

# 奥特佳 (002239) \汽车

## ——短期业绩表现低于预期，不改长期看好逻辑

### 事件：

公司1-9月实现营收38.0亿元，同比增长2.37%；归属于上市公司股东的净利润2.50亿元，同比减少7.51%；归属于上市公司股东的扣非净利润2.44亿元，同比减少5.87%；基本每股收益0.08元。公司预计全年实现净利润3.6亿元-4.8亿元，同比增长-19.30%-7.61%。

### 投资要点：

#### ➤ 营收端受空调国际拖累明显，业绩表现低于预期

公司Q3单季度实现营收11.1亿元，同环比-11.5%/-14.6%；低于行业整体表现（Q3国内乘用车产量同环比+3.04%/+8.74%，公司主要的客户群体自主品牌乘用车Q3销量同环比+3.23%/+8.79%），营收端的下滑预计主要受到空调国际表现的拖累（北美配套部分车型停产）。公司Q3实现归母净利润6576.5万元，同比减少28.9%；实现扣非归母净利润6330.8万元，同比减少22.1%，表现低于预期。业绩端的表现一方面受到营收端的影响，另一方面则受到盈利能力下滑的拖累。

#### ➤ 盈利能力下滑程度超预期，三费控制较好

由于受到原材料铝价格上涨、产品结构变化（毛利率较低的富通营收占比提升），以及产能利用率下降（公司产能持续提升，超出汽车行业增速）等因素的影响，今年以来公司毛利率持续下滑。Q3单季度毛利率18.88%，同环比分别下降4.6和2.4个百分点；净利率为5.85%，同环比分别下降1.5和1.2个百分点，整体盈利能力的下滑幅度超出我们之前的判断。公司的三项费用控制较好，Q3单季度三项费用率同环比分别减少1.89和0.29个百分点。

#### ➤ 短期业绩波动无碍公司长期发展

虽然公司短期业绩受到以上因素的拖累，但我们依旧看好公司长期发展。公司作为国内汽车空调压缩机龙头，在传统领域，借助空调国际优质的客户资源，后续有望进入更多国际整车厂的供应链；在新能源汽车领域，依托在涡旋压缩机领域的多年积累，产品竞争力强，后续持续受益于新能源车产销增长，而公司积极布局发展的新能源汽车热管理产品也将为公司打开新的成长空间。

#### ➤ 维持“推荐”评级

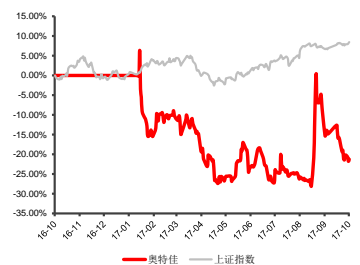
考虑到公司盈利能力下滑程度超出我们的预期，我们下调公司2017年-2019年EPS至0.13、0.15、0.18元，市盈率分别为34倍、30倍、24倍，维持“推荐”评级。

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	4.39元
目标价格：	元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	3,131/1,842
流通A股市值（百万元）	8,032
每股净资产（元）	1.60
资产负债率（%）	41.28
一年内最高/最低（元）	6.14/3.92

### 一年内股价相对走势



郦莉 分析师  
 执业证书编号：S0590517090003  
 电话：0510-85613713  
 邮箱：ll@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《奥特佳 (002239) \汽车行业》  
《业绩小幅增长，电动压缩机+热管理提供长期成》
- 《奥特佳 (002239) \汽车行业》  
《17Q1 压缩机销量保持较快增长，价格下降拖累》
- 《奥特佳 (002239) \汽车行业》  
《汽车空调压缩机业务稳步向上，进军动力锂电》

## ➤ 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	5414.14	5955.37	6546.52
增长率（%）	451.90%	110.56%	3.53%	10.00%	9.93%
EBITDA（百万元）	360.71	741.99	658.59	729.49	855.41
净利润（百万元）	223.28	446.07	400.26	456.14	561.15
增长率（%）	1848.04%	99.78%	-10.27%	13.96%	23.02%
EPS（元/股）	0.071	0.142	0.128	0.146	0.179
市盈率（P/E）	61.14	30.61	34.11	29.93	24.33
市净率（P/B）	3.57	2.79	2.61	2.43	2.24
EV/EBITDA	15.54	7.60	21.75	19.50	16.41

