

未来2~3年，聚焦内生增长

■事件：近日，我们与美的集团多位领导进行了深入交流。管理层预计，假设原材料和汇率不发生大波动，下半年盈利能力或好于上半年。公司在未来2~3年将重心聚焦内生增长，消化并购发挥协同，构建全产业链高效卓越运营的能力。我们认为，公司空调和消费电器业务已具备一定的规模优势，厚积薄发，2017年公司收入业绩稳健增长可期；2018年无大额并购摊销费用影响，有望重新恢复高增长。

■未来2~3年，聚焦内生增长：公司判断，国内外经济形势发生了变化，国内暖通空调和消费电器行业将进入新一轮的稳定增长阶段。公司将重点发展方向作了微调：第一，未来2~3年将聚焦内生增长，不做大的外延并购，要着力消化现有并购项目；第二，进一步聚焦资源到“产品领先”能力的构建；第三，由点状至线状，建立高效运营体系，推动全价值链卓越运营能力的构建；第四，在现有产业基础上，构建各方面、多市场的协同优势；第五，进一步做好KUKA和东芝的整合与发展。我们认为，公司在空冰洗、厨电和小家电等多个领域已经形成一定规模优势，经过转型以来的投入也有很多技术储备和管理经验的积累，发挥协同作用，有助进一步巩固效率驱动的成本优势、提升运营能力，夯实长期可持续发展的基础。

■上半年空调毛利率下滑主因海外，下半年有望改善：根据半年报，美的集团2017H1暖通空调业务收入500亿元，YoY+41.5%，毛利率同比下滑3.4pct。公司认为毛利率下滑的主要原因：①原材料涨价，但国内通过空调通过提价实现毛利率同比略提升；②出口毛利率下滑较多，因海外部分价格调整周期长于国内6-9个月，成本压力转移滞后；③空调推行“T+3”，为解决过去5~8年遗留的一些问题，消耗了部分资源；④6-7月是空调销售旺季，为此额外增加近10亿元的安装费用。我们认为，下半年安装费用的影响将减弱，出口也有望通过调价和产品结构调整修复盈利能力，假设汇率和原材料价格不发生大波动，预计下半年盈利能力好于上半年。

■空调内生增长料有较好表现：公司聚焦内生增长，首先要重视的就是家用空调在国内的发展。行业层面，公司判断未来2~3年行业会是稳定增长态势，而出现像2015年一样大幅下滑的可能性比较小，我们亦认可这样的行业趋势（详见深度报告《掀开空调的天花板》）。公司层面，美的从2016年开始对空调也推行“T+3”，改变了以往依靠经销商打款、压货的模式，以减少市场周期波动对收入的影响。根据交流，公司2017H1空调安装卡同比增长约50%，高于出货端收入增速；目前也没有像往年8-9月份一样停产放假，而是继续生产。通过改变运营模式，公司家用空调发展思路清晰，甩掉历史包袱轻装上阵，我们预计未来几年家用空调的增长会有不错表现。

■消化并购，发挥协同：公司要帮助KUKA在中国区业务的拓展——包括帮助其进入一些本土汽车厂商，进入一般机器人领域和自动化系统，在物流和仓储自动化领域、医疗行业进行拓展；未来公司将加强与KUKA的协同，共同探索消费机器人和家庭机器人市场的机会。东芝受益日本空调旺季销售提升，加之汇率因素，Q2单季度已实现了盈利；公司要继续帮助东芝恢复造血能力，重振其在日本的市场地位。

■投资建议：美的集团战略转型成效显著，激励机制明确，长期增长前景可期。我们预计公司2017年-2019年EPS分别为2.60/3.34/4.16元；给予6个月目标价50.15元，按2018年盈利预测对应15倍PE。维持买入-A的投资评级。

■风险提示：原材料价格大幅上涨，外贸政策风险，汇率风险。

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,393.5	1,598.4	2,389.2	2,915.3	3,445.9
净利润	127.1	146.8	169.2	217.5	271.4
每股收益(元)	1.95	2.25	2.60	3.34	4.16
每股净资产(元)	7.55	9.38	10.92	12.92	15.42
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	21.0	18.1	15.7	12.2	9.8
市净率(倍)	5.4	4.4	3.7	3.2	2.6
净利润率	9.1%	9.2%	7.1%	7.5%	7.9%
净资产收益率	25.8%	24.0%	23.8%	25.8%	27.0%
股息收益率	1.9%	2.4%	2.5%	3.3%	4.1%
ROIC	31.9%	33.6%	36.5%	46.1%	73.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

