

# 奥特佳 (002239)

## —国内汽车空调压缩机龙头

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 4.08 元

### 投资要点:

收购富通空调和空调国际后,优势互补,协同效应开始显现,海外市场拓展顺利。富通空调进入大众集团欧洲 MQB37W 量产项目供应商。奥特佳成为德国大众 MEB 电动汽车平台、PSA 欧洲 CMP 项目供应商。

公司 2017 年前三季度业绩下滑不是因为竞争力下降,主要是因为 2016 年过于火爆的自主品牌乘用车市场透支了 2017 年的自主品牌乘用车的销量。公司汽车空调压缩机业务绝大多数客户是自主品牌整车厂,自主品牌汽车的销量直接决定公司压缩机业务的业绩。2016 年,自主品牌乘用车销量 1050 万辆,同增 20.75%,增幅比例创 5 年新高。2017 年 1-11 月 957.8 万,同增 3.52%,增幅比例创 5 年新低。但自主品牌的崛起是不争的事实,长期向好。同时,公司已经在积极拓展海外市场,并取得一些成绩。

公司是国内最大的自主汽车空调压缩机生产商,汽车空调压缩机业务国内领先。南京奥特佳是世界最大的涡旋式汽车空调压缩机生产商,国内绝对龙头,市场份额达到 60%左右;低温热泵压缩机世界领先,目前同样掌握该技术的还有日本电装。富通空调是国内最大的自主品牌斜盘式压缩机生产商。子公司空调国际,汽车空调系统业务经验丰富,新能源汽车热管理系统拓展顺利。空调国际拥有近 50 年的行业经验,具有卓越的研发能力,积累了大量客户资源。

新能源汽车爆发在即,电动涡旋式压缩机持续受益。与其他类型压缩机相比,由于涡旋式压缩机的特性,使其在效率、功耗、降噪等方面具有优势,涡旋式压缩机更适合应用在经济型小排量车上。新能源汽车由于驱动电机完全或部分取代了发动机,因此电动车无法采用非独立式(发动机驱动)空调压缩机,而只能采用电动压缩机(独立式,靠电机驱动)。涡旋式压缩机高转速决定了其可以和新能源汽车电机做很好的匹配,而传统的活塞式压缩机无法和电机做很好的匹配,所以目前的电动压缩机只能使用涡旋式压缩机。

发布时间:2018 年 1 月 5 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	16.69/3.71
上证指数/深圳成指	3385.71/11341.35
50 日均成交额(百万元)	68.94
市净率(倍)	2.63
股息率	1.46%

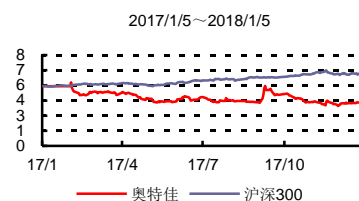
### 基础数据

流通股(百万股)	1903.43
总股本(百万股)	3131.36
流通市值(百万元)	7823.12
总市值(百万元)	12869.89
每股净资产(元)	1.56
净资产负债率	70.40%

### 股东信息

大股东名称	江苏帝奥控股集团股份有限 公司
持股比例	16.25%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

《国元证券公司研究-奥特佳 (002239): 压缩机业务保持快速增长,拟收购海四达进军动力电池领域》, 2017-4-11

### 联系方式

研究员: 胡伟  
 执业证书编号: S0020115080059  
 电话: 021-51097188-1937  
 电邮: huwei1@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

# 目 录

一、公司概况.....	3
1.1 公司简介.....	3
1.2 历史沿革.....	3
1.3 主要产品.....	4
1.4 公司客户.....	6
二、行业概况.....	7
2.1 汽车空调压缩机工作原理及种类.....	7
2.2 涡旋式空调压缩机.....	9
2.3 行业竞争格局.....	12
三、行业趋势.....	14
四、盈利预测.....	17
五、风险提示.....	17

# 一、公司概况

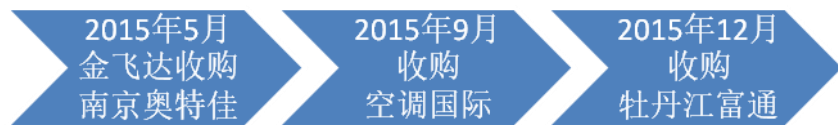
## 1.1 公司简介

汽车空调压缩机和汽车空调系统，是公司两大核心业务。公司是全球最大的涡旋式汽车空调压缩机生产企业，是中国汽车工业协会认定的“中国汽车零部件（空调）行业龙头企业”，连续多年获得“全国百家优秀汽车零部件供应商”称号。

## 1.2 历史沿革

公司原名“金飞达”，主营为服装业务；2015年5月收购南京奥特佳后，增加汽车空调压缩机业务；2015年9月收购空调国际，空调系统业务成为主营业务之一；2015年12月收购国内第三大汽车空调压缩机生产商牡丹江富通后，汽车空调压缩机市场进一步巩固。

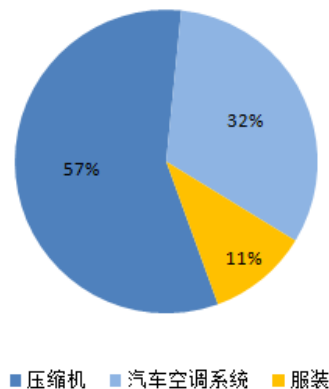
图表 1 奥特佳三次收购



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

汽车空调压缩机和汽车空调系统占收入比重越来越大。根据公司 2016 年年报显示，压缩机业务收入 29.88 亿元，汽车空调系统业务收入 16.81 亿元，服装业务收入 5.61 亿元。

图表 2 三大主营业务






资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 1.3 主要产品

汽车空调压缩机业务：子公司奥特佳新能源科技有限公司主要产品为涡旋式压缩机、斜盘式压缩机、电动压缩机等。公司涡旋式压缩机市场占有率在 60%左右，收购富通之后，弥补了斜盘式压缩机的缺口，完善了产品线，巩固了市场地位。子公司富通空调主要生产摇盘式变排量压缩机、斜盘式变（定）排量压缩机等产品。富通空调的在德尔福 V5（德尔福最早的可变排量摇盘压缩机）和 SP 系列（固定排量斜盘压缩机）技术基础上，开发了自主 CVC 压缩机，进入了一汽-大众、东风贝洱/日产、福特-江铃等合资供应链，与奥特佳原有的以涡旋式空调压缩机和电动压缩机为主的技术路线形成互补。

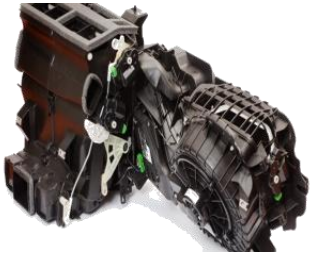

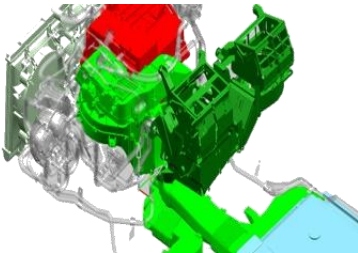
图表 3 奥特佳新能源科技主要产品

名称	样图	产品描述	适用车型	公司定位
涡旋式压缩机		容积效率高，可高达 90%-98%；运转平稳，多腔室连续工作且掉速影响小；可靠性高，最高转速 10000rpm，动静盘相对速度 0.4-0.8m/s；噪音低、震动小，比其他机型低 3-5dB (A)。	小排量轿车 轻型客车	经济型车
变排量活塞压缩机		斜盘式压缩机的一种，由于其在可靠性和舒适性、节能方面的优异表现，目前已在中高档汽车中广泛使用，外控变排量已经逐渐替代内控变排量成为压缩机市场主流。电信号控制排量变化更加及时、准确、灵活、方便；压缩机在最小排量下启动，对发动机几乎无冲击；排量变化过程平稳；节能省油，压缩机最高转速 9500rpm，持续运转速度 8500rpm，适应汽车高速化；良好的 NVH（噪声、振动与舒适性）性能。	中高端 大排量轿车	海外市场 售后市场
电动压缩机		可靠性高，封闭涡旋压缩机，防护等级 IP67；高效节能，直流永磁无刷电机驱动；舒适性高，速度可连续控制达到变排量效果；方便智能，智能驱动控制器，提供驱动与保护功能，接口简单，重量轻，体积小，可根据客户需要增加 CAN 通信功能。	电动车	新能源车

数据来源：公司网站，国元证券研究中心

汽车空调系统业务：子公司空调国际是专注于为乘用车和商用车整车制造商提供热能管理部件、模块和系统的全球一级供应商，拥有 50 年的行业经验，同时也积累了大量技术。主要产品包括 HVAC（暖通空调系统）、发动机冷却系统和电动车热能管理系统。空调国际在全球范围内拥有 3 家全资工厂与 16 家集成装配厂，业务遍布亚洲、北美和欧洲的多个国家 and 地区。通用、福特、克莱斯勒、大众、北汽、蔚来等 30 余家世界级的重要客户与其保持着长期的良好合作关系。

图表 4 空调国际主要产品

名称	样图	简介
HVAC 暖通空调系统		主要功能涵盖了制冷、制热、通风及空气净化等。
发动机冷却系统		保障发动机在最适宜的状态下工作。产品主要为 PTC（动力总成冷却系统）模块，即冷凝器-散热器-风扇总成模块。还提供变速箱机油冷却器（TOC）、增压空气冷却器、冷却液储存器等产品。
电动汽车热管理系统		全电动汽车的热能管理系统、电池冷却模块等。

资料来源：公开资料，国元证券研究中心

## 1.4 公司客户

汽车空调压缩机业务：南京奥特佳生产的涡旋式压缩机大多配套于上汽通用五菱、奇瑞等自主品牌车企，斜盘式压缩机配套于东风-日产、福特-江铃等合资品牌，电动压缩机也供货给比亚迪、北汽福田等新能源厂商，公司也是德尔福、法雷奥等系统配套商。

图表 5 南京奥特佳部分客户



资料来源：公司网站，国元证券研究中心

汽车空调系统业务：空调国际的客户有通用、大众、克莱斯勒、福特、上汽、长城、蔚来等。其中，通用长期为空调国际贡献约 50% 的销售收入。空调国际多次获得通用颁发的“最佳交付奖”，大众颁发的“A 级产品开发奖”及克莱斯勒的“顶级供应商奖”等。同时，空调国际是唯一一个获得福特 Q1 评级的中国 HVAC 供应商。

图表 6 空调国际主要客户



资料来源：公司网站，国元证券研究中心

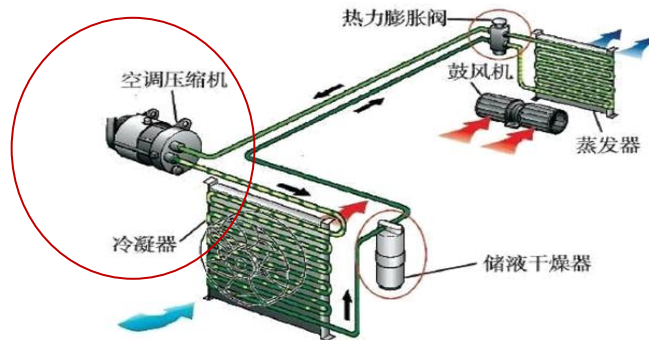


## 二、行业概况

### 2.1 汽车空调压缩机工作原理及种类

汽车空调系统主要由压缩机、冷凝器、节流器（膨胀装置）、蒸发器四个部分组成。汽车空调压缩机是汽车空调制冷系统的核心，是制冷剂能够在系统内循环的动力源。冷凝器和蒸发器结构相似，都是一排弯绕的管道布满散热用的金属薄片，与外界进行热交换，其原理于发动机的散热水箱相近。膨胀阀主要作用为节流和调节制冷剂流量，高温高压液态制冷剂通过膨胀阀节流后体积变大，制冷剂压力和温度会急剧下降。

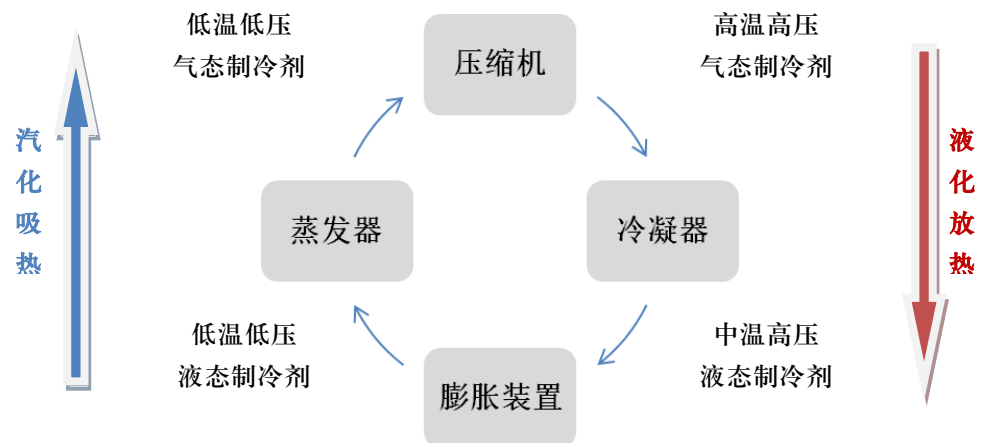
图表 7 空调压缩机是汽车空调系统重要组成部分



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

空调压缩机是制冷系统的核心，是制冷剂能够在系统内循环的动力源。制冷系统基本工作原理主要包括压缩、冷凝、节流、蒸发这四个过程。压缩机将低温低压制冷剂压缩成高温高压气态制冷剂，经过冷凝器将制冷剂变成中温高压液态制冷剂，然后通过节流膨胀装置变成低温低压液态制冷剂，最后通过蒸发器变成低温低压气体制冷剂。蒸发吸收周围大量热量，之后低温低压制冷剂被吸入空调压缩机进行下一个制冷循环，周而复始，达到降温效果。

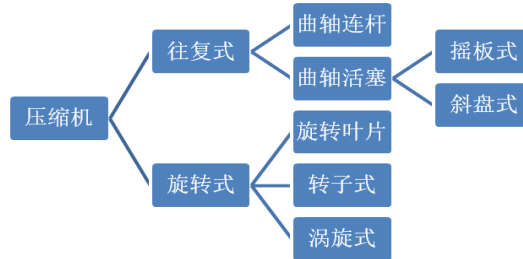
图表 8 制冷系统工作原理



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

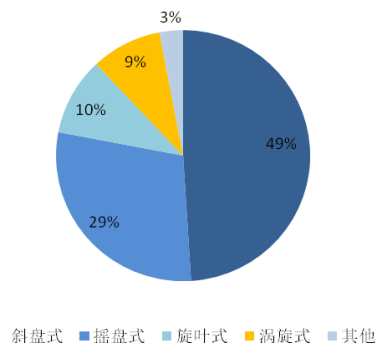
根据工作方式的不同，压缩机一般可以分为往复式和旋转式，常见的往复式压缩机有曲轴连杆式和轴向活塞式，常见的旋转式压缩机有旋转叶片式和涡旋式。斜盘式汽车空调压缩机目前占比 49%，涡旋式汽车空调压缩机占比为 9%左右。

图表 9 压缩机按工作方式分类



资料来源：国元证券研究中心

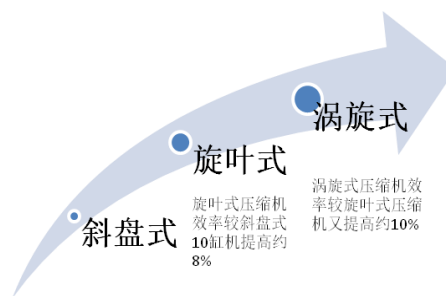
图表 10 汽车空调压缩机各类型所占比例



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

一般来说，各类汽车空调压缩机中，涡旋式压缩机效率最高，较旋叶式压缩机效率提高了 10%，旋叶式比斜盘式效率高 10%。

图表 11 主要类型压缩机效率示意图

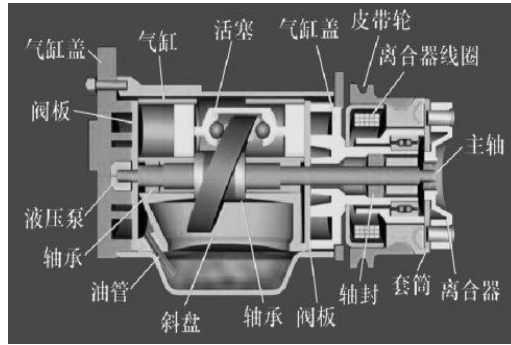


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

斜盘式压缩机及其工作原理：斜盘式压缩机由斜盘、主轴、双向活塞、双向气缸、钢珠、阀板总成、气缸盖、电磁离合器等部件组成。斜盘与压缩机主轴固定在一起，斜盘的边缘装合在活塞中部的槽中，活塞槽与斜板边缘通过钢球轴承支承在一起。当主轴旋转时，斜盘也随着旋转，斜盘边缘推动活塞作轴向往复运动。如果斜盘转动一周，前后两个活塞各完成压缩、排气、吸气一个循环，相当于两个汽缸作用。



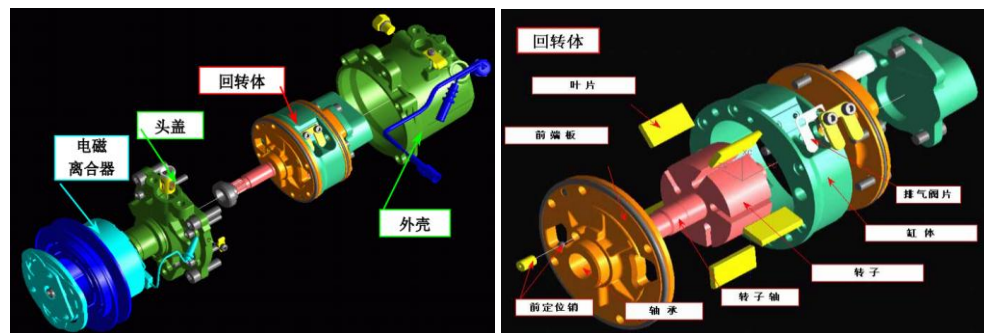
图表 12 斜盘式压缩机结构图



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

旋叶式压缩机及其工作原理：旋叶式压缩机主要由转子、叶片、缸体等组成。当转子在外力作用下旋转时，转子上的五个叶片由于受到离心力和油压差的共同作用，其边缘紧贴的气缸的壁上，由于固定的气缸为椭圆形的，转子上的叶片在转子旋转时，依气缸的几何形状而伸出缩进，使由气缸、叶片等零件组成的月牙形容积不断发生变化，从而实现吸气、压缩、排气等功能。

图表 13 旋叶式压缩机结构图



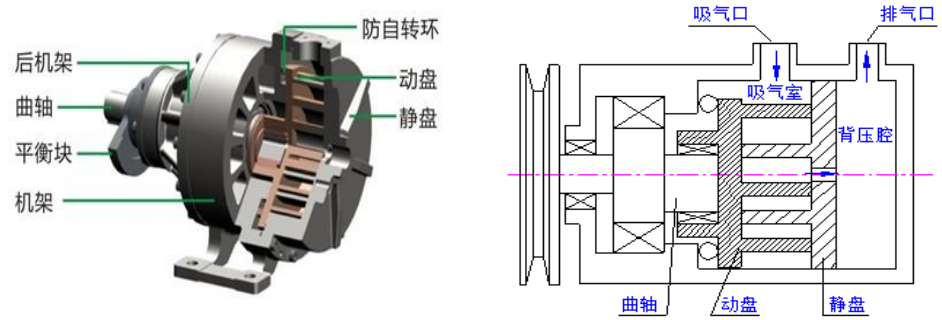
资料来源：公开资料，国元证券研究中心

## 2.2 涡旋式空调压缩机

涡旋式压缩机是一种借助于容积的变化来实现气体压缩的流体机械，这一点与往复式压缩机相同。涡旋式压缩机的主要零件动涡盘的运动，是在偏心轴的直接驱动下进行的，这一点又与旋转式压缩机相同。涡旋式压缩机的压缩腔形状及其变化，既不同于往复式压缩机，又不同于旋转式压缩机，故将其称为新一代容积式压缩机。凭借着高效率、低噪音、高可靠性，涡旋式压缩机在制冷行业得到了迅猛的发展。目前已经广泛的应用于家用空调，中央空调、汽车空调，空气压缩等各个领域。在汽车空调领域中，涡旋式压缩机被称为第三代压缩机，正在以其独特的性能优势逐渐代替传统的斜盘式压缩机和旋转式压缩机最早生产汽车涡旋式压缩机的是日本三电公司，随后有日本三菱重工，美国伟世通等。在我国，奥特佳涡旋式汽车空调压缩机的市场份额占到 60%以上。

涡旋式空调压缩机工作原理：涡旋式压缩机包含静涡杆和动涡杆，两者错开 180 度，动涡杆由一个偏心距很小的曲轴带动，绕静涡杆轴线转动。制冷剂蒸汽由涡杆外缘吸入月牙形空间，工作空间逐渐向中心移动并减小，使制冷剂空气被压缩，最后经过中心部位的排气口轴向排出，从而完成吸气、压缩和排气过程。

图表 14 涡旋式汽车空调压缩机结构示意图



资料来源：公开资料，公司公告，国元证券研究中心

与其他类型压缩机相比，涡旋式压缩机由于连续回转、连续吸排气、涡旋回转半径小等特性，在效率、功耗、降噪等方面具有优势；同时，在加工难度、成品率、输出冷量上有着劣势。所以目前适合应用在经济型小排量车上。涡旋式汽车空调压缩机由于其具有低 NVH 及高效率、运转平稳等优点，生产规模将会进一步增加。

图表 15 不同类型压缩机性能指标评价

特性	摇摆斜盘式	旋转斜盘式	旋叶式	涡旋式
效率（固定排量）	6	6	4	10
噪音（震动）	6	8	8	10
输出冷量（体积）	10	10	4	4
成本（固定排量）	8	8	10	6
成本（可变排量）	6	6	6	4
允许速度	6	8	6	10
变排量范围（效率）	10	10	4	4
得分	52	56	42	48

资料来源：Delphi，国元证券研究中心

图表 16 汽车空调压缩机的发展方向

压缩机的形式		发展过程中产量升降的原因	未来的发展方向	
活塞式	往复式（曲轴连杆式）	20 世纪 60 年代美国汽车空调压缩机的主要机型之一,日本也大量 仿制该机型,由于缺乏安装灵活性和转速受到限制,70 年代后期产量 急剧降低,目前尚有一些运用场合,如大型 车用空调	开发大容量、应用 HCFC-22 的机型。	
	径向活塞式（四缸） •钢制外壳 •铝合金压铸外壳	美国 70 年代中期开始应用,稍后日本也开始 生产,其最大特点是低速性能好,可靠性高, 由于其他机型的出现,其产量不断的下降。		
	轴向 活塞式	旋转斜盘 •6 缸 •10 缸	1962 年以来,该机型一直是汽车空调压缩机 的主要型式。70 年代中期,6 缸机去掉集 油槽及油泵改为飞溅润滑。80 年代初,日本 进一步减小了该机型的重量和尺寸,后来随着 10 缸机的引入,使其 地位得到进一步巩固。	为了节省燃料,减小 废气排放,提高温湿 度控制精度,将会进 一步发展和完善无 级连续变容量机型, 并扩大其使用范围, 容量控制范围将扩 大到 0~100%,以 省去离合器。
		摆动斜盘 •5 缸 •7 缸	70 年代初日本三电公司对美国通用汽车公司 的老 5 缸机（1955~61）进行大量改进,使 之具有机构紧凑、体小量轻及安装方 便等特点,80 年代中期又开发出 7 缸机,该机型已 成为汽车空调压 缩机的主要机型之一。	
回转式	旋叶式 •偏心转子 2~4 片 •直通滑片 •同心转子 4~5 片	80 年代初以来,日本一直使用 5 滑片及一些 2 滑片压缩机,稍后 欧洲和美国也开始使用, 此机型将会继续使用下去。	开发新结构,完善变 容量机型,最有希望 发展成电动封闭结 构。	
	滚动活塞 •单缸 •双缸	尽管 80 年代初已经生产使用,但自此以后产 量一直在下降,或许是因为单缸及双缸结构 中的气流脉动及扭矩波动较大的缘故。	更大程度上降低能 耗。	
	三角转子（汪克尔）	三角转子压缩机结构简单,零部件少,许多国 家都相继开发使用 这种机器。日本 80 年代 中期生产过几年,其后就停止生产了,我国 也有生产。	对原有结构进一步 改进后,有 可能会 重新大量生产使用。	
	双螺杆	70 年代后期日本就已经生产使用,目前大型 客车仍在应用,由于 其低速性能差,无明显 的竞争优势。	进一步减少气体泄 露,提高低 速性能。	
涡旋式	涡旋式	1981~83 年小批量生产后,现在已大批量生 产,由于其具有低 NVH 及高效率、运转平稳 等优点,生产规模将会进一步增加。	竞争力已被证实,期 望不断提高产量,在 成本增加不大的前 提下,进一步扩大容 量调节范围。	

资料来源：SAE，国元证券研究中心

## 2.3 行业竞争格局

汽车空调压缩机行业竞争格局：汽车空调压缩机行业集中度高，发展不均衡。国际品牌受益于母公司综合实力获得较快发展。根据资料显示，2013年汽车空调压缩机年产量超过100万台的有上海三电贝洱汽车空调有限公司、南京奥特佳新能源科技有限公司、汗拿伟世通（上海）有限公司、烟台首钢丰田工业空调压缩机有限公司、上海三电汽车空调有限公司、重庆建设车用空调器有限责任公司、牡丹江富通汽车空调有限公司。

2016年度，公司销售各类汽车空调压缩机758万台，净增128万台。公司生产销售汽车空调压缩机在国内自主品牌乘用车市场占有率在60%左右。国内全部汽车销量市场份额占比约为27%。

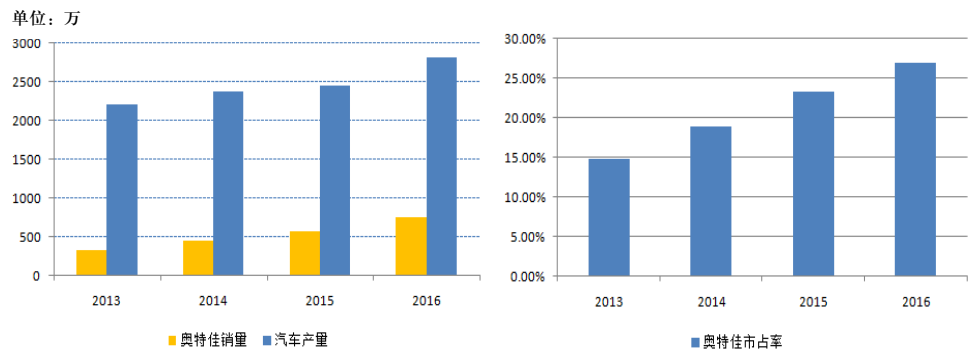
图表 17 奥特佳市占率

年份	奥特佳销量（万台）	汽车产量（万辆）	市占率
2013	330.42	2212.09	14.92%
2014	450	2372.52	18.97%
2015	572	2450.35	23.34%
2016	758	2811.91	26.96%

资料来源：公司网站，国元证券研究中心

2013年至2016年，奥特佳压缩产量（不含富通空调）从330万台增至758万台，市占率也从15%增至27%，在国内自主品牌乘用车市场占有率（不含富通空调）超过60%。

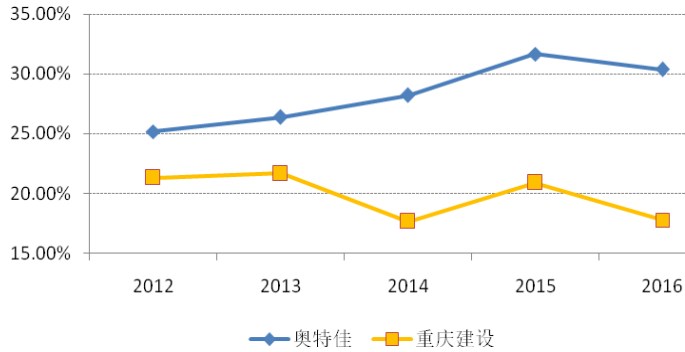
图表 18 近年来奥特佳产量和市占率稳步提升



资料来源：公司网站，国元证券研究中心

公司汽车空调压缩机产品毛利率水平：奥特佳空调压缩机毛利率水平处于行业领先水平，2016年奥特佳产品毛利率为30.39%，重庆建设生产的压缩机毛利率为17.78%，奥特佳比其高71%。

图表 19 奥特佳毛利率水平处于行业领先水平

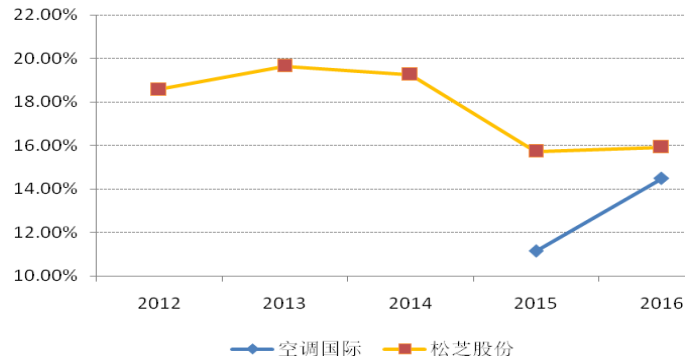


资料来源：公司网站，国元证券研究中心

汽车空调系统行业竞争格局：目前国内主要空调系统供应商主要有 10 几家，均为合资公司，拥有外资背景的汽车零部件厂商占整个行业销售额的比重较高。在技术能力和市场份额方面，日本电装（Denso）独占鳌头，在国内设有合资公司。其他几大汽车空调业的龙头如法国的法雷奥（Valeo）、美国德尔福（Delphi）、德国贝洱（Behr），均在我国设有合资公司，并且具备一定的研发能力。由于中国本土的汽车零部件产业起步较晚，规模经济尚未形成。除了少数几家规模比较大的企业的盈利良好外，大部分汽车空调出产企业的现状不甚乐观。预计未来几年内，一些汽车空调企业将被大的合资企业吞并，市场的集中度会进一步提高，但就目前的市场情况来看，新进入者仍然热情高涨，目前国内大部分汽车空调企业产量处于低位，难以形成规模优势。由于目前国内大部分汽车空调企业在技术上比较落后，在成熟外资企业的重压下，本土企业生存压力日趋加大。

公司汽车空调系统产品毛利率水平：空调国际 2016 年毛利率 14.48%，同增近 30%，接近松芝股份 2016 年乘用车空调的毛利率水平，与松芝股份的毛利率水平差距在减少。

图表 20 空调国际空调系统毛利率水平

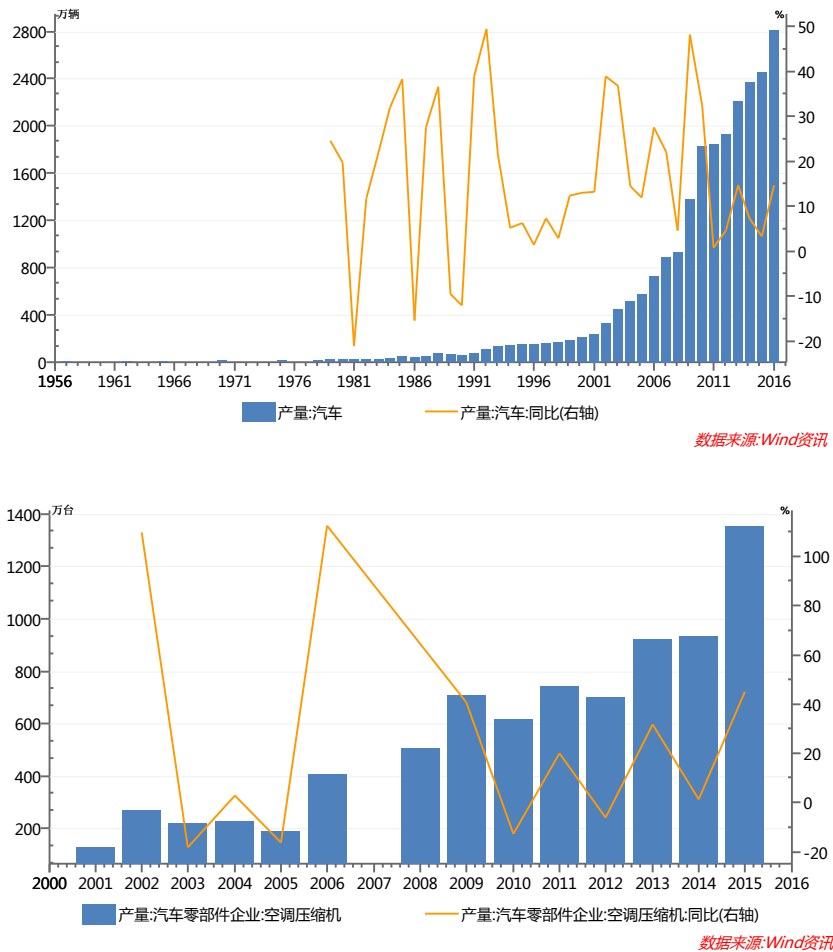


资料来源：公司网站，国元证券研究中心

### 三、下游行业趋势

汽车行业逐步分化，不改长期向好。我国幅员辽阔，人口基数大，改革开放近 40 年，中国经济腾飞，GDP 迅猛增长。巨大的消费市场和日益强烈的消费需求为汽车工业创造了良好的发展环境。从销量角度，我国 2010 年就已经超过欧盟 27 国自由贸易区和北美自由贸易区成为全球最大的汽车贸易市场，2016 年销量为 2800 万辆，2017 年预计销量首超 3000 万辆。电动汽车和混合动力汽车销量将接手领军增长的大旗，预计到 2020 年，传统压缩机市场份额增长率将下降，新能源汽车的销量将达到 200 万辆，到 2025 年占汽车总产销量的 20% 以上。这意味着未来十年每年的新能源汽车销售量将超过 700 万。中国汽车工业已经由从无到有的产业格局向精益求精的产业定位转型。未来 10 年我国汽车工业将加速追赶传统汽车大国，提升品牌力，走出海外。

图表 21 汽车、汽车空调压缩机产量及增速

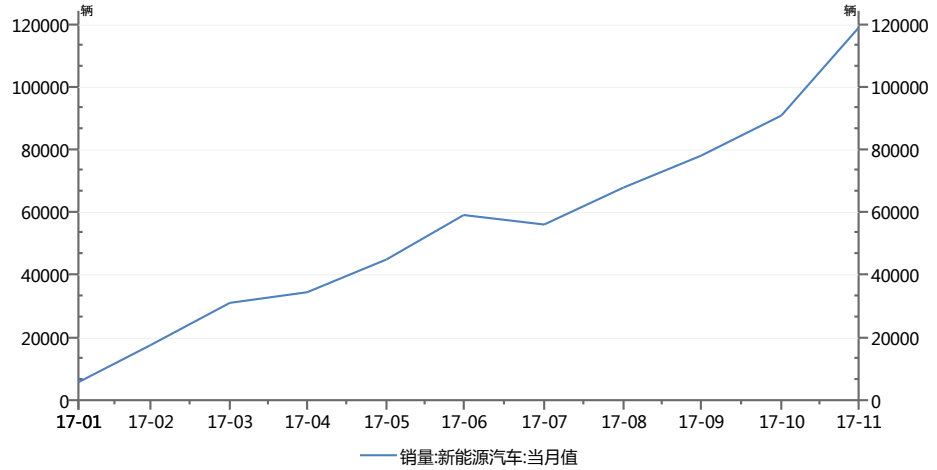


资料来源：公司网站，国元证券研究中心



2017年，汽车销量增速下滑，带动行业营收和净利润增速下滑，利润率仍较为稳定。乘用车受小排量购置税优惠退坡影响销量增速大幅下滑；客车下滑幅度收窄；零部件板块受益于进口替代和自主配套表现突出。新能源汽车虽因补贴大幅下滑，产业链利润率普降，但表现依旧亮眼，并且一直以来表现较为平淡的海外新能源车销量增速也逐步迎头赶上。2017年1-11月，新能源车共销售60.48万辆，同比增长52.44%。

图表 22 新能源汽车销量

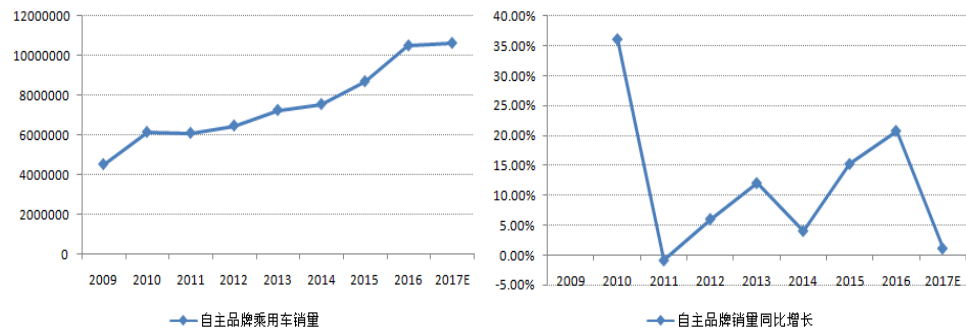


数据来源: Wind资讯

资料来源: wind, 国元证券研究中心

公司汽车空调压缩机业务绝大多数客户是自主品牌整车厂，汽车空调压缩机业务的业绩与自主品牌的汽车的销量密切相关。公司2017年前三季度业绩下滑不是因为竞争力下降，主要是因为2016年过于火爆的自主品牌乘用车市场透支了2017年的自主品牌乘用车的销量。2016年，自主品牌乘用车销量1050万辆，同增20.75%，增幅比例创5年新高。2017年1-11月957.8万，同增3.52%，增幅比例创5年新低。但自主品牌的崛起是不争的事实，长期向好。同时，公司已经在积极拓展海外市场，并取得一些成绩。

图表 23 自主品牌乘用车销量及增长率



资料来源: wind, 国元证券研究中心

## 四、公司看点

新能源汽车爆发在即，电动涡旋式压缩机持续受益。新能源汽车由于驱动电机完全或部分取代了发动机，因此电动车无法采用非独立式(发动机驱动)空调压缩机，而只能采用电动压缩机(独立式，靠电机驱动)。涡旋式压缩机高转速决定了其可以和新能源汽车电机做很好的匹配，而传统的活塞式压缩机无法和电机做很好的匹配，所以目前的电动压缩机只能使用涡旋式压缩机。根据十三五规划，2020年新能源汽车销量将达200万辆，以1500元单价保守估计，2020年电动压缩机容量有望接近30亿，相比2015年33万辆销量对应的不到5亿的总产值，年复合增速近50%。因此，新能源汽车的发展势必带动涡旋式压缩机的快速发展。汽车节能环保符合国家十三五规划的战略目标，未来控制油耗的政策法规只会加强，燃油汽车平均油耗将加速下降，小型车及经济型车占比有望继续上升。绿色环保、小型节能化、舒适、自动化是未来汽车空调的发展方向。具有节能优势适合中小车型的涡旋式压缩机渗透率有望持续提升。公司目前电动汽车空调压缩机市场占有率30%，单价1500元左右。奥特佳作为全球最大的车用空调涡旋式压缩机生产商，在产品性能和成本控制上都具有明显优势。公司在原有技术领先的基础上，资源与规模优势又得到强势增强，开启了未来集团化与国际化发展之路。随着未来电动车的兴起和节能政策的日趋严格，公司将持续受益。

抢先布局汽车热管理系统，为公司飞速发展蓄力。电动汽车空调一直以来只能制冷不能制热，因为燃油汽车制热来源于发动机余热，无需压缩机做功制热。但在电动汽车中，驱动电机取代了发动机，而电池散热远少于发动机，需要额外补充热量来源，如果添加一个加热芯子，则会消耗电池电量，大幅降低续航里程。因此制热成为主要技术难点。目前一个解决办法是使用热泵空调，奥特佳低温热泵技术世界领先，最低工作温度在零下20度。热泵空调通过互换冷凝器和蒸发器的位置实现，利用外部蒸发器吸收热量，并通过内部冷凝器释放热量实现，从而将纯电动汽车续航里程提高20-30%，预计将成为下一代电动汽车的标配。2017年，奥特佳研发的新能源汽车热管理系统已经开始供货，蔚来汽车的热管理系统用的就是奥特佳的产品。在双积分政策对供给端的驱动以及市场的良好反馈下，奥特佳在新能源板块的收入和市占率将会进一步提升。

图表 24 奥特佳供货蔚来汽车热管理系统



资料来源: NE 时代, 国元证券研究中心

## 五、盈利预测

图表 25 盈利预测表

单位:百万元				
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5229	5622	6296	7555
收入同比(%)	111%	8%	12%	20%
归属母公司净利润				
润	446	419	511	660
净利润同比(%)	100%	-6%	22%	29%
毛利率(%)	23.6%	24.0%	25.0%	25.0%
ROE(%)	9.1%	8.0%	8.9%	10.3%
每股收益(元)	0.14	0.13	0.16	0.21
P/E	28.36	30.18	24.78	19.17
P/B	2.59	2.41	2.20	1.97
EV/EBITDA	18	21	17	14

资料来源:公司网站,国元证券研究中心

## 六、风险提示

1. 下游产量增速不及预期的风险。公司主要产品为汽车空调压缩机和汽车空调系统,与自主品牌乘用车及新能源车的产量息息相关。
2. 上游原材料涨价的风险。公司产品主要原材料为铝,近年来铝金属涨价,对公司盈利水平产生了影响。
3. 海外市场拓展不及预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4270	4780	5491	6665
现金	862	695	794	1228
应收账款	1372	1700	1917	2242
其他应收款	29	41	44	52
预付账款	74	84	95	111
存货	882	1091	1241	1435
其他流动资产	1052	1169	1401	1598
<b>非流动资产</b>	4067	3528	3615	3485
长期投资	157	121	134	133
固定资产	1143	1124	1059	972
无形资产	453	453	453	453
其他非流动资产	2314	1830	1969	1926
<b>资产总计</b>	8338	8308	9107	10150
<b>流动负债</b>	2863	2566	2846	3252
短期借款	501	89	0	0
应付账款	1128	1333	1520	1768
其他流动负债	1234	1144	1326	1485
<b>非流动负债</b>	579	521	543	542
长期借款	345	345	345	345
其他非流动负债	234	176	198	197
<b>负债合计</b>	3442	3087	3389	3795
少数股东权益	6	-21	-36	-58
股本	1118	3131	3131	3131
资本公积	2912	898	898	898
留存收益	838	1212	1722	2382
归属母公司股东权益	4889	5241	5752	6413
<b>负债和股东权益</b>	8338	8307	9106	10149

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	508	-20	366	403
净利润	450	392	496	637
折旧摊销	177	100	105	108
财务费用	27	27	9	-5
投资损失	-39	-10	0	0
营运资金变动	-147	-561	-267	-367
其他经营现金流	39	32	23	30
<b>投资活动现金流</b>	-366	404	-179	24
资本支出	299	0	0	0
长期投资	-11	-46	15	0
其他投资现金流	-78	358	-165	24
<b>筹资活动现金流</b>	21	-551	-88	7
短期借款	-87	-412	-89	0
长期借款	-123	0	0	0
普通股增加	45	2013	0	0
资本公积增加	558	-2013	0	0
其他筹资现金流	-372	-139	1	7
<b>现金净增加额</b>	170	-166	99	434

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5229	5622	6296	7555
<b>营业成本</b>	3997	4272	4722	5667
营业税金及附加	30	30	34	41
营业费用	196	216	244	290
管理费用	494	590	653	763
财务费用	27	27	9	-5
资产减值损失	29	20	25	25
公允价值变动收益	1	1	1	1
<b>投资净收益</b>	39	10	0	0
<b>营业利润</b>	497	478	610	775
营业外收入	36	30	20	26
营业外支出	10	6	10	9
<b>利润总额</b>	523	502	620	792
所得税	72	110	124	155
<b>净利润</b>	450	392	496	637
少数股东损益	4	-27	-15	-23
<b>归属母公司净利润</b>	446	419	511	660
<b>EBITDA</b>	701	604	724	878
<b>EPS (元)</b>	0.40	0.13	0.16	0.21

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	110.6%	7.5%	12.0%	20.0%
营业利润	125.7%	-3.9%	27.6%	27.2%
归属于母公司净利润	99.8%	-6.0%	21.8%	29.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	23.6%	24.0%	25.0%	25.0%
净利率(%)	8.5%	7.5%	8.1%	8.7%
ROE(%)	9.1%	8.0%	8.9%	10.3%
ROIC(%)	9.4%	8.1%	9.5%	11.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.3%	37.2%	37.2%	37.4%
净负债比率(%)	28.18%	16.73%	12.90%	11.57%
流动比率	1.49	1.86	1.93	2.05
速动比率	1.17	1.42	1.48	1.59
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.70	0.68	0.72	0.78
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	4.15	3.47	3.31	3.45
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.13	0.16	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	-0.01	0.12	0.13
每股净资产(最新摊薄)	1.56	1.67	1.84	2.05
<b>估值比率</b>				
P/E	28.36	30.18	24.78	19.17
P/B	2.59	2.41	2.20	1.97
EV/EBITDA	18	21	17	14

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn