

# KUKA 半年报亮眼，家电业务增长可持续买入（维持）

## 投资要点

### ■ 预计公司上半年家电业务收入同比增长超 35%

根据国家统计局数据，截止 2017 年 7 月全国家用空调内销量同比增长 66%，2017 年 6 月全国洗衣机内销量同比增长 22%，冰箱内销量同比增长-19%。根据产业在线，截至 2017 年 7 月空调累计销量同比增长 47%，截止 2017 年 6 月冰箱累计销量同比增长 12%，洗衣机累计销量同比增长 15%。我们预计公司上半年家电板块整体收入增长超 35%。下半年公司毛利率可能会受到原材料价格（铝、铜）上涨影响，但不改全年业绩向好的预期。

### ■ KUKA 在 2017H1 收入累计同比增长 35%，净利润累计同比增长 98%

KUKA 于 2017 年 8 月 2 日公布二季度报告，实现单季收入 10.08 亿欧元（同比+43.1%），单季新增订单 10.07 亿欧元（同比+12.8%），单季净利润 3.36 亿欧元（同比+253.7%），均创历史新高。半年报累计实现营业收入 17.99 亿欧元（同比+35%），净利润 0.6 亿欧元（同比+98%），毛利率 22.5%（同比-4.6pct），净利率 3.3%（同比+1pct）；在手订单合计 22.37 亿欧元（同比+16.3%），员工总数达到 13755 人（同比+8.5%）。由于收入增长强劲，公司上调全年保底收入预期至 33 亿欧元（之前预期为 31 亿欧元），EBIT 利润率有望超 5.5%，欧洲市场将继续稳健，北美市场和中国将保持强劲。

1、**机器人业务景气度高：**二季度收到单季新增订单 3.5 亿（同比+38.8%），实现单季销售收入 3.5 亿（同比+40.8%），在手订单合计 3.5 亿欧元（同比+35%），EBIT 利润率 10.8%（同比+0.5pct）；

2、**系统集成业务受欧洲项目拖累：**收到新订单 4.39 亿订单（同比-0.3%），销售收入 4.81 亿（同比+53.2%），在手订单合计 11.8 亿欧元（同比+4.1%），EBIT 利润率 4.7%（同比-1.6pct）；

3、**SWISSLOG 业务继续向好：**收到 2.35 亿订单（同比+11.7%），销售收入 1.93 亿（同比+30.3%），在手订单合计 7.38 亿欧元（同比+4.1%），PPA 后 EBIT 利润率 0.6%（+0.3pct）；

4、**北美市场驱动强劲。**从全球市场来看，北美当前是驱动 KUKA 收入增长的主要动力，对 KUKA 整体收入占比超三分之一。

5、**美的集团与 KUKA 的协同效应将逐步显现。**美的集团收购 KUKA 之后，将在渠道建设、智能工厂和服务机器人等业务领域逐步发挥双方的协同效应，但是当前 KUKA 的增长主要源于内生增速，预期 2018 年将看到更多美的集团与 KUKA 的协同项目落地；

### ■ 盈利预测与投资评级

预计美的集团在 2017/2018/2019 年营业收入为 2050 亿元/2257 亿元/2431 亿元，分别同比增长 28%/10%/8%，归母净利润为 168 亿元/188 亿元/208 亿元，分别同比增长 14%/12%/11%，对应 EPS 为 2.58 元/2.89 元/3.21 元，对应 PE 为 16 倍/14 倍/13 倍；基于美的集团在家电行业和机器人行业龙头地位，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

家电销量波动风险，毛利率波动风险。

2017 年 08 月 24 日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

02160199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

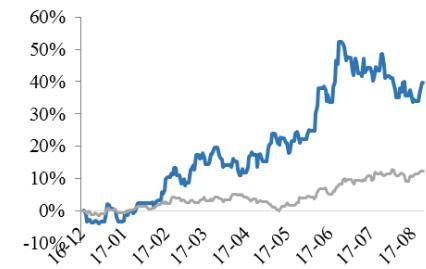
执业证书编号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

