



Research and
Development Center

掘金国内新市场，扬帆海外新征程

——华荣股份（603855）深度报告

2020年09月28日

罗政 机械行业首席分析师

掘金国内新市场，扬帆海外新征程

2020年09月28日

本期内容提要：

- ◆ **深耕防爆电器行业 30 余年，行业领先优势持续凸显。** 公司是国内防爆电器龙头，深耕防爆电器行业 30 余年，主要产品包括厂用防爆电器、矿用防爆电器和专业照明设备等，公司产品类别齐全、规格型号众多，小到防爆接线盒、防爆开关，大到防爆开关柜、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。公司产品下游应用领域主要为油气、化工、能源、城建等，主要客户包括中石油、国家电投、中船重工、壳牌、雪佛龙、沙特阿美、陶氏化学等国内外龙头。公司市占率连续 20 年稳居行业第一，行业领先优势持续凸显。
- ◆ **行业仍在加速整合，公司市占率还将持续提升。** 随着我国安全生产监管力度的不断趋严，石油、化工等传统行业对防爆的需求稳定增长，医药、白酒、城市管廊等新行业对防爆电器需求快速提升。目前我国防爆电器市场规模约为 70 亿元，存量+增量的逻辑带动市场规模稳步提升；目前我国防爆电器行业集中度仍偏低，行业生产企业达 400 多家，规模较大的主要包括华荣股份、新黎明、飞策、光电科技、合隆和北方等。华荣股份作为国内防爆电器龙头，国内市占率约为 21.9%，排名第二的新黎明份额为 9.0%，不足华荣一半。未来随着认证标准提升、市场监管力度加大，以及行业准入门槛提升，行业集中度提升也是势在必行，华荣市场占有率仍有进一步提升空间。
- ◆ **目标全球防爆电器龙头，加速海外市场拓展。** 全球防爆电器市场规模约为 50 亿美元，其中第一梯队企业主要为 Eaton 和 Emerson，两家企业在全世界防爆电器中的占比约为 40%。第二梯队企业主要为华荣股份、Bartec 和 R.Stahl 等，华荣股份市占率约为 5.5%，略高于 Bartec 和 R.Stahl。Bartec 和 R.Stahl 等老牌欧洲企业目前已经陷入了增长停滞期，R.Stahl 近几年来都处于亏损当中，员工人数也在持续下降。我们认为华荣股份有望凭借技术、质量、服务、价格等优势，跻身全球防爆电器第一梯队。公司目前已经获得 400 百多项国际产品证书，多项产品取得了美国 FM/UL、欧盟 ATEX、国际 IECEx、俄罗斯 CUTR、巴西 INMETRO 认证等国际质量标准认证。此外，公司已成为英国石油、壳牌、巴斯夫、埃克森美孚等 60 多个国际核心用户的合格供应商，未来全球市占率有望持续提升。
- ◆ **专用照明领域自然延伸，有望成为公司新增长极。** 近年来，随着石油、煤炭以及化工等行业固定资产投资增加，专业照明设备需求稳步提升。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，智能照明将进一步驱动我国专业照明设备需求的增长。目前我国专业照明领域依旧被飞利浦、库柏、欧司朗、GE 照明等外资品牌占据主要市场，随着华荣股份等国产专业照明企业的崛起，未来我国专业照明领域存在较大进口替代空间。公司在高铁站以及各类型工厂已经有非常多专

证券研究报告

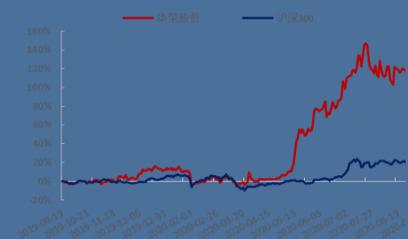
公司研究——深度研究

华荣股份（603855.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

华荣股份相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

罗政 机械行业首席分析师
 执业编号：S1500520030002
 联系电话：+86 61678586
 邮箱：luozheng@cindasc.com

刘崇武 机械设备行业研究助理
 邮箱：liuchongwu@cindasc.com

公司主要数据（2020.9.25）

收盘价(元)	17.91
52周内股价波动区间(元)	8.48-21.99
最近一月涨跌幅(%)	-5.24
总股本(亿股)	3.37
流通 A 股比例(%)	98.22%
总市值(亿元)	60

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

业照明案例。同时，公司自主研发的海上直升机平台助降照明系统打破国外垄断，填补国内技术空白。此外，公司在湖州投资 1.5 亿元打造专业照明设备新基地，随着湖州产能的逐步释放，公司专业照明设备有望成为公司业务新增长极。

- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 0.77、1.01 和 1.33 元，对应 2020 年 9 月 25 日收盘价（17.91 元/股）市盈率 23/18/13 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**国家防爆政策进一步趋严；公司海外订单持续增长；
- ◆ **风险因素：**下游景气度不及预期；海外拓展不及预期，市场竞争加剧风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,631.28	1,942.55	2,372.75	3,021.60	3,855.02
增长率 YoY %	10.26%	19.08%	22.15%	27.35%	27.58%
归属母公司净利润(百万元)	152.36	190.13	260.11	340.10	449.85
增长率 YoY%	20.82%	24.79%	36.81%	30.75%	32.27%
毛利率%	52.87%	54.89%	54.39%	54.04%	53.67%
净资产收益率 ROE%	10.56%	12.65%	15.38%	17.20%	19.39%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.56	0.77	1.01	1.33
市盈率 P/E(倍)	40	32	23	18	13.42
市净率 P/B(倍)	4.19	4.02	3.52	3.02	2.58

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 09 月 25 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
防爆电器隐形冠军，国内市占率稳居第一	2
深耕防爆电器行业 30 余年，国内市场龙头地位稳固	2
收入规模持续增长，盈利能力仍有提升空间	4
主要股东自愿延长锁定期，股权激励绑定核心骨干	5
行业加速整合，公司市占率有望持续提升	6
安全生产逻辑强化，行业需求持续提升	6
国内防爆行业加速整合，公司市占率有望持续提升	10
目标全球防爆电器龙头，加速海外市场拓展	12
全球防爆电器市场面临加速洗牌	12
打破全球防爆资质认证壁垒，海外布局初见成效	15
专用照明领域自然延伸，有望贡献新增长极	16
下游资本开支增加叠加智能照明趋势，专业照明设备稳步增长	16
立足进口替代，发力专用照明	22
实力雄厚，打造新基地发力专业照明业务	26
盈利预测、估值与投资评级	27
盈利预测	27
估值与投资评级	28
风险因素	28

表 目 录

表 1: 股权激励计划业绩考核目标	6
表 2: 防爆电器监管政策	7
表 3: 国内防爆电器市场竞争格局	10
表 4: 国际防爆电器市场竞争格局	13
表 5: 专业照明下游客户需求及认证	17
表 6: 专业照明政策及主要内容	21
表 7: 我国专业照明企业简介	23
表 8: 可比公司盈利及估值对比	28

图 目 录

图 1: 公司发展历程	2
图 2: 公司主营业务构成	2
图 3: 公司产品下游应用场景	2
图 4: 2019 年国内防爆电器市场份额	3
图 5: 公司各业务占比	3
图 6: 公司主营业务构成	4
图 7: 公司归母净利润及增速	4
图 8: 公司综合毛利率	5
图 9: 公司各产品毛利率	5
图 10: 公司净利率	5
图 11: 公司期间费用率	5
图 12: 公司股权结构	6
图 13: 国内防爆电器市场需求量	8
图 14: 石油和天然气开采业固定资产投资额	8
图 15: 化工行业固定资产投资额	8
图 16: 中国生物制药行业收入	9
图 17: 中国医药制造业固定资产投资额	9
图 18: 中国酒、饮料和精制茶制造业固定资产投资额	10
图 19: 酒、饮料和精制茶制造业企业景气指数	10
图 20: 电光科技、华荣股份防爆电器收入对比	11
图 21: 华荣股份与电光科技防爆电器毛利率对比	11
图 22: 公司国内核心客户	12
图 23: 国际防爆电器市场需求量	13
图 24: Stahl 营收及增速	14
图 25: Stahl 各地区业务占比	14
图 26: Stahl 归母净利润及增速	14
图 27: Stahl 人员数量	14
图 28: 公司国外核心客户	15
图 29: 公司境外营收及增速	16
图 30: 公司国内外收入占比	16
图 31: 专业照明下游应用	17
图 32: 固定资产投资完成额	18
图 33: 石油、煤炭及其他燃料加工固定资产投资完成额	19
图 34: 化学原料及化学制品固定资产投资完成额	19
图 35: 铁路固定资产投资	20
图 36: 铁路运输固定资产投资累计同比增速	20
图 37: 我国消防应急灯市场规模	20
图 38: 全球智能照明行业市场规模	22
图 39: 中国智能照明行业市场规模	22
图 40: 全球专业照明设备龙头照明设备收入（百万欧元）	24
图 41: 欧司朗中国地区收入	25

图 42: 海洋王营收及增速	25
图 43: 华荣股份专业照明收入及增速	25
图 44: 华荣股份专业照明设备毛利率与海洋王毛利率比较	26
图 45: 公司专业照明部分示范工程	26
图 46: 华荣股份专业照明收入及增速	26
图 47: 华荣股份海上直升机平台助降照明系统	27

