

华荣股份 (603855)

证券研究报告

2021 年 07 月 11 日

防爆电器领域龙头行稳致远，业绩持续增长

1、公司介绍：防爆电器领域龙头，盈利能力优秀

公司为国内防爆电器领域龙头，2019 年国内市占率为 22%，第二名仅为 9%。业务主要由防爆电器、专业照明设备、建筑安装（光伏 EPC）三项组成，防爆电器为公司的第一大业务，营收占比在 60%以上，公司产品广泛应用于石油、化工、煤矿、天然气等领域。

公司业绩保持稳定增长。公司营业收入增速基本在 10%-20%之间，由 2016 年的 12.00 亿元增加至 2020 年的 22.83 亿元，复合增长率为 17.43%；归母净利润的增速逐年增加，由 2016 年的 1.13 亿元增加至 2020 年的 2.61 亿元，复合增长率为 23.18%。公司毛利率维持在 50%以上，同时由于行业内特殊的“业务服务商”销售模式导致销售费用较高，销售费用率在 30%以上。

2、推荐逻辑：产品需求增加，海外收入有望提升

1) 准入门槛升高，行业向头部聚拢。2020 年 10 月 1 日起未获得强制性产品认证证书的防爆产品，不得出厂、销售、进口或在其他经营活动使用。

2) 防爆电器下游应用领域增多，随着场监管力度加大和用户对安全意识的加强，诸多新兴应用领域，如生物/制药、橡胶、建材、粮食仓储、白酒等行业对防爆电器的需求日益增多。

3) 专业照明领域空间广阔，近年来国际知名厂商纷纷剥离照明业务，竞争格局发生改变，国内企业大有可为。公司此块业务媲美龙头海洋王，毛利率维持在 60%以上，特有的直销模式效果显著。

4) 业务拓展至光伏 EPC。2015 年，公司成立“能源电气事业部”，逐渐进入新能源 EPC 领域，2020 年 9 月公司中标平度安信电投 200MW 平价光伏上网项目，中标金额约为 8.8 亿元，将会为公司的业绩带来积极影响。

5) 海外业务有望进一步提升。防爆电器国际市场上欧美龙头技术更新水平相对缓慢，支配地位正在逐渐衰退，国内企业在国际市场的影响力有望进一步提升。公司陆续成立多家海外子公司布局海外业务，国外业务营业收入由 2016 年的 0.49 亿元上升至 2020 年的 1.21 亿元。

3、盈利预测与投资建议

预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 30.90 亿、39.82 亿、49.26 亿，YOY 为 35.36%、28.88%、23.70%；归母净利润分别为 3.66 亿、4.63 亿、5.76 亿，YOY 为 40.29%、26.67%、24.43%，对应 PE 16X、12X、10X。我们看好公司在本行业中的核心竞争力，选择 2021 年 27.46X 作为目标估值，目标市值 100.41 亿元，上涨空间为 92.36%，对应目标价为 29.74 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动；下游领域拓展不及预期；业务服务商变动；客户集中风险；安全生产风险等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,942.55	2,282.71	3,089.94	3,982.44	4,926.22
增长率(%)	19.08	17.51	35.36	28.88	23.70
EBITDA(百万元)	337.97	431.97	447.21	566.70	701.14
净利润(百万元)	190.13	260.68	365.71	463.24	576.40
增长率(%)	24.79	37.11	40.29	26.67	24.43
EPS(元/股)	0.56	0.77	1.08	1.37	1.71
市盈率(P/E)	30.19	22.02	15.70	12.39	9.96
市净率(P/B)	3.82	3.54	3.00	2.57	2.17
市销率(P/S)	2.95	2.51	1.86	1.44	1.17
EV/EBITDA	7.27	10.49	10.42	8.09	5.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	15.16 元
目标价格	29.74 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	337.64
流通 A 股股本(百万股)	333.50
A 股总市值(百万元)	5,118.62
流通 A 股市值(百万元)	5,055.89
每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	50.51
一年内最高/最低(元)	22.17/13.68

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuyue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司介绍： 防爆电器领域龙头，盈利能力优秀	4
1.1. 深耕防爆电器三十余年成长为国内龙头	4
1.2. 产品系列丰富，应用领域广阔	4
1.3. 业绩持续提升，销售模式保障盈利质量	5
1.4. 股权结构稳定，激励计划绑定核心人员	7
2. 行业分析： 防爆电器、专业照明双行业空间广阔，大有可为	8
2.1. 防爆电器百亿市场，下游多领域持续受益	8
2.1.1. 行业准入门槛愈发明显	8
2.1.2. 下游应用逐渐拓宽，多领域受益	9
2.2. 专业照明行业发展方向明确，外资退出国产替代空间大	10
3. 公司分析： 竞争优势明显，业务拓展打开天花板	12
3.1. 具备市场竞争力，海外布局初显成效	12
3.2. 业务横向拓展至光伏 PEC，优质赛道未来可期	16
3.3. 安工智能管理系统使公司由产品制造商走向系统服务商	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1： 华荣股份历史沿革	4
图 2： 公司各类业务占比	4
图 3： 2016-2021 年 Q1 营业收入（百万元）	5
图 4： 2016-2021 年 Q1 净利润（百万元）	5
图 5： 2016-2021 年 Q1 毛利率与净利率	6
图 6： 2016-2020 年 ROE 与 ROA	6
图 7： 2016-2021 年 Q1 期间费用	6
图 8： 经营活动现金流量净额大于净利润（百万元）	6
图 9： 公司国内业务不同销售模式业务量对比	7
图 10： 公司股权结构	7
图 11： 我国防爆电器市场规模逐年增长（亿元）	8
图 12： 石油和天然气开采业固定资产投资完成额累计同比	9
图 13： 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比	9
图 14： 酒、饮料和精制茶制造业企业景气指数	10
图 15： 医药制造业固定资产投资完成额累计同比	10
图 16： 2013-2020 年我国核准及投入商运的核电机组数量（台）	10
图 17： 2015-2019 年中国核电新增装机容量情况（万千瓦）	10
图 18： 公司照明产品应用场景	10

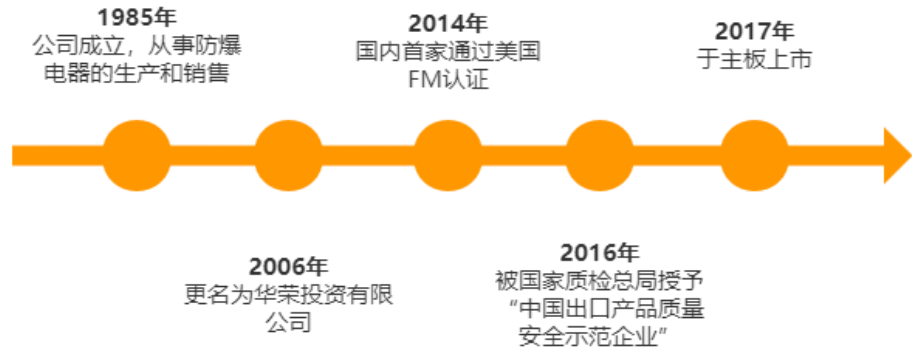
图 19: LED 照明销售渗透率	11
图 20: 中国 LED 照明市场规模 (亿元)	11
图 21: 中国智能照明市场规模 (亿元)	11
图 22: 2019 年国内防爆市场竞争格局	13
图 23: 2019 年全球防爆市场竞争格局	13
图 24: 国外业务在不断提升 (百万元)	14
图 25: 公司与海洋王营业收入对比 (亿元)	14
图 26: 公司与海洋王毛利率对比	14
图 27: 业务发展商业务执行过程	14
图 28: 公司与海洋王销售费用率对比	15
图 29: 公司与海洋王销售人数对比	15
图 30: 人均创收与人均创利持续增长 (万元)	15
图 31: 单位销售人员销售额 (万元)	15
图 32: 中国历年累计装机容量 (GW)	16
图 33: 2020-2025E 中国光伏装机规模预测 (GW)	16
图 34: 公司光伏 EPC 项目案例	16
图 35: CSC 安工智能系统结构图	17
表 1: 公司产品介绍	4
表 2: 限制性股权激励计划	8
表 3: 防爆电器行业主要政策	8
表 4: 外资企业纷纷离场	12
表 5: 公司业绩测算	18
表 6: 可比公司估值	18

1. 公司介绍： 防爆电器领域龙头， 盈利能力优秀

1.1. 深耕防爆电器三十余年成长为国内龙头

公司是国内防爆电器领域龙头、领先的专业照明设备供应商。公司最早成立于 1985 年，成立之初主要从事防爆电器的生产和销售，现已扩展至专业照明设备、建筑安装等业务领域。产品广泛应用于石油、化工、煤矿、天然气等存在易燃易爆气体的危险作业环境及配套厂区以及公安、消防、部队、铁路、港口、场馆等需要专业照明设备的领域。

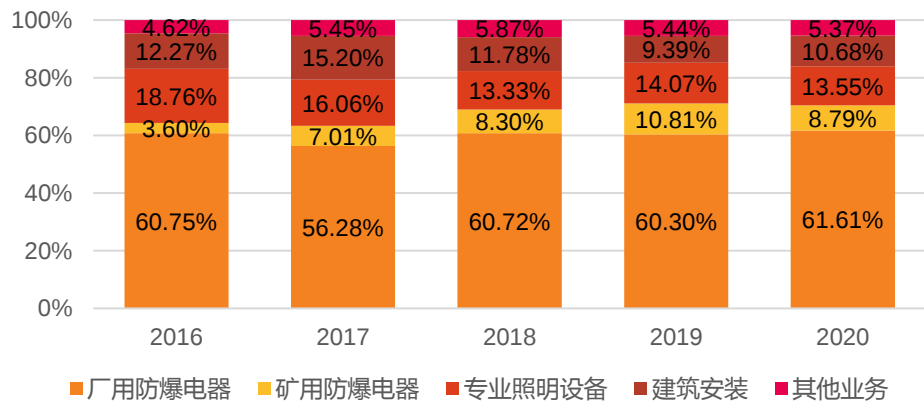
图 1：华荣股份历史沿革



资料来源：公司官网、招股说明书、天风证券研究所

防爆电器为公司的第一大业务。厂用防爆电器占公司总营收的比例基本维持在 60%以上，且防爆电器(含厂用和矿用)的占比仍在不断提升，由 2016 年的 64%增长至 2020 年的 70%，2020 年防爆电器业务实现营收共 16.07 亿元，其中厂用防爆电器 14.06 亿元，矿用防爆电器 2.01 亿元。

图 2：公司各类业务占比



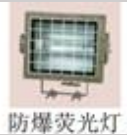
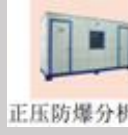
资料来源：wind、天风证券研究所

1.2. 产品系列丰富，应用领域广阔

经过多年的发展，公司产品链不断拓展、延伸，已经形成了产品类别齐全、规格型号众多的产品系列，小到防爆接线盒、防爆开关，大到防爆开关柜、正压防爆分析屋，各类防爆电器、专业照明产品共 50 多个大类，300 余种不同系列，千余种不同型号规格。

表 1：公司产品介绍

产品大类	主要系列	主要产品	产品示例
------	------	------	------

厂用防爆 电器系列	防爆灯具	防爆节能灯、防爆荧光灯、 防爆高杆灯等			
	防爆通讯及仪表	防爆手机、防爆通讯系 统、 防爆监视控制系统 等			
	其他厂用防爆电器	防爆分析屋、防爆配电 箱、 防爆接线盒等			
	三防系列	三防接线盒、三防节能 灯、 三防配电柜等			
矿用防爆 电器系列	防爆开关柜	智能型开关柜、移开式 开关 设备、高压单层真 空开关柜 等			
	防爆灯具	无极灯、巷道灯、投光 灯、 标志灯等			
	其他矿用防爆电器	防爆起动器、供电监控 分 站、移动变电站等			
专业照明 设备系列	固定照明	高顶灯、LED 灯具等			
	移动照明	照明灯、升降式照明装 置、 工作灯等			
建筑安装	光伏 EPC	太阳能光伏汇流箱、箱式变 电站等			

资料来源：招股说明书、公司官网、天风证券研究所

1.3. 业绩持续提升，销售模式保障盈利质量

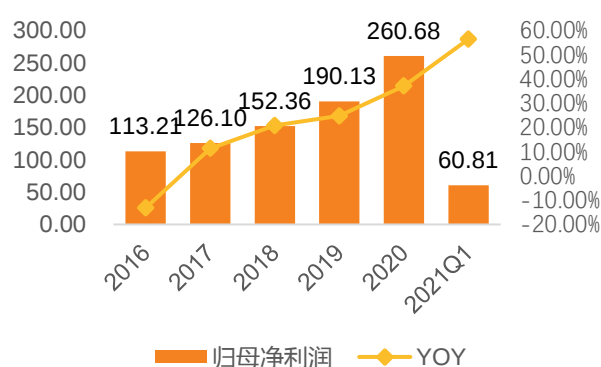
公司业绩保持稳定增长。公司营业收入增速基本在 10%-20%之间，由 2016 年的 12.00 亿元增加至 2020 年的 22.83 亿元，年复合增长率为 17.43%；归母净利润的增速逐年增加，由 2016 年的 1.13 亿元增加至 2020 年的 2.61 亿元，年复合增长率为 23.18%。

图 3：2016-2021 年 Q1 营业收入（百万元）

图 4：2016-2021 年 Q1 净利润（百万元）



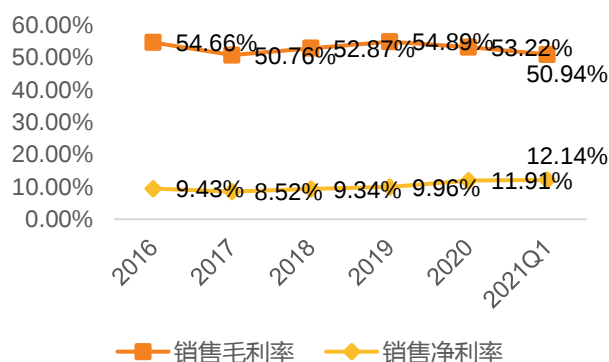
资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

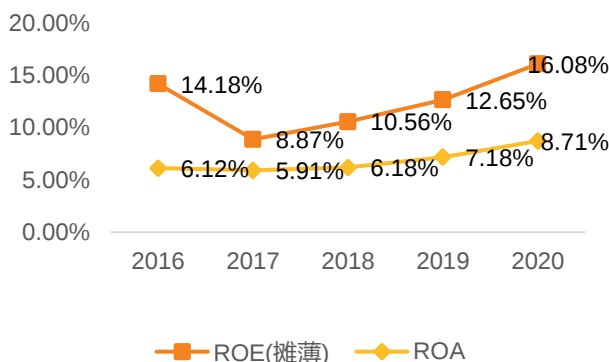
公司盈利能力优秀且保持提升。历年毛利率维持在50%以上，净利率基本在9%以上，净利率与毛利率差距较大的原因主要是由于公司的销售费用和销售模式。ROE和ROA逐年增长，2020年ROE增长至16.08%，ROA增长至8.71%。

图5: 2016-2021年Q1毛利率与净利率



资料来源: wind、天风证券研究所

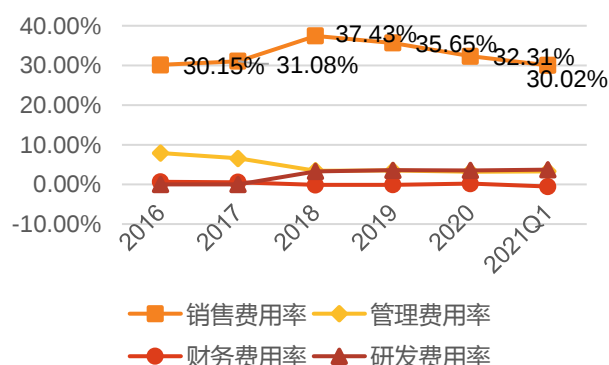
图6: 2016-2020年ROE与ROA



资料来源: wind、天风证券研究所

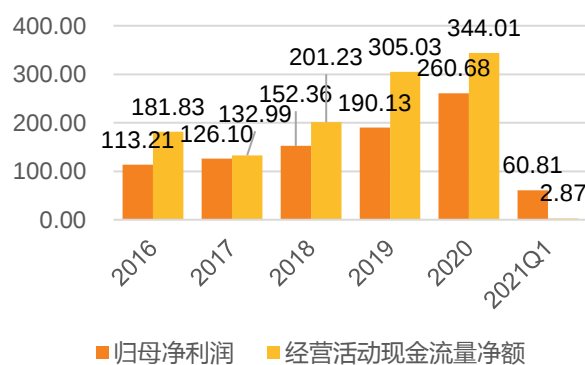
销售模式保障优秀的回款能力。公司的期间费用率较高，2020年期间费用率为39.23%，具体来看销售费用占比较高，费用率在30%以上，主要是因为公司采用“业务发展商”的销售模式。得益于这种销售模式，公司的现金流值量较高，经营活动现金流量净额常年大于净利润，2016-2020年经营活动现金流量净额与净利润的比值分别为161%、105%、132%、160%、132%。

图7: 2016-2021年Q1期间费用



资料来源: wind、天风证券研究所 (2016、2017年管理费用包含研发费用)

图8: 经营活动现金流量净额大于净利润 (百万元)



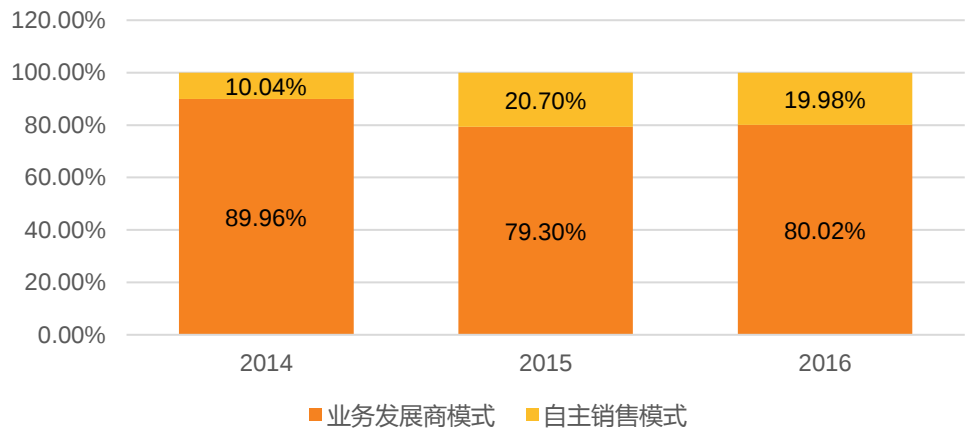
资料来源: wind、天风证券研究所

业务发展商模式是行业通行的一种特定直销模式。公司通过业务发展商进一步促进业务发

展。业务服务商以公司授权的区域为单元，进行信息搜集、客户沟通及跟踪服务等业务。在业务服务商的协助下，公司直接对客户进行销售，期间根据业务服务商的作用，协助公司完成销售业绩情况，支付相关业务费。选用业务服务商模式的主要原因是：

- 公司产品主要应用于石油、化工、煤矿等特殊环境，产品通常需要根据客户的不同应用场景、不同使用条件进行有针对性的选型搭配、定制开发或设计，技术专业要求较高，传统意义上的经销商在技术专业、资质条件等方面很难满足客户的要求。
- 下游客户数量众多、地域和行业分布非常广泛，仅仅依靠生产厂家自身力量和资源开拓市场存在营销成本高、见效速度慢、风险较高等诸多困难，难以有效地促进业务发展。

图 9：公司国内业务不同销售模式业务量对比

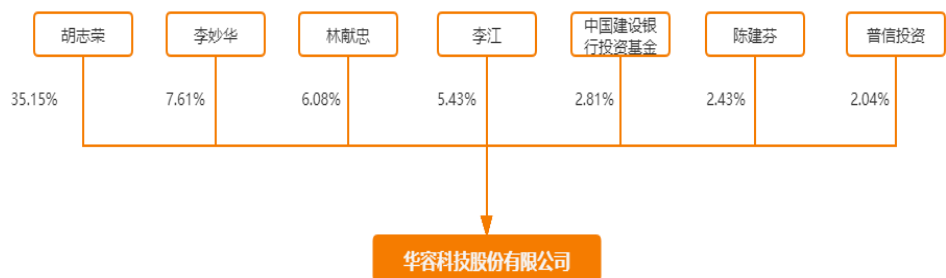


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.4. 股权结构稳定，激励计划绑定核心人员

公司董事长、总经理胡志荣截至目前持有公司 35.15% 的股份，为公司的实际控制人，1985 年胡志荣创办了公司的前身乐清县柳市控制开关厂并担任厂长，具有丰富的从业经验。大股东李妙华、林献忠、李江同时为公司的副总经理，公司股权结构较稳定。

图 10：公司股权结构



资料来源：wind、天风证券研究所

股权激励计划有利于绑定公司核心技术人员，保障长远发展。2019 年 11 月公司实施限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量 662 万股，占当时公司股本总额的 2.00%，其中，首次授予 613 万股，占当次授予权益总额的 92.60%，预留 7.40%。考核目标以 2018 年业绩为基准，要求净利润增长率分别不低于 6%、13%、20%。2021 年 1 月，公司已完成第一阶段目标，解除限售 243.20 万股。

表 2：限制性股权激励计划

解除限售安排	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	相比 2018 年, 2019 年度净利润增长率不低于 6%	40%
第二个解除限售期	相比 2018 年, 2020 年度净利润增长率不低于 13%	30%
第三个解除限售期	相比 2018 年, 2021 年度净利润增长率不低于 20%	30%

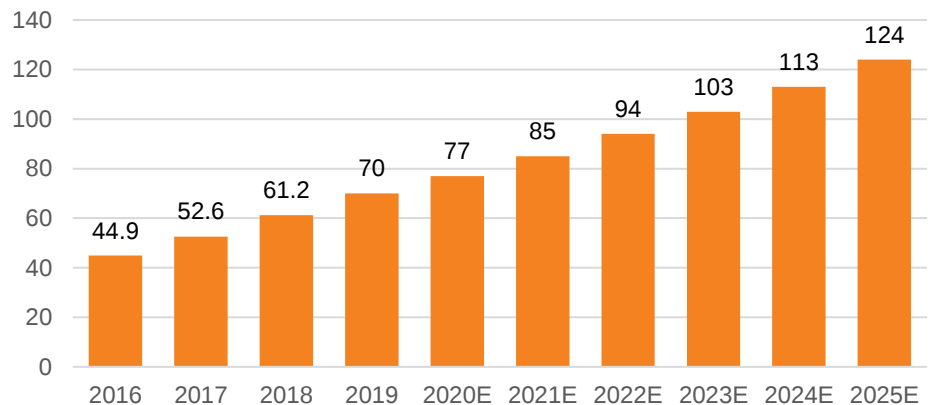
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 行业分析：防爆电器、专业照明双行业空间广阔，大有可为

2.1. 防爆电器百亿市场，下游多领域持续受益

防爆电器主要应用于存在各类易燃易爆气体、粉尘、蒸汽等对生产经营和人员安全构成潜在威胁的场所，传统应用主要为石油、化工、天然气、煤炭等领域。防爆电器行业的发展与工业化程度行业安全规范紧密相关，随着工业化的持续推进和下游各个领域对安全技术体系的重视，防爆电器市场在不断地扩大，根据华经产业研究院预计，2019 年防爆电器市场规模为 70 亿元，预计到 2025 年增长至 120 亿元以上。

图 11：我国防爆电器市场规模逐年增长（亿元）



资料来源：华经产业研究院、天风证券研究所

目前防爆电器行业存在以下两个特点：

2.1.1. 行业准入门槛愈发明显

目前防爆电器市场的技术壁垒呈现逐步增高的态势，行业强制性资质认证为新企业进入防爆电器行业的主要障碍之一，由于其工作环境的特殊性，国家有关部门对其实施了严格的监管措施，主要包括 3C 强制性认证制度、防爆电气产品生产许可证制度、防爆合格证制度及矿用产品安全标志制度等。

随着《关于促进安全产业发展的指导意见》等一系列政策陆续出台，行业安全与规范趋严，根据国家安监总局发布的文件，2020 年 10 月 1 日起未获得强制性产品认证证书的防爆产品，不得出厂、销售、进口或在其他经营活动使用。

表 3：防爆电器行业主要政策

时间	颁布单位	文件名	主要内容
2019 年	安监总局	《关于防爆电气等产品由生产许可转为强制性产品认证管理实施要求》	防爆电气、家用燃气器具和标定容积 500L 以上家用电冰箱纳入 CCC 认证管理范围；自 2020 年 10 月 1 日起，以上产品未获得强制性产品认证证书和未标注强制性认证标志，不

			得出厂、销售、进口或在其他经营活动中使用
2016 年	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出全面提高安全生产水平，加快安全生产法律法规和标准的制定修订，加强安全生产基础能力建设，强化电信、电网、路桥、供水、油气等重要基础设施安全监控保卫，严格产品质量、安全生产、能源消耗、环境损害的强制性标准，建立健全市场主体行为规则和监管办法。
2016 年	安监总局	《煤矿安全规程》	提出抽采瓦斯设施地面泵房内电气设备、照明和其他电气仪表都应当采用矿用防爆型；干式抽采瓦斯泵吸气侧管路系统中，必须装设有防回火、防回流和防爆作用的安全装置；利用瓦斯时，在利用瓦斯的系统中必须装设有防回火、防回流和防爆作用的安全装置等。
2013 年	国务院	《国务院办公厅关于进一步加强煤矿安全生产工作的意见》	提出严格煤矿安全准入，煤矿使用的设备必须按规定取得煤矿矿用产品安全标志，严禁非阻燃、非防爆设备违规入井；推进小煤矿机械化建设，推进煤矿安全质量标准化和信息化建设。
2012 年	工信部、安监总局	《关于促进安全产业发展的指导意见》	提出以发展检测监控、安全避险、安全防护、灾害防控及应急救援等技术和产品为主要方向，大力开发推广先进、高效、可靠、实用的专用技术和产品，专用安全产品或部件包括高危场所防爆电器、高压容器泄压阀等专用安全产品或部件。
2011 年	国务院	《国务院关于坚持科学发展安全发展促进安全生产形势持续稳定好转的意见》	明确提出必须始终把安全生产摆在经济社会发展重中之重的位置。在深化重点行业领域安全专项整治中提出深入推进煤矿瓦斯防治和整合技改，深化非煤矿山安全整治。加强对整合技改煤矿的安全管理，加快推进煤矿井下安全避险系统建设和小煤矿机械化改造。

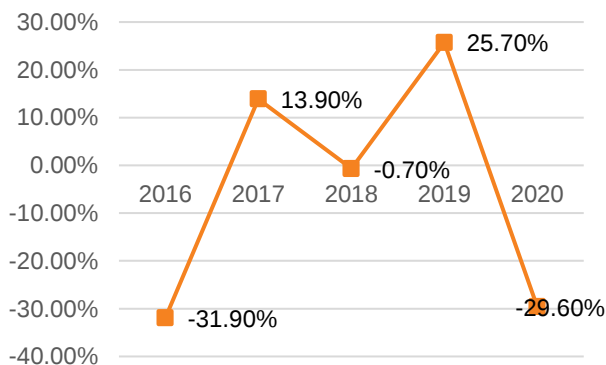
资料来源：招股说明书、华经产业研究院、天风证券研究所

2.1.2. 下游应用逐渐拓宽，多领域受益

传统应用主要为石油、化工、天然气、煤炭等领域，市场监管力度加大和用户对安全意识的加强，防爆电器刚性需求不断释放，催生出更多新兴应用领域，如生物/制药、橡胶、建材、粮食仓储、白酒等行业、轻工业、国防军工、船舶海洋工程、港口、码头、金属加工等领域对防爆电器的需求日益增多。

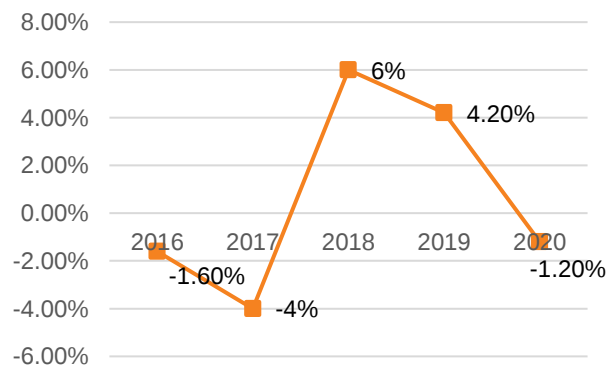
石油化工产业是防爆电器最主要的应用领域，高投资额带来高需求。作为我国国民经济的支柱产业，在未来较长一段时间内，石油、煤炭仍然是最主要的能源。2016 年以来石油天然气行业的固定资产投资额基本呈上升趋势，2020 年固定资产投资额在 2300 亿元左右，由于疫情原因同比有所下降，2021 年疫情恢复后有望企稳。化工行业固定资产投资额基本保持稳定且投资额较大，2020 年投资额约为 1.5 万亿左右。

图 12：石油和天然气开采业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

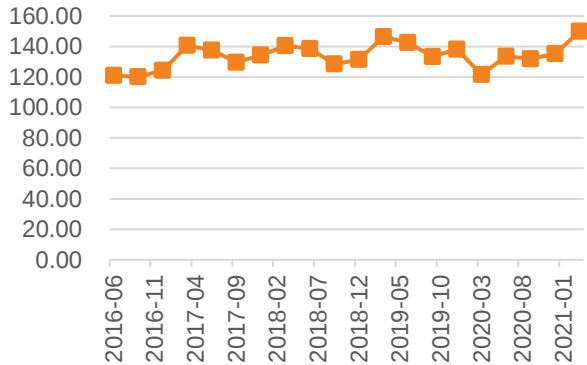
图 13：化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

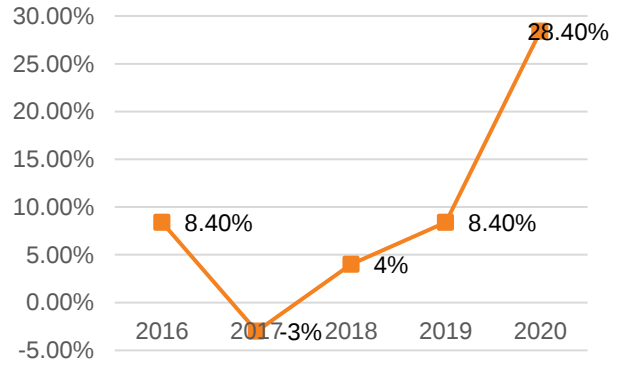
白酒和生物制药行业因安全性设计催生防爆电器需求。1) 由于白酒在制作过程中乙醇容易挥发,与空气形成混合物后遇火能够闪燃的温度较低,所以对防火防爆要求较高。目前越来越多白酒厂注重防爆设施的的安装建设,白酒行业也维持高景气度,为防爆电器行业增加需求。2) 医药工业中,生产过程中常需使用多种易燃、易爆的有机溶媒,这类物质属于易燃易爆物质,处理不当很容易发生危险引起爆炸。同时,医药制造业固定资产投资额不断增多,2020 年超 8000 亿元。

图 14: 酒、饮料和精制茶制造业企业景气指数



资料来源: 国家统计局、天风证券研究所

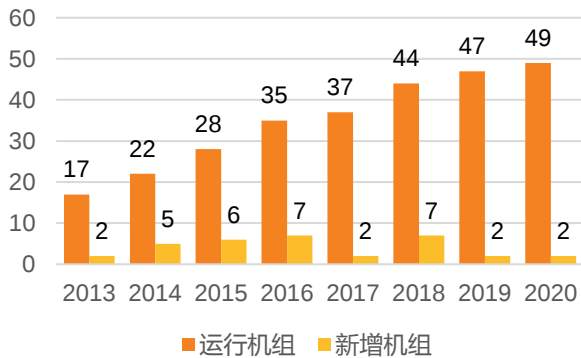
图 15: 医药制造业固定资产投资完成额累计同比



资料来源: 国家统计局、天风证券研究所

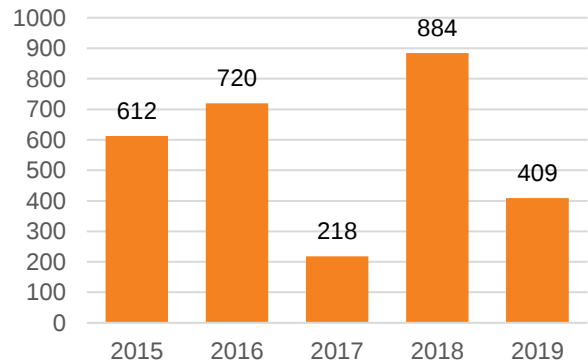
核电领域将带来全新增量。2020 年,我国运行核电机组 49 台、总装机 5102.7 万千瓦,位列全球第三,核准及在建核电机组共 19 台,总装机约 2142 万千瓦,位列全球第一。在十四五规划和碳中和的背景下,核电产业将继续保持快速发展,预计以每年 6-8 台的速度增长。核电机组的快速建设和国产化将带来大量的防爆灯具需求,2021 年 4 月公司防爆核电产品通过专业级成果鉴定,2021 年 5 月中标中广核 1296.51 万元的照明设备订单,后续有望持续带来业务增量。

图 16: 2013-2020 年我国核准及投入商运的核电机组数量 (台)



资料来源: CNEA 核能协会、天风证券研究所

图 17: 2015-2019 年中国核电新增装机容量情况 (万千瓦)



资料来源: CNEA 核能协会、天风证券研究所

2.2. 专业照明行业发展方向明确, 外资退出国产替代空间大

根据中国照明学会的分类, 照明行业主要分为民用照明、商业照明、市政园林照明及特殊环境照明等细分行业。其中, 特殊环境照明对比产品的显色指数、照度、防爆防震防腐要求、官方认证等都有极高的要求。

专业照明设备指应用于特殊环境下的照明设备, 该种设备能满足客户在强振动、强腐蚀、高低温、高湿、高压、电磁干扰等环境下对特种配光、信号、应急等提出的特殊照明要求, 产品广泛应用于电力、公安、消防、部队、铁路、港口、场馆等领域。

图 18: 公司照明产品应用场景



火车站



电厂厂房



钢铁厂厂房



动车库



船厂船坞



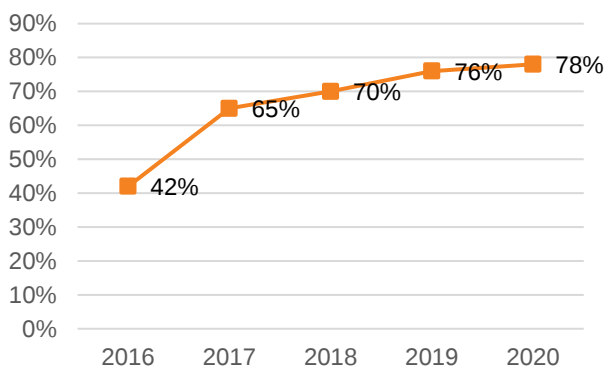
石油钢管厂

资料来源：公司官网、天风证券研究所

LED 照明和智能化照明为行业发展方向。根据工信部印发的《轻工业发展规划（2016-2020 年）》，未来国家将推动照明电器工业向高品质、绿色化、智能化方向发展，积极推动智能照明技术研发及应用，结合智能家居、智慧城市，重点发展适应各种照明应用场所所需要的高技术含量和附加值的 LED 照明产品。

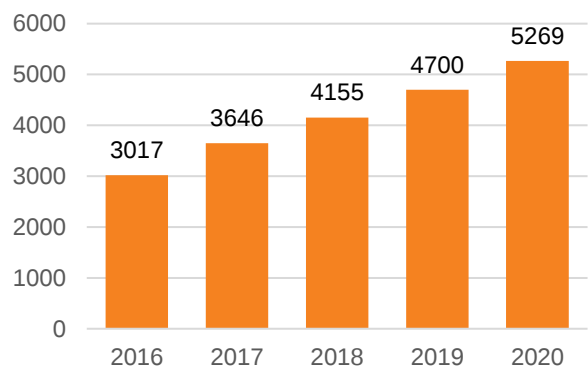
- **LED 照明将成为照明市场主流。**相对于传统照明，LED 具有发光效率高、节能、环保、寿命长等优点，对传统照明的替代将成为照明行业的主要发展趋势。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟（CSA）的数据，国内 LED 照明产品的销售渗透率（LED 照明产品国内销售数量/照明产品国内总销售数量）在不断提升，根据 CSA research 发布的《2018 中国半导体照明产业发展蓝皮书》2018 年 LED 产品用量渗透率（LED 产品在用量/照明产品在用量）为 49%，低于当年销售渗透率 70%，LED 照明正在替代传统照明。市场产值规模也由 2016 年的 3017 亿元增长到 2020 年的 5269 亿元，年均复合增长率达到 14.96%。