## 股价走势

——美的集团 —— 沪深 300



## 市场数据

收盘价（元）	39.05
一年最低/最高价	24.48/45.39
市净率（倍）	3.40
流通 A 股市值（百万元）	249,294

## 基础数据

每股净资产（元）	10.14
资产负债率（%）	67.05
总股本（百万股）	6,490
流通 A 股（百万股）	6,384

## 相关研究

1. **KUKA 与华为全面合作，5G 让制造更智慧 -20170612**
2. **深度报告：从美到智，一加一大于二 -20170522**

**KUKA 半年报收入增长强劲，上调全年业绩预期：**KUKA 于 2017 年 8 月 2 日公布二季度报告，实现单季收入 10.08 亿欧元（同比+43.1%），单季新增订单 10.07 亿欧元（同比+12.8%），单季净利润 3.36 亿欧元（同比+253.7%），均创历史新高。半年报累计实现营业收入 17.99 亿欧元（同比+35%），净利润 0.6 亿欧元（同比+98%），毛利率 22.5%（同比-4.6pct），净利率 3.3%（同比+1pct）；在手订单合计 22.37 亿欧元（同比+16.3%），员工总数达到 13755 人（同比+8.5%）。由于收入增长强劲，公司上调全年保底收入预期至 33 亿欧元（之前预期为 31 亿欧元），EBIT 利润率有望超 5.5%，欧洲市场将继续稳健，北美市场和中国将保持强劲。

**机器人业务景气度高：**二季度收到单季新增订单 3.5 亿（同比+38.8%），实现单季销售收入 3.5 亿（同比+40.8%），在手订单合计 3.5 亿欧元（同比+35%），EBIT 利润率 10.8%（同比+0.5pct）；机器人业务的订单来源占比分别为：一般工业 49%（同比+7.9pct）、汽车 35%（同比-4pct）、服务业 16%（同比-3.9pct）。机器人业务收到中国某核心电子公司大订单（中国 3C 市场也将是库卡未来的重要目标市场）

**系统集成业务受欧洲项目拖累：**收到新订单 4.39 亿订单（同比-0.3%），销售收入 4.81 亿（同比+53.2%），在手订单合计 11.8 亿欧元（同比+4.1%），EBIT 利润率 4.7%（同比-1.6pct），利润率下降主要源于欧洲的两个大项目进度低于预期和费用超支。系统集成业务收到中国某重要汽车厂商新生产线和欧洲电池领导企业的千万欧元级别大订单

**SWISSLOG 业务继续向好：**收到 2.35 亿订单（同比+11.7%），销售收入 1.93 亿（同比+30.3%），在手订单合计 7.38 亿欧元（同比+4.1%），PPA 后 EBIT 利润率 0.6%（+0.3pct），PPA 前 EBIT 利润率 1.7%（-0.4pct），主要驱动因素是北美市场景气。SWISSLOG 赢得来自 dm-drogerie market（欧洲知名药妆零售连锁）物流系统的 1 亿欧元大订单。

**美的集团与 KUKA 的协同效应将逐步显现。**美的集团收购 KUKA 之后，将在渠道建设、智能工厂和服务机器人等业务领域逐步发挥双方的协同效应，但是当前 KUKA 的增长主要源于内生增速，预期 2018 年将看到更多美的集团与 KUKA 的协同项目落地。

**北美市场驱动强劲。**从全球市场来看，北美当前是驱动 KUKA 收入增长的主要动力，对 KUKA 整体收入占比超三分之一，而北美地区的业务模式为 KUKA 预先垫付项目款的客户后付款模式，所以 2017 上半年 KUKA 的经营净现金流为 -1.32 亿欧元（同比-92%）。

