

2016年5月26日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

25.00

公司基本信息

产业别	家用电器
A 股价(2016/5/25)	21.35
深证成指(2016/5/25)	9784.60
股价 12 个月高/低	39.63/20.35
总发行股数(百万)	6401.09
A 股数(百万)	3361.57
A 市值(亿元)	717.70
主要股东	美的控股有限公司(35.06%)
每股净值(元)	7.61
股价/账面净值	2.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.9 16.2 -9.8

近期评等

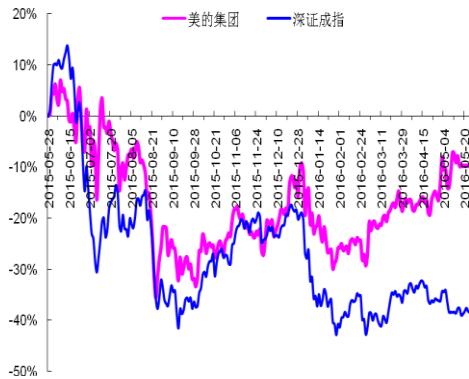
出刊日期	前日收盘	评等
2016-03-29	30.6	买入

产品组合

空调及零部件	58.3%
小家电	25.0%
洗衣机及零部件	7.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.8%
一般法人	22.3%

股价相对大盘走势

美的集团(000333.SZ)

Buy 买入

要约收购 KUKA, “双智”战略稳步推进
结论与建议:

事件: 公司披露要约收购KUKA Aktiengesellschaft报告书（草案）以及第三期股票期权激励计划（草案）

点评:

- **要约收购方案:** 公司拟通过全资境外子公司 MECCA 以现金方式全面要约收购库卡集团(指 KUKA Aktiengesellschaft)股份，要约价格为每股 115 欧元。公司目前持有库卡集团约 13.51%的股份，通过本次收购完成后公司最低意图持股比例达到 30%以上（含 30%），若库卡集团除 MECCA 以外的其他股东全部接受要约，按照要约价格为每股 115 欧元计算，本次收购总价约为 292 亿元人民币。公司本次收购不以库卡集团退市为目的，本次收购资金来源为银团借款和公司自有资金。
- **收购标的为机器人领域龙头:** 库卡集团是全球领先的机器人及自动化生产设备和解决方案的供应商之一，主要业务是：库卡机器人 (Robotics)，库卡系统 (Systems)，瑞仕格 (Swisslog)。根据 IFR2015 年的数据，在汽车制造领域库卡机器人的市场份额在全球和欧洲都是第一；在一般工业领域机器人的市场份额欧洲前三名；在系统解决方案的市场份额美国排名第一，欧洲排名第二。库卡集团约 21% 的收入来自于德国、约 25% 来自于欧洲其他地区、约 35% 来自北美、约 19% 来自亚太地区和其他地区；从终端行业分布来看，约 50% 来自汽车行业，约 50% 来自一般工业。库卡集团 2015 年营收 29.7 亿欧元（折合人民币约 217.5 亿元），YOY+41.5%，归母净利润 0.87 亿欧元（折合人民币约 6.4 亿元），YOY+27.5%。
- **收购后将推进公司的“双智”战略发展，并将开拓国内机器人市场:** (1) 公司将借助库卡集团在工业机器人和自动化生产领域的技术优势，推进公司的“双智”战略（智慧家居+智能制造），提升公司生产效率，实现制造升级；(2) 公司将会受益于库卡集团子公司瑞仕格领先的物流设备和系统解决方案，提升物流效率，拓展第三方物流业务；(3) 凭借库卡集团在工业机器人与系统解决方案领域先进的技术实力与公司在中国家电制造、销售及市场推广方面的专长积累，公司将与库卡集团联合开拓广阔的中国机器人市场。
- **第三期股权激励:** 公司公布第三期股权激励计划方案，拟向总部及各事业部的中高层管理人员及业务技术骨干人员共计 931 人实行股权激励，股票数量为 12753 万股，占公司已发行股本总额的 1.98%，股票来源方式为定向增发，行权价格为每股 21.35 元。分三次解禁，行权条件较前两期宽松（本期股权激励计划行权条件 2016/2017/2018 的扣非后净利润水平不低于当期前三年平均扣非后净利润，而前两期则是考核的年份扣非后净利润增长率不低于 15%）。
- **盈利预测与投资建议:** 展望未来，目前空调渠道库存不断优化，2015 年房地产的热销又将带动空调等家电产品销量的提升，公司 2016 年业绩将会恢复为正增长。而公司在国际化战略和“双智”战略的指引下，不断收购兼并优质资产又为公司未来的发展打开空间，我们看好公司的长远发展。我们预计公司 2016、2017 年可实现净利润为 138.5 亿元(YOY+9%)、153.3 亿元(YOY+10.7%)，EPS 为 2.16 元、2.4 元，P/E 为 9.9X、8.9X，维持“买入”投资建议。



年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7300	10502	12707	13852	15331
同比增减	%	123.98	43.87	20.99	9.01	10.68
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.14	1.64	1.99	2.16	2.40
同比增减	%	123.98	43.87	20.99	9.01	10.68
市盈率(P/E)	X	18.72	13.01	10.76	9.87	8.91
股利 (DPS)	RMB 元	2.00	1.00	1.20	0.87	0.96
股息率 (Yield)	%	9.37	4.68	5.62	4.05	4.49

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

表1: KUKA 集团股权情况:

序号	股东名称	持股比例
1	J.M. Voith GmbH & Co. Beteiligungen KG.	25.10%
2	MECCA	13.51%
3	SWOCSTEM GmbH	10.02%
4	其他股东	51.37%
	合计	100.00%

资料来源: 公司公告、群益整理

注: KUKA 集团已发行股份 39,775,470 股, 美的集团子公司 MECCA 目前持股 13.51%

表 2: 授予的股票期权在各激励对象间的分配情况

类型	人数	拟分配期权数量 (万份)	占本次授予期权总数的比例	占公司目前总股本的比例
研发人员	349	4,608	36.13%	0.72%
制造人员	220	3,164	24.81%	0.49%
营销人员	149	2,186	17.14%	0.34%
信息技术人员	55	656	5.14%	0.10%
其他业务骨干	158	2,141	16.78%	0.33%

资料来源: 公司公告, 群益整理

表 3: 公司第三期股权激励计划行权业绩条件

阶段名称	业绩考核指标
授予股票期权的第一个行权期	2016 年的净利润不低于前三个会计年度的平均水平
授予股票期权的第二个行权期	2017 年的净利润不低于前三个会计年度的平均水平
授予股票期权的第三个行权期	2018 年的净利润不低于前三个会计年度的平均水平

资料来源: 公司公告, 群益整理

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	121265	142311	139347	148464	159693
经营成本	92818	105670	102663	109189	116413
营业税金及附加	610	810	911	854	918
销售费用	12432	14734	14800	15565	16373
管理费用	6733	7498	7442	7818	8458
财务费用	564	251	139	209	167
资产减值损失	123	350	5	28	28
投资收益	998	1511	2011	1700	1700
营业利润	9324	13451	15399	16502	19036
营业外收入	1005	1057	1707	1320	1020
营业外支出	317	517	573	331	331
利润总额	10012	13991	16051	17491	19725
所得税	1714	2344	2427	2622	3270
少数股东损益	998	998	918	1017	1125
归属于母公司所有者的净利润	7300	10502	12707	13852	15331

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	15574	6203	11123	16975	23893
应收账款	7928	9362	11047	12704	14610
存货	15198	15020	16522	18174	19992
流动资产合计	65327	86427	99391	115294	133741
长期股权投资	1756	952	980	1010	1040
固定资产	19572	19522	20498	21523	22599
在建工程	613	662	715	751	788
非流动资产合计	31619	33865	36236	39134	42265
资产总计	96946	120292	135627	154428	176006
流动负债合计	56647	73143	81920	91750	102760
非流动负债合计	1218	1418	851	510	306
负债合计	57865	74561	82771	92261	103067
少数股东权益	6233	6261	6637	7035	7457
股东权益合计	32847	39470	46219	55133	65482
负债及股东权益合计	96946	120292	135627	154428	176006

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	10054	24789	9520	10543	11608
投资活动产生的现金流量净额	-467	-28862	-300	-390	-390
筹资活动产生的现金流量净额	-5364	-7410	-4300	-4300	-4300
现金及现金等价物净增加额	4220	-11492	4920	5853	6918

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证人。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。