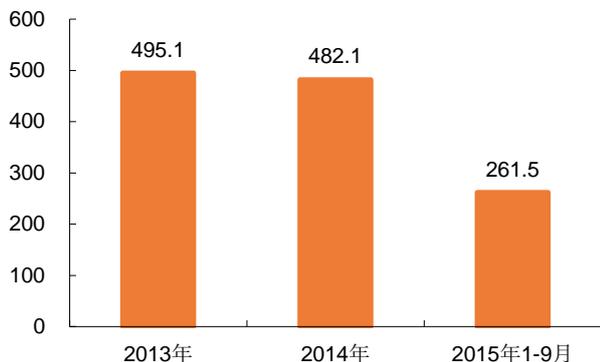
资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

四、 并购富通——深耕产业，夯实基础

4.1 富通空调是国内最大的斜盘式压缩机生产商

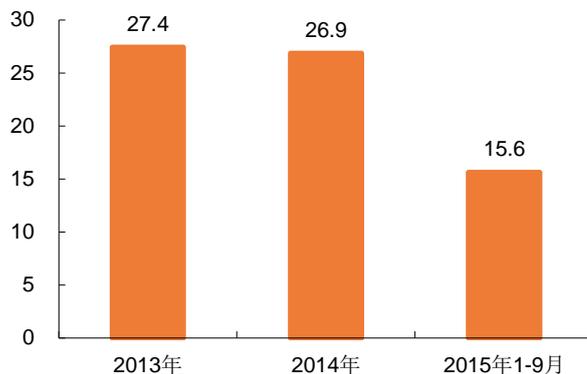
公司于 2016 年 7 月和 9 月先后两次收购了牡丹江富通 88%和 12%的股份，目前拥有富通空调 100%的股权。富通空调同为汽车空调压缩机行业的领先者，主要生产摇盘式变排量压缩机和斜盘式变(定)排量压缩机等产品，产品具有成本低，效率高的特点。

图表17 富通历年营业收入 单位：百万元



资料来源：公司公告,平安证券研究所

图表18 富通历年净利润 单位：百万元



资料来源：公司公告,平安证券研究所

图表19 富通空调主要产品

序号	名称	图片	产品描述
1	内控摇盘式变排量压缩机		采用五缸摇盘式结构，无需离合器循环，即可改变压缩机排量；排量可根据车室温度自动调节，保持车室温度处于恒定的舒适状态；无离合器循环，运行平稳，寿命长；功耗低，节能节油，与比固定排量压缩机相比，每加仑燃料多行驶 2 英里左右。
2	斜盘式变排量压缩机		采用空心喷涂活塞，连杆驱动，具有内控和外控两种不同的控制形式；重量轻，惯性小，功耗低，制冷量大；平衡性好，运转平稳，寿命长，噪声小，舒适性好，可实现高速旋转；可连续运转，无需停机。
3	斜盘式定排量压缩机		采用双向 10 缸斜盘式结构：结构精，零件少，运动副少，运行平稳，可靠性高，故障率低。结构紧凑，体积小，重量轻转速高，制冷量大。采用先进的减摩材料，零件加工精度高，摩擦力小，振动小，噪声低节能性好。

资料来源：公司公告，平安证券

4.2 并购富通，进一步增强公司的竞争优势

巩固公司汽车空调压缩机行业龙头的地位。南京奥特佳目前是国内最大的涡旋式汽车空调压缩机生产企业，富通空调是自主品牌中最大的斜盘式压缩机生产商。涡旋式压缩机拥有更高的效率和更低的成本，但运行条件较为苛刻，主要安装于中小排量轿车和轻型客车。因此富通空调与南京奥特佳的主要产品适用车型存在一定的互补性。并购富通空调，进一步提高公司在汽车空调压缩机行业的市场份额，完善技术及产品线，巩固公司行业龙头地位。

发挥协同效应，实现资源最优化配置。南京奥特佳与富通作为同行业企业，经整合后在研发、采购、生产以及销售等业务环节均可以发挥较强的协同效应，尤其是可以共享供应商与客户资源，加强与

上下游企业的话语权。在研发端，双方可以共享研发人员、设备平台，提高研发效率，共享客户需求参数，节约研发费用；在采购端，二者原材料均为铝材、铝棒、铝锭等，双方可以共享供应商目录，而且还存在实现集中采购的可能，提高与原材料供应商的议价能力，降低原材料采购成本；在生产端，双方可以重新内部配置生产资源从而实现产能的最优利用。南京奥特佳与富通空调生产产品类型有所不同，但是产品具备一定的相互替代性，在汽车空调压缩机市场上存在竞争关系。未来双方将减少竞争，加强合作，增强对其他竞争对手的竞争优势。