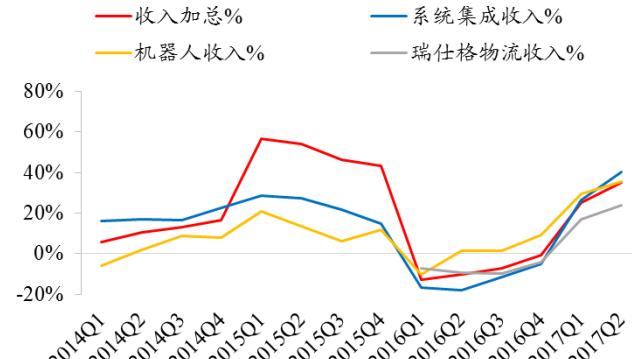
报告期内，库卡和德国大众汽车达成了战略伙伴关系，共同开发电动车和智能汽车无人驾驶业务；库卡未来也将继续开辟服务机器人市场新方向。

**图表 1：KUKA 半年报累计实现营业收入 17.99 亿欧元（同比+35%）**



资料来源：KUKA 公告，东吴证券研究所

**图表 2：KUKA 半年报增速最快的细分业务是系统集成板块**



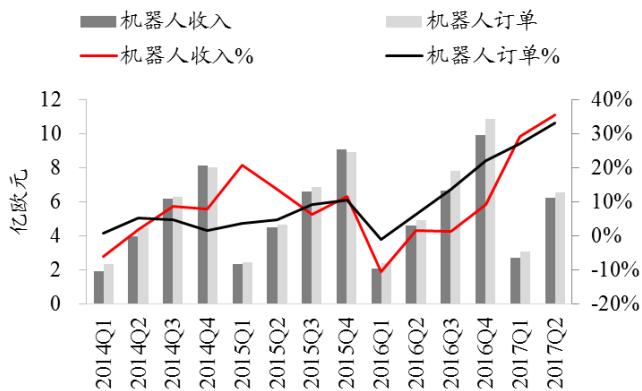
资料来源：KUKA 公告，东吴证券研究所

图表 3: 在手订单合计 22.37 亿欧元 (同比+16.3%)



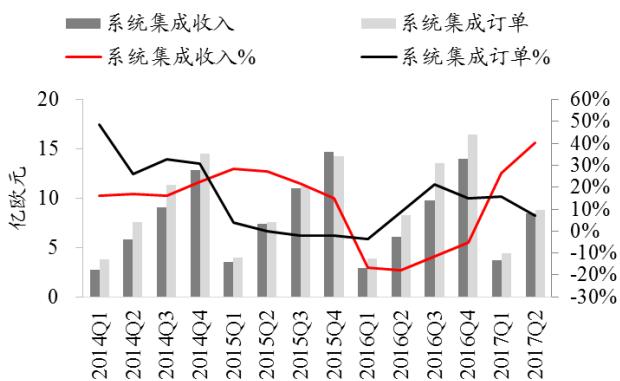
资料来源：KUKA 公告，东吴证券研究所

图表 5: 机器人业务二季度收到单季新增订单 3.5 亿(同比+38.8%), 实现单季销售收入 3.5 亿 (同比+40.8%)



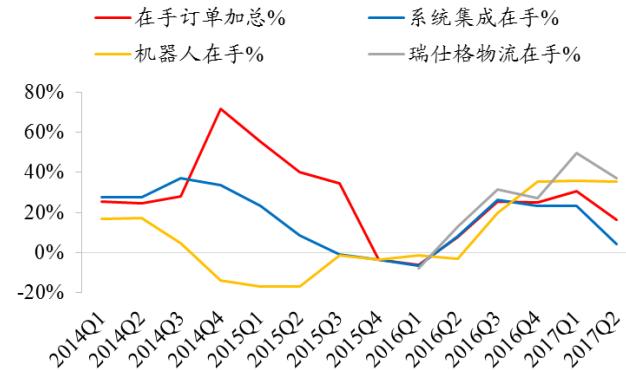
资料来源：KUKA 公告，东吴证券研究所

图表 7: 系统集成业务二季度收到新订单 4.39 亿订单 (同比-0.3%), 销售收入 4.81 亿 (同比+53.2%)