投资聚焦

我们与市场主流认识不同的是：

(1) 我们认识到防爆电器行业具备中期成长潜力。防爆电器的传统应用行业主要为石油、化工、煤矿、天然气等行业，近年来，我国尤其勘探开发投资保持景气、新建的大型石油炼化项目持续增长、煤炭市场逐步回暖，带动公司产品需求水涨船高，收入规模保持稳步增长。我们认为，未来5年的维度来看，石油化工、天然气等传统行业的投资还将保持稳中有增，“存量更新+增量投资”逻辑确保公司主要业务稳步增长，但与此同时，随着防爆监管力度的不断趋严，医药、白酒、食品饮料以及城市管廊等新行业的投资和改造，也增加了对防爆电器的需求，使得防爆电器行业具备中期成长的潜力；

(2) 我们认识到行业集中度提升势在必行。目前，我国防爆电器行业生产企业数量达400多家，大部分为中低端的落后产能。国内规模较大的防爆电器企业主要包括华荣股份、新黎明、飞策、光电科技、合隆和北方等。华荣股份作为国内防爆电器龙头，国内市占率约为21.9%，连续20年国内市占率第一。而排名第二的新黎明市占率约为9.0%，不足华荣公司的一半。未来随着认证标准提升、市场监管力度加大以及行业准入门槛提升，中小企业在成本控制、客户服务等方面将难以与头部企业进行全方位竞争，整个行业仍然呈现出集中度提升的趋势，而华荣将最为受益这一进程；

(3) 我们认识到公司全球化布局才初露锋芒，后续增长潜力值得期待。全球防爆电器企业主要有Eaton、Emerson、华荣股份、Bartec和R.Stahl等。目前Bartec和R.Stahl等第二梯队企业目前已经陷入了增长停滞期，R.Stahl近3年都处于亏损当中，员工人数也在持续下降。我们认为华荣股份有望凭借技术、质量、服务、价格等优势，跻身全球防爆电器第一梯队。公司目前已经获得400百多项国际产品证书，多项产品取得了美国FM/UL、欧盟ATEX、国际IECEX、俄罗斯CU TR、巴西INMETRO认证等国际质量标准认证。此外，公司已经成为英国石油、壳牌、巴斯夫、埃克森美孚等60多个国际核心用户的合格供应商，未来还将持续布局海外分公司、合资公司，完善销售网络，积极参与全球竞争。

防爆电器隐形冠军，国内市占率稳居第一

深耕防爆电器行业 30 余年，国内市场龙头地位稳固

防爆电器龙头，市占率连续 20 年稳居行业第一。公司成立于 1987 年，成立以来一直从事防爆电器的研究、开发与生产制造。2005 年进军海外，2014 年通过美国 FM 认证，2018、2019 年分别在迪拜和香港设立分公司。经过 30 余年发展，公司已成为全球领先的防爆电器企业，国内市占率稳居行业第一。目前公司产品已经在油气、化工、能源、城建、医疗、白酒、军工等领域广泛应用，主要客户包括中石油、国家电投、中船重工、壳牌、雪佛龙、沙特阿美等国内外行业巨头。

图 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司产品系列丰富，产品型号达上千种。公司主要产品包括厂用防爆电器、矿用防爆电器和专业照明设备。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、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。

图 2: 公司主营业务构成



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

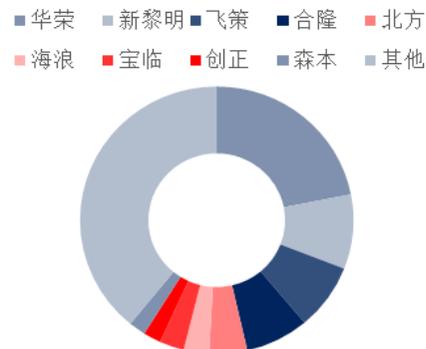
图 3: 公司产品下游应用场景



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

行业竞争力优势明显，销售规模超过国内第二名两倍。公司防爆电器产品处于国内领先地位，市场占有率连续 20 年国内第一。根据中国防爆电器协会统计数据，2019 年国内防爆电器市场销售额为 70 亿元，其中华荣股份占有 21.9% 的市场份额，远超行业其他公司。排名第二名的新黎明份额为 9.0%，仅为公司的一半，与公司差距较大。

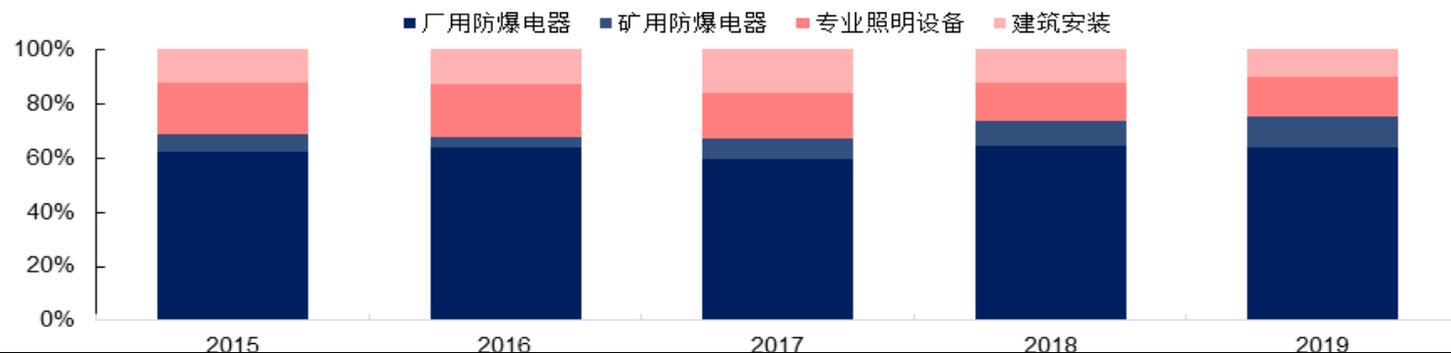
图 4：2019 年国内防爆电器市场份额



资料来源：中国防爆电器协会，信达证券研发中心测算

防爆电器营收占比持续提升。公司主营业务包括厂用防爆电器、矿用防爆电器、专业照明设备和建筑安装（光伏 EPC）四大类。近几年，煤炭、石油、化工行业对安全生产和生产效率重视程度增加，对防爆电器产品的需求增长，公司防爆电器收入占比持续提升。2019 年，公司防爆电器收入占比为 75.22%，其中厂用防爆电器实现收入 11.71 亿元，占比为 60.30%；矿用防爆电器实现收入为 2.10 亿元，占比为 10.81%。此外，公司 2019 年专业照明设备实现收入 2.73 亿元，占比为 14.06%，建筑安装业务实现收入 1.82 亿元，占比为 9.37%。

图 5：公司各业务占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

收入规模持续增长，盈利能力仍有提升空间

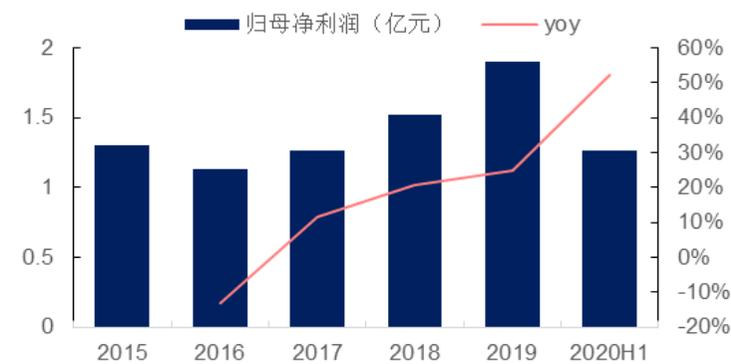
公司收入规模持续增长。近年来，受益于煤炭、石油、化工行业的需求增加，公司防爆电器业务增长迅速，驱动公司业绩增长。2015年至2019年，公司营业收入由13.17亿元增长至19.43亿元，年复合增速达到10.21%，归母净利润由1.3亿元增长至1.9亿元，年复合增速达到9.95%。2019年，公司实现营业收入19.43亿元，同比增长19.08%，归母净利润为1.9亿元，同比增长24.39%。2020年上半年，公司实现营业收入8.83亿元，同比增长13.44%，归母净利润为1.26亿元，同比增长52.34%。

图6：公司主营业务构成



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图7：公司归母净利润及增速

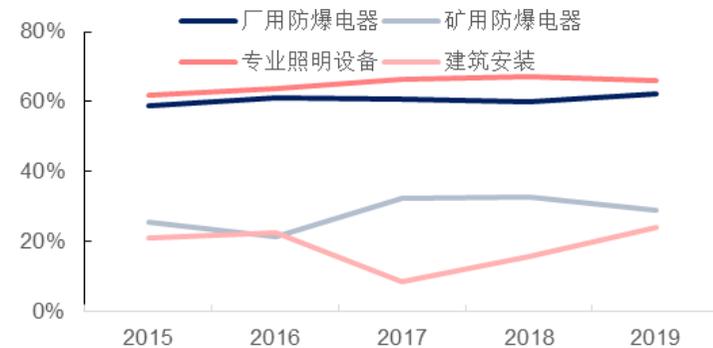


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

厂用防爆电器占比提升叠加毛利率提升驱动公司综合毛利率增长。2017年至2019年，公司综合毛利率从60.91%提升至62.42%，提升1.51pct。公司综合毛利率提升一方面是由于高毛利率的厂用防爆电器占比从2017年的56.28%提升至2019年的60.3%。另一方面是由于厂用防爆电器毛利率也在持续提升，2019年公司厂用防爆电器毛利率为62.42%，同比提升2.29pct。2019年公司矿用防爆电器和专业照明设备的毛利率分别为28.87%和65.87%。

图 8: 公司综合毛利率


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

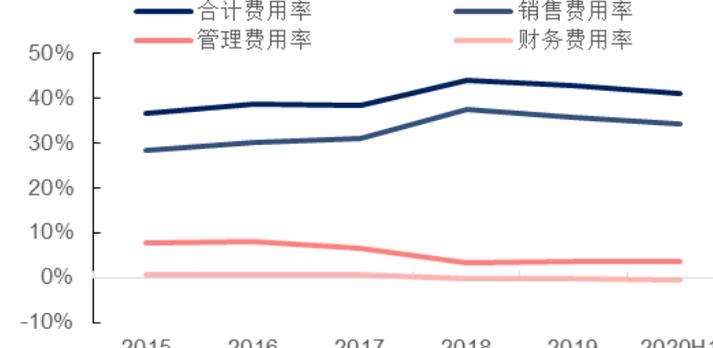
图 9: 公司各产品毛利率


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

费用率下降, 盈利能力提升。2020 年上半年公司净利率为 14.30%, 同比提升 3.65pct。公司净利率提升主要是由于费用率下降。2020 年上半年公司费用率合计为 40.9%, 同比下降 5.39pct。其中销售费用率为 34.11%, 同比下降 4.24pct, 销售费用率较高主要是公司采用的业务发展商模式。管理费用率为 3.60%, 同比下降 0.58pct; 财务费用率为 -0.63%, 同比下降 0.63pct; 研发费用率为 3.83pct, 同比上升 0.08pct。

图 10: 公司净利率


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 11: 公司期间费用率


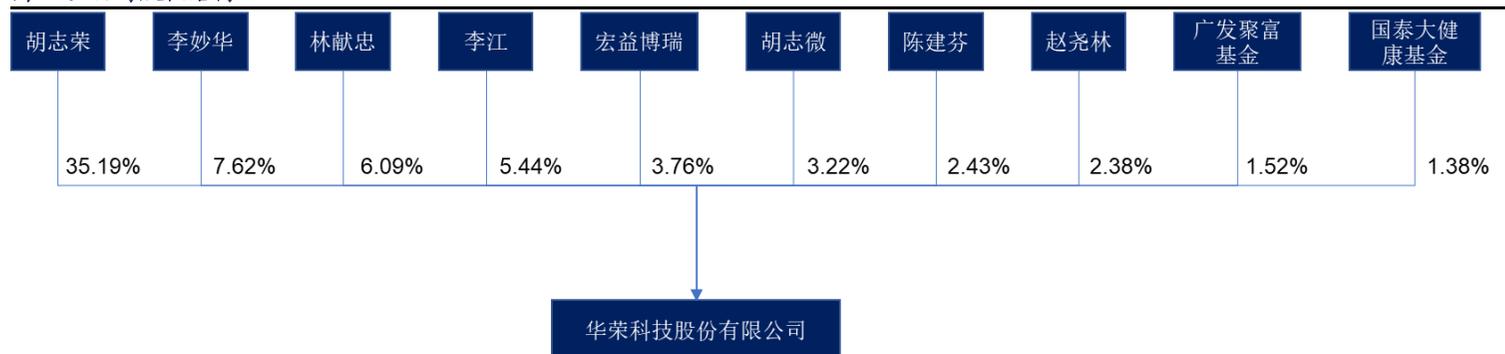
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

主要股东自愿延长锁定期, 股权激励绑定核心骨干

股权结构稳定, 管理层看好公司发展。公司控股股东, 实际控制人为公司创始人胡志荣, 持有公司 35.19%股份。公司其余 4 位发起人李妙华、林献忠、李江、陈建芬分别持有公司 7.62%, 6.09%, 5.44%, 2.43%股份。且上述股东基于对公司未来发展

展前景的信心和长期投资价值的认可，在 2020 年 4 月 28 日公告称未来十二个月内（2020 年 4 月 26 日起至 2021 年 4 月 25 日）不以任何方式减持所持有的公司股份。

图 12: 公司股权结构



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

实施股权激励，激发员工积极性。2019 年 11 月，公司发布股权激励计划草案，本次股权激励计划授予限制性股票数量 662 万股，占该激励计划草案公告时公司股本总额的 2.00%。激励计划类别为中层管理人员及骨干员工（193 人），授予股权数量 613 万股，占股权激励计划股票数量的 92.6%，其余 7.4% 为预留部分。股权激励的年度业绩考核目标为与 2018 年相比，2019 年、2020 年以及 2021 年净利润增速不低于 6%、13%、20%。我们认为股权激励计划的实施有利于进一步提升员工积极性。

表 1: 股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票，第一个解除限售期	相比 2018 年，2019 年净利润增长率不低于 6%。
首次授予的限制性股票，第二个解除限售期	相比 2018 年，2020 年净利润增长率不低于 13%。
首次授予的限制性股票，第三个解除限售期	相比 2018 年，2019 年净利润增长率不低于 20%。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业加速整合，公司市占率有望持续提升

安全生产逻辑强化，行业需求持续提升

防爆电器是指应用于存在易燃易爆气体、粉尘等环境下，为油田、化工设施、煤矿等场所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，以对其可能产生的高温、电火花等进行控制和隔离的电气设备。防爆电器可分为厂用防爆电器市场和矿用防爆电器。其中厂用防爆电器主要应用于石油、化工、天然气、军工、制药等行业，以石油、化工行业为主；矿用防爆电器主要应用于含有沼气、甲烷等爆炸气体和煤尘的煤矿井下，与煤矿业景气程度密切相关。

防爆电器监管力度逐步趋严。近年来，随着国内政府主管部门，各类企业的安全生产意识不断增强，作为生产安全重要保障环节之一的防爆电器产品的监管力度也在不断加大。2015 年底和 2016 年，国家分别修改了《煤矿企业安全生产许可证实施办法》和《煤矿安全规程》，对于煤矿作业设备要求进一步提升，对防爆设备的需求有望提升。2019 年国家安全监管总局将防爆电器纳入到 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，对于防爆电器的监管力度进一步趋严。此外，防爆电器纳入 3C 监管后，不仅在生产端会受到监管，在销售端也会受到监管，很多小企业的产品可能达不到认证标准而面临淘汰，将加速行业洗牌。

表 2: 防爆电器行业监管政策梳理

时间	颁布单位	法律法规	内容
2019 年 7 月	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； <u>自 2020 年 10 月 1 日起</u> ，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 3 月	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》	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 2 月	安监总局	《煤矿安全规程》	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，并定期检查；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；井下爆炸物品库必须采用矿用防爆型照明设备；发爆器或者电力起爆接线盒必须采用矿用防爆型
2015 年 12 月	安监总局	《煤矿企业安全生产许可证实施办法》	要求加强井下电气设备选型的防爆要求，瓦斯抽采、利用设备，井下爆炸物品库等设施必须采用矿用防爆型电气设备
2013 年 11 月	国务院	《国务院办公厅关于进一步加强的煤矿安全生产工作的意见》	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；推进煤矿安全质量标准化和自动化、信息化建设
2012 年 8 月	工信部	《关于促进安全产业发展的指导意见》	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（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；重点培育安全产业市场，引导和促使企业及各级政府加大安全投入。
2011 年 11 月	国务院	《国务院关于坚持科学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：国家安监局网站，招股说明书，信达证券研发中心

国内防爆电器市场规模约为 70 亿元。根据中国防爆电器协会统计数据，2019 年，国内防爆电器市场规模约为 70 亿元。随着我国石油、化工、煤炭、医疗、食品、军工等行业安全与规范不断趋严，我国防爆电器需求有望保持稳定增长。

图 13: 国内防爆电器市场需求量



资料来源: 中国防爆电器协会, 信达证券研发中心

石油, 化工等传统工业景气度复苏驱动防爆电器需求增长。石油、化工等传统工业作业场所存在的易燃易爆气体种类繁多, 生产、储存、运输等环节工艺装备复杂多样, 爆炸危险因素难以分析判定, 因此对防爆电器设备的要求较高, 其行业景气度对防爆电器需求有较大影响。2016 年以来, 我国石油及天然气开采固定资产投资额开始稳步增长, 化学原料以及化学制品的固定资产投资额也在逐步增加, 石油化工固定资产投资额不断增长为防爆电器市场的增长提供了坚实基础。