南京奥特佳作为行业的龙头企业，不仅在生产规模、技术水平上具有优势，同时也具备良好的管理水平。并购富通之后，公司将协助富通改进管理模式，提升公司的盈利水平。

公司先后收购了南京奥特佳、空调国际和富通空调，在汽车空调领域形成完整的产品组合，夯实了公司在汽车空调系统行业的地位，也为公司进军国际市场奠定了坚实的基础。

收购富通时，富通作出的业绩承诺：

图表20 富通业绩承诺

单位：万元

项目	2015年	2016年	2017年	2018年
预测净利润	1888	2240	3260	4060

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

五、国内汽车空调压缩机行业现状及发展趋势

5.1 汽车空调压缩机发展历程及国内现状

汽车空调压缩机主要经历了活塞式压缩机、斜盘式压缩机、旋叶式压缩机、涡旋式压缩机四个阶段。当前，我国汽车空调压缩机产品存在斜盘式、涡旋式、旋叶式等多种技术、不同产品并存和发展的局面。

斜盘式压缩机是目前市场上的主流产品，主要用于合资企业；涡旋式压缩机具有容积效率高、可靠性高、噪音低、振动小、成本低的等特点，深受自主品牌汽车的青睐，其市场份额随着自主品牌的快速增长而不断提升，此外，随着新能源汽车的快速增长，电动涡旋汽车空调压缩机也出现了井喷式的增长。

斜盘式压缩机在国内汽车空调运用最为广泛，在汽车空调压缩机市场中占比约 65%。斜盘式压缩机中可分为固定排量和变排量。固定排量的斜盘式压缩机在汽车空调压缩机市场中占主要部分，变排量斜盘式压缩机在中高端轿车中有较好的销量。相比内控式变排量压缩机，外控式变排量压缩机的排量变化更加及时、准确、灵活、方便。斜盘式压缩机也是未来很有可能实现自主替代的产品之一。

国内汽车空调压缩机年产量超过 100 万台的企业有：华域三电、奥特佳、汉拿伟世通空调（上海）有限公司、烟台首钢丰田工业空调压缩机有限公司、重庆建设车用空调器有限责任公司、牡丹江富通汽车空调有限公司（被奥特佳收购）。

5.2 铝材价格和汽车需求对空调压缩机利润影响较大

由于汽车空调压缩机的缸体材料通常为铝制品，铝材和以铝为原材料制造的毛坯件占汽车空调压缩机产品的生产成本比重较大，因而铝材的价格波动会对汽车空调压缩机产品的生产成本有较大影响。

汽车空调压缩机行业的下游行业主要包括汽车整车市场、汽车空调系统生产厂商以及汽车售后维修市场，总体而言，汽车空调压缩机行业的发展与汽车行业的发展息息相关。

5.3 汽车空调压缩机行业壁垒高

行业准入壁垒高。《制冷设备产品生产许可证实施细则》将汽车空调压缩机纳入工业产品生产许可证认证范畴，因此无证生产和销售汽车空调压缩机的企业均是非法的。取得汽车空调压缩机的工业产品许可证对生产工艺、环境保护、节能减排均有较高的要求，进入该行业的难度较高。

市场准入壁垒高。整车厂一般将汽车空调压缩机作为一级供应商或者准一级供应商，会对供应商进行非常严格的准入审查。主机厂非常看重供应商产品实际应用情况，即使供应商产品性能达标，主机厂也会关注产品的实际使用情况。

5.4 涡旋式压缩机市场占有率或逐步提高

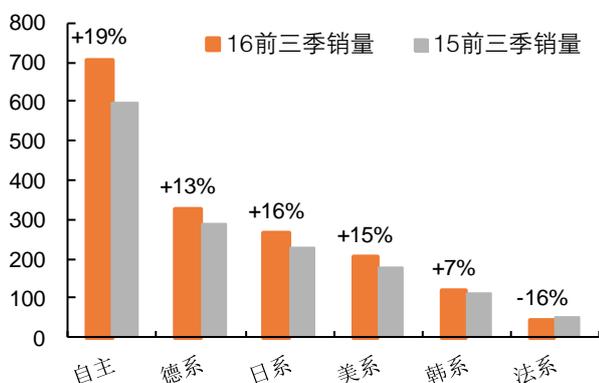
目前国内市场上主要是斜盘式压缩机，其市场占有率在65%左右，涡旋式压缩机只有20%左右的市场份额。随着汽车对油耗要求的提高，涡旋式压缩机将凭借其低能耗的优点扩大市场占有率。此外，汽车行业竞争的加剧必将导致厂家对成本把控更加严格，涡旋式压缩机成本相对较低，未来可能会受到更多汽车厂商的青睐。随着新能源汽车的推广，电动压缩机的需求不断上升，涡旋式电动压缩机也将随着新能源汽车的推广而普及。

六、传统优势不断强化，新型业务蓄势待发

6.1 国内业务稳定增长

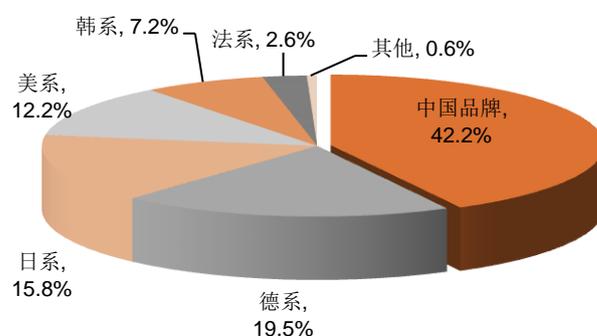
自主品牌销量提高带动公司销量上涨。近年来，自主品牌车企在乘用车领域的销量迅速增长，增幅超过合资车企增幅，占比不断提升。奥特佳目前客户主要为自主车企，得益于自主车企的快速发展，奥特佳销量也不断提高。目前，在乘用车领域，自主品牌的销量已经排名第一，市场占有率达到42.2%，而且增速最高。未来自主车企的销量依然会保持较高增速，在乘用车领域的占比有望不断提高，奥特佳也将因此受益，其销量和市场份额也有望不断上升。

图表21 分国别乘用车销量及增幅 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表22 2016年前三季乘用车分国别销量占比



资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

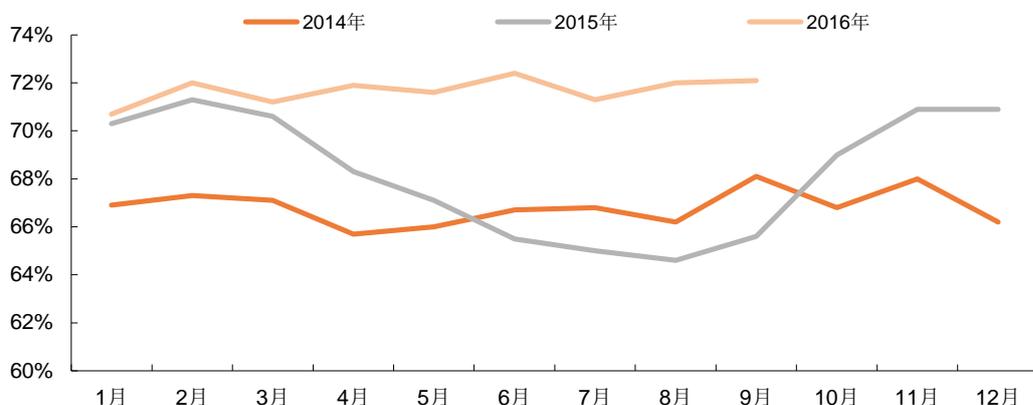
斜盘式压缩机有望实现自主替代。目前在我国市场，斜盘式压缩机市场占有率约 65%，该领域目前主要被外资和合资品牌供应商所占据，随着汽车行业竞争程度日益激烈，各大厂商对成本的重视程度也会日益提高，未来无论是自主品牌还是合资品牌，都将采用更多的国产零部件以降低成本。

富通空调的是国内生产斜盘式压缩机的龙头企业，未来有望在斜盘式压缩机领域逐步实现自主替代，提升市场份额，为公司创造更多盈利。

小排量汽车占比提高利好奥特佳。汽车油耗标准日趋严格，小排量车有助于降低油耗，实现 2020 年百公里油耗 5L 的目标。奥特佳主要生产涡旋式压缩机，涡旋式压缩机的显著优点就是节能，而且适用于小排量的车。

随着《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法》(征求意见稿)等文件的推出，提高油耗水平对车企提升竞争力、保持持续盈利至关重要。涡旋式压缩机有望在此背景下得到更广泛的应用，获得更高的市场份额。

图表23 1.6L 及以下乘用车占乘用车销量比例



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

6.2 新能源汽车电动压缩机优势明显

奥特佳掌握电动压缩机核心技术。新能源汽车电动压缩机与传统汽车空调压缩机不同，很重要一点在于控制部分。控制部分技术含量高，是电动压缩机价格高、利润率高的主要原因。奥特佳制造的电动压缩机，控制部分由公司自主生产，包括控制器和电机。因此公司产品的毛利率高，在 40% 的左右。

奥特佳电动压缩机产能充足。奥特佳从 2011 年就开始做电动压缩机，之前是手工线。目前南京奥特佳江宁工厂基本完工，单班年产能 30 万台电动空调压缩机，自动生产线已逐步投入使用，当市场需求增加的时候，公司可以通过调整生产班次，快速满足市场的需求。目前各国政府和各大车企对发展新能源汽车都极为重视，中国定下目标，在 2020 年时，新能源汽车销量达到 200 万辆。“机会都是留给有准备的人”，未来新能源汽车一旦出现爆发式增长，奥特佳可以对市场的需求做出快速响应，充分分享电动车快速增长的红利。

6.3 热泵压缩机技术领先

传统汽车利用发动机产生的余热对车内进行加热。由于电动汽车以车载电源为动力，用电机驱动车辆行驶，没有燃油汽车用来采暖的发动机余热，故不能沿用燃油汽车的取暖系统。目前主要采用电

加热的方法进行加热。热泵空调技术可以提高加热效率，是未来电动汽车空调发展的趋势。据相关资料显示，在 NEDC (New European Driving Cycle。新欧洲行驶工况) 下，热泵相比电加热最高可节能 75%。

目前已经有多家厂商试用公司的热泵型电动空调压缩机。预计 2017 年公司有望推出热泵空调产品，主要供货对象可能包括广汽、上汽、奇瑞、长安，江淮等车企。热泵压缩机单价高于普通的电动压缩机，在毛利率相同的情况下，热泵压缩机可以为公司创造更高的收益。热泵技术可以提高公司在新能源汽车空调压缩机领域的核心竞争力。

使用热泵技术进行加热可以节省能量，是因为热泵技术的加热效率在大多数情况下高于电加热。

电加热是将电能转化成热能，电加热的能量全部来源于电池，理论上，电加热的能量利用率 $\eta_{电}=100\%$ 。过多的使用电池能量用于加热会影响电动车的续航里程。

热泵技术原理如下：

制冷模式下，制冷剂将车内的热量运输到车外，以降低车内温度，通常以空调制冷能耗比 $COP_{冷}$ (消耗单位能量可以产生的制冷量) 作为衡量制冷系统效率的指标。制热模式是一个相反的过程，制冷剂的流向与制冷时相反，制冷剂把外界的热量输送到车内，实现室内温度的升高。这个过程主要通过“四通换向阀”实现。衡量热泵系统制热效率的指标为 $COP_{热}$ (消耗单位能量可以产生的制热量)。

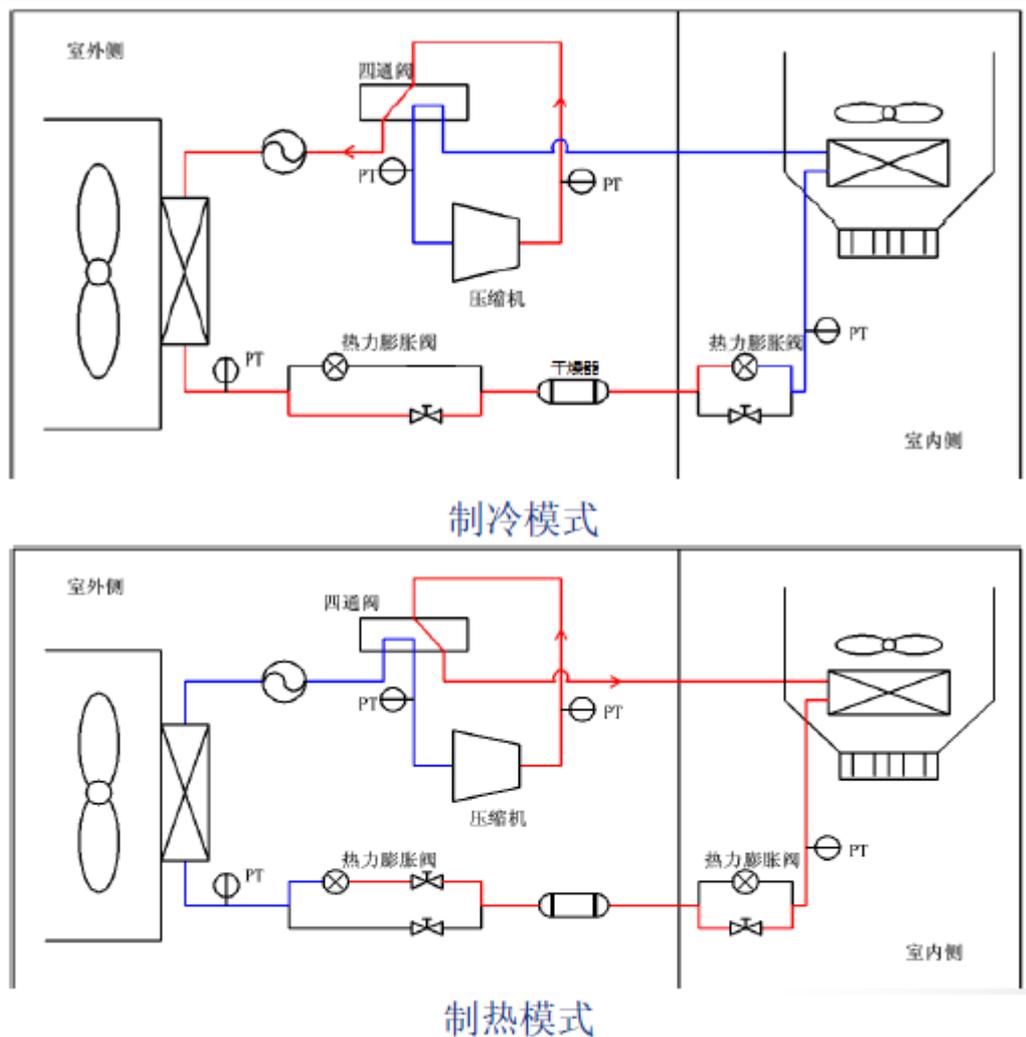
采用热泵技术制热，将车外的热量“运输”到了车内的同时，这个过程中消耗电能也以热能的形式，释放到了车内，即车内获得的总热量包括消耗的电能和从车外“运输”进来的热能之和。理论上讲，热泵技术的 $COP_{热}=COP_{冷}+1$ ，由于 $COP_{冷}$ 始终大于 0，所以热泵的 $COP_{热}>1=$ 电加热效率 $\eta_{电}$ ，即热泵的加热效率始终大于电加热的效率。

简单理解，电加热带给车内的热量只来源于消耗的电能。相比于电加热，热泵技术制热带给车内的能量不仅来自消耗掉的电能，而且还从车外“运输”一部分热能到车内，其加热效率更高，有助于延长电动车的续航里程。

涡旋式压缩机是最适合做电动汽车的压缩机，南京奥特佳是国内最大的涡旋式压缩机生产商，在生产电动压缩机方面有着天然的优势。公司“汽车用高效电动空调(热泵)压缩机关键技术开发与应用”项目荣获“2015 年中国机械工业科学技术一等奖”，在该领域处于领先地位。日本电装等国际公司也不断加大对热泵空调的投入，与国外先进公司相比，奥特佳在成本端具有优势，而且已经拥有了优质的客户资源。

热泵技术能否大规模应用，一方面取决于热泵技术本身的发展水平，另一方面也受到相关政策的影响。未来在技术进步和利好政策的驱动下，热泵技术有望在电动汽车上大规模使用，奥特佳目前已经做了积极的技术储备，一旦热泵技术大规模应用，奥特佳将率先受益，并继续保持行业的领军地位。

图表24 热泵技术原理



资料来源：公开资料，平安证券研究所（红线代表高温，蓝线代表低温）

冷模式下制冷剂流路： 电动压缩机→室外换热器→室外截止阀→干燥过滤器→室内热力膨胀阀→室内换热器→电动压缩机。**制热模式下制冷剂流路：** 电动压缩机→室内换热器→室内截止阀→干燥过滤器→室外热力膨胀阀→室外换热器→电动压缩机。

6.4 连续布局海外市场

有望进入 PSA 供应商体系。 奥特佳与法国 PSA 合作的项目不断推进，未来大概率可以为其新产品进行配套。双方的合作若不断升温，奥特佳可能到摩洛哥开设工厂，加深与 PSA 的合作。能够进入法国 PSA 的供应商体系对奥特佳来说有着非常重要的意义，标志着国际大型企业对奥特佳产品的认可，为公司之后获得更多外资客户奠定基础。

与美国通用、德国大众积极对话。 空调国际是世界一流的汽车空调系统供应商，与全球各大车企保持着良好关系。在空调国际的牵线下，奥特佳积极与北美通用、德国大众对话，未来有望进入更多国际大型企业。

与塔塔合作，开辟印度市场。奥特佳通过空调国际与印度车企塔塔积极对话，洽谈潜在配套项目，未来有望在印度汽车市场加强合作。印度的汽车市场未来极有发展潜力，公司有可能受益于印度汽车行业高速增长带来的红利。

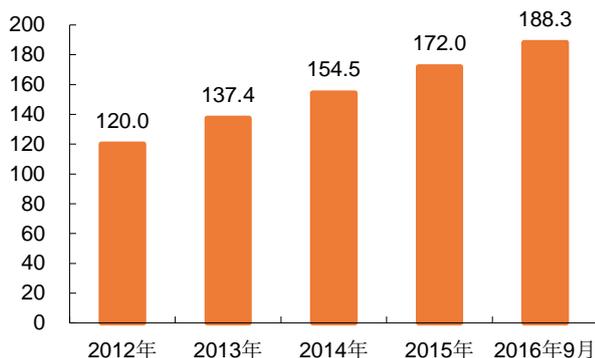
“曲线救国”，有望进入合资企业。公司的产品目前已经进入到上汽乘用车的供应商体系。未来上汽乘用车使用公司产品数量有望进一步提高。如果公司的产品能够同时进入上汽自主品牌和北美通用（或者德国大众）的供应商体系，通过“曲线救国”的道路，未来有望进入双方的合资企业。

6.5 售后市场的不断扩大

前装市场需要经过整车厂的认证，周期长，难度也更大；售后市场则避开了这些困难，且售后市场的毛利率高于前装市场。全球汽车的存量市场中，每年有大量的车辆需要更换压缩机。公司目前在国内外的售后市场积极布局。

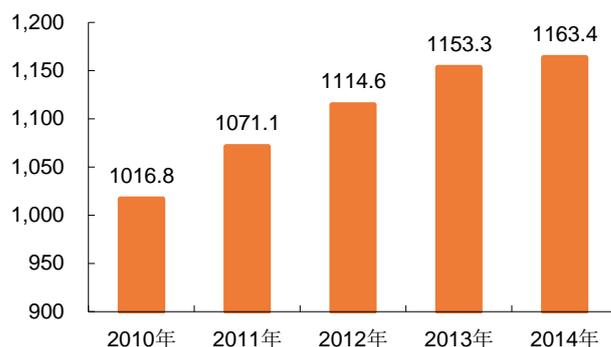
在美国，公司通过与美国的售后机构合作，产品已经进入美国市场，未来公司在海外市场将不断增加售后市场的布局；由于中国近些年汽车销量不断提高，中国汽车保有量也迅速增加，公司在国内积极布局售后市场。售后市场未来可能成为公司主要的盈利增长点之一。

图表25 中国汽车保有量 单位：百万辆



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表26 世界汽车保有量 单位：百万辆



资料来源: WIND、平安证券研究所

七、与市场观点不同之处

7.1 汽车空调技术对于节能意义重大

《节能与新能源汽车技术路线图》再次强调到 2020 年，乘用车新车的平均油耗要降到 5 升/百公里，而工信部出台的《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法》（征求意见稿），把发展汽车节能技术和推广新能源车提到了同样的高度，国家对汽车油耗标准愈加重视。

市场上的一般观点，虽然认为汽车空调对汽车能耗比较重要，但是更多的关注度集中在整车的能耗上，虽然汽车节能最终的落脚点是整车，但是只对整车考量，是无法对各个零部件的节能贡献作出判断的。国家对于汽车空调能耗管理的重视程度超过市场上大部分的观点，对汽车空调有单独的考量标准。在《乘用车外循环技术/节能效果评价方法，第 3 部分汽车空调》草案中，对于汽车空调作

出了单独的考量。该评价方法中规定了自动空调和手动空调的测试方法。单独考量汽车空调的节能效果，显示出国家对汽车空调的重视程度，同时表明在汽车节能领域，汽车空调技术有较大的提升空间。

奥特佳作为汽车空调压缩机的龙头企业，其主要产品涡旋式压缩机本身就具备能耗低的特点，未来随着油耗标准的日益严格，汽车空调系统是汽车各辅助系统中能量消耗最大的，必然会受到主机厂的重视，而涡旋式压缩机也将凭借低能耗的特点，进一步提高其市场份额。此外，奥特佳有多年的技术积累，在节能领域有着较大优势，在并购空调国际之后，通过技术和资源的整合，实力进一步提高，作为汽车空调压缩机的龙头企业，也会在汽车节能浪潮中充分受益。

7.2 规模化优势可能带来“马太效应”

汽车产业链的全球化 and 集团化是以后的发展趋势，未来部分零件可能会掌握在少数的几个公司中，在国际零部件市场上，博世（Bosch）、德尔福（Delphi）等跨国汽车零部件巨头已经在各自领域形成了一定的垄断优势，我国的汽车零部件的生产未来也将更加集中化。

