

# 奥特佳 (002239)

证券研究报告

2017年08月27日

## 1H17 市占率持续提升 看好下半年业绩增长

### 事件

公司发布中报，上半年营收 26.89 亿元/+9%，归母净利 1.84 亿元/+4%，扣非归母净利 1.81 亿元/+8%。同时公司预计今年前三季度归母净利为 2.4 亿~3.3 亿元/-11%~22%。

### 点评

**空调压缩机销量持续稳定增长，新老车型切换致汽车空调系统下滑拖累营收增速。**公司上半年营收 26.89 亿元/+9%，其中空调压缩机业务实现营收 17.11 亿元/+25%，销量增长 24%至 404 万台（净增 78 万台），主要受益于合并富通空调，同时原有压缩机销量同比增长。汽车空调系统营收 7.33 亿元/-13.49%，同比下滑主要受部分老车型下线和新车型切换待上量的影响。服装（女装）营收 2.43 亿元/+9%，实现稳定增长。分季度看，2Q17 营收+4%，增幅较 1Q17 的 16% 收窄，主要受行业淡季影响。我们预计随 2H17 新能源乘用车市场持续回暖，以及有望重新配套比亚迪，公司电动空调压缩机销售也有望再次放量，加之汽车空调系统配套新车型逐步推出，公司营收增速有望进一步提升。

**毛利率有所下滑，费用率管控有效，净利率基本稳定。**公司 1H17 毛利率为 21.33%，较 1H16 下降 1.76pp，其中，汽车空调压缩机毛利率为 25.43%/-4.34pp，年降因素以及北汽自 2H16 退出公司供应链导致高毛利率电动压缩机销量占比下降对毛利率都有所影响；汽车空调系统毛利率 12.97%/-1.79pp；服装（女装）毛利率 17.72%/+3.25pp。分季度看，2Q17 为 21.18%与 1Q17 的 21.38%基本持平。公司 1H17 费用管控较好，其中管理费用率 8.58%/-1.16pp，销售费用率 4.06%/-0.16pp，财务费用率 0.85%/-0.21pp。2Q17 管理费用率较 1Q17 走低，财务费用率较 1Q17 略有增长，整体处于下降趋势。最终公司 1H17 净利率 6.84%，同比微降 0.44pp 但总体稳定；2Q17 净利率 7.09%，较 1Q17 有所回升。

**市占率持续提升，国际化和新能源汽车行业回暖助力业绩高速增长。**奥特佳作为国内最大的汽车空调压缩机生产企业，2016 年压缩机销量达 774.5 万台，在国内自主品牌乘用车的市占率超过 60%，其中电动压缩机销售 14.25 万台/+14%，国内市占率达到 40%；1H17 销量为 404 万台，在国内全部汽车的市占率约为 30%，比 2016 年提高 3pp。公司加速国际化进程，2016 年、2017 年分别通过了 PSA 和德国大众的审核，成为其供货商，我们认为优质的客户资源有助于公司业务的稳定发展和市场影响力的提升。受益于下半年新能源汽车行业回暖以及大客户的潜在回归，公司电动压缩机业务有望实现快速增长，新产品电动热泵压缩机预计将成为行业标配并在 2018 年实现量产，助力业绩更上一层楼。

### 投资建议

随新市场开拓以及新能源汽车市场持续回暖、热泵压缩机量产，我们预计公司 2017-2018 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。考虑未来新能源汽车加速发展，给予 2018 年 25X PE，对应目标价 5.8 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源汽车发展不及预期、新市场拓展不及预期、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)	58.06	29.06	23.08	18.16	15.04
市净率(P/B)	3.39	2.65	1.75	1.61	1.47
市销率(P/S)	5.22	2.48	2.08	1.82	1.58
EV/EBITDA	63.49	24.96	15.11	11.14	9.71

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	4.14 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)	12,963.83
流通 A 股市值(百万元)	7,466.75
每股净资产(元)	1.60
资产负债率(%)	41.28
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

- 《奥特佳-公司点评:终止收购海四达可更加聚焦汽车空调主业》 2017-08-01
- 《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)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	596.38	861.70	1,877.09	2,928.40	2,594.14	营业收入	2,483.56	5,229.39	6,228.86	7,123.81	8,181.31
应收账款	1,006.64	1,401.39	1,436.86	1,809.19	1,918.73	营业成本	1,855.36	3,996.54	4,725.28	5,368.76	6,127.25
预付账款	45.09	73.66	76.61	82.10	103.91	营业税金及附加	12.15	30.20	37.37	35.62	40.91
存货	686.02	881.58	794.51	1,293.34	1,089.48	营业费用	103.85	195.67	230.47	263.58	302.71
其他	829.48	1,051.91	1,146.98	1,343.15	1,513.99	管理费用	278.23	494.05	585.51	662.51	752.68
<b>流动资产合计</b>	<b>3,163.60</b>	<b>4,270.25</b>	<b>5,332.05</b>	<b>7,456.18</b>	<b>7,220.25</b>	财务费用	10.15	26.83	9.79	(30.10)	(43.18)
长期股权投资	126.50	156.85	156.85	156.85	156.85	资产减值损失	11.48	28.66	28.00	28.00	28.00
固定资产	862.39	1,143.38	1,188.23	1,223.67	1,236.65	公允价值变动收益	0.68	0.59	0.09	0.13	(0.12)
在建工程	80.49	161.50	138.90	131.34	102.80	投资净收益	7.30	39.16	28.00	28.00	28.00
无形资产	451.76	496.77	445.16	393.55	341.94	其他	(15.96)	(79.51)	(56.18)	(56.26)	(55.77)
其他	2,010.31	2,108.76	2,037.64	2,063.95	2,068.27	<b>营业利润</b>	<b>220.33</b>	<b>497.21</b>	<b>640.53</b>	<b>823.57</b>	<b>1,000.84</b>
<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>	营业外收入	37.28	35.77	35.00	35.00	35.00
<b>资产总计</b>	<b>6,695.05</b>	<b>8,337.51</b>	<b>9,298.84</b>	<b>11,425.53</b>	<b>11,126.76</b>	营业外支出	1.74	10.33	10.00	10.00	10.00
短期借款	588.07	501.33	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>255.87</b>	<b>522.64</b>	<b>665.53</b>	<b>848.57</b>	<b>1,025.84</b>
应付账款	878.80	1,266.23	1,070.24	1,698.44	1,452.48	所得税	32.65	72.19	103.82	132.38	160.03
其他	739.12	1,095.40	400.00	1,477.91	645.50	<b>净利润</b>	<b>223.22</b>	<b>450.45</b>	<b>561.71</b>	<b>716.19</b>	<b>865.81</b>
<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>	少数股东损益	(0.07)	4.38	0.00	2.25	3.71
长期借款	468.20	345.00	278.60	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>223.28</b>	<b>446.07</b>	<b>561.71</b>	<b>713.95</b>	<b>862.09</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.07	0.14	0.18	0.23	0.28
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>416.51</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>1,886.75</b>	<b>3,360.22</b>	<b>2,283.24</b>						
少数股东权益	15.00	6.30	6.30	8.54	12.25	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	1,072.97	1,118.34	3,131.36	3,131.36	3,131.36	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,353.86	2,911.50	2,911.50	2,911.50	2,911.50	营业收入	451.90%	110.56%	19.11%	14.37%	14.84%
留存收益	2,746.97	3,749.89	4,274.44	4,925.40	5,699.91	营业利润	1177.60%	125.67%	28.83%	28.58%	21.52%
其他	(2,347.65)	(2,890.49)	(2,911.50)	(2,911.50)	(2,911.50)	归属于母公司净利润	1848.04%	99.78%	25.92%	27.10%	20.75%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,841.16</b>	<b>4,895.54</b>	<b>7,412.09</b>	<b>8,065.31</b>	<b>8,843.52</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,695.05</b>	<b>8,337.51</b>	<b>9,298.84</b>	<b>11,425.53</b>	<b>11,126.76</b>	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%
						<b>偿债能力</b>					
						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
						<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	0.71	0.69	0.73
						<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	2.37	2.57	2.82
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.06	29.06	23.08	18.16	15.04
						市净率	3.39	2.65	1.75	1.61	1.47
						EV/EBITDA	63.49	24.96	15.11	11.14	9.71
						EV/EBIT	87.19	33.37	17.42	12.60	10.79

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