

铬铁价格上行, 铬盐寡头有望受益

投资要点

- **铬盐生产企业前三, 寡头优势明显。**铬盐生产属高污染行业, 传统有钙焙烧工艺技术落后、污染严重。国家从宏观调控角度提出全面淘汰有钙焙烧落后生产工艺, 推动铬盐生产清洁化, 落后产能先后关停, 新建产能审批难度大。铬盐市场逐渐呈现寡头垄断格局, 2014年铬盐企业已减至14家, 其中产能大于5万吨的只有振华股份、四川银河和重庆民丰三大寡头。公司现有无钙焙烧生产线基本达到国外先进水平, 具有明显的环保优势和经济效益, 是公司维持寡头地位的有力保障。
- **铬铁矿暴涨, 公司产品涨价预期强烈。**受矿业巨头减产的影响, 铬矿近期呈现暴涨行情, 南非Cr44%铬矿精粉4月份至当前涨幅达144%, Cr50高碳铬铁自5月份至当前涨幅为75%。纯碱8月末至当前涨幅13.7%。铬铁矿成本占公司生产成本比例的28.7%, 纯碱占19.0%。铬盐行业是寡头垄断行业, 企业议价能力强, 原材料上涨促使铬盐行业企业上调产品价格以转移自身成本压力。下游铬盐应用厂商较分散且多为中小企业, 议价能力较弱, 预计铬盐产品上涨的价格传导路径较为顺畅, 上下游产品价差空间未来有望拉大, 公司盈利能力进一步提升。
- **下游需求稳定增长, 铬盐业务前景广阔。**作为国民经济发展必不可少的工业产品, 铬盐下游需求将稳定增长。铬盐下游表面处理、颜料、鞣革等领域市场需求不断增长, 2015年电镀化学品市场需求增长至344亿元、涂料产量增长至1700万吨, 将有力带动铬盐市场需求; 此外, 伴随高新技术和精细化制造方法的应用, 铬盐应用空间将不断开拓至医疗、保健、木材防腐各个领域, 开启铬盐需求新增长点。公司作为行业寡头, 未来市场空间广阔。
- **盈利预测。**预计公司2016-2018年的EPS分别为0.44元、0.54元和0.69元, 对应动态PE分别为94倍、76倍和60倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:**铬铁矿价格波动的风险, 募投项目不及预期的风险, 行业新进入者的风险, 产品涨价时间及幅度或不及预期的风险。

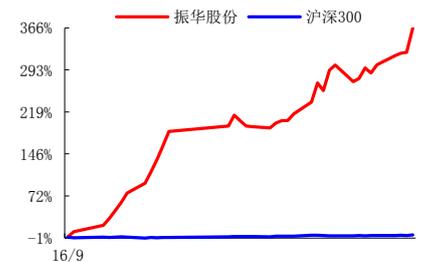
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	776.35	836.83	997.27	1278.83
增长率	-5.21%	7.79%	19.17%	28.23%
归属母公司净利润(百万元)	62.49	95.84	118.10	151.09
增长率	-32.36%	53.37%	23.23%	27.93%
每股收益EPS(元)	0.28	0.44	0.54	0.69
净资产收益率ROE	9.41%	8.91%	10.05%	11.60%
PE	145	94	76	60
PB	13.64	8.41	7.70	6.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



目 录

1 公司概况：国内铬盐清洁化生产企业	1
2 铬盐生产企业前三，寡头优势明显	4
2.1 铬盐生产清洁化、规模化，助力公司成为寡头	4
2.2 掌握无钙焙烧核心技术，稳固公司领先地位	5
2.3 股东增资重庆民丰，或有联合涨价预期	6
3 铬矿暴涨，公司有望扩大价差	7
3.1 矿业巨头减产，下游需求旺盛，带动铬铁暴涨	7
3.2 原材料价格上涨，公司产品涨价预期强烈	9
4 下游需求稳定增加，铬盐市场前景广阔	10
4.1 传统应用领域稳定发展，带动铬盐市场需求	11
4.2 新兴应用领域不断开拓，打开铬盐市场容量	12
5 盈利预测与投资建议	13
6 风险提示	13

图 目 录

图 1: 2011 年以来公司营业收入及增速	2
图 2: 2011 年以来公司净利润及增速	2
图 3: 2011 年以来公司主营业务结构 (百万)	2
图 4: 2011 年公司主营业务毛利结构 (百万)	2
图 5: 公司毛利率情况	3
图 6: 公司三费率情况	3
图 7: 公司产品产业链情况	3
图 8: 我国铬盐生产厂家数量不断减少	5
图 9: 我国铬盐产量不断增加	5
图 10: 股东增资重庆民丰情况	6
图 11: 2015 年主要国家铬矿储量 (单位: 千万吨)	7
图 12: 2015 年铬产量全球分布	7
图 13: 我国铬矿产量、消费量 (万吨)	7
图 14: 今年以来我国铬矿进口量 (吨)	7
图 15: 嘉能可近年来的铬铁产量	8
图 16: 我国港口铬矿石库存 (万吨)	8
图 17: 全球不锈钢粗钢产量 (单位: 千吨)	8
图 18: 铬矿 (精粉) 进口价格 (单位: 元/吨度)	9
图 19: 高碳铬铁:Cr50:南非价格 (单位: 美元/磅铬)	9
图 20: 轻质纯碱华东地区价格 (元/吨)	9
图 21: 铬盐产业链情况	10
图 22: 我国重铬酸钠进出口情况	11
图 23: 电镀化学品市场需求情况	11
图 24: 电镀镀种分布情况	11
图 25: 我国涂料产量情况	12
图 26: 我国皮革服装产量	12
图 27: 我国天然毛皮服装产量	12

表 目 录

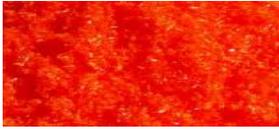
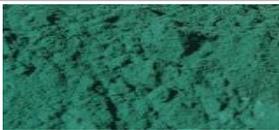
表 1: 公司主要产品及介绍	1
表 2: 铬盐行业国家宏观调控政策举例	4
表 3: 主要工艺参数及设备性能比较一览表	5
表 4: 无钙焙烧技改项目清洁生产环保指标分析	6
表 5: 分业务收入及毛利率	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：国内铬盐清洁化生产企业

公司主要从事铬盐系列产品的研发、制造与销售，并对铬盐副产品及其它固废资源化综合利用。目前公司已拥有合计产能为5万吨的重铬酸钠、铬酸酐、氧化铬绿、碱式硫酸铬等铬盐产品，其主导品牌“楚高牌”铬酸酐、红矾钠获湖北省名牌称号，产品畅销全国，并远销欧、美、非以及东南亚等六十多个国家和地区。

公司是少数已掌握无钙焙烧清洁生产技术的企业之一，同时公司还具备生产系统数字化集成控制技术能力，有利于减少生产过程中废弃物的产生与排放。多年来公司持续专注于技术创新和研发，不断升级清洁生产工艺。