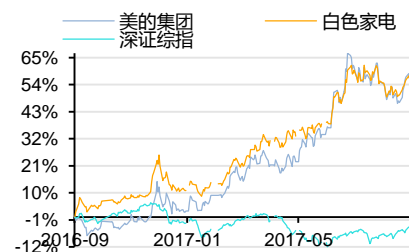
6个月目标价：50.15元

股价(2017-09-01) 40.84元

交易数据

总市值(百万元)	267,305.13
流通市值(百万元)	258,626.39
总股本(百万股)	6,519.64
流通股本(百万股)	6,307.96
12个月价格区间	25.40/44.48元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.97	5.95	64.04
绝对收益	-0.46	13.51	59.72

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

美的集团：超预期的，岂止空调/张立聪	2017-08-31
美的集团：长线白马，全面发力/张立聪	2017-08-10
美的集团：布局工业机器人领域，欲借“双智”东风实现转型	2017-06-07
美的集团：运营效率继续提高，海外并购优化布局	2016-08-31

交流时间：2017/8/31

交流对象：董事长方洪波、公司董事/副总裁顾炎民、董事/副总裁李飞德、董秘江鹏、财务负责人陈丽红

发展概述

2017 上半年以来，由于国内外经济形势发生了变化，公司在重点发展方向作了微调：

第一，未来 2~3 年，公司将聚焦内生增长，不会做大的外延并购，而是要着力消化现有并购项目；

第二，进一步聚焦资源到“产品领先”能力的构建；

第三，从点状进入线状，建立高效运营体系，推动全价值链卓越运营能力的构建；

第四，在现有一定规模的产业基础上，抓各方面、全球市场（包括中国）协同优势的构建；

第五，进一步做好 KUKA 和东芝的整合与发展。

Q&A

企业发展

Q：公司领导刚提到要调整方向，聚焦内生增长、消化已有并购项目，为何做出这样的判断？

- 一是因为国内外经济形势发生了变化，公司判断中国的消费电器和暖通空调行业进入了新的稳定增长阶段，公司要抓住这个发展机遇。公司转型以来，在过去的五六年形成了很多技术储备和积累，厚积薄发，到产出期了。
- 二是公司需要时间去消化并购的 KUKA 和东芝。
- 公司判断未来几年行业机会很多、很大，尤其是在消费电器和暖通空调行业，公司要利用这段时间，积极培育和积累自己的能力，包括全球化运营、跨文化管理、并购整合的能力。

Q：公司要构建全产业链高效卓越运营的长短期目标是什么？

- 公司认为，不止是家电行业，在经历了高增长后，中国整个制造业需要进入经营范式的转换过程。对公司来讲，重要的发展选择在于：1) 资本往哪里配置，公司固定资产稳中有降，无形资产比例增加；2) 资产管理效率要提高；3) 运营要提升。这是过去几年和未来必须要抓的，是经营范式的转换。
- 关于全产业链高效卓越运营能力，实际上过去除了“T+3”，公司推行了很多点状的高效运营方式，比如以用户需求与价值主张为基础的 CDQC (Concept、Design、Optimize、Capability) 产品开发，对用户进行研究，让经营简单化、产品研发模块化；在整个制造体系推行“MBS” (Midea Business System) 精益制造，对生产线改造、物流布局，包括下线直发，模式都在改；还有在渠道推行的大物流、一盘货，通过线上线下一套库存、一套系统、一套 SKU，整合并共享库存资源。现在，公司要将这些点状的模式联系起来形成一个范式，从产品制造端到渠道全面运营。公司已经从这些改革中见到收效，未来还有很大提升空间。

