

华荣股份 (603855.SH) 国内防爆电器龙头，向全球冠军迈进

2023年04月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

孟鹏飞（分析师）

熊亚威（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

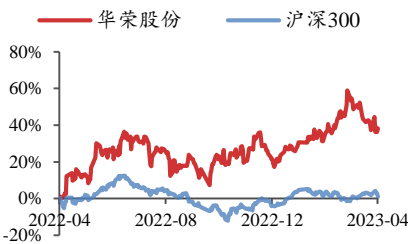
xiongyawei@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790522080004

日期	2023/4/21
当前股价(元)	25.83
一年最高最低(元)	30.23/18.66
总市值(亿元)	87.19
流通市值(亿元)	87.19
总股本(亿股)	3.38
流通股本(亿股)	3.38
近3个月换手率(%)	27.93

股价走势图



数据来源：聚源

● 防爆电器国内龙头，盈利能力强，全球市占率将进一步提升

国内防爆电器龙头，地位稳固。围绕“保障安全生产”，公司形成了厂用防爆电器、专业照明设备、矿用防爆电器以及光伏电站 EPC 四大业务线条。传统业务为应用于石化行业的厂用防爆电器及煤矿行业的矿用防爆电器，因防爆电器具备重要安全价值及耗材属性，可平滑周期波动，公司传统业务得以稳健增长。新兴业务中，核电厂用防爆电器带来高增长弹性，白酒、军工厂用防爆电器创造稳定的新需求。长期看，公司将乘一带一路加速推进之风进一步提升全球市占率，升级为安全智能解决方案服务商打开成长空间。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 4.0/5.6/7.3 亿元，EPS 为 1.18/1.65/2.17 元，当前股价对应 PE21.7/15.6/11.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 核电领域防爆电器需求弹性大，公司是稀缺的核级供应商，迎来高增长

我国核电机组核准节奏加快，未来十年或将每年核准开工 10 台以上机组，相比此前核准数字再提升约 43%，防爆电器需求弹性大。公司是国内首家核环境 LED 照明设备供应商，已为田湾核电厂、荣成“国和一号”示范工程、中广核太平岭核电/三澳核电等提供照明设备。2022 年公司正式成为中核集团认证的合格供应商，具备向中核集团公司及下属单位提供相关产品及服务的资质，供应产品从核级照明产品拓展到电器等更广范围，应用场景也有望拓展乏燃料处理等环节。

● 加速开拓“一带一路”、向解决方案服务商升级，共同助力公司迈向全球冠军

一带一路沿线对厂用防爆电器的需求高增。2017 年公司在迪拜设立全资子公司，辐射中东及非洲市场，尼日利亚标杆项目证明了公司的超强实力，公司已成为近百家国际大型油气公司和 EPC 公司的合格供应商，2022 年 1-9 月外贸收入占厂用总收入 35%。未来公司将乘“一带一路”加速推进之风，进一步提高全球市占率。公司以“安工智能系统”为抓手，升级为安全解决方案服务商，产品价值量以及客户粘性均提高，下游将拓展至整个安全领域近千亿美元市场，打开成长空间。

● 风险提示：核电、白酒等领域需求，海外市占率提升不及预期，汇率波动。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,283	3,027	3,471	4,412	5,591
YOY(%)	17.5	32.6	14.7	27.1	26.7
归母净利润(百万元)	261	381	399	557	731
YOY(%)	37.1	46.2	4.8	39.4	31.3
毛利率(%)	52.4	45.9	45.0	46.7	47.9
净利率(%)	11.4	12.6	11.5	12.6	13.1
ROE(%)	16.5	21.8	21.9	27.3	30.4
EPS(摊薄/元)	0.77	1.13	1.18	1.65	2.17
P/E(倍)	33.2	22.7	21.7	15.6	11.8
P/B(倍)	5.3	4.9	4.8	4.3	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、 公司是防爆电器全球领军者	4
1.1、 三十年发展成就国内防爆电器龙头	4
1.2、 核心管理层持股比例较高，股权激励绑定骨干	4
1.3、 以防爆电器制造工艺为核心，形成四大业务线	5
1.3.1、 厂用防爆电器为公司收入、利润第一大来源	5
1.3.2、 围绕安全生产拓展专业照明设备，与防爆设备形成协同	6
1.3.3、 矿用防爆电器毛利率逐步修复，光伏电站 EPC 将重回增长	7
1.4、 盈利能力强、现金流充沛	7
1.4.1、 公司营收、净利润常年呈增长态势	8
1.4.2、 成本管控能力强，资产负债结构良好	8
1.4.3、 经营现金流持续增长，连续多年高分红	9
2、 传统业务稳健增长，新兴业务带来高增长弹性	10
2.1、 石化传统业务弱周期、市场份额头部集中，助力龙头稳增长	10
2.1.1、 防爆电器兼具安全意义和耗材属性，助力公司穿越周期	10
2.1.2、 市场份额向头部集中，龙头强者恒强	12
2.2、 核电领域防爆电器需求弹性大，公司具备核心供应资质迎高增	13
2.2.1、 我国核电核准节奏加快，防爆电器需求弹性大	13
2.2.2、 获得中核集团认证，公司是极为稀缺的国产核级防爆设备供应商	13
2.3、 白酒、军工领域带来防爆电器新需求，公司将稳定受益	14
3、 蓄势待发，迈向全球防爆电器冠军企业	15
3.1、 乘一带一路加速推进之风，进一步开拓海外市场，提升全球市占率	15
3.1.1、 海外油气资本开支景气，一带一路加速推进利好设备出海	15
3.1.2、 公司在产品性能、品牌效应、成本、服务等方面具备全球竞争力	15
3.2、 以安工智能系统为抓手，升级为全安全场景的解决方案商，打开长期成长空间	17
4、 盈利预测与投资建议	18
4.1、 盈利预测	18
4.2、 投资建议	19
5、 风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1： 三十年发展成就国内防爆电器龙头	4
图 2： 实控人持股 35.15%，管理层合计持股 54.58%	5
图 3： 华荣股份厂用防爆产品	5
图 4： 除 2021 年短暂下滑，厂用防爆电器毛利率维持在 60%以上	5
图 5： 2021 年厂用防爆电器毛利润占总毛利的 68.8%	6
图 6： 2022 年前三季度，厂用业务营收占比 60%	6
图 7： 随着轨道交通招标恢复以及国网集采改制的完成，照明业务营收、利润率均将修复	7
图 8： 2022 年前三季度，矿用防爆电器毛利率进一步提升至 39%	7
图 9： 光伏项目 2023 年将实现确定增长	7
图 10： 2017-2022Q3 公司营业收入维持较高增速	8
图 11： 费用管控能力提升，净利率呈上升态势	8

图 12: 销售费用率逐年下降	8
图 13: 公司经营负债占总负债比例在 80%以上	9
图 14: 2021 年的销售费用中, 业务费占比 81.6%	9
图 15: 固定资产、营收账款周转率呈上升趋势	9
图 16: 回款能力强, 2021 年收现比 96.6%	9
图 17: 每股股利逐年提升	10
图 18: 目前国内防爆电器市场规模约 100 亿元	10
图 19: 2020 年全球防爆设备约 74 亿美元	10
图 20: 防爆电器安全意义凸显, 公司厂用业务收入占石化行业资本开支比例提升	12
图 21: 石油行业资本开支放缓时, 公司产品销量仍维持增长	12
图 22: 公司在全球防爆行业市占率第三, 为 8%	12
图 23: 公司在国内防爆电器行业占有率约 30%	12
图 24: 预计 2030 年中国核电机组装机容量将实现翻倍	13
图 25: 预计 2030 年我国在运核电机组将达 90-96 台	13
图 26: 公司通过中核集团认证, 成为合格供应商	14
图 27: 我国坚持核燃料闭式循环处理(后处理)路线	14
图 28: 多个一带一路沿线国家 PMI 指数处于荣枯线以上, 经济有活力, 成品油需求高	15
图 29: 2021 年, 石油仍占据欧洲能源消费的 33%	15
图 30: 公司参加海外展会	16
图 31: 公司尼日利亚项目现场	16
图 32: 2022 年第三季度华荣股份外贸营收同比+25.1%, 拐点确定	17
图 33: 安工智能平台适用于易燃易爆环境下的全过程集中管理	17
表 1: 保障安全生产的战略意义重大	10
表 2: 主营业务收入(百万元)	18
表 3: 公司估值低于可比公司平均估值	19

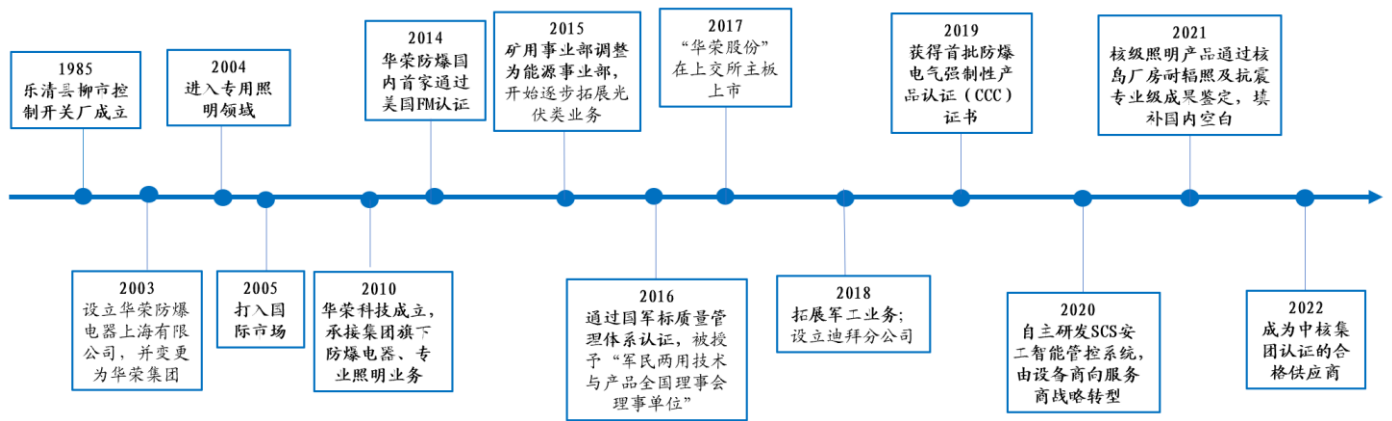
1、公司是防爆电器全球领军者

1.1、三十年发展成就国内防爆电器龙头

华荣股份创立于1985年，深耕生产安全市场，主营业务包括厂用防爆电器、专业照明设备、矿用防爆电器的研发、生产和销售以及光伏电站EPC。厂用防爆产品以及专业照明产品下游涵盖石油化工以及核电照明、食品加工、国防军工、海工船舶等新兴市场。矿用防爆电器主要应用于煤矿。

拥有资格认证是防爆电器行业的核心壁垒之一，公司是国际、国内同行业中产品系列最齐全、产品认证最广的防爆专业企业。公司已获得欧盟ATEX、国际IECEX、俄罗斯CU-TR、美国UL、中国船级社CCS、法国BV、LCIE、德国PTB、挪威Nemko、DNV等众多国际产品认证和工厂认证。拥有400多个国际证书，2000多个国内CCC、防爆、消防等证书，近600件专利证书。

图1：三十年发展成就国内防爆电器龙头



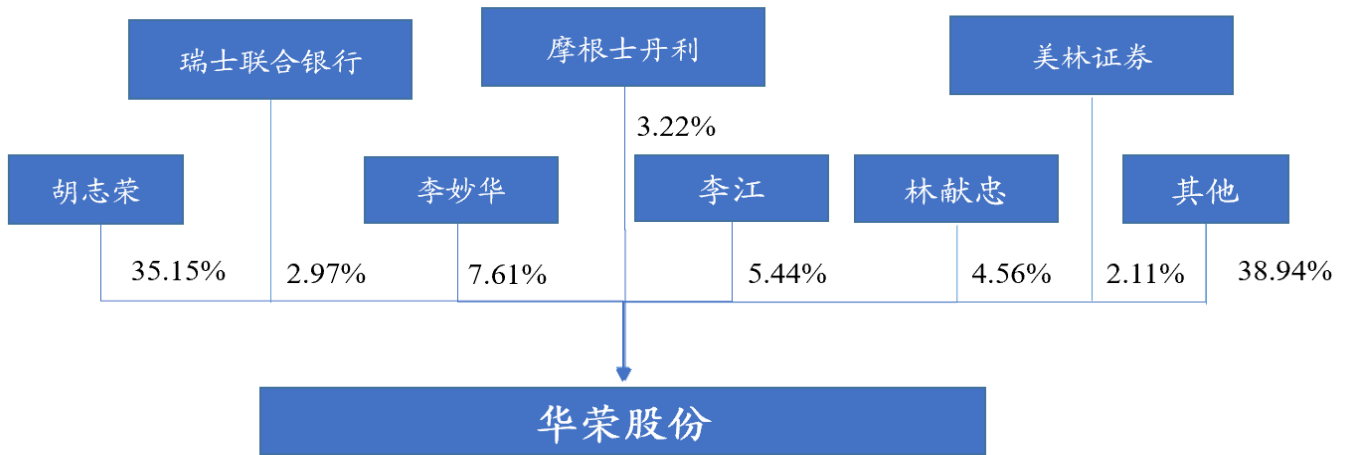
资料来源：公司公告、公司招股书、开源证券研究所

1.2、核心管理层持股比例较高，股权激励绑定骨干

公司董事长、实控人胡志荣持股35.15%，五位公司发起人合计持股达54.58%。

股权激励绑定核心业务骨干。公司2019年实施股权激励计划，于2020年1月向192名中层管理人员及骨干员工首次授予了612万股限制性股票。三个解禁条件分别为：相比2018年，2020年度厂用防爆事业部净利润增长率不低于13%、相比2018年，2021年度厂用防爆事业部净利润增长率不低于20%；2021年度公司总净利润、厂用事业部净利润、专业照明事业部净利润相比2018年度增长率均不低于20%，截至2022年12月30日三个解禁条件均已实现。

图2：实控人持股 35.15%，管理层合计持股 54.58%



资料来源：Wind、开源证券研究所 截至 2022 年 3 季报

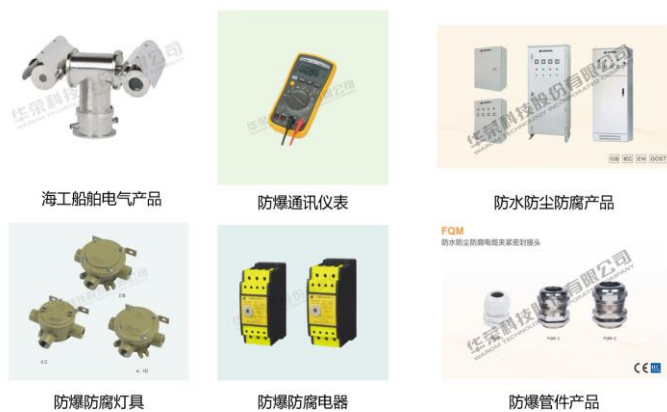
1.3、以防爆电器制造工艺为核心，形成四大业务线

1.3.1、厂用防爆电器为公司收入、利润第一大来源

防爆电器是保障生产安全的重要设备。防爆电器是在存在各类易燃易爆的气体、粉尘、蒸汽等物质场所使用的特殊电器设备，能够起到避免爆炸产生或将爆炸约束在一定可控范围内的作用，对于保障人员、财产安全至关重要。

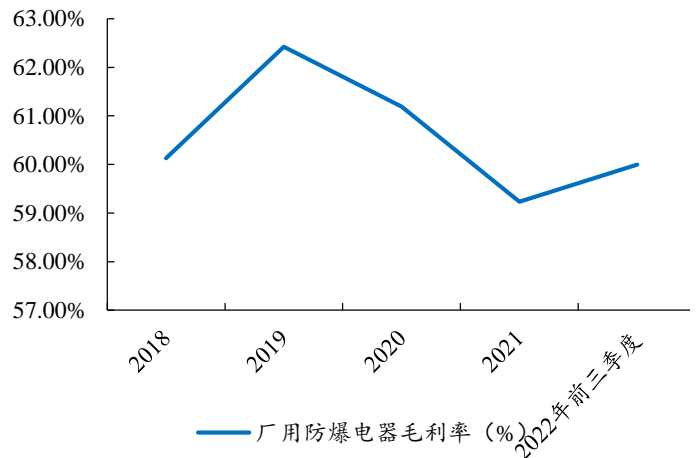
公司生产厂用、矿用两类防爆电器，以 2021 年数据计算，厂用防爆电器是公司第一大收入、利润来源，分别占公司总营收、总毛利润的 53%、69%，2022 年前三季度营收占比提升至 60%。下游应用领域包括以石油、化工、天然气等为主的传统行业以及公司大力拓展的核电、白酒、军工等新兴行业。来自新兴行业的厂用防爆营收占厂用防爆总营收的比例已从 2021 年的 40% 上升至 2022 年的近 50%，新兴行业毛利率比传统行业毛利率更高，带来盈利能力进一步提升空间。