图 14: 石油和天然气开采业固定资产投资额



资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

图 15: 化工行业固定资产投资额

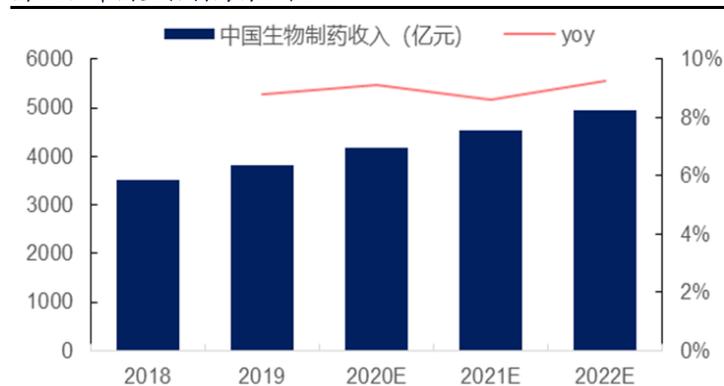


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

生物制药固定资产投资增加, 对防爆电器需求有望提升。在制药企业药品合成车间和提取车间, 由于使用了大量具有挥发性的有机物质, 这些物质的蒸气与空气混合成一定比例, 达到爆炸浓度, 遇到明火、高温、电弧等就会发生燃烧或爆炸, 在制酒

企业中，由于车间具有大量的乙醇挥发物，自然就成了易燃易爆危险区域。这些都形成了对防爆电器新的需求。2019年，中国生物制药收入规模为3830亿元，预计到2022年生物制药的行业规模能达到5000亿元。2010年至2019年，中国医药制造业固定资产投资额由1942亿元增长至6749亿元，年复合增长率为14.85%。制药行业的增长也将带动防爆电器需求的增长。

图 16: 中国生物制药行业收入



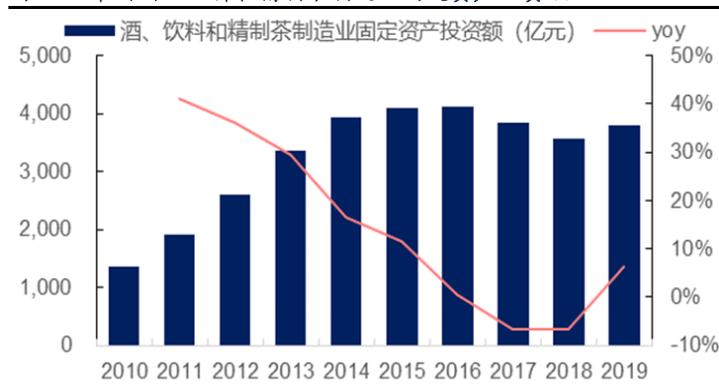
资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

图 17: 中国医药制造业固定资产投资额

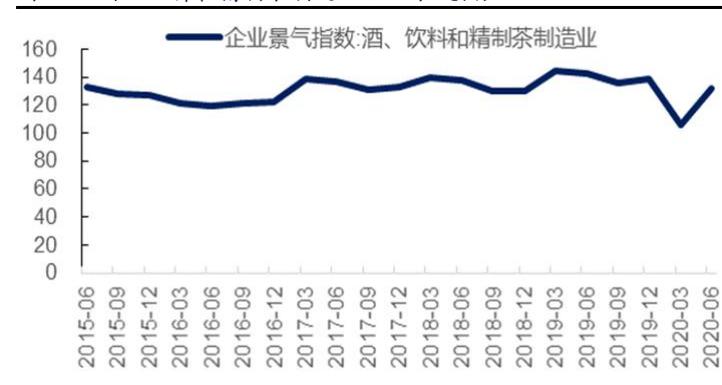


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

白酒安全监管趋严，对防爆电器需求增加。白酒在制造以及储存过程中容易产生乙醇等易燃易爆气体，根据中华人民共和国安全生产行业标准中的《白酒企业安全管理规范》，白酒企业的原酒储存场所必须有防火、防爆措施，防爆电器的配置应符合整体防爆要求，必须选用防爆检验单位检验合格的防爆电器产品。早年，监管部门对于白酒行业防爆监管力度较弱，包括很多大型白酒企业并未按照要求安装防爆电器。近年来，随着监管的不断加强，目前国内头部白酒企业已经对工厂中电器进行改造，按照相关规定安装防爆电器。同时，近年来，白酒行业也持续维持高景气，行业固定资产投资也维持在高位，有足够的资金实力安装防爆电器。我们认为白酒行业安全监管的趋严将带动防爆电器需求的持续增长。

图 18: 中国酒、饮料和精制茶制造业固定资产投资额


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

图 19: 酒、饮料和精制茶制造业企业景气指数


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

城市综合管廊建设加速, 带动防爆电器需求增长。城市综合管廊主要用于城市地下所有的给排水、热力、燃气、电力、通信及广电等基础市政管线的市政公共设施。城市综合管廊燃气舱中铺设的燃气管道存储、输送大量可燃气体, 存在爆炸风险, 在电气设计时形成对防爆电器的需求。目前, 全国地下综合管廊已建设里程约 1700 公里。其中, 当前试点的 10 个城市总投资 351 亿元, 全国共有 69 个城市在建地下综合管廊约 1000 公里, 当前行业总投资规模超过 1700 亿元。未来地下综合管廊需求超 3 万公里, 投资规模将达 1.8 万亿。我们认为地下综合管廊的建设, 将带动防爆电器需求的增长。

国内防爆行业加速整合, 公司市占率有望持续提升

公司产品种类齐全, 竞争优势明显。防爆电器已基本实现国产化, 主要企业包括华荣股份、光电科技、新黎明、飞策、合隆和北方等。华荣作为国内防爆电器的龙头, 防爆产品系列最为齐全, 产品类型小到防爆接线盒、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, 能满足不同行业客户对防爆电器的要求, 国内市占率达到 21.9%。第二梯队企业新黎明、飞策、合隆的市占率分别为 9.0%、8.0%、7.5%, 均与华荣存在较大差距。

表 3.国内防爆电器市场竞争格局

公司	简介
华荣股份	是国内领先的防爆电器、专业照明设备供应商, 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。
电光科技	是国内领先的矿用防爆电器制造商, 在矿用防爆电器领域占有主导地位, 产品包括矿用防爆电器设备, 矿用防爆监测监控设备, 矿用应急救援产品
新黎明	是一家专业生产厂用防爆电器的全国性无区域企业, 生产厂用防爆电器、防爆灯具、防爆管件、防爆仪表、防爆风机等五大类 100

多个系列 500 多个规格的产品

飞策

专业从事生产防爆电器，防爆灯具，防爆管件，防爆配电装置，防爆风机，粉尘防爆，防腐防尘，防水等九大类：百余系列上千种防爆产品

合隆

是专业生产防爆电器，防爆灯具，防爆管件，防爆，全塑防爆，粉尘防爆，不锈钢防爆等安防产品的诚信安防企业

北方

主导产品包括防爆电器、防爆灯具、防爆管件等三大部分，百余种系列，千余种规格

资料来源：公司官网，电光科技官网，新黎明官网，信达证券研发中心

电光科技是国内领先的矿用防爆电器制造商，在矿用防爆电器领域占有主导地位。2016 年下半年开始，因煤炭整体市场回暖，电光科技矿用防爆电器销售也出现较大幅度的回升。2016 年至 2019 年，电光科技矿用防爆电器营收从 3.34 亿元增长至 7.3 亿元，年复合增长率为 29.78%。

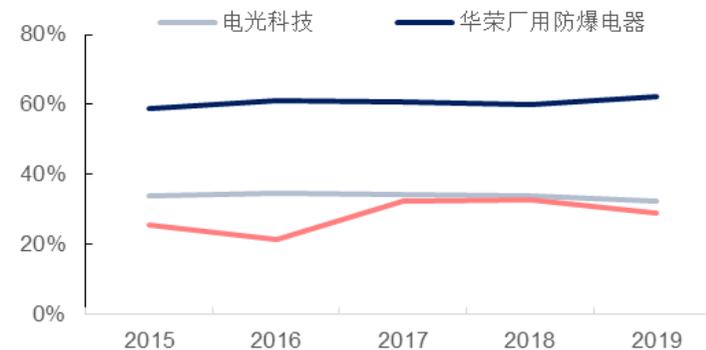
与电光科技相比，华荣的防爆电器主要集中在厂用防爆器，华荣防爆电器总的营收规模显著高于比电光科技。毛利率看，华荣矿用防爆器毛利率为 28.87%，略低于电光科技（32.29%）。但公司厂用防爆电器毛利率远高于矿用防爆电器，2019 年，华荣股份厂用防爆器毛利率为 62.42%。

图 20：电光科技、华荣股份防爆电器收入对比



资料来源：电光科技年报，公司年报，信达证券研发中心

图 21：华荣股份与电光科技防爆电器毛利率对比



资料来源：电光科技年报，公司年报，信达证券研发中心

行业加速洗牌，公司市占率有望持续增长。我国防爆电器行业产业集中度低，生产企业过多。目前，我国防爆电器行业生产企业达 400 多家，规模参差不齐。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。同时，部分小企业问题突出，生产条件和工艺落后，产品质量得不到保证。未来随着认证标准提升、市场监管力度加大，行业准入门槛提升，将加速行业洗牌。用户对安全意识加强，大型用户优选集采和年度框架广泛执行，将促使市场集中度提升，华荣股份等头部企业市占率有望持续增长。

产品质量稳定可靠。拥有国内首家防爆电器 CNAS 检测能力实验室。防爆电器由于应用在石油、化工等高爆炸风险的行业，

下游客户对防爆电器产品的电气性能、安全性高度重视。公司多项产品取得了欧盟 CE 认证、中国船级社 CCS 认证等权威产品质量认证，产品质量稳定可靠。2019 年 4 月，华荣科技股份有限公司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，这是国内首家具有防爆电气与照明灯具设备 CNAS 检测能力的实验室，可用于防爆电气及照明灯具等设备的监测，覆盖 IEC60079 系列、GB3836 系列等 16 项国际及国内标准的检测试验能力。标志着公司硬件设施、管理水平和检测能力均达到国际认可准则要求。

