

未评级

**博耳电力 (1685. HK)****产品竞争力强，用户反馈良好****市场数据**

报告日期	2015.6.10
收盘价(港元)	16.20
总股本(亿股)	7.74
总市值(亿港元)	125.39
股东净资产(亿元)	21.93
总资产(亿元)	40.97
每股净资产(元)	2.83

数据来源: Wind

**相关报告**

调研纪要\_20140526

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)

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

**事件:**

我们于 2015 年 6 月 4-5 日参加了博耳电力(北京-无锡)反向路演, 与公司 CEO 贾总、CFO 黄总及公司技术人员就公司经营状况做了沟通交流, 并参观了北京亦庄联通数据中心的配电系统和无锡人民医院的综合解决方案系统。

**我们的观点:**

1、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, 可提供智能及节能一站式解决方案, 具备较强的市场竞争力。公司主要产品是用户侧的配电设备系统, 包括配电系统 EDS、智能配电系统 iEDS, 以及节能方案 EE、元件和零件业务。公司的产品因应用到系统解决方案中而具有客户订制特性, 博耳具有较高的议价能力, 综合毛利率维持 35%以上。

2、管理层维持 2015 年公司业绩增长 30%的指引。公司着力拓展数据中心、医疗系统、学校等行业的产品方案应用。博耳独特的银行保理模式有助于公司业务快速发展。随着累计的用户数据增加, 在公司的产品信息数据搜集的基础上公司建立了云数据平台, 为各个行业节能方案的实施及提供长期维护和咨询业务奠定了基础。

3、博耳是中国配电市场高端分部中最大的本地配电系统及方案供应商, 直接与外企同行竞争。根据我们参观的客户方反映, 博耳的产品质量可靠, 售后服务周到, 若后续有工程业务仍较倾向于与博耳进行进一步合作。

4、在资本市场上, 因投资者希望增加博耳电力股票交易的流动性, 公司也在考虑各种可行的方案, 但具体方案未定。

**2014 年经营业绩**

博耳电力(1685. HK) 3 月 6 日公告 2014 年经营业绩。其中营业收入为人民币(下同) 20.48 亿元, 同比增长 51.3%; 毛利率从去年同期 36.0%微降至 35.3%; 股东应占利润增加 33.0%至 4.59 亿元; 每股基本盈利 61 分(去年同期为 46 分), 每股派 19 港仙末期股息。

### 会议要点如下:

#### 1、公司业绩增长指引?

今年业绩增长指引还是 30%，没有变化。

#### 2、北京联通亦庄数据中心介绍?

北京联通数据中心亦庄二期在 2012 年启动，配电系统投资 3,000 多万元。此数据中心是国内重要通信枢纽，包括如联通的手机号一部分和后台运营，百度、网易的机房，6-9 层有北京政府热线，114 系统，北京的医院挂号等系统。

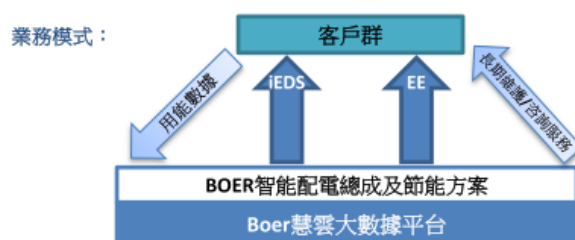
二期参与项目招标有 ABB、西门子、北开、博耳等参加招标，博耳的综合分高，尤其是售后服务好。当前整个园区的用电容量 8.7 万千伏安，一期用的 ABB 的产品，二期采用博耳 4 万千伏安，每月用电量 1,100-1,300 万度之间。

现在博耳系统能提供智能配电、汇流系统、监控、安全预警等功能。博耳的产品提供一年质保期，售后服务到位，及时响应客户需求一叫就到。博耳也在考虑提供远程的服务，提前发现问题，帮客户预防维护，效率会更高。二期在 12 年开始做算 iEDS 方案，未来三期建设和一期将改造为 EE 方案。

未来 2016 年准备做三期工程，虽然具体项目要招投标，但博耳的产品质量好，售后服务也的确好。外资厂商的产品质量也好，但就是售后服务差。

#### 3、博耳的云数据中心?

现在把众多客户产品点上的各个环节的能源的使用数据先采集起来，之后进行大数据挖掘，再上配套的智能和节能系统。



#### 4、数据中心对配电设备的要求?

数据中心的电力安全要求高，要保证服务不停机。节能还不是第一要求，有些机房环节是没法节电的，有些空调使用、照明等环节可以节能。像联通、移动还是指定元器件采用施耐德产品，要保持产品工作时候的稳定性。对博耳来讲，采购施耐德的产品采用成本加利润，毛利空间差不多。对于应用领域安全可靠要求不强的，博耳也可以提供自己生产的元件。

## 5、博耳在行业内的竞争地位？

智能配电系统的竞争者还是外资方，施耐德进入中国是零部件分销为主的，ABB以做分销和解决方案一起的。博耳的产品比外资的便宜 15-20%，这些外资企业实质也是在国内生产，有的是独资厂。

在国内厂家中，比如联通数据中心三期这种要求比较高的，内资企业方面博耳还没有竞争对手。国电系的南瑞、南自是做电网端的，产品电压等级高，博耳是用户端的。大全开关柜，正泰的开关和我们类似，同方泰德注重在楼宇系统做，空调可能比较擅长。而我们选择的医疗行业、数据中心和学校等行业。各家都有专长，我们是用户需求测的用电及能源管理情况，公司能提供综合解决方案。再根据我们的大数据搜集挖掘，分析客户的用电特性和使用习惯，可以做到提前预判。市场首先足够大，国内配电产品市场是三角形，中端、下端市场更大。不同产品品质的企业都存在，有些企业因此考虑先进入市场。博耳则沿着自己的战略方向发展。

## 6、公司产品毛利率去年稍微下降？

公司认为可以 35%以上的综合毛利率可以维持，在保证这个前提下做一些微调是正常的。

## 7、博耳电力的管理层股票激励？

博耳信托就是用来对员工进行股票激励的，博耳信托持股占比 3.15%，其股份是 2011 年股票价格比较低时候公司拿资金购买的，把买的股票放到新成立一个信托公司里，对于高管每 3 年进行一次奖励，从这个信托账户转户到公司高管的户头。不需要授予人另外付钱，算是当奖金免费给予，公司中层以上约 200 人能享受这个激励(2014 年分过一次，共计 400 多万股)。但公司还有 300-400 个管理员工，公司也在考虑是否拿期权来进行激励。

## 8、公司的所得税税率问题？

公司有个注册的软件企业，他在 2012-2013 年是免税的，到了 14-16 年是减半即 12.5%，今年准备去申请国家重点软件企业，税率为 10%(高新技术企业是 15%)。所以今年所得税率预计在 15.0-15.5%左右，如果重点软件企业资格申请下来，税率会更低。去年还有个利息所得税 1,000 多万，是境内子公司向境外分红的一次性税收。

## 9、环网柜产品的增长性？

公司有个环网柜产品，过去使用气体绝缘，是有毒的。公司这款设备是从环保概念出发设计生产的，去年约占 10%的收入，今年预计 20%左右增长。

#### 10、电力体制改革对公司发展的影响？

电改为行业发展带来很多想象空间，比如售电公司到底未来发展怎么样，还是看政策方面的发展。公司的经营价值主要在系统集成方面，仅作一个产品制造工厂的话，体现的价值并不高。

#### 11、公司当前发展的瓶颈？

发展瓶颈是客户需求的满足和公司提供的产品服务。当前公司现在接触的客户拿到需求再做研发，以客户的市场需求为导向。

#### 12、公司的光伏业务发展思路？

公司的光伏是节能方案往上延伸的部分。公司做了一个 1.5MW 的光伏屋顶，理论每年发 150 万度电，实际只 135 万度。2013 年底并网，发电全部上网，0.45 元/度由电力局支付，但新能源补贴那部分至今没拿到，可能卡在第一笔补贴没发上，如果第一笔补贴给了，后边每季度就会给。

#### 13、公司的银行保理业务？

保理作为金融产品传统上是针对产品卖方的，当产品销售企业出现流动资金困难时，把对客户的应收账款转让给银行，银行把钱给企业补充的流动资金。

博耳现在把这个模式变通一下，做了前置。因为有的客户在前期项目建设期间现金流比较紧张，博耳可以给客户账期延长，比如从半年延展到 1 年或者 2 年。但博耳上游供应商不会给那么长的账期，博耳就先从银行获得产品销售的资金。博耳拿到客户先预付账期的 20%，剩下的 80%由购买博耳产品的客户长期分期付款给保理银行。对公司来讲项目验收后 1 个月左右就收到银行给的所有款项，客户再慢慢通过运营获得资金还款给银行。实质上就是客户用博耳的授信条件来获得银行的资金支持，博耳提前回笼资金。在利息部分的账务处理上，银行的利息票据给博耳，博耳实际上把这个利息加入到产品销售收入里面中。

如果发生客户还不了款给银行，公司进行应收账款回收，因为公司需要保留在银行的信誉，但至今未发生过。这种业务模式适合做医疗、数据中心、学校、地产行业，这些行业特征主要是项目前期回款少，但项目运营后现金流收入比较稳定。从银行的角度看，银行是依托这笔销售业务做的放款，客户项目质量也是看得到的。保理银行都是无锡当地的几个银行。博耳在无锡当地建设银行 6 亿额度，交行 5.8 亿额度，农行和工行也在做，总的保理额度有 20 多个亿。去年公司占销

---

售收入的 40%采用银行保理模式，今年占比可能还会更多。

#### 14、公司在资本市场的思路？

在资本市场上，因投资者希望增加博耳电力股票交易的流动性，公司也在考虑各种可行的方案，但具体方案未定。



## 【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。