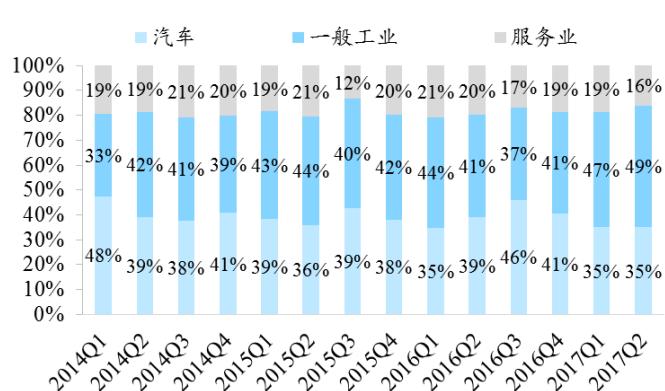
资料来源：KUKA 公告，东吴证券研究所

图表 4: 瑞仕格订单同比增速最快



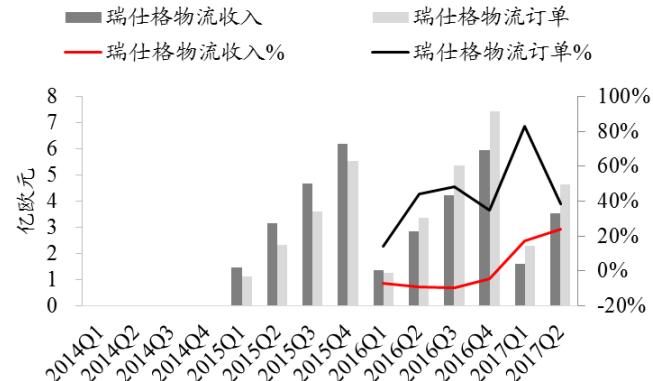
资料来源：KUKA 公告，东吴证券研究所

图表 6: 机器人业务的订单来源占比分别为：一般工业 49%、汽车 35%、服务业 16%



资料来源：KUKA 公告，东吴证券研究所

图表 8: 瑞仕格物流二季度收到 2.35 亿订单 (同比+11.7%), 销售收入 1.93 亿 (同比+30.3%)



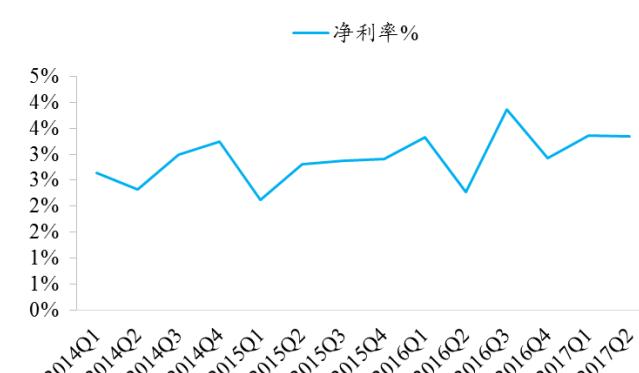
资料来源：KUKA 公告，东吴证券研究所

**图表 9: KUKA 实现单季净利润 3.36 亿欧元 (同比 +253.7%), 净利润 0.6 亿欧元 (同比+98%)**



资料来源: KUKA 公告, 东吴证券研究所

**图表 10: 净利率保持高位**



资料来源: KUKA 公告, 东吴证券研究所

## 美的集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>120621.3</b>	<b>153834.0</b>	<b>171629.3</b>	<b>194651.3</b>	<b>营业收入</b>	<b>159841.7</b>	<b>205005.3</b>	<b>225652.4</b>	<b>243071.1</b>
现金	17196.1	31558.6	37086.9	49785.6	营业成本	115615.4	147075.1	161508.2	173481.7
应收款项	22022.1	34634.2	38122.4	41065.2	营业税金及附加	1077.1	2050.1	2256.5	2430.7
存货	15626.9	18584.6	20408.3	21921.3	营业费用	17678.5	22653.1	24934.6	26859.4
其他	65776.2	69056.6	76011.7	81879.2	管理费用	9620.8	14808.3	14561.2	15163.7
<b>非流动资产</b>	<b>49979.4</b>	<b>51141.9</b>	<b>51651.6</b>	<b>51868.9</b>	<b>财务费用</b>	<b>-1006.0</b>	<b>671.2</b>	<b>680.4</b>	<b>527.3</b>
长期股权投资	2211.7	2363.7	2515.7	2667.7	投资净收益	1286.0	1600.0	900.0	900.0
固定资产	21637.5	23106.0	23921.6	24444.8	其他	<b>-705.9</b>	557.9	557.9	557.9
无形资产	6868.5	6410.6	5952.7	5494.8	<b>营业利润</b>	<b>17436.0</b>	<b>19905.6</b>	<b>23169.4</b>	<b>26066.3</b>
其他	19261.6	19261.6	19261.6	19261.6	营业外净收支	1478.6	1500.0	800.0	500.0
<b>资产总计</b>	<b>170600.7</b>	<b>204976.0</b>	<b>223280.9</b>	<b>246520.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>18914.6</b>	<b>21405.6</b>	<b>23969.4</b>	<b>26566.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>89184.0</b>	<b>111029.2</b>	<b>115503.5</b>	<b>123594.6</b>	所得税费用	3052.7	3467.7	3883.0	4303.7
短期借款	3183.0	10000.0	5000.0	5000.0	少数股东损益	1177.6	1166.0	1305.6	1447.1
应付账款	43841.9	50289.4	55224.5	59318.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>14684.4</b>	<b>16771.9</b>	<b>18780.8</b>	<b>20815.5</b>
其他	42159.1	50739.9	55279.0	59276.0	EBIT	15849.9	18876.7	22849.8	25593.5
<b>非流动负债</b>	<b>12440.0</b>	<b>14111.0</b>	<b>15782.0</b>	<b>17453.0</b>	EBITDA	15849.9	21629.7	25916.5	28989.4
长期借款	2254.3	2254.3	2254.3	2254.3					
其他	10185.7	11856.7	13527.7	15198.7	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>101624.0</b>	<b>125140.2</b>	<b>131285.5</b>	<b>141047.6</b>	每股收益(元)	2.27	2.58	2.89	3.21
少数股东权益	7849.8	8555.6	9346.0	10222.0	每股净资产(元)	9.46	10.98	12.73	14.68
归属母公司股东权益	61126.9	71280.1	82649.5	95250.5	发行在外股份(百万股)	6458.8	6490.0	6490.0	6490.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>170600.7</b>	<b>204976.0</b>	<b>223280.9</b>	<b>246520.1</b>	ROIC(%)	19.8%	20.4%	24.3%	26.9%
					ROE(%)	24.0%	23.5%	22.7%	21.9%
					毛利率(%)	27.0%	27.3%	27.4%	27.6%
					EBIT Margin(%)	9.9%	9.2%	10.1%	10.5%
					销售净利率(%)	9.2%	8.2%	8.3%	8.6%
					资产负债率(%)	59.6%	61.1%	58.8%	57.2%
					收入增长率(%)	14.7%	28.3%	10.1%	7.7%
					净利润增长率(%)	15.6%	14.2%	12.0%	10.8%
					P/E	17.95	15.79	14.10	12.72
					P/B	4.31	3.70	3.19	2.77
					EV/EBITDA	17.28	14.87	12.06	10.77

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>