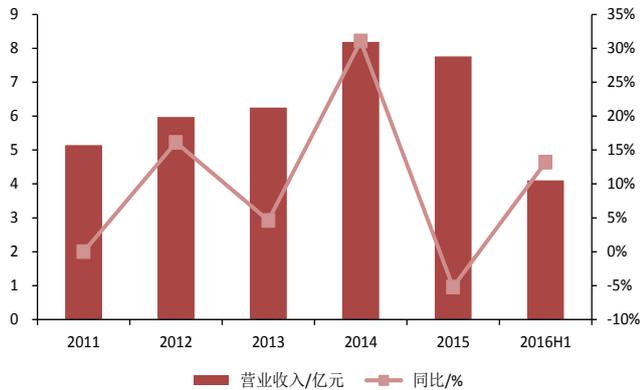
表 1：公司主要产品及介绍

产品图样	产品用途	应用行业
 重铬酸钠（俗称“红矾钠”）	除直接用作氧化剂外，还可由试剂厂生产各种含铬试剂，颜料工业用其制造黄、橙、红色铬盐颜料，陶瓷工业用以生产多种含铬着色剂或釉料，石油天然气开采业用其生产油田化学品（如木质素磺酸铬、调剖用交联剂），有机合成用于生产医药、染料、香料、饲料添加剂（维生素 K3）。	广泛应用于涂料、油墨、颜料及类似产品制造业；专用化学产品制造业；香料、香精制造业；医药制造业；饲料加工行业。
 铬酸酐（俗称“铬酐”）	除直接应用于精饰（电镀--镀铬、金属表面钝化），作氧化剂外，大部分用于生产其它铬化合物，特别是制取化肥、炼油及石化工业的催化剂载体，磁性材料。国外大量用于木材防腐剂及阻燃剂，国内更多用于生产氧化铬绿。	广泛应用于表面处理行业、炼油及石化行业、木材防腐及阻燃剂行业。
 氧化铬绿（俗称“铬绿”）	主要用于油漆、涂料、陶瓷工业作颜料（着色剂），用于生产黑色陶瓷颜料—铬黑；用作研磨剂，制作抛光膏、金相砂纸，用于滚珠轴承、金属及光学玻璃等的精细研磨和抛光；冶金工业生产单质金属铬，或耐火材料工业直接制作耐火制品（铬砖）或生产复合耐火材料（如铬镁砖、铝砖）；直接用作熔喷材料，赋予基材以耐热耐磨、耐腐蚀等优良性能。由于氧化铬绿对红外线的反射类似植物绿叶，军事部门用其制作伪装涂料。氧化铬水合物其颜色极为鲜艳，用于绘画、印刷，制作美容化妆品中的着色剂。	广泛应用于涂料、油墨、颜料及类似产品制造业；化妆品制造业；表面处理行业、冶金行业、军工行业。
 碱式硫酸铬（俗称“铬粉”）	主要用于各种皮革和毛皮的鞣制，为高吸收性铬鞣剂。	皮革、毛皮及其制品行业

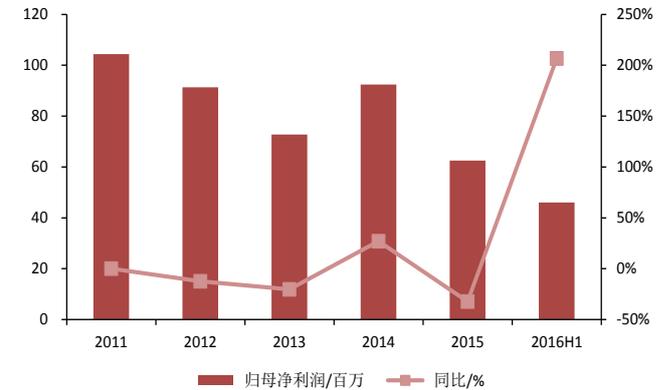
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2013 年以来，受整体宏观经济形势影响，公司主营业务整体盈利能力有所下降，但得益于公司无钙焙烧两条生产线分别于 2013 年全部投产且产销率始终保持在较高水平，2015 年、2014 年公司主营业务收入较 2013 年均有一定幅度增长，增幅分别为 24.2%、31.1%。

2016 年前三季度，公司实现营业收入和归母净利润分别为 6.3 亿元、7320 万元，同比增速分别为 11.9%、109.3%。原因系公司主要产品重铬酸钠和铬绿销量较上年同期较大幅度增长，尤其是氧化铬绿销量较上年同期增长。

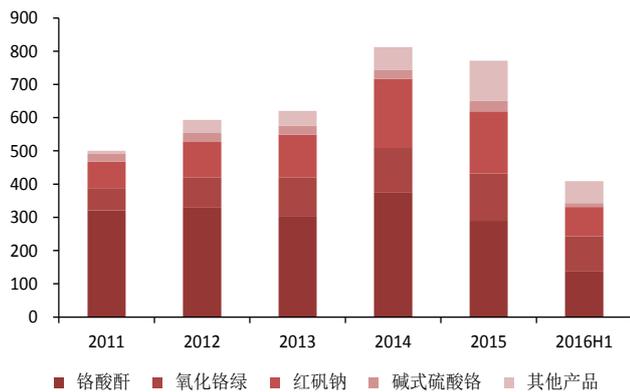
图 1: 2011 年以来公司营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

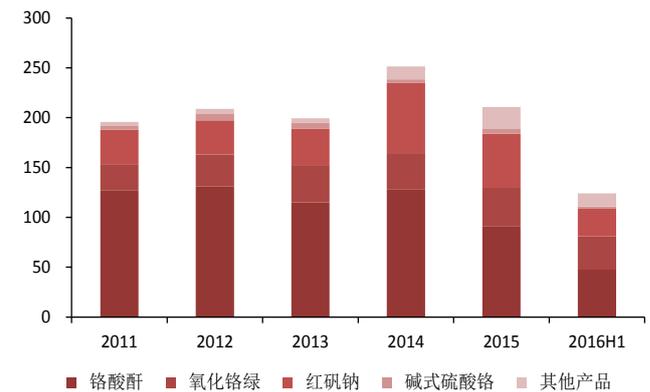
图 2: 2011 年以来公司净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司主营业务结构: 公司铬酸酐市场认可度高, 单价及毛利率水平较高, 占营业收入比重最高。2015 年铬酸钠营收占比 37.5%, 毛利贡献 42.6%。2012 年后, 随着无钙焙烧生产线逐步完成建设并投入使用, 铬酸钠产能扩大, 重铬酸钠、氧化铬绿等的产销规模相应提高。

图 3: 2011 年以来公司主营业务结构 (百万)


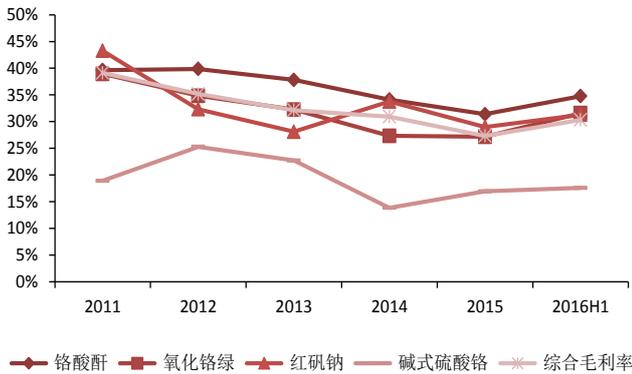
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2011 年公司主营业务毛利结构 (百万)