深度绑定核心客户，下游客户均为相关领域大型企业。防爆电器产品属于保障石油、化工、煤矿、天然气等领域安全生产的重要电气设备，下游客户对其产品质量、技术水平、营销服务能力以及公司品牌、生产规模、产品历史安全记录等方面均高度关注。公司自成立以来产品质量可靠，售后服务不断完善，与下游客户形成了良好的合作关系。主要客户包括中国石油、中国石化、国家电网等相关领域内的大型企业或其下属子公司。

图 22: 公司国内核心客户



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

目标全球防爆电器龙头，加速海外市场拓展

全球防爆电器市场面临加速洗牌

全球防爆电器市场空间超过 50 亿美金。全球视角看，发达国家和地区的防爆电器行业发展已经较为成熟；新兴市场国家对石油、天然气、煤炭等能源需求不断增长，将成为未来全球防爆电器市场增长的主要推动力。2019 年，防爆电器全球需求量为 50 亿美元，未来有望持续增长，预计到 2025 年全球防爆电器市场规模达到 80 亿美元。

图 23: 国际防爆电器市场需求量


资料来源: 联邦德国物理研究院 PTB, 信达证券研发中心

华荣位列全球第二梯队, 向第一梯队龙头进发。全球防爆电器市场规模约为 50 亿美元, 全球防爆电器企业第一梯队主要为 Eaton 和 Emerson, 第二梯队企业主要包括华荣、Bartec 和 R.Stahl 等。Eaton 和 Emerson 主营业务并非防爆电器, 通过资本收购进入防爆电器领域。Eaton 作为全球防爆电器龙头, 2012 年通过收购库柏工业集团进入防爆领域, 在全球防爆电器领域市占率约为 25%, 下属防爆品牌主要有 Cooper Crouse-Hinds、CEAG。Emerson 在全球防爆电器领域市占率约为 15%, 旗下的防爆品牌主要有 APPLETON 和 A.T.X 等, 其中 APPLETON 是世界最大的美标防爆电气和防爆灯具供应商。华荣股份在全球防爆电器中市占率约为 5%。Bartec 和 R.Stahl 为欧洲防爆市场领导品牌, 全球市占率也在 4%-5%。

表 4. 国际防爆电器市场竞争格局

公司	简介
Eaton	成立于 1911 年, 是一家全球动力管理公司。2012 年通过收购库柏工业集团进入防爆领域, 下属防爆品牌主要有 Cooper Crouse-Hinds、CEAG, 为全球防爆电气产品的领跑者, 拥有全系列的防爆电气产品解决方案
Emerson	成立于 1890 年, 是一家全球性的技术与工程公司。下属防爆品牌有 APPLETON、A.T.X 等。APPLETON 是世界最大的美标防爆电气和防爆灯具供应商, 产品种类超过 20,000 种, 广泛应用在油田, 石化, 制药, 造纸等各种行业和各个危险区域。
华荣股份	成立于 2010 年, 是国内领先的防爆电器、专业照明设备供应商, 主要从事防爆电器、专业照明的研发、生产和销售。
Bartec	成立于 1975 年, 世界防爆行业的领导者。主要客户包括世界各地的石油和天然气行业以及化工、石化和制药公司。
R.Stahl	成立于 1876 年, 是欧洲防爆市场领导品牌, 在防爆和高空安全方面处于世界领先地位, 提供各种形式的防爆和安全技术, 包括 LED 照明、控制箱、信号设备或监控设备等等。

资料来源: Eaton 官网, Bartec 官网, 信达证券研发中心

R.Stahl 和 Bartec 等老牌防爆企业增长缓慢甚至出现下滑。R.Stahl 和 Bartec 等老牌的欧洲防爆电器企业由于技术的更新速度较慢, 加上服务水平与华荣股份等国内企业相比存在差距, 越来越多的份额被华荣等企业抢占, 目前已经陷入了增长停滞期。

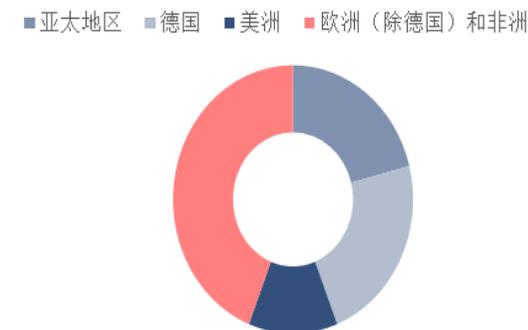
2015年至2019年R.Stahl营收由3.13亿欧元下降到2.75亿欧元，同比下降1.9%。分区域看，亚太地区，德国，美洲和欧洲（除德国与非洲）占比分别为21%、23%、12%、44%。德国市场的销售额同比下降11%。

图 24: Stahl 营收及增速



资料来源: Stahl 年报, 信达证券研发中心

图 25: Stahl 各地区业务占比



资料来源: Stahl 年报, 信达证券研发中心

R.Stahl 长期处于亏损或亏损边缘，员工人数持续下降。近几年，R.Stahl 一直处于亏损或亏损的边缘，2017 年和 2018 年，R.Stahl 连续两年出现亏损，2019 年实现净利润 130 万欧元，刚过盈亏平衡。同时，R.Stahl 的员工人数一直在减少，2015 年至 2019 年，R.Stahl 的员工人数从 1952 人减少至 1682 人。

图 26: Stahl 归母净利润及增速



资料来源: Stahl 年报, 信达证券研发中心

图 27: Stahl 人员数量



资料来源: Stahl 年报, 信达证券研发中心

公司有望进军全球防爆电器第一梯队。我们认为随着 R.Stahl 和 Bartec 等第二梯队企业竞争实力的下降，华荣股份有望凭借技术、质量、服务、价格等优势，抢占更多份额，进军全球防爆电器第一梯队。公司目前已经获得 400 多项国际产品证书，多项产品取得了美国 FM/UL、欧盟 ATEX、国际 IECEx、俄罗斯 CUTR、巴西 INMETRO 认证等国际质量标准认证。此外，

公司已经已成为英国石油、壳牌、巴斯夫、埃克森美孚等 60 多个国际核心用户的合格供应商，未来全球市占率有望持续提升。

打破全球防爆资质认证壁垒，海外布局初见成效

搭乘“一带一路”东风，加速全球布局。华荣防爆多年来深耕中东市场，在众多欧美产品为主导地位的中东市场中脱颖而出。2016 年，华荣外贸连续中标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。2017 年，华荣参展阿曼 ODEC 会议，与阿曼 Orpic, Dumq Refinery 以及 Petrofac 等大型国际公司达成合作意向。2017 年以来，公司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)。公司立足中东市场，为打造世界知名品牌之路夯实了基础。

打破全球防爆技术壁垒，产品质量获得国际认可。作为国内的防爆电器龙头企业，华荣已突破全球防爆技术壁垒，获得 400 百多项国际产品证书，产品技术、质量、价格和服务已具备国际市场核心竞争力。公司通过了 ISO9001 质量管理体系认证、ISO10012 测量管理体系 (AAA) 认证等一系列认证，同时多项产品取得了美国 FM/UL、欧盟 ATEX、国际 IECEx、俄罗斯 CUTR、巴西 INMETRO 认证等国际质量标准认证，产品已在全球较多的石油化工项目上广泛应用。2019 年 4 月，公司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，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。

获得国际知名客户认可，全球市占率有望持续提升。获取大客户的供应商资格是防爆电器行业又一个重要的壁垒。公司从 2005 年开始进军国际市场，经过 10 多年的发展，已经得到了全球大部分客户的认可。目前公司已经成为了英国石油公司、壳牌、巴斯夫、陶氏化学等 60 多个国际核心用户的合格供应商。获得众多国际知名公司高度认可，也为公司海外快速成长奠定了基础。

图 28: 公司国外核心客户



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

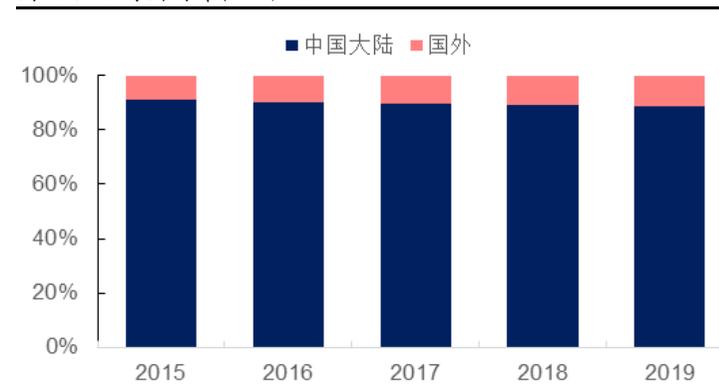
海外布局已显成效，海外营收加速增长。公司在保持国内业务领先的基础上，继续提升品牌国际影响力和全球市场份额。基于多年来“向国际进军”的战略定位，现已全面突破全球防爆技术壁垒。2012年至2019年，公司直接出口收入由0.65亿元增长至2.07亿元，年复合增速达到18.00%，2016年后，公司直接出口加速增长，2019年，公司直接出口为2.07亿元，同比增长22.49%，增速同比增长11.30%。公司除直接出口外，公司产品还会跟随第三方的项目出海，综合考虑第三方出口，公司总的外贸收入规模约为4亿元。我们认为随着公司海外布局的不断深化，公司海外营收有望持续高增长。

图 29：公司直接出口收入及增速



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 30：公司国内外收入占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

专用照明领域自然延伸，有望贡献新增长极

下游资本开支增加叠加智能照明趋势，专业照明设备稳步增长

专业照明设备指应用于特殊环境下的照明设备，又称特殊环境照明设备，该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业中发挥了重要的作用，产品广泛应用于电力、公安、消防、部队、铁路、港口、场馆等众多领域。

图 31：专业照明下游应用


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

下游需求差异化，行业呈现“小众化、差异化、多样化”的特点。照明通常应用于较为恶劣或复杂的环境中，客户对产品的选择以及照明方案的确定，须由专业人员进行设计、配合安装和后续跟踪。不同行业的客户对产品的需求有所差异。此外，不同下游行业对产品的应用环境、产品性能和产品认证要求各不相同，市场需求呈现明显的“小众化、差异化、多样化”的特点。

表 5：专业照明下游客户需求及认证

行业	应用环境	客户差异化需求	特定认证要求
厂电	火电厂和水电厂多灰尘、振动、高温，强腐蚀，潮湿环境	要求产品具备防尘、防腐、防爆、防振动、抗高温、抗宽电压等性能	CCC 认证、防爆认证、消防认证
大型企业	大型机床加工、汽车制造等生产作业场所	要求产品具备较高的照度、较好的显色性和良好的应急性能	CCC 认证、防爆认证、配套设备出口产品须 CE 或者 ATEX 认证
煤炭	煤矿电厂、矿井、煤化工、选煤厂等煤矿系统	要求产品具备良好的防爆性能	CCC 认证、煤矿安全认证、防爆认证
石化	石化、炼化、化工、染化等企业生产装置区	要求产品具备防爆、耐腐蚀、抗振动、抗宽电压等性能	CCC 认证、防爆认证、中石化集团供应商入网认证
铁路	铁路的车务、机务、工务、电务、供电等电磁干扰或汽油、机油腐蚀	要求产品防电磁干扰、抗腐蚀，且有良好的售后服务	CCC 认证、CRCC 中国铁路产品认证

环境			
网电	变电站、变电所及巡检系统	要求产品具备防爆、便携和应急等性能	CCC 认证、CQC 认证、防爆认证
冶金	炼钢企业、铝厂及其他有色金属冶炼企业生产装置区	要求产品具备抗高温、抗粉尘、抗振动，抗电压波动，防腐、节能等性能	CCC 认证
油田	油气钻探、开采、炼化等易燃易爆场所	要求产品具备防爆、防腐性能，对安全性要求较高	CCC 认证、防爆认证、船级社船检认证、中石油集团物资供应商准入认证
船舶民航	船舶港口市场：涂装厂房、油库、船用、海洋平台等场所；民航市场：航油、飞机维修、油气站等场所	要求产品具备抗振、防腐、防爆性能	CCC 认证、CQC 认证：防爆认证、CCS 认证、民用机场专用设备审定合格证、欧盟 CE 认证、美国 UL 认证
照明工程	体育场馆、燃气加气站等场所	体育场馆对产品的照度、显色等指标要求高；燃气加气要求产品防爆	CCC 认证、防爆认证
公安	公安的单警装备、消防的个人防护装备及现场救援照明设备	要求产品具备较高的专业化水平	CCC 认证、公安部认证和消防认证
军品	军用野外随装和军用舰船等场所	要求产品具备高低温、电磁兼容性、抗振动等性能，并具有良好的可靠性、安全性、售后服务保障能力	CCC 认证、舰检（或船检）认证、防爆认证、武器装备科研生产单位 保密资格认证、军工产品承制单位质量保证体系、武器装备生产许可证、装备承制单位资格审查认证。

资料来源：海洋王招股说明书，信达证券研发中心

固定资产投资增长，专业照明设备需求有望提升。专业环境照明行业的下游为电力、冶金、铁路、油田、石化、公安、消防、煤炭、部队、港口、场馆、民航、船舶和机械制造等重要基础行业，这些行业与宏观经济的发展趋势密切相关。近年来我国固定资产投资规模不断增长，宏观经济增速较快，促进我国专业照明设备需求的增长。

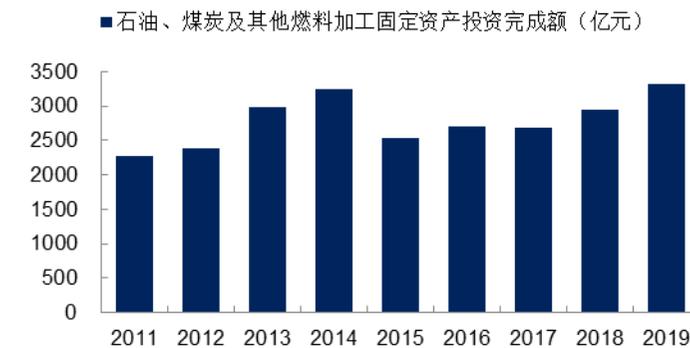
图 32：固定资产投资完成额



资料来源：统计局，信达证券研发中心

大型石油炼化项目逐步竣工，专业照明设备需求增长。近几年，随着环保趋严，我国石油炼化很多小产能面临淘汰，国家发改委、国家能源局、公安部、环保部等部委发布《关于对炼油领域严重违法违规和失信行为开展专项治理工作的通知》，针对年产不足 200 万吨的小炼厂出现问题采取关停措施，将要淘汰掉这部分落后产能。与此同时，我国也上马了很多大型的炼化项目，从而带动了我国石油炼化固定资产投资的增长。随着我国石油炼化新上项目的逐步竣工，我国专业照明设备的需求也有望逐步增长。

图 33: 石油、煤炭及其他燃料加工固定资产投资完成额



资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

图 34: 化学原料及化学制品固定资产投资完成额



资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

铁路项目加速建设，专业照明设备需求逐步提升。近年来，我国铁路固定资产投资维持在 8000 亿元以上高位，今年受到疫情影响，我国加大基础设施建设投资，2020 年 1-8 月份，我国铁路固定资产投资完成额同比增长 6.4%。根据国家规划，到 2020 年，一批重大标志性项目建成投产，铁路网规模达到 15 万公里；到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右；到 2030 年，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。未来随着铁路项目的逐步竣工，我国铁路对于专业照明设备的需求有望保持稳步增长。

图 35: 铁路固定资产投资


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

图 36: 铁路运输固定资产投资累计同比增速


资料来源: 统计局, 信达证券研发中心

消防应急灯市场规模超过 36 亿元。应急照明是现代公共建筑及工业建筑的重要安全设施, 它同人身安全和建筑物安全紧密相关。当建筑物发生火灾或其它灾难, 电源中断时, 应急照明对人员疏散、消防救援工作, 对重要的生产、工作的继续运行或必要的操作处置, 都有重要的作用。2015 年至 2018 年我国消防应急灯市场规模从 28.1 亿元增长至 36.2 亿元, 年复合增速为 8.81%。随着我国对于消防事业的重视, 未来应急照明的需求有望稳步提升。

图 37: 我国消防应急灯市场规模


资料来源: 中研普华产业研究院, 信达证券研发中心

节能环保政策驱动专业照明产业发展。节能环保已经成为目前国内各个产业发展的主要趋势之一, 国家有关部门也制定了多种推进绿色节能照明产品的发展。2013 年 2 月, 六部委发布的《半导体照明产业节能规划》, 提出进一步提高高效节能照明产品尤其是 LED 功能性照明产品的市场占有率。2016 年 3 月国务院发布的《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》, 提出全面推进工业、建筑、交通运输、公共机构等领域节能。2016 年 6 月工信部发布的《轻工业发展规划

《(2016-2020年)》,提出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。

表 6: 专业照明政策及主要内容

颁布时间	颁布机关	政策	主要内容
2019年6月	住房和城乡建设部	《LED夜景照明应用技术要求(征求意见稿)》	夜景照明用LED灯具安全除应符合GB7000.1的规定外,尚应满足LED庭院灯具、LED护栏灯具均应符合相关标准。驱动电源应符合GB19510.1和GB19510.14的相关规定。控制系统应具备与强电系统的软硬件接口,且能实现两种系统的联动控制。
2017年12月	住房和城乡建设部	“十三五”城市绿色照明规划纲要	明确提出了城市绿色照明的总体目标如下:创新城市照明的管理体制和机制;统筹协调城乡照明发展;完善城市照明法规、标准和规章制度;建立和落实绿色照明城市评价考核制度;有序推进绿色照明产品和技术的应用,坚持科技创新;加强建立全国信息化平台,提高城市照明建设管理水平,科学合理地推进城市绿色照明工作。
2017年7月	国务院	《半导体照明产业“十三五”发展规划》	到2020年,我国半导体照明关键技术不断突破,产品质量不断提高,产品结构持续优化,产品规模稳步扩大,产品集中度逐步提升,半导体照明产业整体产值目标为10000亿元,形成一家销售额突破1000亿元的LED照明企业,1-2个国家知名品牌,10个左右国内知名品牌。
2016年12月	国家发展改革委、科技部	《“十三五”节能环保产业发展规划》	推动半导体照明节能产业发展水平提升,加快大尺寸外延芯片制备、集成封装等关键技术研发,加快硅衬底LED技术产业化,推进高纯金属有机合成、生产性金属有机源化学气相沉积设备等关键材料和设备产业化,支持LED智能系统技术发展。
2016年8月	国务院	《“十三五”国家科技创新规划》	开展新型光通信器件、半导体照明、高效光伏电池、MEMS(微机电系统)传感器、柔性显示、新型功率器件、下一代半导体材料制备等新兴产业关键制造装备研发,提升新兴领域核心装备自主研发能力
2016年6月	工信部	《轻工业发展规划(2016-2020年)》	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。
2016年4月	工信部	《工业节能管理办法》	鼓励工业企业创建“绿色工厂”,开发应用智能微电网、分布式光伏发电、余热余压利用和绿色照明等技术,发展和使用绿色清洁低碳能源
2016年3月	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》	实施全民节能行动计划,全面推进工业、建筑、交通运输、公共机构等领域节能,实施锅炉(窑炉)、照明、电机系统升级改造及余热暖民等重点工程。大力开发、推广节能技术和产品,开展重大技术示范
2014年2月	科技部,工业和信息化部	《2014-2015年节能减排科技专项行动方案》	鼓励半导体照明等具有明确产业化前景的重大节能减排技术,深化实施“一城万盏”半导体照明应用工程等产业化示范工程。

2013年8月	国务院	《关于加快发展节能环保产业的意见》	要求推动半导体照明产业化，整合现有资源，提高产业集中度，培育10-15家掌握核心技术、拥有知识产权和知名品牌的龙头企业，建设一批产业链完善的产业聚集区；同时，继续采取补贴方式，推广高效节能照明产品
2013年2月	发改委等六部委	《半导体照明产业节能规划》	进一步提高高效节能照明产品尤其是LED功能性照明产品的市场占有率。国务院将高效照明产品及系统纳入国家战略新兴产业，将有利于推动包括专业照明行业在内的整个照明行业快速发展。
2012年6月	国务院	《“十二五”节能环保产业发展规划》	到2015年通用照明产品市场占有率达到20%左右，液晶背光源达70%以上，景观装饰产品达到80%，半导体照明产业产值达4500亿元，年节电600亿千瓦时，形成具有国际竞争力的半导体照明产品。
2012年5月	科技部	《半导体照明科技发展“十二五”专项规划》	到2015年，LED照明产业规模达5000亿元，LED照明产业占通用照明的30%，重点培养20-30家龙头企业，建成20个国家级产业基地和50个“十城万盏”试点示范城市，推动中国半导体照明产业进入世界前三强，80%芯片国有化，光效提升，成本降至1/5。

资料来源：科技部，发改委等政府网站，信达证券研发中心

智能照明驱动专业照明增长。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和应用，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。近年来，国内智能照明行业保持快速发展，2015年至2019年，我国智能照明行业市场规模从96亿元增长至232亿元，年复合增速达到24.68%。

图 38: 全球智能照明行业市场规模



资料来源：前瞻研究院，信达证券研发中心

图 39: 中国智能照明行业市场规模



资料来源：前瞻研究院，信达证券研发中心

立足进口替代，发力专用照明

2000 年以来，我国专用照明行业进入快速发展阶段，节能减排、建设节约型社会、绿色照明工程以及 2008 年奥运会等均为特殊环境照明行业提供了发展催化剂，市场竞争也由外资品牌占绝对优势开始走向多元化竞争。我们认为未来特殊环境照明市场进入纵深化发展阶段，并在纵深化发展过程中不断实现行业整合，市场集中度将会进一步提高，进口替代迎来最佳时机。

外资仍占据我国专业照明的主要市场。我国专业照明行业经历了从外资品牌占绝对优势到本土企业崛起的多元化竞争阶段。虽然目前内资品牌已占据了一定的市场份额，但外资品牌由于其资金、技术实力较强，产品质量较高，仍在市场上占据主导地位。国内特种照明的外资品牌主要包括飞利浦、库柏、欧司朗、GE 照明等。本土企业中具备较强技术实力的专业照明企业主要包括海洋王和华荣科技。

表 7: 我国专业照明企业简介

公司简称	公司简介
飞利浦	飞利浦成立于 1891 年，产品主要集中在中高端市场，供应的照明产品有各种普通灯泡、节能灯泡、石英灯泡以及各种适用于消费者、工商场合、道路照明、城市景观照明的灯具，品种齐备。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	库柏成立于 1833 年，于 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
欧司朗	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。欧司朗主要产品有荧光灯、紧凑型荧光灯、高强度气体放电灯、卤素灯、汽车灯、摩托车灯、显示光学光源、电子镇流器和 LED 等。
GE 照明	GE 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，主要包括：白炽灯、荧光灯、高强气体放电灯、卤素灯、舞台及音像灯和节日灯，及多功能特殊用途灯、灯用材料和石英产品等。
海洋王	海洋王成立于 1995 年 8 月，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式照明设备三大系列，包括 200 多种型号。
华荣科技	华荣股份成立于 2010 年，是国内领先的防爆电器、专业照明设备供应商，主要从事防爆电器、专业照明的研发、生产和销售。已成为国内防爆电器行业、专业照明行业的领导企业之一。
烟台明达	烟台明达成立于 1995 年，推出了发电厂专用照明 5 大系列、20 余款品种近 90 个规格的专用照明灯具，主要用于大型火力、水力发电厂、供电系统的厂房和园区照明工程。
森本防爆	森本防爆成立于 2005 年，主要生产防爆产品、工矿灯具、高低压电器，以不锈钢及免维护系列产品为主导，开发了一系列免维护产品，使产品在使用周期内可较长时间免维护使用，降低维护频率。
浙江通明	浙江通明专业从事矿用灯具、防爆灯、LED 防爆灯、防爆手电筒等工业照明灯具研发、生产及销售

资料来源：飞利浦官网，库伯官网，欧司朗官网，信达证券研发中心

全球专业照明设备龙头照明设备收入规模均超 20 亿美元。LED 研究中心（LEDinside）最新报告《2018 工业照明与天井灯市场报告》表示，2018 年全球工业照明市场规模达 39.34 亿美金，预估 2018-2022 年的年复合成长率为 10%，至 2022 年工业照明市场规模将达 56.87 亿美元。专业照明还包括了商用照明部分，因此我们认为全球专业照明的市场规模要超过 50 亿美元。全球专业照明龙头企业主要包括 Signify（原飞利浦照明）、库柏、欧司朗、Acuity 等，Acuity 照明设备收入达到 31.6 亿美元，Signify 专业照明设备收入规模达到 26.5 亿欧元，欧司朗专业照明设备收入规模达到 23.1 亿欧元。对比全球专业照明设备龙头企业，国内专业照明设备企业未来存在很大的增长潜力。

图 40：全球专业照明设备龙头照明设备收入（百万欧元）



资料来源：Signify 年报，Acuity 年报，信达证券研发中心

专业照明国产替代空间大。目前国内专业照明很大市场份额依旧被 Signify（原飞利浦照明）、库柏、欧司朗、Acuity 等外资品牌占据，飞利浦在中国大陆通过飞利浦灯具（上海）有限公司，飞利浦照明电子（上海）公司，飞利浦照明电子（厦门）有限公司等公司销售其专业照明设备。库伯通过库伯中国投资有限公司照明事业部销售其专业照明设备。欧司朗在中国地区的收入规模达到 7.60 亿欧元，未来专业照明设备领域国产替代还有很大空间。

图 41: 欧司朗中国地区收入


资料来源: 欧司朗年报, 信达证券研发中心

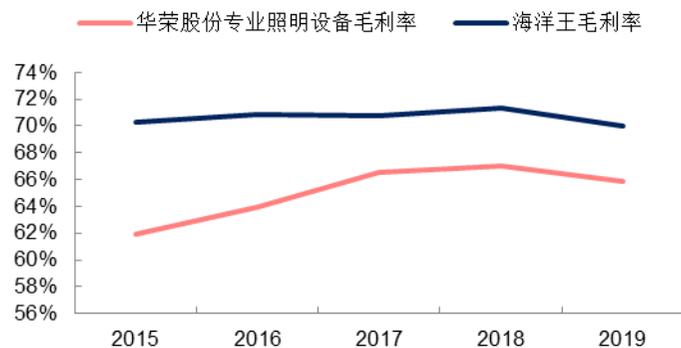
对比海洋王, 公司专业照明设备具备较大提升空间。海洋王作为我国专业照明设备的龙头企业, 2019 年营收规模达到 14.95 亿元, 同比增长 19.26%。华荣股份作为国内优质的专业照明设备企业, 2019 年专业照明设备收入为 2.73 亿元, 同比增长 25.66%。财务数据显示, 海洋王的毛利率达到 70%, 华荣股份专用照明业务毛利率为 65.9%, 预计随着公司未来专用照明领域收入增长, 业务毛利率还具备一定的规模效应。

图 42: 海洋王营收及增速


资料来源: 海洋王年报, 信达证券研发中心

图 43: 华荣股份专业照明收入及增速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 44：华荣股份专业照明设备毛利率与海洋王毛利率比较


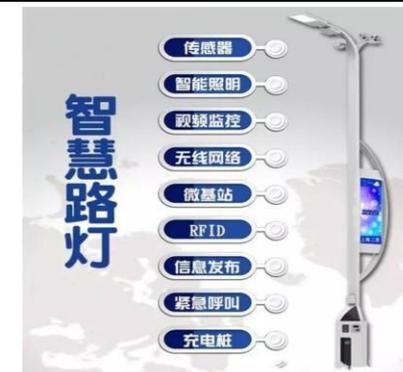
资料来源：公司年报，海洋王年报，信达证券研发中心

实力雄厚，打造新基地发力专业照明业务

传统专业照明全面布局，智慧路灯等新产品有望放量。公司在铁路站、工厂照明等传统照明领域已经具有非常成熟的应用，在南京站、沪宁城际南京站、亳州站、深圳站等具有专业照明示范工程，未来随着铁路照明等传统专业照明应用的增长，公司传统专业照明业务有望继续保持稳定增长。此外，公司控股子公司华荣光电也早已在智慧路灯等新领域布局，公司开发的智慧照明系统不仅满足现场照明，还包括视频监控、WIFI、远程对讲、信息传播、一键报警等功能。目前公司已经完成多个城市智慧路灯的改造，累计了丰富经验和良好口碑，未来智慧路灯等新产品有望快速放量。

图 45：公司专业照明部分示范工程


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 46：华荣股份专业照明收入及增速


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

海上直升机平台助降照明系统打破国外垄断，填补国内技术空白。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，一举打破了国际防爆电气企业对该装备领域的技术垄断，填补了国内防爆装备制造业的技术

空白。公司海上直升机平台助降照明系统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，为中国装备制造业做出积极贡献。

图 47：华荣股份海上直升机平台助降照明系统



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

打造专业照明新基地，照明业务有望持续发力。2019 年 11 月，公司以投资 1.5 亿元在湖州设立全资子公司华荣照明，未来公司将依托华荣照明开展专业照明产业升级，加强产品研发和产业化工作，提升专业照明板块竞争力。同时，华荣照明的设立也将显著提升公司专业照明业务产能，为公司专业照明长期发展打好基础。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测

(1) 我们认为随着医疗、食品、城市综合管廊等行业对于防爆电器需求的增加，我国防爆电器行业有望继续保持稳定增长。公司作为国内防爆电器龙头企业，市占率约为 22%，显著高于第二与第五企业，未来公司市占率有望持续提升。同时，公司也在大力拓展海外业务，未来海外市场发展空间广阔。

(2) 我们认为国内专业照明大部分市场份额依旧被外资占据，随着国内专业照明企业技术实力的提升，未来进口替代空间广阔。公司目前也在加大专业照明投入力度，在湖州打造专业照明生产基地，未来公司专业照明有望实现快速增长。

基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年实现净利润 2.60 亿元、3.40 亿元和 4.50 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.77 元/股、1.01 元/股和 1.33 元/股，对应当前股价 PE 分别为 23 倍、18 倍和 13 倍。

估值与投资评级

公司作为 A 股中唯一专注防爆电器的企业，下游应用主要是石油、化工等行业，因此我们选取中密控股、杭氧股份以及康斯特等下游应用与公司较为相似的企业作为可比公司，上述公司 2020/2021 平均 PE 估值为 34/27 倍。公司作为防爆电器龙头，防爆电器产品有望继续保持快速增长，同时专业照明也有望快速放量，2020/2021 年业绩对应估值为 23/18 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 8: 可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300470.SZ	中密控股	43.73	86	38.03	33.64	26.19	21.65	1.15	1.3	1.67	2.02
002430.SZ	杭氧股份	22.51	217.1	34.11	30.01	24.47	20.46	0.66	0.75	0.92	1.1
300445.SZ	康斯特	15.41	33.3	32.10	38.53	29.08	24.85	0.48	0.4	0.53	0.62
平均值					34.06	26.58	22.32				

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2020 年 09 月 25 日收盘价

风险因素

下游景气度不及预期

防爆电器下游应用领域主要包括石油、化工、煤矿、天然气等行业，如果“十四五”国家石油、化工等下游行业景气度不及预期，对于防爆电器、专用照明设备需求下降，将对公司业绩产生较大影响。

海外拓展不及预期

公司未来更长远发展需要不断拓展海外业务，但是目前国际形势复杂，如果公司国际市场拓展不及预期，将对公司业绩长期增长产生较大影响。

市场竞争加剧风险

目前来看，公司防爆电器市占率要远高于第二，稳居国内防爆电器龙头地位。但是如果行业第二梯队企业开展低价竞争，将对公司业绩产生影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,876.90	2,326.25	2,934.40	3,502.68	4,218.38
货币资金	335.99	701.64	910.50	1,224.30	1,506.20
应收票据	160.31	0.00	138.30	143.50	187.60
应收账款	835.39	920.99	1,065.20	1,231.50	1,457.80
预付账款	10.84	12.21	18.80	24.78	29.13
存货	297.13	382.14	425.40	494.30	653.10
其他	397.55	309.26	514.50	527.80	572.15
非流动资产	656.23	535.03	518.02	482.82	444.51
长期股权投资	0.00	1.98	1.98	1.98	1.98
固定资产(合计)	401.11	332.29	309.54	287.30	255.39
无形资产	97.64	75.40	71.24	67.07	62.90
其他	157.49	125.36	135.27	126.48	124.24
资产总计	2,533.14	2,861.28	3,452.43	3,985.50	4,662.85
流动负债	1,047.89	1,312.72	1,695.71	1,929.53	2,266.24
短期借款	3.00	2.30	0.00	0.00	0.00
应付票据	97.21	171.30	205.56	246.90	287.50
应付账款	198.56	238.76	286.50	348.20	447.70
其他	752.13	902.66	1,203.65	1,334.43	1,531.04
非流动负债	15.42	15.43	10.09	13.45	12.79
长期借款					
其他	15.42	15.43	10.09	13.45	12.79
负债合计	1,063.32	1,328.14	1,705.79	1,942.98	2,279.03
少数股东权益	26.97	30.48	32.10	43.50	45.60
归属母公司股东权益	1,469.82	1,533.13	1,746.64	2,042.53	2,383.82
负债和股东权益	2,533.14	2,861.28	3,452.43	3,985.50	4,662.85

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,631.28	1,942.55	2,372.75	3,021.60	3,855.02
同比(%)	10.26%	19.08%	22.15%	27.35%	27.58%
归属母公司净利润	152.36	190.13	260.11	340.10	449.85
同比(%)	20.82%	24.79%	36.81%	30.75%	32.27%
毛利率(%)	52.87%	54.89%	54.39%	54.04%	53.67%
ROE%	10.56%	12.65%	15.38%	17.20%	19.39%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.56	0.77	1.01	1.33
P/E	40	32	23	18	13.42
P/B	4.19	4.02	3.52	3.02	2.58
EV/EBITDA	23.18	16.04	16.59	12.25	8.89

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,631.28	1,942.55	2,372.75	3,021.60	3,855.02
营业成本	768.74	876.20	1,082.22	1,388.60	1,786.09
营业税金及附加	16.76	17.18	20.88	26.59	33.92
销售费用	610.56	692.54	818.60	1,027.34	1,291.43
管理费用	56.28	68.18	80.67	93.67	100.23
研发费用	54.00	69.74	85.42	108.78	138.78
财务费用	-2.01	-1.78	-8.00	-8.00	-8.00
减值损失合计	16.38	24.18	25.00	28.00	32.00
投资净收益	13.07	7.43	6.70	8.00	8.50
其他					
营业利润	156.63	204.06	274.66	364.62	489.06
营业外收支	16.51	14.17	23.10	24.10	24.30
利润总额	173.14	218.23	297.76	388.72	513.36
所得税	20.73	24.67	33.65	43.93	58.01
净利润	152.41	193.56	264.11	344.80	455.35
少数股东损益	0.05	3.44	4.00	4.70	5.50
归属母公司净利润	152.36	190.13	260.11	340.10	449.85
EBITDA	245.34	337.97	312.41	402.37	526.81
EPS(当年)(元)	0.45	0.56	0.77	1.01	1.33

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	201.23	305.03	339.55	370.52	410.71
净利润	152.41	193.56	264.11	344.80	455.35
折旧摊销	38.51	43.31	47.92	50.41	52.07
财务费用	-2.01	-1.78	-8.00	-8.00	-8.00
投资损失	-11.60	-7.19	-6.70	-8.00	-8.50
营运资金变动	656.80	-584.86	42.21	-8.69	-80.22
其它	-632.88	661.98	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-84.85	144.02	-54.71	-15.30	-20.50
资本支出	1,038.10	374.69	256.20	224.60	213.50
长期投资					
其他	-1,122.95	-230.67	-310.91	-239.90	-234.00
筹资活动现金流	-116.58	-105.13	-43.61	-47.53	-102.55
吸收投资	26.93	29.38	30.25	31.24	32.30
借款	12.89	3.01	12.67	12.32	12.50
支付利息或股息	145.68	133.27	135.46	136.50	143.20
现金流净增加额	(0.20)	343.91	241.23	307.69	287.66

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。