图3：华荣股份厂用防爆产品



资料来源：公司官网

图4：除 2021 年短暂下滑，厂用防爆电器毛利率维持在 60% 以上



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图5：2021年厂用防爆电器毛利润占总毛利的68.8%

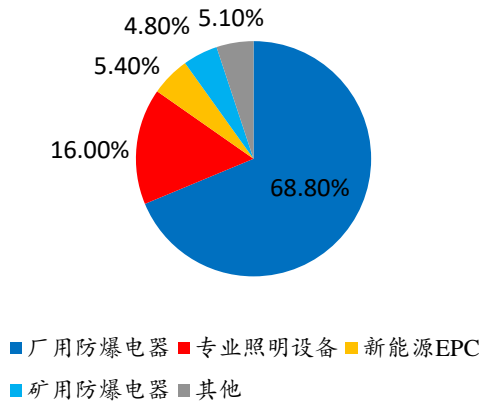
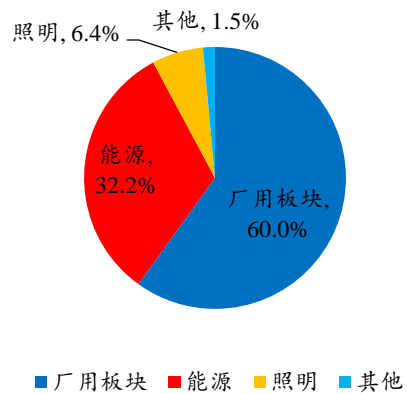


图6：2022年前三季度，厂用业务营收占比60%



数据来源：公司年报、公司官网

数据来源：公司公告、公司官网

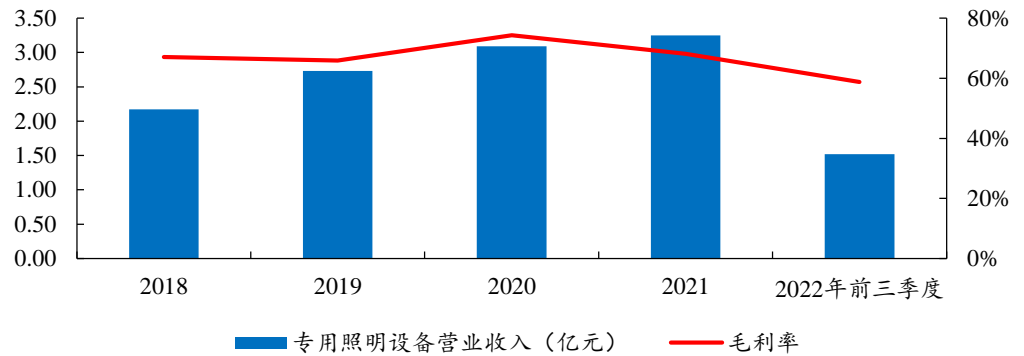
1.3.2、围绕安全生产拓展专业照明设备，与防爆设备形成协同

专业照明设备作用也是保障生产安全。公司以防爆电器行业龙头企业的品牌影响力以及制造防爆电器的工艺生产专业照明产品，在用户口碑和产品质量上取得先机。专业照明设备和公司防爆业务客户群具有一定重合性，业务协同，为顾客提供一站式服务增强粘性。公司生产的专业照明设备主要用于强振动、强腐蚀、高低温等特殊环境，需满足特殊要求但无需防爆，如应急救援所需的照明装置，需自带储能或发电等功能。公司专业照明设备的主要下游为电力系统（占比1/3）以及轨道交通（占比1/4-1/3）。

南浔建厂扩大产能。2019年公司投资1.5亿元将专业照明业务独立成立全资子公司华荣照明科技有限公司，2021年9月全面投入运营。此前专业照明部门在主厂区仅有一栋楼，公司在湖州市南浔区建立新厂区，采购大型设备，产能和产品线都大幅扩张。目前南浔第一期6万平方米的专业照明基地已投入使用，二期项目正在建设中。

2018-2021年公司专业照明设备营收持续增长。2022年1-9月营收同比下降26%，归母净利润同比下降92.1%。主要因为：（1）招投标受到疫情影响较大。（2）下游客户以地方国资、央企等企业为主，疫情管理优先，实际采购受影响部分推迟；（3）国网集中采购改制10月份刚刚完成。（4）新厂搬迁后厂房、设备的折旧增加。随着轨道交通招标恢复以及国网集采改制的完成，公司此项业务业绩将修复。

图7：随着轨道交通招标恢复以及国网集采改制的完成，照明业务营收、利润率均将修复



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

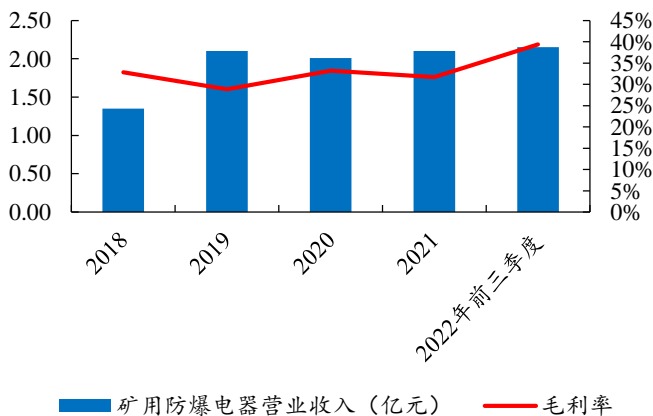
1.3.3、矿用防爆电器毛利率逐步修复，光伏电站 EPC 将重回增长

能源事业部包括矿用防爆电器以及光伏电站 EPC 业务。2012 年起煤价大幅下降，叠加民营煤矿关停并转，行业经历萧条时期。公司因有现金流要求，主动收缩矿用防爆业务。矿用业务团队曾为光伏企业供应设备，因此公司利用相关资源谋求发展分布式光伏，后续进一步拓展至集中式光伏项目。新能源 EPC 业务并非公司战略性发展方向。且资金由下游业主方提供，公司不垫资。

矿用防爆电器进入良性竞争，毛利率修复。矿用防爆领域均为标准化产品，不同厂家投标产品的型号、功能相同，价格战激烈。近几年行业萧条时，部分竞争对手退出，剩余企业逐渐进入良性竞争。公司矿用防爆产品毛利率最低时仅约 20%左右，现已逐步恢复至近 40%。2022 年矿用产品下游景气度比较高，增长较快。叠加其他矿用产品的拓展，预计未来矿用业务整体增速较好。

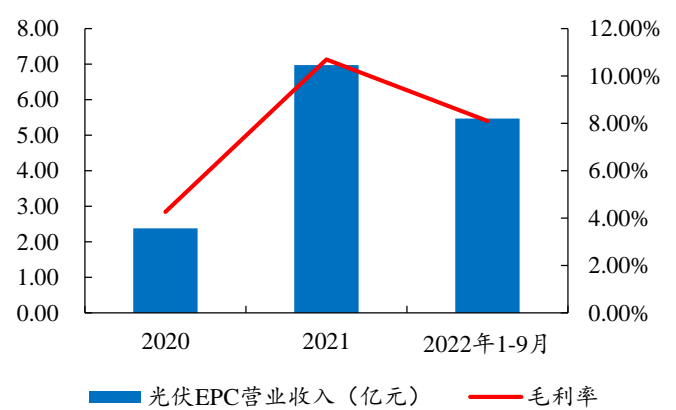
2022 年，受制于疫情和组件价格高企影响，公司光伏 EPC 项目延后。2023 年硅料价格下降后，EPC 业务将重回正轨，订单将确定性增长。

图8：2022 年前三季度，矿用防爆电器毛利率进一步提升至 39%



数据来源：Wind、公司公告、公司年报、开源证券研究所

图9：光伏项目 2023 年将实现确定增长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

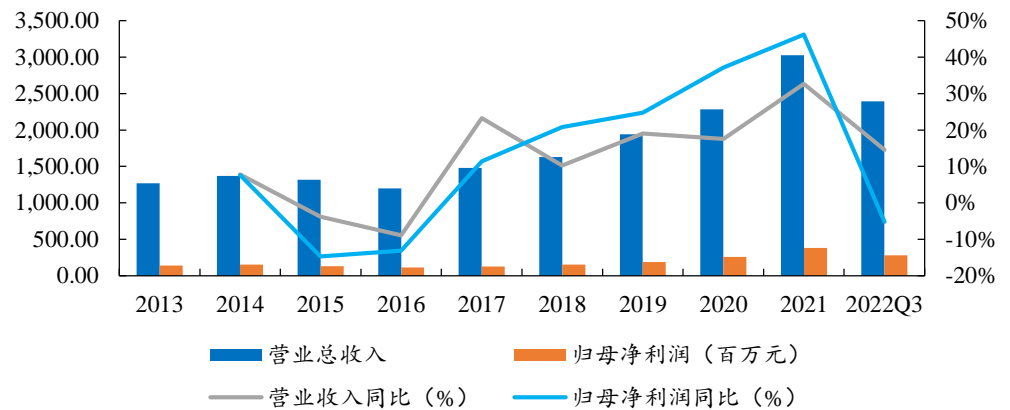
1.4、盈利能力强、现金流充沛

1.4.1、公司营收、净利润常年呈增长态势

从业绩最早可追溯的 2013 年到 2022Q3，公司仅在 2015、2016 两年出现营收和归母净利润的同比下滑，主要因为矿用防爆电器的销售收入受到煤炭行业不景气的影响下滑，同比降幅分别达到 56.81%、46.91%。自 2017 年-2022Q3，公司营收常年实现较高增长。

疫情影响、非经常项金开新能定增项目收益低于 2022 年同期、照明业务板块利润同比下降 92.1%，以上三个主要因素共同导致公司 2022 年前三季度归母净利润同比下降 5.2%，除去定增项目影响后的扣非净利润同比增长 22.1%。

图10：2017-2022Q3 公司营业收入维持较高增速

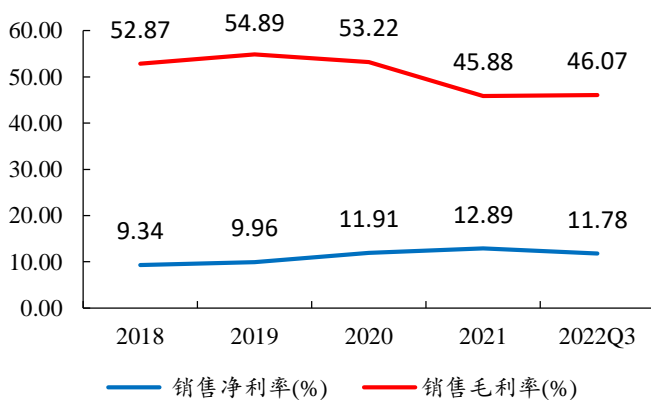


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4.2、成本管控能力强，资产负债结构良好

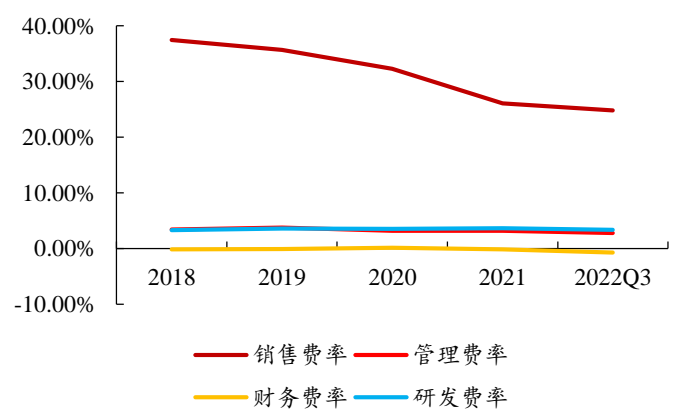
公司毛利率常年维持高位，管理费用率维持在 3%-4% 之间，由于公司的业务发展比较依赖销售，销售费用率较高，但呈现下降趋势。2021 年公司业务费为 6.45 亿元，占销售费用的比例为 81.6%。未来随着公司经营规模扩大，渠道建设完善，销售费用率有望进一步降低。

图11：费用管控能力提升，净利率呈上升态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：销售费用率逐年下降

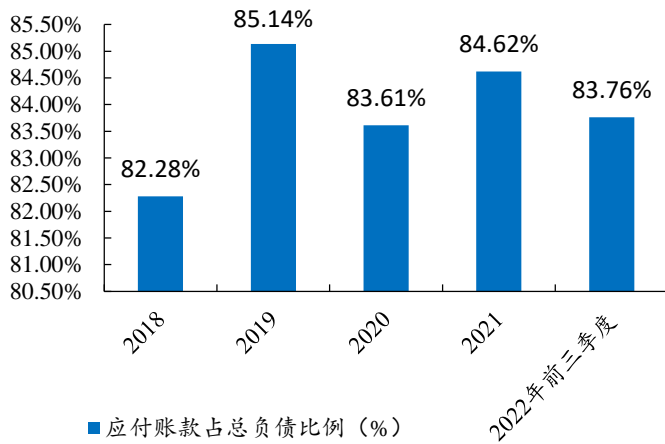


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的负债主要是在业务发展商模式下产生的经营负债。业务发展商模式下，公司将产品直接销售给客户，业务发展商负责把握客户需求，及时生成订单、向公

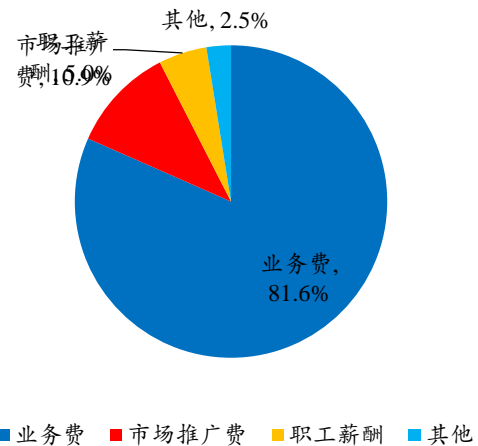
司发出生产任务单进行排产以及贷款回笼。公司优先保证自身利润后，才会与业务发展商结算相关费用，兑付应付账款。目前公司的业务发展商大多与公司建立了超过20年的合作，销售能力强，对公司忠诚度高。

图13: 公司经营负债占总负债比例在80%以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2021年的销售费用中, 业务费占比81.6%



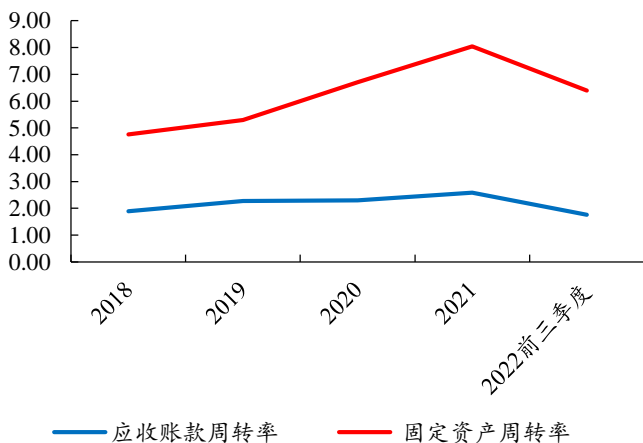
数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4.3、经营现金流持续增长, 连续多年高分红

公司回款能力强、2021年收现比达到96%, 经营活动产生现金净额持续增长。2022年1-9月经经营活动现金流有所下降, 主要因为此前部分光伏EPC业务通过票据支付, 2022年全年票据到期兑付约2亿元, 此因素并不影响现金流增长的长期趋势。

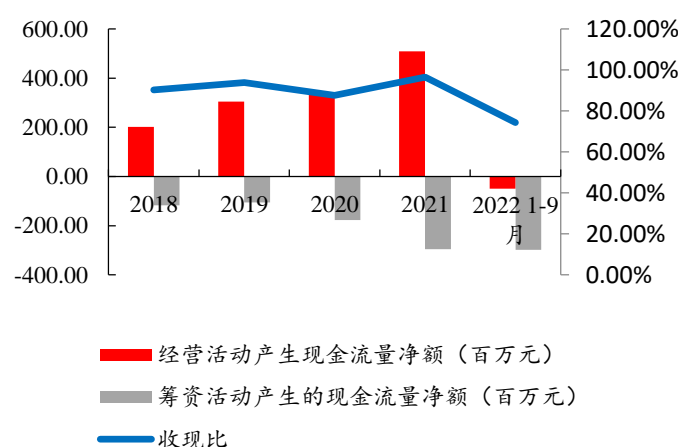
筹资活动现金净流出逐年增长, 主要因为公司的股利支付额提升。公司重视股东利益, 多年高质量增长保障了持续稳定的分红。

图15: 固定资产、营收账款周转率呈上升趋势

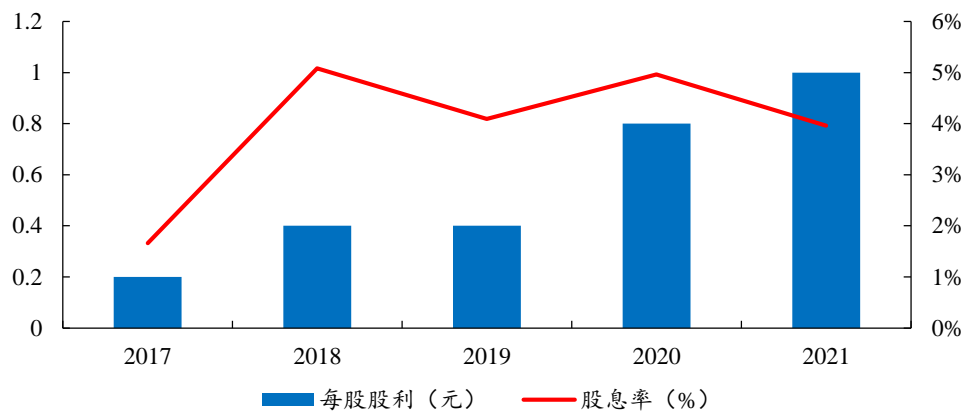


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 回款能力强, 2021年收现比96.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

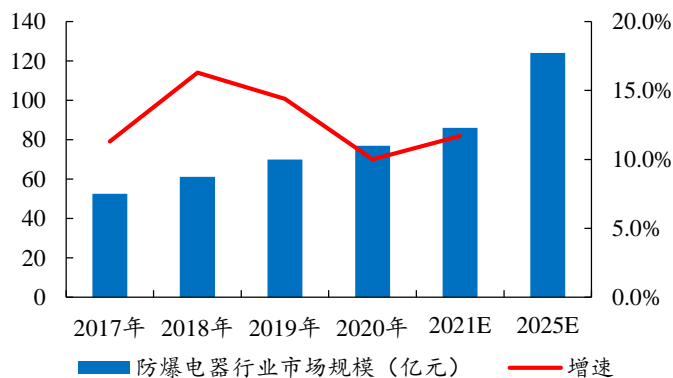
图17：每股股利逐年提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

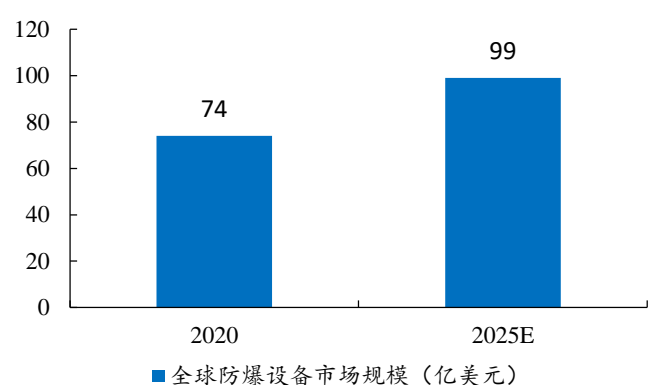
2、传统业务稳健增长，新兴业务带来高增长弹性

公司的传统业务包括下游应用领域为石化行业的厂用防爆电器以及下游为煤矿行业的矿用防爆电器。新兴业务由核电、白酒、军工领域的厂用防爆电器构成。

根据观研报告网数据，2022年国内防爆电器市场规模约100亿元。根据Market and Market数据，2020年全球防爆设备市场规模为74亿美元，预计到2025年增长到99亿美元。

图18：目前国内防爆电器市场规模约100亿元


数据来源：观研报告网、开源证券研究所

图19：2020年全球防爆设备约74亿美元


数据来源：markets and markets、开源证券研究所

2.1、石化传统业务弱周期、市场份额头部集中，助力龙头稳增长

2.1.1、防爆电器兼具安全意义和耗材属性，助力公司穿越周期

国家对保障安全生产的重视程度不断提升。二十大强调“提高公共安全治理水平，坚持安全第一、预防为主，完善公共安全体系，提高防灾减灾救灾和急难险重突发公共事件处置保障能力”。

表1：保障安全生产的战略意义重大

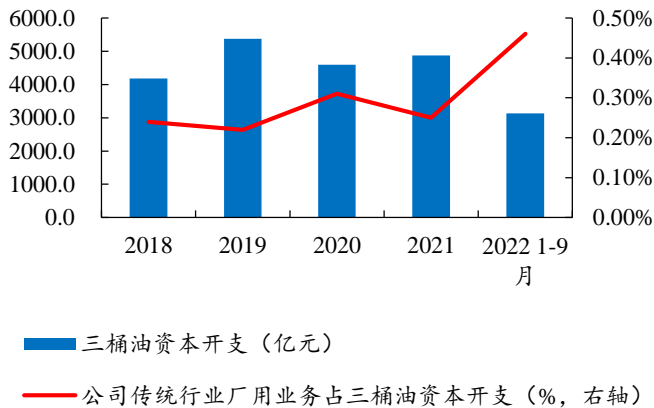
时间	颁布单位	法规名称	主要内容
2016年2月	国家安监总局	《煤矿安全规程》	抽采瓦斯设施地面泵房内电气设备、照明和其他电气仪表都应当采用矿用防爆型;干式抽采瓦斯泵吸气侧管路系统中,必须装设有防回火、防回流和防爆炸作用的安全装置;利用瓦斯时,在利用瓦

时间	颁布单位	法规名称	主要内容
			新的系统中必须装设有防回火、防回流和防爆炸作用的安全装路;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。
2016年3月	国务院	《“十三五”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10月	国家质量监督检验检疫总局	《防爆电气产品生产许可证实施细则》	本细则适用于防爆电气产品生产许可的实地核查、产品检验等工作,应与通则一并使用。防爆电气产品由国家质量监督检验检疫总局发证。防爆电气产品指在规定条件下不会引起周围爆炸性环境点燃的电气设备。防爆电气产品按使用环境分为I类、II类、III类。YB系列、YBF系列、YBK系列隔爆型三相异步电动机产品列为淘汰产品,不再受理生产许可证申请。
2019年7月	国家安监总局	《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、家用燃气器具和标称容积500L以上家用电冰箱纳入CC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。
2021年8月	应急管理部	《工贸企业粉尘防爆安全规定》	采用干式除尘系统的粉尘涉爆企业应当按照《粉尘防爆安全规程》等有关国家标准或者行业标准规定结合工艺实际情况,安装使用锁气卸灰、火花探测熄灭、风压差监测等装置,以及相关安全设备的监测预警信息系统,加强对可能存在点燃源和粉尘云的粉尘爆炸危险场所的实时监控。铝镁等金属粉尘湿式除尘系统应当安装与打磨抛光设备联锁的液位、流速监测报警装置,并保持作业场所和除尘器本体良好通风,防止氢气积聚,及时规范清理沉淀的粉尘泥浆。
	二十大		报告强调“提高公共安全水平,坚持安全第一、预防为主,完善公共安全体系,提高防灾减灾救灾和急难险重突发公共事件处置保障能力”

资料来源:国家认证认可监督管理委员会官网、中国政府网、开源证券研究所

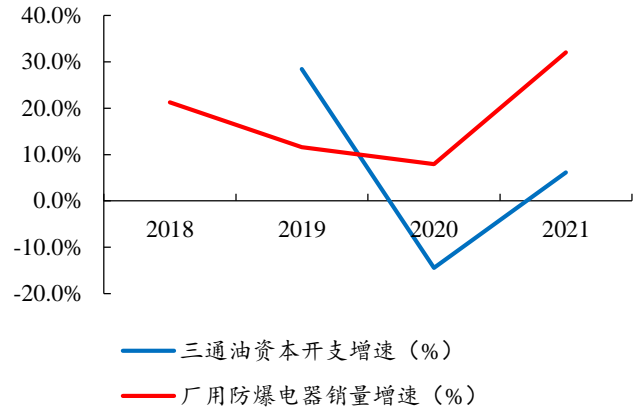
防爆电器兼具安全意义和耗材属性,助力公司穿越周期。安全意义:公司的厂用业务收入占石化行业资本开支比例逐年提升。在石化行业资本开支同比下降的年份,公司厂用防爆电器的销量仍同比增长,均体现出下游客户对防爆电器保障生产安全的重要意义越来越重视。**耗材属性:**石油化工领域对防爆产品有严格的替换周期要求,一般为3-5年。公司应用于石化行业的厂用项目中存量项目维保需求占比70%-80%。以上两点核心因素共同弱化了下游石化行业占比高带来的业绩周期波动。

图20: 防爆电器安全意义凸显, 公司厂用业务收入占石化行业资本开支比例提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 石油行业资本开支放缓时, 公司产品销量仍维持增长

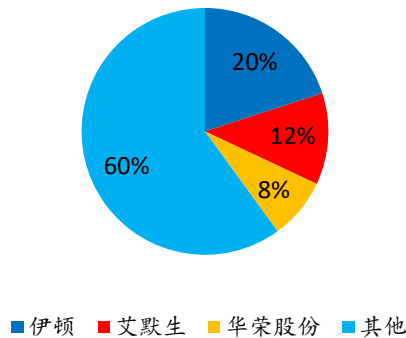


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1.2、市场份额向头部集中, 龙头强者恒强

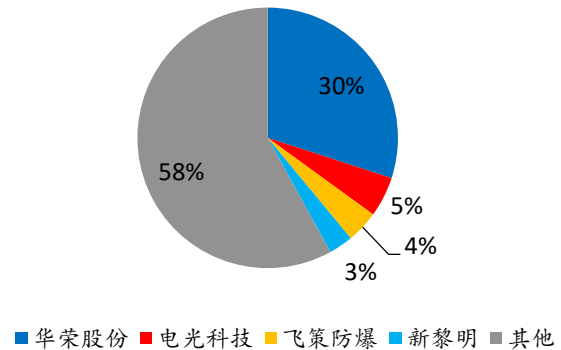
全球厂用防爆电器的主要玩家包括伊顿（收购了 Cooper）、艾默生、华荣股份、俄罗斯 Velan、德国 Bartec、R.Stahl。公司全球市占率 8%，位列第三。公司在国内规模以上（销售额超 5000 万元）防爆企业中市占率超 30%。预计公司在国内行业整体占率 20-30%，位列第一。

图22: 公司在全球防爆行业市占率第三, 为 8%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 公司在国内防爆电器行业占有率约 30%



数据来源: 公司招股书、开源证券研究所 注: 新黎明、飞策为预估值

厂用防爆电器行业壁垒体现在行业资质、客户认证两方面。第一，防爆行业由许可证制度转换为与国际接轨的强制认证制度，每个产品都需要通过认证、获得防爆证书。工厂也必须通过相应的体系认证。第二，入围业主、EPC 公司供应商目录壁垒较高。比如，进入国际石油石化企业的项目供应，首先需入围业主、EPC 公司的供应商名录，不仅要求技术、供应保障能力达标，对社会责任等方面也有特殊要求，华荣股份获得某头部大型海外石化集团认证用时近 3 年。

厂用防爆电器市场份额向头部集中, 龙头强者恒强。行业驱于集中主要受以下因素影响 (1) 政策变化: 防爆电器行业由生产许可证制度改为强制认证制度。(2) 下游行业监管趋严, 客户对安全越来越重视, 不具备防爆条件的小企业逐步退出, 下游行业集中度也在提升。(3) 客户倾向于开始采用框架集采。有些小企业在一些

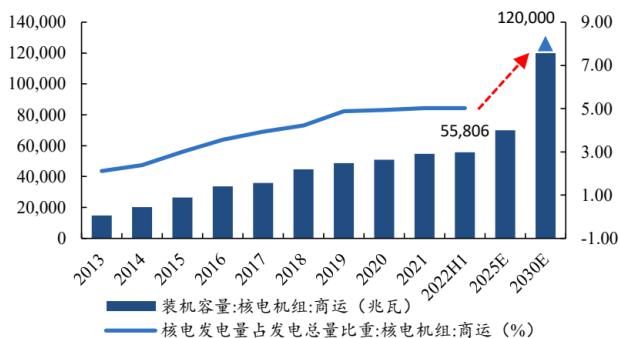
局部区域与下游厂家关系维持较好，占领局部市场，集采对这类企业市场空间挤压严重。因此，具备核心供应资质和客户认证的龙头恒强。

2.2、核电领域防爆电器需求弹性大，公司具备核心供应资质迎高增

2.2.1、我国核电核准节奏加快，防爆电器需求弹性大

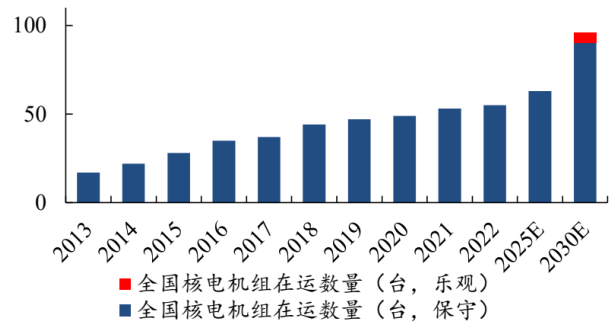
我国核电机组核准节奏加快，核电专用设备需满足防地震、防辐射等要求。在保障生产安全重要性日益提升背景下，核电新增装机容量核电机组改造共同推动核电防爆设备需求提升。

图24：预计 2030 年中国核电机组装机容量将实现翻倍



数据来源：Wind、经济参考报、开源证券研究所

图25：预计 2030 年我国在运核电机组将达 90-96 台



数据来源：Wind、21 世纪经济报道、上海证券报等、开源证券研究

在 2023 年 3 月 4 日召开的两会上，中广核集团董事长的提案内容中建议，在确保安全前提下，未来十年保持每年核准开工 10 台以上机组的稳定节奏。相比之前提出在运核电的每年核准 6-8 台机组进一步提升。一个核电机组核岛照明的价值量约 2000 万，若每年核准 10-12 台则带来 2-2.4 亿元新增市场，此外还要考虑我国目前在运机组 54 台，核准在建核电机组 28 台带来的防爆设备存量替换空间。

2.2.2、获得中核集团认证，公司是极为稀缺的国产核级防爆设备供应商

核级设备认证要求比传统石化行业要求更高，设备制造商需要具有更高的工艺技术水平。公司具备供应资质，已完成多个核电领域示范项目，先发优势突出。近年来，公司已相继为田湾核电厂、国核山东荣成“国和一号”示范工程、中广核太平岭核电/三澳核电等项目提供照明设备。与中广核联合开发的照明灯具通过了核岛厂房辐照及抗震专业级成果权威鉴定。该产品具备强技术优势，可使用近 3 年（相比之下，普通照明产品使用周期仅约半年），减少更换带来的停机频次，也为客户节省大量成本，填补了国内空白，公司成为核环境 LED 照明设备首家中国企业。核电厂一旦选定供应商几乎不会更换，公司先发优势明显。

2022 年 12 月公司正式成为中核集团认证的合格供应商，具备向中核集团公司及下属单位提供相关产品及服务的资质，供应产品将可从核级照明产品拓展到电器等更广范围。华荣股份自主研发的核岛厂房耐辐照及抗震照明设备、主控制室灯具、热室灯具、防爆灯具、消防照明（标志）灯具、防爆配电箱、照明配电箱等核级系列产品，从技术研发、生产制造、到检验试验均通过了中核集团专家组的详细审查。今后公司的供应产品将从核级照明产品拓展到电器等更广范围，深度受益于核准加速带来的核级防爆设备高需求弹性，迎来高增长。

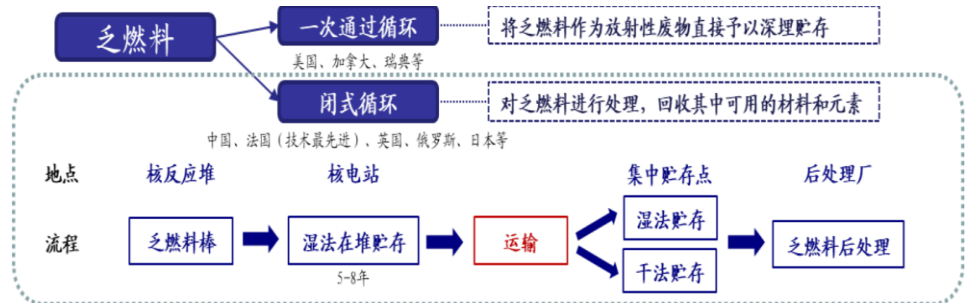
图26: 公司通过中核集团认证, 成为合格供应商



资料来源: 公司官网

核电核准加速不仅提升了核岛用防爆设备的需求弹性, 乏燃料后处理流程对防爆电器的需求也在增长。乏燃料是在核电站反应堆中经受过辐射照射、使用过的核燃料。我国坚持核燃料闭式循环处理(后处理), 闭式循环是指对乏燃料进行处理, 回收其中可用的材料和元素。截至 2019 年, 乏燃料的运输工作主要由中国核工业集团下的中核清原环境技术有限责任公司承担。公司成为中核集团合格供应商后, 将有机会同时提供乏燃料后处理过程中使用的防爆电器。

图27: 我国坚持核燃料闭式循环处理(后处理)路线



资料来源: 清华大学核能与新能源技术研究院、开源证券研究所

2.3、白酒、军工领域带来防爆电器新需求, 公司将稳定受益

2019 年起, 国家出台安全防护政策强制要求白酒行业使用防爆电器, 未来白酒行业的防爆电器需求来源于新建酒厂增量和旧厂技改带来的存量需求。白酒的主要成分乙醇为易燃、易挥发物, 在制作过程中与空气混合后若遇火星容易爆燃, 高浓度白酒是甲类火灾危险品。根据我们测算, 白酒行业防爆电器年均需求规模约为 30 亿元。华荣股份是白酒行业防爆电器标准起草与制定方之一, 已经和茅台等头部厂商建立合作关系, 将受益于白酒行业带来的厂用防爆电器新需求。

国企改革, 老旧产线翻新带来厂用防爆电器新需求。军工领域防爆电器必须由具备资质认证的厂商提供, 2019 年公司获得军工三证, 目前产品已应用于国防基地建设、舰艇配套、航空航天以及装备承制, 是军企的核心供应商。

3、蓄势待发，迈向全球防爆电器冠军企业

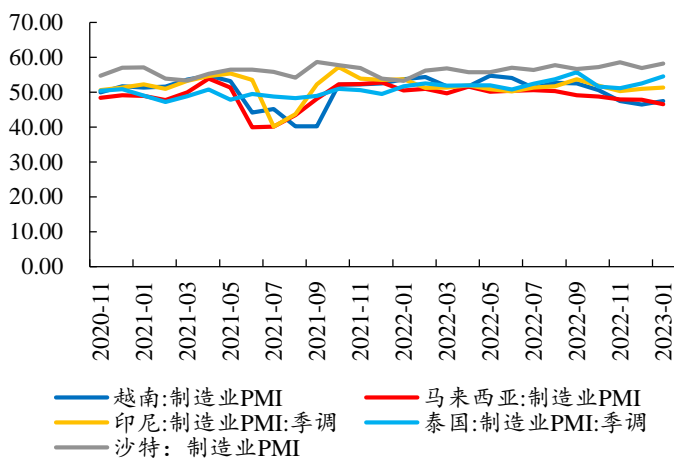
3.1、乘一带一路加速推进之风，进一步开拓海外市场，提升全球市占率

3.1.1、海外油气资本开支景气，一带一路加速推进利好设备出海

欧洲由于能源危机影响，将加大下游投资，海外石化行业用厂用防爆电器需求进一步提升。2021年，石油仍占据欧洲能源消费的33%，预计欧洲短期无法摆脱对石油的依赖，未来油气开采资本开支景气。

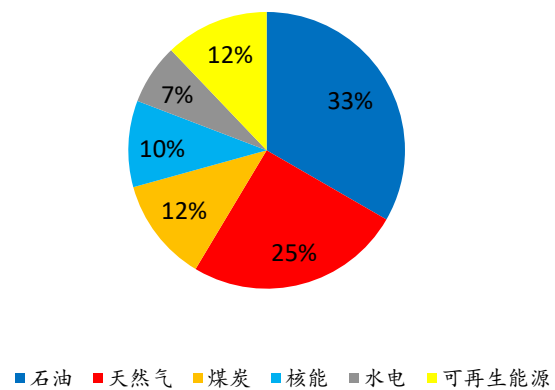
欧洲对油气的投资主要集中在中东以及非洲地区，一带一路加速推进下，国产设备出海迎来机遇。2023年是“一带一路”倡议提出十周年。2023年3月10日，中华人民共和国、沙特阿拉伯王国、伊朗伊斯兰共和国在北京发表三方联合声明。3月27日，荣盛石化披露引入沙特阿美战投。3月29日，沙特阿拉伯内阁批准了加入上海合作组织的决定，同一日投资超800亿元的中沙合作炼化项目开工。中沙频频合作，传递出一带一路加速推进的强烈信号，将大力助推公司在海外市场的市占率提升。

图28：多个一带一路沿线国家 PMI 指数处于荣枯线以上，经济有活力，成品油需求高



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

图29：2021年，石油仍占据欧洲能源消费的33%



数据来源：英国BP公司、开源证券研究所

3.1.2、公司在产品性能、品牌效应、成本、服务等方面具备全球竞争力

2005是公司进军国际市场的元年。多年来，公司以“一带一路”沿线地区作为重点开拓市场，现已成为近百家国际大型油气公司和EPC公司的合格供应商，几乎覆盖了所有头部石化企业，2021年外贸收入占厂用营收比例为35.4%。产品性能卓越、客户服务优质、标杆项目在海外市场树立良好品牌、生产成本更低，将共同助推公司在一带一路加速推进的背景下进一步提升全球市占率。

第一，卓越的产品性能是公司打开海外市场的基础。公司防爆产品性能比肩全球龙头，拥有以国际IECEX认证为首的诸多权威证书的认可。公司产品种类全球最齐全，方便客户进行一站式采购。

第二，标杆项目树立品牌，为市场扩展奠基。公司外贸业务主要采取“直销+代理”销售模式，2017年公司在迪拜设立子公司，集生产及销售一体，主要服务于

中东及非洲市场。公司通过频繁参加高端专业展会，向海外用户展示华荣的品牌形象。2022年7月，公司的尼日利亚丹格特炼油厂项目防爆设备订单100%高质量履约完毕，该项目合同货款近1500万美金已全额回笼，此订单是截至2022年7月全球最大的单一项目防爆电器供货订单。尼日利亚是非洲第一大经济体、第一大人口国和第一大原油出口国，也是中非共建“一带一路”的重要伙伴。此项目落地为公司非洲的扩张奠定基础。未来公司将复制“华荣中东公司”运作模式，扩大对非洲、欧洲和中东市场的拓展。

图30：公司参加海外展会



资料来源：华荣股份海外官网

图31：公司尼日利亚项目现场



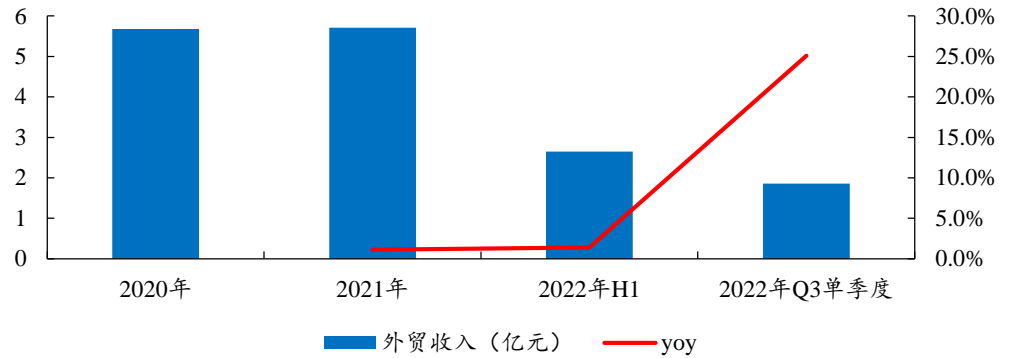
资料来源：华荣股份海外官网

第三，和海外竞争对手相比，公司具备高质量服务优势以及成本优势。将国外同行不具备的快速响应服务理念延伸到国际业务，公司充分获得了国际用户的信任。从成本上看，公司海外竞争对手集中在欧美地区，2022年以来欧美地区能源短缺使其成本上涨，而公司在报价上面相对有一定的回旋余地。此外，防爆行业装配环节所需员工数量较多，全球历史最悠久的防爆企业 R.Stahl 规模与公司相近，员工数量近2000名，而海外人力成本较高，公司在人力成本方面更具优势。

产能充裕，支撑全球业务扩张。公司厂用防爆当前产能可满足30亿元产值。此前公司厂用业务占用4栋楼，其中1栋为仓库。专业照明搬出上海厂区后又新增1栋用于厂用防爆业务，且仓库在必要时也可调整至厂用防爆产品生产，产能提升空间充足。

出入境管控政策更宽松，公司的厂用防爆外贸业务向上拐点已至。2022年9月份起，外贸部门投标量翻倍增长，单一招标金额超千万美元的项目数量超过十个，2022年第三季度华荣股份外贸营收同比+25.1%。4季度公司又新获1500万美元大额订单。公司将在2023年启动完成沙特、欧洲的分/子公司注册，并全面投入运作，助力一带一路、欧洲地区市场进一步扩张。

图32：2022年第三季度华荣股份外贸营收同比+25.1%，拐点确定



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、以安工智能系统为抓手，升级为全安全场景的解决方案商，打开长期成长空间

公司拥有软件自主知识产权的安工智能系统包括智能配电管理、智能照明管控、智能在线工艺监测、动设备在线监测、智能视频监控、智能通讯指挥、智能消防安全、可燃气体监测、在线腐蚀监测 9 大子系统，适用于油气、化工、军工、海工、制药等易燃易爆环境下的全过程集中智能管理，具有智慧节能、远程管控、智能高效的优点。

图33：安工智能平台适用于易燃易爆环境下的全过程集中管理



数据来源：华荣股份微信公众号

以安工智能管控系统为抓手，由传统制造企业升级成为“安全智能解决方案”服务商，带来产品价值量提升以及客户粘性的增强。转型后，公司由销售设备的单一盈利点发展为至少拥有平台搭建、智能终端、安装施工、维护运行服务 4 个盈利点。安全智能解决方案中提供的产品包括公司自研生产的产品以及外采产品，产品品类得到大幅扩充，更加方便客户进行一站式采购，增强客户粘性。

下游由单一防爆领域百亿级市场拓展至整个安全领域近千亿市场。根据财政部印发的《企业安全生产费用提取和使用管理办法》，我国平均开采一吨煤炭可获得的

安全生产费用为 15 元，平均开采一吨原油可获得的安全生产费用为 20 元。2022 年全国共开采原油 20467 万吨，开采煤炭约 44.96 亿吨。仅煤炭、石油两个领域的安全生产费用就已合计达到 715 亿元，若拓展至整个安全领域，则市场规模约近千亿。

公司的安工智能管控系统已和多家石化、白酒企业建立合作，但目前收入体量仍较小，未来将持续发力，打开长期成长空间。公司的安工智能管控系统已在神华宁煤、镇海炼化、上海石化、石家庄炼油、哈尔滨炼化、浙江衢化、上海赛科、河南顺成、陕西金泰氯碱、英力士等多个石化企业以及茅台酒厂稳定运行。2021 年安工智能系统实现营收 1.26 亿元，2022 年截至 10 月 31 日，安工智能开票已接近 2 亿，订单充裕。电气工程与 IT 复合型人才的缺乏是目前限制订单大幅度增长的核心因素，公司强劲的盈利能力可以为人才招聘提供更优厚的条件，预计人员短缺不会长期限制公司转型。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

厂用防爆电器受益于国内下游新兴市场以及海外市场需求增长，预测 2022-2024 年营收同比+22%、30%、31%。新兴领域厂用防爆电器毛利率高于传统行业，预测公司厂用防爆电器毛利率提升。矿用防爆电器下游需求景气，预测 2023-2024 年分别同比增长 33%、30%。

2023 年轨交、国网招标恢复正常，预计专业照明业务 2023-2024 年营收同比+20%。2022 年，受制于疫情和组件价格高企影响，公司光伏 EPC 项目延后，2023 年硅料下降后有望重回正轨，订单确定性增长，预计新能源 EPC 业务 2023-2024 年营收同比增长 22%、18%。

预测 2022-2024 年公司期间费用率分别为 34.30%、33.30%、33.60%；公司每股派现分别为 1.0、1.1、1.2 元。

综上，预测 2022-2024 年公司实现营业收入 34.7/44.1/55.9 亿元，归母净利润 4.0/5.6/7.3 亿元。

表2：主营业务收入（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,942.55	2,282.71	3,027.30	3,471.12	4,411.65	5,590.54
YoY	19.08%	17.51%	32.62%	14.66%	27.10%	26.72%
综合毛利率	54.89%	52.39%	45.88%	45.02%	46.67%	47.88%
厂用防爆电器						
营业收入(百万元)	1171.27	1406.42	1612.52	1967.28	2557.46	3350.27
YoY	18.25%	20.08%	14.65%	22.00%	30.00%	31.00%
毛利率	62.42%	61.19%	59.23%	60.00%	61.00%	62.00%
矿用防爆电器						

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
专业照明产品						
营业收入(百万元)	210.06	200.57	210.25	283.84	377.51	490.76
YoY	55.17%	-4.52%	4.83%	35.00%	33.00%	30.00%
毛利率	28.87%	33.20%	31.68%	39.00%	39.00%	39.00%
新能源 EPC 业务						
营业收入(百万元)			697.12	780.77	952.54	1124.00
YoY				12.00%	22.00%	18.00%
毛利率			10.69%	8.00%	9.00%	8.00%
其他						
营业收入(百万元)	81.32	95.12	122.22	146.67	173.07	204.22
YoY	23.29%	16.96%	28.50%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率	44.71%	26.85%	36.85%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、投资建议

我们选取中密控股（主营机械密封设备的研发、生产及销售，核心下游也是石油化工、煤化工、油气输送、核电等能源行业）、海洋王（国内专业照明领军企业）、林洋能源（布局光伏 EPC）作为华荣股份的可比公司，对应 2022-2024 年平均估值 24.7、18.0、14.0 倍，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 4.0/5.6/7.3 亿元，EPS 为 1.18/1.65/2.17 元，当前股价对应 PE21.7/15.6/11.8 倍，低于可比公司平均水平。

公司作为具备全球竞争力的国内防爆电器龙头，受益于国内核电、白酒、军工等新兴市场和以一带一路沿线为主的海外油气市场对防爆电器的需求高增，将实现盈利能力与全球市占率的进一步提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司估值低于可比公司平均估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (%)				PE (倍)				EPS (元)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601222.SH	林洋能源	7.73	-6.69	-10.37	42.43	29.19	26.86	19.96	14.01	10.85	0.45	0.40	0.58	0.74
300470.SZ	中密控股	44.15	36.27	18.53	25.33	22.49	32.35	26.73	21.33	17.41	1.38	1.64	2.05	2.51
002724.SZ	海洋王	9.51	30.43	-28.63	47.86	35.27	32.5	27.47	18.58	13.73	0.5	0.36	0.53	0.72
可比公司平均								24.7	18.0	14.0				

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (%)					PE (倍)				EPS (元)		
603855.SH	华荣股份	26.07	46.2%	4.8%	39.4%	31.3%	24.0	21.7	15.6	11.8	1.13	1.18	1.65	2.17

数据来源：Wind、开源证券研究所 华荣股份盈利预测来自开源证券研究所，其他来自 Wind 一致预期，最新收盘日为 2023 年 4 月 14 日

5、风险提示

国内新兴市场需求不及预期、海外市场开拓不及预期，汇率波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2715	3380	2637	3061	3667
现金	650	734	1377	1243	1882
应收票据及应收账款	1112	1244	0	0	0
其他应收款	48	58	64	92	106
预付账款	38	65	53	97	93
存货	472	820	685	1170	1127
其他流动资产	394	459	459	459	459
非流动资产	671	753	794	907	1032
长期投资	2	6	9	12	15
固定资产	309	404	443	556	678
无形资产	88	81	72	64	55
其他非流动资产	272	262	269	275	284
资产总计	3386	4133	3431	3968	4699
流动负债	1705	2306	1534	1837	2187
短期借款	10	0	0	0	0
应付票据及应付账款	547	980	0	0	0
其他流动负债	1148	1326	1534	1837	2187
非流动负债	29	34	34	34	34
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	34	34	34	34
负债合计	1734	2340	1568	1871	2221
少数股东权益	30	36	44	59	80
股本	338	338	338	338	338
资本公积	725	737	737	737	737
留存收益	593	808	979	1198	1436
归属母公司股东权益	1621	1757	1819	2038	2398
负债和股东权益	3386	4133	3431	3968	4699

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	344	509	1045	340	1169
净利润	272	390	408	572	752
折旧摊销	48	51	47	59	76
财务费用	4	-3	-6	-11	-12
投资损失	-3	-1	-6	-4	-3
营运资金变动	-14	85	662	-245	383
其他经营现金流	37	-15	-61	-30	-27
投资活动现金流	-193	-159	-65	-147	-170
资本支出	113	103	84	170	198
长期投资	-41	-29	-3	-3	-3
其他投资现金流	-38	-27	23	26	30
筹资活动现金流	-177	-295	-338	-326	-360
短期借款	8	-10	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	0	0
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	29	12	0	0	0
其他筹资现金流	-214	-297	-338	-326	-360
现金净增加额	-37	52	643	-133	639

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2283	3027	3471	4412	5591
营业成本	1087	1638	1908	2353	2914
营业税金及附加	22	22	31	38	48
营业费用	719	790	937	1147	1454
管理费用	73	98	108	141	196
研发费用	81	111	121	154	196
财务费用	4	-3	-6	-11	-12
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	4	2	6	3	4
公允价值变动收益	-0	70	17	21	27
投资净收益	3	1	6	4	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	290	419	444	627	830
营业外收入	17	20	18	18	18
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	307	436	460	643	846
所得税	35	46	52	72	94
净利润	272	390	408	572	752
少数股东损益	11	9	8	15	21
归属母公司净利润	261	381	399	557	731
EBITDA	336	465	477	664	877
EPS(元)	0.77	1.13	1.18	1.65	2.17

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.5	32.6	14.7	27.1	26.7
营业利润(%)	42.2	44.4	5.9	41.4	32.3
归属于母公司净利润(%)	37.1	46.2	4.8	39.4	31.3
获利能力					
毛利率(%)	52.4	45.9	45.0	46.7	47.9
净利率(%)	11.4	12.6	11.5	12.6	13.1
ROE(%)	16.5	21.8	21.9	27.3	30.4
ROIC(%)	15.6	21.0	21.0	26.4	29.7
偿债能力					
资产负债率(%)	51.2	56.6	45.7	47.2	47.3
净负债比率(%)	-38.4	-40.6	-73.9	-59.3	-76.0
流动比率	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7
速动比率	1.3	1.1	1.2	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.2	1.3
应收账款周转率	2.3	2.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.3	3.4	7.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.13	1.18	1.65	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.51	3.10	1.01	3.46
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.20	5.39	6.04	7.10
估值比率					
P/E	33.2	22.7	21.7	15.6	11.8
P/B	5.3	4.9	4.8	4.3	3.6
EV/EBITDA	23.6	16.7	14.9	10.9	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn