

美的集团 (000333)

证券研究报告

2017年01月02日

收购库卡满足全部交割条件，正式进军机器人领域

■收购溢价相对合理，正式进军机器人领域：本次要约价格对应企业价值45.2亿欧元，EV/EBITDA倍数为18.2x，EV/Sales倍数为1.6x。接受要约股份数合计32,233,536股（81.04%），以收购价格115.00欧元/股计算，总价约为270.6亿元人民币（37.07亿欧元）。收购价格溢价率较历史收购德国上市公司溢价率基本相当，远低于A股机器人上市公司70.1x的平均EV/EBITDA倍数。要约交割完成后，公司将持有库卡集团94.55%股份，成为绝对控股股东。美的集团为中国制造业优秀代表，其所思考的产业升级大方向是：1）在世界范围内横向拓展（如收购东芝白电业务）；2）在更高技术含量的智能制造领域上拓展。

双方有望实现优势互补，后续整合协同值得期待：库卡是全球四大机器人巨头之一，在汽车工业、物流、医疗、能源等多个领域具备强大影响力和技术优势。美的渠道经验丰富、深耕中国市场多年、且执行力极强，一方面美的可凭借库卡在工业机器人和自动化生产领域的技术优势，提升公司生产效率，推动公司制造升级，拓展B2B产业空间；另一方面，美的旗下安得物流与库卡旗下瑞仕格可在物流设备、系统解决方案、效率提升等方面深度合作。双方后续在技术研发、生产制造、市场开拓以及渠道等多方面的整合协同值得期待。库卡在制造业需求较大的中国和亚洲市场收入占比较低，收购完成后，美的也可以帮助库卡进一步拓展其在中国区的业务。2016年11月，库卡在昆山投建新工厂，预计2018年完工，继续扩大中国及亚太地区辐射能力。

收购契合公司“双智战略”，共同开拓服务机器人蓝海：在国家推动工业4.0的大背景下，布局工业机器人产业有助于公司提高智能制造水平，未来建设互联工厂，提升生产制造效率。美的在机器人领域动作频频，此前参股安徽埃夫特智能装备有限公司17.8%股权以及与安川合资成立机器人公司等。长期来看，布局服务机器人与美的智能家居战略契合，可以成为美的智能家居生态圈的补充和延展。美的与库卡有望共同开拓服务机器人蓝海，带动美的向传感器、人工智能、智能家居业务延伸，打造智慧家居集成系统化、生态链能力。

投资建议：长期看，美的有望成长为新消费品平台型公司，在研发生产、渠道管理、现金流等多方面表现稳健，可快速切入新的成长领域。公司通过持续的海外收购快速提升全球综合竞争力。17年库卡并表将对上市公司EPS有所增厚，我们预计16-18年净利润增速为15.64%、15.67%、16.36%，EPS为2.29、2.65、3.08元，当前股价对应17年10.7xPE。若考虑后续库卡对于美的在制造生产、安得物流解决方案等领域的成本节约，带来的实际业务改善更高。长期来看，收购库卡集团着眼于公司战略发展，一是提升现有生产效率，二是服务公司智慧家庭战略，三是正式迈入机器人蓝海市场、向新业务领域延伸。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：房地产市场、原材料价格有波动风险；机器人需求不及预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	142,310.97	139,347.12	148,316.23	195,737.85	216,712.50
增长率(%)	17.4	-2.1	6.4	32.0	10.7
EBITDA(百万元)	16,600.88	15,619.57	20,857.93	24,519.19	28,182.69
净利润(百万元)	10,502.22	12,706.73	14,693.81	16,996.36	19,777.54
增长率(%)	97.5	21.0	15.6	15.7	16.4
EPS(元/股)	1.63	1.98	2.29	2.65	3.08
市盈率(P/E)	17.23	14.24	12.32	10.65	9.15
市净率(P/B)	4.59	3.68	3.08	2.63	2.24
市销率(P/S)	1.27	1.30	1.22	0.92	0.84
EV/EBITDA	7.00	8.44	8.05	6.40	5.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.17元
目标价格	35元
上次目标价	34元

基本数据

总股本(百万股)	6,450.77
流通股本(百万股)	6,183.78
总市值(百万元)	181,718.33
流通A股市值(百万元)	174,197.15
每股净资产(元)	9.09
资产负债率(%)	59.54
一年内最高/最低(元)	34.08/19.99

作者

蔡雯娟 分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《美的集团-公司点评:东芝家电并表且扭亏为盈，公司业绩超预期》
2016-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	6,203	11,862	16,096	27,789	36,970
应收账款	10,543	11,473	9,950	20,481	11,660
预付账款	1,414	989	1,361	1,780	1,673
存货	15,020	10,449	11,283	20,447	14,170
其他	53,246	58,595	65,832	80,844	79,794
流动资产合计	86,427	93,368	104,522	151,341	144,266
长期股权投资	952	2,888	4,888	7,399	8,888
固定资产	19,522	18,730	17,412	17,641	14,531
在建工程	662	955	723	584	500
无形资产	3,432	3,392	3,017	5,219	2,259
其他	1,827	3,441	3,131	3,111	3,091
非流动资产合计	26,395	29,406	29,171	33,954	29,269
资产总计	120,292	128,842	139,763	192,314	179,880
短期借款	6,071	3,921	0	15	0
应付账款	21,361	18,588	22,527	35,197	24,457
其他	16,641	22,695	20,322	37,007	26,127
流动负债合计	44,073	45,204	42,849	72,218	50,584
长期借款	19	90	0	2,176	2,176
应付债券	153	0	0	0	0
其他	1,246	716	700	2,136	700
非流动负债合计	1,418	806	700	4,311	2,876
负债合计	74,561	72,810	71,830	111,413	83,741
少数股东权益	6,261	6,830	9,252	12,023	15,394
股本	4,216	4,267	6,425	6,425	6,425
资本公积	13,025	14,511	12,063	12,063	12,063
留存收益	36,029	45,888	52,256	62,454	74,320
其他	-13,799	-15,464	-12,063	-12,063	-12,063
股东权益合计	45,731	56,032	67,932	80,901	96,139
负债和股东权益总	120,292	128,842	139,763	192,314	179,880

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	11,646	13,625	14,694	16,996	19,778
折旧摊销	3,320	0	1,635	1,641	1,641
财务费用	100	-317	297	422	433
投资损失	-1,511	-2,011	-2,000	-1,978	-2,000
营运资金变动	-3,154	-305	-4,373	485	-9,895
其它	14,387	15,773	2,422	2,771	3,372
经营活动现金流	24,789	26,764	12,675	20,338	13,329
资本支出	-1	-499	-1,550	-1,551	-1,551
长期投资	892	-529	-16	0	0
其他	-29,753	-16,961	2,167	1,839	1,861
投资活动现金流	-28,862	-17,989	600	288	310
债权融资	6,855	4,011	500	2,690	2,676
股权融资	-664	1,339	466	-322	-333
其他	-13,601	-14,227	-10,007	-9,589	-8,511
筹资活动现金流	-7,410	-8,877	-9,041	-7,221	-6,169
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	-11,484	-102	4,234	13,405	7,470

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	142,311	139,347	148,316	195,738	216,712
营业成本	105,670	102,663	105,725	141,354	155,396
营业税金及附加	810	911	890	1,001	1,300
营业费用	14,734	14,800	16,018	19,986	22,105
管理费用	7,498	7,442	7,861	11,696	12,569
财务费用	251	139	297	422	433
资产减值损失	350	5	600	800	800
公允价值变动收益	-653	82	0	0	0
投资净收益	1,511	2,011	2,000	1,978	2,000
其他	-1,310	-3,622	-4,000	-3,956	-4,000
营业利润	13,451	14,917	18,926	22,456	26,109
营业外收入	1,057	1,707	1,750	1,824	1,750
营业外支出	517	573	300	411	300
利润总额	13,991	16,051	20,376	23,869	27,559
所得税	2,344	2,427	3,260	4,102	4,409
净利润	11,646	13,625	17,116	19,767	23,149
少数股东损益	1,144	918	2,422	2,771	3,372
归属于母公司净利润	10,502	12,707	14,694	16,996	19,778
每股收益(元)	1.63	1.98	2.29	2.65	3.08

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	17.36%	-2.08%	6.44%	31.97%	10.72%
营业利润	44.26%	10.90%	26.88%	18.65%	16.26%
归属于母公司净利润	97.50%	20.99%	15.64%	15.67%	16.36%
获利能力					
毛利率	25.75%	26.33%	28.72%	27.78%	28.29%
净利率	7.38%	9.12%	9.91%	8.68%	9.13%
ROE	25.47%	24.32%	25.20%	24.43%	24.08%
ROIC	37.18%	31.94%	39.32%	41.59%	49.88%
偿债能力					
资产负债率	61.98%	56.51%	51.39%	54.94%	46.55%
净负债率	67.65%	109.76%	83.81%	68.27%	71.40%
流动比率	1.18	1.30	1.47	1.47	1.78
速动比率	0.98	1.15	1.31	1.29	1.61
营运能力					
应收账款周转率	14.60	12.66	13.85	14.40	15.00
存货周转率	9.42	10.94	13.65	13.47	13.57
总资产周转率	1.31	1.12	1.10	1.23	1.21
每股指标(元)					
每股收益	1.63	1.98	2.29	2.65	3.08
每股经营现金流	3.86	4.17	1.97	3.17	2.07
每股净资产	6.14	7.66	9.13	10.72	12.57
估值比率					
市盈率	17.23	14.24	12.32	10.65	9.15
市净率	4.59	3.68	3.08	2.63	2.24
EV/EBITDA	7.00	8.44	8.05	6.40	5.50
EV/EBIT	8.24	8.44	8.73	6.85	5.84

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 3 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