

厂用防爆产品全球竞争力进一步提升

2022年05月27日

► **国内竞争力：两位数的超行业增速。**公司厂用防爆电器产品主要应用于石油、化工、天然气、军工、制药、核电、白酒、粉尘等行业，其中以石油、化工行业为主。但防爆电器的需求并非完全来自油气资本开支，其中 60%来自设备更新，40%来自新增设备需求，我们以国内原油产量同比增速模拟国内存量市场的增速，以三桶油资本开支同比增速模拟国内增量市场需求，以华荣股份厂用防爆电器营收-国外营收模拟国内厂用防爆电器营收，模拟得出：2013-2021 年，华荣股份厂用防爆电器业务的超额受益呈现上行趋势，2018-2021 年超额收益分别达 13.8%、8.9%、22.2%和 15.0%，公司的产品竞争力持续提升。防爆电器属于安全生产类产品，具有单件价值量不大但对质量要求较高的特点，考虑到下游多以国企央企为主，其选择产品多从安全性角度出发而非价格角度，因此该领域具备明显的龙头效应，这也是华荣股份厂用防爆毛利率超过一般制造业产品毛利率且能做出超额增速的核心原因。此外，防爆产品非油气使用场景日益增多，主要包括核电、白酒、医药、粉尘、军工等，公司产品竞争力突出。

► **全球角度：超越竞争对手两位数的增速。**国际市场上第一梯队为 Eaton 和 Emerson，第二梯队为 Bartec，R.Stahl、华荣，三家规模相当。考虑到 Eaton 和 Emerson 均为集团性企业，防爆电器业务无单独披露数据，以德国最大的防爆电器公司 R.Stahl 为对标：1) **营收角度**：2007-2021 年 R.Stahl 营收基没有太大的增长，2021 年营收在 20 亿元附近，华荣股份防爆电器业务营收为 16.1 亿元，2013 年以来，华荣股份仅 2015 年增速弱于 R.Stahl，其他年份增速均表现好于 R.Stahl，其中 2017-2021 年增速差达到了 2 位数，其中 2020 年增速差达到 30.4%，华荣股份体现了明显的赶超趋势；2) **员工人数**：2013-2021 年，R.STAHL 员工综述从 2015 年见顶后持续回落，华荣从 2016 年见底后开始呈现提升趋势。而从 R.STAHL 分区域的收入变化来看，2013-2021 年，德国本部和亚太地区基本持平，非洲+欧洲（除德国）及美洲市场的营收出现下滑；3) **成本角度**：我们从 R.STAHL 的成本构成来看，人事费用占收入比例呈现攀升趋势，2021 年高达 46.9%，材料成本占比在 35%附近，折旧摊销占比近 7%，其他经营费用占比 15%-20%，四项费用合计占收入比例近些年超过 100%，即近些年公司经营利润率低于 0%。人员成本和材料成本是欧美等制造业企业与中国制造业企业差距较大的核心成本项，华荣在国内已经做到了龙头，海外的拓展经过 2020 年的历史机遇完成客户的快速进入，预计对后续的发展将起到较大推动作用。

► **投资建议**：考虑疫情影响及公司长期竞争力，预计 2022-2024 年归母净利润分别是 4.1/6.0/8.0 亿元，对应 PE 分别是 18x/13x/10x，维持“推荐”评级。

► **风险提示**：疫情影响国内需求风险、原材料继续上涨导致产品毛利率下滑风险、疫情等扰动海外需求风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,027	4,255	5,140	5,872
增长率（%）	32.6	40.5	20.8	14.2
归属母公司股东净利润（百万元）	381	414	602	797
增长率（%）	46.2	8.6	45.4	32.5
每股收益（元）	1.13	1.23	1.78	2.36
PE	20	18	13	10
PB	4.4	3.5	2.8	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 5 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.68 元



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1. 华荣股份（603855.SH）2021 年报及 2022Q1 季报点评：Q1 扣非略超预期，实现良好开局

2. 华荣股份（603855）深度报告：“双碳”背景&油气开支上行，防爆电器+专业照明共发力

目录

1 华荣股份的 α 有多少	3
1.1 国内角度：两位数的超行业增速	3
1.2 非油气领域形成新消费场景	4
1.3 全球角度：超越竞争对手两位数的增速	5
2 投资建议	7
3 风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

1 华荣股份的 α 有多少

1.1 国内角度：两位数的超行业增速

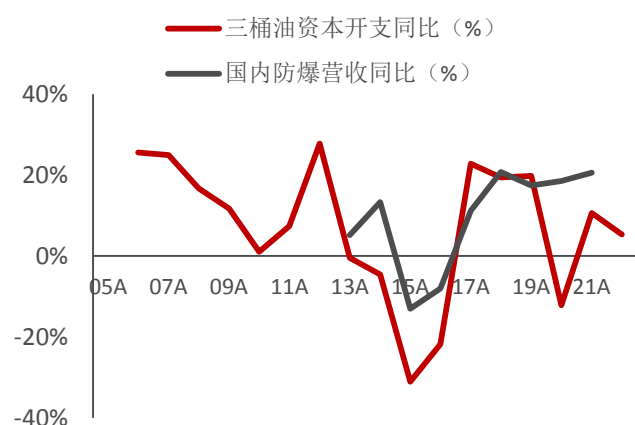
公司厂用防爆电器产品主要应用于石油、化工、天然气、军工、制药、核电、白酒、粉尘等行业，其中以石油、化工行业为主。但防爆电器的需求并非完全来自油气资本开支，其中 60%来自设备更新，40%来自新增设备需求，我们以国内原油产量同比增速模拟国内存量市场的增速，以三桶油资本开支同比增速模拟国内增量市场需求，以华荣股份厂用防爆电器营收-国外营收模拟国内厂用防爆电器营收，模拟得出：

1) 2013 年-2021 年，国内防爆电器行业呈现一定的波动，其中 2013-2016 年为行业向下周期，年均下滑 6.3%，2017-2019 年为国内油气行业复苏期，国内设备年均增速 7.4%，2020 年为疫情影响下的急速下降时期，2021 年为后疫情时代的第一年恢复期，其中设备行业模拟增速 5.6%；

2) 2013-2021 年，华荣股份厂用防爆电器业务的超额受益呈现上行趋势，2018-2021 年超额收益分别达 13.8%、8.9%、22.2%和 15.0%，公司的产品竞争力持续提升。

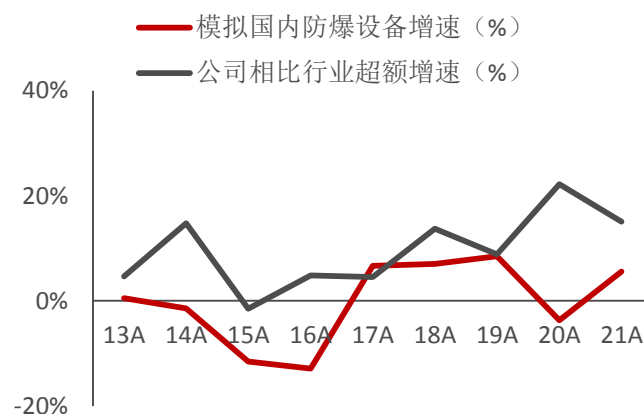
防爆电器属于安全生产类产品，具有单件价值量不大但对质量要求较高的特点，考虑到下游多以国企央企为主，其选择产品多从安全性角度出发而非价格角度，因此该领域具备明显的龙头效应，这也是华荣股份厂用防爆毛利率超过一般制造业产品毛利率且能做出超额增速的核心原因。

图 1：公司国内厂用防爆产品营收增速与油气开支情况



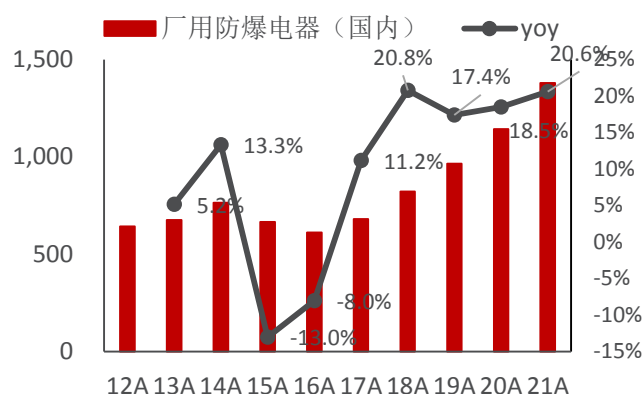
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：公司相比行业的超额增速模拟情况



