

公司研究

拟全面收购+私有化库卡，提升自动化业务内部协同

——美的集团（000333.SZ）全面收购 KUKA 股权并私有化事件点评

买入（维持）

当前价：69.47 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	69.81
总市值(亿元):	4849.92
一年最低/最高(元):	61.11/105.89
近3月换手率:	25.73%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.72	-3.22	-23.84
绝对	-4.05	-1.61	-24.19

资料来源：Wind

相关研报

收入略超预期，利润率逐步改善——美的集团（000333.SZ）2021年三季度报点评（2021-10-31）

业绩符合预期，原材料压力有望逐步缓解——美的集团（000333.SZ）2021年半年报点评（2021-08-31）

要点

事件：

公司发布公告，拟通过全资子公司全面收购公司控股的德国法兰克福交易所上市公司 KUKA Aktiengesellschaft 的股权并私有化。本次收购完成后，库卡将成为公司全资控制的境外子公司，并从法兰克福交易所退市。本次收购尚须根据国内外相关法律履行一定的报备和审批程序。

点评：

历时六余年私有化库卡，收购剩余 5.45% 股份约需 11 亿人民币。美的对库卡的并购起始于 2015 年 8 月，最初购入 5.4% 的股权。2016 年 5 月美的正式向德国库卡发出收购要约，到 2017 年初美的成为德国库卡的控股股东，此次要约收购总耗资约 292 亿元，最终持股 3761 万股，占比 94.55%。2021 年 11 月 24 日，美的拟将德国库卡私有化，收购剩余少数股东持有库卡约 216.8 万股股份，占比 5.45%，若按 11 月 22 日最新收盘价 67.6 欧元计算，此次收购所需金额约 1.5 亿欧元，约合人民币 10.5 亿元。

私有化促进自动化业务资源协同，库卡中国本土化运营的坚实一步。2021 年库卡经营明显改善，受益于全球经济复苏、下游客户工业自动化投入增加，2021 年前三季度库卡收入达 183 亿人民币，同比+25%；净利率为 0.7%，同比+4.4pcts。此次美的私有化库卡将有助于后者专注经营，推动库卡集团在中国的本土化运营，提升美的在机器人与自动化相关业务领域的内部资源协同和共享。根据美的的中报电话交流：1) 目前库卡约 50% 生产在中国完成，预计 2021 年中国地区收入占比可达 20%；2) 除传统汽车机器人业务，库卡加大力度发展非汽车业务（运动机器人、服务机器人等）；3) 预计 2025 年库卡在中国地区的收入占比可达 30% 以上，相关业务的净利率或有 10% 左右。

盈利预测、估值与评级：机器人业务加速协同，维持“买入”评级。预计私有化库卡将使美的的机器人业务的资源协调更为顺畅，库卡的组织整合更为有效。看好美的的机器人业务在自动化和数字化趋势下的增长潜力。维持美的集团 2021-23 年净利润预测为 281.2、323.5、357.2 亿元，现价对应 PE 为 17、15、14 倍，维持“买入”评级。

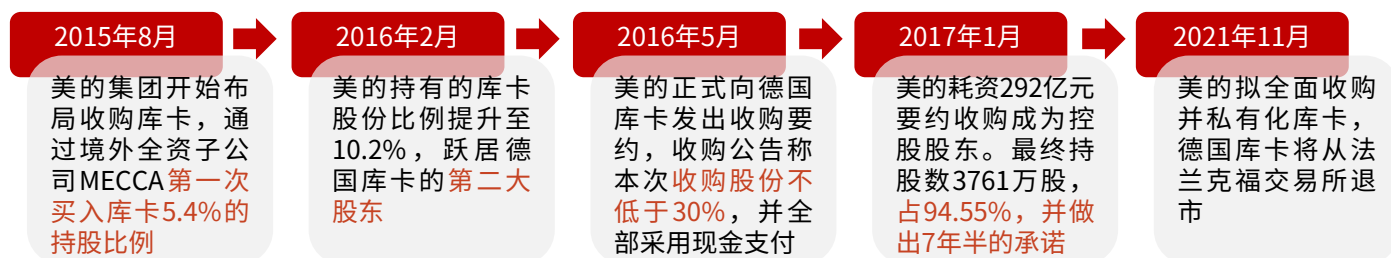
风险提示：原材料涨价风险，全球工业机器人需求疲软，业务协同不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	279,381	285,710	337,534	363,916	390,312
营业收入增长率	6.71%	2.27%	18.14%	7.82%	7.25%
净利润（百万元）	24,211	27,223	28,121	32,347	35,722
净利润增长率	19.68%	12.44%	3.30%	15.03%	10.44%
EPS（元）	3.47	3.87	4.03	4.63	5.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.81%	23.17%	20.76%	20.91%	20.54%
P/E	20	18	17	15	14
P/B	4.8	4.2	3.6	3.1	2.8

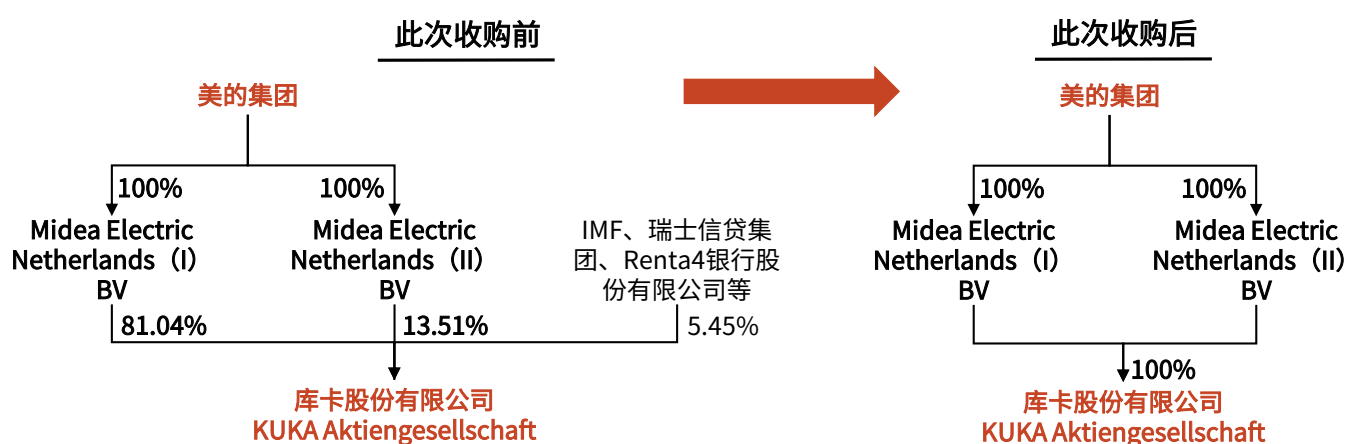
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-23

图 1: 美的收购德国库卡的时间轴



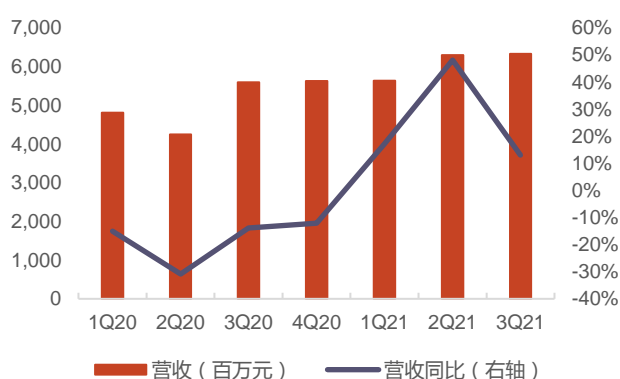
资料来源: 公司公告, Wind, 光大证券研究所

图 2: 此次收购前后的股权结构图



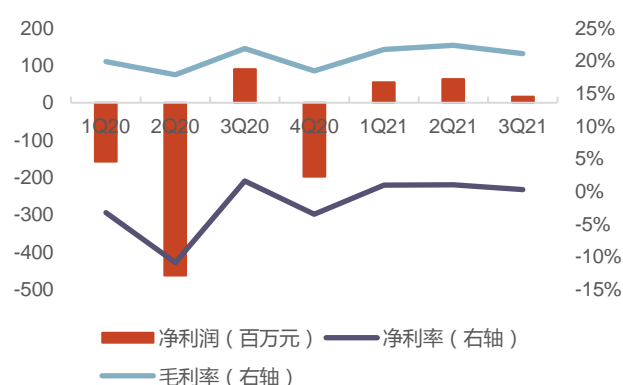
资料来源: 彭博资讯, Wind, 光大证券研究所

图 3: 库卡单季度营业收入及同比



资料来源: 彭博资讯, 光大证券研究所 *注: 币种为人民币, 采用历史期间平均汇率

图 4: 库卡单季度归母净利润、毛利率和净利率



资料来源: 彭博资讯, 光大证券研究所 *注: 币种为人民币, 采用历史期间平均汇率

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	279,381	285,710	337,534	363,916	390,312
营业成本	197,914	212,840	251,694	267,062	285,547
折旧和摊销	5,168	3,410	4,491	4,755	5,078
税金及附加	1,721	1,534	2,093	2,256	2,420
销售费用	34,611	27,522	29,703	32,752	35,128
管理费用	9,531	9,264	10,126	12,846	13,778
研发费用	9,638	10,119	11,814	12,919	14,051
财务费用	-2,232	-2,638	171	-253	-778
投资收益	164	2,362	600	600	620
营业利润	29,683	31,493	34,272	38,717	42,712
利润总额	29,929	31,664	34,522	38,967	42,962
所得税	4,652	4,157	5,351	6,040	6,659
净利润	25,277	27,507	29,171	32,927	36,302
少数股东损益	1,066	284	1,050	580	580
归属母公司净利润	24,211	27,223	28,121	32,347	35,722
EPS(元)	3.47	3.87	4.03	4.63	5.12

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	38,590	29,557	16,336	26,475	29,900
净利润	24,211	27,223	28,121	32,347	35,722
折旧摊销	5,168	3,410	4,491	4,755	5,078
净营运资金增加	-20,477	-44,764	33,526	17,312	17,043
其他	29,688	43,689	-49,802	-27,938	-27,943
投资活动产生现金流	-23,108	-35,311	-5,776	-6,426	-6,418
净资本支出	-3,326	-4,383	-6,050	-6,550	-6,550
长期投资变化	2,791	2,901	0	0	0
其他资产变化	-22,572	-33,829	274	124	132
融资活动现金流	-3,274	-756	-637	-12,926	-16,356
股本变化	309	58	-49	0	0
债务净变化	8,376	10,621	9,208	-328	-946
无息负债变化	14,837	31,065	18,754	8,648	9,472
净现金流	12,489	-6,893	9,924	7,123	7,127

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.2%	25.5%	25.4%	26.6%	26.8%
EBITDA 率	11.9%	10.5%	11.2%	11.7%	11.9%
EBIT 率	10.0%	9.3%	9.9%	10.4%	10.6%
税前净利润率	10.7%	11.1%	10.2%	10.7%	11.0%
归母净利润率	8.7%	9.5%	8.3%	8.9%	9.2%
ROA	8.4%	7.6%	7.2%	7.6%	7.8%
ROE (摊薄)	23.8%	23.2%	20.8%	20.9%	20.5%
经营性 ROIC	15.3%	19.4%	18.3%	18.5%	18.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	64%	66%	65%	63%	61%
流动比率	1.50	1.31	1.36	1.43	1.49
速动比率	1.28	1.14	1.17	1.23	1.29
归母权益/有息债务	2.10	1.99	1.98	2.28	2.60
有形资产/有息债务	5.18	5.19	5.18	5.62	6.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	301,955	360,383	407,324	435,456	463,833
货币资金	70,917	81,210	91,134	98,257	105,384
交易性金融资产	1,087	28,240	28,804	29,380	29,968
应收账款	18,664	22,978	25,064	27,023	28,983
应收票据	4,769	5,305	6,751	7,278	7,806
其他应收款 (合计)	2,713	2,974	2,646	2,853	3,060
存货	32,443	31,077	39,871	42,300	45,238
其他流动资产	83,446	63,451	89,363	102,554	115,752
流动资产合计	216,483	241,655	286,571	312,737	339,467
其他权益工具	0	47	47	47	47
长期股权投资	2,791	2,901	2,901	2,901	2,901
固定资产	21,665	22,239	20,730	19,795	19,115
在建工程	1,195	1,477	4,307	6,643	8,395
无形资产	15,484	15,422	15,357	15,099	14,847
商誉	28,207	29,557	29,557	29,557	29,557
其他非流动资产	5,738	12,369	12,369	12,369	12,369
非流动资产合计	85,473	118,727	120,753	122,719	124,366
总负债	194,459	236,146	264,107	272,428	280,953
短期借款	5,702	9,944	19,162	18,634	17,688
应付账款	42,536	53,930	62,924	66,765	71,387
应付票据	23,892	28,250	35,237	37,389	39,977
预收账款	16,232	0	0	0	0
其他流动负债	38,784	49,642	51,196	51,988	52,780
流动负债合计	144,318	184,151	211,490	219,439	227,592
长期借款	41,298	42,827	42,827	42,827	42,827
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,286	3,944	4,462	4,726	4,990
非流动负债合计	50,141	51,995	52,618	52,988	53,361
股东权益	107,496	124,237	143,217	163,029	182,880
股本	6,972	7,030	6,981	6,981	6,981
公积金	26,088	30,454	30,503	30,503	30,503
未分配利润	72,714	87,074	103,944	123,163	142,422
归属母公司权益	101,669	117,516	135,446	154,678	173,949
少数股东权益	5,827	6,721	7,771	8,351	8,931

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	12.39%	9.63%	8.80%	9.00%	9.00%
管理费用率	3.41%	3.24%	3.00%	3.53%	3.53%
财务费用率	-0.80%	-0.92%	0.05%	-0.07%	-0.20%
研发费用率	3.45%	3.54%	3.50%	3.55%	3.60%
所得税率	16%	13%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.60	1.60	1.88	2.36	2.86
每股经营现金流	5.54	4.20	2.34	3.79	4.28
每股净资产	14.58	16.72	19.40	22.16	24.92
每股销售收入	40.07	40.64	48.35	52.13	55.91

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	20	18	17	15	14
PB	4.8	4.2	3.6	3.1	2.8
EV/EBITDA	16.4	17.5	14.1	12.6	11.6
股息率	2.3%	2.3%	2.7%	3.4%	4.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE