

未评级

博耳电力 (1685. HK)

积极拓展中端配电市场

市场数据

报告日期	2014. 5. 26
收盘价(港元)	9.95
总股本(亿股)	7.76
总市值(亿港元)	77.21
净资产(亿元)	19.59
总资产(亿元)	32.25
每股净资产(元)	2.52

数据来源: Wind

事件:

我们于 2014 年 5 月 20 日上午到博耳电力(无锡总部)调研, 与公司 CFO 黄总就近期公司的经营状况做了沟通交流, 并参观了产品展览室和工厂生产车间。

我们的观点:

我们认为, 博耳电力作为国内优秀的高端综合配电设备制造和服务提供商, 具有较强的市场竞争力。公司主要产品是用配电侧的配电设备, 包括配电系统 EDS、智能配电系统 iEDS, 以及节能方案 EE 和元件零件业务。公司产品具有客户订制特性。公司当前手中订单超过 18 亿元, 预计 2014 年业绩增长 20-30%。公司产品的拓展从高端市场逐步拓展到中端市场。公司具有较强的议价能力, 产品毛利率维持在业内较高水平。公司经营稳健, 现金流充足, 具备行业收购和并购的能力, 建议投资者密切关注。

会议要点如下:

公司基本情况

公司是一家提供一站式高质量综合配电系统及方案的设计师、制造商及销售商, 拥有逾 20 年行业经验, 在中国市场上独占鳌头。根据罗兰·贝格报告, 公司为 2008 年中国配电设备市场高端分部中最大纯本地配电系统及方案供货商。公司提供度身订造的配电系统、智能配电系统及节能系统, 亦为中国少数能提供一站式综合配电系统及方案服务的供货商之一。公司的配电系统及方案的主要用途是根据客户的业务营运的特定要求按合适的电量和电压输配电力至其处所及设施。公司的配电系统及方案是为根据客户的特定要求度身订造和实施, 让客户可改善其配电系统的安全性、稳定性及效率。

公司于 3 月 26 日公告 2013 年经营业绩: 营业收入为 13.54 亿元, 同比增长 10.9%; 总体毛利率从 36.8%降至 36%; 股东所占利润 3.45 亿元, 同比增长 17.3%; 每股基本收益 0.46 元, 董事会建议派发末期股息每股 14 港仙。

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999
(755) 2382-6005
luhj@xyzq.com.hk

1、公司的产品在电力产业链中的位置？

电力按照电的流向可以分成 3 大块：第一个是发电，第二个输电，第三块我们做的叫配电。电网是这三段都要连接的，智能电网是指这三段的链接。国家投资发电、输电和配网公共部分，配网公共部分下来到终端用户部分就是公司所做的。

输电是传输，配电是用电。用电端把变压下来的电连接就是用公司的配电柜，配电就是把不同的用电做配置区分开。最简单的就像家庭的分几路不同的用电线路设备开关，有的线路空调的，有的线路是照明用的。

2、公司的业务分类情况？

我们现在有四个业务分部，EDS，IEDS 从 2005 年开始，2009 年开始 EE 节能方案。EDS 就是传统的配电系统；IEDS 自动智能化监控和采集数据，分析数据；再往后做，就是 EE 节能这一块。对客户来讲，先是配电的智能控制，然后再是节能方案。公司分步骤做，第一步先给客户建立智能配电，然后再做节能方案，而不是非要一步到位。

智能化电网中发电、输电、配电公共部分国家在投，用户现在不配智能配电设备以后还要再加装，还不如一次性投资到位，价格上高 20%-30%，从传统配电转向智能配电原因是政策方面导向的，公司的客户都比较高端，外资企业居多，所以都能接受智能的配电设备 IEDS。

3、公司 2014 年业务增长的指引？

讲比例的话是零部件、EE 增速会大一点，绝对额的话还是 IEDS 大。IEDS 还是占到 65%左右，零部件占到 20%，节能 EE 占 15%左右。增速上看，因为去年节能 EE 收入部分多了，显得 IEDS 增速并不高。只要能体现节能的就计入 EE 的收入，不能实现节能、节电的，只能实现智能的设备就计入 IEDS 的收入。

2014 年总体增长 20-40%是给大家的一个指引，估计增长在 20-30%之间。这是从在手订单估计的，公司能看到的订单最多是半年。当前 18 亿在手订单是含增值税的，最多打个九折八五折确认为业务收入，有些订单不能说一年肯定就全部做完，实际情况总有变化因素。

IEDS 里面环网柜产品从市场需求看，增长比较快。我们这款产品使用固体绝缘，不是空气绝缘，比较环保。环网柜从市场来讲还是比较大的，今年预计增长比较大，2014 年总的收入约 1.8 到 2 亿元左右，增长几倍。2013 年是 3000 万，12 年是 1300 万。

4、公司的产品定价机制，毛利率影响因素？

EDS 本身收入较少，订单式的业务不能完全体现规模的效果，所以毛利率有一定偶然性，公司产品毛利率不完全随产量而上升。但其他三个业务我们能维持在现在的毛利率水平，三个主流的 IEDS、EE、零部件，我们报价时候会考虑一个成本加利润提成，比如说是 40% 毛利率。公司的业务是订单式，话语权比较强，可以控制毛利率在这个水平。三个产品的毛利率今年预计还是能维持 2013 年的水平。

5、IEDS 成本比原来 EDS 成本增加多少？

IEDS 比 EDS 高 15-20%，EE 和 IEDS 就比较难说，不好测算。

6、公司产品毛利率在业内情况？

公司毛利率业内算高的，西门子也达不到这个水平，因为他本土化人工还是比我们高。目前国内中端企业毛利率在 20-30% 不等，平均比我们差 10-15 个点。

7、为什么我们可以控制 40% 的毛利率，而不会因为市场激烈竞争而下降呢？

因为做的公司少。传统 EDS 部分的我们做的少，我们挑高端订单做，传统部分 EDS 我们现在是 30% 毛利率，如果做到 5-6 个亿产值，就不可能是这个毛利率了，因为市场竞争太激烈。传统部分不需要方案，不需要软件控制，但产品鱼龙混杂，市场上低价单但利润不一定低，砸牌子事情公司不能做。

我们的策略是不追求那些最低价的单。我们参与的招投标不一定按最低价中标，而是综合评分。我们的客户主要是国企和外企，跟外资企业竞争要好一些。

8、配电设备的中、高、低端的定义是什么？公司产品的业务拓展方向？

高端就是从产品的制造、方案的设计到后续整个一条链全部都能提供的；中端是只能从制造开始，从零部件到设备的组装，产品品质品牌也是好的；低端就是产品品牌都比较差的。从一开始需求，到最后的最后服务都是我们一家在做，肯定是高端的，而中端只能维持到硬件生产部分，想服务之类他要找两家整合，高、中、低端主要是从这上面考虑的。

所谓延伸到中端，考虑到把我们的零部件打进去。配电产品市场是个金字塔形状，高端市场规模比较小，我们要向中端市场拓展。我们原来只做高端市场，现在做高端和中端，像银行这种中端客户也在拓展。

9、中端发展策略，占有率会有多少？

很难去统计占有率。我们在招股书说在高端市场公司市占率是 5-6%，招股书预测 2013 年 5800 亿。中端市场我们并没有和中端的供应商去竞争，只是用了中端的

硬件，做的还是高端的一系列的事情，还是做到服务、解决方案的延伸，理论上讲直接竞争者还是和施耐德、西门子在竞争，只是他用的他的品牌元件，我用的博耳的元件，中端市场没有和我完全一样的国内公司可以提供这么完整的服务，但是光讲销售的话可能有国内公司，比如正泰做零部件还是比较多。

中端市场规模三倍于高端市场，但我们不能说进了中端市场就收入比例增 3 倍，因为订单式的不确定性比较大。中端、高端、低端市场还是很分散，国内有一万六千家企业是拿到产品生产认证的。

10、销售模式，招标占比多少？

零部件销售不算，在解决方案里招标占 80%-90%，就 IEDS 而言也占 80%-90%。

11、公司的客户群体会是一直拓展新客户吗？

不是，公司整个收入中，老客户占 70-80%。所谓老客户指连锁性的，比如中移动、联通、麦当劳，米奇林，家乐福等等，他们会不断的建设，这是老客户。像偶尔建一个厂用公司设备的那种不算老客户。但如果他今年建了一个工厂，三五年后扩张又建一个工厂，也算老客户。

12、公司的生产基地？

国内基地有 3 个：无锡洛社镇博耳路这个工厂是 11 年 10 月份搬过来，原先在总部在国道旁边，占地才 30 亩，现在这个占地 50 亩，作为总部加上无锡组装营运工厂的都在这里。后边还有空地 170 亩，做组装的产能延伸，也可以做继电、配电相关产品。另外在洛社镇旁边的前洲镇还有个电容器厂，场地是租的。其次在宜兴市有工厂占地 130 亩地，2006 年建成投产，主要生产零部件，如开关，仪表，外壳加工等。第三个生产基地在上海，上海电气科学研究所下边有个开关厂，生产和宜兴差不多的产品。

13、与施耐德的合作关系？

实际上，最初家乐福、麦当劳等这些企业在施耐德刚进入中国时候因为施耐德不具备制造条件，找我们合作生产，我们将产品卖给施耐德，施耐德再卖给他们，当时售后服务什么都是博耳去做的。现在施耐德更想去做节能方案，而这些客户与我们合作十几年了，因为客户都是我们服务的，后期很自然需求转到我们这里了。与施耐德、ABB 合作现在没有产权专利费用，开始合作时候有一点，十几万。

现在是否用施耐德的牌子要看客户的需求，因为公司产品是定制化的东西，如中移动、中国联通这种高端需求就是要用施耐德的牌子。公司像有些开关、一些主要的仪表是施耐德的，外壳和里面的接线都是博耳的，不会全部用他们的。实际上

智能配电出来后，软件自动化部分，核心东西都是博耳的，现在硬件也可以是都是博耳自己的。

14、电气设备上施耐德、ABB 的产品认可度比较高原因？

两方面，一个从外观上的感觉是好的，感觉和品牌的东西，第二个是寿命会比我们长，比如开关次数就是多，基本功能一样，但是质量更好，他们可能早就向小型化、智能化发展，工艺可能更成熟。

15、公司产品确认收入问题？

客户验收后我们才确认收入，一旦验收确认 100%收入。发货不确认收入，发货后、验收前算存货。发货到验收理论上时间不会很长。谁支付运费要要看谈判的协议和价格。

16、公司上市这两年后增速不是很高，为什么？

这和整个经济发展有一定关系，我们还是老客户为主，老客户群体他们把投资节奏放慢，这也是自然规律。公司的产品增长主要与客户的固定资产投资相关联。

17、IEDS 我们的主要竞争对手是？

ABB、西门子、施耐德、通用，国内没有直接竞争的对手。和施耐德是既合作又竞争。我们优势规模比他大，本土化比他强，价格比他略低一点。

18、我们做 EE 现在客户主要类型？

移动、数据中心和高耗能工矿行业。比如高铁、水泥等。水泥我们海外做的多一些，海外收入占 15%，并非产品直接出口，我们销售给中字头企业，如中材建，他们做总包商，设备是随工程出口的。

19、公司账上资金还是很多的，但是为什么新增了很多银行贷款？

这个银行贷款没有使用，而是想尝试一下海外低成本资金怎么进来，叫海外直贷，做了一些理财产品，赚些利差。因为是外资企业的投资额和注册资本有三亿人民币的差额，赚一些利差，风险还是可控的。

20、我们现金流比较充足，有没有什么计划？资本开支？

扩张就是收购了，但是收购也是看机会，我们要考虑很多，要看到收购后的价值，我们不会去跨行业做收购。收购目标有，但是没有实质性的进展。老板也比较谨慎，稍微稳妥一点较好。

资本开支，去年连西班牙收购也就是不到 5000 万元，今年即使产能扩张也就按

5000 万算，资金压力不大，而且现有土地等资源空间足够进行产能扩张。

21、产能利用率？

产能利用率，现在流水线是按一班计算，85%。

22、成本构拆解？

70%元器件，12-13%零部件和板材，人工 3%-5%，折旧 2-3%，辅助材料大概 5%。

23、人工成本费用？

人工费用从地区来讲涨得还是有点高。制造工人平均年收入 4 万左右，不含社保。去年 1342 人，研发 180 个人，制造工人成本上涨较快，和地方企业比比有一定优势，年均 10%增长左右。我们主张 3 年工资水平翻一番，但是生产效率要提升，比如原来 10 个人，现在用 5 个人，不是简单到每个人每年长 30%工资。

24、和国电下属企业有否竞争，国电南瑞，许继电器等？

国网企业主要做输电，跟我们没有重合。我们主要和用户端配电相关。

25、零部件收入构成，方案中硬件和软件收入的比例？

零部件收入是指仅仅直接销售的，如果零部件用到自己的 IEDS，就是 IEDS 收入了。EE 只是一个方案，成本很少。软件在前期开发是算入研发费用里的，成本也很少。但收入上很难区分开软件和硬件部分，我们是综合报价的，硬件如果按市场平均水平，20%毛利率，你就可以认为超过的就是软件的毛利部分，但是具体不好拆分，研发费用每年占总收入的 3-3.5%。

26、这个软件企业的收入来源是如何确定的？

我们把总收入拆分，两部分开票，1 元收入里面拆出 30%按软件收入计算，如 30%的开票给软件，70%开给硬件。这个拆解比例要有一个合理性。

2012 年以前没拆解分开报税。软件企业有一个退税，软件企业超过 3%的部分是全部退的，退税是进入其他收入科目的。软件企业是 2012 年 6 月成立的，当年 8-12 月累计到 2013 年 1 月退税的，2013 年全部的退税。收到退税后财务确认，理论上一个月后收到，如果财政资金紧张，可能往后推，但不会不给。

这个软件企业在 2012-2013 年是免所得税，今年是 12.5%，其他的是 15%的税收，今年所得税的税可能要到 14%左右，而去年有 4 个亿的收入是免所得税的。

27、去年收购了一个西班牙企业情况？

收购主要是品牌和专利，没有工厂。我们本来是要做一个海外扩展，他的品牌比

较成熟。在国内可以授权，用它的品牌，在国内销售。在国外用它的品牌，生产的设备他自己采购。不能用我们国内的设备去贴他的牌在国外销售。收入今年预测有大概 500 万欧元，折合 4000-5000 万人民币。

28、公司屋顶的 1.5 兆瓦分布式电站情况？

现有厂房屋顶分布式 1.5 兆瓦项目，1.5 兆瓦理论上是一年发电 150 万度，我们只用 70-80 万度，与其部分卖给电网，不如全部卖给电网，光伏售电是 1 元/度。因为工业用电有波峰波谷，我们用电成本平均 0.7-0.8 元。

29、我们发展分布式光伏项目规划？

公司要做分布式，零配件包括线控、汇流都是现有的，现在想做屋顶的分布式 EPC，成立的新能源公司是做这个的，目标是 100 兆瓦左右，但今年能实施多少，路条方面还不确定。

如果今年做 10 兆瓦，可能会有 1 亿的收入，毛利率在 15-20%左右。我们并不是只是考虑到利润，而是考虑一个提供方案的完整性，公司以前只能做配电，现在已经做到发电了。新能源公司有 20 个人做光伏项目，从设计，施工都是外包的。

30、去年电动自行车充电设备，卖了十万套？

一套大概两三万元。这个不是十万套设备的概念，而是讲回路，如一个工厂有 20 个回路，就算 20 套。这块收入不是太大，总共可能五六十万元吧，大概设备上就 30 套左右。汽车用的充电设备还没有应用，电动自行车做到自动计费功能，估计 3 年内做不会太多。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。