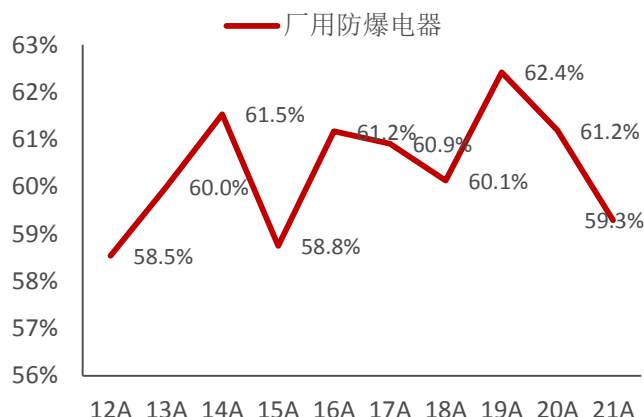
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：公司国内厂用防爆电器营收及增速（百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：公司厂用防爆电器业务毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 非油气领域形成新消费场景

非油气主要包括核电、白酒、医药、粉尘、军工等使用场景，在安全生产监管加严的背景下，不少场景危险性低于油气的领域开始上防爆设备，即称为非油气领域，新领域的出现对防爆设备的头部企业尤为利好。

表 1：2019 年至今公司核电和白酒领域中标情况（千里马招标网统计结果）

项目类型	项目名称	中标时间	招标方	中标金额（万元）
核电	示范快堆 LOT431A-照明灯具采购项目	2019 年 12 月 02 日	中核	-
	AN 项目 LOT82B 核岛照明设备	2021 年 03 月 12 日	中广核工程	1,296.5
	示范快堆 LOT431D-热室照明设备	2021 年 04 月 26 日	中核龙原	128.8
	霞浦项目部 91UTK 公用气体厂房防爆材料	2021 年 11 月 12 日	中国核工业	-
	霞浦项目部照明灯具采购	2021 年 10 月 16 日	中国核工业	-
	霞浦项目电气专业消防灯具（工程材料）	2021 年 05 月 25 日	中核	-
	霞浦项目电气专业辅助锅炉房、非放射性含油废水处理站应急灯	2022 年 03 月 15 日	中国核工业	-
	霞浦项目部灯具	2022 年 02 月 21 日	中国核工业	-
	田湾 7、8 号机组灯具集中采购	2022 年 02 月 11 日	中国核工业	986.7
白酒	贵州茅台酒扩建工程总承包指挥部自购物资（防爆配件、窗户、球墨铸铁管、挤塑聚苯板）	2020 年 01 月 17 日	中铁	-
	贵州茅台酒股份有限公司勾贮车间电气维修改造项目(三次)	2020 年 06 月 16 日	贵州茅台	259.1
	301 厂 1-8 栋酒库防爆电气整改	2020 年 11 月 12 日	贵州茅台	96.0
	五粮液股份有限公司九万吨陶坛陈酿酒库技改工程项目六期水电安装工程防爆产品	2020 年 12 月 18 日	宜宾建设	-
	贵州茅台酱香系列酒技改工程总承包指挥部自购物资（酒库片区防爆材料、制酒片区防爆材料、制曲片区防爆材料）	2021 年 01 月 25 日	中铁	-
	公司防爆电气零星维修改造框架项目	2021 年 01 月 26 日	贵州茅台	6.9
	股份公司老厂区制酒车间主配电柜改造	2021 年 11 月 25 日	贵州茅台	785.8

洋河基地 2 万吨陶坛库消防喷淋及工艺管道制作安装工程

2022 年 03 月 15 日

宿迁建威

-

舍得酒业股份有限公司防爆配电柜、灯具供货与安装工程

2022 年 05 月 18 日

舍得酒业

-

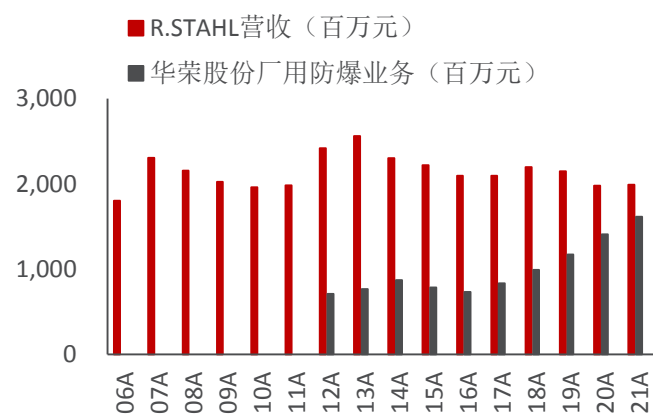
资料来源：千里马招标网，民生证券研究院

1.3 全球角度：超越竞争对手两位数的增速

国际市场上第一梯队为 Eaton 和 Emerson，处于领先地位，但两大企业主营业务并非防爆电器；第二梯队为 Bartec，R.Stahl、华荣，三家规模相当，与第一梯队仍有差距，但是欧洲防爆市场领导品牌 Bartec 和 R.Stahl 因欧美国家采掘行业整体增长乏力，企业自身技术更新迭代缓慢，呈现下滑趋势，Bartec 处于被收购阶段，而 R.Stahl 连续数年出现亏损。

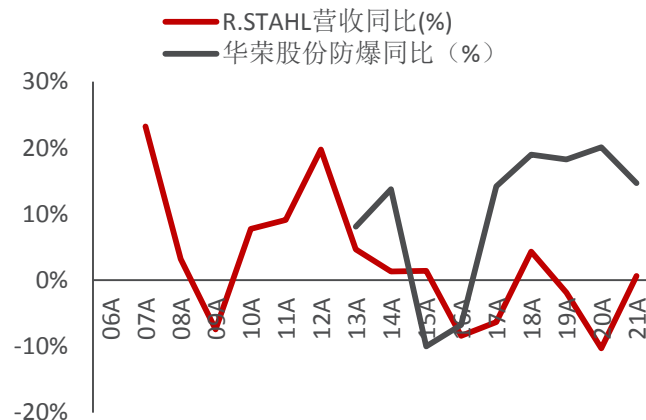
考虑到 Eaton（伊顿）和 Emerson（艾默生）均为集团性企业，防爆电器业务无单独披露数据，下面以德国最大的防爆电器公司 R.Stahl 为对标对象，其 2007-2021 年营收基没有太大的增长，2021 年营收在 20 亿附近，华荣股份防爆电器业务营收为 16.1 亿元，2013 年以来，华荣股份仅 2015 年增速弱于 R.Stahl，其他年份增速均表现好于 R.Stahl，其中 2017-2021 年增速差达到了 2 位数，其中 2020 年增速差达到 30.4%，华荣股份体现了明显的赶超趋势。

图 5：华荣防爆业务营收及 R.STAHL 营收情况



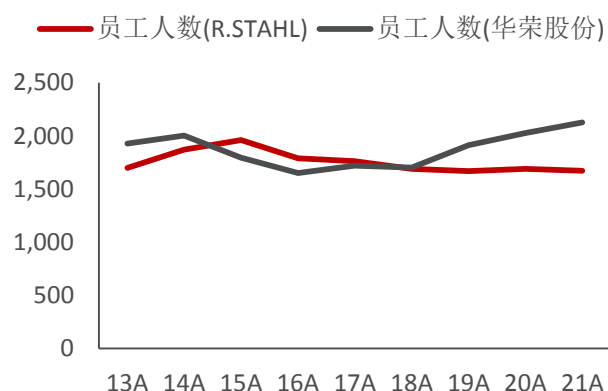
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：华荣防爆业务与 R.STAHL 营收同比增速比较

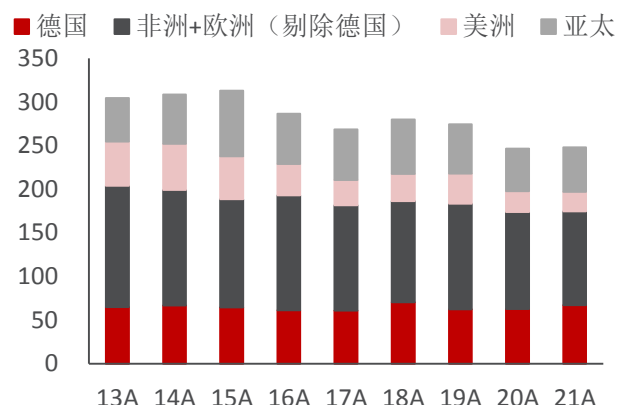


资料来源：wind，民生证券研究院

从员工人数来看，2013-2021 年，R.STAHL 员工总数从 2015 年见顶后持续回落，华荣从 2016 年见底后开始呈现提升趋势。而从 R.STAHL 分区域的收入变化来看，2013-2021 年，德国本部和亚太地区基本持平，非洲+欧洲（除德国）及美洲市场的营收出现下滑。

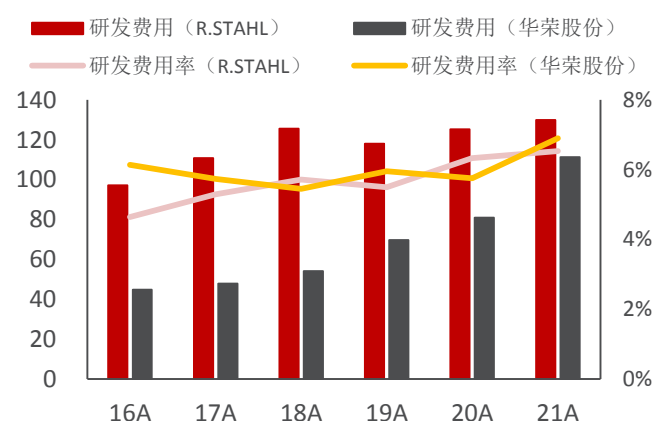
图 7：华荣股份与 R.STAHL 人员人数情况（人）


资料来源：wind，民生证券研究院

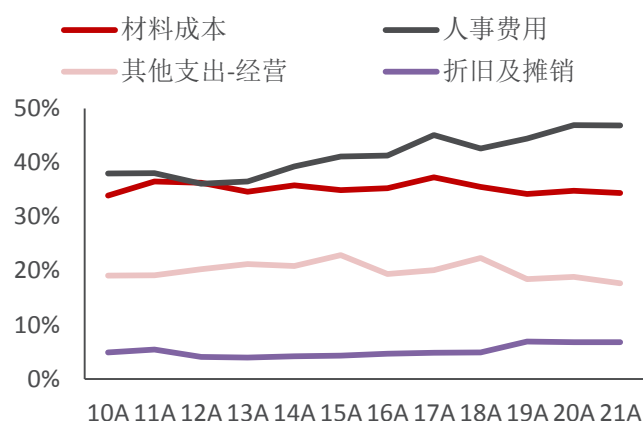
图 8：R.STAHL 全球分区域营收情况（百万欧元）


资料来源：wind，民生证券研究院

从研发费用来看，2016-2021 年，R.STAHL 的研发费用仍超过华荣股份，但华荣的研发费用逐年提升，目前与 R.STAHL 相差缩短，我们预计 R.STAHL 研发费用较高可能跟欧洲研发人员成本较高有关。我们从 R.STAHL 的成本构成来看，人事费用占收入比例呈现攀升趋势，2021 年高达 46.9%，材料成本占比在 35% 附近，折旧摊销占比近 7%，其他经营费用占比 15%-20%，四项费用合计占收入比例近些年超过 100%，即近些年公司经营利润率低于 0%。**人员成本和材料成本是欧洲制造业企业与中国制造业企业差距较大的核心成本项，华荣在国内已经做到了龙头，海外的拓展经过 2020 年的历史机遇完成客户的快速进入，预计对后续的发展将起到较大推动作用。**

图 9：华荣股份与 R.STAHL 研发费用情况（百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：R.STAHL 成本构成情况


资料来源：wind，民生证券研究院

2 投资建议

公司作为国内防爆设备龙头,竞争力突出,近些年公司国内防爆设备增速超越行业增速双位数,相比全球同级别竞争对手 R.STAHL,近些年华荣股份营收增速超越 R.STAHL 营收增速双位数。考虑今年疫情影响及公司长期竞争力,预计 2022-2024 年归母净利润分别是 4.1/6.0/8.0 亿元,对应 PE 分别是 18x/13x/10x,维持“推荐”评级

3 风险提示

1)疫情影响国内需求风险。今年国内疫情反复 ,对需求造成较大的不确定性 ,如果后续继续出现疫情的话可能会导致需求低于预期。

2) 原材料继续上涨导致产品毛利率下滑风险。2021 年上游大宗商品价格上涨较多造成中游制造业成本端压力上行较快 ,今年以来全球通胀压力较大 ,上游原材料仍存在上行的可能性 ,如果原材料价格继续上行可能对公司设备毛利率带来一定压力。

3) 疫情等扰动海外需求风险。俄乌冲突持续至今未停止 ,公司的海外需求受到一定负面影响 ,如果冲突持续下去 ,则公司海外需求可能会受到更大的负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,027	4,255	5,140	5,872
营业成本	1,638	2,468	2,892	3,172
营业税金及附加	22	31	37	43
销售费用	790	1,068	1,208	1,386
管理费用	98	128	154	176
研发费用	111	140	170	194
EBIT	346	419	679	901
财务费用	-3	-4	-3	-5
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	419	457	671	894
营业外收支	17	17	18	19
利润总额	436	474	689	913
所得税	46	50	73	96
净利润	390	424	616	816
归属于母公司净利润	381	414	602	797
EBITDA	400	465	729	950

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	734	1,253	1,925	2,850
应收账款及票据	1,244	1,896	2,253	2,411
预付款项	65	92	111	120
存货	820	1,154	1,188	1,304
其他流动资产	517	732	794	886
流动资产合计	3,380	5,126	6,272	7,571
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	404	414	413	400
无形资产	81	81	81	81
非流动资产合计	753	758	748	729
资产合计	4,133	5,884	7,020	8,300
短期借款	0	10	10	10
应付账款及票据	980	1,359	1,661	1,785
其他流动负债	1,326	2,265	2,482	2,822
流动负债合计	2,306	3,634	4,154	4,617
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	34	34	34	34
负债合计	2,340	3,668	4,188	4,651
股本	338	338	338	338
少数股东权益	36	46	60	79
股东权益合计	1,792	2,216	2,833	3,649
负债和股东权益合计	4,133	5,884	7,020	8,300

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.62	40.54	20.82	14.23
EBIT 增长率	18.46	21.24	62.05	32.63
净利润增长率	46.19	8.62	45.42	32.47
盈利能力 (%)				
毛利率	45.88	41.98	43.74	45.97
净利润率	12.89	9.96	11.99	13.91
总资产收益率 ROA	9.22	7.04	8.57	9.61
净资产收益率 ROE	21.69	19.07	21.71	22.34
偿债能力				
流动比率	1.47	1.41	1.51	1.64
速动比率	1.08	1.07	1.20	1.33
现金比率	0.32	0.34	0.46	0.62
资产负债率 (%)	56.63	62.33	59.65	56.03
经营效率				
应收账款周转天数	148.42	163.14	160.00	150.00
存货周转天数	182.71	170.60	150.00	150.00
总资产周转率	0.73	0.72	0.73	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	1.13	1.23	1.78	2.36
每股净资产	5.20	6.43	8.21	10.58
每股经营现金流	1.51	1.61	2.06	2.77
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	20	18	13	10
PB	4.4	3.5	2.8	2.1
EV/EBITDA	17.38	13.87	7.91	5.10
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	390	424	616	816
折旧和摊销	54	45	50	49
营运资金变动	96	120	30	72
经营活动现金流	509	543	695	936
资本开支	-102	-33	-22	-11
投资	-59	-45	0	0
投资活动现金流	-159	-32	-21	-10
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-10	10	0	0
筹资活动现金流	-295	9	-1	-1
现金净流量	52	519	672	924

插图目录

图 1：公司国内厂用防爆产品营收增速与油气开支情况	3
图 2：公司相比行业的超额增速模拟情况	3
图 3：公司国内厂用防爆电器营收及增速（百万元）	4
图 4：公司厂用防爆电器业务毛利率	4
图 5：华荣防爆业务营收及 R.STAHL 营收情况	5
图 6：华荣防爆业务与 R.STAHL 营收同比增速比较	5
图 7：华荣股份与 R.STAHL 人员人数情况（人）	6
图 8：R.STAHL 全球分区域营收情况（百万欧元）	6
图 9：华荣股份与 R.STAHL 研发费用情况（百万元）	6
图 10：R.STAHL 成本构成情况	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2019 年至今公司核电和白酒领域中标情况（千里马采招网统计结果）	4
公司财务报表数据预测汇总	9

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001