

# 国际化步伐加速推进，铸就全球防爆电器领军企业

## ——华荣股份 (603855.SH) 投资价值分析报告

公司深度

◆**技术+营销两手硬，造就国内防爆领域领军者。**公司为国内领先的防爆电器、专业照明设备供应商，2019年防爆电器收入占比为71.11%。技术方面，行业资质认证及产品质量构建了公司首道壁垒；公司引领国内防爆技术发展，并制定多项国家标准。营销方面，公司形成了以业务服务商协助销售为主的独具创新性销售模式。公司将自身发展成为产业平台，通过主动培养或从社会上吸纳优秀的销售精英成为公司的业务服务商，协助公司进行市场拓展及强势把控，进而形成牢固的利益共同体。业务服务商在公司市场调查、新产品推广、技术交流以及业务拓展中各个环节均起到了重要作用。2019年公司净利润为1.90亿元，经营活动现金流为3.05亿元。在技术及营销体系的双重助力下，公司在国内防爆电器行业优势十分显著，连续20年保持着龙头位置。

◆**海外市场拓展成果显著，创华荣世界品牌。**全球防爆电器市场广阔，2019年总规模约为50亿美元，四大外资品牌及华荣为全球防爆电器市场的主要供应者。公司自2005年起，开始着手布局向海外市场进军。经过多年积累，公司已全面突破全球防爆技术壁垒，获得400多项国际产品证书，已成为数十家国际知名企业及EPC公司的合格供应商，奠定了外贸业务快速增长的基础。自2015年起，公司外贸收入增速开始显著提升，未来公司国际化的步伐有望进一步加速。

◆**专业照明业务为公司成长第二极。**专业照明设备是指应用于特殊环境下的照明设备，目前行业竞争转向多元化，智能照明产业预计2025年市场规模将超千亿元。公司在专业照明领域优势显著，参与多项国家标准的起草。未来我国智慧城市建设、轨道交通、5G基站、军工等多方面的需求释放，公司专业照明业务有望正式步入高速成长期。

◆**盈利预测、估值与评级：**我们预测公司2020-2022年净利润分别为2.49、3.25、4.30亿元，对应EPS为0.74、0.96、1.27元。华荣股份为国内防爆电器领域的龙头，海外市场拓展成果显著，未来有望创造出世界性的品牌，同时公司专业照明业务也有望迎来加速成长期，因此我们给予华荣股份22元目标价（2020年PE为30x），首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动及下游行业景气程度变化风险；市场竞争加剧的风险；主要原材料价格波动风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,631	1,943	2,580	3,345	4,283
营业收入增长率	10.26%	19.08%	32.83%	29.64%	28.03%
净利润（百万元）	152	190	249	325	430
净利润增长率	20.82%	24.79%	30.83%	30.76%	32.10%
EPS（元）	0.46	0.56	0.74	0.96	1.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.56%	12.65%	14.77%	16.82%	18.97%
P/E	33	27	20	16	12
P/B	3.4	3.4	3.0	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月12日

## 买入（首次）

当前价/目标价：14.98/22.00元

### 分析师

贺根（执业证书编号：S0930518040002）

021-52523863

[hegen@ebsecn.com](mailto:hegen@ebsecn.com)

王锐（执业证书编号：S0930517050004）

010-5651315

[wangrui3@ebsecn.com](mailto:wangrui3@ebsecn.com)

黄卓（执业证书编号：S0930520030002）

021-52523676

[huangz@ebsecn.com](mailto:huangz@ebsecn.com)

刘凯（执业证书编号：S0930517100002）

021-52523849

[kailiu@ebsecn.com](mailto:kailiu@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：3.37

总市值(亿元)：50.51

一年最低/最高(元)：7.94/16.17

近3月换手率：96.13%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	33.13	73.54	72.89
绝对	34.01	76.30	81.51

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

华荣股份目前收入主要由防爆电器、专业照明设备、建筑安装三项业务贡献，2019 年三项业务合计占总收入的比例约为 94.54%。其中：防爆电器按其应用场所是地上还是地下，又分为厂用防爆电器及矿用防爆电器；建造安装业务主要指公司承建光伏电站工程收入。未来三年，公司厂用防爆电器、专业照明设备以及建筑安装业务均有望取得快速增长。

**厂用防爆电器业务全球市场拓展有望取得不断突破。**公司厂用防爆电器业务的下游包括油气、能源、化工、船舶海工、军工等领域。厂用防爆电器业务在过去整体保持稳步增长，2019 年实现收入 11.71 亿元，毛利率为 62.42%。厂用防爆电器业务为公司全球化战略的核心主力，目前已经全面突破欧盟、美国、俄罗斯、南美、国际 IECEx 防爆技术壁垒，获得 400 多个国际证书，成为数十家国际知名业主企业及 EPC 公司的合格供应商，奠定了外贸业务快速增长的基础。经过过去十几年的耕耘，我们看好公司未来国际化的步伐有望实现加速。2020 年疫情导致全球产能收缩，同时叠加公司核心客户在过去两年取得不断突破，我们预计 2020 年此项业务有望实现 30% 的增速。假设疫情放缓，以及基数增长，我们预计 2021、2022 年增速将会下降到 25% 的水平。我们假定 2020-2022 年毛利率维持在 2019 年 62.50% 的水平。

**矿用防爆电器业务有望维持平稳发展。**公司矿用防爆电器业务下游主要为煤矿领域，2013 年受到下游煤矿企业整改，需求萎靡，业务收入规模出现大幅下滑。2016 年起煤矿供给侧改革持续推动，助力行业良性发展。公司矿用防爆电器业务收入由 2016 年的 0.43 亿元提升至 2019 年的 2.10 亿元。我们预期未来 2020-2022 年公司此项业务有望维持平稳发展，预计每年保持 10% 的收入增长，毛利率维持在 2019 年 28.87% 的水平。

**专业照明设备业务受益多方需求，未来三年有望实现快速增长。**专业照明设备业务在 2015-2019 年发展较为平稳，收入规模维持在 2-3 亿元。公司经过多年沉淀，并引入防爆电器业务成熟的业务发展商模式，同时叠加未来智慧城市建设、轨道交通、5G 基站、军工等多方面的需求释放，我们看好此项业务有望正式步入高速成长期，我们预计公司 2020-2022 年业务收入有望实现 40% 的增速。我们假定 2020-2022 年毛利率维持在 2019 年 65.87% 的水平。

**光伏 EPC 项目订单未来有望实现加速落地。**公司 2015 年成立“能源电气事业部”，逐步进入光伏新能源领域，现已具备承建各类型光伏电站的能力。公司通过与国有大型能源央企建立稳固合作关系，确保“项目有托底方、托底项目能建成、建成项目有效益”，避免垫付大额资金，有效提高了投资回报率。公司经过近年来在光伏领域的积累，未来光伏 EPC 项目有望实现加速落地，我们预计公司 2020-2022 年业务收入分别有望实现 80%、60%、40% 的增速。我们假定 2020-2022 年毛利率维持在 2019 年 24.27% 的水平。

## 我们的创新之处

公司业务处于细分领域——防爆电器产品，广泛应用在石油、化工、煤矿、天然气等危险作业环境及配套厂区。由于公司处于传统细分领域，同时过去业绩增速不高，导致二级市场关注度低。公司十年磨一剑，未来将会在防爆电器全球市场、国内专业照明市场迎来高速发展。

## 股价上涨的催化因素

(1) **业绩不断释放**。步入 2020 年二季度，公司在防爆电器国际市场、专业照明业务等推动下，订单状况处于十分饱满的状态。后续单季度业绩将会不断释放，有望推动公司股价上行。

(2) **新的客户订单落地**。公司“向国际进军”的战略定位坚定推行。海外市场对比国内，具备市场空间广阔、盈利能力较强等优势。目前公司已成为数十家国际知名企业及 EPC 公司的合格供应商，奠定了外贸业务快速增长的基础。未来伴随着新的项目订单落地，有望成为市场催化因素。

## 估值与目标价

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别有望达到 25.40、32.53、41.57 亿元，增速分别为 30.74%、28.08%、27.80%，毛利率分别为 55.11%、55.10%、55.20%。公司 2020-2022 年净利润分别为 2.49、3.25、4.30 亿元，对应 EPS 为 0.74、0.96、1.27 元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予华荣股份 22 元目标价（2020 年 PE 为 30x）。华荣股份为国内防爆电器领域的绝对龙头，海外市场拓展成果显著，未来有望创造出世界性的品牌，同时公司专业照明业务也有望迎来加速成长期，因此我们首次覆盖给予“买入”评级。

## 目 录

1、 华荣股份——国内防爆电器领域绝对龙头 .....	7
2、 技术+营销两手硬，造就国内防爆领域领军者 .....	10
2.1、 技术：匠心筑品质，引领国内防爆技术发展 .....	10
2.2、 营销：独具创新的业务发展商模式，奠定坚实发展基础 .....	11
2.3、 国内龙头地位稳固，行业集中度有望进一步提升 .....	13
3、 海外市场拓展成果显著，创华荣世界品牌 .....	15
3.1、 海外市场空间广阔，外资品牌渐显颓势 .....	15
3.2、 海外竞争优势显著，业绩增长步入加速期 .....	16
4、 专业照明业务为公司成长第二极 .....	18
4.1、 行业竞争转向多元化，智能照明技术推动产业升级 .....	18
4.2、 下游需求多点开花，专业照明业务发展动力十足 .....	20
5、 新能源领域布局日臻成熟，光伏 EPC 业务有望迎来加速 .....	23
5.1、 国内光伏产业需求向好确定性强 .....	23
5.2、 特高压建设解决电力消纳问题，带动光伏项目建设 .....	25
5.3、 公司光伏 EPC 业务发展值得期待 .....	27
6、 盈利预测与投资评级 .....	28
6.1、 关键假设与盈利预测 .....	28
6.2、 估值分析与投资评级 .....	29
7、 风险提示 .....	32

## 图表目录

图 1：公司防爆电器产品示例 .....	7
图 2：公司 2019 年国内外收入占比 .....	7
图 3：公司 2019 年收入构成 .....	8
图 4：公司 2014-2019 年营业收入（亿元/左轴） .....	8
图 5：公司 2014-2019 年归母净利润（亿元/左轴） .....	8
图 6：公司股权结构（2020 年一季度末） .....	9
图 7：公司防爆电器产品系列丰富 .....	10
表 1：业务发展商主要工作 .....	11
表 2：业务发展费具体计算方式 .....	12
图 8：公司毛利率与净利率 .....	13
图 9：公司销售费用率 .....	13
图 10：公司经营活动现金净流量（亿元） .....	13
图 11：2019 年国内防爆电器市场份额 .....	14
表 3：油服装备公司综合排名（2016 年） .....	15
图 12：BARTEC Group Annual net sales .....	16
图 13：R.Stahl 员工人数 .....	16
图 14：公司外贸业务收入（估算值） .....	17
表 4：照明各细分行业产品差异 .....	18
表 5：专业照明下游不同行业的客户需求 .....	19
表 6：专业照明领域国内主要竞争对手 .....	19
图 15：我国智能照明市场规模及增速（亿元） .....	20
图 16：公司专业照明解决方案——景观照明 .....	21
图 17：公司专业照明解决方案——商业照明 .....	21
图 18：公司直升机助降照明系统产品 .....	21
图 19：光伏产业链上中下游 .....	23
表 7：2020.5.29 日前，各省公布的平价、竞价项目规模 .....	24
图 20：中国光伏新增装机累计值 .....	24
图 21：中国光伏出口月度数据 .....	24
图 22：中国国内光伏装机预计 2020-2025 .....	25
图 23：全球光伏装机 2020 年预计 .....	25
图 24：2019 年我国各省弃光情况（%） .....	25
图 25：特高压历年投资 .....	26
图 26：历年特高压线路核准和开工建设数 .....	26
表 8：在建和计划特高压工程与投资额进度估计 .....	26
图 27：公司光伏 EPC 项目 .....	27

