

老板电器

高端厨电领跑者，市占率有望持续提升

高端厨电领跑者，油烟机燃气灶排名第一

老板电器是国内高端厨电领跑者，主营吸油烟机、燃气灶、消毒柜等厨房大家电的生产和销售，目前与方太在高端市场形成双寡头竞争格局。受益于灵活的跟随定价战略，过去几年公司市占率持续提升。今年6月底一二线市场油烟机零售额市占率24.5%，燃气灶零售额市占率21.6%，均排名第一。

持续打造高端定位、渠道多元化和良好激励机制是竞争优势

公司的竞争优势主要有：1，坚持高端的市场定位，上市后凭借资金优势进一步加大广告投入，品牌优势强化；2，积极推进渠道多元化策略，KA、专卖店和电商渠道开拓卓有成效，电商占比高；3，创始家族发展策略稳定，中高层和渠道均获授股票期权，激励机制灵活有效。

整体市占率仍然较低，未来成长空间广阔

近期公司增加一级经销商数量以扩张渠道，有助提升新老经销商积极性并加大渠道下沉力度，我们认为有助老板实现未来三年收入复合增长30%、油烟机零售额市占率30%、油烟机零售量领先30%的目标。2013年公司油烟机整体销量（包括三四线农村和出口）市占率为5.2%，未来随着三四线和农村市场消费升级，老板成长空间广阔，并有望凭借高端定位维持较高盈利能力。

首次覆盖给予“买入”的投资评级，目标价42元

我们预计公司2014-2016年EPS分别为1.71/2.30/3.00元，基于相对同行的PE估值法，2015年目标PE为18x，目标PEG为0.8x，推导出目标价42元。基于瑞银VCAM贴现现金流模型，在WACC假设为8.5%的情况下，推导出估值44元，和我们目标价接近。首次覆盖给予“买入”的投资评级。

Equities			
中国			
电子元件与设备			
12个月评级	买入		
	之前: 未予评级		
12个月目标价	Rmb42.00		
	之前: -		
股价	Rmb33.20		
路透代码: 002508.SZ 彭博代码 002508 CH			
交易数据和主要指标			
52周股价波动范围	Rmb36.49-25.79		
市值	Rmb10.6十亿/US\$1.73十亿		
已发行股本	320百万 (ORDA)		
流通股比例	30%		
日均成交量(千股)	1,950		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb63.3		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb2.42十亿		
市净率 (12/14E)	4.4x		
净债务 / EBITDA	NM		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	%市场预测
12/14E	-	1.71	- 1.71
12/15E	-	2.30	- 2.29
12/16E	-	3.00	- 3.07

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,534	1,963	2,654	3,656	4,780	6,227	7,917	9,832
息税前利润(UBS)	188	269	408	606	812	1,071	1,366	1,702
净利润 (UBS)	187	268	386	547	737	960	1,219	1,510
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.58	0.84	1.21	1.71	2.30	3.00	3.81	4.72
每股股息 (Rmb)	0.16	0.24	0.40	0.51	0.69	0.90	1.14	1.42
现金 / (净债务)	1,023	1,120	1,280	1,347	1,579	1,877	2,241	2,878
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	12.3	13.7	15.4	16.6	17.0	17.2	17.3	17.3
ROIC (EBIT) (%)	48.2	48.6	59.1	66.6	67.9	70.9	70.9	72.0
EV/EBITDA(core)x	18.1	11.6	16.3	14.9	11.1	8.4	6.7	5.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	25.0	16.6	21.5	19.4	14.4	11.1	8.7	7.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(0.1)	2.9	2.5	1.9	4.0	5.2	6.5	9.8
净股息收益率(%)	1.1	1.7	1.5	1.5	2.1	2.7	3.4	4.3

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 11 月 21 日 16 时 26 分的股价(Rmb33.20)得出;

投资主题

老板电器

投资理由

老板电器是国内厨电行业的高端领跑者，2010 年上市以来公司业绩持续高增长，主力产品油烟机和燃气灶 2013 年零售额市场份额分别约 23% 和 20%，均保持行业第一。公司产品定位高端，拥有优质产品力和多元化渠道，同时积极探索厨电智能化，定位最优秀的产品服务提供商。

公司今年开始加大渠道下沉力度，专卖店渠道有望保持高增长，同时渠道多元化继续进行，我们预计公司市占率将进一步提升。同时受益于消费升级和电商渠道开拓，未来公司的盈利能力仍有提升空间。

我们预计老板电器 2014/2015/2016 年的 EPS 分别为 1.71/2.30/3.00 元，高于市场一致预期(1.71/2.29/2.95 元)，基于 PE 估值法，推导出目标价 42 元，给予“买入”的投资评级。

乐观情景

公司在保持一二级市场稳定增长的基础上，渠道深耕至三四级市场初具成果，份额持续提升可期。行业消费升级趋势延续，产品提价带来利润增长超预期。

乐观情景下假设 2015 年油烟机、燃气灶和消毒柜销量增长均达 30% 以上，且盈利能力继续提升，公司 2015 年的 EPS 可望达到 2.49 元，给予 18x 的估值，每股估值为 45 元。

悲观情景

若房地产调控对家电需求的负面影响延续，渠道下沉到三四级城市未达预期，我们预计公司 2015 年收入增速可能下滑。悲观情景下我们估算公司 2015 年 EPS 为 2.11 元，PE 为 15x 的情况下，每股估值为 32 元。

近期催化剂

若渠道下沉效果明显，公司三四线市场经销商数量显著上升，销售快速增长；财报继续超预期。

积极探索厨电智能化，有望成为厨电智能化领跑者。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb42.00

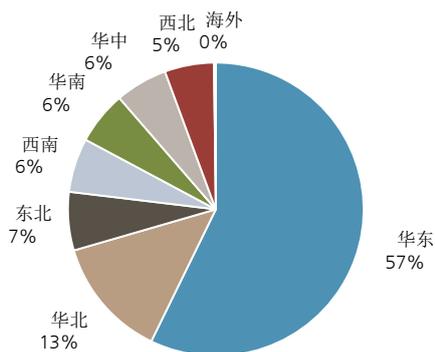
公司简介

老板电器是中国厨电行业龙头企业之一，公司主营业务为厨房电器产品的研发、生产和销售，主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜，以及电压力煲、电烤箱、电磁炉等配套厨房小家电产品。目前，公司已成为国内市场份额最大、品牌价值最高、销售区域最广的厨电制造商。

行业展望

2013 年城镇化率约 53.7%，城镇化继续推进有望拉动大家电产品普及，同时受益于人民生活水平的提高和消费理念的提升，小家电的更新和普及加速。另外在智能家电和节能环保的趋势引领下，产品的技术升级速度不断加快，从而带动家电产业消费升级。

收入按区域分布，2013



来源: 公司公告

各类产品的毛利

单位: 亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
油烟机	6.0	8.5	12.2	16.3	21.3
燃气灶	3.1	4.3	6.0	7.9	10.4
消毒柜	0.8	1.0	1.3	1.5	2.0
小家电	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
其他	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7
合计	10.5	14.4	20.4	26.9	35.1

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

投资主题

我们首次覆盖老板电器，给予“买入”的投资评级，在考虑了行业竞争可能加剧的风险后，预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.71/2.30/3.00 元。根据相对同行的 PE 估值法，我们给予公司 2015 年目标 PE 为 18x，目标 PEG 为 0.8x，目标价 42 元。主要原因是：1) 老板是高端厨电领跑者，在消费升级趋势延续的背景下，高端品牌可享受产品溢价；2) 老板渠道布局多元化，近期扩展渠道深耕三四线市场，市场份额有望持续提升；3) 创始人策略稳定，管理层和经销商均持有股份，新股权激励推出增强积极性。

■ 高端定位迎合消费升级趋势，领先优势不断加大

老板电器是国内高端厨电领跑者，主营吸油烟机、灶具、消毒柜等厨房用具的制造、销售和服务。2014 年 6 月一二线市场吸油烟机零售量和零售额市占率分别为 16.7% 和 24.5%，燃气灶零售量和零售额市占率分别为 13.9% 和 21.6%，均位居行业第一。目前高端油烟机市场老板与方太形成双寡头的竞争格局，老板均价约 3800 元，采取紧跟方太的定价策略，近几年市占率显著上升并逐渐拉开与方太差距。老板上市后资金实力显著增强，公司加强了品牌宣传投入，相对未上市的公司有优势，我们预计公司在高端市场的份额有望进一步提升。

■ 渠道布局多元化，线上线下均有望获得较快增长

公司积极推进渠道多元化策略，在 KA、专卖店、地方通路、橱柜专营店等传统渠道的基础上，新开拓了电商、工程精装修、电视购物等新兴渠道，形成了“多点开花”的渠道结构，其中 KA 和电商渠道占营收比重分别为 31% 和 20%，专卖店占 14%。老板较为重视线上，线上销售占公司营收比重高，且盈利能力高于线下，未来有望继续快速增长。目前公司专卖店达 1900 家，近期正逐步把二级代理商升级成为一级，增强其积极性，由于老板经销商盈利能力强，我们预计该措施将带来公司销量快速增长。从包括三四线市场、农村和出口的全行业销量市占率来看，老板仅为 5.2%，我们预计未来仍有很大的上升空间。

■ 创始人发展策略稳定，管理层和经销商激励有效

老板创始人发展策略稳定，管理层和经销商均通过公司持有上市公司股份，有助提高管理层和渠道的积极性。同时公司近期推出股权激励计划，行权条件要求以 2013 年净利润为固定基数，2014 年、2015 年、2016 年公司净利润增长率分别不低于 30%、65%、110%，有助提升团队积极性，为公司业绩的稳定快速增长增强保障。

公司提出未来三年收入增长率达 30%、吸油烟机销售额市场份额达 30% 以及吸油烟机销售量超越主要竞争对手 30% 的目标，我们认为公司定位高端、管理优秀，同时渠道继续扩张，目标有望达成。

我们和市场的一致预期相比，主要差别有两点：1，对公司高端定位带来的溢价效应更加乐观，认为公司将持续受益于较高的品牌形象；2，更看好渠道下沉给公司带来的持续增量，并预计公司在渠道扩展的同时可以维持较高盈利能力。

关键催化剂

我们认为以下因素在未来可能成为利好公司业绩的催化剂：

- 增加一级经销商数量后，公司渠道继续下沉，带来销售量显著增长
- 消费升级趋势延续，公司盈利能力继续提升，财报超出市场预期

风险

- 地产调控影响加剧，厨房行业需求低于预期
- 消费升级趋势停滞，产品提价幅度低于预期

估值和推导我们目标价的基础

我们预计公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 1.71/2.30/3.00 元，基于 PE 估值法，给予公司 2015 年目标 PE 为 18x，目标 PEG 为 0.8x，推导出目标价 42 元。首次覆盖给予“买入”的投资评级，对应 2014/2015/2016 年 PE 分别为 25/18/14 倍。

■ 关键假设

- 随着城镇化的推动以及消费的升级，吸油烟机需求快速增长，我们预计14年油烟机业务收入同比增长39.05%，毛利率小幅上升至56.70%。
- 在厨电能效新标的背景下，公司的吸油烟机和燃气灶业务有望得益于技术优势，市场份额或进一步扩大。我们预计14年燃气灶业务收入同比增长28.75%，毛利率小幅上升至57.80%。

目前厨房家电板块可比公司相对 2014/2015 年的 PE 估值分别为 16.9x/13.9x 倍，传统家电行业相对 2014/2015 年的 PE 估值分别是 13.4x/12.9x 倍。从 PEG 估值看，公司目前股价相对 2014/2015 年 PEG 分别为 0.55/0.41，均低于厨电行业可比公司的 0.85/0.71 和家电板块可比公司的 0.74/0.73，可见考虑到公司未来 3 年的盈利增速后，公司的估值略低于行业平均。考虑到厨房家电相对传统家电有着更高的增长率以及公司行业龙头企业的定位，我们认为公司理应达到市场的平均 PE 估值水平。

我们的目标价是 42 元，相对 2014/2015 年 PE 分别是 25/18 倍，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

乐观/悲观情景分析

乐观情景

公司在保持一二级市场稳定增长的基础上，渠道深耕至三四级市场初具成果，份额持续提升可期。行业消费升级趋势延续，产品提价或将带来利润增长超预期。

乐观情景下假设油烟机、燃气灶和消毒柜销量增长均达 30%以上，且盈利能力继续提升，我们估算公司 2015 年的 EPS 可望达到 2.49 元，给予 18x 的 PE 估值，每股估值为 45 元。