Q：公司认为，未来可持续的内生增长目标是多少？

- 上半年，公司主要大类都增长较好。小家电每个品类的增长都高于行业。
- 未来目标希望保持高于行业平均水平的增长，抓住机遇，进一步形成规模优势。

Q：全球化运营的短期目标是什么，最大的挑战是什么？

- 公司 2006 年开始海外建厂，至今全球运营已经有 11 年。通过这一过程，积累了经验教训。目前管理走向了相对健康的状态，虽然相比真正全球化运营的企业有仍提高空间，

但公司与时俱进，有信心继续提高。

- 2017 年估计海外收入能达公司总收入的一半。关于海外业务，目前 ODM/OEM 占比仍较高，定价权没有自主品牌高，不确定性会多一些，受原材料、汇率等影响大，这可能是公司未来几年的大挑战。

Q: 公司如何考核各事业部，除了业绩外还关心哪些指标？

- 美的形成了多产品、多事业部，公司现共有 12 个事业部（加上 KUKA）。公司对事业部的考核，经多年摸索形成了一个立体的考核评价体系。
- 大的层面，各事业部有滚动的 3 年规划，包括全球的、行业的、各产业等多层级的，每年对规划进行检讨。在此基础上，根据行业、竞争对手和自身能力的积累、历史数据，定出 3 年的经营目标。然后要形成一个当年的预算和目标。
- 在考核中，资源配置、资本效率和运营都是关键因素，并形成对每个事业部的责任制考核，不仅有收入、现金流、息税前利润等关键指标，还有一些关于运营、管理、未来技术、产品储备等的考核。

Q: 公司未来管理中的挑战、短板是什么？

- 公司未来的 3 个发展目标：1) 家电业务要构建新能力和模式，不同于以往依靠大规模投资驱动占领市场，而是要以新的自主创新、产品能力，构建卓越高效全价值链运营能力；2) 由本土企业成长为真正的全球经营公司；3) 从劳动密集的空调暖通企业，向更高技术含量的新多元化产业集团发展。经过未来 2 年的积累以后，公司还是可能进入新的领域。
- 最大的挑战和困难，可能来自管理思维的改变、国际化企业管理经验的缺乏，公司要依靠真正的自主创新、自主研发、自主走向海外。管理层每天都在反思、在否定自己。

Q: 未来空冰洗结构升级的方向是什么？

- 公司在暖通空调、消费电器、工业机器人三大类都有规模优势。
- 通过产品升级和技术革新，公司产品结构调整很明显，顺应了消费升级趋势，其背后需要技术的储备和积累来支撑，这也是公司过去 5-6 年最大的资产配置变化。固定资产配置下降了，但无形资产配置提高了，在品牌、技术、创新能力、定价能力、用户培育、有小规模、效率驱动的成本优势等，配置的很好。领导认为，无论是消费家电还是暖通空调，公司在技术方面——包括基础技术、核心技术以及前沿技术，都有大量的储备，国内同行里厚积薄发，静水流深。

Q: 美的产品形象高端化的路径是什么？

- 品牌高端化是公司面临的非常重要的问题，今年 7 月份集团层面专门成立了“品牌与传播”部门，以前由各市场部执行相应品牌的传播转播职能。
- 公司判断未来中国家电消费升级趋势很明显，家电增长的三大主要驱动因素是：结构升级、存量更新换代、人口城镇化，房地产的影响是短期的、非主要的。美的对品牌高端化的需求也很迫切，所以在品牌方面也要做一些改进和传播，以适应 90 后的需求。
- 由于中国市场现在消费结构多元，除了东芝和 AEG 等，公司不排除会在市场上推出一些合适的品牌来建立高端结构，尤其冰洗和厨电产品。

暖通空调

Q: 2016 年公司空调业务开始实施“T+3”，目前实施效果如何？据了解今年空调的缺货情况比较多，是不是因为“T+3”？

- “T+3”从洗衣机开始推，后来拓展至空调。运营模式的转换，必然会带来很多问题，包括损失市场份额、缺货等。洗衣机在今天依然缺货，其他产品也这样，空调今年更是大面积缺货，是在公司预料之内的事情。
- 推行这种模式有试错的过程。“T+3”不是简单的以销定产，而是一个非常复杂的系统，会倒逼企业所有价值链后端变化，包括看产品是否适合市场需要，型号是否足够精简，供应链配套是否及时等等，都需要随之改进。这个模式经过一段时间的慢慢试错，有了经验积累，会有更好的表现。

Q: 今年空调行业出货量预计能达到 8000 万台，公司觉得这个量级是可持续的还是偶然因素？

- 公司对空调需求的判断，认为影响因素主要是消费升级、空调存量市场的更新换代和城镇化，地产有影响，但不会太大，天气热也非长期决定因素。对比日本和美国，公司认为中国的空调在未来会形成新的稳定增长趋势，8000 万台是合理的、客观的，并不高。

Q: 由于今年空调基数高，公司对明年的增长前景怎么看？如果说市场受房地产下行、天气不配合等不利影响，公司将如何应对？

- 空调会有周期性波动，过去会受地产、天气等的影响，今年虽然天热，但空调并没有出现突然爆发的增长，因此公司判断未来 2-3 年行业会是稳定增长阶段，而出现 2015 年一样大幅下滑的可能性比较小。
- 公司自身空调业务的增长逻辑有别于市场。自推行“T+3”以后，公司空调的运营模式发生了变化，改变了以往依靠经销商打款、压货的模式。新冷年已经开始，公司并没有出很多政策让经销商来更多打款；今年也没有像往年 8-9 月份一样停产放假，而是在继续生产。公司的空调库存，可能比十年前还低。现在主动权掌握在公司自己手上，市场好或者不好的时候都能够进行适当调节，因此整个空调的增长是相对好的。尽管 1-6 月份空调销售收入增长 40%，但是空调安装卡数量增 50%，考虑到空调平均单价提升 10%-15%，则安装卡带来的收入有 60% 的增长。
- 最终看，这种模式改变，就是要减少市场周期波动对公司空调收入的影响。

Q: 家用空调业务作为国内第一重要的话，未来 3-5 年的发展有无规划？

- 公司内生增长要抓的，第一个就是家用空调的国内市场。空调海外市场已经很好，国内市场仍有很大提升空间。家用空调目前发展思路清晰，过去 5-6 年形成的历史包袱通过 2-3 年甩掉了，现在轻装上阵，国内市场公司和各渠道都有很高信心。未来几年家用空调的内生增长预计会有很好表现。
- 公司过去在空调业务的发展上走过弯路，过于注重市占率结果，而牺牲了一些中长期的利益。现在重点抓过程——就是把产品做好；无论是做线上还是线下，要让经销商赚钱，赚稳定的钱；推行“T+3”卓越运营，改变压货模式，而是以终端消费到用户为核心。相信过程做好了，自然会见到市场份额的提升。

Q: 美的的空调售价上仍有提升空间，请问是传播的问题还是技术的问题？如何改变现状？

- 管理层认为，公司的产品，在过去 5~6 年发生了根本性改变，现在无论是基本性能、可靠稳定性等方面不会输给任何竞争对手。
- 空调的口碑积累需要长时间来能形成。管理层认为公司已经度过最艰难的时候，口碑也处于慢慢积累过程中，相信经过一段时间会有更好的改善。

Q: 空调事业部作为旗舰事业部, 相比其他事业部是否有资源配置等方面的不同?

- 事业部是美的运营的根本体制。各事业部本质一样, 权利基本上一样, 责任去哪里都一样。总经理也会不断轮换, 不能说空调配备的资源多。

消费电器

Q: 公司成立了清洁电器事业部, 公司怎么看吸尘器这个市场, 有什么规划?

- 公司7月份成立了清洁电器事业部, 总部在苏州。
- 公司认为, 吸尘器行业面临很好的发展机遇。行业层面, 吸尘器是全球市场规模的产品, 行业盈利能力强, 毛利率在35%~70%, 行业平均毛利率可以做到45-50%, 大部分是私营企业, 盈利能力相对稳定。近期行业也发生了一些变化, 由于无尘吸尘器的冲击, 产品应用的场景发生了转换。公司判断, 未来3-5年甚至10年, 中国吸尘器市场有望发生大的增长。中国已经有几个达到40-50亿规模的品牌了, 美的要果断抓住这个行业机遇。
- 美的自身在吸尘器领域有基础, 和东芝整合后形成新的事业部, 这也是对东芝整合的新方法。新事业部主要聚焦4大产品——传统立式、握式和新型的充电式、机器人吸尘器, 4个市场——中国、美国、日本、欧洲。短期不要求其能实现盈利, 关键在于建立产品能力和核心技术能力, 包括电机、电池、地刷和分道, 在这些方面进行一系列构建, 吸引全球范围内的人才。
- 清洁电器事业部, 在所有事业部中最特别之处在于它是全球化的团队、全球化运营、自有品牌为主, 也为美的未来全球经营积累经验。

Q: 吸尘器几个品牌之间, 有何定位?

- 美国收购了Eureka, 日本有东芝, 美的品牌会继续走性价比路线。

Q: 小家电表现很好, 主要原因是什么?

- 小家电产业, 美的基础很好。以前策略有误, 过于重视份额而非盈利能力和口碑。过去5年, 公司在所有小家电产品线进行了大量变革调整, 效果在去年已经开始体现了, 2016年小家电盈利能力超过行业平均, 2017H1表现更好。公司相信未来2-3年, 小家电会进入新一轮稳定增长时期, 包括电饭煲、烟灶灶具等多品类都会有不错的增长。

Q: 公司的厨电业务在中国市场将采取怎样的发展策略?

- 公司认为自身厨电基础有提升空间, 这个行业在中国有很好的增长机会。
- 厨电行业有其特殊性, 国内品牌和国外品牌很难进入对方市场。在国内, 品牌比较分散, 形成了一些区域性较强的地方性品牌; 国内的领军品牌方太、老板市场份额并不高, 且定位高端, 因此留下来一些其他品牌的发展空间。
- 美的的策略首先是做到规模优先, 当然不同于2011年以前的状况, 产品也要过硬, 盈利要有持续性。2017H1厨电增速明显高于行业平均, 量上的很快。目前美的产品的单价大约是顶端品牌的50%左右, 以后要逐步提高。

Q: 冰箱行业上半年不太好, 公司对这个行业怎么看, 未来毛利率、收入能否恢复性增长?

- 冰箱和洗衣机, 经过几十年的发展, 未来2-3年还是会稳定增长。除了消费升级和更新换代, 更重要的是家电下乡等此前政策带来的一些负面影响, 基本消化掉了。历史包袱没有了。同时, 企业也在进行一些模式的改变, 整体迎来新的稳定增长。
- 这个过程中, 消费结构升级, 消费者需求行为发生变化, 渠道也在变化、新技术的应用, 会引起行业集中度会进一步加快提升, 强者恒强趋势明显。公司经过多年积累, 实力提升很大, 冰箱上半年增长高于行业, 公司预计下半年还能实现较高增长, 盈利稳定。公司认为冰箱未来依然会稳定增长, 信心主要来自公司的技术储备和产品储备。

机器人

Q: KUKA 上半年增长靓丽, 主要动因是什么?

- KUKA 的增长, 主要是其过去 2-3 年本身结构性的调整带来的。也有偶然因素, 上半年拿到几个大订单 (特斯拉、大众等)。
- 分区域看, 收入增长较快的是北美和中国 (收入分别占约 1/3 和 1/6)。上半年中国区的收入大概增长 18%, 产能跟不上需求的增长, KUKA 公司已经三班倒进行生产, 主要问题在于后台零部件供应跟不上。

Q: 机器人跟公司原来主业不一样, 请问公司如何进行消化?

- 对 KUKA 本身的业务, 要进一步提高其经营能力、盈利能力, 改善收入结构, EBIT 稳步提升, 改善基本面。
- 美的主要发挥在中国市场和 KUKA 的协同作用。重点聚焦 4 个领域: 第一是帮助 KUKA 进入一些本土汽车厂商增加 KUKA 的市场份额, 第二进入一般机器人领域和自动化系统, 第三是物流和仓储自动化领域, 第四是医疗行业。此外, 公司将与 KUKA 加大探讨, 在未来 2-3 年联合探索消费机器人和家庭机器人市场的机会。

Q: 对 KUKA 的消化, 要实现怎样的经营目标?

- 对 KUKA, 更多发挥其在中国的协同作用。跨文化的整合, 双方正进行交流, 希望将协同项目落地。KUKA 是中国最大的机器人生产商, 希望未来中国区的收入占比能提高到 KUKA 集团的一半。

Q: KUKA 未来 2-3 年收入目标? 增长主要来自哪里?

- 公司希望 KUKA 在未来 2-3 年, 能有快速增长。
- 分板块看, Swisslog 目前利润率低, 有更大的成长空间, 且物流、自动化在中美市场的空间大。公司认为机器人本体的潜力也很大。

Q: KUKA 开拓新客户, 会不会是漫长的过程, 什么时候能见到可观效果?

- KUKA 本身技术储备、系统化能力强, 2-3 年前已经开始转型和调整, 逐步降低对汽车行业的依赖, 来自汽车行业的收入占比从最高 90%+ 下降到 2016 年的 50%+, 今年会进一步下降。KUKA 已经在汽车之外的一些行业有了经验和技术积累, 对 KUKA 进入中国一般行业会有帮助。

Q: 公司如何实现与 KUKA 的协同, 上半年增长中协同作用发挥了多少?

- 目前在中国美的与 KUKA 的协同才刚开始, 公司层面已经成立了相关团队, 今年处于双方寻求和确认项目的阶段。已有 1-2 单落地, 但不是系统性的, 公司预计一些项目会在 2018 年开始体现。
- KUKA 在中国区收入基数低, 虽然增长会很快, 但对整个库卡影响暂时不会特别大。

Q: 如何提升 KUKA 利润率?

- 公司认为机器人本体业务利润率并不低, 另外两个业务利润率会低一些。其中 Swisslog 于 2015 年收购, 现处于整合状态, 以后会形成协同效应; 系统业务 Systems 利润会低一些, 但用 ROCE 考核的话其实表现也相对不错。所以看整个集团, 会拉低 KUKA 的利润率。

Q: 机器人板块是否会继续通过收购完善产业链?

- 机器人板块会以库卡为主进行收购。机器人行业变化很快, KUKA 会通过收购并来强化核心竞争力。

东芝

Q: 对东芝的消化, 要实现怎样的经营目标? 收入提升的空间在什么地方?

- 东芝, 前几年亏损, 公司希望其达到自己造血的能力, 实现一定增长。东芝主要目标是在日本恢复增长, 恢复其市场地位 (以前日本前三)。未来, 东南亚、印度市场, 会考虑用东芝品牌来做。

Q: 东芝 Q1 亏损, Q2 盈利了, 是因为收购之后整合起了效果还是季节性因素?

- 东芝 2016H1 亏损, 到下半年报表上实现盈利了。今年和上年同期, 主要是受汇率变动, 因为东芝的工厂主要在中国和泰国, 上年汇率比较坚挺, 而今年汇率相对弱势, 对东芝的财务影响较大。
- 关于季节间的不同, 由于 Q2 是家用空调旺季, 东芝空调的收入和业绩的增长, 市占率从以前的约 2% 提高到今年的 3%-4%。

财务

Q: 公司上半年毛利率下滑较多的原因是什么?

- 公司上半年暖通空调收入 YoY+41.5%, 毛利率下滑 3.4pct。细分来看, 上半年国内市场收入增长高, 毛利率同比改善, 海外市场毛利率下降, 对整个盈利产生了不利影响。
- 下滑的因素有: 1) 原材料涨价; 2) 空调海外比例占高达 40% 以上, 海外部分价格调整周期长于国内 6-9 个月, 成本压力转移滞后; 3) 公司空调业务改变了运营模式, 从去年开始推行 “T+3”, 对过去 5~8 年遗留的一些问题、包括老的库存进行清理, 消耗了部分资源; 4) 在 6-7 月空调销售旺季, 平均每台安装费增加 130~150 元, 7 月份的安装费 (在 6 月) 进行了预提, 大概涉及到 800 万台空调、近 10 亿元的安装费用。

Q: 上半年收入增长, 原材料对利润的影响, 接下来如果高成本趋势延续, 对盈利如何影响? 如何应对?

- 关于上半年公司的盈利能力: 1) 公司海外收入占比高, 海外部分转移定价能力周期慢, 议价能力较国内弱; 2) 公司在并购上稳健处理, 2017 年预计会有 24 亿元的摊销。
- 公司和过去 5 年一样, 将通过技术积累改善产品结构, 不是靠单品提价, 而是靠产品创新、结构改善、高端化来调整。海外, 也通过产品结构改善来提升。公司也要建立起效率驱动的成本优势。
- 今年公司各产品 2-3 月份的测试表明, 到 6-7 月毛利率能回到上年平均水平, 事实证明确实回来了。但现在有了新的变化, 7 月以来原材料全方位重新上涨, 对公司的盈利会有些影响, 具体幅度得看原料价格波动是否可持续。整体看, 公司认为下半年盈利能力比上半年会好。
- 公司预计, 下半年盈利能力好于上半年, 对未来缓慢改善盈利能力充满信心。

Q: 今年上半年的财务费用有多少?

- 利息支出, 2017H1 同比增近 2 亿元, 主要来自 KUKA 和东芝并购的利息支出。下半年预计和上半年差距不大。
- 整体财务费用, 主要是受汇兑损益影响, 上年同期美元升值, 今年美元贬值, 汇率反向影响; 公司的外汇远期合约, 去年是亏损, 今年盈利。共同反向影响导致今年财务费用在 2017H1 同比有 9 亿元的反向波动。

Q: 汇率波动如何传导到财务费用?

- 主要影响科目: 1) 财务费用科目下的汇兑收益; 2) 投资收益里的公允价值波动; 3)

公允价值自身科目变动；4) 资本公积下的现金流套期；5) 财务费用的汇兑损益里同时会包括部分已交割的外汇远期合约。

- 公司会根据外汇远期合约和汇率波动，调整锁汇比例。此外，在适当时点，公司也会做反向的远期汇率合约操作。

Q: 公司账上有大量现金，分红政策是否会有改变？

- 公司希望保持稳定的分红。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E	100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,393.5	1,598.4	2,389.2	2,915.3	3,445.9	成长性					
减:营业成本	1,026.6	1,156.2	1,748.6	2,128.0	2,497.2	营业收入增长率	-2.1%	14.7%	49.5%	22.0%	18.2%
营业税费	9.1	10.8	16.0	19.5	23.1	营业利润增长率	10.9%	16.9%	20.3%	28.9%	26.5%
销售费用	148.0	176.8	267.6	324.3	379.8	净利润增长率	21.0%	15.6%	15.2%	28.6%	24.8%
管理费用	74.4	96.2	154.2	182.1	214.6	EBITDA 增长率	-5.9%	8.0%	41.4%	25.0%	23.7%
财务费用	1.4	-10.1	1.2	-1.4	-4.1	EBIT 增长率	10.7%	8.0%	25.0%	27.5%	25.6%
资产减值损失	0.0	3.8	2.3	2.1	2.7	NOPLAT 增长率	12.0%	7.8%	28.4%	27.5%	25.6%
加:公允价值变动收益	0.8	1.2	-	-	-	投资资本增长率	2.6%	18.1%	0.8%	-21.5%	25.3%
投资和汇兑收益	20.1	12.9	10.5	9.5	9.3	净资产增长率	22.5%	23.1%	16.6%	18.4%	19.4%
营业利润	149.2	174.4	209.7	270.3	341.9	利润率					
加:营业外净收支	11.3	14.8	8.3	10.0	7.7	毛利率	26.3%	27.7%	26.8%	27.0%	27.5%
利润总额	160.5	189.1	218.0	280.3	349.6	营业利润率	10.7%	10.9%	8.8%	9.3%	9.9%
减:所得税	24.3	30.5	35.2	45.2	56.4	净利润率	9.1%	9.2%	7.1%	7.5%	7.9%
净利润	127.1	146.8	169.2	217.5	271.4	EBITDA/营业收入	11.2%	10.6%	10.0%	10.2%	10.7%
						EBIT/营业收入	11.2%	10.6%	8.8%	9.2%	9.8%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	49	45	32	26	21
货币资金	118.6	172.0	262.8	459.6	542.2	流动营业资本周转天数	35	35	25	13	13
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	232	241	208	194	196
应收账款	114.7	145.9	218.9	241.5	302.6	应收账款周转天数	28	29	27	28	28
应收票据	128.9	74.3	270.8	117.9	347.2	存货周转天数	33	29	33	32	31
预付账款	9.9	15.9	23.0	24.3	31.2	总资产周转天数	322	337	280	252	243
存货	104.5	156.3	286.5	229.1	371.1	投资资本周转天数	105	101	73	54	45
其他流动资产	457.1	641.9	486.8	528.6	552.4	投资回报率					
可供出售金融资产	32.9	51.9	52.0	52.0	52.0	ROE	25.8%	24.0%	23.8%	25.8%	27.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.6%	9.3%	9.1%	11.4%	11.3%
长期股权投资	28.9	22.1	22.1	22.1	22.1	ROIC	31.9%	33.6%	36.5%	46.1%	73.8%
投资性房地产	1.5	4.9	4.9	4.9	4.9	费用率					
固定资产	187.3	210.6	210.6	204.3	196.5	销售费用率	10.6%	11.1%	11.2%	11.1%	11.0%
在建工程	9.5	5.8	7.9	9.8	11.6	管理费用率	5.3%	6.0%	6.5%	6.2%	6.2%
无形资产	33.9	68.7	61.8	54.9	48.1	财务费用率	0.1%	-0.6%	0.0%	0.0%	-0.1%
其他非流动资产	60.7	135.8	108.6	110.2	115.7	三费/营业收入	16.1%	16.4%	17.7%	17.3%	17.1%
资产总额	1,288.4	1,706.0	2,016.8	2,059.3	2,597.6	偿债能力					
短期债务	39.2	30.2	5.6	-	-	资产负债率	56.5%	59.6%	60.1%	53.8%	56.2%
应付账款	185.9	269.3	409.6	421.1	554.8	负债权益比	129.9%	147.3%	150.8%	116.3%	128.5%
应付票据	170.8	184.8	300.9	290.2	403.4	流动比率	1.30	1.35	1.36	1.48	1.51
其他流动负债	324.2	407.5	424.3	367.6	467.2	速动比率	1.15	1.18	1.11	1.27	1.25
长期借款	0.9	22.5	-	-	-	利息保障倍数	112.43	-16.77	176.90	-195.28	-82.22
其他非流动负债	7.2	101.9	72.4	28.4	35.5	分红指标					
负债总额	728.1	1,016.2	1,212.8	1,107.3	1,461.0	DPS(元)	0.79	0.99	1.04	1.33	1.66
少数股东权益	68.3	78.5	92.1	109.6	131.5	分红比率	40.3%	44.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	42.7	64.6	65.2	65.2	65.2	股息收益率	1.9%	2.4%	2.5%	3.3%	4.1%
留存收益	458.9	545.1	646.7	777.2	940.0						
股东权益	560.3	689.8	804.0	952.0	1,136.7						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	1.95	2.25	2.60	3.34	4.16
净利润	136.2	158.6	169.2	217.5	271.4	BVPS(元)	7.55	9.38	10.92	12.92	15.42
加:折旧和摊销	-	-	27.7	29.3	30.9	PE(X)	21.0	18.1	15.7	12.2	9.8
资产减值准备	0.0	3.8	-	-	-	PB(X)	5.4	4.4	3.7	3.2	2.6
公允价值变动损失	-0.8	-1.2	-	-	-	P/FCF	30.2	19.7	22.4	9.9	15.2
财务费用	-3.2	-6.5	1.2	-1.4	-4.1	P/S	1.9	1.7	1.1	0.9	0.8
投资损失	-20.1	-12.9	-12.0	-10.0	-10.0	EV/EBITDA	8.4	10.0	10.2	7.4	5.8
少数股东损益	9.2	11.8	13.6	17.5	21.8	CAGR(%)	19.9%	22.7%	16.2%	19.9%	22.7%
营运资金的变动	-3.0	-55.2	18.4	92.2	-115.3	PEG	1.1	0.8	1.0	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	267.6	267.0	218.1	345.2	194.7	ROIC/WACC	3.3	3.5	3.8	4.8	7.6
投资活动产生现金流量	-179.9	-197.8	-11.1	-8.0	-8.0	REP	1.0	1.0	1.3	1.2	0.6
融资活动产生现金流量	-88.8	1.6	-116.1	-140.4	-104.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034