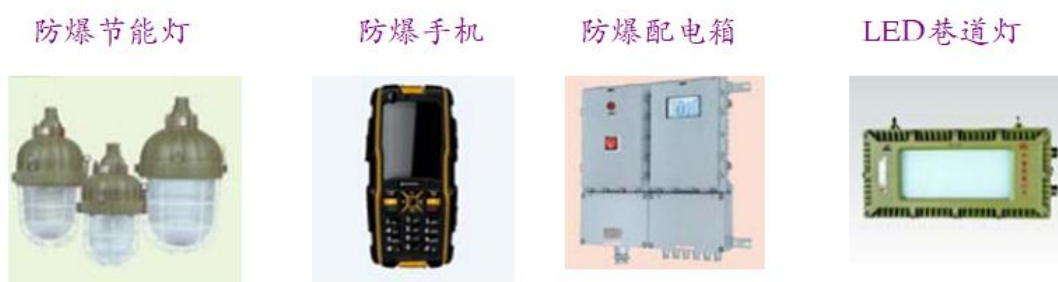
表 9：华荣股份收入分项预测（单位：亿元） .....	28
表 8：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 6 月 12 日收盘价） .....	30
表 9：华荣股份绝对估值关键假设 .....	30
表 10：华荣股份 FCFF 估值结果 .....	30
表 11：敏感性测试结果（元） .....	31
表 12：估值结果汇总（元） .....	31



## 1、华荣股份——国内防爆电器领域龙头

华荣股份是国内领先的防爆电器、专业照明设备供应商，目前已发展成为国内防爆电器行业、专业照明行业的领导企业之一。公司主要产品为厂用防爆电器、矿用防爆电器和专业照明设备。公司产品类别齐全、规格型号众多，从小到防爆接线盒、防爆开关，大到防爆开关柜、正压防爆分析屋等各类防爆防腐电器、防水防尘产品、专业照明产品、军工、海工专业产品共 50 多个大类，1000 余种不同系列，万余种不同型号规格。公司目前可提供全面的产品配套、个性化的定制设计以及全方位的防爆电器、专业照明整体解决方案，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、铁路、港口、场馆等需要专业照明设备的领域。

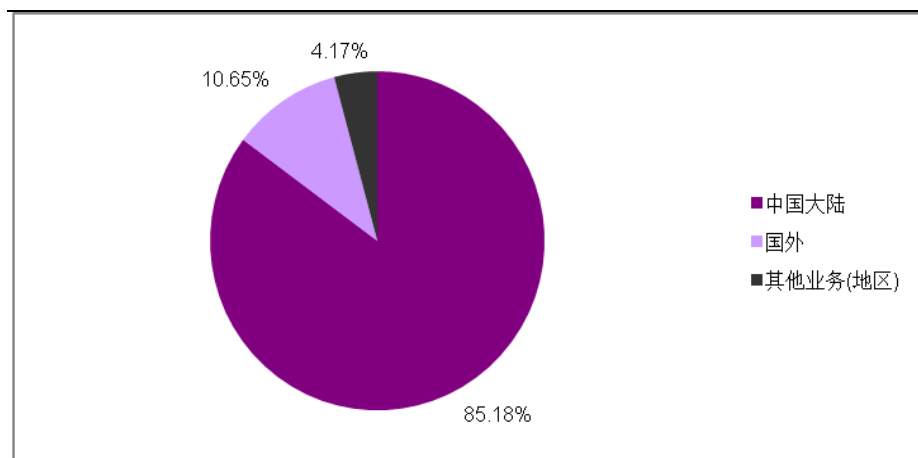
图 1：公司防爆电器产品示例



资料来源：公司招股说明书

十年磨一剑，打造华荣世界品牌。公司成立于 1987 年，在步入 21 世纪初便发展成为国内防爆电器领域规模最大的企业。2003、2004 年公司分别进入矿用防爆产业及专业照明产业，2005 年公司正式开始拓展国际市场。2015 年公司成立能源电气事业部，进入新能源领域。2017 年公司成功登录主板上市，此时国际市场业务也步入加速成长期，2018 年迪拜公司正式成立，同期公司在国内国防军工领域开始拓展。

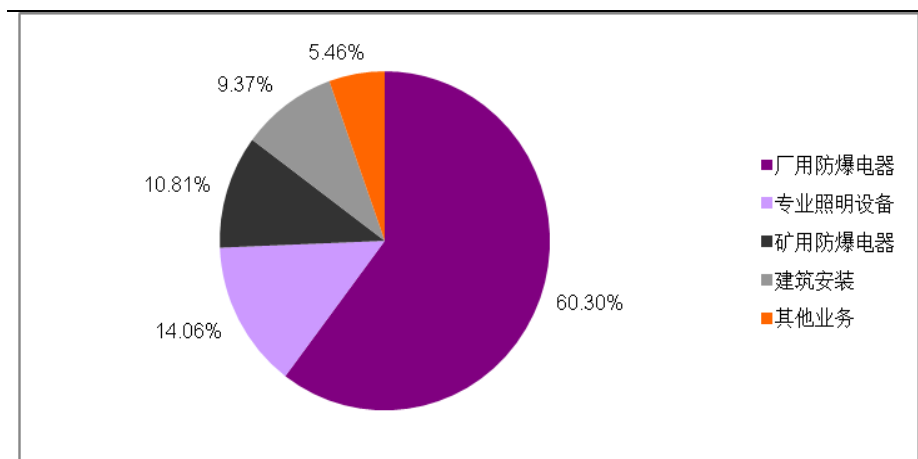
图 2：公司 2019 年国内外收入占比



资料来源：Wind

防爆电器及专业照明设备为公司主要收入来源。2019 年公司实现 19.43 亿元收入，其中厂用防爆电器产品收入 11.71 亿元，占比达到 60.30%；矿用防爆电器产品收入 2.10 亿元，占比达到 10.81%；专业照明设备收入 2.73 亿元，占比为 14.06%。防爆电器及专业照明设备总计占据公司收入的 85.17%。建筑安装业务主要是指公司承建光伏电站工程业务，2019 年实现收入 1.82 亿元，占比为 9.37%。

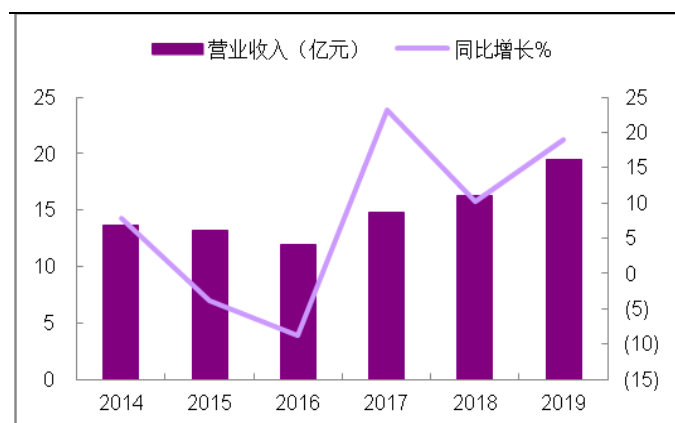
图 3：公司 2019 年收入构成



资料来源：Wind

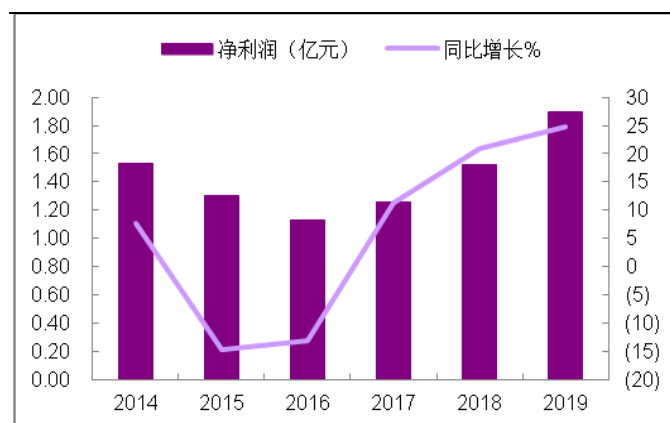
2016 年以来公司步入稳健成长期。公司矿用防爆电器下游主要为煤矿领域，2013 年后由于煤矿领域需求大幅减弱，公司业绩出现波动。2016 年开始，公司在全球市场拓展、军工业务、专业照明、新能源业务等多个维度的推动下，业绩步入稳健成长期。2019 年公司实现营业收入 19.43 亿元，同比增长 19.08%；归母净利润实现 1.90 亿元，同比增长 24.79%。2020 年一季度公司营业收入 3.61 亿元，同比增长 1.0%；归母净利润 3887.17 万元，同比增长 13.55%。一季度公司受疫情影响有限，伴随着国内疫情的逐步控制，公司业绩有望在二季度实现快速增长。

图 4：公司 2014-2019 年营业收入（亿元/左轴）



资料来源：Wind

图 5：公司 2014-2019 年归母净利润（亿元/左轴）



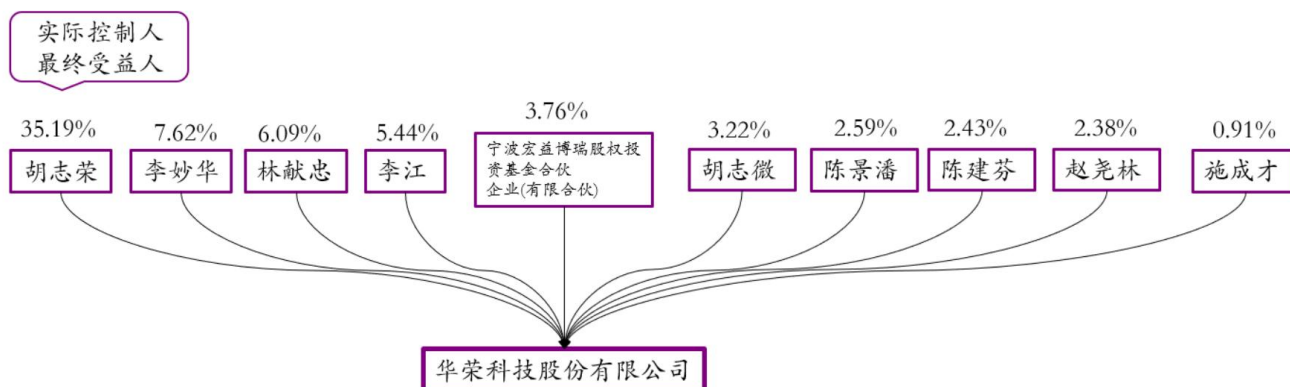
资料来源：Wind

股权结构稳定，未来一年高管不减持股份。董事长兼总经理胡志荣为公司的控股股东、实际控制人，当前持有公司 35.19% 股权。公司三位副总经理李妙华、林献忠、李江分别主管内部三大事业部，目前分别持有公司 7.62%、6.09%、5.44% 的股权。2020 年 4 月 28 日，公司公告，公司高管胡志荣、李妙华、林