悲观情景

若房地产调控对家电需求的负面影响延续，渠道下沉到三四级城市未达预期，公司 2015 年收入增速可能下滑。悲观情景下我们估算公司 2015 年 EPS 为 2.11 元，PE 为 15x 的情况下，每股估值为 32 元。

瑞银预期对比市场一致预期

我们预计老板电器 2014/2015/2016 年的 EPS 分别为 1.71/2.30/3.00 元，略高于市场一致预期(1.71/2.29/2.95 元)，主要基于以下原因：

- 我们认为地产调控对公司的影响有限，老板渠道开拓和产品定位高端有助提升市场份额，对冲行业增速下滑的影响。
- 我们对公司盈利能力（特别是毛利率）的提升更有信心，老板已经在消费者心目中形成较高的市场形象，其他公司短期内要提升品牌形象难度较大，未来随着城乡市场消费升级，公司将充分受益。

表 1: 瑞银预测对比市场一致预期

	2014E	2015E	2016E
市场一致预期 EPS (元)	1.71	2.29	2.95
瑞银预测 EPS (元)	1.71	2.30	3.00
瑞银对比市场预期	0.00%	0.44%	1.69%

数据来源：Wind，瑞银证券估算。市场一致预期截至 14 年 11 月 21 日

敏感性分析

由于油烟机的收入和毛利润占整体比重分别达 58%和 60%，我们认为公司业绩对于油烟机业务的收入增长和毛利率变化比较敏感。我们的分析结果显示：2015 年油烟机收入增速每增加 5 个百分点，公司 EPS 增加 0.06 元左右，如果相反，则下降相应幅度。油烟机业务毛利率每上升 0.5 个百分点，EPS 增加约 0.01 元。如果相反，则相应下降同样的幅度。

图表 33: 老板电器 2015 年 EPS 敏感性分析

		油烟机收入增速						
		15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%
油烟机毛利率	55.7%	2.11	2.17	2.23	2.28	2.34	2.40	2.45
	56.2%	2.12	2.17	2.23	2.29	2.35	2.40	2.46
	56.7%	2.12	2.18	2.24	2.29	2.35	2.41	2.47
	57.2%	2.13	2.19	2.24	2.30	2.36	2.41	2.47
	57.7%	2.13	2.19	2.25	2.31	2.36	2.42	2.48
	58.2%	2.14	2.20	2.25	2.31	2.37	2.43	2.48
	58.7%	2.15	2.20	2.26	2.32	2.37	2.43	2.49

来源: 瑞银证券估算

风险分析

前期房地产成交清淡，影响厨电行业需求

公司主营产品吸油烟机、燃气灶和消毒柜的需求往往产生于房屋购置后的厨房装修环节，因此其需求受房地产市场波动影响。今年年初以来房地产成交量出现下降，可能对未来两三个季度厨房家电需求带来负面影响。不过 3 季度政府放松限购限贷，房地产成交量有所恢复，有利未来厨房家电销售。

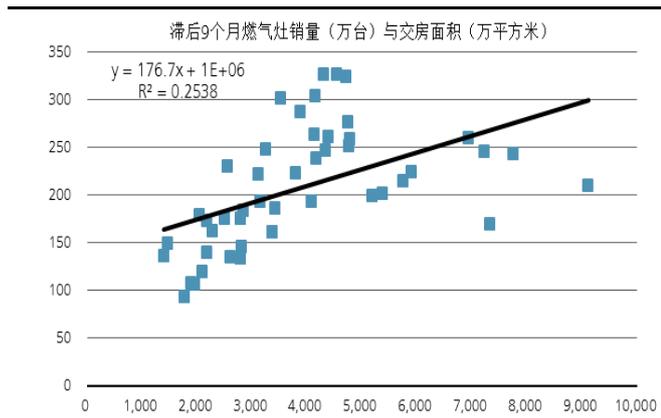
图表 34: 中国商品房交房面积及同比增速



来源: 国家统计局, 瑞银证券估算

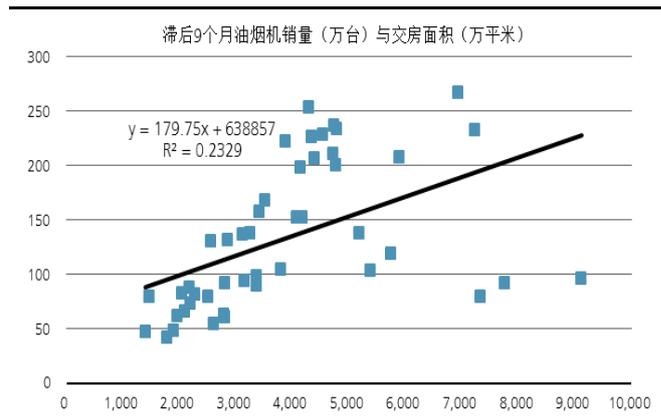
我们认为交房面积与燃气灶和油烟机销量关系最为密切，但由于国统局没有直接交房面积的数据，我们估算交房面积=当月竣工面积-当月待售的面积变动。同时由于年末和年初的数据波动较大，我们主要选取了每年 3 月到 11 月的面积数据。最后我们估算得出交房面积与滞后 9 个月的燃气灶和油烟机销量相关性最高，因而我们预计明年年中厨房家电销量将表现良好。

图表 35: 交房面积与滞后 9 个月燃气灶销量相关性最高



来源: 国家统计局, 瑞银证券估算

图表 36: 交房面积与滞后 9 个月油烟机销量相关性最高



来源: 国家统计局, 瑞银证券估算

消费升级趋势放缓，产品继续提价受阻

近年来在消费升级的驱动下，油烟机、燃气灶等厨房家电价格逐步提升。若未来厨房家电行业的竞争加剧，电商快速渗透使渠道加价率降低，零售价有可能出现下滑，对公司经营业绩产生负面影响。

老板也已经做了准备以应对这一情况，公司向下推出“名气”品牌，争取广大中低端市场。但由于厨电市场消费升级趋势明显，“名气”品牌近几年发展较慢，2014年上半年“名气”营业收入和净利分别仅 4348 万和 69 万，占公司收入比重不到 2%。若消费升级趋势放缓，老板的“名气”品牌或将发力弥补。

价格竞争加剧，影响市场份额和盈利能力

由于厨房家电行业品牌数量众多，可能有竞争者想要抢占市场份额，行业存在发起价格战的风险。如果价格战有效果，则对定位较高的品牌在市场份额和盈利能力上有双重压力。

不过我们认为价格竞争一直都存在，但从这几年厨电行业的发展态势来看，降价对市场份额基本没有作用，反而是很多定价较低的品牌在努力升级提升形象。华帝曾经在几年前大幅降低产品售价（降幅达 50%），次年就改变策略，重新开始品牌提升。

竞争分析

行业吸引力评估

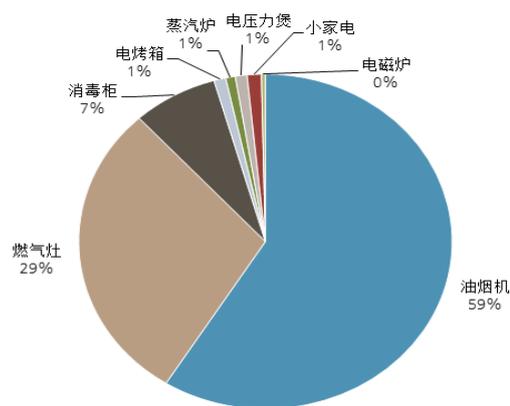
老板电器是国内高端厨电领跑者，主营吸油烟机、灶具、消毒柜、电压力煲、电烤箱等厨房用具的制造、销售和服务。2013 年公司营业收入 26.54 亿元，同比增长 35%，实现归属于母公司股东的净利润 3.86 亿元，同比增长 44%。在营收来源中，油烟机占比最大，2014 年上半年公司三大主营产品烟机、灶具和消毒柜的营收占比分别为 59%、29%和 7%。

图表 37: 2008-2014Q3 老板电器营业收入及同比增速



来源: 公司公告

图表 38: 2014H1 公司主营收入构成

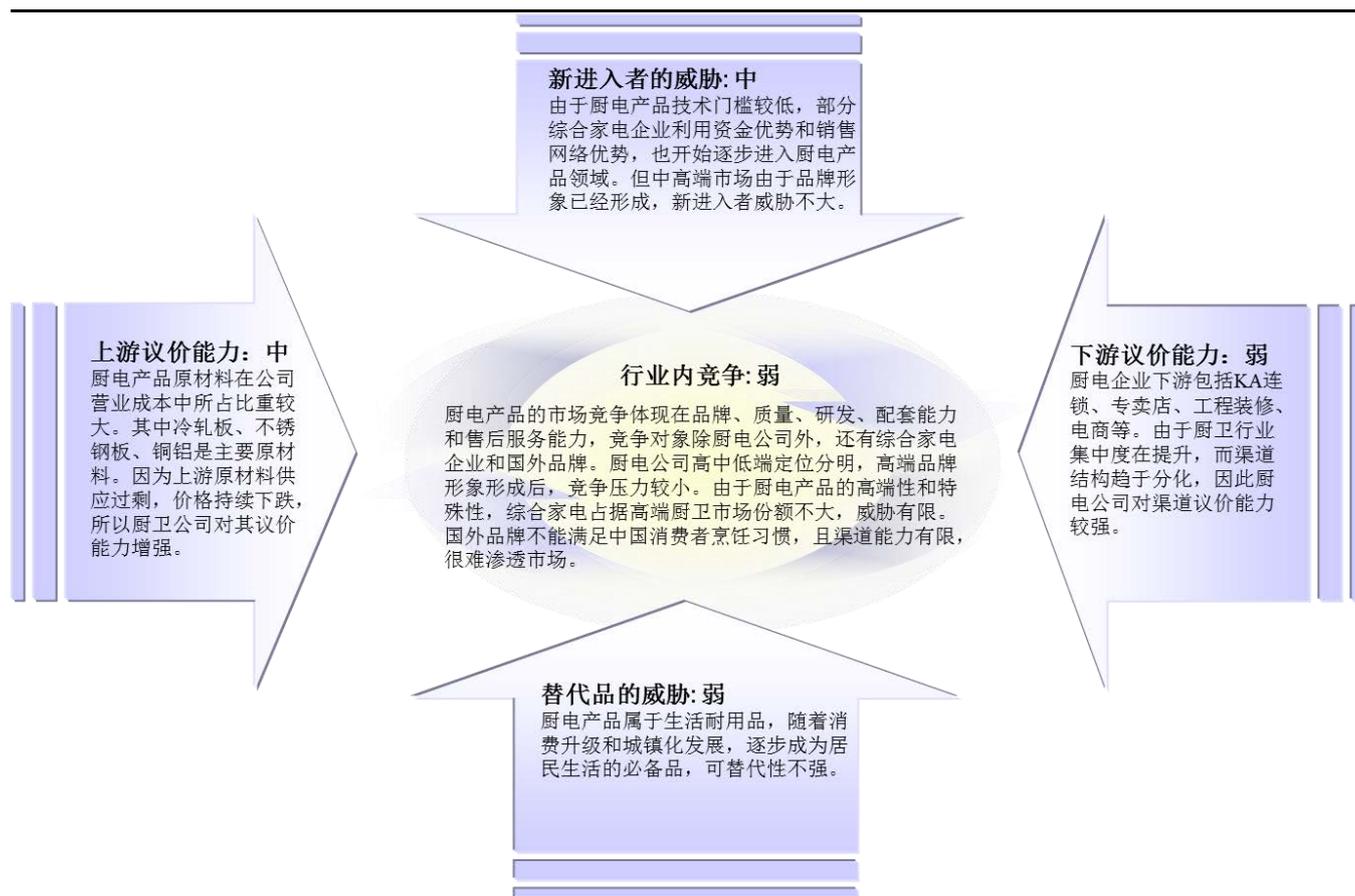


来源: 公司公告

目前油烟机、燃气灶等厨房大家电产销量低，和白电相比有较大差距，然而随着人民生活水平的提高和居住条件的改善，国内厨电市场未来增长空间很大且高端化趋势明显。综合家电企业等新进入者对中低端市场有一定威胁，但对于品牌形象已经形成的高端市场，新进入者威胁不大。

从行业竞争格局来看，国外品牌不能满足中国消费者烹饪习惯，且渠道能力有限，很难渗透市场，因此厨电行业竞争主要是国内品牌之间的较量。目前厨房家电中低端市场中小牌林立，竞争分散，但高端市场份额逐渐集中于几个龙头公司，竞争不激烈。

图表 39: 波特五力分析



来源: Michael Porter、瑞银证券

竞争优势

高端市场龙头，上市后优势更为明显

老板电器品牌定位高端，产品零售价一直维持在高于行业水平之上。由于厨电产品的非周期性和特殊性，在经济形势较差，家电大行业整体表现出现动荡之时，高端定位的老板电器依旧可以将业绩维持稳步增长。

公司的吸油烟机、燃气灶的销售均价仅次于方太，位居行业国内品牌第二，高于国际品牌。对于同样走高端路线的国际品牌，由于其业务范围较广，且在中国的渠道布局不完善，我们预计未来对老板电器的竞争压力不大。

图表 40: 按均价分梯队

梯队	价格区间	厨电企业
第一梯队	3000 元+	老板、方太、西门子
第二梯队	2500-3000	帅康、海尔、德意
第三梯队	1700-2500	华帝
第四梯队	1500-1700	美的
第五梯队	1000-1500	万和

来源: 国家电网、瑞银证券整理

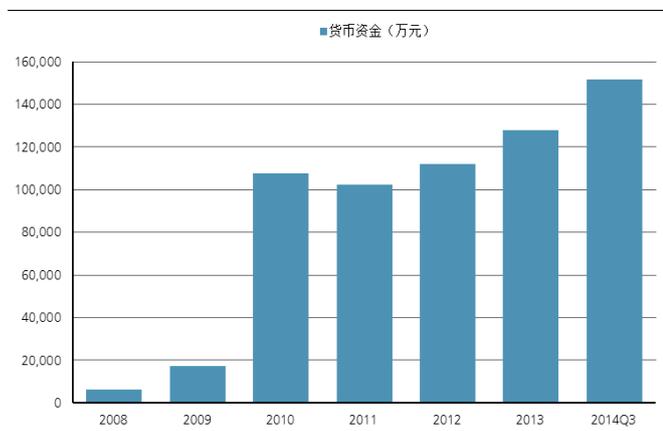
图表 41: 各品牌厨房产品的价格区间 (元)

品牌	油烟机	燃气灶	消毒柜
老板	2150-6580	1499-2480	2480-2980
方太	1499-6480	1368-2780	2499-3199
华帝	1499-6199	1099-1999	1499-2299
美的	469-3099	199-1799	549-1650
万和	499-1598	338-880	428-1298

来源: 京东商城官网, 瑞银证券整理

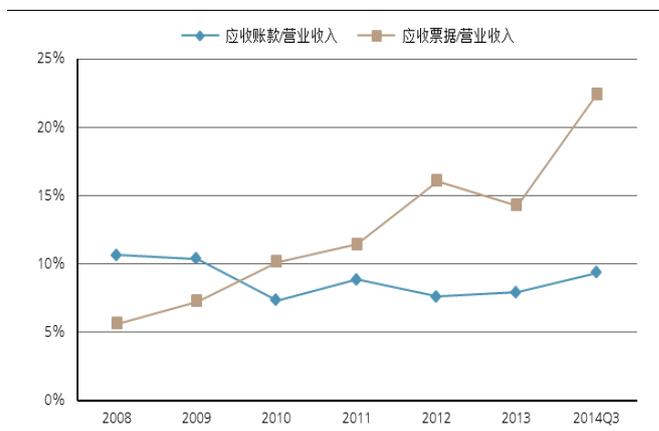
2010 年上市后, 老板电器的资金优势明显突出, 较同行业竞争对手中一直处于较高水平, 募资渠道相对未上市公司占优。老板电器 2010 年期末账上现金升至 10.75 亿元后, 一直保持在较高水平。截止 2014 年 3 季度, 货币资金为 15.2 亿元, 比去年同期增长 20.8%, 充足的资金来源为老板常年保持健康的经营性现金流提供了良好保障。

图表 42: 老板电器 2008-2014Q3 货币资金变化



来源: 公司公告

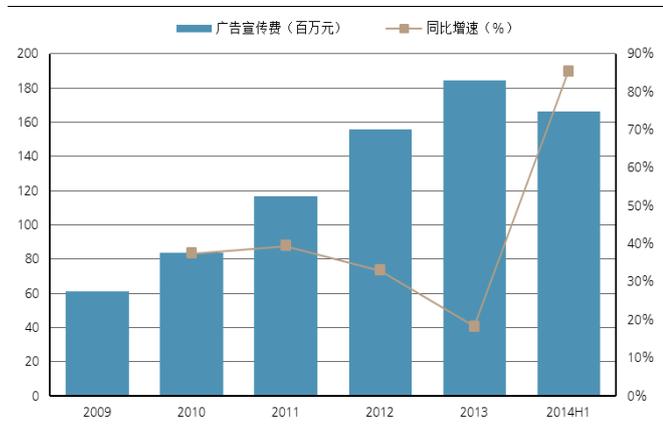
图表 43: 公司应收帐款/应收票据占营业收入比重



来源: 公司公告

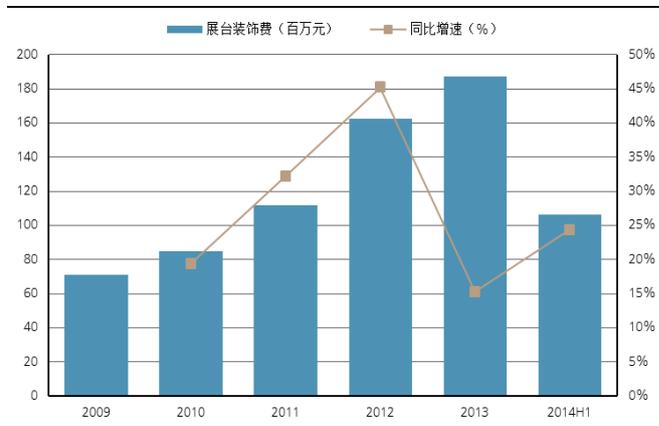
同时, 稳定充足的现金流有助于公司增强渠道建设, 拓宽销售渠道发展, 实现市场份额的快速提升。2009-2013 年, 老板电器广告宣传费和展台装饰费复合增速分别达 32% 和 28%。2014 上半年, 公司广告宣传费用 1.7 亿元, 同比上升 85.4%; 展台装饰费 1.1 亿元, 同比上升 24.3%。

图表 44: 老板电器历年广告宣传费及同比增速



来源: Wind

图表 45: 老板电器历年展台装饰费及同比增速



来源: Wind

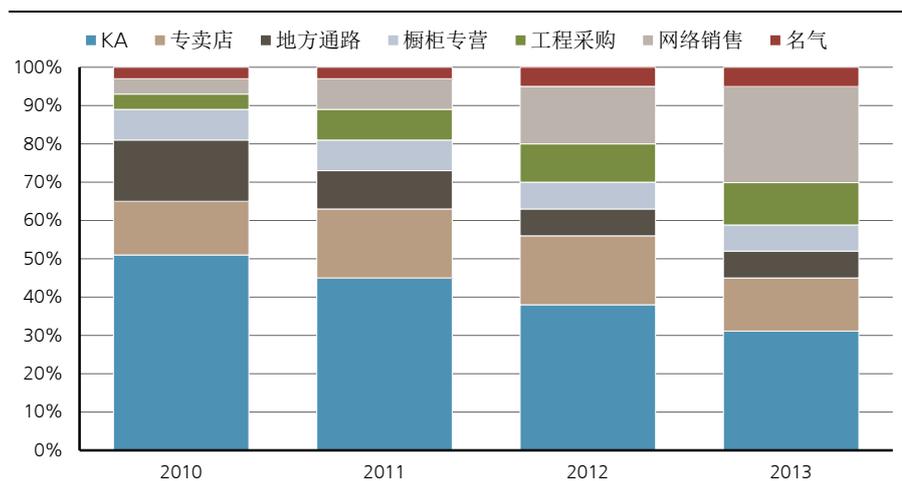
渠道多元化，议价能力和盈利能力强

老板的销售渠道经历了几个发展阶段：1），2005 年以前，厨电整个市场规模小，主要以 KA 渠道为主；2），2005 年以后，由于对 KA 的议价能力越来越弱，公司开始主动拓展其他渠道，2009 年底完成对网络渠道、工程采购的布局（当时的直销占比仅 5%），并积极开拓专卖店、厨柜和地方通路；3），2011 年至今，电商、工程以及专卖店的销售占比大幅增加，公司议价能力提升，带动毛利率和净利率持续提高。

相对其它厨房家电公司，老板电器的渠道更为多元化，除了传统的 KA 和工程等渠道之外，公司的专卖店、电商、电视购物渠道等开拓较为得力，有助议价能力和盈利能力的提升。

2013 年，公司的 KA 渠道营收比重 31%，最近几年持续下降；专卖店占 14%，基本保持稳定；地方通路占比从 2010 年的 16% 下降至 2013 年的 7%，而网络销售快速上升，从 2010 年的 4% 上升至 2013 年的 25%，已经成为主要的销售渠道之一。公司预计今年线下零售增长 30%，其中 KA 增长 20-25%，专卖店增长 35-40%；工程渠道无增长；网购增长 70%。

图表 46: 公司各渠道销售收入占比



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

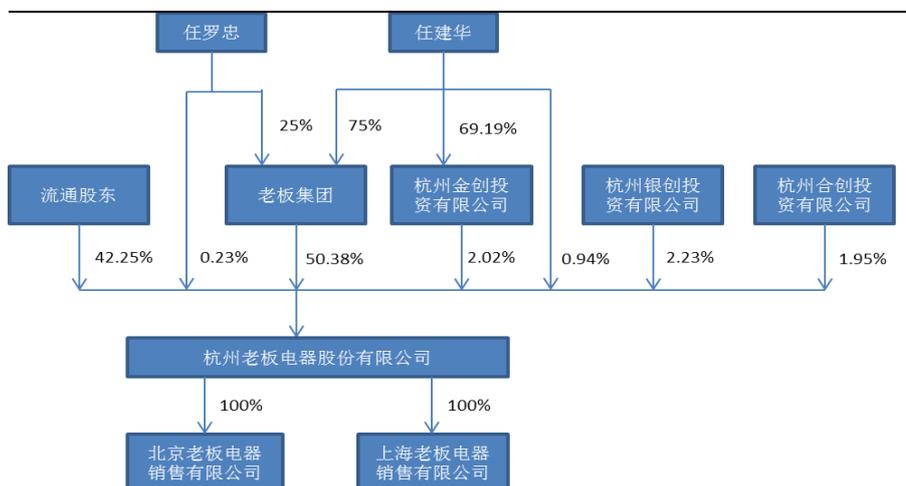
组织结构稳固，良好激励机制提升经营效率

1979 年现任董事长任建华创立老板电器，2001 年起为了调动核心管理干部的积极性，开始推行“事业经理人”制度，实施“干部与经销商持股”，到上市前，公司累计有 180 人直接或间接持有股份。2006 年，任建华唯一的儿子任富佳大学毕业后进入公司工作，担任过公司低中高多个职务后，2013 年开始担任总经理。公司创始家族的管理传承较为顺利，发展思路一脉相承，即坚持高端定位，争夺更多市场份额。

此外，经过不断的转型之后，公司股权结构利于公司长远发展。控股股东为老板集团，实际控制人为任建华。11 名自然人股东均为集团董事、监事、核心技术人员以及老板集团的高级管理人员。公司高、中层管理人员和核心技术人员均直接或通过金创投资、合创投资持有公司股份，与公司利益共享、风险共担，进一步保持了上述人员的稳定性。

通过多年以来销售渠道的建设和经营，公司与代理商建立了长期稳定的合作关系，区域总代理的变动比例始终处于较低水平。同时银创投资系公司组织主要代理商设立的公司。通过该公司，主要代理商均间接持有公司股份，成为公司的股东。此股权设置方式将代理商与公司的利益一体化，有效降低了代理制下的“委托-代理”成本，增强了营销网络的稳定性，也提高了代理商的积极性和归属感。

图表 47: 老板电器股权结构图



来源: 公司公告

图表 48: 金创、银创和合创投资的主要股东

主要股东	
金创投资	发行人的高级管理人员及实际控制人控制的其他公司的高级管理人员
银创投资	发行人代理商的主要股东或负责人
合创投资	发行人及实际控制人控制的其他公司的中层管理人

来源: 公司公告

公司于 2014 年 9 月 10 日公告《首期限限制性股票激励计划》，本计划拟授予的限制性股票数量为 450 万股，占总股本的 1.41%，其中首次授予 407 万股，占总股本的 1.27%，预留 43 万股，占总股本的 0.13%。

本计划首次授予涉及的激励对象共计 87 人，其中公司董事 215 万股，占拟授限制性股票总数的 47.80%，占公司总股本 0.67%；公司中高层管理人员和核心技术人员 192 万股，占拟授限制性股票总数的 42.7%，占公司总股本 0.6%。

图表 49: 首次授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
任富佳	副董事长、总经理	35	7.78%	0.1094%
赵继宏	董事、副总经理	35	7.78%	0.1094%
任罗忠	董事、副总经理	35	7.78%	0.1094%
王刚	董事会秘书、副总经理	35	7.78%	0.1094%
沈国良	董事	25	5.56%	0.0781%
何亚东	董事	25	5.56%	0.0781%
张国富	财务总监	25	5.56%	0.0781%
中层管理人员、核心业务（技术）人员（80人）		192	42.67%	0.6000%
预留限制性股票		43	9.56%	0.13%
合计（87人）		450	100%	1.41%

来源: 公司公告

本计划首次授予的限制性股票自本期激励计划首次授予日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三次解锁，股票解锁的公司业绩条件分别为：以 2013 年净利润为固定基数，2014 年、2015 年、2016 年公司净利润增长率分别不低于 30%、65%、110%；（2）2014 年、2015 年、2016 年净资产收益率均不低于 20%。

图表 50: 限制性股票的解锁期、各期解锁时间以及业绩考核的指标情况

解锁安排	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量比例	绩效考核目标
第一次解锁	自首次授予日起满 12 个月后的首个交易日至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	30%	相比 2013 年，2014 年净利润增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 20%
第二次解锁	自首次授予日起满 24 个月后的首个交易日至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	40%	相比 2013 年，2015 年净利润增长率不低于 65%，净资产收益率不低于 20%
第三次解锁	自首次授予日起满 36 个月后的首个交易日至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	30%	相比 2013 年，2016 年净利润增长率不低于 110%，净资产收益率不低于 20%

来源: 公司公告

虽然授予的限制性股票费用的摊销将会对有效期内各年净利润有所影响，但我们认为影响不大，主要源于：1、公司今年以来推进渠道下沉，积极布局二三线市场，在厨电消费升级的大趋势下，公司以自身在产品定位和渠道管理的优势，我们认为实现绩效考核目标的问题不大。2、同时考虑到限制性股票激励计划将会激发管理团队的积极性，提升经营效率，降低代理人成本，未来公司业绩的提升将远高于其所产生的费用。

管理层策略

坚持高端定位，迎合市场需求

考虑到厨电装修装饰和更换频率低的特殊性，市场逐渐赋予了厨电高端家具的属性。近年来，逐步走向成熟的老板电器对于品牌形象的构建也一直放在企业发展战略的重要位置，相继开展了“在厨房，唤醒另一个你”、“有爱的饭，为世界构建更多幸福的家”等品牌活动，通过与消费者进行心与心的沟通，为企业品牌注入了更多人文关怀的精神内涵。

图表 51: 老板电器厨源文化馆



来源: 公司网站

图表 52: 老板电器厨源文化馆



来源: 公司网站

未来，老板电器计划在北、上、广等一线城市设立更多的老板厨源文化烹饪体验馆，同时还会在海外设立老板厨源文化烹饪体验馆。承载了中国 5000 年烹饪文化与现代高端技术的老板“厨源”，有望成为一个国际化平台，老板也将作为烹饪文化的使者，将中国悠久的饮食文化推向全世界。

同时老板引入全球顶级厨电品牌“帝泽”（Dedietrich），以进一步提升公司的品牌形象。“帝泽”品牌隶属于欧洲法格集团（Fagor），是全球三大奢侈厨电品牌之一。老板和法格在中国成立合资公司，老板持股 51%，共同推广“帝泽”品牌，迎合最高端市场需求，丰富公司的品牌组合。

继续执行多元化的渠道经营策略

公司未来计划继续发力多元化渠道建设，包括 KA、专卖店、地方通路、橱柜专营、工程采购、网络销售等。多管齐下的多元化渠道有望加速老板的全国性网络建设，从而真正实现由地方龙头向全国行业龙头的升级，也对厨电行业整合起到了积极的作用。公司有计划继续扩张电商渠道，加强渠道建设提升渠道效率，合理控制营销费用率，从而提升盈利空间。

渠道扩张推动公司保持较快增长

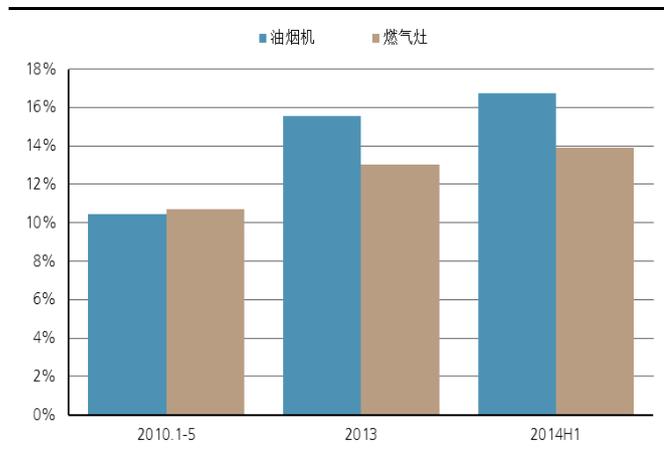
老板现在已经在中高端市场取得领先地位，一二线市占率排名第一，并逐步拉大和第二名的差距。但从全国来看，老板的市占率还较低，未来随着三四线和农村市场消费升级，公司市占率上升空间较大。其推动力来自最近开始推进的渠道下沉，网点扩张后应能推动份额的提升，并将帮助公司实现未来三年收入复合增长率超 30% 的目标。

中高端市场领先，整体市占率有较大提升空间

根据公司年报的数据，老板电器油烟机、燃气灶零售量市场份额分别从 2010 年 5 月的 10.4%、10.7% 上升至 2014 年 6 月的 16.7%、13.9%；截至 2014 年 6 月，公司油烟机、燃气灶零售额市场份额也分别上升至 24.5%、21.6%，零售量和零售额市场份额均持续保持行业第一。

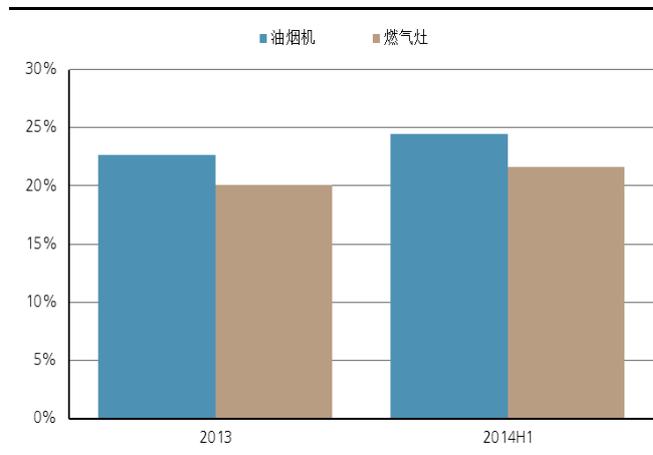
由于公司年报数据来源中怡康主要统计了一二线市场的 KA 终端，其对应的主要是国内的中高端市场，所以老板电器在一二线中高端市场中市占率领先，稳居龙头位置，同时领先优势在逐步加强。

图表 53: 老板电器油烟机和燃气灶零售量市占率 (%)



来源: 公司年报

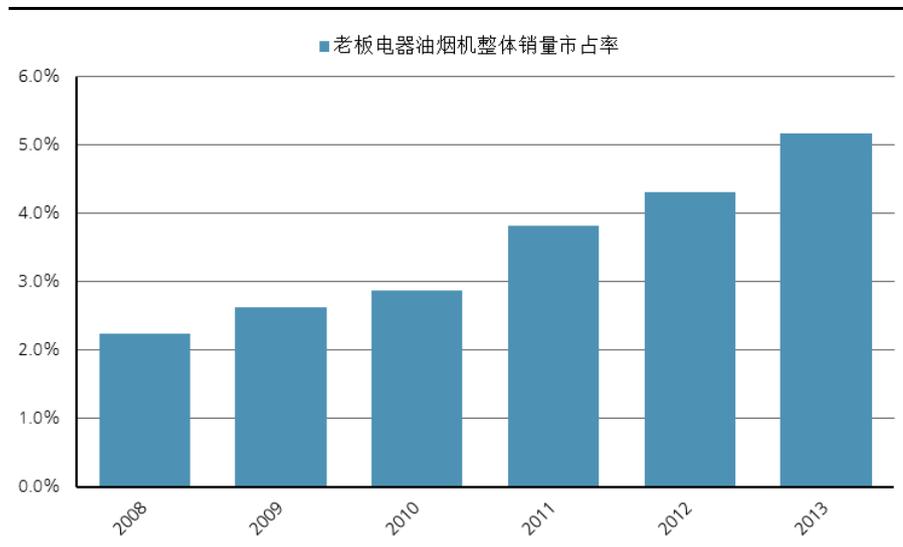
图表 54: 老板电器油烟机和燃气灶零售额市占率 (%)



来源: 公司年报

同时我们估算了一下老板电器包括三四线市场在内的整体市占率，2013 年老板油烟机整体销量市占率为 5.2%，仍处于较低水平（由于行业销量包括出口，而老板电器的油烟机主要是内销，所以老板电器油烟机国内市场的整体销量市占率会略高于 5.2%，我们估计在 8%左右），随着消费需求的不断升级以及老板品牌力的不断加强，我们预计老板未来仍有很大的上升空间。

图表 55: 老板电器油烟机整体销量市占率 (%)



来源: Wind, 瑞银证券估计

目前国内厨电品牌主要集中于浙江和广东，浙江品牌的代表是老板和方太，广东是华帝、美的、万和和万家乐，浙江公司和广东公司的市场定位和策略有较大差别：浙江公司注重品牌，而广东公司擅长成本控制。广东的几个厨电公司也均把工作重点转向提升品牌形象。

图表 56: 浙系和粤系对比表

	派系代表	派系定位	均价	派系特点	派系优势
浙系	老板、方太	定价型，高端小众	4000 左右	注重产品品牌形象，对产品的精细度、美观度要求较高。	高端定位提升品牌力，渠道盈利能力高，拥有可持续发展的动力和后劲。
粤系	华帝、美的、万和、万家乐	成本型，低端亲民	1500 左右	大规模生产、低成本运作，压低产品质量、功能，品牌形象和控制力较弱。	因为采用低价策略，在三四线市场销量大

来源: 瑞银证券

老板与方太在中高端市场已经形成双寡头竞争格局，老板零售额、零售量占比在 2012 年开始超越方太，但双方竞争策略有差异，竞争之外还有合作，共同做大中高端市场。在定价策略上，方太最高，老板一般价格比方太低 200 元左右，均价在 3800 元。

由于老板更加注重产品功能，同时品牌形象较好，加之公司在 2010 年上市，老板电器凭借其资金优势、渠道优势和更强的扩张能力，市占率持续攀升，并逐渐拉开与方太的差距。

图表 57: 老板、方太对比表

	企业特点及策略	产品特点	竞争现状
老板	扩展性强，定价采用跟随策略，定位更务实。	大风量大吸力、注重功能性。	凭借其资金优势、渠道优势和更强的扩张能力，市占率持续攀升。
方太	强调文化气质，专注于最高端化的产品，其价格行业最高。	强调静音、注重美观性。	市场份额缩减。

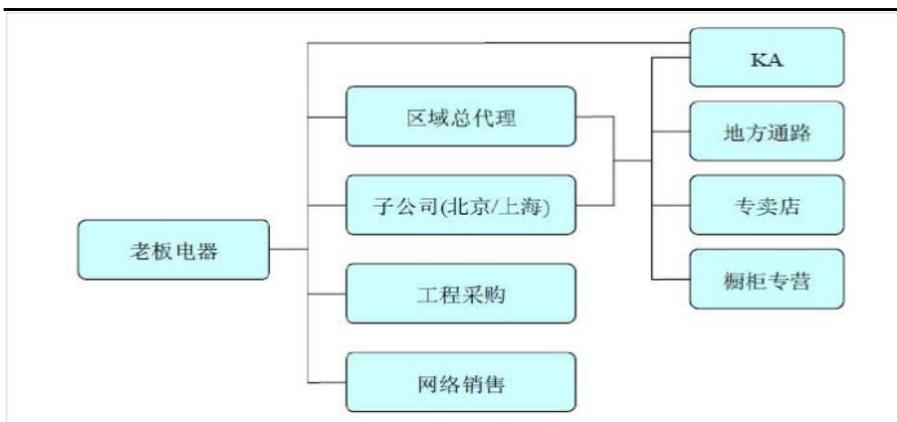
来源: 公司官网，瑞银证券

增加一级经销商数量，线下渠道进一步扩张

渠道多元化是公司的亮点之一，高忠诚度的线下经销商的鼎力支持，和在电商领域的提前布局，是老板获得现在市场地位的重要因素。未来公司计划在线上和线上两个市场同时发力，保障业绩目标实现。

目前公司的渠道在总部层面分成区域代理、子公司（北京上海两个）、KA、工程采购和网络销售等。在各个地方，由区域代理分销给专卖店、地方通路和橱柜专营店等。其中自建的区域代理及专卖店忠诚度高，为公司扩张市场份额奠定坚实基础。

图表 58: 老板电器渠道结构



来源: 公司公告

公司采用新型的分销体制，通过代理商持有公司股份形成良好的激励机制。目前公司在全国有 62 个一级代理公司，一二级市场布局已基本完成，但三四线城市还有许多未布局区域，而这正是公司未来发展的重点。

公司决定将原有的 62 个大区划分增加至 300 个小片区，分别引入新的二级代理商在小片区（主要在三四级市场）成立公司，由总部直接对接并供货，实现渠道深化和扁平化。新代理商主要从原代理商中挑选合适的管理层、员工作为新代理商，一级代理商可参股二级代理公司（持股比例不超过 49%），分享收益实现共赢。

今年已有 8 个区开始渠道改革，从市场占有率较低的地区开始，主要是认知度不高需要培养。未来计划是每半年开展 10 个地区的改革，公司预计 15、16 年分别改革 20 个区。按此进度，2017 年公司将基本完成渠道改革，从而为 3 年后的持续增长奠定基础。

自建渠道是公司的重要竞争力之一，目前全国公司专卖店已达 1900 家，其中一半以上在三线城市，规划到年底达到 2000 家，到 2016 年增至 3000 家。专卖店年销售在 30 万以上基本都实现盈利，存活率在 95% 以上。

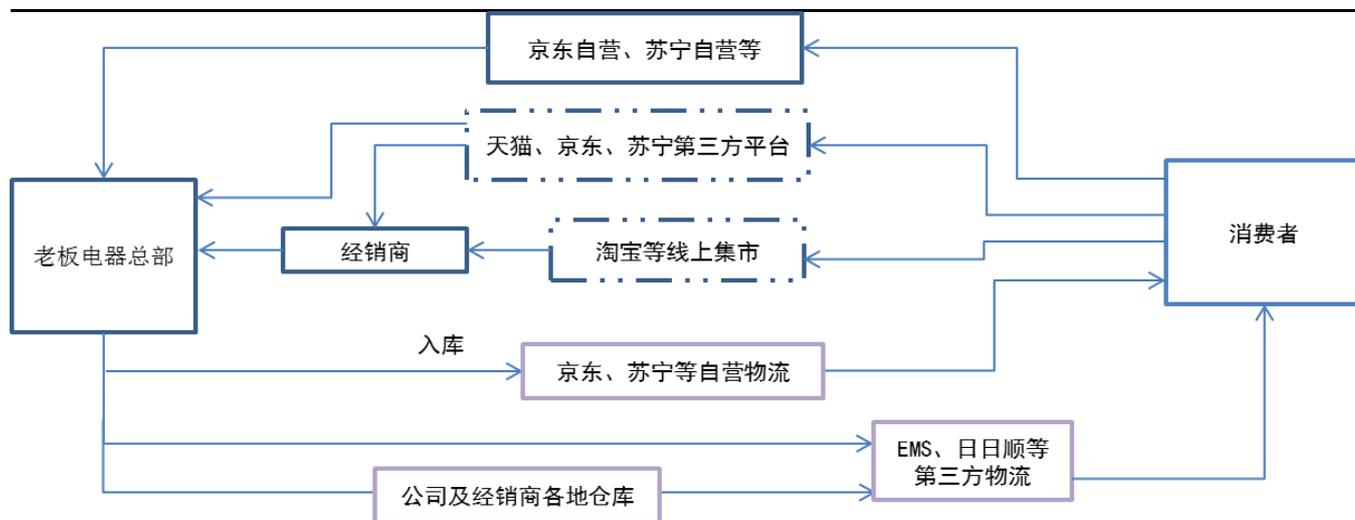
从网点数量来看，目前公司全国全部有七八千家，其中 KA 有 3000 家左右，橱柜 2000 多家。但与白电龙头 3 万个和二线白电 2 万个的网点数仍有差距，未来公司销售网点数量也应会继续铺开。

电商渠道布局较早，议价能力高带来高盈利能力

2009 年，公司工程采购与网络销售合计收入占比仅为 5%，到 2013 年网络销售收入占比升至 20% 以上，较 2012 年上升 7 个百分点。在线上渠道，公司采取与多个电商合作的策略，避免一家占比过大。天猫、京东、苏宁易购等都是老板电器的重要客户，未来也可能在更多的电商平台销售。

对于由总部经营的天猫旗舰店等的销售，公司现在采用的是 EMS 等第三方物流配送，从总部直接发货。为了提高效率，以后可能会在各个中心城市设置物流中心。京东、苏宁易购都要求入库，由他们直接配送至消费者手中。

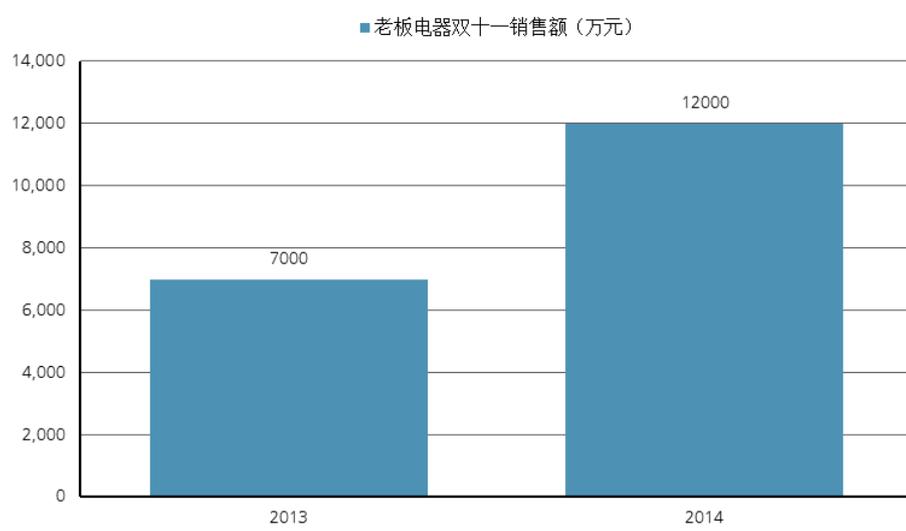
图表 59: 老板电器电商模式



来源: 公司公告, 瑞银证券整理

今年双十一，公司实现销售额 1.2 亿元，同比去年的 7000 万元增长约 70%。线上、线下消费人群错位，线上销售额 45%来自手机端。线上的发展扩充了销售区域的范围，线下渠道的推进保障了线上的售后服务，两者相互补充。

图表 60: 老板电器双十一销售额（万元）



来源: 公司数据

由于公司对终端价格有较强的控制能力，线上销售的价格和线下接近，并且在推进线上线下同价。传统的线下渠道由于层级多，零售价相对出厂价的加价幅度达 150%。对线上渠道，老板与京东等的合作，京东提货价仅是零售价的 80%左右，老板线上的毛利率达到 70%以上。

虽然线上渠道公司的直接费用较高（线下通过提供给经销商较大的进销差价，由经销商来覆盖很大一部分费用），但我们测算公司线上渠道的净利率超过 20%，比线下 10%出头的净利率显著高出。未来随着公司线上渠道占比的进一步提升，公司盈利能力有望再提高。

图表 61: 老板电器线下和线上渠道盈利能力对比

	成本（元）	出厂价（元）	税费（元）	终端价（元）	净利润（元）	毛利率	净利率
线下渠道	760	1520	593	3800	167	50.0%	11.0%
线上渠道	760	3040	1550	3800	730	75.0%	24.0%

来源: 瑞银证券估算

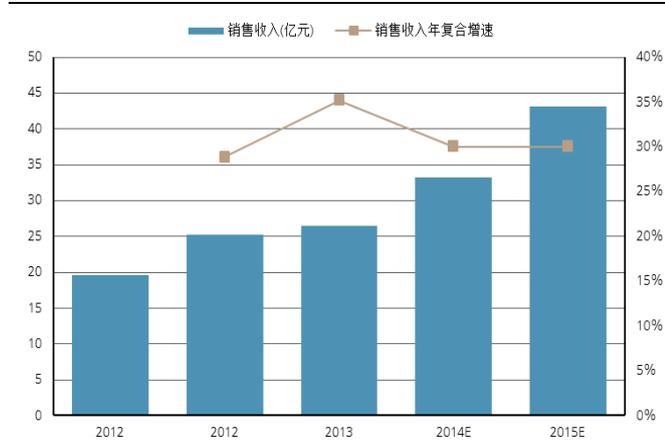
未来三年有望保持 30%以上收入增长，实现既定目标

公司在2013年报中提出未来三年的发展目标：1、力争未来3年实现收入年复合增长率达30%（其中2014年实现销售收入34.5亿元）；2、主力产品吸油烟机2016年销售额市场份额达30%；3、2016年主力产品吸油烟机的销售量超越主要竞争对手30%，取得相对领先优势。这里公司制定的销售量和销售额的市占率目标以其一直采用的中怡康数据为基础，主要指一二线市场。

上市以来，公司2010-2013年营业收入CAGR为29.2%，净利润CAGR达到42.1%，兑现了公司的承诺，超出了市场的预测。2014年上半年，公司实现营业收入16.00亿元，同比增长38.74%；归属于母公司所有者的净利润2.18亿元，同比增长50.51%。

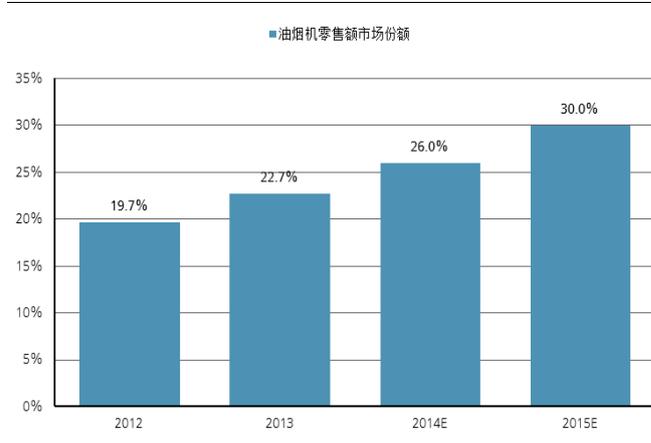
截止2014年6月底，公司主力产品吸油烟机零售额市占率为24.49%，相对于2013年底已提升1.8个百分点，吸油烟机零售额市占率为16.72%。我们认为随着市场的日趋成熟、产品结构的不断升级，作为厨电龙头的老板电器有望领跑厨电行业，成功兑现未来三年的发展目标。

图表 62: 老板未来三年销售收入发展目标



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 63: 老板未来三年油烟机零售额市场份额发展目标



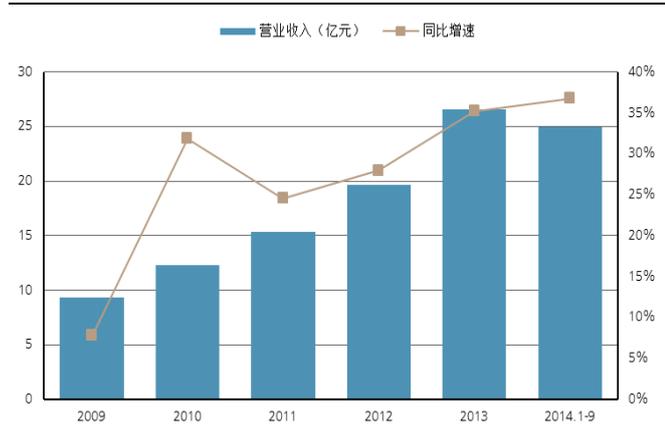
来源: 公司公告, 瑞银证券估算

财务状况和盈利预测

营业收入和净利润稳健快速增长

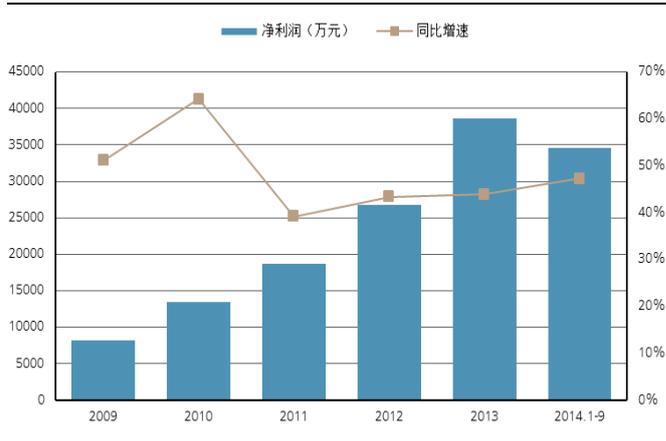
近年来老板电器收入和利润增长较快，2009-2013年公司营业收入和净利润的复合增速分别达30%和47%，远超厨房行业平均水平。2014年1-9月公司实现营业收入24.9亿元，同比增长36.7%；净利润3.5亿元，同比增长47%。

图表 64: 2009-2014Q3 营业收入及同比增速



来源: Wind

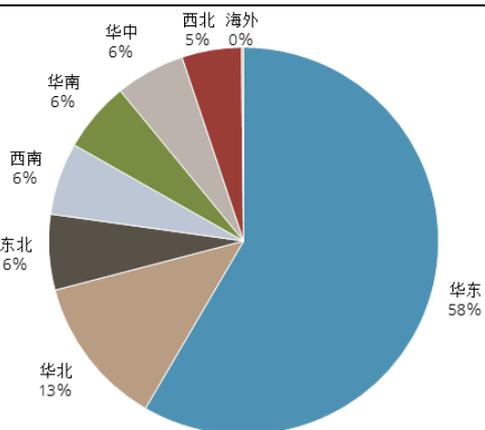
图表 65: 2009-2014Q3 净利润及同比增速



来源: Wind

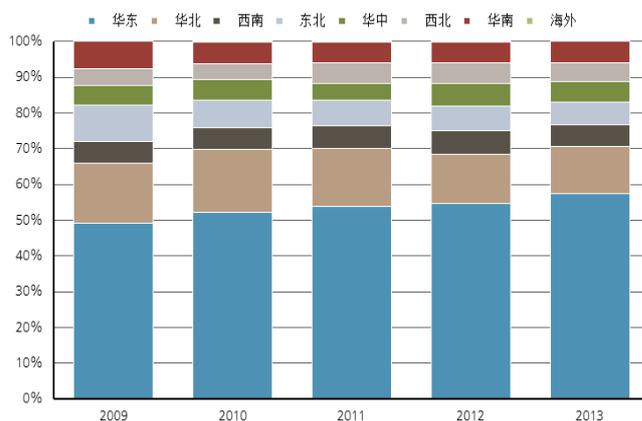
按地区来看，老板电器以内销为主，出口较少，其中华东和华北地区占比约65%左右，各地区收入占比均稳步提升。2014年上半年，华东地区收入9.2亿元，同比增长41.3%；华北地区收入2.0亿元，同比增长25.8%。

图表 66: 老板电器 2014H1 分区域营业收入



来源: Wind

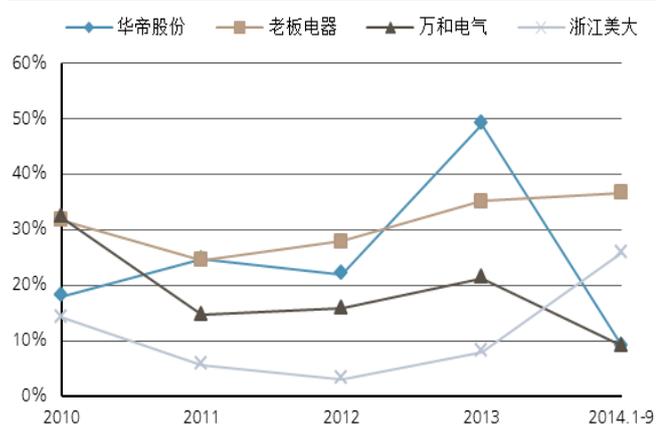
图表 67: 老板电器历年分区域营业收入占比



来源: Wind

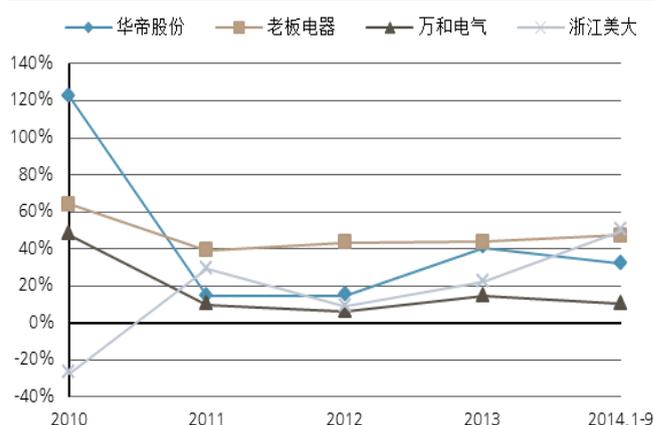
与国内同行华帝股份、万和电气对比, 老板电器营收和净利增速一直保持着稳定的高增长, 收入和净利增速分别稳定在 30%和 40%左右。

图表 68: 老板电器与可比公司营业收入同比增速 (%)



来源: Wind

图表 69: 老板电器与可比公司净利润同比增速 (%)

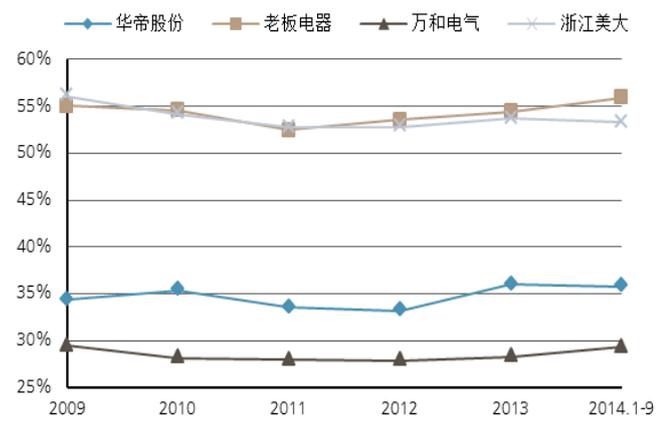


来源: Wind

毛利率和净利率均高于同行

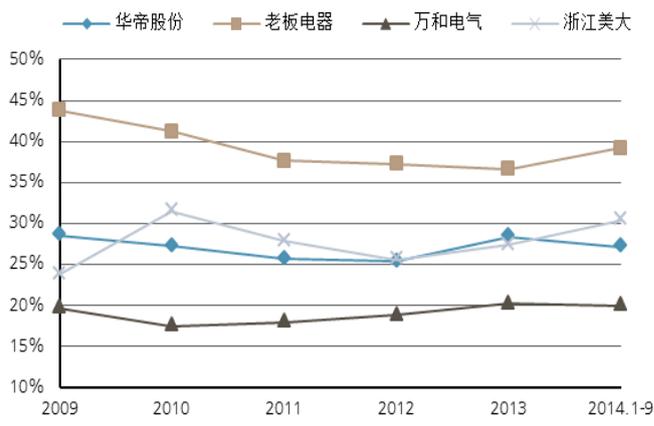
与国内同行华帝股份、万和电气对比, 老板电器加大销售费用投入塑造高端品牌形象, 导致毛利率高的同时期间费用率也高, 但获得较好效果。2014 年前三季度老板电器毛利率 56%, 期间费用率 39%, 均处于行业较高水平。

图表 70: 老板电器与可比公司毛利率



来源: Wind

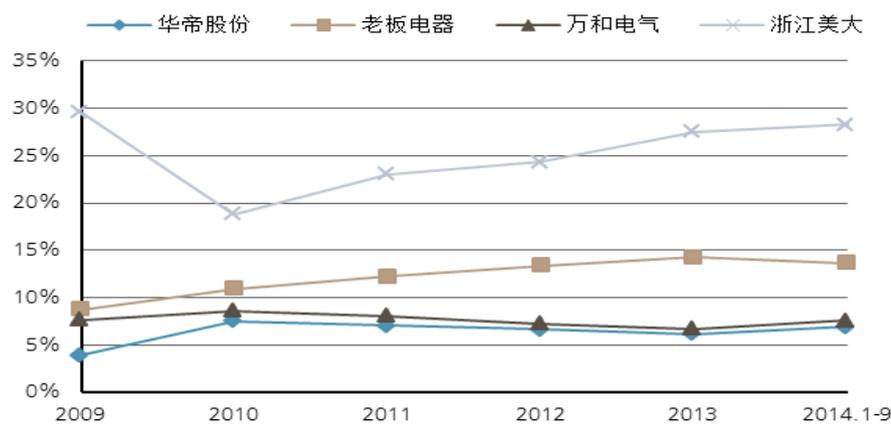
图表 71: 老板电器与可比公司期间费用率



来源: Wind

2011-2013 年, 公司毛利率稳步提升, 同时期间费用率逐步下降, 带来净利率呈上升趋势, 并显著持续高出同体量的竞争对手华帝股份和万和电气。2014 年前三季度老板电器净利率 13.7%, 远高于华帝股份和万和电气的 7%。浙江美大主营集成厨电市场规模较小, 毛利率与净利率高但不具参考性。

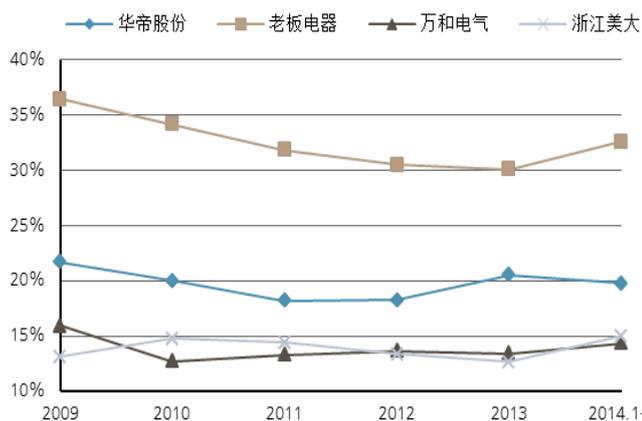
图表 72: 老板电器与可比公司净利率



来源: Wind

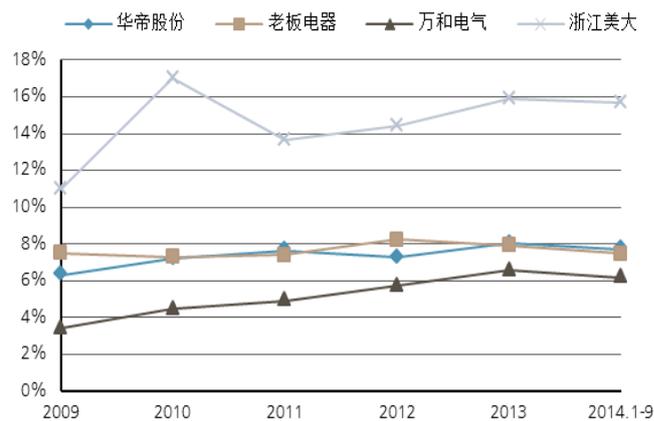
2014 年前三季度老板电器销售费用率和管理费用率分别是 33% 和 7%。老板电器销售费用率较高, 与公司定位高端的竞争策略有关。管理费用控制较好, 与华帝股份相差不大, 略高于万和电气。

图表 73: 老板电器与可比公司销售费用率



来源: Wind

图表 74: 老板电器与可比公司管理费用率



来源: Wind

杜邦分析：净资产收益率稳步提升

老板电器 2010 年底上市，根据上市后的财务数据我们可以看到，公司的净资产收益率保持每年接近 4 个百分点的提升，从 2011 年的 13% 上升至 2013 年的 21%，资产收益质量良好。

公司净资产收益率逐年增长的驱动力主要有三点：1、公司经营效率正稳步提升：销售净利率从 2011 年的 12.2% 上升至 2013 年的 14.2%；2、资产周转率从 2011 年的 0.9 上升至 2013 年的 1.0；3、公司杠杆率也有所上升，从 2011 年的 1.3 上升至 2013 年的 1.4。

总体来说，公司净资产收益率的提升较为健康，老板电器在加强经营管理提升净利率的同时，也在加快资产周转以提升运营效率，我们预计净资产收益率的提升有望延续。

图表 75: 老板电器杜邦分析

	2009	2010	2011	2012	2013
销售净利率(%)	8.76	10.91	12.19	13.37	14.23
资产周转率(次)	1.63	1.06	0.85	0.92	1.03
权益乘数	1.50	1.30	1.25	1.31	1.36
净资产收益率(ROE)(%)	21.48	14.99	12.98	16.56	20.50
净资产收益率变动(%)	-1.04	-6.49	-2.01	3.58	3.94

来源: Wind

未来几年盈利预测及关键假设

2014 年上半年老板电器油烟机、燃气灶和消毒柜营收分别同比增长 42.4%、39.2% 和 26.7%，我们预计未来几年烟、灶、消仍将维持较快增速，2014 和 2015 年增速分别达到 41.1%、37.0%、25.7% 和 32.6%、30.6%、22.4%。

随着公司品牌定位高端化及电商渠道的拓展，我们预计明年各类产品的毛利率均有小幅提升。我们预计 2014 和 2015 年烟、灶、消毛利率分别是 56.7%、58.2%、47.0% 和 57.2%、58.5%、47.3%。

图表 76: 老板电器分产品主营业务收入和毛利率预测

分项收入 (百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
油烟机	920	1,090	1,523	2,149	2,849	3,720
燃气灶	486	558	756	1,036	1,352	1,775
消毒柜	167	176	212	251	320	404
小家电	92	116	121	140	175	218
分项收入增长 (%)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
油烟机	24.4%	18.5%	39.7%	41.1%	32.6%	30.6%
燃气灶	19.1%	14.7%	35.6%	37.0%	30.6%	31.3%
消毒柜	29.0%	5.5%	20.4%	25.7%	22.4%	26.3%
小家电	39.6%	26.5%	4.8%	20.0%	30.0%	30.0%
分项毛利率 (%)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
油烟机	47.7%	54.6%	55.7%	56.7%	57.2%	57.3%
燃气灶	49.5%	56.2%	57.4%	58.2%	58.5%	58.5%
消毒柜	43.9%	46.0%	45.3%	47.0%	47.3%	47.5%
小家电	32.2%	33.8%	33.0%	35.5%	36.0%	36.5%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

随着公司销售规模的快速增长, 我们预计未来几年销售费用率将有所上升, 同时管理费用率保持稳中有降。

图表 77: 老板电器销售和管理费用率

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率 (%)	31.8%	30.5%	30.1%	30.5%	30.5%	30.6%
管理费用率 (%)	7.4%	8.3%	7.9%	7.7%	7.8%	7.6%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

我们 EPS 预测 2014 年基本与市场持平, 2015/16 年略高于市场预期, 其中 2015 年收入增速比市场低, 主要考虑到房地产对厨电行业 2015 年可能带来的负面影响, 但 2016 年公司渠道扩张成果充分显现, 收入增长将较快。

图表 78: 我们的盈利预测略高于市场预期

	2014E			2015E			2016E		
	瑞银预测	市场预期	差异%	瑞银预测	市场预期	差异%	瑞银预测	市场预期	差异%
收入(百万元)	3656	3577	2.2%	4780	4719	1.3%	6227	6030	3.3%
同比%	37%	35%	2.1%	31%	32%	-0.5%	30%	28%	2.5%
净利润(百万元)	547	548	-0.2%	737	732	0.8%	960	944	1.8%
同比%	42%	42%	-0.5%	35%	34%	1.5%	30%	29%	1.3%

来源: 瑞银证券估算, Wind。注: 市场一致预期截至 2014 年 11 月 21 日。

估值

可比公司估值

从家电板块的可比公司估值角度看, 2014/2015 年的平均动态 PE 水平分别为 13.4x/12.9x。公司目前股价相对 2014/2015 年动态 PE 为 19.4x/14.4x, 高于家电行业平均水平。从厨电行业的可比公司估值角度看, 厨电行业相对 2014/2015 年的估值分别是 16.9x/13.9x, 老板目前的估值亦略高于厨电行业平均。但由于老板过去几年净利润实现稳健快速增长, 我们预计未来几年仍将保持, 公司估值理应高出同行。我们目标价对应 2015 年 PE 为 18x。

从 PEG 估值看，公司股价相对 2014/2015 年 PEG 分别为 0.55/0.41，均低于厨电行业可比公司的 0.85/0.71 和家电板块可比公司的 0.74/0.73，可见考虑到公司未来 3 年的盈利增速后，公司的估值略低于行业平均。参考厨电行业 PEG 的平均水平，我们目标 PEG 为 0.70。

图表 79: 中国 A 股市场家电板块主要上市公司盈利预测和估值

公司	代码	收盘价	市值	EPS			PE			PEG		ROE		Div Yld
				(\$bn)	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	
青岛海尔	600690 CH	17.05	8.43	1.53	1.70	2.08	11.1	10.0	8.2	0.59	0.48	28.4%	3.7%	
格力电器	000651 CH	28.67	14.08	3.61	4.61	5.36	7.9	6.2	5.3	0.32	0.27	35.0%	7.5%	
美的集团	000527 CH	21.8	15.01	1.73	2.55	3.08	12.6	8.6	7.1	0.30	0.25	29.4%	7.1%	
A 股白电龙头平均			12.51	2.29	2.95	3.51	10.5	8.3	6.9	0.40	0.33	30.9%	6.1%	
合肥三洋	600983 CH	12.61	1.58	0.68	0.77	1.00	19.7	16.4	12.6	0.80	0.62	16.3%	1.1%	
小天鹅 A	000418 CH	11.85	1.14	0.65	0.92	1.13	12.5	12.9	10.5	0.45	0.37	13.3%	4.3%	
美菱电器	000521 CH	5.76	0.67	0.36	0.45	0.55	14.5	12.9	10.6	0.61	0.50	9.5%	1.8%	
海信科龙	000921 CH	8.59	1.64	0.92	0.97	1.23	9.3	8.9	7.0	0.55	0.43	32.2%	0.6%	
A 股二线白电平均			1.26	0.65	0.78	0.98	14.0	12.8	10.2	0.60	0.48	17.8%	2.0%	
TCL 集团	000100 CH	3.2	4.94	0.25	0.30	0.36	12.7	10.7	8.9	0.56	0.46	15.2%	1.7%	
四川长虹	600839 CH	4.86	3.66	0.11	-0.04	0.11	N/A	N/A	43.0	N/A	2.41	-1.4%	0.2%	
海信电器	600060 CH	11.13	2.38	1.21	1.20	1.28	9.2	9.3	8.7	1.86	1.73	15.0%	3.5%	
兆驰股份	002429 CH	7.98	2.09	0.40	0.48	0.59	20.1	16.7	13.5	0.69	0.56	20.6%	2.2%	
A 股黑电平均			3.27	0.49	0.49	0.59	14.0	12.2	18.5	1.04	1.29	12.4%	1.9%	
苏泊尔	002032 CH	16.67	1.73	0.93	1.10	1.30	16.0	15.1	12.8	0.76	0.64	18.2%	3.5%	
九阳股份	002242 CH	10.93	1.37	0.62	0.69	0.79	17.0	15.8	13.8	1.31	1.15	16.0%	6.6%	
老板电器	002508 CH	33.2	1.74	1.21	1.71	2.30	27.5	19.4	14.4	0.55	0.41	24.5%	2.1%	
华帝股份	002035 CH	13.2	0.77	0.64	0.87	1.12	17.5	15.1	11.7	0.52	0.41	20.3%	2.3%	
万和电气	002543 CH	11.05	0.79	0.56	0.70	0.85	18.1	15.8	13.0	0.70	0.58	0.1	N/A	
日出东方	603366 CH	17.64	1.15	0.77	0.87	1.02	22.9	20.4	17.3	1.25	1.06	0.1	N/A	
A 股厨电平均			1.26	0.79	0.99	1.23	19.8	16.9	13.9	0.85	0.71	16.5%	3.6%	
A 股家电平均			3.72	0.95	1.17	1.42	15.5	13.4	12.9	0.74	0.73	18.4%	3.2%	

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 股价为 2014 年 11 月 21 日收盘价, 股价和 EPS 单位是人民币元, 青岛海尔、美的集团、格力电器、TCL 集团、海信电器、兆驰股份和老板电器盈利预测为瑞银证券一致预期, 其余公司为 Bloomberg 一致预测。

海外市场家电板块的估值较高, 平均来看, 板块相对 2014/2015 年的 PE 估值分别是 20.5x/16.5x, PEG 估值分别是 2.33/1.99。老板电器目前估值亦低于海外可比公司, 而增长有望高于海外公司, 我们认为较具投资吸引力。

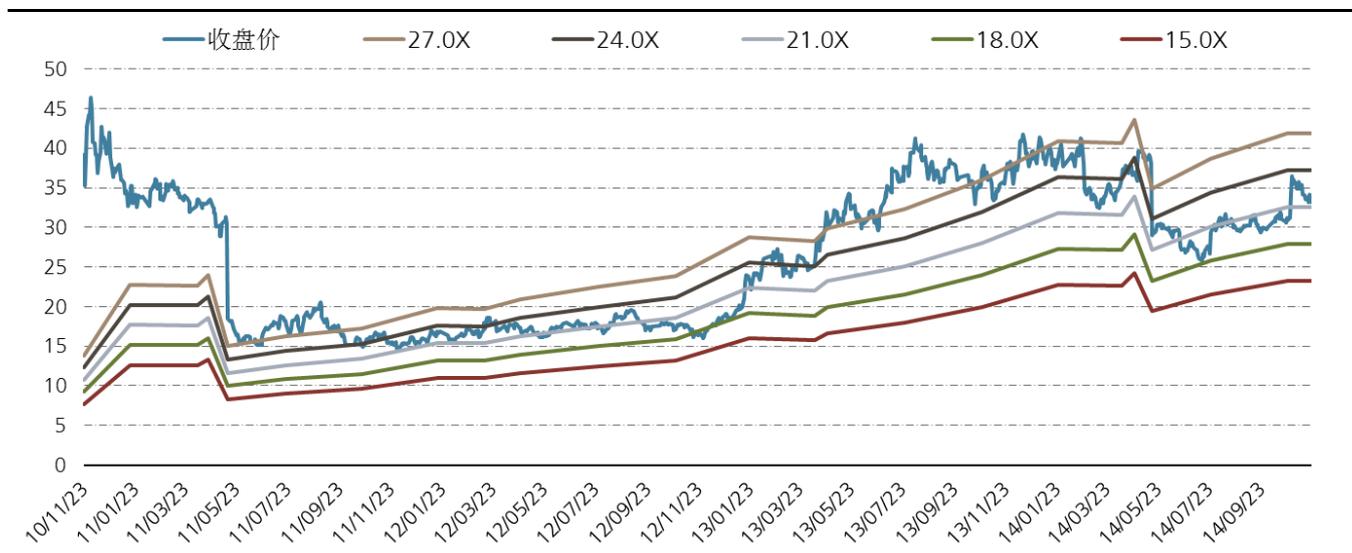
图表 80: 海外市场家电板块主要上市公司盈利预测和估值

公司	代码	收盘价	市值	EPS			PE			PEG		ROE		Div Yld
				2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	
			(\$bn)											
海尔电器	1169 HK	19.72	6.83	0.80	0.91	1.10	18.5	17.2	14.2	0.95	0.79	26.3%	0.6%	
海信科龙	0921 HK	6.46	1.64	0.92	0.89	1.14	6.1	5.7	4.5	0.39	0.31	30.5%	0.5%	
创维股份	0751 HK	4.10	1.50	0.45	0.59	0.60	9.2	7.0	6.8	0.79	0.78	13.2%	5.1%	
TCL 多媒体	1070 HK	2.92	0.50	-0.04	0.22	0.29	N/A	13.4	10.1	-0.04	-0.03	7.3%	3.2%	
TCL 通讯	2618 HK	7.83	1.23	0.28	0.91	1.10	9.6	8.6	7.1	0.13	0.11	31.5%	5.0%	
香港市场平均			2.34	0.48	0.70	0.85	10.8	10.4	8.5	0.44	0.39	21.8%	2.9%	
Whirlpool	WHR US	182.06	14.18	10.42	11.46	14.48	15.5	15.9	12.6	1.02	0.80	27.0%	1.7%	
Electrolux	ELUXB SS	208.50	8.72	2.35	10.57	14.26	210.3	19.7	14.6	0.21	0.16	15.8%	3.3%	
Daikin	6367 JP	7180.00	17.87	315.21	374.56	422.89	19.2	19.2	17.0	1.30	1.15	12.9%	1.1%	
De'Longhi	DLG IM	16.18	3.03	0.78	0.82	0.96	23.0	19.8	16.9	1.77	1.52	17.3%	2.9%	
Arcelik	ARCLK TI	13.60	4.14	0.89	1.01	1.13	15.2	13.5	12.1	1.00	0.89	15.8%	4.2%	
RATIONAL	RAA GR	254.09	3.62	8.55	9.27	10.13	27.0	27.4	25.1	2.94	2.69	36.7%	3.0%	
INDESIT	IND IM	10.95	1.57	0.03	0.33	0.56	77.9	33.1	19.5	0.18	0.11	6.9%	1.7%	
SEB	SK FP	65.13	4.10	4.13	3.78	4.43	18.4	17.2	14.7	2.84	2.43	12.5%	2.4%	
Noritz	5943 JP	1905.00	0.82	133.58	100.84	134.10	17.5	18.9	14.2	6.03	4.54	4.5%	1.7%	
Rinnai	5947 JP	9020.00	4.00	454.74	451.84	479.23	20.1	20.0	18.8	5.96	5.62	10.0%	0.9%	
海外市场平均			6.21	93.07	96.45	108.22	44.4	20.5	16.5	2.33	1.99	15.9%	2.3%	

来源: Bloomberg, 股价为 2014 年 11 月 21 日收盘价, 股价和 EPS 是本地货币元。公司盈利预测为 Bloomberg 一致预测。

从公司的历史估值来看, 2011 年以来大部分时间估值在 15x~40x。其中 2011 年和 2012 年估值水平在 20x 左右, 但从 2013 年开始估值逐步提升至 25x 左右, 主因是市场逐步认识到其稳定增长的价值。目前公司股价相对 2014 年估值约 20x, 相对 2015 年 15x, 我们认为仍然处于较低的水平。

图表 81: 老板电器 PE-Bands



来源: Wind, 股价截止 2014 年 11 月 21 日

VCAM 贴现现金流估值

我们预计公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 1.71/2.30/3.00 元, 基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型, 在 WACC 假设为 8.5% 的情况下, 推导出估值 44 元, 与我们目标价 42 元接近。

我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2014-2023 年。我们采取 8.5% 贴现率，以反映公司的加权平均成本。为获得其权益成本，我们假设无风险利率 4.2%，权益风险溢价为 5%。参照可比公司的的贝塔系数均值，我们将贝塔系数设为 0.88。

图表 82: 老板电器[002508.SZ]瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	606	812	1,071	1,366	1,702	1,895	2,060	2,158	2,172	2,095
折旧及摊销 *	26	26	28	29	31	60	64	66	64	60
资本支出	(99)	(139)	(139)	(119)	(119)	(180)	(196)	(205)	(207)	(200)
运营资本变动	(186)	(188)	(286)	(424)	(366)	(397)	(411)	(396)	(351)	(277)
所得税(营运)	(91)	(122)	(161)	(205)	(255)	(284)	(361)	(432)	(489)	(524)
其他	(30)	(34)	(43)	(51)	(57)	(65)	(67)	(65)	(59)	(47)
自由现金流	226	356	470	596	936	1,029	1,090	1,126	1,131	1,107
增长		57.5%	32.1%	26.9%	56.9%	10.0%	5.9%	3.3%	0.5%	-2.1%

估值	
明计现金流现值	6,883
期末价值(第15年)现值	5,274
企业价值	12,157
占永续价值百分比	43%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	9
现金盈余**	1,233
-债务***	154
权益价值	13,226
已发行股数 [m]	320.0
每股权益价值 (Rmb/股)	41.30
权益成本	8.5%
股息收益率	2.0%
1年期目标价 (Rmb/股)	44.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	8.6%	5.6%	4.0%
息税前利润率	10.5%	6.7%	5.0%
资本支出/销售收入	1.0%	1.0%	1.0%
投资资本回报率	29.3%	18.1%	12.0%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	19.2x	14.5x	14.9x
企业价值 / 息税前利润	20.0x	15.0x	15.4x
自由现金流收益率	1.9%	2.9%	2.8%
市盈率(现值)	24.2x	18.0x	18.5x
市盈率(目标)	25.7x	19.1x	19.7x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.16%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.88
债务/权益比	1.5%
边际税率	25.0%
权益成本	8.5%
债务成本	6.3%
WACC	8.5%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	3.2%
回报率增幅	8.2%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	8.4x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

总体来看，厨房家电行业是近年来家电板块的亮点，其估值亦高于家电整体。其中，老板电器在产品定位、渠道建设中充分占有优势，是厨房行业中龙头公司，理应享有一定的估值溢价。我们给予出公司的目标价是 42.00 元，相对 2014/2015 年 PE 分别是 25/18 倍，PEG 为 0.8x，首次覆盖给予“买入”的投资评级。

公司背景

老板电器是中国厨电行业龙头企业之一，公司主营业务为厨房电器产品的研发、生产和销售，主要产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜，以及电压力煲、电烤箱、电磁炉等配套厨房小家电产品。目前，公司已成为国内市场份额最大、品牌价值最高、销售区域最广的厨电制造商。2013 年实现营业收入 26.5 亿元，归属于母公司股东的净利润 3.86 亿元。2010-2013 年的 3 年时间，营业收入 CAGR 为 29.2%，净利润 CAGR 达到 42.1%。

老板电器 (002508.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,534	1,963	2,654	3,656	37.8	4,780	30.7	6,227	7,917	9,832
毛利	805	1,052	1,445	2,040	41.2	2,691	31.9	3,512	4,473	5,556
息税折旧摊销前利润(UBS)	200	294	444	632	42.3	838	32.6	1,099	1,395	1,733
折旧和摊销	(12)	(25)	(36)	(26)	-29.0	(26)	1.6	(28)	(29)	(31)
息税前利润(UBS)	188	269	408	606	48.6	812	33.9	1,071	1,366	1,702
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	5	9	0	(2)	NM	9	-	7	6	5
净利息	24	29	36	26	-26.0	29	11.4	35	41	51
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	218	307	444	631	42.2	850	34.8	1,113	1,413	1,758
税项	(31)	(45)	(66)	(95)	-43.5	(128)	-34.8	(167)	(212)	(264)
税后利润	187	262	378	536	41.9	723	34.8	946	1,201	1,495
优先股股息及少数股权	0	6	8	11	34.3	14	34.9	14	18	15
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	187	268	386	547	41.8	737	34.8	960	1,219	1,510
净利润(UBS)	187	268	386	547	41.8	737	34.8	960	1,219	1,510
税率(%)	14.1	14.6	14.9	15.0	0.9	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.58	0.84	1.21	1.71	41.8	2.30	34.8	3.00	3.81	4.72
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.58	0.84	1.21	1.71	41.8	2.30	34.8	3.00	3.81	4.72
每股收益(UBS, 基本)	0.58	0.84	1.21	1.71	41.8	2.30	34.8	3.00	3.81	4.72
每股股息净值(Rmb)	0.16	0.24	0.40	0.51	28.1	0.69	34.8	0.90	1.14	1.42
每股账面价值	4.72	5.44	6.38	7.56	18.5	9.17	21.3	11.27	13.94	17.24
平均股数(稀释后)	320.00	320.00	320.00	320.00	0.0	320.00	0.0	320.00	320.00	320.00
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	1,023	1,120	1,280	1,347	5.2	1,579	17.2	1,877	2,241	2,878
其他流动资产	609	820	1,060	1,454	37.2	1,891	30.1	2,497	3,259	4,046
流动资产总额	1,631	1,940	2,340	2,801	19.7	3,471	23.9	4,374	5,500	6,924
有形固定资产净值	248	347	364	437	20.2	550	25.8	662	752	839
无形固定资产净值	37	40	93	93	0.0	93	0.0	93	93	93
投资/其他资产	3	6	6	6	-0.2	6	0.0	6	6	6
总资产	1,919	2,332	2,803	3,337	19.1	4,119	23.4	5,135	6,349	7,861
应付账款和其他短期负债	409	591	761	929	22.1	1,210	30.2	1,567	1,947	2,417
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	409	591	761	929	22.1	1,210	30.2	1,567	1,947	2,417
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	409	591	761	929	22.1	1,210	30.2	1,567	1,947	2,417
普通股股东权益	1,510	1,741	2,042	2,418	18.5	2,935	21.3	3,607	4,460	5,517
少数股东权益	0	0	0	(11)	-	(25)	-134.9	(39)	(57)	(72)
负债和权益总计	1,919	2,332	2,803	3,337	19.1	4,119	23.4	5,135	6,349	7,861
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	187	268	386	547	41.8	737	34.8	960	1,219	1,510
折旧和摊销	12	25	36	26	-29.0	26	1.6	28	29	31
营运资本变动净值	64	(36)	96	(186)	-	(188)	-0.9	(286)	(424)	(366)
其他营业性现金流	(126)	67	(195)	(83)	57.6	(12)	85.3	(12)	(17)	(18)
经营性现金流	137	324	323	303	-6.0	563	85.6	690	808	1,158
有形资本支出	(143)	(196)	(119)	(99)	16.6	(139)	-40.4	(139)	(119)	(119)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	0	31	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(142)	(196)	(87)	(99)	-13.2	(139)	-40.4	(139)	(119)	(119)
已付股息	(48)	(51)	(77)	(128)	-66.7	(221)	-72.8	(288)	(366)	(453)
股份发行/回购	0	0	0	64	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	(74)	-	29	-	35	41	51
债务及优先股变化	0	20	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(48)	(32)	(77)	(138)	-79.4	(192)	-39.3	(254)	(325)	(402)
现金流量中现金的增加/(减少)	(53)	97	159	67	-57.9	232	248.3	298	364	637
外汇/非现金项目	2	0	2	0	-99.5	0	-2.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(52)	97	161	67	-58.5	232	248.3	298	364	637

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

老板电器 (002508.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	25.0	16.6	21.5	19.4	14.4	11.1	8.7	7.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	25.0	16.6	21.5	19.4	14.4	11.1	8.7	7.0
股价/每股现金收益	23.5	15.2	19.7	18.6	13.9	10.8	8.5	6.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(0.1)	2.9	2.5	1.9	4.0	5.2	6.5	9.8
净股息收益率(%)	1.1	1.7	1.5	1.5	2.1	2.7	3.4	4.3
市净率	3.1	2.6	4.1	4.4	3.6	2.9	2.4	1.9
企业价值/营业收入(核心)	2.4	1.7	2.7	2.6	2.0	1.5	1.2	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.1	11.6	16.3	14.9	11.1	8.4	6.7	5.4
企业价值/息税前利润(核心)	19.3	12.7	17.7	15.6	11.5	8.6	6.8	5.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	14.4	14.6	14.3	22.4	15.0	11.7	9.9	7.0
企业价值/运营投入资本	9.3	6.2	NM	NM	7.8	6.1	4.9	4.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	4,678	4,454	8,299	10,624	10,624	10,624	10,624	10,624
净债务 (现金)	(1,049)	(1,049)	(1,071)	(1,200)	(1,314)	(1,463)	(1,327)	(1,327)
少数股东权益	0	0	0	11	25	39	57	72
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	3,629	3,405	7,227	9,435	9,336	9,200	9,354	9,369
非核心资产	(1)	(1)	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	3,628	3,404	7,227	9,435	9,335	9,200	9,354	9,369
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	24.5	28.0	35.2	37.8	30.7	30.3	27.1	24.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	26.1	46.7	51.2	42.3	32.6	31.1	27.0	24.2
息税前利润(UBS)	26.4	42.7	51.9	48.6	33.9	31.9	27.5	24.6
每股收益(UBS 稀释后)	-13.0	43.3	43.9	41.8	34.8	30.3	26.9	23.8
每股股息净值	-33.3	50.0	66.7	28.1	34.8	30.3	26.9	23.8
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	52.5	53.6	54.4	55.8	56.3	56.4	56.5	56.5
息税折旧摊销前利润率	13.1	15.0	16.7	17.3	17.5	17.6	17.6	17.6
息税前利润率	12.3	13.7	15.4	16.6	17.0	17.2	17.3	17.3
净利 (UBS) 率	12.2	13.7	14.5	15.0	15.4	15.4	15.4	15.4
ROIC (EBIT)	48.2	48.6	59.1	66.6	67.9	70.9	70.9	72.0
税后投资资本回报率	41.4	41.5	50.3	56.6	57.7	60.3	60.3	61.2
净股东权益回报率(UBS)	13.0	16.5	20.4	24.5	27.5	29.4	30.2	30.3
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(5.1)	(3.8)	(2.9)	(2.1)	(1.9)	(1.7)	(1.6)	(1.7)
净债务/总权益 %	(67.7)	(64.3)	(62.7)	(55.9)	(54.3)	(52.6)	(50.9)	(52.9)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(28.2)	(32.9)	(17.7)	(14.3)	(16.9)	(20.4)	(24.0)	(30.7)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	9.3	10.0	4.5	2.7	2.9	2.2	1.5	1.2
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.7	3.5	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	27.4	28.7	33.2	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,534	1,963	2,654	3,656	4,780	6,227	7,917	9,832
总计	1,534	1,963	2,654	3,656	4,780	6,227	7,917	9,832
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	188	269	408	606	812	1,071	1,366	1,702
总计	188	269	408	606	812	1,071	1,366	1,702

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。