

# 奥特佳 (002239) \ 汽车

——汽车空调压缩机业务稳步向上，进军动力锂电池行业

## 事件：

公司2016年实现营收52.29亿元，同比增长110.56%；归属于上市公司股东的净利润4.46亿元，同比增长99.78%；归属于上市公司股东的扣非净利润4.26亿元，同比增长118.46%；基本每股收益0.41元。公司拟每10股派0.6元同时每10股转增18股。

## 投资要点：

### ➤ 汽车空调压缩机业务稳步向上，新能源汽车电动压缩机优势明显

作为国内龙头，公司的汽车空调压缩机业务自2016年依旧保持了较快的增长，总销售量达到758万台，同比增长24%，符合我们之前的预期。公司压缩机的销量增速较国内乘用车高出10个百分点，占比较15年提升4个百分点至27%，在自主品牌乘用车中的市占率更是超过60%，优势明显。公司16年新能源汽车电动压缩机销量14.25万台，同比增长14.42%，参考国内16年新能源乘用车32.9万辆的总销量，其市占率达到43%，表现强势。后续随着公司加大力度开拓合资外资品牌客户、拓展售后市场以及分享新能源乘用车快速增长红利，我们预计公司空调压缩机销量将继续保持较快的增长。

### ➤ 空调国际盈利能力明显提升，协同效应逐步显现

2016年，空调国际实现营业收入16.81亿元，同比增长11.32%；净利润约8499万元，同比大增76.62%，剔除15年承担原股东借款利息以及调整坏账准备对空调国际净利润的不利影响，16年其净利润同比增长28.8%，显著高于营收增速；净利率上升近0.7个百分点至5.1%，盈利能力获得明显提升。同时空调国际与公司的协同也获得了成果：公司近日公告空调国际和富通空调收到德国大众集团的通知，富通空调被确定为大众集团欧洲MQB37W量产项目的压缩机供货商，为大众集团欧洲MQB37W项目开发、生产及销售外控变排量斜盘式压缩机，计划于2019年2月开始向大众欧洲生产基地供货。目前高端车一般使用斜盘式压缩机，而公司原本产品以涡旋式压缩机为主，公司通过收购国内最大的自主品牌斜盘式压缩机生产企业富通空调，显著增强了在斜盘式压缩机领域的竞争力，同时借助子公司空调国际优质的国际整车厂客户资源，进入了德国大众的配套体系，整合效应初显。预计后续公司将进入更多国际整车厂的供应链，打开广阔的成长空间。

### ➤ 拟收购海四达100%股权，进军锂电池行业打开全新成长级

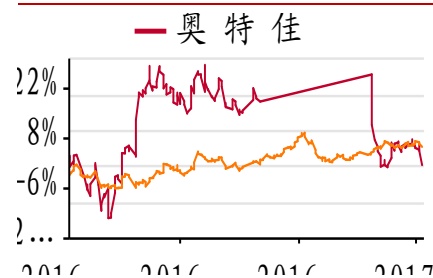
公司17年1月发布预案，拟以25亿元的对价收购海四达电源100%的股权（业绩承诺：17/18/19年实现扣非净利润1.67/2.0/2.4亿元）。通过本次收购，上

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	13.41元
目标价格：	元

## 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,118/581
流通A股市值（百万元）	7,785
每股净资产（元）	4.00
资产负债率（%）	42.43
一年内最高/最低（元）	17.50/11.20

## 一年内股价相对走势



马松 分析师  
 执业证书编号：S0590515090002  
 电话：0510-85613713  
 邮箱：mas@glsc.com.cn

郇莉  
 电话：0510-85613713  
 邮箱：ll@glsc.com.cn

## 相关报告

1、《奥特佳 (002239) \ 汽车行业》  
 2016.10.27

市公司将成功进入新能源汽车动力电池行业，打开新的成长空间：一方面可以完善公司在新能源汽车领域的布局，另一方面也可以借助公司拥有众多乘用车客户资源的优势，帮助海四达进入新的客户体系（目前海四达电源在新能源汽车领域的主要客户有中植一客、烟台舒驰、陆地方舟、四川野马、南京金龙、南京环绿等商用车客户）。综合来看，本次收购将成为公司有汽车空调系统供应商向多品类汽车核心零部件供应商和服务上转型的重要一步。

➤ **维持“推荐”评级。**

由于存在不确定性，暂不考虑海四达收购以及募集配套资金的影响，我们预计公司2017年-2019年EPS分别为0.47、0.53、0.58元，市盈率分别为30倍、26倍、24倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示。**

(1) 国内车市景气度下行；(2) 电动压缩机盈利能力显著恶化；(3) 整合不达预期。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2483.56	5229.39	5996.94	6608.29	7268.52
增长率（%）	451.90%	110.56%	14.68%	10.19%	9.99%
EBITDA（百万元）	360.71	741.99	798.37	875.88	944.76
净利润（百万元）	223.28	446.07	524.72	590.28	646.85
增长率（%）	1848.04%	99.78%	17.63%	12.50%	9.58%
EPS（元/股）	0.200	0.399	0.469	0.528	0.578
市盈率（P/E）	69.62	34.85	29.63	26.33	24.03
市净率（P/B）	4.06	3.18	2.91	2.66	2.43
EV/EBITDA	43.92	21.98	20.23	18.19	16.58

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表1：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	392.44	614.42	599.69	660.83	978.15	营业收入	2483.56	5229.39	5996.94	6608.29	7268.52
应收账款+票据	1771.14	2373.76	2752.97	3082.66	3451.85	营业成本	1855.36	3996.54	4609.25	5093.01	5616.39
预付账款	45.09	73.66	83.97	92.37	101.61	营业税金及附加	12.15	30.20	32.98	36.35	39.98
存货	686.02	881.58	969.74	1047.32	1110.16	营业费用	103.85	195.67	215.89	234.59	254.40
其他	64.90	78.84	90.67	97.92	103.79	管理费用	278.23	494.05	545.72	581.53	632.36
<b>流动资产合计</b>	<b>2959.58</b>	<b>4022.26</b>	<b>4497.05</b>	<b>4981.10</b>	<b>5745.56</b>	财务费用	10.15	26.83	23.59	12.79	4.60
长期股权投资	126.50	156.85	199.93	245.60	293.54	资产减值损失	11.48	28.66	32.96	36.25	39.88
固定资产	862.39	1143.38	1163.18	1179.68	1193.55	公允价值变动收益	0.68	0.59	0.00	0.00	0.00
在建工程	80.49	161.50	170.00	180.00	190.00	投资净收益	7.30	39.16	43.08	45.67	47.94
无形资产	444.45	453.14	439.78	424.79	407.73	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1967.71	2078.91	2059.05	2058.63	2059.63	<b>营业利润</b>	<b>220.33</b>	<b>497.21</b>	<b>579.63</b>	<b>659.43</b>	<b>728.86</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3481.54</b>	<b>3993.78</b>	<b>4031.93</b>	<b>4088.70</b>	<b>4144.46</b>	营业外净收益	35.54	25.44	28.00	25.00	22.00
<b>资产总计</b>	<b>6441.12</b>	<b>8016.04</b>	<b>8528.98</b>	<b>9069.80</b>	<b>9890.02</b>	<b>利润总额</b>	<b>255.87</b>	<b>522.64</b>	<b>607.63</b>	<b>684.43</b>	<b>750.86</b>
短期借款	588.07	501.33	246.20	20.86	0.00	所得税	32.65	72.19	77.91	88.15	97.00
应付账款+票据	1298.99	1858.57	2118.77	2330.64	2563.71	<b>净利润</b>	<b>223.22</b>	<b>450.45</b>	<b>529.72</b>	<b>596.28</b>	<b>653.85</b>
其他	154.71	284.09	323.52	355.87	391.46	少数股东损益	-0.07	4.38	5.00	6.00	7.00
<b>流动负债合计</b>	<b>2041.77</b>	<b>2643.98</b>	<b>2688.49</b>	<b>2707.38</b>	<b>2955.17</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>223.28</b>	<b>446.07</b>	<b>524.72</b>	<b>590.28</b>	<b>646.85</b>
长期带息负债	469.18	346.09	346.09	346.09	346.09						
长期应付款	0.00	1.42	1.42	1.42	1.42						
其他	89.01	129.01	146.43	160.62	176.23						
<b>非流动负债合计</b>	<b>558.19</b>	<b>476.52</b>	<b>493.94</b>	<b>508.13</b>	<b>523.73</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2599.96</b>	<b>3120.50</b>	<b>3182.43</b>	<b>3215.51</b>	<b>3478.90</b>						
少数股东权益	15.00	6.30	11.30	17.30	24.30						
股本	1072.97	1118.34	1118.34	1118.34	1118.34						
资本公积	2353.86	2911.50	2911.50	2911.50	2911.50						
留存收益	399.32	859.40	1305.41	1807.15	2356.98						
<b>股东权益合计</b>	<b>3841.16</b>	<b>4895.54</b>	<b>5346.55</b>	<b>5854.29</b>	<b>6411.12</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6441.12</b>	<b>8016.04</b>	<b>8528.98</b>	<b>9069.80</b>	<b>9890.02</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	215.35	417.52	462.50	529.06	586.95
折旧摊销	86.45	177.27	167.15	178.65	189.30
财务费用	28.71	45.07	23.59	12.79	4.60
存货减少	-55.71	-104.43	-88.16	-77.58	-62.84
营运资金变动	-126.84	-42.39	-101.42	-101.11	-115.65
其它	-10.11	-0.66	50.38	50.44	55.48
<b>经营活动现金流</b>	<b>137.86</b>	<b>492.39</b>	<b>514.05</b>	<b>592.26</b>	<b>657.85</b>
资本支出	43.36	298.76	215.00	226.00	237.00
长期投资	1160.62	91.98	0.00	0.00	0.00
其他	19.35	24.43	43.65	21.55	18.96
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1184.63</b>	<b>-366.31</b>	<b>-171.35</b>	<b>-204.45</b>	<b>-218.04</b>
债权融资	541.78	-156.41	-255.12	-225.34	-20.86
股权融资	739.50	323.24	0.00	0.00	0.00
其他	-71.35	-146.23	-102.30	-101.34	-101.63
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1209.94</b>	<b>20.59</b>	<b>-357.42</b>	<b>-326.67</b>	<b>-122.49</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>162.76</b>	<b>154.72</b>	<b>-14.73</b>	<b>61.14</b>	<b>317.32</b>

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	451.90%	110.56%	14.68%	10.19%	9.99%
EBIT	2227.95%	105.91%	11.78%	10.46%	8.35%
EBITDA	1252.22%	105.70%	7.60%	9.71%	7.86%
归属于母公司净利润	-78.82%	99.78%	17.63%	12.50%	9.58%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.29%	23.58%	23.14%	22.93%	22.73%
净利率	8.99%	8.61%	8.83%	9.02%	9.00%
ROE	5.84%	9.12%	9.83%	10.11%	10.13%
ROIC	69.87%	9.81%	9.31%	9.86%	10.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.37%	38.93%	37.31%	35.45%	35.18%
流动比率	1.45	1.52	1.67	1.84	1.94
速动比率	1.08	1.16	1.28	1.42	1.53
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.42	2.23	2.21	2.17	2.13
存货周转率	2.70	4.53	4.75	4.86	5.06
总资产周转率	0.39	0.65	0.70	0.73	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.40	0.47	0.53	0.58
每股经营现金流	0.12	0.44	0.46	0.53	0.59
每股净资产	3.42	4.37	4.77	5.22	5.71
<b>估值比率</b>					
市盈率	69.62	34.85	29.63	26.33	24.03
市净率	4.06	3.18	2.91	2.66	2.43
EV/EBITDA	43.92	21.98	20.23	18.19	16.58
EV/EBIT	57.77	28.88	25.58	22.85	20.73

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

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

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 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

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064