南京奥特佳未来几年销量增速有望保持在 20% 以上，生产规模将伴随销量不断扩大。规模化生产可以降低生产和采购成本、摊薄研发费用、提高公司与主机厂的议价能力，使公司在行业中更具竞争力。一些规模较小的厂商由于固定成本高、毛利率相对较低，在规模化生产的企业面前竞争力不足。在这样的情况下，奥特佳有望获取更多的客户，进一步提高市场份额，而且这种强者愈强的“马太效应”很可能会不断强化。

新能源汽车毛利率相较于传统汽车更高，新能源汽车上使用的零部件毛利率高于传统汽车上的零部件毛利率，比如电动压缩机的毛利率高于传统车用压缩机，未来随着行业竞争的加剧，行业的平均毛利率会回归到更合理的水平。原本有一些车企自主生产电动压缩机，随着行业整体毛利率的下探，可能会逐步转变为采购价格更低的产品。某车企曾经自主生产压缩机，但是其生产成本高于采购奥特佳产品的成本，之后改为采购奥特佳的产品。未来在电动压缩机领域，不排除也会出现类似的情况，奥特佳凭借其规模化、成本低的优势，有望获取更多客户。

预计公司未来也有可能 在电机、电控领域外延并购，以扩大公司在整个产业链的布局。

八、 盈利预测与投资建议

行业背景：

在汽车行业竞争不断加剧的背景下，企业的成本控制愈加受到重视；油耗标准日趋严格，各大企业对油耗的重视程度不断提高。企业会加强对每一个零部件的成本控制和油耗控制，汽车空调作为汽车辅助系统中能耗最高的系统，在汽车降低油耗的过程中举足轻重，必将受到各大车企的重视。涡旋式压缩机具有成本低和能耗低的特点，符合当下各个企业的需求，未来的市场占有率有望不断提高。

新能源汽车受到了世界各国政府和各大车企的重视，其发展长期看好，而新能源汽车的汽车空调和热管理部分与传统汽车有所不同，新能源汽车空调电动压缩机市场潜力巨大。

近些年，自主乘用车的增长速度领先于合资企业，未来市场占有率将不断提升，相关的供应商也将受益于自主品牌的增长。

全球的汽车保有量不断增加，汽车后市场规模巨大，经测算，汽车空调压缩机每年大约有 2% 的更换需求。而且汽车后市场毛利率高。

公司优势：

公司是汽车空调压缩机的龙头企业，目前在自主品牌乘用车用空调压缩机市场占据领先地位。随着市场需求增加，公司的销量有望不断提升。

公司在新能源汽车空调压缩机领域深耕多年，无论在技术上还是规模上都具有领先优势，未来将受益于新能源汽车的增长。公司在热泵空调领域取得的成绩，将帮助公司提高核心竞争力。

公司的主要客户为自主品牌企业，随着自主品牌市占率的提高，公司的市占率将随之提高。

公司在售后市场和海外市场不断加大布局，有望进入法国 PSA 供应商体系，并与北美通用和德国大众积极对话，未来有望获得更多的外资客户资源。

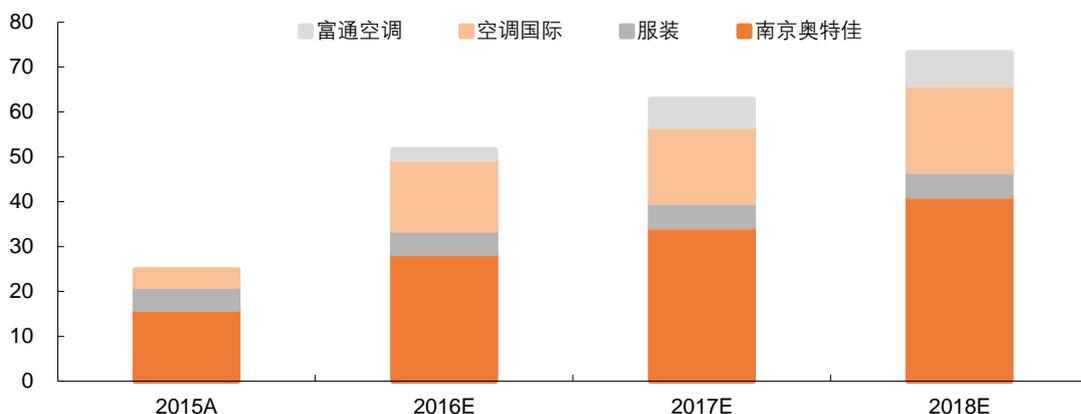
关键假设：

- 1) 南京奥特佳的产品销量大，涡旋式压缩机在前装市场的市场占有率不断提高，在海外市场 and 售后市场亦有良好表现，而且其产品的毛利率稳定。电动压缩机销量每年可以保持 50% 以上的增速。
- 2) 在母公司的帮助下，空调国际的盈利能力不断改善，未来有望获得更多的客户，扩大营业利润。
- 3) 富通空调是自主品牌中最大的斜盘式压缩机生产商，在母公司的协助下，富通未来几年业绩不断上升，有望兑现业绩承诺。
- 4) 服装业务近几年营业收入比较稳定。服装业务在没有拖累公司资产收益的情况下，暂时不会被剥离。

基于以上分析，我们看好奥特佳的长远发展，预计公司 2016-2018 年归母净利润为 4.1 亿、5.4 亿、6.8 亿，对应 EPS 为 0.38、0.49、0.62 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表27 各业务板块收入预测

单位：亿元



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

九、风险提示

- 1) 汽车空调压缩机与汽车行业的发展息息相关，如果汽车行业增速放缓，将会影响上游零部件的经营；

- 2) 华域三电等合资零部件企业目前价格较高，未来如果合资企业采取措施降低成本，将会对自主品牌的零部件企业造成一定影响；
- 3) 比亚迪等大型车企，如果自主生产零部件，并把成本控制在较低水平，对外采购的数量和可能性都会减少。
- 4) 进入国际大型车企的供应商体系，竞争激烈且认证周期长。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3164	4948	5986	6805
现金	596	1809	2206	2568
应收账款	984	1282	1482	1736
其他应收款	22	32	34	43
预付账款	45	60	68	81
存货	686	869	1016	1163
其他流动资产	829	896	1180	1215
非流动资产	3531	4560	5088	5579
长期投资	126	290	460	635
固定资产	862	1528	1778	2000
无形资产	452	527	616	723
其他非流动资产	2091	2216	2234	2221
资产总计	6695	9509	11074	12384
流动负债	2206	4398	5515	6237
短期借款	588	2444	3202	3696
应付账款	800	1023	1187	1367
其他流动负债	818	931	1126	1174
非流动负债	648	574	485	394
长期借款	468	394	305	214
其他非流动负债	180	180	180	180
负债合计	2854	4972	5999	6631
少数股东权益	15	16	17	19
股本	1073	1097	1097	1097
资本公积	2354	2613	2613	2613
留存收益	393	806	1344	2022
归属母公司股东权益	3826	4521	5058	5735
负债和股东权益	6695	9509	11074	12384

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	146	248	408	633
净利润	223	413	538	678
折旧摊销	86	104	149	180
财务费用	10	44	50	55
投资损失	-7	-37	-44	-48
营运资金变动	-183	-275	-284	-231
其他经营现金流	16	-1	-1	-1
投资活动现金流	-1185	-1095	-631	-622
资本支出	43	865	357	317
长期投资	-15	-163	-161	-174
其他投资现金流	-1156	-393	-435	-480
筹资活动现金流	1210	203	-137	-143
短期借款	588	0	0	0
长期借款	468	-74	-88.90	-90.68
普通股增加	651	24	0	0
资本公积增加	2324	259	0	0
其他筹资现金流	-2821	-5	-48	-53
现金净增加额	171	-644	-360	-133

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2484	5162	6295	7327
营业成本	1855	3926	4759	5500
营业税金及附加	12	20	27	33
营业费用	104	201	255	297
管理费用	278	519	622	698
财务费用	10	44	50	55
资产减值损失	11	11	11	10
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资净收益	7	37	44	48
营业利润	220	479	616	782
营业外收入	37	22	30	30
营业外支出	2	2	3	3
利润总额	256	498	643	809
所得税	33	85	105	131
净利润	223	413	538	678
少数股东损益	-0	1.24	1.08	1.36
归属母公司净利润	223	412	537	677
EBITDA	391	672	914	1135
EPS(元)	0.20	0.38	0.49	0.62

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	451.9	107.8	22.0	16.4
营业利润(%)	1177.6	117.4	28.6	26.9
归属于母公司净利润(%)	1848.0	84.4	30.4	26.0
获利能力				
毛利率(%)	25.3	23.9	24.4	24.9
净利率(%)	9.0	8.0	8.5	9.2
ROE(%)	5.8	9.1	10.6	11.8
ROIC(%)	5.4	6.3	7.4	8.2
偿债能力				
资产负债率(%)	42.6	52.3	54.2	53.5
净负债比率(%)	13.5	24.9	27.6	25.1
流动比率	1.4	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	0.9	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.38	0.49	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	0.23	0.37	0.58
每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.12	4.61	5.23
估值比率				
P/E	77.1	41.8	32.0	25.4
P/B	4.5	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	45.4	27.3	20.4	16.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033