图 19：LED 照明销售渗透率



资料来源：CSA、中照网、天风证券研究所

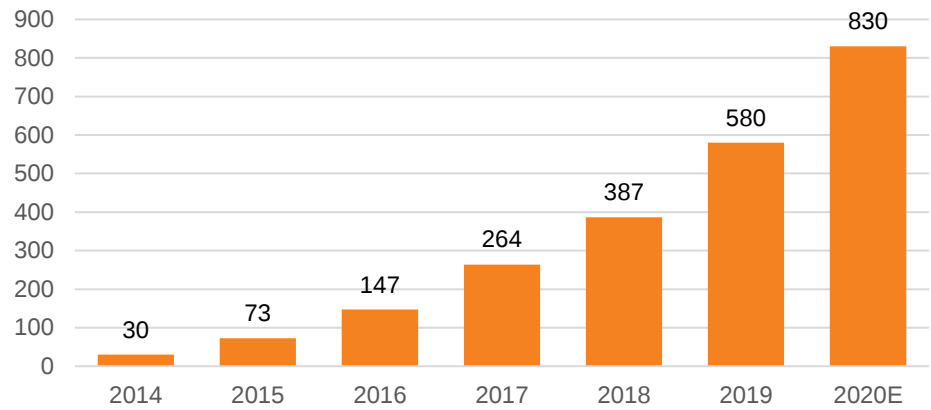
图 20：中国 LED 照明市场规模（亿元）



资料来源：高工产研 LED 研究所、天风证券研究所

- **智能照明系统是指可以通过各种传感器收集用户、环境信息，并进行数据分析，再对 LED 照明设备进行调节的产品。**这种融合数字化的智慧照明正在成为未来产业发展的重点，不少照明企业已经和互联网企业展开了合作，推动物联网和智能照明领域的发展。根据高工产研 LED 研究所（GGII）的数据显示，2019 年中国智能照明市场规模达到 580 亿元，同比增长 50%，2020 年中国智能照明市场规模将达到 830 亿元。

图 21：中国智能照明市场规模（亿元）



资料来源：高工产研 LED 研究所、天风证券研究所

国内特殊环境照明行业的集中度较低，除飞利浦等国际知名照明企业以外，规模较大的企业较少。但由于中国企业崛起市场竞争增大以及 LED 技术的不断成熟，LED 照明已从技术竞争的高端产品转为通用商品，国际知名厂商纷纷离场或改为专注于某一领域，改变了市场格局，给中国企业留下了更大的空间。目前，飞利浦、通用电气（GE）、科锐（Cree）、欧司朗（OSRAM）、日本电气股份有限公司（NEC）、Acuity Brands、松下等均进行了整合优化或不同程度剥离了照明业务。

表 4：外资企业纷纷离场

公司	时间	市场行为
飞利浦	2014 年	宣布将 Lumileds 和汽车照明事业部整合组成独立公司 Lumileds,并于 2016 年将其出售给美国私募基金阿波罗。
	2016 年	将 LED 和通用照明业务组成独立运营的子公司“飞利浦照明”并上市，现在改名为“Signify”。
	2018 年	将旗下全资子公司 Philips Photonics 出售给 Trumpf, 标志着其更加彻底地放弃了照明业务。
欧司朗	2017 年	将旗下通用照明业务朗德万斯（LEDVANCE）以超 4 亿欧元的价格整体出售给木林森联合竞购体。
	2019 年	出售旗下品牌 Sylvania Lighting Solutions(喜万年照明解决方案)集团
GE	2017 年	正式宣布出售照明业务，关闭位于美国的列克星敦和萨默塞特的灯具厂。
	2018 年	出售 GE 照明在欧洲、中东、非洲和土耳其的业务以及全球汽车照明业务及照明业务的欧洲部分
	2020 年	将其以消费者为中心的家庭照明业务出售给 Savant Systems, Inc. 标志着 GE 将告别拥有近 130 年历史的照明业务。
Cree	2019 年	将旗下 LED 照明部门(Cree Lighting)以 3.1 亿美元出售给美国 Ideal Industries 公司。
NEC	2019 年	将旗下从事照明事业的全资子公司 NEC Lighting 转让给由日本未来资本公司全额投资的一家新公司。
Acuity Brands	2018 年	将其市值 2300 万美元的西班牙照明公司 Carandini 出售。

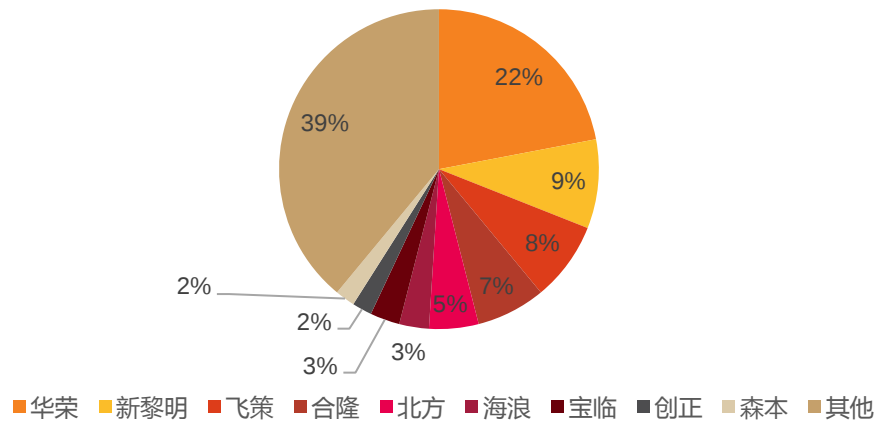
资料来源：高工产研 LED 研究所、天风证券研究所

3. 公司分析：竞争优势明显，业务拓展打开天花板

3.1. 具备市场竞争力，海外布局初显成效

公司是国内防爆电器市场龙头企业，市场占有率达到 22%。目前我国的防爆电器行业主要特点是生产企业数量过多，规模参差不齐，根据中国防爆电器协会，业内企业数量超过 400 家。而 80% 以上的企业处于中、低档产品重复性生产，依靠压价与销售手段进行无序竞争。随着 2020 年 10 月 1 日起防爆电器加入 CCC 认证标准、市场监管力度加大和用户对安全意识的重视，行业准入门槛提升，预计未来中国防爆行业的市场集中度有望进一步提升。

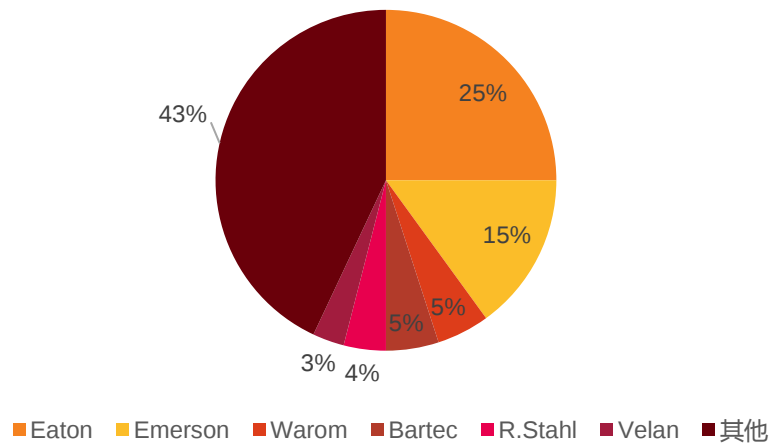
图 22：2019 年国内防爆市场竞争格局



资料来源：中国防爆电器协会、华经产业研究院、天风证券研究所

在全球范围内，伊顿 (Eaton) 和艾默生 (Emerson) 是占据绝对领先地位的业内龙头企业，占据市场份额的 40% 左右，而公司在全球市场的份额约为 5%。但是由于欧美国家采掘行业整体上增长乏力，技术更新水平相对缓慢，因此在防爆电器市场的支配地位正在处于逐渐衰退的状态，未来国内企业在国际市场的影响力有望进一步提升。

图 23：2019 年全球防爆市场竞争格局



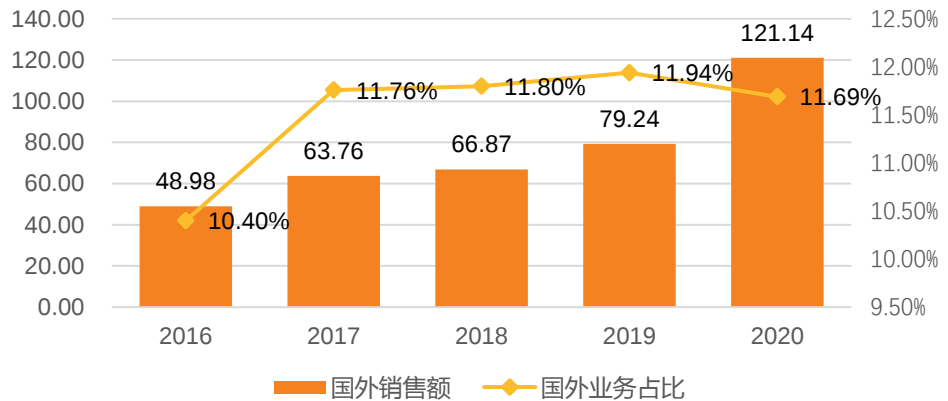
资料来源：华经产业研究院、天风证券研究所

全球市场四倍于国内。2019 年，公司在全球和国内的市场占有率分别为 5%、22%，结合前文分析国内防爆市场空间为 70 亿元，所以测算全球空间约 300 亿元。同时，根据联邦德国物理研究院 PTB 数据，2019 年全球防爆电器市场空间超过 50 亿美金，与估计结果相当。广阔的全球空间为国内企业产品出口提供更好的舞台。

公司的海外业务在不断拓展。国外业务营业收入由 2016 年的 0.49 亿元上升至 2020 年的 1.21 亿元，营收占比也逐渐提升至 11.69%。近年来公司积极进行海外布局，陆续以自有资金在中东成立了华荣科技中东有限公司 (2017 年设立)、华荣科技中东北非有限公司 (2018 年设立)，在香港成立了华荣科技 (香港) 有限公司 (2018 年设立)。根据公司公告显示，

公司追求国内市场和国际市场同步发展，力求海外市场快速突破，收入与国内收入达到持平。

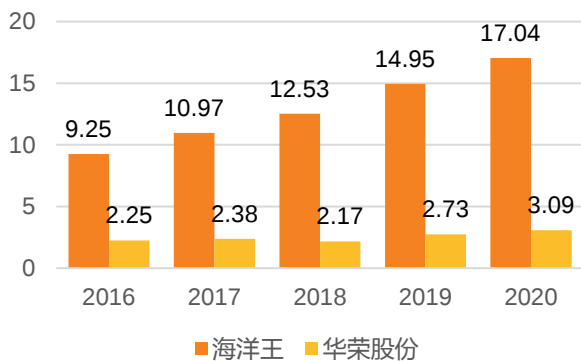
图 24：国外业务在不断提升（百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

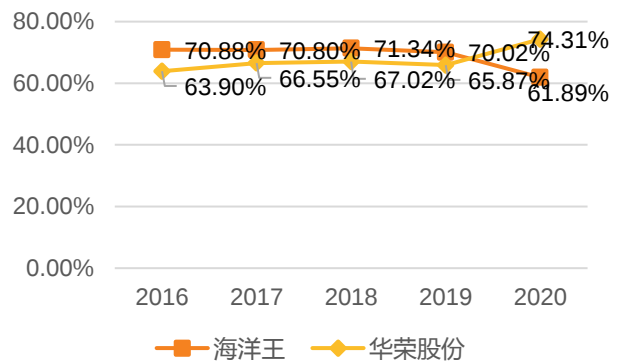
专业照明领域不输于龙头企业海洋王。1) 业务量方面：两者在专业照明设备业务上仍有较大的差距，海洋王主营产品均为照明设备（固定照明设备、便携照明设备和移动照明设备），2020 年营业收入为 17 个亿，而华荣股份 2020 年专业照明设备收入为 3 个亿。2) 盈利能力方面：华荣股份专业照明设备毛利率已基本媲美龙头企业，两者毛利率均处于较高水平，在 60%以上。

图 25：公司与海洋王营业收入对比（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 26：公司与海洋王毛利率对比

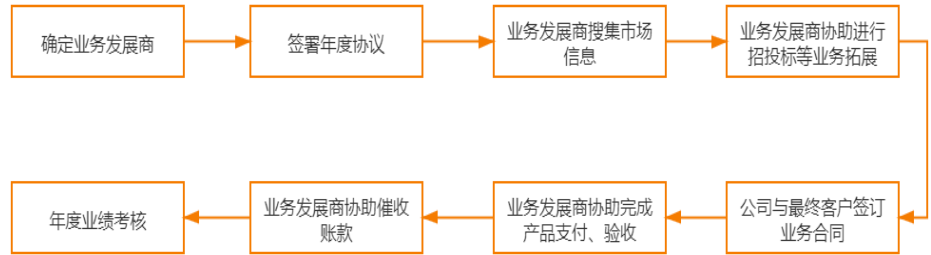


资料来源：wind、天风证券研究所

华荣股份与海洋王的主要产品、下游客户特性近似，可比性较强，二者销售模式有所不同，但均属于销售费用较高的直销模式。

- 华荣股份所采取的“业务发展商模式”是选择特定自然人作为业务发展商，形成正式、长期的合作关系，协助公司开展销售业务，客户直接向公司付款，且客户的应收账款回款情况影响到公司向业务发展商支付的业务费用，以此来保障收入质量。业务发展商团队总体上维持稳定，2014-2016 年均在 200 人左右。此模式是由“温州模式”发展而来，适合防爆电器产业集中度低、下游应用专业性强的特点，同行业上市公司电光科技也采用同种销售模式，但因其产品主要应用于煤矿，其应用领域和产品特性相对固定和标准化，所以销售成本较华荣股份低。

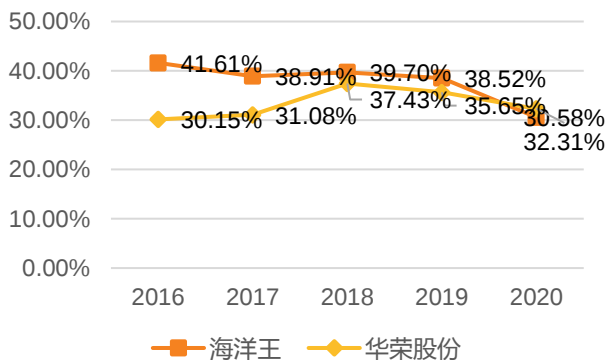
图 27：业务发展商业务执行过程



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

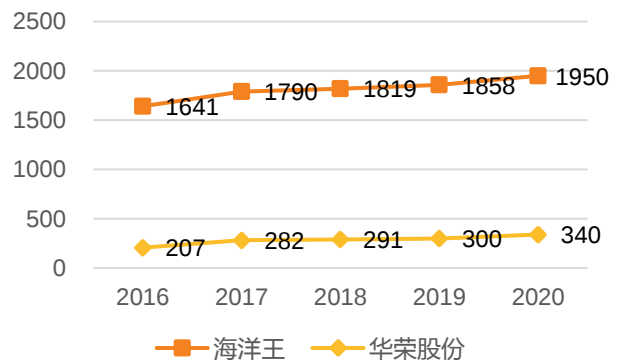
- 海洋王采用“行业事业部-服务中心-服务部”三级组织的直销模式，行业事业部下辖的服务中心和服务部针进行市场拓展和产品推广，并负责项目的跟进与售后服务。截至2020年，海洋王在全国设有12个专业化的事业部，事业部下设150多个服务中心，服务中心下设近1000个服务部，基本覆盖了全国专业照明领域。此销售模式保障了海洋王对于下游行业的覆盖程度，提高了响应速度，但高销售人员数量带来了较高销售费用。

图 28：公司与海洋王销售费用率对比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 29：公司与海洋王销售人数对比



资料来源：wind、天风证券研究所

整体来看，两家公司都处在健康扩张的状态，员工数量、人均创收、人均创利都在持续增长。同时，我们以营业收入/销售人员数量的单位销售人员销售额来衡量两种销售模式对于公司业绩的帮助，对比可以发现近五年来两家公司的单位销售人员销售额都有所增长，相对于2016年，2020年华荣股份增长16%，海洋王增长55%，两种模式都是对于各自公司正确的经营方式。

图 30：人均创收与人均创利持续增长（万元）

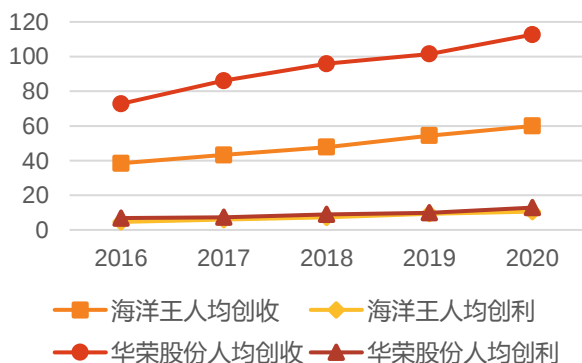
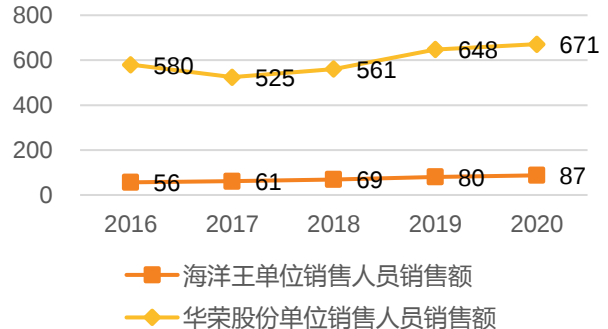


图 31：单位销售人员销售额（万元）



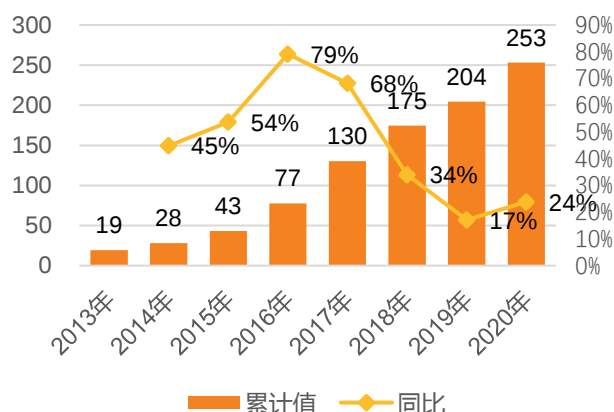
资料来源: wind、天风证券研究所

资料来源: wind、天风证券研究所

3.2. 业务横向拓展至光伏 PEC，优质赛道未来可期

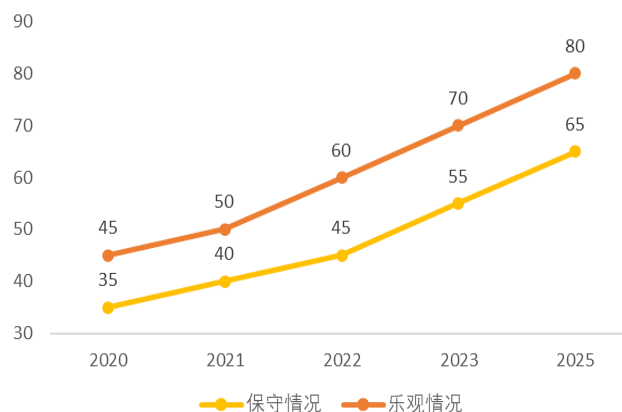
光伏行业向好，是长期发展的优质赛道。近年来，中国的产业发展迅速，我国光伏新增装机量在 2017 年达到顶峰 53GW，2010-2017 年 CAGR 达到 93.60%，2018 年“531”新政实施后，补贴退坡，光伏增速开始放缓。2020 年，新增装机容量企稳，根据国家能源局发布的数据，截至 2020 年我国光伏市场累计装机量为 253GW，2020 年新增装机量为 48.2GW，同比增长 60%。2020 年我国光伏发电量为 2605 kWh，同比增长 16.2%，占总发电量比重 3.5%。根据 CPIA 预计，2020 年以后新增装机容量将逐年提升，预计 2025 年将达到 65-80GW，有望翻番，光伏产业长期向好。

图 32：中国历年累计装机容量（GW）



资料来源: 北极星太阳能光伏网、索比光伏网、天风证券研究所

图 33：2020-2025E 中国光伏装机规模预测（GW）



资料来源: CPIA、天风证券研究所

光伏 EPC 属于公司业务的延伸，2015 年，华荣股份成立“能源电气事业部”，逐渐进入新能源 EPC 领域。能源电气事业部主营矿用防爆电器产品和新能源 EPC（EPC 是指从事工程总承包的企业受业主委托，按照合同约定对工程项目的勘察、设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包），在新能源 EPC 业务方面，公司具有总包资质，对优质的新能源项目进行施工建设。经过近 5 年的发展，公司已具备承建包括大型地面集中式光伏电站、屋顶分布式光伏电站、农光互补光伏电站、渔光互补光伏电站等工程的能力。

2020 年 9 月公司中标平度安信电投 200MW 平价光伏上网项目（农光互补项目），中标金额约为 8.8 亿元，项目内容为光伏电站 EPC 总承包。该 EPC 合同总金额相当于公司 2019 年经审计营业收入的 45%，此项目将会为公司的业绩带来积极影响，EPC 业务也有望为公司业绩提供持续的增量。

图 34：公司光伏 EPC 项目案例



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

3.3. 安工智能管理系统使公司由产品制造商走向系统服务商

防爆行业的发展方向是智能化、数字化。公司目前以单一产品的生产和销售为主，智能管理系统可以将各产品集成，将软件和硬件结合，提供系统解决方案并增加附加值。华荣 SCSS 安工智能管理控制系统是一个拥有完全自主产权的总控平台，是按照工业物联网的框架搭建，配合了智能照明管理、智能通讯指挥、智能在线监测、智能气体探测等现代数字控制分析技术智能管理系统，实现数据共享、分析预警、联动指挥等功能。

智能管理系统产品适用于石油化工企业的特殊工况，保障安全生产，已成为石油化工企业智能化工厂进程中重要的支撑性应用平台。同时，代表着公司走向市场空间更大的工业互联网平台，未来有望打造全新的商业模式。目前安工智能管理系统已在镇海炼化、上海石化、神华宁煤等多个客户落地，未来有望在业内加速推广，成为公司重要的业务组成部分。

图 35：CSC 安工智能系统架构图



资料来源：PCEC 防爆安全公众号、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司目前的主要业务为防爆电器（厂用和矿用）、专业照明设备、建筑安装（光伏 EPC）三块，我们根据公司业务布局及历史业绩情况做出估计：

- 1) **厂用防爆电器**：传统的厂用防爆电器主要在石油、化工、天然气领域，随着下游行业的发展及安全生产监管要求的提高，白酒、生物制药、核电等诸多领域对于防爆电器的需求量增多。此外公司海外布局初显成效，取得多项国际认证证书，海外业务销售量会进一步增加。因此假设 21-23 年，以较高的速率增长，对应收入分别为 18.2、23.2、28.5 亿元，对应增速分别为 29.41%、27.47%、22.84%。
- 2) **矿用防爆电器**：下游应用领域主要为煤矿行业，需求量与煤矿行业发展情况紧密相关，考虑到煤矿行业近年来整改情况，需求变动不大，因此预计 21-23 年，矿用防爆电器业务以稳定速率小幅增长，对应收入分别共计 2.3、2.6、2.9 亿元，对应增速分别为 12.18%、13.78%、12.89%。
- 3) **专业照明设备**：城市轨道交通建设为专业照明设备的需求增长点，同时公司引入防爆电器的业务发展模式，预计 21-23 年，专业照明设备业务对应收入分别为 4.2、5.2、5.9 亿元，对应增速分别为 36.60%、23.08%、12.50%。
- 4) **建筑安装（光伏 EPC）**：2019 年公司 with 安信电投新能源签署的 8.8 亿订单将对今年的营收提供较大的帮助，同时为公司 EPC 项目积累经验，促进此块业务的发展。预计 21-23

年，建筑安装业务对应收入分别为 4.9、7.3、10.2 亿元，对应增速分别为 100%、50%、40%。此块业务毛利率较低，但经过安信电投新能源等项目的积累，此块业务正在逐步成熟，预计 21-23 年小幅增长，分别为 20%、23%、26%。

基于此，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 30.90 亿、39.82 亿、49.26 亿，YOY 为 35.36%、28.88%、23.70%；归母净利润分别为 3.66 亿、4.63 亿、5.76 亿，YOY 为 40.29%、26.67%、24.43%，对应 PE 16X、12X、10X。

表 5：公司业绩测算

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入（万元）	120,045	147,945	163,128	194,255	228,271	308,994	398,244	492,622
YOY	-	23.24%	10.26%	19.08%	17.51%	35.36%	28.88%	23.70%
毛利率	54.66%	50.76%	52.87%	54.89%	53.22%	53.39%	53.57%	53.73%
厂用防爆电器	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入（万元）	72,933	83,265	99,048	117,127	140,642	182,000	232,000	285,000
YOY	-	14.17%	18.96%	18.25%	20.08%	29.41%	27.47%	22.84%
销售数量（万台）	293	354	430	479	517	650	800	950
单价（元/台）	249	235	230	244	272	280	290	300
毛利率	61.17%	60.91%	60.13%	62.42%	61.19%	62.00%	62.50%	63.00%
专业照明设备	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入（万元）	22,516	23,766	21,743	27,323	30,931	42,250	52,000	58,500
YOY	-	5.55%	-8.51%	25.67%	13.20%	36.60%	23.08%	12.50%
销售数量（万台）	35	33	30	44	56	65	80	90
单价（元/台）	647	731	728	623	548	650	650	650
毛利率	63.90%	66.55%	67.02%	65.87%	74.31%	70.00%	70.00%	70.00%
建筑安装（光伏 EPC）	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入（万元）	14,726	22,486	19,213	18,235	24,376	48,752	73,127	102,378
YOY	-	52.69%	-14.56%	-5.09%	33.67%	100.00%	50.00%	40.00%
毛利率	22.58%	8.69%	15.90%	24.27%	5.74%	20.00%	23.00%	26.00%
矿用防爆电器	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入（万元）	4,325	10,370	13,538	21,006	20,057	22,500	25,600	28,900
YOY	-	139.76%	30.55%	55.17%	-4.52%	12.18%	13.78%	12.89%
销售数量（万台）	3.88	5.86	7.14	6.75	7.07	7.50	8.00	8.50
单价（元/台）	1114	1771	1897	3111	2837	3000	3200	3400
毛利率	21.57%	32.42%	32.80%	28.87%	33.20%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入（万元）	5,545	8,059	9,587	10,563	12,266	13,493	15,517	17,844
YOY	-	45.35%	18.96%	10.18%	16.13%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	42.60%	40.32%	48.24%	47.71%	35.78%	45.00%	48.00%	50.00%

资料来源：wind、天风证券研究所

公司主营产品下游应用利于主要为石油、化工、天然气等能源行业，且公司为细分领域内的龙头企业，基于这些特点我们选取同样在细分赛道具备竞争优势的中密控股、江苏神通、恒立液压作为可比公司，三者分别在密封件、阀门、液压件领域市占率较高，可比公司 PE 平均值为 27.46X。我们看好华荣股份在本行业中的核心竞争力，因而选择 2021 年 27X 作为目标估值，目标市值 100.41 亿元，上涨空间为 92.36%，对应目标价为 29.74 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

净利润	总市值	PE	PB
-----	-----	----	----

代码	股票	20201231	2021231	20221231	2021/7/8	20201231	20211231	20221231	20210331
300470.SZ	中密控股	2.11	3.02	3.76	82.11	38.93	27.18	21.84	5.09
002438.SZ	江苏神通	2.16	3.10	4.10	53.53	24.78	17.25	13.07	2.88
601100.SH	恒立液压	22.54	29.71	36.01	1,127.05	50.00	37.94	31.29	17.87
	平均值	8.94	11.94	14.62	420.90	37.90	27.46	22.07	8.61
603855.SH	华荣股份	2.61	3.66	4.63	52.20	20.02	14.27	11.27	-

资料来源：wind、天风证券研究所

5. 风险提示

- 宏观经济波动风险：**公司产品主要应用于石油、化工、煤矿、天然气等领域总体来看，公司下游客户中周期性行业企业的占比较高，其对防爆电器、专业照明设备的需求与我国宏观经济发展间关系较为密切。因此，公司的生产经营、业绩水平等也受到宏观经济增速波动的较大影响，具有一定的周期性特征；
- 下游领域拓展不及预期风险：**目前共收入主要以能源行业为主，白酒、生物制药、核电等新兴领域对防爆电器的需求量增多，如果公司不能充分利用已积累的自身优势，抓住有利时机提升资金实力、保持技术优势、优化产品结构，向高附加值的新产品升级和向新领域拓展，业绩增长可能不及预期；
- 业务发展商变动风险：**公司的销售模式是业务发展商模式，是公司成为国内领先的防爆电器、专业照明设备供应商的重要基石。虽然公司报告期内业务发展商团队总体保持稳定，但如果因公司改变政策或其他原因导致业务发展商减少或停止与公司合作，存在公司因业务发展商发生重大变化，会对公司业绩造成负面影响。
- 客户集中风险：**由于公司产品应用领域的特殊性，下游领域往往已经形成了集中度较高的固有行业格局，客户多为大客户集中度较高。如果因政策调控、宏观经济变化等原因导致公司客户所处的行业或自身的生产经营情况发生不利变化，将有可能对公司的营业收入和应收账款回收等产生不利影响。
- 安全生产风险：**公司主要从事防爆电器、专业照明设备等的研发、生产和销售，生产过程较为复杂，其中涉及熔炼、钣金加工、机加工等众多工序，具有一定的危险性。虽然公司自设立至今未发生重大生产安全事故，但若在后续生产经营过程中发生安全事故，将对公司产生一定的负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	701.64	650.47	849.38	978.43	1,563.37
应收票据及应收账款	873.29	1,112.34	1,462.62	1,856.08	2,249.10
预付账款	12.21	37.76	14.13	53.14	37.43
存货	382.14	471.97	648.09	790.00	982.65
其他	356.96	442.16	452.64	417.02	410.57
流动资产合计	2,326.25	2,714.70	3,426.85	4,094.67	5,243.12
长期股权投资	1.98	1.74	1.74	1.74	1.74
固定资产	332.29	349.19	354.02	363.01	360.09
在建工程	0.22	67.11	76.26	93.76	86.25
无形资产	75.40	87.84	82.13	76.41	70.70
其他	125.14	164.94	138.78	141.65	144.48
非流动资产合计	535.03	670.82	652.94	676.57	663.26
资产总计	2,861.28	3,385.52	4,079.78	4,771.24	5,906.38
短期借款	2.30	10.10	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	410.06	546.53	560.03	719.04	886.32
其他	900.36	1,148.45	1,550.65	1,744.88	2,289.86
流动负债合计	1,312.72	1,705.08	2,110.68	2,463.93	3,176.18
长期借款	0.59	0.40	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.84	28.81	19.69	21.12	23.21
非流动负债合计	15.43	29.21	19.69	21.12	23.21
负债合计	1,328.14	1,734.29	2,130.37	2,485.04	3,199.39
少数股东权益	30.48	30.40	37.79	50.30	67.61
股本	337.19	337.66	337.64	337.64	337.64
资本公积	696.19	725.07	725.07	725.07	725.07
留存收益	1,193.96	1,317.99	1,573.98	1,898.26	2,301.74
其他	(724.69)	(759.89)	(725.07)	(725.07)	(725.07)
股东权益合计	1,533.13	1,651.23	1,949.41	2,286.20	2,706.99
负债和股东权益总计	2,861.28	3,385.52	4,079.78	4,771.24	5,906.38

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	193.56	271.92	365.71	463.24	576.40
折旧摊销	43.31	47.81	51.73	59.23	66.14
财务费用	0.42	12.20	(9.43)	(12.79)	(17.78)
投资损失	(7.19)	(3.14)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(37.81)	128.66	(98.18)	(227.63)	97.36
其它	112.74	(113.44)	(13.56)	(27.49)	(32.69)
经营活动现金流	305.03	344.01	291.26	249.57	684.43
资本支出	(45.72)	128.25	69.12	78.58	47.91
长期投资	1.98	(0.24)	0.00	0.00	0.00
其他	187.76	(320.63)	(82.21)	(73.58)	7.09
投资活动现金流	144.02	(192.62)	(13.09)	5.00	55.00
债权融资	3.62	15.78	2.01	2.67	3.32
股权融资	3.02	18.67	44.23	12.79	17.78
其他	(111.78)	(211.05)	(125.49)	(140.98)	(175.59)
筹资活动现金流	(105.13)	(176.61)	(79.25)	(125.52)	(154.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	343.91	(25.22)	198.91	129.05	584.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,942.55	2,282.71	3,089.94	3,982.44	4,926.22
营业成本	876.20	1,067.87	1,440.07	1,848.97	2,279.12
营业税金及附加	17.18	21.76	24.72	31.86	39.41
营业费用	692.54	737.59	1,004.23	1,294.29	1,601.02
管理费用	68.14	72.68	95.79	119.47	147.79
研发费用	69.72	80.93	109.69	141.38	174.88
财务费用	(1.78)	4.36	(9.43)	(12.79)	(17.78)
资产减值损失	(0.36)	(0.19)	4.00	4.00	4.00
公允价值变动收益	(0.86)	(0.41)	(20.96)	(40.00)	(50.00)
投资净收益	7.19	3.14	5.00	5.00	5.00
其他	10.53	4.76	31.91	70.00	90.00
营业利润	204.06	290.24	404.92	520.26	652.79
营业外收入	15.31	17.24	15.00	15.00	15.00
营业外支出	1.14	0.82	0.70	0.70	0.70
利润总额	218.23	306.66	419.22	534.56	667.09
所得税	24.67	34.74	46.11	58.80	73.38
净利润	193.56	271.92	373.10	475.76	593.71
少数股东损益	3.44	11.24	7.39	12.51	17.31
归属于母公司净利润	190.13	260.68	365.71	463.24	576.40
每股收益（元）	0.56	0.77	1.08	1.37	1.71

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	19.08%	17.51%	35.36%	28.88%	23.70%
营业利润	30.28%	42.24%	39.51%	28.49%	25.47%
归属于母公司净利润	24.79%	37.11%	40.29%	26.67%	24.43%
获利能力					
毛利率	54.89%	53.22%	53.39%	53.57%	53.73%
净利率	9.79%	11.42%	11.84%	11.63%	11.70%
ROE	12.65%	16.08%	19.13%	20.72%	21.84%
ROIC	18.32%	39.64%	50.24%	54.20%	52.39%
偿债能力					
资产负债率	46.42%	51.23%	52.22%	52.08%	54.17%
净负债率	-45.53%	-38.44%	-43.47%	-42.68%	-57.63%
流动比率	1.77	1.59	1.62	1.66	1.65
速动比率	1.48	1.32	1.32	1.34	1.34
营运能力					
应收账款周转率	2.08	2.30	2.40	2.40	2.40
存货周转率	5.72	5.35	5.52	5.54	5.56
总资产周转率	0.72	0.73	0.83	0.90	0.92
每股指标（元）					
每股收益	0.56	0.77	1.08	1.37	1.71
每股经营现金流	0.90	1.02	0.86	0.74	2.03
每股净资产	4.45	4.80	5.66	6.62	7.82
估值比率					
市盈率	30.19	22.02	15.70	12.39	9.96
市净率	3.82	3.54	3.00	2.57	2.17
EV/EBITDA	7.27	10.49	10.42	8.09	5.79
EV/EBIT	8.33	11.74	11.79	9.03	6.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com