

# 奥特佳 (002239)

证券研究报告

2017年07月02日

## 传统压缩机龙头 新能源电动压缩机先行者

**兼并重组实现华丽蜕变，成为国内汽车空调压缩机龙头。**公司原是南通金飞达服装出口企业，先后在2015年5月和9月完成收购南京奥特佳和空调国际100%股权，又于2016年7月完成收购牡丹江富通空调88.01%股权，目前主营业务为压缩机、汽车空调系统和服装。南京奥特佳是目前全球最大涡旋式汽车空调压缩机和国内最大汽车空调压缩机的生产企业，富通空调是国内最大自主品牌斜盘式压缩机生产企业，空调国际则是国际知名汽车空调系统生产企业，三方互补完善产品线。2016年公司汽车空调压缩机在国内自主品牌乘用车的市占率超过60%，全市场份额约为27%。

**开拓国际和售后市场，打开传统压缩机业务增长天花板。**公司汽车空调压缩机在国内自主品牌车中已占据较大市场份额，与通用五菱、比亚迪、奇瑞、吉利、华晨、一汽大众等整车厂建立了长期稳定的战略合作配套关系。空调国际的核心客户包括通用、福特等。公司内部客户资源整合互补，打入合资OEM全球供应链进程加速。自2016年以来：南京奥特佳第一次向国际知名整车厂批量供应产品，成为PSA的供货商；空调国际与捷豹路虎（英国总部）和奇瑞捷豹路虎签订供货合同；富通空调成为大众欧洲MQB37W量产项目的压缩机供货商。公司目前还在积极开拓东南亚等新兴售后市场，有望凭借性价比优势，迅速抢占可观市场份额。随着国际及售后市场的不断开拓，我们认为公司传统压缩机业务将贡献显著业绩增量。

**国内电动压缩机先行者，电动热泵压缩机技术全球领先，有望成为又一个增长极。**受益于新能源汽车的快速发展，公司电动压缩机业务快速增长，2016年销售14.25万台/+14%，国内市占率达到40%，近期更成为一汽大众MQB平台电动压缩机供应商，预计将产生较强示范效应。公司还开发了新产品电动热泵压缩机，能够有效解决新能源汽车空调制热功能，助力整车能效比和续航大幅提升，预计将成为行业标配，目前公司该技术处于全球领先水平，已有多家厂商装车试验，有望在2018年实现量产。空调国际的热管理系统逐步得到国内新能源车厂的认可，2016年与蔚来汽车签署了供应电动车暖通空调系统的合作协议。此外，公司拟收购海四达进军新能源动力电池领域。短期来看，我们认为下半年新能源汽车行业回暖将直接带动公司2017年电动压缩机持续高增长。长期而言，随着电动热泵压缩机量产以及双积分政策下合资车企加速在华新能源新车投放计划，公司在合资替代进程加速背景下将开拓更多的客户，业绩有望更上一层楼。

### 投资建议：

随新市场开拓、新能源汽车市场持续回暖、热泵压缩机量产，不考虑收购海四达，我们预计公司2017-18年营收分别增长19%和14%，达到62.29亿元和71.24亿元，归母净利润分别增长26%和27%，达到5.62亿元和7.16亿元，EPS分别为0.18元和0.23元，对应当前PE 24X和19X。考虑未来新能源汽车的加速发展，给予2018年25X PE，对应目标价5.8元以及33%的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**新市场开拓进程较慢、新能源汽车销量不及预期新产品量产延后。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,483.56	5,229.39	6,228.86	7,123.81	8,181.31
增长率(%)	451.90	110.56	19.11	14.37	14.84
EBITDA(百万元)	316.49	700.38	749.68	897.20	1,064.82
净利润(百万元)	223.28	446.07	562.96	716.46	864.64
增长率(%)	1,848.04	99.78	26.20	27.27	20.68
EPS(元/股)	0.07	0.14	0.18	0.23	0.28
市盈率(P/E)	60.72	30.40	24.09	18.93	15.68
市净率(P/B)	3.54	2.77	1.78	1.64	1.50
市销率(P/S)	5.46	2.59	2.18	1.90	1.66
EV/EBITDA	63.49	24.96	15.64	11.58	10.08

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.33元
目标价格	5.8元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,131.36
流通A股本(百万股)	1,803.56
A股总市值(百万元)	13,558.79
流通A股市值(百万元)	7,809.43
每股净资产(元)	4.46
资产负债率(%)	40.26
一年内最高/最低(元)	17.50/4.13

### 作者

**崔琰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516100005  
cuiyan@tfzq.com

**张程航** 联系人  
zhangchenghang@tfzq.com

**周沐** 联系人  
zhoumu@tfzq.com

**娄周鑫** 联系人  
louzhouxin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	596.38	861.70	2,074.07	3,127.46	2,795.49
应收账款	1,006.64	1,401.39	1,436.86	1,809.19	1,918.73
预付账款	45.09	73.66	76.61	82.10	103.91
存货	686.02	881.58	794.51	1,293.34	1,089.48
其他	829.48	1,051.91	1,146.98	1,343.15	1,513.99
<b>流动资产合计</b>	<b>3,163.60</b>	<b>4,270.25</b>	<b>5,529.04</b>	<b>7,655.23</b>	<b>7,421.61</b>
长期股权投资	126.50	156.85	156.85	156.85	156.85
固定资产	862.39	1,143.38	1,188.23	1,223.67	1,236.65
在建工程	80.49	161.50	138.90	131.34	102.80
无形资产	451.76	496.77	445.16	393.55	341.94
其他	2,010.31	2,108.76	2,037.64	2,063.95	2,068.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,531.44</b>	<b>4,067.25</b>	<b>3,966.78</b>	<b>3,969.35</b>	<b>3,906.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,695.05</b>	<b>8,337.51</b>	<b>9,495.82</b>	<b>11,624.58</b>	<b>11,328.12</b>
短期借款	588.07	501.33	0.00	0.00	0.00
应付账款	878.80	1,266.23	1,070.24	1,698.44	1,452.48
其他	739.12	1,095.40	400.00	1,477.91	645.50
<b>流动负债合计</b>	<b>2,205.99</b>	<b>2,862.96</b>	<b>1,470.24</b>	<b>3,176.35</b>	<b>2,097.97</b>
长期借款	468.20	345.00	278.83	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	179.70	234.02	137.90	183.87	185.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>647.90</b>	<b>579.02</b>	<b>416.74</b>	<b>183.87</b>	<b>185.26</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,853.89</b>	<b>3,441.97</b>	<b>1,886.98</b>	<b>3,360.22</b>	<b>2,283.24</b>
少数股东权益	15.00	6.30	6.30	8.55	12.27
股本	1,072.97	1,118.34	3,131.44	3,131.44	3,131.44
资本公积	2,353.86	2,911.50	3,107.00	3,107.00	3,107.00
留存收益	2,746.97	3,749.89	4,471.11	5,124.37	5,901.17
其他	(2,347.65)	(2,890.49)	(3,107.00)	(3,107.00)	(3,107.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,841.16</b>	<b>4,895.54</b>	<b>7,608.85</b>	<b>8,264.36</b>	<b>9,044.88</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,695.05</b>	<b>8,337.51</b>	<b>9,495.82</b>	<b>11,624.58</b>	<b>11,328.12</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	223.22	450.45	562.96	716.46	864.64
折旧摊销	86.45	177.27	99.36	103.74	107.16
财务费用	28.71	45.07	8.30	(33.09)	(46.21)
投资损失	(7.30)	(39.16)	(28.00)	(28.00)	(28.00)
营运资金变动	(12.45)	(114.57)	(897.95)	631.97	(1,187.27)
其它	(172.52)	(11.42)	0.09	2.38	3.61
<b>经营活动现金流</b>	<b>146.10</b>	<b>507.64</b>	<b>(255.23)</b>	<b>1,393.46</b>	<b>(286.07)</b>
资本支出	3,193.91	578.69	166.11	34.03	38.61
长期投资	126.50	30.35	0.00	0.00	0.00
其他	(4,505.03)	(975.35)	(208.11)	(86.03)	(50.61)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,184.63)</b>	<b>(366.31)</b>	<b>(42.00)</b>	<b>(52.00)</b>	<b>(12.00)</b>
债权融资	1,116.51	970.00	340.14	81.74	88.90
股权融资	2,973.09	594.85	2,180.58	34.82	48.51
其他	(2,879.66)	(1,544.26)	(1,011.12)	(404.63)	(171.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,209.94</b>	<b>20.59</b>	<b>1,509.60</b>	<b>(288.08)</b>	<b>(33.89)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>171.41</b>	<b>161.91</b>	<b>1,212.37</b>	<b>1,053.38</b>	<b>(331.96)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,483.56</b>	<b>5,229.39</b>	<b>6,228.86</b>	<b>7,123.81</b>	<b>8,181.31</b>
营业成本	1,855.36	3,996.54	4,725.28	5,368.76	6,127.25
营业税金及附加	12.15	30.20	37.37	35.62	40.91
营业费用	103.85	195.67	230.47	263.58	302.71
管理费用	278.23	494.05	585.51	662.51	752.68
财务费用	10.15	26.83	8.30	(33.09)	(46.21)
资产减值损失	11.48	28.66	28.00	28.00	28.00
公允价值变动收益	0.68	0.59	0.09	0.13	(0.12)
投资净收益	7.30	39.16	28.00	28.00	28.00
其他	(15.96)	(79.51)	(56.18)	(56.26)	(55.77)
<b>营业利润</b>	<b>220.33</b>	<b>497.21</b>	<b>642.02</b>	<b>826.56</b>	<b>1,003.87</b>
营业外收入	37.28	35.77	35.00	35.00	35.00
营业外支出	1.74	10.33	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>255.87</b>	<b>522.64</b>	<b>667.02</b>	<b>851.56</b>	<b>1,028.87</b>
所得税	32.65	72.19	104.06	132.84	160.50
<b>净利润</b>	<b>223.22</b>	<b>450.45</b>	<b>562.96</b>	<b>718.72</b>	<b>868.36</b>
少数股东损益	(0.07)	4.38	0.00	2.26	3.72
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>223.28</b>	<b>446.07</b>	<b>562.96</b>	<b>716.46</b>	<b>864.64</b>
每股收益(元)	0.07	0.14	0.18	0.23	0.28

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	451.90%	110.56%	19.11%	14.37%	14.84%
营业利润	1177.60%	125.67%	29.13%	28.74%	21.45%
归属于母公司净利润	1848.04%	99.78%	26.20%	27.27%	20.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.29%	23.58%	24.14%	24.64%	25.11%
净利率	8.99%	8.53%	9.04%	10.06%	10.57%
ROE	5.84%	9.12%	7.40%	8.68%	9.57%
ROIC	85.74%	10.59%	11.37%	11.61%	15.89%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.63%	41.28%	19.87%	28.91%	20.16%
净负债率	-8.01%	23.31%	21.16%	-6.38%	1.67%
流动比率	1.43	1.49	3.76	2.41	3.54
速动比率	1.12	1.18	3.22	2.00	3.02
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.45	4.34	4.39	4.39	4.39
存货周转率	6.76	6.67	7.43	6.82	6.87
总资产周转率	0.67	0.70	0.70	0.67	0.71
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.07	0.14	0.18	0.23	0.28
每股经营现金流	0.05	0.16	-0.08	0.45	-0.09
每股净资产	1.22	1.56	2.43	2.64	2.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	60.72	30.40	24.09	18.93	15.68
市净率	3.54	2.77	1.78	1.64	1.50
EV/EBITDA	63.49	24.96	15.64	11.58	10.08
EV/EBIT	87.19	33.37	18.03	13.09	11.20

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com