数据来源: Wind, 西南证券整理

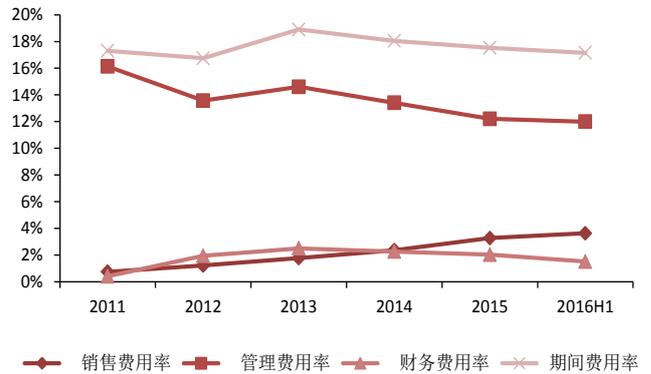
2013-2015 年公司毛利率分别为 32.1%、30.9%、27.3%，呈下跌趋势，系宏观经济增速呈现下滑趋势，公司主要产品售价持续下降；2016 年上半年，由于单位成本下降，毛利率企稳回升至 30.3%。公司期间费用率 2013 年以来呈下降趋势，降本增效成果良好。

图 5: 公司毛利率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

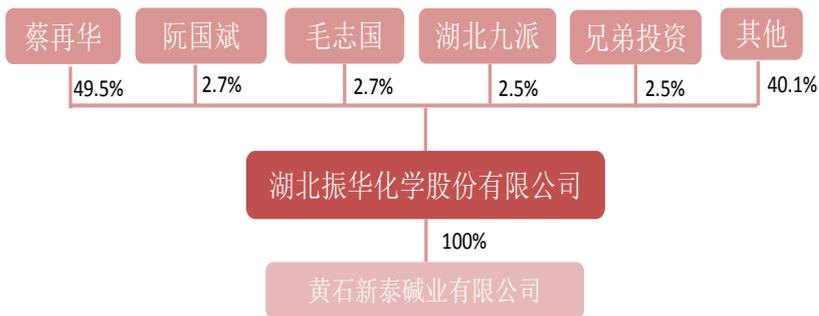
图 6: 公司三费率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司股权结构: 董事长蔡再华是公司实际控制人, 发行后持有 10885 万股, 股权比例为 49.5%, 公司股权结构相对集中。

图 7: 公司产品产业链情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

2 铬盐生产企业前三，寡头优势明显

2.1 铬盐生产清洁化、规模化，助力公司成为寡头

铬盐生产属高污染行业，其生产带来的污染同其他的工业生产不同，产生的“三废”对环境的影响都很突出，而且会带来铬的累积性的环境影响。传统的有钙焙烧工艺由于技术落后，设备生产能力较小，一方面使单位产品的原料消耗、能耗过高，造成资源浪费；另一方面，有钙焙烧工艺产生的大量铬渣又存在一系列生态环境治理问题。同时，生产厂家过多不利于国家宏观调控，也会造成国内市场无序竞争，成为企业增加研发开支、改善生产环境、提高技术水平的重大障碍。国家从宏观调控的角度也提出了相应的要求，全面淘汰有钙焙烧落后生产工艺，鼓励铬盐清洁生产新工艺，推动铬盐生产大型化、规模化和合理布局。

表 2：铬盐行业国家宏观调控政策举例

序号	政策	颁发部门	实施时间	主要内容
1	《铬化合物生产建设许可管理办法》	工信部	2011-2016 年	在中华人民共和国境内新建、改建或者扩建铬化合物生产装置，应当依法取得《铬化合物生产建设许可证书》，上述规定提高了铬盐行业准入门槛
2	《无机盐行业“十二·五”发展规划》	中国无机盐工业协会	2011 年	提出“继续推动铬盐生产大型化、规模化、合理布局”
3	《关于印发铬盐行业清洁生产实施计划的通知》	工信部、财政部	2012 年	明确要求“2013 年底前，全面淘汰有钙焙烧落后生产工艺”
4	《产业结构调整指导目录(2011 年本)(修订本)》	发改委	2013 年	“铬盐清洁生产新工艺的开发和应用”被列为鼓励类项目

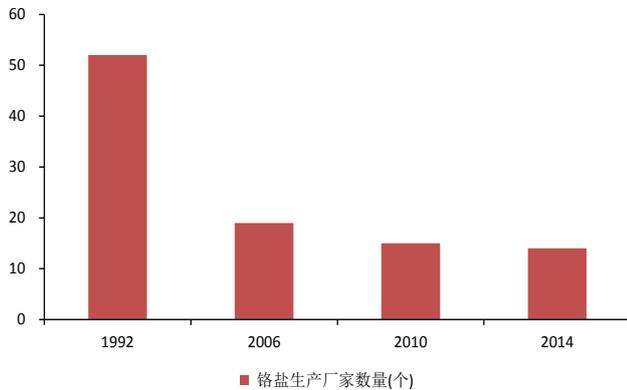
数据来源：公司公告，西南证券整理

从国内铬盐生产厂商数量上来看，1958 年建成第一条铬盐生产线至今，先后有 70 余家企业生产过铬盐。这些企业大多规模小，工艺技术落后，由于缺乏市场竞争力和污染控制手段，先后关闭、破产、转产，而其产生的铬渣也基本没有得到治理。2014 年，铬盐企业已减至 14 家。

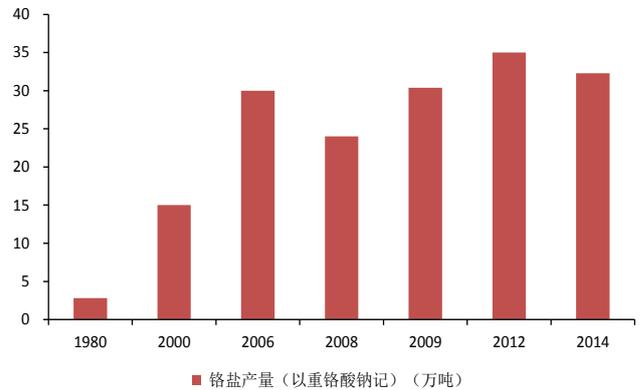
从厂商生产规模来看，20 世纪 80 年代，中国还没有生产能力达 1 万吨/年的铬盐厂，1999 年，中国已有 6 家铬盐厂产量超过 1 万吨/年，2010 年，生产规模不足 1 万吨/年的铬盐企业基本退出市场，规模超过 5 万吨/年的已有 2 家，铬盐厂生产规模不断扩大。

从生产工艺上来看，2013 年使用清洁生产工艺厂商占比仅 20%左右，也只有拥有清洁生产技术企业才能在行业发展中存活并脱颖而出。

纵观铬盐发展历程，呈现出清洁化、规模化的趋势，现存 14 家生产企业中，2015 年产能不低于 5 万吨的企业仅有四川银河、重庆民丰、振华股份三家，三家合计产能占行业产能比例 90%左右。2014 年全国铬盐产量 32.3 万吨，公司铬盐产量 8.7 万吨，占比 26.9%，成为铬盐行业三寡头之一。未来伴随国家宏观调控政策的实施及环保监管的进一步趋严，公司将迎来更为广阔的发展新机遇。

图 8: 我国铬盐生产厂家数量不断减少


数据来源: 西南证券

图 9: 我国铬盐产量不断增加


数据来源: 《中国铬盐近五十年发展状况》, 西南证券整理

2.2 掌握无钙焙烧核心技术, 稳固公司领先地位

行业监管趋严, 铬盐行业准入壁垒不断提高, 无钙焙烧技术是目前行业急需推广应用的重大关键技术, 是公司进一步提高核心竞争力的重要措施。目前只有少数铬盐生产企业掌握了无钙焙烧工艺的核心技术内容, 具备实施大型化、规模化生产的实力。在已占据领先地位的同时, 公司持续专注于技术创新和研发, 不断加大研发投入, 不断升级清洁生产工艺。

公司于 2012 年开始实施技术改造, 将有钙焙烧生产工艺改为目前较为先进的无钙焙烧工艺, 并将落后设备进行淘汰和改造。对比可以看出, 目前公司技改项目主要工艺水平和设备基本达到国外先进水平。

表 3: 主要工艺参数及设备性能比较一览表

序号	项目名称	原项目水平	技改项目水平	国内已建成的其他无钙生产线水平	国外先进水平
1	焙烧技术	有钙焙烧	无钙焙烧	无钙焙烧	无钙焙烧
2	浸取技术	大槽浸取	连续浸取	大槽浸取或连续浸取	连续浸取
3	浸取率	95.6%	98.6%	96.1%	-
4	脱硝技术	1 次脱硝	2 次脱硝	1 次脱硝	2 次脱硝
5	红矾钠结晶技术	间断	连续	间断	连续
6	控制技术	机械、半自动化控制	数字化自动控制	机械、半自动化控制	数字化自动控制
7	蒸发设备	双效	三效	单效、双效	三效
8	铬铁矿转化率	85.6%	88%	78%	-
9	铬总收率	83.7%	86.4%	85%	-

数据来源: 《铬盐行业清洁生产分析-以湖北振华化学股份有限公司为例》, 西南证券整理

技改完成后, 公司无钙焙烧工艺中铬矿消耗减少 10.6%、纯碱减少 3.4%、硫酸减少 18%, 综合能源消耗减少 31.2%, 经济效益明显。得益于此, 2013 年技改项目两条生产线完全投产后, 2014 营业收入和净利润均有大幅提升, 同比上升 31.1%和 27.0%。

从环保指标来看，技改完成后最为明显的是工业废水达到零排放和铬渣产生量大幅度下降，按生产规模 5 万吨/年计算，无钙焙烧技术带来的工业废水减少 49000m³/a，铬渣减少量为 4 万 t/a，环保效益显著。

表 4：无钙焙烧技改项目清洁生产环保指标分析

评价指标	有钙焙烧水平	无钙焙烧水平
工业废水排放量/ (m ³ /t 红矾钠)	0.98	0
废水达标排放率/%	100	100
焙烧尾气中的颗粒物含量 (mg/m ³)	130	50
铬酸酐、氧化铬绿生产尾气中六价铬含量/ (mg/m ³)	0.2	0.07
铬渣产生量/ (t/t 红矾钠)	1.6	0.8
铬渣中水溶六价铬含量/%	1.09	0.2

数据来源：《铬盐行业清洁生产分析-以湖北振华化学股份有限公司为例》，西南证券整理

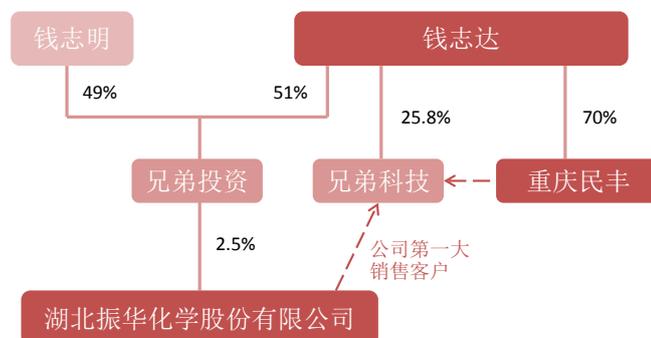
以上可以看出，公司现有清洁生产技术水平国内领先，顺应国家政策导向，具有明显的经济和环保效益，是公司发展的核心竞争力。未来公司募投项目将采用无钙焙烧工艺、连续化大型设备和数字化自动测控系统，新建 2 条无钙焙烧生产线，形成年产 5 万吨重铬酸钠的生产能力，将进一步提高公司市占率，巩固寡头地位。

2.3 股东增资重庆民丰，或有联合涨价预期

重庆民丰化工有限公司主要从事“民众”牌铬盐及维生素 K3 系列产品的研发和生产，其中铬盐产品有重铬酸钠、工业铬酸酐、铬粉、氧化铬绿等，年产能约 10 万吨，同为铬盐行业三大寡头之一。

公司股东钱志达为兄弟科技控股股东及实际控制人，2016 年 9 月，钱志达先生与重庆化医控股（集团）公司、重庆特品化工有限公司、重庆民丰化工有限责任公司签署了《增资扩股意向书》，拟以现金，通过增资扩股方式获得重庆民丰不低于 70% 股权。兄弟科技为重庆民丰及振华股份的下游客户，此次增资扩股有助于实现上下游产业的协同效应，加剧寡头格局，增加两大寡头联合涨价预期。公司产品应用广泛，下游企业小而散，议价能力较差，寡头联合涨价必将增厚公司业绩。

图 10：股东增资重庆民丰情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

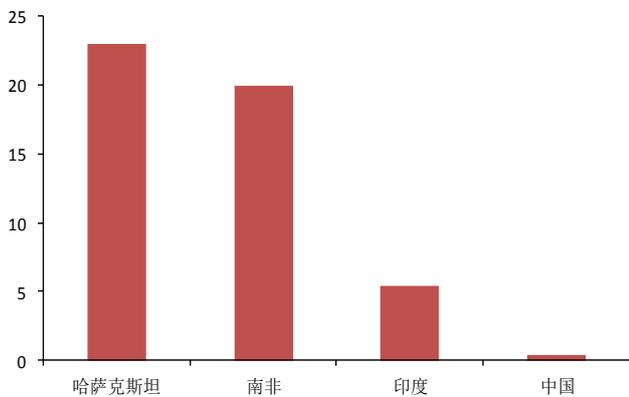
3 铬矿暴涨，公司有望扩大价差

3.1 矿业巨头减产，下游需求旺盛，带动铬铁暴涨

铬矿格局：供应高度集中

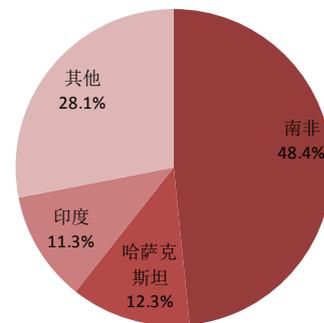
根据美国地质普查局的数据，2015 年全球铬矿储量达 48462 万吨，当年全球产量 3100 万吨，主要集中在南非、哈萨克斯坦和印度等国。资源储量方面，哈萨克斯坦、南非两国在全球储量的中的占比接近 50%，产量方面，南非一国产量接近世界总产量的一半，南非、哈萨克斯坦和印度三国在世界铬矿总产量的占比超过 70%。

图 11：2015 年主要国家铬矿储量（单位：千万吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2015 年铬产量全球分布

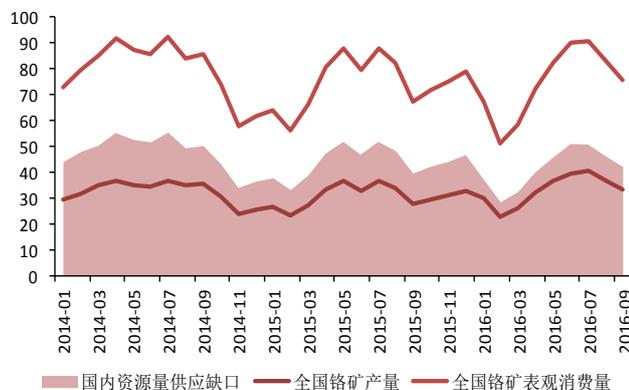


数据来源：Wind，西南证券整理

生产企业中，国际矿业巨头嘉能可、萨曼可等厂商控制全球铬矿市场。2015 年，南非嘉能可、萨曼可两家企业铬矿产能占在世界总产能中的占比超过 31%，矿业巨头的产量行为将对国际铬矿市场产生重大影响。

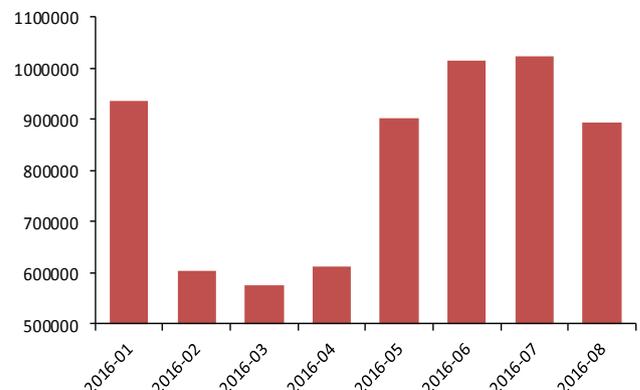
我国铬矿储量仅为 419.75 万吨，约占世界总储量的 0.87%，仅为南非储量的五十分之一。2015 年，全国铬矿表观消费量达 897.68 万吨，国内资源难以满足需求，我国铬矿需要大量进口。

图 13：我国铬矿产量、消费量（万吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：今年以来我国铬矿进口量（吨）

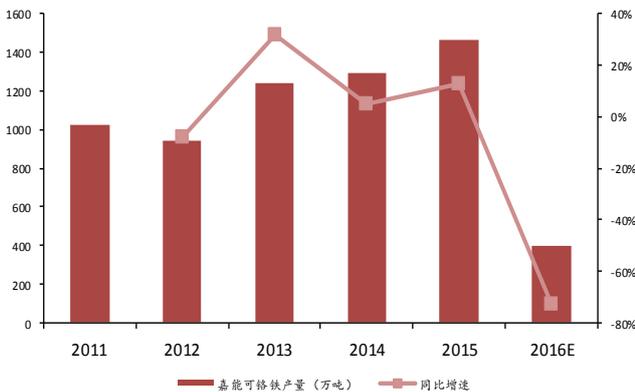


数据来源：Wind，西南证券整理

嘉能可减产，国际铬矿市场供应紧张

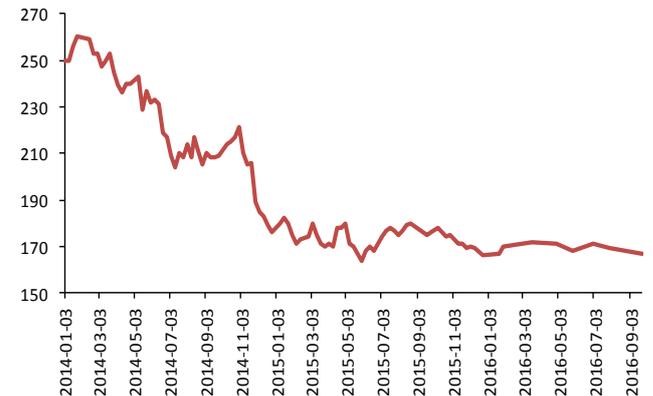
我国进口的铬矿 70%-80%来自南非，在南非铬矿生产中，嘉能可和萨曼可占据绝对主导地位。2015 年，嘉能可大幅削减铬铁产量，导致今年南非整体产量减少 20%，直接导致我国进口量减少，港口铬矿石库存大幅下降，国内铬矿供应紧张。

图 15: 嘉能可近年来的铬铁产量



数据来源: Wind, 西南证券整理

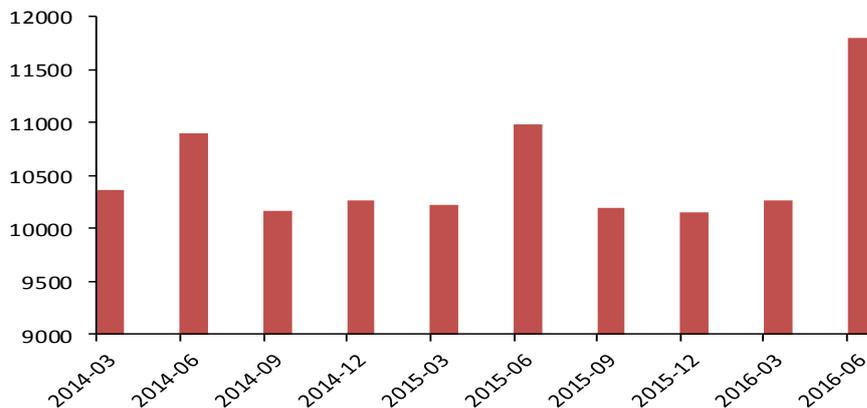
图 16: 我国港口铬矿石库存 (万吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

上游铬矿供应紧张,下游需求保持稳定增长。不锈钢用铬矿占铬矿总消费量的 90%,2016 年上半年,全球不锈钢产量继续保持稳定增长,2016 年 Q2 全球不锈钢粗钢产量达到创纪录的 1180.7 万吨,整个上半年产量达到 2206.7 万吨,较 2015 年 H1 增长 8.5%,带动铬矿需求量攀升。

图 17: 全球不锈钢粗钢产量 (单位: 千吨)



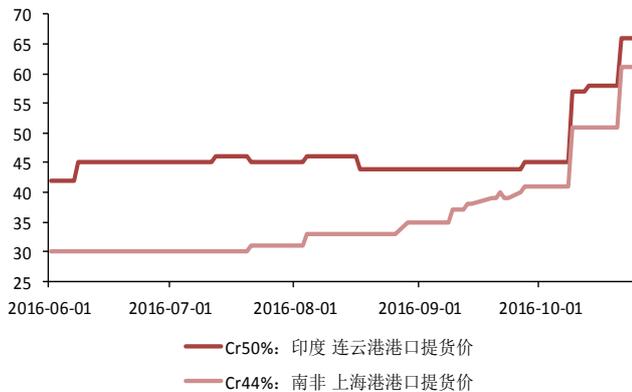
数据来源: Wind, 西南证券整理

供需紧张促使铬矿、铬铁暴涨

供应减少、需求强劲促使铬矿近期出现暴涨行情,继而带动铬铁上涨。上海港的南非 Cr44%铬矿精粉已经由 4 月份的 25 元/吨度上涨到目前的 61 元/吨度,涨幅达 144%;连云港的印度 Cr50%铬矿精粉也由 4 月份的 40 元/吨度上涨到目前的 66 元/吨度,涨幅 65%。

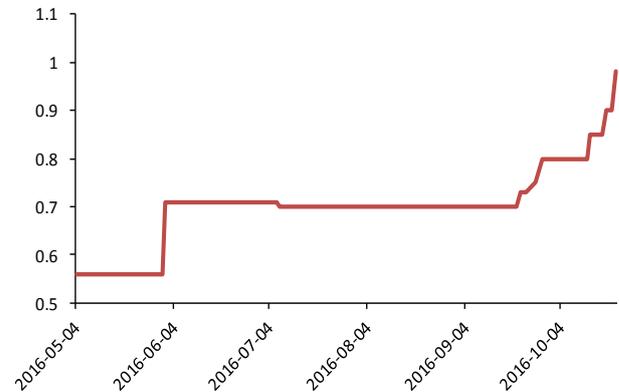
高碳铬铁方面，南非 Cr50 高碳铬铁由 5 月份的 0.56 美元/磅上涨到目前的 0.98 美元/磅，涨幅为 75%。

图 18: 铬矿(精粉)进口价格(单位:元/吨度)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 19: 高碳铬铁:Cr50:南非价格(单位:美元/磅铬)



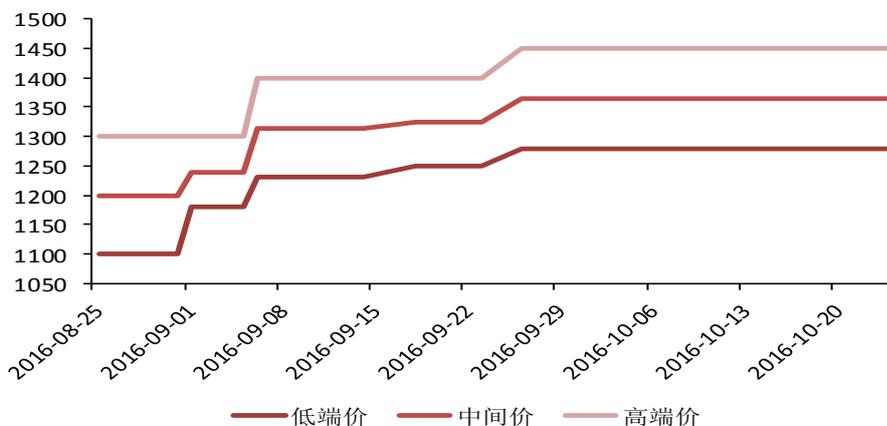
数据来源: Wind, 西南证券整理

3.2 原材料价格上涨, 公司产品涨价预期强烈

公司主要原材料为铬铁矿、纯碱、硫酸, 其中铬铁矿成本占公司生产成本比例的 28.7%, 纯碱占 19.0%。成本上升和需求扩大促使纯碱价格上涨。以华东地区轻质纯碱中间价为例, 8 月末价格为 1200 元/吨, 至 9 月末价格已经上涨至 1365 元/吨, 上涨 165 元/吨, 涨幅 13.75%。

首先, 成本增加促使纯碱价格上涨, 原盐、煤炭、电价, 价格上涨等成本明显增加; 其次, 下游需求方面, 近期浮法玻璃涨势迅猛, 对重质碱的需求量连续攀升; 最后, 厂家开工负荷不足, 货源供应量减少, 主要原因是 6-8 月份各厂家进入集中检修季, 开工率下降明显, 场内产量较少, 再者是环保督查的施压, 8-9 月份各个环保督查小组进驻山东、河南等省份, 对污染问题严查, 致使各个纯碱企业开工率进一步降低, 货源的减少刺激厂家进一步调涨出货成交价格。

图 20: 轻质纯碱华东地区价格(元/吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

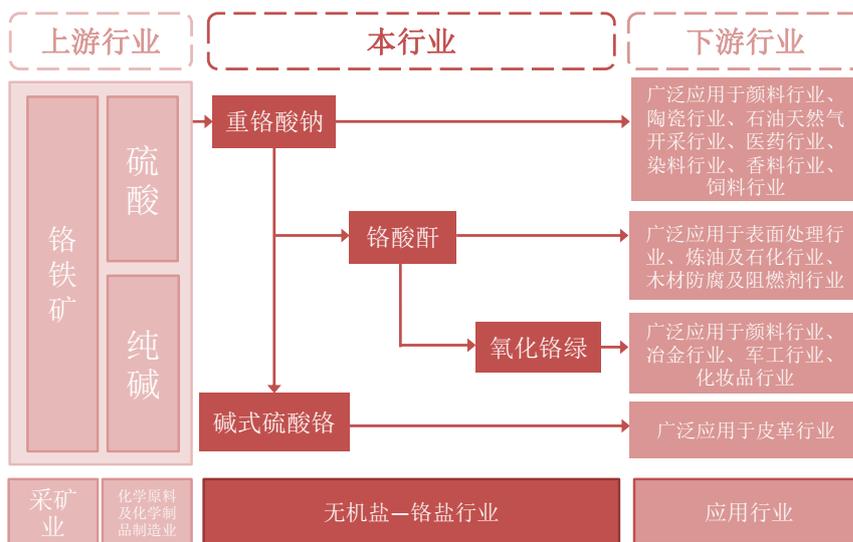
湖南地区高碳铬铁 8 月末报价 5900 元/吨，当前已经上涨至 9200 元/吨，上涨 3300 元/吨。公司无钙焙烧工艺生产 1 吨重铬酸钠需要 1.16 吨高碳铬铁，0.86 吨纯碱。我们测算高碳铬铁和纯碱价格上涨，使得当前公司重铬酸钠吨成本较 8 月末增加约 3970 元

铬盐行业是寡头垄断行业，企业议价能力强，上游涨价后往往能迅速提高自己产品报价。下游铬盐应用厂商多为中小企业，议价能力较弱，预计铬盐产品价格上涨传导将较为顺利，并有望借机逐步扩大价差。

4 下游需求稳定增加，铬盐市场前景广阔

公司生产的重铬酸钠、铬酸酐等四种主要产品属于无机盐工业中的铬盐子行业的主要产品。重铬酸钠是铬盐最基础的产品，通过深加工可生产出铬酸酐、氧化铬绿等多种含铬的无机、有机产品，广泛应用于表面处理、颜料、鞣革、医药、染料、新材料、香料、饲料添加剂、催化剂、化肥、陶瓷、木材防腐、石油天然气开采、军工等行业。

图 21：铬盐产业链情况



数据来源：Wind，西南证券整理

由于国内经济持续快速发展，铬盐需求越来越大。我国长期以来是重铬酸钠的净进口国家。随着国内铬盐生产设备水平及技术研发不断提高，我国铬盐生产能力也在快速发展，2014 年我国铬盐产量（以重铬酸钠计）约 32.3 万吨，已成为全球最大的铬盐生产和消费国家。

一方面，铬盐下游行业的发展不断带动对铬盐的需求；另一方面，高新技术和精细化制造方法在铬盐行业的逐步应用，不断开拓铬盐下游应用领域，市场发展潜力较大。

图 22: 我国重铬酸钠进出口情况



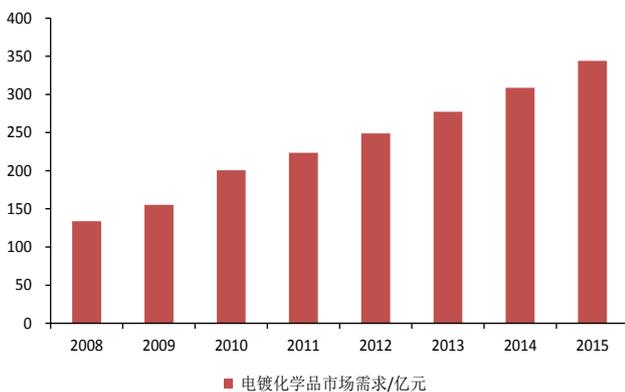
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.1 传统应用领域稳定发展，带动铬盐市场需求

根据国际铬发展协会数据报道，国际铬盐需求市场构成情况大致为：鞣革（37%），电镀及塑料酸洗（20%），颜染料（10%）。我国的市场需求情况略有不同，表面处理领域需求量较大，其次是颜料、鞣革等行业。

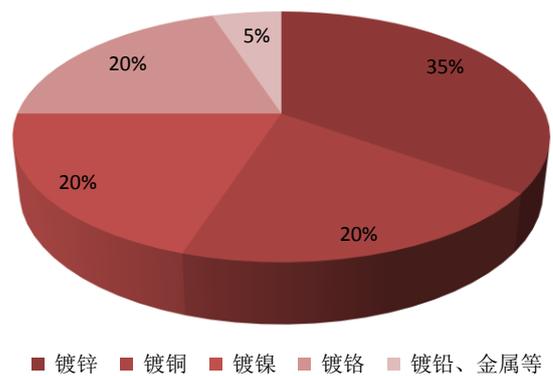
随着装饰工业的发展及人们对美化生活需求的不断提高，对电镀产品的装饰性和抗蚀性的需求将明显增加，2015 年我国电镀化学品的市场需求量达 344 亿元。镀铬是电镀行业常用镀种之一，具有很强的耐腐蚀性和耐磨性，在镀锌、铜时也要用铬盐进行钝化处理。

图 23: 电镀化学品市场需求情况



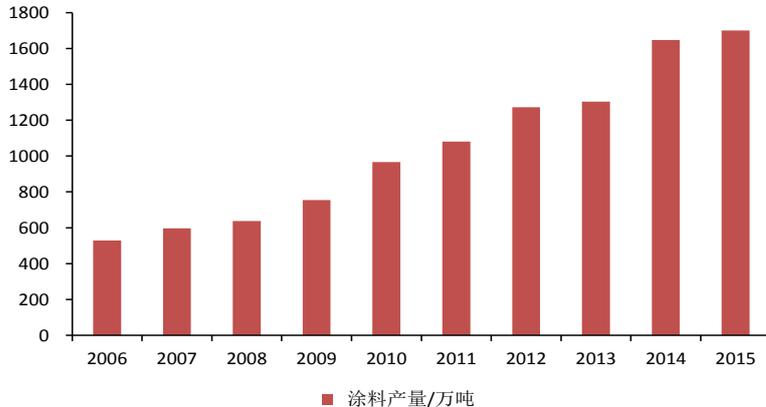
数据来源: 《电镀化学品现状及未来发展趋势》，西南证券整理

图 24: 电镀镀种分布情况



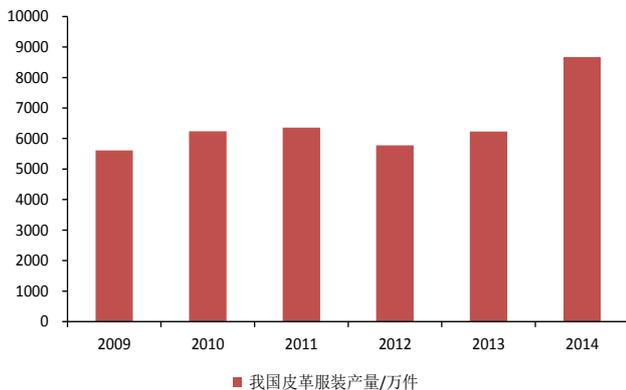
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

铬盐在颜料领域主要用于铬系颜料的生产，广泛应用于涂料、塑料、油墨等产品，具有着色力高、稳定性好、耐光性强等特点。涂料行业是铬系颜料第一大应用行业，我国涂料市场中涂料市场规模较大，2015 年涂料产量达到 1700 万吨，同比增长 3.2%。随着涂料行业的迅速发展，作为其主要原材料之一的铬系颜料也将得到长足的发展。

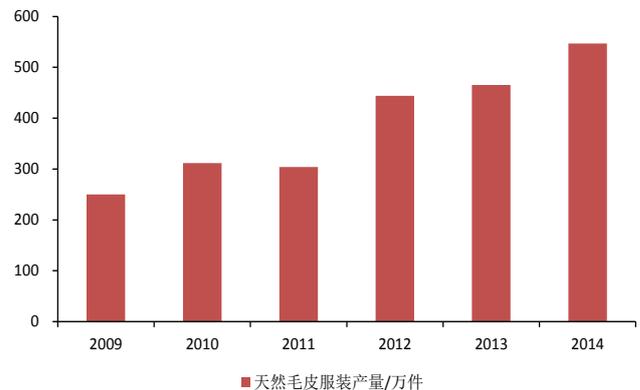
图 25: 我国涂料产量情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

动物毛皮需要通过鞣革方法加工成为皮革。铬鞣法是目前世界上最常见的一种皮革鞣制法, 铬鞣后的皮革具有手感好、耐热、耐腐等特点。铬盐是铬鞣法中所使用的主要原材料之一。2014 年, 我国轻革产量约 5.9 亿平方米, 毛皮服装产量 547 万件。随着制革行业的发展, 与之相应的铬盐需求也随之增加。

图 26: 我国皮革服装产量


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 27: 我国天然毛皮服装产量


数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 新兴应用领域不断开拓, 打开铬盐市场容量

表面处理、颜料、皮革等行业是我国传统的铬盐主要消费领域, 而其它的铬盐应用领域尚处于起步阶段。例如, 铬盐在木材防腐剂方面的应用, 美国 1997 年铬酸酐产量为 8.6 万吨, 其中的 60% 用于制木材防腐剂(主要是制铬砷酸铜—CCA)。我国木材年砍伐量约为 6000 万立方米, 但仅有 1% 经过防腐处理(主要是用油性木材防腐剂处理, 用 CCA 处理极少), 如果每年能有 10% 木材用 CCA 处理, 将消费铬盐(以重铬酸钠计) 4.8 万吨/年。

此外, 国外对有机酸铬在医药、保健品方面也发展较快, 这类有机铬化合物是我国铬盐今后发展的重要领域。总之, 未来通过高新技术、精细化制造方法等技术在铬盐行业的应用, 铬盐产品应用空间将越来越广泛, 必将为铬盐需求启动新的增长点。

5 盈利预测与投资建议

假设 1: 2016 年 Q4 铬矿价格维持高位, 公司产品涨价 (假设提价 20%) 以转移成本上升;

假设 2: 公司铬酸酐毛利率维持 35%、氧化铬绿毛利率 32%、红矾钠毛利率 32%、碱式硫酸铬毛利率 18%;

假设 3: 公司三费率保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
铬酸酐	收入	289.26	274.80	329.76	428.68
	增速	-22.7%	-5.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	31.39%	35.00%	35.00%	35.00%
氧化铬绿	收入	142.22	213.33	256.00	332.79
	增速	5.6%	50.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	27.16%	32.00%	32.00%	32.00%
红矾钠	收入	187.58	181.95	218.34	283.85
	增速	-9.8%	-3.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	29.00%	32.00%	32.00%	32.00%
碱式硫酸钠	收入	31.34	28.21	33.85	42.31
	增速	20.7%	-10.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	16.95%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	收入	125.95	132.75	152.66	183.19
	增速	71.2%	10.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	21.21%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	776.35	836.83	997.27	1,278.83
	增速	-5.21%	7.79%	19.17%	28.23%
	毛利率	27.80%	29.69%	29.76%	29.90%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 8.4 亿元、10 亿元和 12.8 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 9584 万元、1.2 亿元和 1.5 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益分别为 0.44 元、0.54 元和 0.69 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

6 风险提示

- 1) 原材料价格波动的风险;
- 2) 募投项目进展不及预期的风险;
- 3) 行业新进入者的风险;
- 4) 产品涨价时间及幅度或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	776.35	836.83	997.27	1278.83	净利润	62.49	95.84	118.10	151.09
营业成本	563.44	588.36	700.49	896.49	折旧与摊销	59.21	62.72	64.25	66.11
营业税金及附加	6.21	5.86	7.22	9.32	财务费用	15.84	9.80	4.95	5.47
销售费用	25.42	26.78	31.91	40.92	资产减值损失	0.46	0.50	0.70	1.00
管理费用	94.82	100.42	119.67	153.46	经营营运资本变动	-88.84	2.09	-54.75	-85.91
财务费用	15.84	9.80	4.95	5.47	其他	14.05	-0.67	0.22	0.43
资产减值损失	0.46	0.50	0.70	1.00	经营活动现金流净额	63.21	170.27	133.48	138.18
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	13.24	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-71.19	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-57.95	-20.00	-20.00	-20.00
营业利润	70.16	105.12	132.32	172.17	短期借款	15.82	-143.82	0.00	0.00
其他非经营损益	4.51	7.63	6.62	5.58	长期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.67	112.75	138.94	177.75	股权融资	0.00	337.15	0.00	0.00
所得税	12.18	16.91	20.84	26.66	支付股利	0.00	-12.50	-19.17	-23.62
净利润	62.49	95.84	118.10	151.09	其他	24.77	-58.07	-4.95	-5.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-9.41	122.76	-24.12	-29.09
归属母公司股东净利润	62.49	95.84	118.10	151.09	现金流量净额	-3.68	273.04	89.36	89.09
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	47.44	320.48	409.84	498.93	成长能力				
应收和预付款项	204.88	212.18	256.19	326.92	销售收入增长率	-5.21%	7.79%	19.17%	28.23%
存货	115.28	120.38	143.32	183.43	营业利润增长率	-28.87%	49.82%	25.88%	30.11%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-32.36%	53.37%	23.23%	27.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-15.04%	22.32%	13.45%	20.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	551.80	509.76	466.18	420.75	毛利率	27.42%	29.69%	29.76%	29.90%
无形资产和开发支出	40.72	40.05	39.37	38.69	三费率	17.53%	16.37%	15.70%	15.63%
其他非流动资产	3.06	3.06	3.06	3.06	净利率	8.05%	11.45%	11.84%	11.81%
资产总计	963.19	1205.91	1317.96	1471.78	ROE	9.41%	8.91%	10.05%	11.60%
短期借款	173.82	30.00	30.00	30.00	ROA	6.49%	7.95%	8.96%	10.27%
应付和预收款项	64.37	78.45	90.52	115.03	ROIC	7.92%	10.55%	12.62%	15.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.71%	21.23%	20.21%	19.06%
其他负债	61.23	21.46	22.51	24.35	营运能力				
负债合计	299.42	129.91	143.03	169.38	总资产周转率	0.83	0.77	0.79	0.92
股本	165.00	220.00	220.00	220.00	固定资产周转率	1.40	1.60	2.09	2.93
资本公积	164.83	446.98	446.98	446.98	应收账款周转率	16.11	17.85	18.45	19.09
留存收益	325.67	409.01	507.94	635.41	存货周转率	4.72	4.99	5.31	5.49
归属母公司股东权益	663.77	1075.99	1174.93	1302.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.20%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	663.77	1075.99	1174.93	1302.40	资产负债率	31.09%	10.77%	10.85%	11.51%
负债和股东权益合计	963.19	1205.91	1317.96	1471.78	带息债务/总负债	58.05%	23.09%	20.97%	17.71%
					流动比率	1.30	5.73	6.37	6.58
					速动比率	0.89	4.67	5.24	5.38
					股利支付率	0.00%	13.04%	16.23%	15.63%
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	145.22	178.19	202.20	244.64	每股指标				
PE	144.88	94.00	76.28	59.62	每股收益	0.28	0.44	0.54	0.69
PB	13.64	8.41	7.70	6.94	每股净资产	3.02	4.89	5.34	5.92
PS	11.66	10.82	9.08	7.08	每股经营现金	0.29	0.77	0.61	0.63
EV/EBITDA	47.88	49.16	42.87	35.07	每股股利	0.00	0.06	0.09	0.11
股息率	0.00%	0.14%	0.21%	0.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn