

奥特佳 (002239)

终止收购海四达 可更加聚焦汽车空调主业

事件:

公司发布公告, 将终止收购海四达 100% 股权事项。

点评:

终止收购, 有利于公司更加聚焦于汽车空调压缩机与空调系统主业。公司 2017 年 1 月公布增发议案, 拟通过发行股份收购江苏海四达 100% 股权, 并通过非公开发行股份募集配套资金, 交易价格为 25 亿元。海四达主要从事锂电池的研发生产 (包括磷酸铁锂和三元), 客户包括中植一客、烟台舒驰、陆地方舟、四川野马、南京金龙、南京环绿等, 2016 年营收 8.65 亿元, 归母净利 0.97 亿元。公司主业为汽车空调压缩机及空调系统的研发生产销售, 同时在电动压缩机领域领先, 与海四达有相似的下游新能源汽车客户, 但业务本身仍有较大差别, 本次董事会同意终止收购, 将利于公司更加聚焦于现有主业。

兼并重组打造国内汽车空调压缩机龙头。公司于 2015 年先后收购南京奥特佳和空调国际 100% 股权, 又于 2016 年完成收购牡丹江富通空调 88.01% 股权, 从而进入汽车空调压缩机及空调系统领域。其中南京奥特佳已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。公司在国内市占率已较高, 但自 2016 年以来, 南京奥特佳成为了 PSA 的供货商, 实现首次向国际知名整车厂的批量供货; 空调国际成为了英国捷豹路虎、奇瑞捷豹路虎供应商; 富通空调成为了大众欧洲 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市场份额。

新能源汽车优质零部件供应商, 电动压缩机与电动热泵压缩机技术全球领先。公司电动压缩机业务快速增长, 2016 年国内市占率达到 40%, 近期成为一汽大众 MQB 平台电动压缩机供应商, 预计将产生较强示范效应。公司还率先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也逐步得到国内新能源车厂的认可。

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, 我们预计公司 2017-18 年归母净利分别增长 26% 和 27%, 达到 5.62 亿元和 7.14 亿元, EPS 分别为 0.18 元和 0.23 元, 对应当前 PE 23X 和 18X。考虑新能源汽车市场加速发展, 给予 2018 年 25X PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 新客户开拓进程较慢、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	561.71	713.95	862.09
增长率(%)	1,848.04	99.78	25.92	27.10	20.75
EPS(元/股)	0.07	0.14	0.18	0.23	0.28
市盈率(P/E)	58.90	29.48	23.41	18.42	15.26
市净率(P/B)	3.44	2.69	1.78	1.63	1.49
市销率(P/S)	5.30	2.51	2.11	1.85	1.61
EV/EBITDA	63.49	24.96	15.36	11.35	9.88

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 (维持评级)
当前价格	4.20 元
目标价格	5.8 元
上次目标价	5.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,131.36
流通 A 股股本(百万股)	1,803.56
A 股总市值(百万元)	13,151.71
流通 A 股市值(百万元)	7,574.96
每股净资产(元)	4.46
资产负债率(%)	40.26
一年内最高/最低(元)	17.26/4.01

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

1 《首次覆盖报告: 奥特佳 (002239) 传统压缩机龙头 新能源电动压缩机先行者》 2017-07-02

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	1,877.09	2,928.40	2,594.14
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
流动资产合计	3,163.60	4,270.25	5,332.05	7,456.18	7,220.25
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
非流动资产合计	3,531.44	4,067.25	3,966.78	3,969.35	3,906.51
资产总计	6,695.05	8,337.51	9,298.84	11,425.53	11,126.76
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
流动负债合计	2,205.99	2,862.96	1,470.24	3,176.35	2,097.97
长期借款	468.20	345.00	278.60	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
非流动负债合计	647.90	579.02	416.51	183.87	185.26
负债合计	2,853.89	3,441.97	1,886.75	3,360.22	2,283.24
少数股东权益	15.00	6.30	6.30	8.54	12.25
股本	1,072.97	1,118.34	3,131.36	3,131.36	3,131.36
资本公积	2,353.86	2,911.50	2,911.50	2,911.50	2,911.50
留存收益	2,746.97	3,749.89	4,274.44	4,925.40	5,699.91
其他	(2,347.65)	(2,890.49)	(2,911.50)	(2,911.50)	(2,911.50)
股东权益合计	3,841.16	4,895.54	7,412.09	8,065.31	8,843.52
负债和股东权益总	6,695.05	8,337.51	9,298.84	11,425.53	11,126.76

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	223.22	450.45	561.71	713.95	862.09
折旧摊销	86.45	177.27	99.36	103.74	107.16
财务费用	28.71	45.07	9.79	(30.10)	(43.18)
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	3.60
经营活动现金流	146.10	507.64	(255.00)	1,393.93	(285.59)
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)
投资活动现金流	(1,184.63)	(366.31)	(42.00)	(52.00)	(12.00)
债权融资	1,116.51	970.00	339.91	81.74	88.90
股权融资	2,973.09	594.85	1,983.51	31.82	45.48
其他	(2,879.66)	(1,544.26)	(1,011.03)	(404.18)	(171.05)
筹资活动现金流	1,209.94	20.59	1,312.38	(290.62)	(36.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	171.41	161.91	1,015.38	1,051.31	(334.26)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,483.56	5,229.39	6,228.86	7,123.81	8,181.31
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	9.79	(30.10)	(43.18)
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)
营业利润	220.33	497.21	640.53	823.57	1,000.84
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
利润总额	255.87	522.64	665.53	848.57	1,025.84
所得税	32.65	72.19	103.82	132.38	160.03
净利润	223.22	450.45	561.71	716.19	865.81
少数股东损益	(0.07)	4.38	0.00	2.25	3.71
归属于母公司净利润	223.28	446.07	561.71	713.95	862.09
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
成长能力					
营业收入	451.90%	110.56%	19.11%	14.37%	14.84%
营业利润	1177.60%	125.67%	28.83%	28.58%	21.52%
归属于母公司净利润	1848.04%	99.78%	25.92%	27.10%	20.75%
获利能力					
毛利率	25.29%	23.58%	24.14%	24.64%	25.11%
净利率	8.99%	8.53%	9.02%	10.02%	10.54%
ROE	5.84%	9.12%	7.58%	8.86%	9.76%
ROIC	85.74%	10.59%	11.37%	11.61%	15.89%
偿债能力					
资产负债率	42.63%	41.28%	20.29%	29.41%	20.52%
净负债率	-8.01%	23.31%	21.72%	-4.09%	3.96%
流动比率	1.43	1.49	3.63	2.35	3.44
速动比率	1.12	1.18	3.09	1.94	2.92
营运能力					
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	0.71	0.69	0.73
每股指标(元)					
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	2.37	2.57	2.82
估值比率					
市盈率	58.90	29.48	23.41	18.42	15.26
市净率	3.44	2.69	1.78	1.63	1.49
EV/EBITDA	63.49	24.96	15.36	11.35	9.88
EV/EBIT	87.19	33.37	17.71	12.83	10.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

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