献忠、李江、陈建芬、郑晓荣、李云光做出承诺，基于对公司未来发展前景的信心和长期投资价值的认可，支持公司未来发展战略，未来起十二个月内（2020年4月26日起至2021年4月25日），不得以任何方式减持所持有的公司股份。

图 6：公司股权结构（2020 年一季度末）



资料来源：Wind

**推进股权激励，深度绑定核心员工。**2019 年公司激励计划授予的限制性股票数量 662 万股，占股本总额的 2.00%。2020 年 1 月，公司已完成向符合条件的 192 名激励对象（不含预留部分）首次授予 612 万股限制性股票的授予登记工作。此次公司推进股权激励，有助于进一步完善法人治理结构，健全公司的激励约束机制，深度绑定中层管理人员及骨干人员，增强公司长期发展信心。

## 2、技术+营销两手硬，造就国内防爆领域领军者

### 2.1、技术：匠心筑品质，引领国内防爆技术发展

**防爆电器——生产安全的重要保障。**在油田、化工设施、煤矿等场所常常存在着各类易燃易爆的气体、粉尘、蒸汽等物质，对上述设施的正常生产经营和人员、财产安全构成了潜在威胁。为在实际运营过程中避免爆炸事故的发生或将爆炸约束在一定可控范围内，在上述环境下采用的各类电气设备必须经过专业设计，以对其可能产生的高温、电火花等进行控制和隔离。上述专业应用于存在易燃易爆气体、粉尘等环境下的电气设备统称为“防爆电器”。

**行业资质认证及产品质量，构建公司首道壁垒。**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，产品质量及品牌也是企业发展的重要因素。公司将长期稳定供应高品质产品作为企业发展的根本基础，目前已经通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO10012 测量管理体系（AAA）认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO18001 职业健康安全管理体系认证等一系列认证，公司同时通过了欧盟 CE/ATEX 认证、美国 UL 认证、国际 IECEx 认证、俄罗斯 CU-TR 认证、中国 CCC 认证、中国船级社 CCS 认证等一系列防爆管理质量认证。公司还获得了 400 多个由 PTB、LCIE 等国际权威机构颁发的产品防爆合格证书，华荣防爆产品已全面跨越国际防爆技术壁垒，产品质量获得国际认可。

2019 年 4 月，公司的检测中心获得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）颁发的实验室 CNAS 认可资格证书，能力范围包括防爆电气及照明灯具等设备。该资质标志公司成为国家认可的检测实验室，硬件设施、管理水平和检测能力均达到国际认可准则要求，公司检测中心也成为制造行业中首家具有防爆电气与照明灯具设备 CNAS 检测能力的实验室。同时，公司检测中心已成为 IEC、BV 等权威检测机构指定的目击实验室。

**产品系列丰富，提供全面配套服务。**公司经过多年的发展，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。公司目前各类防爆电器、专业照明产品共 50 多个大类，1000 余种不同系列，万余种不同型号规格，因此可提供出全面的产品配套、个性化的定制服务以及全方位的防爆电器、专业照明整体解决方案，具备良好的整体兼容性。

图 7：公司防爆电器产品系列丰富



资料来源：公司官网

**引领技术发展，制定多项国家标准。**华荣股份在国内市场连续 20 年保持着防爆行业龙头位置。公司每年滚动式推出超过 30 个系列的新产品，引领智能化防爆技术发展新潮流。公司目前为中国技术标准协会成员单位、国家标准化委员会委员、国家防爆标准委员会委员、国际电工委员会 IECEx 防爆标志委员会委员、国家 GB3836 系列防爆标准的起草、修订单位，是数十项国家标准制定者，为行业的龙头企业，并享有充分自主的定价权。

## 2.2、营销：独具创新的业务发展新模式，奠定坚实发展基础

经过多年发展，华荣股份在全国范围内建立了十分完善的销售服务体系，并形成以业务发展新商协助销售为主、公司自主销售为辅的销售模式。

**独家创新的业务发展新模式，为公司发展壮大重要基石。**由于公司产品涉及多个领域，下游客户数量众多、地域和行业分布非常广泛，若以公司自身力量与资源难以高效地开拓市场和促进业务发展。公司在多年的发展过程中，逐步摸索并形成了一套制度健全、组织完整、高效稳定、符合行业和公司实际情况的业务发展新商制度，该制度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。

**业务发展新模式为符合行业实际情况的一种特定直销模式。**公司所采取的业务发展新商制度是指以支付业务费用的方式，选择特定营销资源力量作为业务发展新商，形成正式、长期的合作发展关系，并制定一系列市场拓展的业务流程和内部管控等方面的程序，由公司指导和规范业务发展新商的市场拓展、客户维护行为，并使其协助公司达成交易，由公司将产品直销给客户，并由客户直接向公司支付货款，从而达到减少中间环节的一种特定的直销模式。

表 1：业务发展新商主要工作

销售环节		业务发展新商	公司
售前环节	前期业务培训	公司派遣专业销售人员和技术人员对业务发展新商进行业务相关的专业培训，传达公司管理制度、销售策略、重点工作、重点市场开拓等工作要求，并在业务发展新商的协助下完成有关产品的市场推广、技术交流和重点项目的跟踪等工作。	
	市场信息搜集、客户资源挖掘	利用在所负责区域多年积累的客户资源、市场信息等方面优势，将潜在客户的项目建设规划、配套产品需求等具有商业价值的信息及时向公司反馈，寻找潜在的业务机会。	针对业务发展新商收集整理的市场信息和客户情况，提前做好相应的准备工作。
	初步业务接洽	在获得业务机会后，与公司一起深入了解潜在客户的需求，协助公司设计、提出营销计划（或投标计划），包括产品型号、产品报价、供货期、收款期等细节；对于客户有定制化需求的，进一步协同了解有关项目方案信息，配合公司进行非标产品的设计匹配工作。	为业务发展新商提供有关产品型号、定价因素、现场测绘、项目方案设计等技术支持；组织技术、销售等部门人员与业务发展新商一起确定客户定制化需求的产品设计方案。
售中环节	招投标或商务谈判	对于需要招投标的业务，基于前期市场信息收集、初步业务接触等环节的积累，协助公司参与投标、竞标等环节，负责招投标工作中的沟通、协调；对于协商确定的业务，由业务发展新商协助公司与客户进行商业谈判。	对于需要招投标的业务，主要负责标书制作，从技术层面确定投标方案，包括产品选型、技术制定、商务报价、售后服务、产品质保，以及招投标中的技术答疑等。对于协商确定的业务，在业务发展新商的协调下，与客户进行商业谈判。
	中标及签订协议	参与、协调公司与客户就业务合同具体条款及有关技术附件等进行沟通，协助达成最终销售合同的签署。	公司与客户就业务合同具体条款及有关技术附件等进行沟通，签订销售合同。
	合同履行	公司根据合同约定安排生产、货运计划，业务发展新商保持与客户持续沟通，并针对客户可能出现的产品规格或型号调整或变化等及时反馈回公司。	
	发货接收	公司负责货物托运，现场演示操作、指导培训；业务发展新商根据客户需要，及时协调公司技术人员参与与客户现场工作。	

售后环节	货款催收	在合同履行过程中, 根据相关合同约定的付款时点或进度, 及时向客户催收货款, 并通知予以确认。	对业务发展商的货款回笼情况进行监督统计并进行相应考核。
	退换货协调	与客户确认退换货原因, 现场确认退换货产品的清点退回情况。	提供产品更换、维修、保养等方面的售后服务。
	售后信息反馈	及时将客户的售后信息反馈回公司, 协助公司做好客户服务工作。	根据业务发展商反馈的信息, 及时跟进后续客户关系维护工作。

资料来源: 公司官网

**下游客户的合格供应商制度使得难以采用传统经销商模式。**防爆电器下游客户对于防爆电器产品的品质有着严格标准, 对供应商的经营规模、人员配置、品牌形象和行业地位等方面有着较高要求, 并建立了严格的合格供应商制度。因此, 传统意义上的经销商难以满足合格供应商制度对产品安全性、技术专业、资质条件等方面的要求, 独立开展业务存在较大难度, 传统供应商模式难以满足发展需求。

**业务发展商在业务拓展中起重要作用, 业务发展费用构成销售费用的主要组成部分。**公司防爆电器产品广泛应用在石油、化工、煤矿、天然气等危险作业环境及配套厂区以及公安、消防、铁路、港口、场馆等需要专业照明设备的领域。下游中石油、中石化、国家电网等大型国企在产品招投标及后续服务等多方面具有较高要求, 因此公司通过业务发展商协助业务拓展, 解决了在业务开发、市场营销方面力量不足的问题。业务发展商在公司市场调查、新产品推广、技术交流以及业务拓展中各个环节均起到了重要作用, 因此公司对于业务发展商支付相应的业务发展费用。公司业务发展费用主要包括计提政策、支付政策两部分, 公司对业务发展商保持一致, 严格执行政策, 从而促使公司保持良性稳定发展。

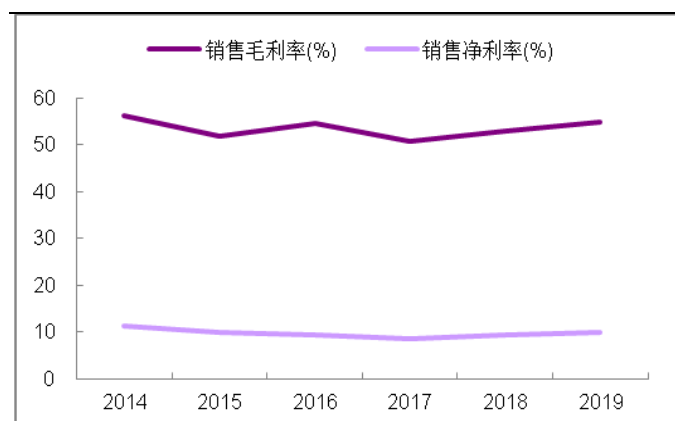
**表 2: 业务发展费具体计算方式**

项目	计算公式
业务费计算基数	含税销售收入-产品参考价+产品定价调整-管理服务费
业务费计提金额	业务费计算基数-坏账准备金-分摊费用+其他
业务费可结算金额	客户累计回款金额-产品参考价(已实现销售)+产品定价调整-管理服务费-分摊费用+其他-已支付业务费金额-产品参考价(发出商品)

资料来源: 招股说明书

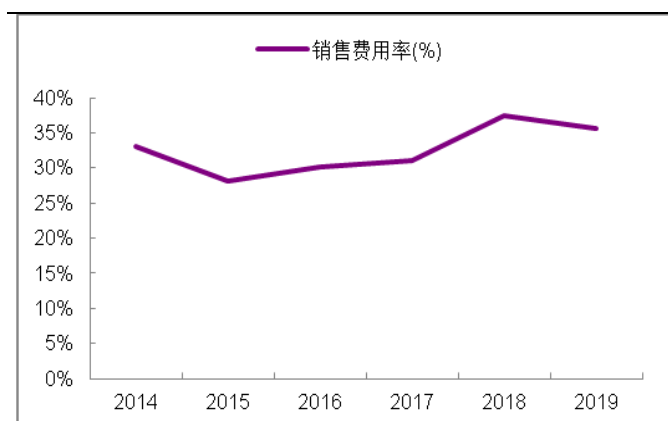
2014-2019 年公司毛利率维持在 50-60% 水平, 同期净利润率只有 10% 上下, 主要原因在于公司销售费用率一直较高, 2019 年公司销售费用率为 35.67%。公司支付业务发展费用, 有助于提高业务发展商的积极性, 同时也解决了自身在业务开发、市场营销方面力量不足的问题。**公司独具创新的业务发展商模式, 为公司发展奠定了坚实的基础。**

图 8：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind

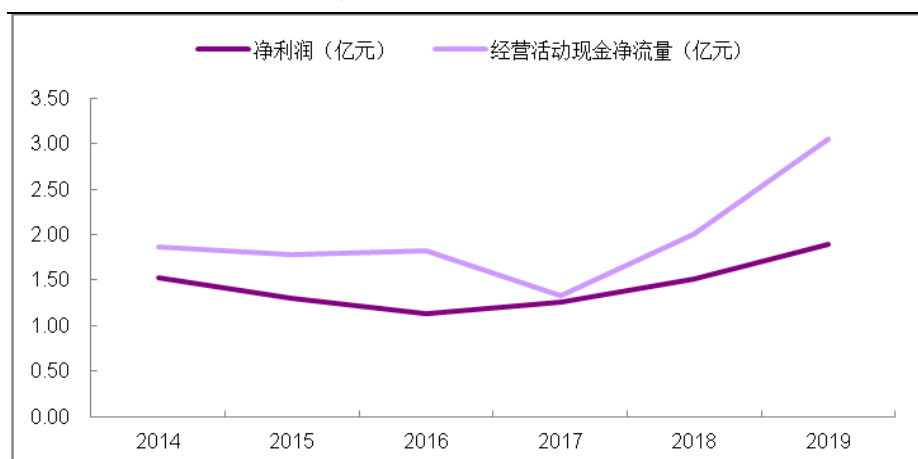
图 9：公司销售费用率



资料来源：Wind

公司结合客户应收款项的回笼情况，确定业务费的支付情况。只有在业务发展商的业务费可结算金额为正数时，公司才会向业务发展商结算并支付相关业务费用。相关支付政策对业务发展商形成有效的约束与激励，促使其关注并督促货款的及时回收，帮助公司保持优异的现金流状况。公司历年经营活动现金净流量均维持在净利润水平之上，其中：2019 年公司净利润为 1.90 亿元，经营活动现金净流量则实现 3.05 亿元。

图 10：公司经营活动现金净流量（亿元）



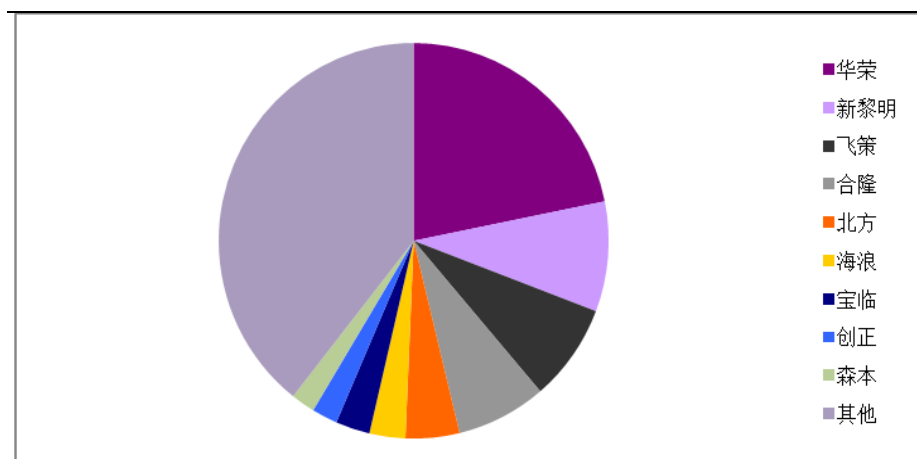
资料来源：Wind

## 2.3、国内龙头地位稳固，行业集中度有望进一步提升

连续 20 年，华荣股份保持国内防爆电器龙头位置。在技术及营销体系的双重助力下，公司在国内防爆电器行业优势十分显著，已连续 20 年保持着龙头位置。根据中国防爆电器协会数据，2019 年全国防爆电器市场规模约为 70 亿元，华荣股份以 21.81% 的份额位居第一，遥遥领先。排名第二名的新黎明份额仅为 8.96%，与公司差距较大。



图 11：2019 年国内防爆电器市场份额



资料来源：中国防爆电器协会

**行业发展不断规范，未来行业集中度有望进一步提升。**我国防爆电器行业内的生产制造商约为 400 多家，同行规模参差不齐，最小企业仅 20 多人，而公司目前已发展至近 2000 人。规模小的防爆企业主要集中在小化工等低端市场，但低端市场的低价竞争、传统高成本生产模式和以“仿制为主”的技术模式加剧小微防爆企业的洗牌。另外，随着认证标准提升、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，产品质量曝光率越来越多，大型用户企业优选集采和年度框架广泛执行，国内防爆行业的秩序得到有序发展，我们预计未来中国防爆行业的市场集中度有望进一步提升。

**我国防爆电器市场有望保持稳定发展。**目前我国对于能源的需求持续增长，石油、化工、煤炭等相关行业仍然在国民经济中占据重要地位。随着我们国家的经济发展进入新时期，行业安全与规范越来越重要，下游各个领域对安全技术体系构建也越发重视，未来防爆电器的应用领域也将越来越广泛。因此，我们认为防爆电器行业有望取得长期可持续发展，未来我国防爆电器需求量有望保持稳定提升，我们预计 2025 年可达到 124 亿的市场规模。



### 3、海外市场拓展成果显著，创华荣世界品牌

#### 3.1、海外市场空间广阔，外资品牌渐显颓势

防爆电器全球市场广阔，区域分布较为均匀。从全球角度看，发达国家和地区防爆电器行业发展已经较为成熟，而随着中国、俄罗斯、巴西等新兴市场国家对石油、天然气、煤炭等能源需求不断增长，以及新的能源资源不断被勘探开发，新兴市场将成为未来全球防爆电器市场增长的主要推动力。2019 年全球防爆电器市场总规模约为 50 亿美元，较为平均的分布在中东、亚太、美洲、非洲、欧俄五个区域。

四大外资品牌及华荣为全球防爆电器市场主要的供应者。公司全球防爆电器同行主要位于欧美地区。2019 年全球防爆电器市场中，美国厂商 Eaton、Emerson 分别位居全球市场的前两位，合计占据全球市场份额的 40% 左右。华荣公司 2019 年收入 19.43 亿元，在全球份额约为 5.55%。欧洲企业 Bartec、R.Stahl 收入规模与华荣差距不大，均为 4-5% 的水平。

美国企业 Eaton（伊顿）、Emerson（艾默生）依据本土品牌优势，在全球市场占据主要位置。Eaton、Emerson 近年来通过资本运作扩充防爆市场，Eaton 下属防爆品牌主要有 COOPER（CROUSE-HINDS）、CEAG，Emerson 下属防爆品牌有 APPLETON、A.T.X 等。两家公司的防爆业务均不是主营业务，防爆业务收入占比较低。下游油服装备领域中，北美地区的油服公司占据主体，油服装备公司综合排名前十中，北美地区的公司占据 9 席。Eaton、Emerson 传统市场为北美地区，依靠本土品牌的优势，跟随下游北美油服公司的全球化油气化项目实现了市场拓展。

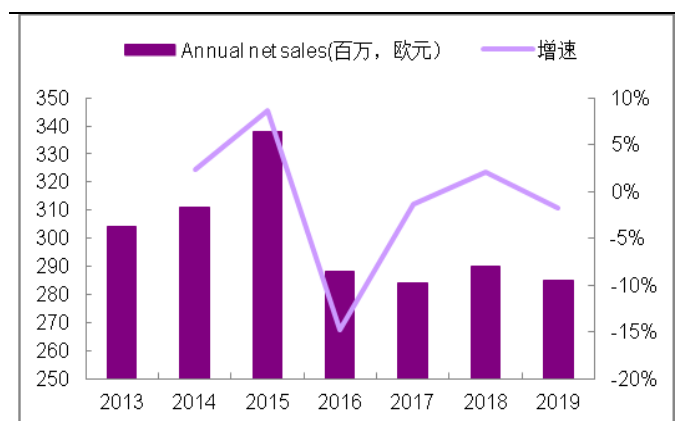
表 3：油服装备公司综合排名（2016 年）

油服装备公司综合排名	公司名称	福布斯上市企业 2000 强综合名次
1	Enbridge	212
2	Kinder Morgan	357
3	斯伦贝谢	495
4	俄罗斯石油运输公司	658
5	TransCanada	700
6	哈里伯顿	716
7	美国 Williams	839
8	贝克修斯	952
9	Oneok	1058
10	国民油井	1109

资料来源：石油 Link 网站

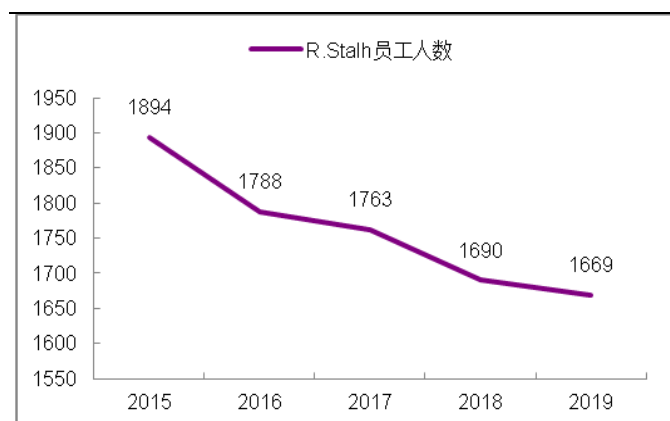
欧洲企业 R.Stahl、Bartec 近年来业绩增长乏力。R.Stahl、Bartec 主要市场为欧洲，R.Stahl 以工程塑料防爆产品为主，为欧洲上市公司，采用职业经营模式。Bartec 公司核心业务为电伴热，近年扩张收购意大利防爆产业 Cortem、Feam、ASP，切入防爆电器领域。近年来，Bartec、R.Stahl 业绩增长乏力，Bartec 在 2016 年收入规模下滑 15% 后一直维持平稳，R.Stahl 员工人数则在 2015 年后持续下滑，由 2015 年的 1894 人下滑至 2019 年的 1669 人。

图 12: BARTEC Group Annual net sales



资料来源: 公司年报

图 13: R.Stahl 员工人数



资料来源: R.Stahl Financial report

作为国内防爆电器市场的绝对龙头企业, 华荣公司已成为国际市场上的一颗新星, 其国际市场影响力越来越大, 按市场占比, 公司已上升为全球同行 3-4 名的位置。公司积极开拓国际市场, 抢占国际市场存量, 在国际价格竞争中, 公司“低”价高质的“剪刀差”的竞争优势非常明显, 未来成长空间巨大。

### 3.2、海外竞争优势显著, 业绩增长步入加速期

“向国际进军”战略定位坚定推行。海外市场对比国内, 具备市场空间广阔、盈利能力较强等优势。公司自 2005 年起, 开始着手布局向海外市场进军。通过十年时间的辛苦耕耘, 公司在产品技术及市场拓展上, 打下了坚实的基础。外贸收入由 2005 年的 0 提升至 2015 年的 1 亿元水平, 收入规模虽然较低, 但公司在此段时间已取得深厚的积累, 2016 年开始公司海外收入开始快速提升。

#### 六大优势助力公司海外市场拓展突飞猛进:

- **营销优势:** 国际同行基本上属于代理模式, 而公司建立自己强大的营销团队执行直销模式和全盘掌控, 全过程国际本土化服务到位。
- **技术基础:** 公司十年磨一剑, 全面突破欧盟、美国、俄罗斯、南美、国际 IECEx 防爆技术壁垒, 获得 400 多个国际证书。
- **存量竞抢:** 公司已成为数十家国际知名业主企业及 EPC 公司的合格供应商, 已成为国际防爆行业中坚力量, 奠定了快速成长的基础。
- **产品优势:** 公司出口产品品种是国际防爆同行中最齐全的唯一企业, 在国际项目的集中采购和项目打包采购中具有强大的竞争力。
- **成本优势:** 国际同行低价竞争反而彰显公司成本优势, 价格越低公司越有优势, 剪刀差的业务增量更明显。
- **一带一路:** 国内同行不具备国际化产品, 基本被排除, 一带一路的“走出去”业务对公司发展而言具有唯一性。

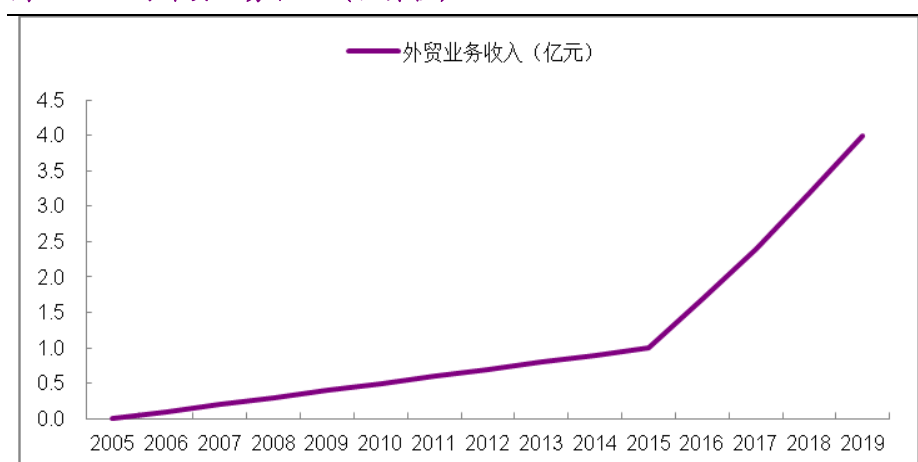
**中东市场开拓成效显著。**近年来公司在中东市场拓展成绩斐然, 曾中标过科威特国家石油公司 (KNPC) AL·zour 炼油项目和 GT5 项目以及科威特石油公司 (KOC) GC31 项目和 Louer fars 重油发展项目的防爆灯具、配电箱、操作柱、三防电器等产品订单。作为全球战略化的重点布局, 公司先后在迪拜设

立全资子公司“华荣科技中东有限公司”、以及投资控股“华荣科技中东北非有限公司”，从而深耕中东市场，进一步辐射全球市场。

**不断获取北美防爆证书,美洲市场开拓全面开启。**美国认证机构 UL 于 2018 年 6 月为公司颁发面向北美市场的“UL 1203 - C1D1”防爆电器的产品证书。公司此前已获得多个防爆灯具的 UL 证书,这次又获得防爆电器的 UL 证书,不仅将进一步提升公司在全球相关行业的领先地位及品牌信誉,也更加积极推动公司在北美市场业务迈向新的起点。

**海外市场即将迎来加速收获期。**经过过去多年的积累,公司现已全面突破全球防爆技术壁垒,获得 400 多项国际产品证书,产品技术、质量、价格和服务已具备国际市场核心竞争力,已成为数十家国际知名企业及 EPC 公司的合格供应商,奠定了外贸业务快速增长的基础。公司自 2015 年起,外贸收入增速开始显著提升,2019 年公司年报显示,出口销售收入 2.07 亿元,若考虑通过第三方的出口额,我们估计海外项目的收入规模约为 4 亿元。

图 14: 公司外贸业务收入(估算值)



资料来源: 光大证券研究所估算

## 4、专业照明业务为公司成长第二极

### 4.1、行业竞争转向多元化，智能照明技术推动产业升级

**专业照明设备是指应用于特殊环境下的照明设备。**专业照明设备又称特殊环境照明设备，能满足客户在强振动、强冲击、强腐蚀、高低温、高湿、高压、电磁干扰、宽电压输入等环境下对特种配光、信号、应急等提出的特殊照明要求。作为照明行业的重要组成部分，专业照明行业在各行各业中发挥了重要作用，产品广泛应用于电力、公安、消防、部队、铁路、港口、场馆等领域。

**照明各细分行业在产品技术、设计上存在较大的差异。**根据中国照明学会的分类，照明行业分为电光源、照明设备、照明电器产品专用材料和照明工程。根据使用环境的不同，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。

**表 4：照明各细分行业产品差异**

参数	特殊环境照明	商业照明	民用照明	市政园林照明
显色指数	高	高	低	低
照度	高	高	低	中
防眩光	高	高	低	中
防护要求 (IP)	高	低	低	高
防爆要求	有	无	无	无
防振要求	高	低	低	中
透明件热剧变	高	低	低	中
安装强度	高	高	低	高
抗冲击要求	高	低	低	中
防腐要求	高	低	低	中
配光	高	中	低	中
使用寿命	高	中	中	中
灯具效率	高	高	高	高
安装维护	高	中	低	中
使用温度要求	高	低	低	中
认证要求	CCC 认证、煤矿安全认证、防爆认证、CRCC 认证（中国铁路产品认证）、船用产品认证、中国消防产品质量认证等	CCC 认证	CCC 认证	CCC 认证
应用领域	应用于易燃易爆、强振动、强冲击、强腐蚀、高低资料来源：温、高湿、高压、电磁干扰、宽电压输入等环境	应用于商业建筑如大中型综合商场、贸易中心、超级市场及传统建筑特色商店和商业办公楼群等场合的照明系统及相关设施	应用于普通民众日常生活、居住等照明需要的照明系统及相关设施	应用于市政设施、公共场所、园林绿化、城市公园、风景名胜等领域的照明系统及相关设施

资料来源：海洋王招股说明书

**产业差异化及渠道建设为行业竞争的核心实力。**专业照明应用环境广泛，需满足特种配光、信号、应急等特殊照明需求。个性化的新产品在市场竞争中的优势日益突出，新产品的开发不仅成为占有市场的有力武器，同时也是带动企业利润上升的关键因素。产品差异化是特殊环境照明行业的一个显著特征。

同时，良好的渠道建设则是实现差异化服务的重要手段，因此渠道建设成为特殊环境照明设备市场竞争的强大武器。

**表 5：专业照明下游不同行业的客户需求**

行业	客户特征
厂电	主要集中在火电厂和水电厂，对产品的防腐、抗宽幅电压方面比较关注
大型企业	主要集中在大型机床加工、汽车制造、生产设备加工等生产作业场所，对产品的照度、灯具的应急性、显色性等方面非常关注
煤炭	主要集中在煤矿电厂、煤矿矿井、煤矿矿山机械、煤矿矿山救护、煤矿煤化工、煤矿铁路、煤矿网电、煤矿选煤厂等系统，对产品要求有煤安认证，注重产品安全性能
石化	主要集中在石化公司、化工企业、染化行业等，选择标准和油田行业类似，关注产品的安全防爆性能
铁路	主要集中在铁路工务、运输、机务、车辆、电务、公安等系统，对产品性能、可靠性、售后服务方面比较重视
网电	主要集中在变电站、变电所及巡检系统，对产品的应急功能、便携性较为关注
冶金	主要集中在炼钢企业、铝厂及其他有色金属冶炼企业，对产品的抗高温、抗粉尘、抗振动要求较高
油田	主要集中在油田钻井、作业等采集系统以及输油输气等运输系统，对产品安全、防爆性能、防腐性能方面关注较高
船舶民航	船舶客户主要集中在造船厂房、港口码头、以及船舶本身等方面，重视产品抗振、防腐性能；民航客户主要集中在一些航站楼等场所，对照明方案的设计及公司品牌比较关注
照明工程	主要集中在高尔夫球场、场馆、地铁、燃气等行业，对照明方案及产品的照度比较关注

资料来源：海洋王招股说明书

**市场竞争由外资垄断转向多元化竞争。**1978 年以前，中国照明市场尚未实现细分。在电力、铁路等特殊环境领域应用的产品与民用照明产品差异不大，国内尚未出现专门的专业照明企业。上世纪 90 年代后，随着外资照明品牌进入中国市场，中国专业照明市场开始进入缓慢发展阶段，市场几乎为外资品牌所垄断。2000 年以来，中国经济持续稳定增长，为专业照明行业的发展提供了良好的发展环境。目前，专业照明行业正朝着专业化、细分化方向发展，产品开发与市场营销都更加专业化，市场竞争由外资品牌的绝对优势开始走向多元化竞争。

**表 6：专业照明领域国内主要竞争对手**

公司	基本情况
飞利浦	成立于 1891 年，产品主要集中在中高端市场。依靠自身雄厚的技术、产品优势，飞利浦为中国各类建筑项目提供了较多特殊环境照明设备和高品质的灯具，其特殊环境照明产品主要应用于场馆领域。
库柏	成立于 1833 年，1944 年在纽约证券交易所上市，总部设在美国休斯顿，是一家以电子产品和工具为主的全球性制造商。2012 年伊顿公司收购库柏，将伊顿公司和库柏整合为一家全球领先的动力管理公司。库柏拥有多个生产基地和多个知名照明品牌，其照明产品系列丰富，主要包括道路及隧道、区域照明、工业照明、办公及商业照明、LED 照明等，目前在国内市场的重点销售领域在石油、石化行业。其在中国大陆主要通过库柏中国投资有限公司照明事业部销售其特殊环境照明产品。
GE 照明	成立于 1892 年，下属的 GE Lighting (GE 照明) 在全球照明工业领域的生产、技术和销售处于领先地位，为全世界的民用、商业和工业市场提供各种类型的电光源产品。目前其特殊环境照明产品主要应用于场馆、汽车领域。其在中国大陆主要通过通用（中国）消费与工业产品集团销售其特殊环境照明产品。
欧司朗	成立于 1919 年，“欧司朗”品牌被世界公认为最古老的商标之一。欧司朗以其出色的光源产品而举世闻名，拥有多个生产基地，产品销往 140 多个国家。其在中国大陆主要通过欧司朗（中国）照明有限公司销售其特殊环境照明产品。
海洋王	成立于 1995 年，主营业务为专业从事特殊环境照明设备的研发、生产、销售和服务，产品涵盖固定照明设备、移动照明设备和便携照明设备三大系列，包括 200 多种型号。
烟台明达	成立于 1995 年，主厂区建于烟台市莱山经济开发区。烟台明达是生产经营专业灯具的厂家。

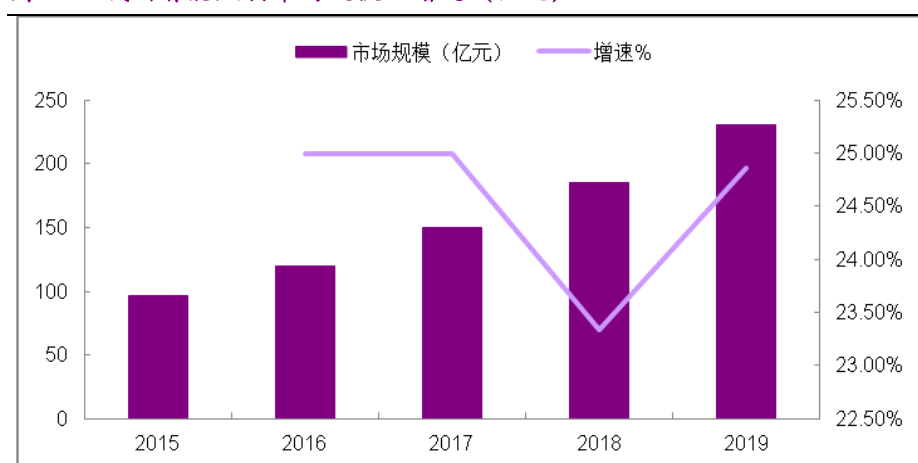
资料来源：公司招股说明书



**智能照明技术发展推动行业转型升级。**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需要的高技术含量和附加值的 LED 照明产品。智能照明是指在物联网的基础上，实现智能化控制技术的普及，对电能的精细化、持久化、信息化管理的同时，达到节能减排、提高管理水平的目的。LED 智能照明是未来智能照明的趋势。

**智能照明市场规模未来有望超千亿。**近年来我国智能照明市场规模不断扩大，2019 年市场规模约为 231 亿元，同比增长约 25%，已步入快速成长期。现如今，国家新基建之城市智慧管理已经全面替代最基本的“铁公基”的基础性概念，由此引发新一轮的市场需求的爆发。智能照明产业广阔的前景已逐步呈现，根据前瞻产业研究院信息，2025 年智能照明市场规模将超千亿元。

图 15：我国智能照明市场规模及增速（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院

## 4.2、下游需求多点开花，专业照明业务发展动力十足

**公司在专业照明领域优势显著。**公司是上海照明电器行业协会副会长单位，并参与了包括《灯具 第 1 部分：一般要求与试验》、《道路与街路照明灯具性能要求》等多项国家标准的起草撰写工作。此外，公司在专业照明领域培养了一支高素质的技术研发团队，形成独具特色的管理模式，建立覆盖全国大部分地区的营销服务网络，目前已经成为国内专业照明行业中产品配套全面、设计能力较强的设备提供商之一。



图 16：公司专业照明解决方案——景观照明



资料来源：公司官网

图 17：公司专业照明解决方案——商业照明



资料来源：公司官网

**新产品“海上直升机助降照明系统”取得进口替代。**2017 年公司自主研发生产的防爆型海上直升机平台助降照明系统获得美国专业检测认证，打破了外资企业对该装备领域的技术垄断，填补国内技术空白。该平台系统包括平台边界范围指示、直升机着落点照明、直升机定位标识和状态指示以及直升机平台助降控制系统等，安装在舰船、海洋平台的中央直升机着落区，为直升机飞行员提供“H”型标志的灯光指示和“TD/PM”圈的灯光指示。公司此项新产品，各项技术指标均达到国际先进水平，有效帮助我国舰船、海洋平台的直升机安全、准确降落，并在未来有望全面实现进口替代。

图 18：公司直升机助降照明系统产品



资料来源：公司官网

**专业照明子公司设立，全面打造新的生产基地。**公司 2019 年 12 月于浙江湖州设立全资子公司华荣照明有限公司（以下简称“华荣照明”），目前华荣照明正在加紧基础建设，预计于 2020 年底至 2021 年初全面投入运营。投入运营后，华荣照明将成为公司专业照明产业新的发展平台，承担专业照明产业规划项目实施的主体作用，有利于专业照明产业升级，为公司未来发展进一步专业化奠定基础。

**移植成熟的业务发展商模式，业务新的成长趋势有望正式启动。**专业照明设备业务在 2015-2019 年发展较为平稳，收入规模维持在 2-3 亿元。公司在防爆电器业务上形成以业务发展商协助销售为主、公司自主销售为辅的成熟销售模式，为公司发展壮大的重要基石。近年来，公司对于专业照明业务进行重

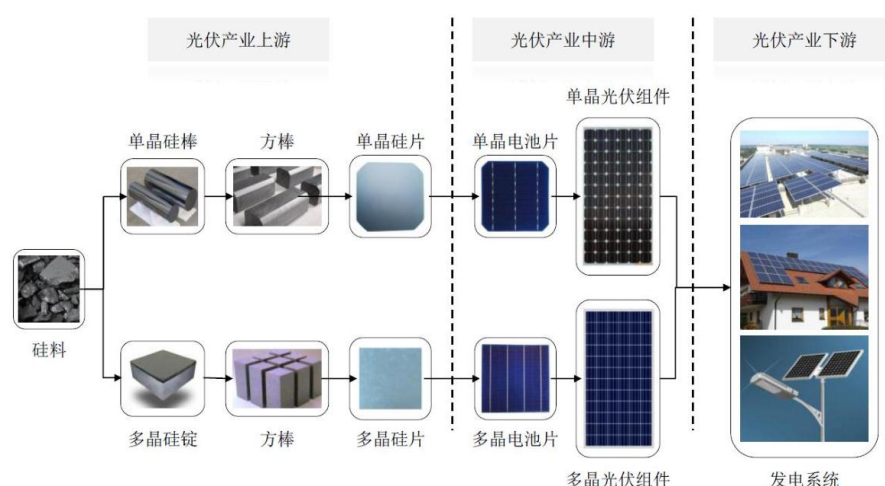
新梳理打造，并开始采用业务开发商模式。未来在我国智慧城市建设、轨道交通、5G 基站、军工等多方面的需求释放，我们看好公司专业照明业务，其有望正式步入高速成长期。

## 5、新能源领域布局日臻成熟，光伏 EPC 业务有望迎来加速

### 5.1、国内光伏产业需求向好确定性强

光伏产业未来将会迎来平价时代。光伏大规模应用的根本在于，不断降低单位的发电成本，最终实现平价上网、替代常规能源的目标。经过过去几十年的不断研发投入，光伏产业原材料价格大幅下降，技术不断推陈出新，电池的光伏转换效率得到稳步提升。未来伴随着行业发展逐步摆脱对政府补贴的依赖，市场驱动将会成为行业发展的最主要因素，光伏大规模普及应用有望实现。

图 19：光伏产业链上中下游



资料来源：迈为股份招股说明书

**2020 年国内光伏产业，市场需求反弹且全年向好较为确定，光伏作为基建中电源投资的组成部分，具有拉动内需的作用。**

(1) 相关企业、协会因国内疫情申请延期 6 个月并网的事项被相关部门否决，因此，国内从 4 月份开始抢装“630”；

(2) 5 月 27 日，全国新能源消纳监测预警中心公布 2020 年全国光伏发电新增消纳能力 48.45GW，超出预期。

2020 年 1-4 月，我国光伏累计装机量为 4.56GW，Q1 并网的项目多为转结竞价项目（2019 年共有 22.8GW 竞价项目，当年实际并网约 50%、而 2019 年 14.87GW 平价项目，当年并网约 3GW，剩余竞平价项目将结转到 2020 年）；从 4 月份光伏装机恢复以及 5 月内需订单、电池片价格企稳情况来看，国内光伏装机情况基本已经恢复，即便进入 2-4 季度，光伏装机向好。

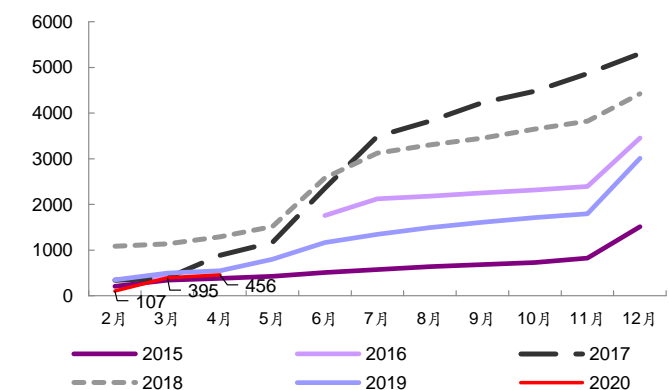
表 7：2020.5.29 日前，各省公布的平价、竞价项目规模

序号	省份	平价上网项目		竞价项目	2020 年新增规模合计
		总规模	2020 年新增		
1	贵州	0	0	568	568
2	青海	120	120	200	320
3	河北	275.3	275.3		275.3
4	辽宁	195.4	183.4		183.4
5	陕西	159.9	147.9	0	147.9
6	内蒙古	0	0	140	140
7	湖南	132	117		117
8	新疆			60	60
9	河南	75.71	42.71		42.71
10	广东	1089.26	92.64		92.64
合计		2047.57	978.95	968	1946.95

资料来源：智汇光伏，单位：万 kW

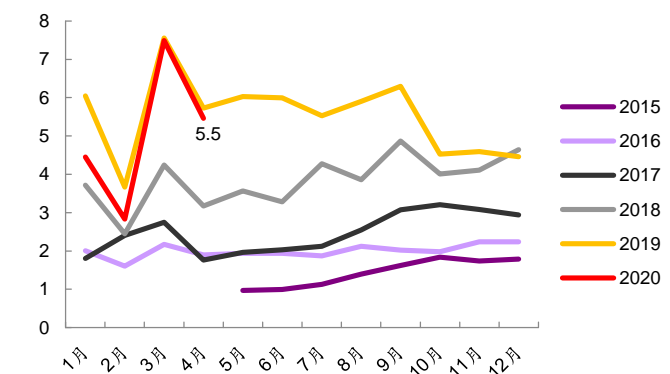
由于产业链价格下跌且距 2021 年平价日期越来越近，光伏平价项目会越来越多。近日，辽宁、湖南、青海、陕西、河北、河南六地已经公布了 9.79GW 平价项目名单，预计 2020 年全国将有近 30GW 平价项目储备。

图 20：中国光伏新增装机累计值



资料来源：能源局；万千瓦

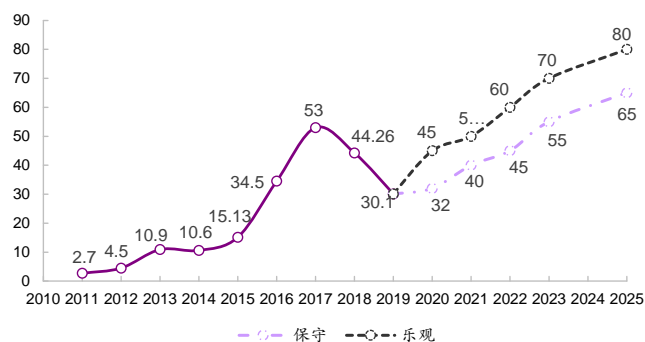
图 21：中国光伏出口月度数据



资料来源：Solarzoom；单位：GW

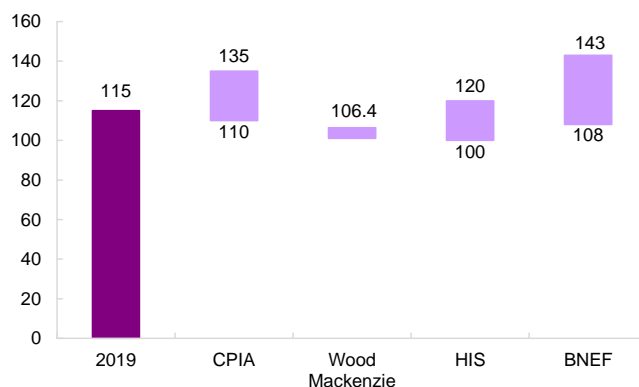
下半年疫情导致需求的不确定性依然较大，我们参考各机构的预测进行判断：CPIA 预计中国 2020 年光伏装机为 32-45GW，但该预测时间略早并未充分考虑新消纳指标的情况，我们预计我国光伏全年装机应在 40-45GW；全球角度，各预测机构从年初至今均随着疫情的不断变化逐步调减全年预期，近期预计 2020 年全球光伏全年装机 110-115GW，能够与去年持平就是很不错的结果，大概率会比去年差。

图 22: 中国国内光伏装机预计 2020-2025



资料来源：中国光伏业协会；2020.5.18 预测（来自 CPIA/Wood/HIS/BNEF）；单位：GW

图 23：全球光伏装机 2020 年预计



资料来源：中国光伏业协会；预测时间段约 2020 年 3-4 月；单位：GW

## 5.2、特高压建设解决电力消纳问题，带动光伏项目建设

**电力消纳成为大规模发展清洁能源的瓶颈。**据全国新能源消纳监测预警中心统计，当前我国弃光情况依然较为严重。2019 年我国弃光情况，西藏为 24.1%、新疆 7.4%、青海 7.2%，其他省份均低于 5%。电力消纳问题严重制约了我国新能源产业的大规模发展。

图 24: 2019 年我国各省弃光情况 (%)



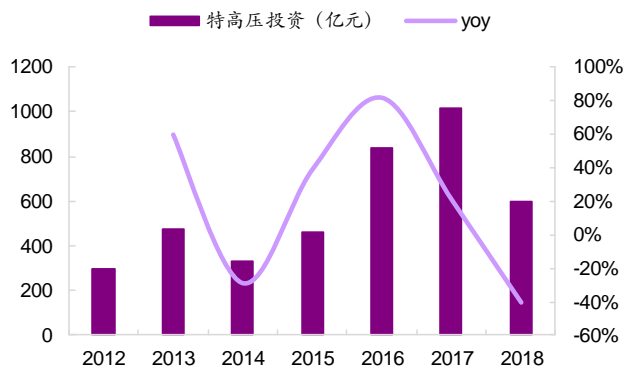
资料来源：全国新能源消纳监测预警中心

**特高压市场空间达千亿规模，2020 年将达 1811 亿元。**4 月 4 日，国家电网宣布 2020 年特高压建设项目投资规模提高到 1811 亿元，相较于此前提出的 1128 亿元，增幅高达 60.55%。20-21 年特高压将达建设高峰。我们



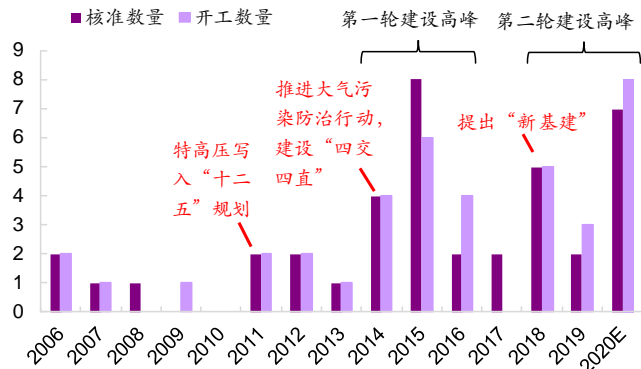
根据路线长度测算出计划建设的 10 条特高压投资额，再根据工程预期开工投产时间确认投资交付进度，测算出 2020 年和 2021 年将完成特高压投资 638 亿元和 791 亿元。我们认为，特高压业绩兑现高峰将在 21 年出现。

图 25：特高压历年投资



资料来源：中国电力企业联合会

图 26：历年特高压线路核准和开工建设数



资料来源：国家电网官网

表 8：在建和计划特高压工程与投资额进度估计

状态	线路	路线长度 (km)	开工时间	投产时间	工期 (月)	投资额 (亿元)			
						总计	2020E	2021E	2022E
在建	蒙西-晋中	596	2018.11	2020.6E	19	49.55	13		
	张北-雄安	639.8	2019.4	2020.12E	20	60	33		
	驻马店-南阳	380.6	2019.3	2020.7E	16	49.8	19		
计划	南阳-荆门-长沙	960	2020E	2021-2023E		200*	180	180	180
	南昌-长沙	786	2020E	2021-2023E		102*			
	武汉-荆门	470	2020E	2021-2023E		61*			
	驻马店-武汉	552	2020E	2021-2023E		72*			
	武汉-南昌	786	2020E	2021-2023E		102*			
交流小计						697	245	180	180
在建	青海-河南	1563	2018.11	2020.7E	21	231	77		
	雅中-江西	1704	2019.8	2021E 年初	23	245.72	128	64	
	陕北-湖北	1137	2020.2	2021E	23	185	89	97	
计划	白鹤滩-江苏	2172	2020.6E	2021-2023E		300	100	100	100
	白鹤滩-浙江	2193	2020.12E	2021-2023E		300*		100	100
	金上水电外送	/	2020.6E 完成预可研	2022-2024E		280*	250	250	250
	陇东-山东	1000	2020.6E 完成预可研	2022-2024E		140*			
	哈密-重庆	2300	2020.6E 完成预可研	2022-2024E		322*			
直流小计						2004	394	611	450
合计						2700	638	791	629

资料来源：国网电子商务平台，光大证券研究所测算；计划项目投资额根据历史项目每公里投资额推算，每年投资额按工期进度测算

**特高压建设将有力解决新能源电力消纳问题。**国家新基建之特高压建设将有力解决新能源电力消纳问题。2020 年 2 月，国家电网提出将新开工建设多条特高压项目，初步估计将拉动至少 30GW 的新能源项目建设。



### 5.3、公司光伏 EPC 业务发展值得期待

公司自 2015 年成立“能源电气事业部”开始，逐步进入光伏新能源领域，不断积累行业经验，积极参与各大新能源项目，目前公司已具备承建各型光伏电站的能力。公司通过与国有大型能源央企建立稳固合作关系，确保“项目有托底方、托底项目能建成、建成项目有效益”，避免垫付大额资金，有效提高投资回报率。公司经过近年来在光伏领域的积累，未来光伏 EPC 项目有望实现加速落地。

图 27：公司光伏 EPC 项目



资料来源：华荣官方网站

**项目开发能力卓越，下游覆盖国家大型能源央企。**通过近五年的布局，公司能源电气事业部已在全国光照、风力资源大省分别开发了专业新能源开发团队，与开发商一同获取了行业的先发优势，保持稳定的市场份额。公司通过项目合作，已与国家电投、国开新能源等大型能源央企开展合作。伴随国家新能源战略布局，原五大、四小发电企业均有极其强烈的新能源配置指标，公司能源电气事业部以此为契机，积极开拓央企 EPC 电力工程总承包的模式，进一步巩固了公司的业务份额。

**项目可建可投可持有，成功打通新能源良性生态链。**公司与新能源行业上市企业中来股份、天合光能、晶科电力等达成合作共识，以资源共享、优势互补的形式共同开发、建设、持有新能源项目。另外，公司未来也会与下游大型能源央企合作，共同开发建设并持有部分优质电站，享有清洁能源效益。公司在新能源项目的开发、建设、运营到资产变现等过程的顺利实施，标志着能源电气事业部完全打通了新能源产业生态链，为公司未来在新能源行业能够长期具有行业领先优势夯实了坚实基础。

## 6、盈利预测与投资评级

### 6.1、关键假设与盈利预测

华荣股份目前收入主要由防爆电器、专业照明设备、建筑安装三项业务贡献，2019 年三项业务合计占据总收入的近 94.54%。未来三年，公司厂用防爆电器、专业照明设备以及建筑安装业务有望分别在全球市场、国内市场取得快速增长。

表 9：华荣股份收入分项预测（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>厂用防爆电器</b>								
收入	7.82	7.29	8.33	9.90	11.71	15.22	19.03	23.79
增速(%)		-6.78	14.27	18.85	18.28	30.00	25.00	25.00
成本	3.23	2.83	3.26	3.95	4.40	5.71	7.14	8.92
毛利	4.60	4.46	5.07	5.96	7.31	9.51	11.89	14.87
毛利率(%)	58.75	61.17	60.91	60.13	62.42	62.50	62.50	62.50
<b>矿用防爆电器</b>								
收入	0.81	0.43	1.04	1.35	2.10	2.31	2.54	2.80
增速(%)		-46.91	141.86	29.81	55.56	10.00	10.00	10.00
成本	0.60	0.34	0.70	0.91	1.49	1.64	1.81	1.99
毛利	0.21	0.09	0.34	0.44	0.61	0.67	0.73	0.81
毛利率(%)	25.76	21.57	32.42	32.80	28.87	28.87	28.87	28.87
<b>专业照明设备</b>								
收入	2.36	2.25	2.38	2.17	2.73	3.82	5.35	7.49
增速(%)		-4.66	5.78	-8.82	25.81	40.00	40.00	40.00
成本	0.90	0.81	0.79	0.72	0.93	1.30	1.83	2.56
毛利	1.46	1.44	1.58	1.46	1.80	2.52	3.52	4.93
毛利率(%)	61.88	63.90	66.55	67.02	65.87	65.87	65.87	65.87
<b>建筑安装（光伏 EPC 业务）</b>								
收入	1.58	1.47	2.25	1.92	1.82	3.28	5.24	7.34
增速(%)		-6.96	53.06	-14.67	-5.21	80.00	60.00	40.00
成本	1.24	1.14	2.05	1.62	1.38	2.48	3.97	5.56
毛利	0.34	0.33	0.20	0.31	0.44	0.80	1.27	1.78
毛利率(%)	21.24	22.58	8.69	15.90	24.27	24.27	24.27	24.27
<b>其他业务</b>								
收入	0.60	0.56	0.79	0.97	1.07	1.18	1.29	1.42
增速(%)		-6.67	41.07	22.78	10.31	10.00	10.00	10.00
成本	0.36	0.32	0.48	0.50	0.55	0.62	0.68	0.75
毛利	0.24	0.24	0.33	0.46	0.50	0.56	0.61	0.67
毛利率(%)	40.00	42.86	41.77	47.42	46.73	47.17	47.17	47.17
<b>公司总收入</b>								
收入	13.17	12.00	14.79	16.31	19.43	25.80	33.45	42.83
增速(%)		-8.88	23.25	10.28	19.13	32.83	29.64	28.03
成本	5.97	-1.55	47.87	29.98	18.51	21.14	24.74	29.02
毛利	6.85	6.56	7.52	8.63	10.66	14.05	18.03	23.06
毛利率(%)	52.01	54.67	50.85	52.91	54.86	54.44	53.90	53.84

资料来源：wind，光大证券研究所预测

**厂用防爆电器业务全球市场拓展有望取得不断突破。**公司厂用防爆电器业务的下游主要是石油、化工、天然气等领域。厂用防爆电器业务在过去整体保持稳步增长，2019 年实现收入 11.71 亿元，毛利率为 62.42%。厂用防爆电器业务为公司全球化战略的核心主力，目前已经全面突破欧盟、美国、俄罗斯、南美、国际 IECEx 防爆技术壁垒，获得 400 多个国际证书，成为数十家国际知名业主企业及 EPC 公司的合格供应商，奠定了外贸业务快速增长的基础。经过过去十几年的耕耘，我们看好公司未来国际化的步伐有望实现加速。2020 年疫情导致全球产能收缩，同时叠加公司核心客户在过去两年取得不断突破，我们预计 2020 年此项业务有望实现 30% 的增速。假设疫情放缓，以及基数增长，我们预计 2021、2022 年增速将会下降到 25% 的水平。我们假定 2020-2022 年毛利率维持在 2019 年 62.50% 的水平。

**矿用防爆电器业务有望维持平稳发展。**公司矿用防爆电器业务下游主要为煤矿领域，2013 年受到下游煤矿企业整改，需求萎靡，业务收入规模出现大幅下滑。2016 年起煤矿供给侧改革持续推动，助力行业良性发展。公司矿用防爆电器业务收入由 2016 年的 0.43 亿元提升至 2019 年的 2.10 亿元。我们预期未来 2020-2022 年公司此项业务有望维持平稳发展，预计每年保持 10% 的收入增长，毛利率维持在 2019 年 28.87% 的水平。

**专业照明设备业务受益多方需求，未来三年有望实现快速增长。**专业照明设备业务在 2015-2019 年发展较为平稳，收入规模维持在 2-3 亿元。公司经过多年沉淀，并引入防爆电器业务成熟的业务发展商模式，同时叠加未来智慧城市建设、5G 基站、军工等多方面的需求释放，我们看好此项业务有望正式步入高速成长期，我们预计公司 2020-2022 年业务收入有望实现 40% 的增速。我们假定 2020-2022 年毛利率维持在 2019 年 65.87% 的水平。

**建筑安装业务——光伏 EPC 项目订单未来有望实现加速落地。**公司在 2013 年之后积极往新能源领域转型。公司自 2015 年成立“能源电气事业部”开始，逐步进入光伏新能源领域，现已具备承建各型光伏电站的能力，未来规划利用光伏 EPC 承包商的资源优势，自行持有光伏电站。公司经过近年来在光伏领域的积累，未来光伏 EPC 项目有望实现加速落地，我们预计公司 2020-2022 年业务收入分别有望实现 80%、60%、40% 的增速。我们假定 2020-2022 年毛利率维持在 2019 年 24.27% 的水平。

综上，我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别有望达到 25.80、33.45、42.83 亿元，增速分别为 32.83%、29.64%、28.03%，毛利率分别为 54.44%、53.90%、53.84%。公司 2019-2021 年净利润分别为 2.49、3.25、4.30 亿元，对应 EPS 为 0.74、0.96、1.27 元。

## 6.2、估值分析与投资评级

**相对估值：**华荣股份为国内防爆电器领域的龙头，也是 A 股上市公司中唯一一家专注防爆电器产业的公司。在可比公司选择中，我们基于华荣细分领域国内龙头、积极推展全球市场的两个成长特点，选取了具有同样属性的三家公司：捷昌驱动、恒立液压、中密控股。三家公司分别在国内线性驱动、油缸及液压件、机械密封件三个领域的优势地位显著，同时目前也在积极推动全球市场的拓展。目前三家可比公司 2020/2021 年平均 PE 为 30x/25x。

华荣股份 2020 年的 PE 仅为 20 倍，具有显著的估值优势。我们以 2020 年 30 倍估值计算，公司目标价为 22 元。

表 8：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 6 月 12 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（X）		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300470.SZ	中密控股	28.80	56.66	1.37	1.71	2.00	21	17	14
601100.SH	恒立液压	74.65	658.41	1.83	2.18	2.55	41	34	29
603583.SH	捷昌驱动	63.32	112.73	2.26	2.76	3.45	28	23	18
平均值							30	25	21
603855.SZ	华荣股份	14.98	50.51	0.74	0.96	1.27	20	16	12

资料来源：中密控股、恒立液压、捷昌驱动为 wind 一致预期，华荣股份为光大证券研究所预测

**绝对估值：**假设长期增长率为 2%；假设公司未来税收政策较稳定，公司为高新技术企业，预测公司未来税率为 11.30%。

表 9：华荣股份绝对估值关键假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta(\beta_{levered})$	0.77
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.52%
税率	11.30%
Kd	3.88%
Ve	5052.99
Vd	14.13
目标资本结构	0.28%
WACC	6.52%

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：华荣股份 FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	178.96	2.14%
第二阶段	811.02	9.69%
第三阶段（终值）	7383.89	88.18%
企业价值 AEV	8373.87	100.00%
加：非经营性净资产价值	679.15	8.11%
减：少数股东权益（市值）	65.48	-0.78%
减：债务价值	14.13	-0.17%
总股本价值	8973.40	107.16%
股本（百万股）	337.19	
每股价值（元）	<b>26.61</b>	
PE（隐含）	36.07	
PE（动态）	20.31	

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：敏感性测试结果（元）

	长期增长率		
WACC	1.50%	2.00%	2.50%
6.02%	28.03	31.04	34.90
6.52%	24.33	<b>26.61</b>	29.46
7.02%	21.34	23.11	25.27

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：估值结果汇总（元）

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	26.61	17.71-49.82	贴现率 $\pm 0.5\%$ ，长期增长率 $\pm 0.5\%$
APV	15.75	13.05-22.54	贴现率 $\pm 0.5\%$ ，长期增长率 $\pm 0.5\%$

资料来源：光大证券研究所预测

根据绝对估值结果，华荣股份的估值区间为 15.75~26.61 元。

投资评级：我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别有望达到 25.40、32.53、41.57 亿元，增速分别为 30.74%、28.08%、27.80%，毛利率分别为 55.11%、55.10%、55.20%。公司 2019-2021 年净利润分别为 2.49、3.25、4.30 亿元，对应 EPS 为 0.74、0.96、1.27 元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予华荣股份 22 元目标价（2020 年 PE 为 30x）。华荣股份为国内防爆电器领域的绝对龙头，海外市场拓展成果显著，未来有望创造出华荣世界性的品牌，同时公司专业照明业务也有望迎来加速成长期，因此我们首次覆盖给予“买入”评级。



## 7、风险提示

**1、宏观经济波动及下游行业景气程度变化风险。**公司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、铁路、港口、场馆等领域。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。

**2、市场竞争加剧的风险。**公司是国内产品种类最为齐全的防爆电器、专业照明设备供应商之一，凭借技术+营销两手硬，造就国内防爆领域领军者。近年来行业产能的扩张、原有企业的成长和新进入者的不断增加，未来可能使得行业竞争加剧。

**3、主要原材料价格波动风险。**公司产品生产所需主要原材料是铝制品、钢铁制品、光源件以及外购电器等。近年来，受宏观经济波动影响，铝、钢铁等大宗商品的价格波动导致公司部分原材料的市场价格存在一定的波动性，从而对公司盈利能力产生不利影响。



## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,631	1,943	2,580	3,345	4,283
营业成本	769	876	1,176	1,542	1,977
折旧和摊销	39	43	10	12	14
税金及附加	17	17	23	30	39
销售费用	611	693	942	1,171	1,499
管理费用	56	68	116	107	128
研发费用	54	70	129	117	150
财务费用	-2	-2	-2	-2	2
投资收益	12	7	7	7	9
营业利润	157	204	293	380	497
利润总额	173	218	284	371	488
所得税	21	25	32	42	55
净利润	152	194	252	329	433
少数股东损益	0	3	4	4	4
归属母公司净利润	152	190	249	325	430
EPS(按最新股本计)	0.46	0.56	0.74	0.96	1.27

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	201	305	453	287	418
净利润	152	190	249	325	430
折旧摊销	39	43	10	12	14
净营运资金增加	-4	-123	-1	309	348
其他	14	195	195	-359	-374
投资活动产生现金流	-85	144	-112	-98	-41
净资本支出	-37	-32	-120	-80	-50
长期投资变化	0	2	0	0	0
其他资产变化	-48	174	8	-18	9
融资活动现金流	-117	-105	-68	6	-49
股本变化	0	6	0	0	0
债务净变化	3	1	-2	80	51
无息负债变化	81	264	215	309	356
净现金流	2	346	274	195	328

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	52.9%	54.9%	54.4%	53.9%	53.8%
EBITDA 率	11.1%	13.6%	8.0%	11.7%	11.8%
EBIT 率	8.7%	11.3%	7.6%	11.4%	11.5%
税前净利润率	10.6%	11.2%	11.0%	11.1%	11.4%
归母净利润率	9.3%	9.8%	9.6%	9.7%	10.0%
ROA	6.0%	6.8%	7.7%	8.4%	9.3%
ROE (摊薄)	10.6%	12.7%	14.8%	16.8%	19.0%
经营性 ROIC	7.9%	14.2%	11.5%	17.8%	19.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	42%	46%	47%	49%	50%
流动比率	1.79	1.77	1.70	1.64	1.65
速动比率	1.51	1.48	1.39	1.32	1.31
归母权益/有息债务	480.95	414.80	1060.78	23.71	17.06
有形资产/有息债务	802.29	759.04	1972.43	46.32	34.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,533	2,861	3,259	3,901	4,642
货币资金	336	702	976	1,171	1,499
交易性金融资产	0	51	50	50	50
应收账款	835	873	658	711	728
应收票据	160	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	32	48	52	67	86
存货	297	382	470	617	791
其他流动资产	205	258	367	497	656
流动资产合计	1,877	2,326	2,589	3,134	3,837
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	401	332	353	384	411
在建工程	0	0	51	64	59
无形资产	98	75	66	58	51
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	7	7	7	7
非流动资产合计	656	535	670	767	805
总负债	1,063	1,328	1,541	1,930	2,337
短期借款	3	2	0	80	131
应付账款	199	239	353	463	593
应付票据	97	171	294	386	494
预收账款	47	86	155	201	257
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,048	1,313	1,524	1,913	2,319
长期借款	0	1	1	1	1
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	15	15	17	17	17
股东权益	1,470	1,533	1,718	1,971	2,306
股本	331	337	337	337	337
公积金	773	817	842	865	865
未分配利润	337	377	533	760	1,091
归属母公司权益	1,443	1,503	1,684	1,934	2,265
少数股东权益	27	30	34	37	41

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	37.43%	35.65%	36.50%	35.00%	35.00%
管理费用率	3.46%	3.51%	4.50%	3.20%	3.00%
财务费用率	-0.12%	-0.09%	-0.07%	-0.05%	0.04%
研发费用率	3.31%	3.59%	5.00%	3.50%	3.50%
所得税率	12%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.20	0.22	0.29	0.39
每股经营现金流	0.61	0.90	1.34	0.85	1.24
每股净资产	4.36	4.46	4.99	5.73	6.72
每股销售收入	4.93	5.76	7.65	9.92	12.70

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	33	27	20	16	12
PB	3.4	3.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	28.3	18.8	23.8	12.9	10.1
股息率	1.3%	1.3%	1.5%	2.0%	2.6%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