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	541.41	595.54	654.65	营业收入	2,483.56	5,229.39	5,414.14	5,955.37	6,546.52
应收账款+票据	1,771.14	2,373.76	2,752.97	3,082.66	3,451.85	营业成本	1,855.36	3,996.54	4,288.54	4,702.36	5,107.59
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	29.78	32.75	36.01
存货	686.02	881.58	969.74	1,047.32	1,110.16	营业费用	103.85	195.67	194.91	208.44	222.58
其他	64.90	78.84	90.67	97.92	103.79	管理费用	278.23	494.05	460.20	494.30	536.81
<b>流动资产合计</b>	<b>2,959.58</b>	<b>4,022.26</b>	<b>4,438.77</b>	<b>4,915.81</b>	<b>5,422.06</b>	财务费用	10.15	26.83	40.55	39.38	37.04
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	8.00	20.00	25.00
固定资产	862.39	1,143.38	1,188.14	1,220.89	1,249.65	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	1,967.71	2,078.91	2,056.40	2,053.34	2,051.69	<b>营业利润</b>	<b>220.33</b>	<b>497.21</b>	<b>435.24</b>	<b>503.81</b>	<b>629.43</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,481.54</b>	<b>3,993.78</b>	<b>4,054.25</b>	<b>4,124.62</b>	<b>4,192.61</b>	营业外净收益	35.54	25.44	28.00	25.00	22.00
<b>资产总计</b>	<b>6,441.12</b>	<b>8,016.04</b>	<b>8,493.01</b>	<b>9,040.43</b>	<b>9,614.67</b>	<b>利润总额</b>	<b>255.87</b>	<b>522.64</b>	<b>463.24</b>	<b>528.81</b>	<b>651.43</b>
短期借款	588.07	501.33	316.02	211.30	17.32	所得税	32.65	72.19	57.98	66.67	83.28
应付账款+票据	1,298.99	1,858.57	2,118.77	2,330.64	2,563.71	<b>净利润</b>	<b>223.22</b>	<b>450.45</b>	<b>405.26</b>	<b>462.14</b>	<b>568.15</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>2,041.77</b>	<b>2,643.98</b>	<b>2,758.31</b>	<b>2,897.82</b>	<b>2,972.48</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>223.28</b>	<b>446.07</b>	<b>400.26</b>	<b>456.14</b>	<b>561.15</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>2,599.96</b>	<b>3,120.50</b>	<b>3,252.25</b>	<b>3,405.95</b>	<b>3,496.22</b>						
少数股东权益	15.00	6.30	11.30	17.30	24.30						
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	898.48	898.48	898.48						
留存收益	399.32	859.40	1,199.62	1,587.34	2,064.31						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,841.16</b>	<b>4,895.54</b>	<b>5,240.76</b>	<b>5,634.47</b>	<b>6,118.45</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,441.12</b>	<b>8,016.04</b>	<b>8,493.01</b>	<b>9,040.42</b>	<b>9,614.66</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	215.35	417.52	338.04	394.92	501.24
折旧摊销	86.45	177.27	169.80	181.30	191.95
财务费用	28.71	45.07	25.55	19.38	12.04
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	25.42	34.19	40.60
<b>经营活动现金流</b>	<b>137.86</b>	<b>492.39</b>	<b>369.23</b>	<b>451.09</b>	<b>567.35</b>
资本支出	43.36	298.76	215.00	226.00	237.00
长期投资	1,160.62	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>-1,184.63</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	-185.30	-104.72	-193.99
股权融资	739.50	323.24	0.00	0.00	0.00
其他	-71.35	-146.23	-85.59	-87.80	-96.21
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,209.94</b>	<b>20.59</b>	<b>-270.89</b>	<b>-192.52</b>	<b>-290.20</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>162.76</b>	<b>154.72</b>	<b>-73.01</b>	<b>54.12</b>	<b>59.12</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%	3.53%	10.00%	9.93%
EBIT	2,227.95%	105.91%	-13.45%	12.15%	21.03%
EBITDA	1,252.22%	105.70%	-11.24%	10.77%	17.26%
归属于母公司净利润	-78.82%	99.78%	-10.27%	13.96%	23.02%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.29%	23.58%	20.79%	21.04%	21.98%
净利率	8.99%	8.61%	7.49%	7.76%	8.68%
ROE	5.84%	9.12%	7.65%	8.12%	9.21%
ROIC	69.87%	9.72%	7.13%	7.75%	9.04%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	40.37%	38.93%	38.29%	37.67%	36.36%
流动比率	1.45	1.52	1.61	1.70	1.82
速动比率	1.08	1.16	1.22	1.30	1.42
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.42	2.23	1.99	1.96	1.92
存货周转率	2.70	4.53	4.42	4.49	4.60
总资产周转率	0.39	0.65	0.64	0.66	0.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.07	0.14	0.13	0.15	0.18
每股经营现金流	0.04	0.16	0.12	0.14	0.18
每股净资产	1.22	1.56	1.67	1.79	1.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	61.14	30.61	34.11	29.93	24.33
市净率	3.57	2.79	2.61	2.43	2.24
EV/EBITDA	15.54	7.60	21.75	19.50	16.41
EV/EBIT	20.44	9.98	29.31	25.95	21.16

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