

振华股份(603067)

报告日期: 2021年1月19日

深度报告

行业公司研究——化学原料行业

# 铬盐绝对龙头，整合民丰化工强化寡头格局

——振华股份首次覆盖深度报告

✍️ : 陈煜 执业证书编号: S1230520040001  
☎️ : 021-80106011  
✉️ : chenyu02@stocke.com.cn

**评级** **买入**

上次评级 首次评级

当前价格 ¥6.67

**单季度业绩** **元/股**

3Q/2020 0.11

2Q/2020 0.12

1Q/2020 0.07

4Q/2019 0.04

## 报告导读

全球铬盐行业集中度提升，国内铬盐寡头格局继续强化，叠加下游需求多点开花且稳健增长，公司作为国内铬盐行业绝对龙头有望长期受益。公司收购国内铬盐产能第二的民丰化工，向全球铬盐龙头迈进。同时公司拓展产品布局，维生素 K3、超细氢氧化铝等产品也将持续释放成长性。

## 投资要点

### □ 盈利预测及估值

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.5/2.1/2.6 亿元，同比变动 10.6%/35.4%/28.7%。考虑公司是国内铬盐行业龙头企业，我们给予公司 2021 年 22 倍 PE。2021 年预计 EPS 为 0.41 元，目标价为 9.02 元，首次覆盖，给予买入评级。

### □ 公司是国内铬盐行业绝对龙头企业

公司是国内铬盐行业最具竞争力的企业，拥有 10 万吨铬盐产能，无钙焙烧技术全球领先，是国内最早掌握铬盐清洁生产技术的企业之一，拥有“成本+技术”双重优势。此外公司发行股份收购行业产能第二的民丰化工，产能规模将翻倍达到 20 万吨/年，未来有望继续夯实行业龙头地位，进一步增强铬盐产品议价权。

### □ 公司铬盐业务发展空间会超市场预期，有望向全球铬盐龙头迈进

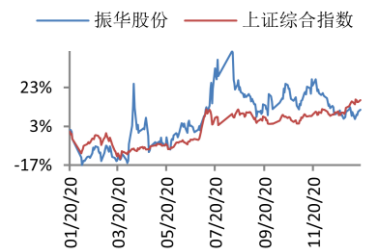
市场认为，铬盐行业较为传统，市场发展空间有限。但我们认为铬盐行业供应格局稳定且需求逐步拓展：供给端来看行业集中度继续提升，产能逐渐向头部企业集中，公司收购民丰化工后产能规模将居全球第一，寡头格局将继续强化；需求端来看铬盐应用广泛，与 10% 的工业产品有关，且下游表面处理、涂料染料、皮革、航空航天、电子、木材防腐等市场需求稳健增长。加上公司铬盐成本优势明显，较国内平均水平低 500-800 元/吨，在全球也具有较强竞争力，有望长期为公司贡献超额利润。公司收购民丰化工后有望快速整合资源向全球铬盐龙头迈进，铬盐业务发展空间也会超出市场预期。

### □ 民丰化工的盈利能力将好于市场预期，强强联合的协同效应值得期待

市场认为，民丰化工盈利能力相对较弱，可能对公司业绩形成拖累。但我们认为，民丰化工主要受较高的采购成本和高资产负债率影响，采购成本及财务费用相对较高而影响盈利能力，而这两点在公司完成收购后通过统一采购管理和资金注入有望得到显著改善。此外公司将民丰化工的产品装置进行工艺技术优化及流程改造，有望在节能降耗、产量提升上有明显的改善，民丰化工的盈利能力也将好于市场预期。公司与民丰化工强强联合，双方产能规模均为 10 万吨/年，未来在管理、技术、财务、营销等多方面的协同效应有望逐步显现。

### □ 公司未来成长性将超出市场预期，发展新产品拓展产业布局

市场认为，公司的主营产品成长性较差，未来发展较为局限。但我们认为公司利用自身规模优势和技术优势，拓展铬盐全产业链布局并发展维生素 K3、超细氢氧化铝等高毛利产品，伴随高毛利产品的产销量、市场份额、盈利水平逐步提升，未来公司的成长性有望超出市场预期。维生素 K3 毛利率高达 35%-45%，公司收



## 公司简介

公司是国家重点铬盐生产骨干企业，公司主要从事铬盐系列产品的研发、生产与销售。主要有重铬酸钠、铬酸酐、晶体铬酸酐、液体铬酸酐、铬绿、重铬酸钾、碱式硫酸铬、维生素 K3、元明粉、超细氢氧化铝等产品。

## 相关报告

报告撰写人: 陈煜

联系人: 陈煜, 王强峰

购民丰化工后维生素 K3 产能将达到 2500 吨，居行业前列；同时公司拥有 20000 吨超细氢氧化铝产能，超细氢氧化铝市场规模未来 5 年 CAGR 将达到 21.53%。

- **催化剂：**民丰化工业绩提升；装置自动化改造顺利推进；新产品投入市场。
- **核心风险：**收购交易可能被暂停、终止或取消的风险；标的公司经营的相关风险；铬盐产品价格下跌风险；新冠疫情扩散风险。

### 财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1395	1297	2475	2724
(+/-)	-0.69%	-7.02%	90.74%	10.06%
净利润	137	151	205	264
(+/-)	-6.29%	10.57%	35.37%	28.68%
每股收益 (元)	0.27	0.30	0.41	0.53
P/E	24.30	21.98	16.24	12.62

## 正文目录

<b>1. 公司是国内铬盐绝对龙头企业</b>	<b>5</b>
1.1. 业绩稳中有升，成本优势奠定龙头地位	6
1.2. 研发持续投入，无钙焙烧技术全球领先	8
<b>2. 铬盐行业供需格局改善，龙头企业将长期受益</b>	<b>9</b>
2.1. 全球铬盐行业集中度提升，国内铬盐寡头格局继续强化	9
2.2. 下游需求多点开花且稳定增长，龙头企业将长期受益	10
<b>3. 公司收购民丰化工，强强联合向全球铬盐龙头迈进</b>	<b>12</b>
3.1. 强强联合优化管理，民丰化工盈利能力有望改善	12
3.2. 标的质地相对较好，协同效应将立竿见影	13
3.3. 优化股东结构，探索生物医药领域合作机会	15
<b>4. 公司拓宽产品布局，拓展下游高毛利产品成长可期</b>	<b>15</b>
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>16</b>
<b>6. 核心风险</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 铬盐行业产业链示意图	5
图 2: 铬盐行业主要产品及用途	6
图 3: 2011 年以来公司营业收入及增速	7
图 4: 2011 年以来公司归母净利润及增速	7
图 5: 2011 年以来公司营业收入结构 (亿元)	7
图 6: 2011 年以来公司毛利结构 (亿元)	7
图 7: 公司主要原材料平均采购价 (元/吨)	7
图 8: 2011 年以来公司三大费率变化趋势	7
图 9: 全球铬盐产能分布	9
图 10: 海外主要铬盐生产厂商产能 (万吨)	9
图 11: 我国铬盐行业集中度不断提高 (厂家数量)	10
图 12: 国内三大寡头厂商产能 (万吨/年)	10
图 13: 电镀行业市场规模情况 (亿元)	10
图 14: 电镀镀种分布情况	10
图 15: 国内涂料行业市场规模 (亿元)	11
图 16: 中国皮革产量 (亿平方米)	11
图 17: 中国制鞋行业产量规模	11
图 18: 中国箱包行业市场规模	11
图 19: 2019 年重铬酸盐设计产能与实际产量 (万吨)	12
图 20: 民丰化工和振华股份重铬酸盐产能利用率	12
图 21: 民丰化工和振华股份财务费用对比	13
图 22: 民丰化工和振华股份资产负债率对比	13
图 23: 民丰化工和振华股份毛利率对比	13
图 24: 民丰化工和振华股份管理费用对比	13

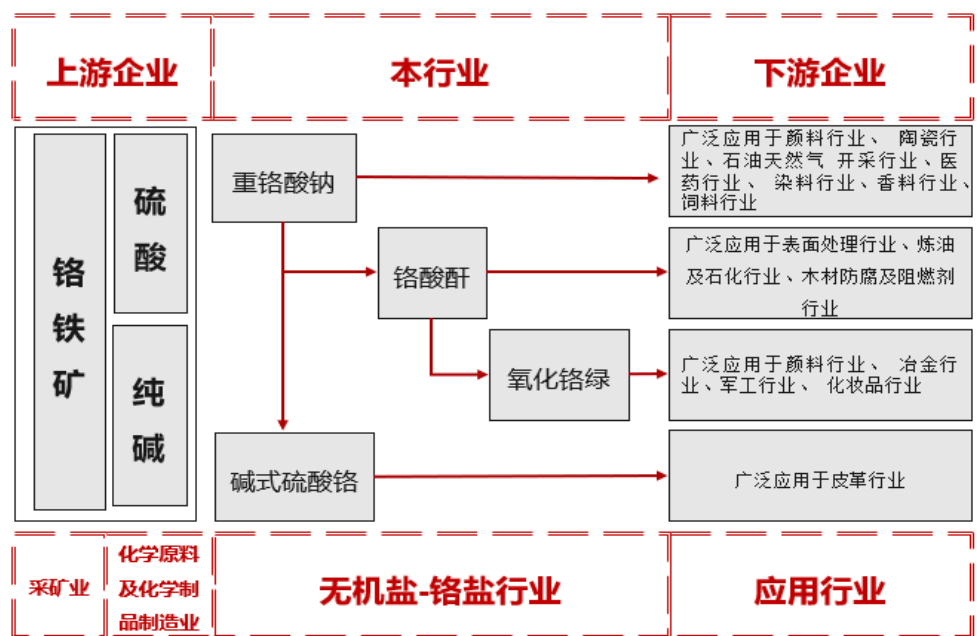
图 25: 化医集团主要业务涉及化工、医药、商贸等 .....	15
图 26: 重庆民丰化工为国有独资企业 .....	15
图 27: 维生素 k3 及超细氢氧化铝毛利率处于较高水平 .....	15
图 28: 维生素 K3 下游需求结构 .....	16
图 29: 全球维生素 K3 (折纯) 主要厂商产能统计情况 .....	16
图 30: 超细氢氧化铝产业链 .....	16
图 31: 中国超细氢氧化铝产量预测 .....	16
表 1: 公司主要产品产能 .....	5
表 2: 公司各阶段及主要产品生产技术情况 .....	8
表 3: 铬盐生产技术特点 .....	8
表 4: 行业参考公司企业倍数 .....	14
表 5: 公司关键业务数据假设 .....	17
表 6: 可比公司主要指标对比 .....	19
表 7: 可比公司估值 .....	19
表附录: 三大报表预测值 .....	20

## 1. 公司是国内铬盐绝对龙头企业

振华股份是国内铬盐行业龙头，综合竞争力最强。振华股份由原黄石振华化工有限公司整体股份制改造而来，始建于上世纪六十年代，是长江以南唯一的国家重点铬盐生产骨干企业、全国铬盐龙头企业。同时，公司是中国无机盐工业协会常务理事单位、全国铬盐行业综合竞争力最强的企业、湖北省黄石市化工龙头企业，也是国内铬盐行业唯一的上市公司。公司主要产品围绕重铬酸钠及下游铬酸酐、氧化铬绿等铬化学品和铬合金产品，同时公司生产较高毛利率的维生素 K3、超细氢氧化铝等产品。

振华股份是国内最早掌握铬盐清洁生产技术的企业之一，拥有“成本+技术”双重优势。公司是国内最早一家拥有无钙焙烧自主知识产权的生产企业，铬渣干法解毒、含铬废水回收处理、工艺副产品及固废综合利用等清洁生产技术能力位居行业前列。经过多年的技术改进，公司逐渐在铬盐行业建立起较强的“成本+技术”的双重优势。

图 1：铬盐行业产业链示意图



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

振华股份铬盐产品产能 20 万吨/年，产能规模居全球首位。公司收购民丰化工后产能达到 20 万吨/年（振华、民丰产能分别 10 万吨/年），规模居全球首位。截至 2019 年底，国内共 9 家铬盐在产企业，平均产能约 5.5 万吨/年。公司的“楚高”牌铬盐产品在国内外皆享有较高声誉和知名度，主要应用于表面处理、涂料染料、皮革、航空航天、电子、木材防腐等众多行业。

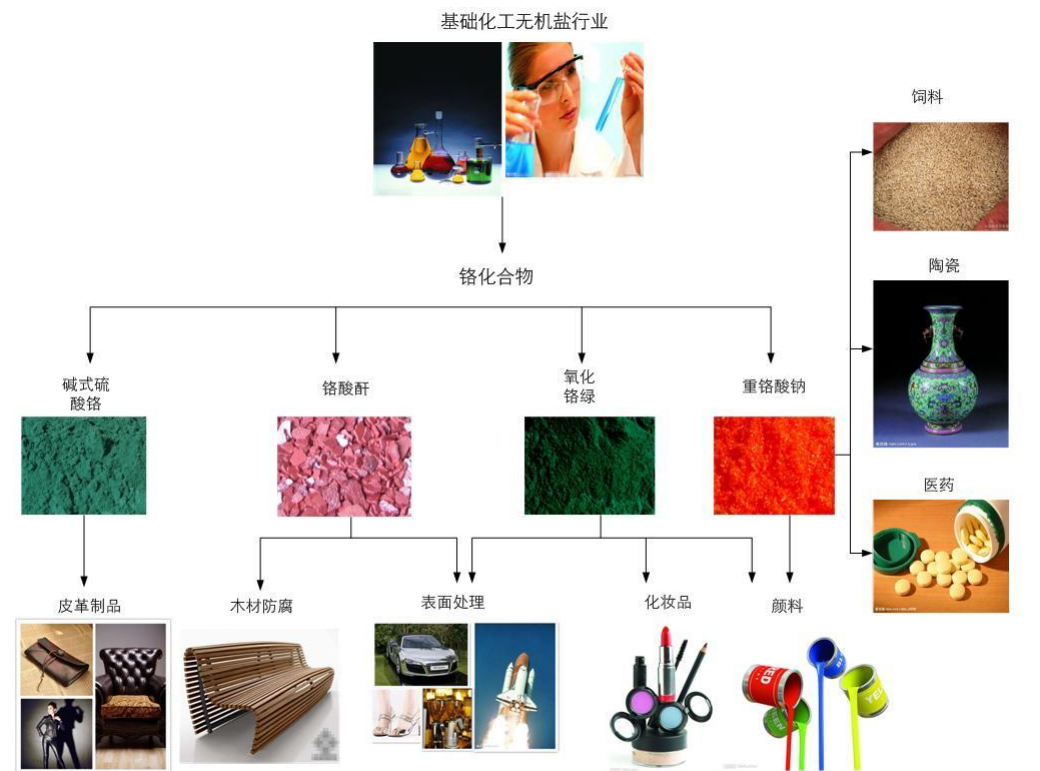
表 1：公司主要产品产能

产品	产能(吨/年)
重铬酸钠(所有产品的产量折合所耗用量)	200000
重铬酸盐	40000~50000
重铬酸钠(实际)	40000~50000
重铬酸钾(实际)	
铬的氧化物	90000~100000

铬酸酐	60000~70000
氧化铬绿	30000~40000
<b>铬的硫酸盐</b>	20000~30000
碱式硫酸铬(铬粉)	20000~30000
<b>维生素 K3</b>	2500
<b>氢氧化铝</b>	20000

资料来源：公司公告，公司环境评价报告，公开资料整理，浙商证券研究所

图 2：铬盐行业主要产品及用途



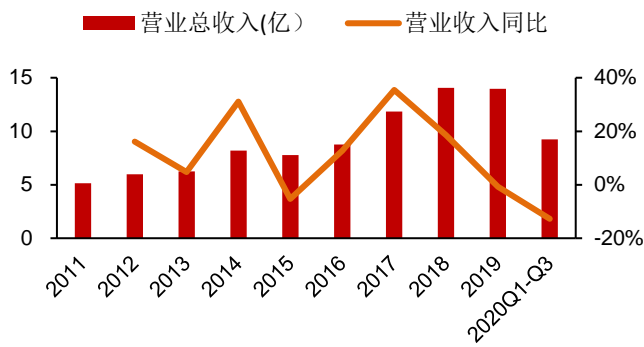
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

### 1.1. 业绩稳中有升，成本优势奠定龙头地位

公司营业收入有所下滑，主要系产品价格下跌。公司 2020 年前三季度营业收入为 9.25 亿元，同比下降 12.74%，公司营业收入有所下滑，主要系公司重铬酸盐和铬的氧化物价格较去年有所下跌。截止 2020 年 5 月，两种产品价格分别为 0.73、1.62 万元/吨，较 2019 年分别下降 10.71%、10.30%。

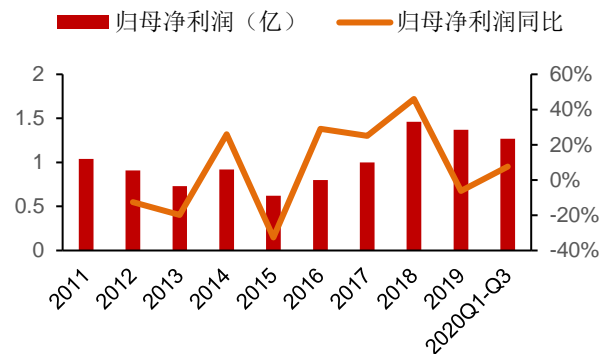
公司业绩稳中有升，主要系产品成本大幅降低。公司 2020 年前三季度归母净利润为 1.27 亿元，同比增长 7.63%。公司业绩稳中有升，主要系公司产品成本大幅降低，2020 年前三季度公司营业成本同比降低 14.61%。其中铬的氧化物产品成本降低，毛利率有所提升，且贡献的业绩占比进一步提高，公司的产品盈利结构持续优化。2019 年铬的氧化物贡献毛利 2.87 亿元，占总毛利的 71.57%。

图 3：2011 年以来公司营业收入及增速



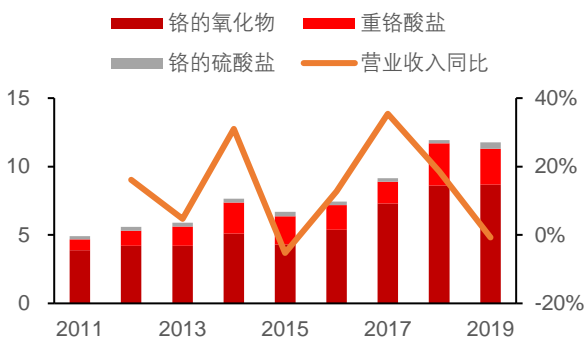
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2011 年以来公司归母净利润及增速



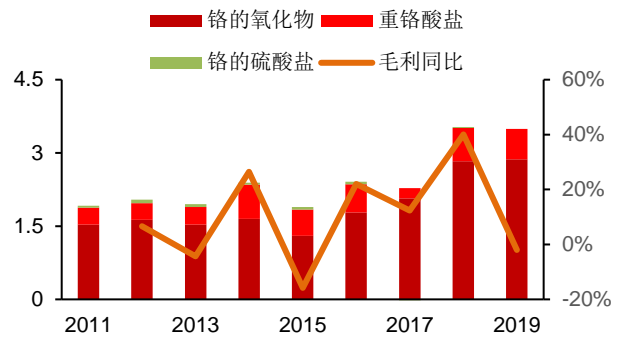
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2011 年以来公司营业收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

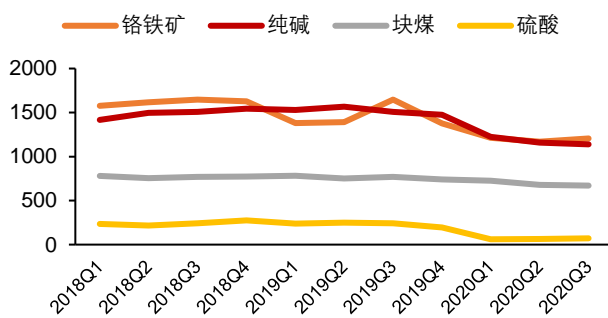
图 6：2011 年以来公司毛利结构（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

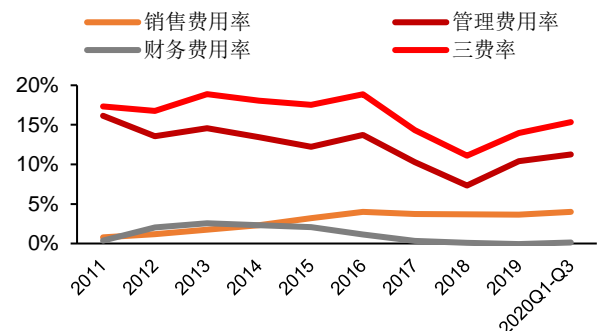
**公司铬盐成本优势明显，龙头地位持续巩固。**公司铬盐产能规模居行业第一，铬盐装置规模化效益显著，加上公司长期对铬盐生产装置进行技术改进，重铬酸钠产品的单吨成本相比行业平均水平低 500-800 元/吨，较国外部分竞争对手的单吨成本低 500 元/吨左右，公司铬盐产品成本在全球具有竞争优势。此外公司优化采购管理，2020Q3 主要原材料铬铁矿和纯碱采购均价分别下降 17.38% 和 22.72%，直接材料占主营业务成本的比重也呈逐年下降趋势。在费用控制上，公司管理、财务费用率控制效果良好，销售费用率则因销量增长而出现上升趋势。因此，公司铬盐成本长期具有显著的竞争优势。总体来看，公司无论是产能规模还是成本优势都居于前列，铬盐行业龙头地位得以持续巩固。

图 7：公司主要原材料平均采购价（元/吨）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图 8：2011 年以来公司三大费率变化趋势



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

## 1.2. 研发持续投入，无钙焙烧技术全球领先

公司研发持续投入，清洁化生产技术积累深厚。公司在研发上持续投入，2019年研发投入达5000万元，2016-2019年公司研发费用年复合增长率达到22.23%。公司的核心技术包括“数字化无钙焙烧清洁生产技术”、“全流程循环经济与资源综合利用体系”等清洁化生产技术。“无钙焙烧生产红矾钠新工艺”获国家重点科技攻关计划优秀成果。“10kt/a无钙焙烧生产红矾钠新工艺工业性技术开发”获中国石油和化学工业协会科技进步一等奖，获得13项发明专利、7项实用新型专利。

**表 2：公司各阶段及主要产品生产技术情况**

工艺阶段	中间品或产品名称	生产技术
中间品生产阶段	铬酸钠	数字化无钙焙烧技术
产品生产阶段	重铬酸钠	清洁生产技术
	铬酸酐	
	氧化铬绿	热分解制粉技术
	碱式硫酸铬	二氧化硫塔式还原喷雾干燥工艺

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司突破国外技术封锁，无钙焙烧技术全球领先。无钙焙烧技术是目前技术成熟、行业大力推广与应用的重大关键清洁生产技术之一，公司作为国内最早一家拥有无钙焙烧自主知识产权的生产企业，曾与天津化工研究设计院共同完成国家“3000t/a无钙焙烧中试”项目，并于2001年通过验收。公司突破了国外技术封锁，并逐渐建立起铬盐清洁生产的产品布局，且铬盐成本在全球范围内具有竞争优势。在清洁生产的基础上采用的“数字化测控技术”和“双添加、两级浸取无钙焙烧技术”均系公司自主研发，并实现了工艺流程过程优化控制，提高了生产效率、铬资源利用率，在全球范围内处于领先水平。

国内外目前以无钙焙烧技术为主。国内铬盐行业已基本完成从有钙(含少钙)焙烧技术向无钙焙烧、钾系亚熔盐液相氧化法等清洁生产技术的转换和过渡。目前市场上出现的液相氧化法之类的新技术，虽然排渣量相比于无钙焙烧技术更少，但是成本相对较高，工艺尚不成熟，仍处于开发阶段，尚未大规模投入生产。

**表 3：铬盐生产技术特点**

工艺名称	技术特点	产品	技术水平	生产每吨重铬酸钠产渣量(吨)
有钙焙烧技术	产渣量大，六价铬处理难度大，治理费用高；产生致癌物质铬酸钙；铬利用率低。	重铬酸钠	2013年淘汰	2.5-3
少钙焙烧技术	与有钙焙烧相比，钙质填料减少并加大工艺返渣量；渣中六价铬含量减少，控制污染问题。	重铬酸钠	技术成熟	1.2-1.5
无钙焙烧技术	渣中不含疑似致癌物质；排渣量大幅减少；铬综合利用率高。	重铬酸钠	技术成熟，是行业加大推广力度的关键技术，已实现5万吨规模化生产	<0.8
钾系亚熔盐液相	排渣量少；铬渣便于综合利用；	重铬酸钾	技术成熟，是行业	0.5



氧化法 铬利用率高; 产品较为单一, 成本相对较高。 加大推广力度的关键技术, 实现万吨级工业生产

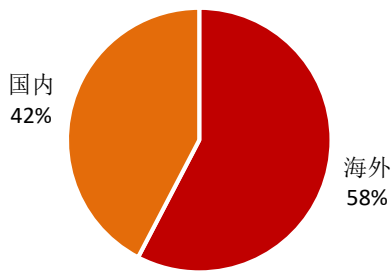
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2. 铬盐行业供需格局改善, 龙头企业将长期受益

### 2.1. 全球铬盐行业集中度提升, 国内铬盐寡头格局继续强化

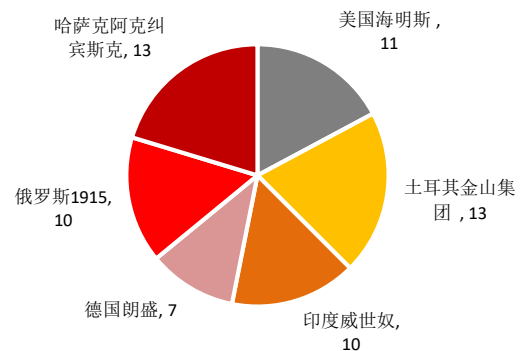
全球铬化工产业布局调整, 铬盐行业集中度提升。全球铬盐产能逐渐集中, 中国产能占比 42%。海外铬盐行业经过多年来大浪淘沙, 铬盐行业竞争整合态势进一步凸显, 逐步形成了某一区域仅存一家主导性铬盐企业的市场格局。美国海明斯 (Elementis) 雄踞北美市场; 土耳其金山集团 (Sisecam Group) 立足中东, 在全球各地拥有分支机构; 印度威世奴 (Vishnu Chemicals Limited) 辐射南亚地区; 德国朗盛本部生产的铬盐颜料系产品仍在全球市场居于垄断地位。

图 9: 全球铬盐产能分布



资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

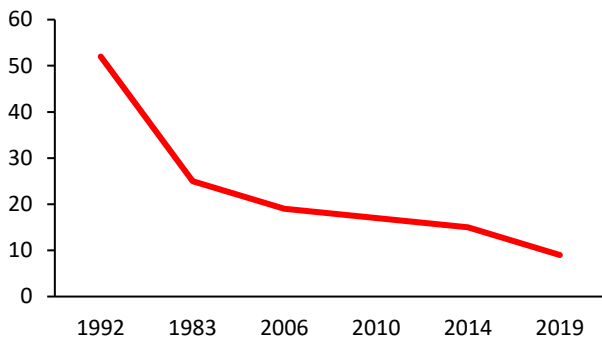
图 10: 海外主要铬盐生产厂商产能 (万吨)



资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

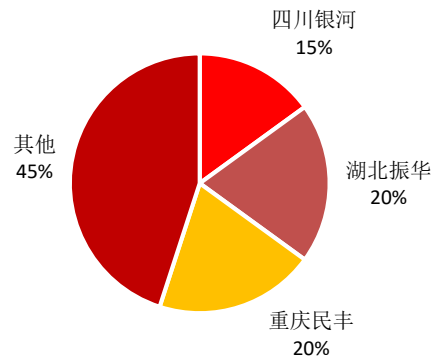
公司铬盐产能将翻倍至 20 万吨/年, 行业寡头格局将继续强化。公司收购重庆民丰化工, 公司与民丰化工的铬盐产能均为 10 万吨/年, 收购完成后铬盐行业寡头格局有望继续强化。我国的铬盐生产能力在不断提升, 2019 年我国铬盐产量 (以重铬酸钠计) 超过 40 万吨, 中国已成为全球最大的铬盐生产和消费国家, 中国贡献世界铬盐产量的 40%。大部分铬盐企业由于缺乏市场竞争力和污染控制手段, 先后关闭、转产, 截至 2019 年底仅剩 9 家。同时大多生产线年产量过低, 平均产能约 5.5 万吨/年, 而同期国外生产企业单体平均生产能力约为 8.7 万吨/年。国内产能大于 5 万吨/年的仅有 3 家, 分别是湖北振华化学、重庆民丰化工和四川银河化学, 三家企业占据国内铬盐行业 55% 的产能。

图 11: 我国铬盐行业集中度不断提高(厂家数量)



资料来源: 中国报告网, 浙商证券研究所

图 12: 国内三大寡头厂商产能(万吨/年)



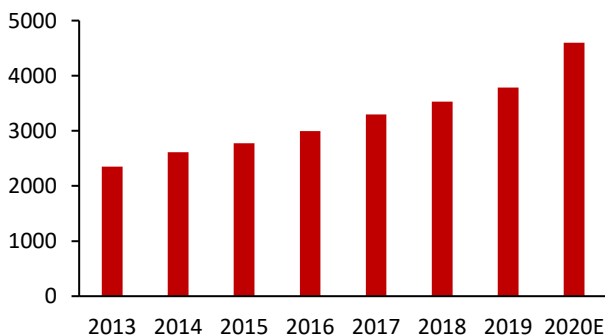
资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

## 2.2. 下游需求多点开花且稳定增长, 龙头企业将长期受益

我国国民经济中约 10% 的工业产品与铬盐有关, 是现代工业体系中不可或缺的重要环节和原料。重铬酸钠作为铬盐最基础的产品, 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, 是国民经济生活不可或缺的“工业味精”, 广泛应用于表面处理、颜料、鞣革、陶瓷、冶金、木材防腐等众多行业。

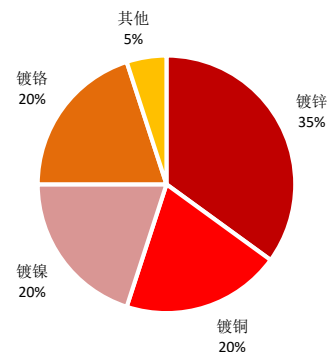
表面处理行业传统需求增长平稳, 未来 5 年集成电路需求 CAGR 为 20.27%。国内铬盐需求以表面处理剂为主, 其次是颜料和鞣革, 表面处理主要分为电镀、涂装、堆焊、热喷涂等九大工艺, 其中电镀为主要应用领域。电镀行业和制造业密切相关, 下游传统电镀需求主要分布在机械、轻工业和电子工业领域。根据前瞻产业研究院数据显示, 电镀行业规模以上企业逐年增加, 趋势较平稳。2015-2018 年企业数量分别为 165、172、177 和 182 家, 同比增加 4.24%、2.91% 和 2.82%。2015-2018 年电镀行业产品加工面积分别为 10.58、11.27、12.38 和 13.23 亿平方米, 同比增加 6.52%、9.85% 和 6.83%。除传统的机械、轻工业需求, 近年来下游电镀行业需求逐步转向电子、微机电和钢铁行业等新型需求。根据中商产业研究院预测, 2020 年电镀行业市场规模达到 4597 亿元, 同比增加 21.45%。物联网、芯片、微型电子等需求不断增加, 预计 2025 年集成电路市场规模超 20000 亿元, 2020-2025 年 CAGR 达 20.27%。

图 13: 电镀行业市场规模情况(亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图 14: 电镀镀种分布情况



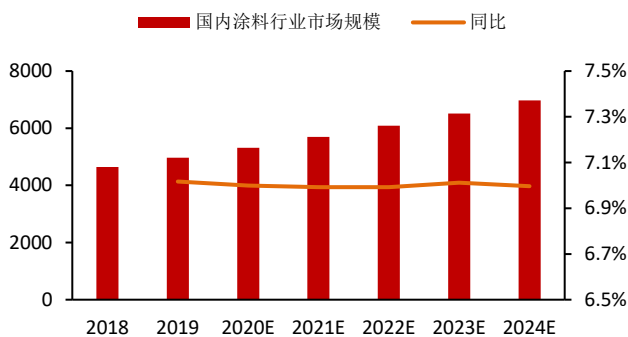
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

涂料染料行业需求快速增长, 未来 3-5 年需求增速达到 7%。铬盐可用于生产铅铬黄、防锈颜料等无机颜料, 并应用于涂料、油墨、塑料等产品, 其中涂料是铬系颜料的主要应

用领域。2019年1-9月,中国涂料行业总产量1852.6万吨,较2018年同期同比增长9.2%。根据前瞻产业研究院预测,2024年国内涂料行业市场规模有望达6973亿元,预计未来3-5年国内涂料市场达到7%的总体增速。涂料市场规模稳步增长,有望带动铬盐产品需求的同步增长。

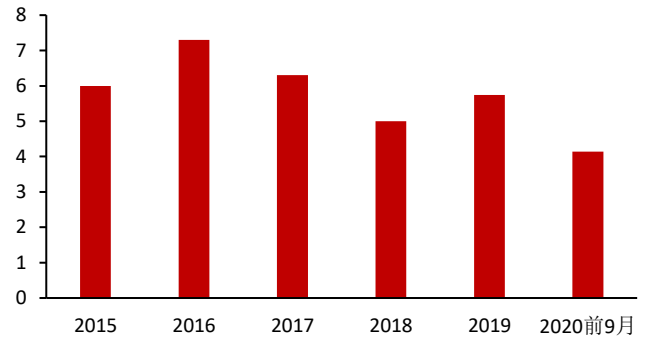
**全球轻革产量近六年CAGR达到2.33%,未来国内皮革出口增长将带动铬盐需求持续向好。**皮革行业是传统铬盐的主要消费领域之一,鞣革法是目前最常见的皮革加工工艺,而铬盐是鞣革法的主要原材料之一。从全球来看,全球轻革产量快速增加,2016年全球轻革产量约14.49亿平方米,2011-2016年CAGR为2.33%。从细分产品来看,国内制鞋行业规模增长平稳,皮革箱包市场规模则快速增长。2019年中国箱包市场规模达2580亿元,同比增加25.06%。未来全球制鞋、箱包等行业规模的提升将增加皮革需求并有利于皮革的出口增长。

图 15: 国内涂料行业市场规模 (亿元)



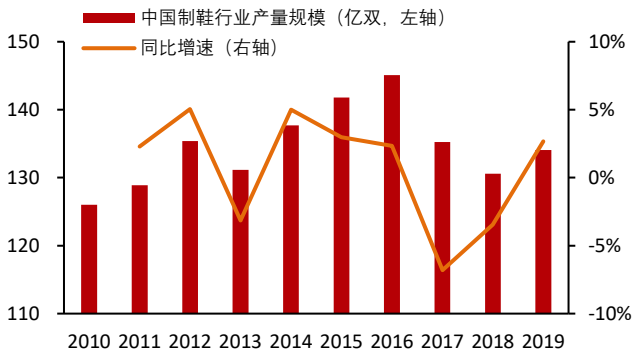
资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

图 16: 中国皮革产量 (亿平方米)



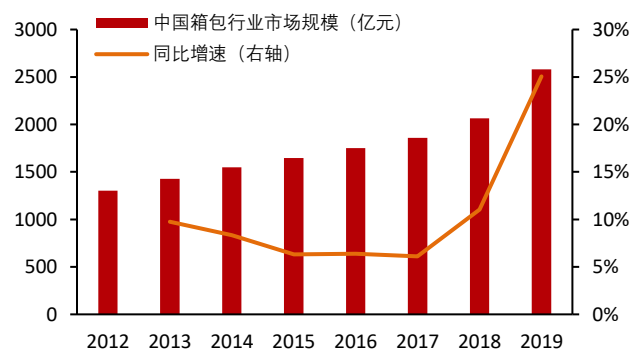
资料来源: 中国皮革协会, 浙商证券研究所

图 17: 中国制鞋行业产量规模



资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

图 18: 中国箱包行业市场规模



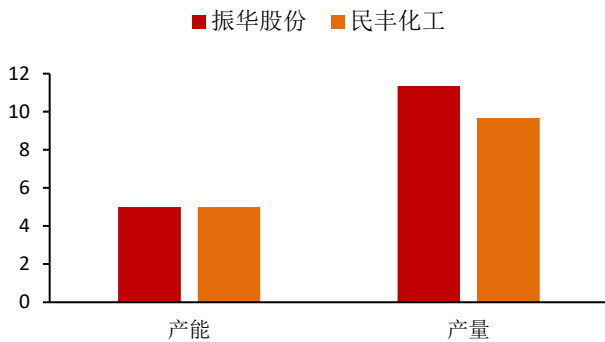
资料来源: 中国皮革协会, 浙商证券研究所

**铬盐行业供需格局持续改善, 龙头企业将长期受益。**2019年国内共9家铬盐在产企业CR3为55%。公司铬盐产能10万吨/年, 技术、成本上优势明显, 加上环保趋严背景下小产能出清, 以及下游需求的持续增长, 公司作为龙头企业有望长期受益。

### 3. 公司收购民丰化工，强强联合向全球铬盐龙头迈进

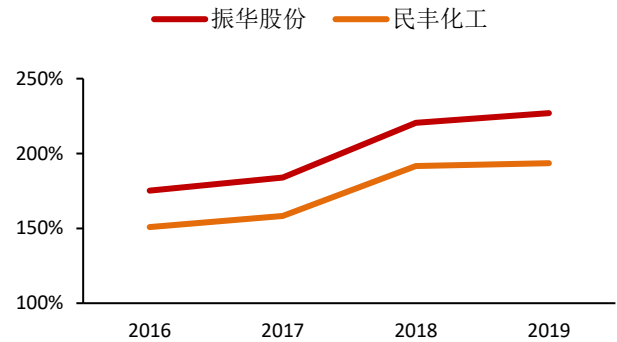
重庆民丰化工是重庆化医集团旗下全资子公司，是国内铬盐行业排名第二的优势企业。全球铬盐行业集中度较高，CR3 为 28%，而国内铬盐行业集中度更高，CR3 为 55%。公司收购完成后，公司年产能将达到 20 万吨，占据我国铬盐行业 40%以上的市场份额。国内铬盐行业将呈现寡头局面，行业集中度将进一步提升。

图 19：2019 年重铬酸盐设计产能与实际产量（万吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 20：民丰化工和振华股份重铬酸盐产能利用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：振华化学与民丰化工重铬酸盐设计产能均为 5 万吨，实际产能均约 10 万吨。

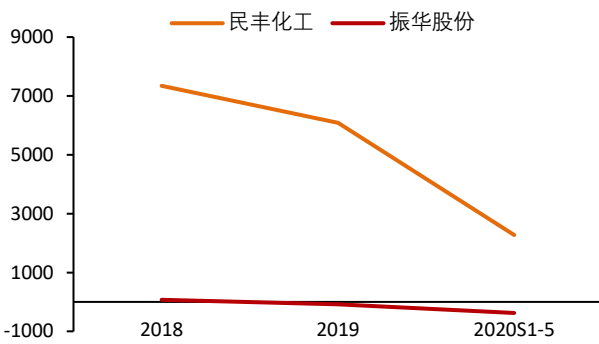
公司将与民丰化工强强联合，在采购、技术、资金、客户、营销等多方位实现高度协同，有望缓解民丰化工的资金压力和生产问题，提升民丰化工的盈利能力。此外公司将发行股份引入国资股东重庆化医集团，发挥双方技术、客户等优势，拓展氢氧化铝、维生素 K3 等高毛利的铬盐下游产品，释放业绩成长性，并向全球铬盐龙头企业迈进。

#### 3.1. 强强联合优化管理，民丰化工盈利能力有望改善

**民丰化工采购成本将大幅降低，盈利能力有望明显提升。**民丰化工与公司采购协同完成后有望降低采购成本，2019 年公司、民丰化工铬铁矿采购单价分别为 1376、1644 元/吨，民丰化工铬铁矿采购单价高出公司约 268 元/吨。假设民丰化工 2021 年采购铬铁矿 13 万吨，单吨采购单价降低 268 元/吨，则仅采购铬铁矿一项即可降低 3484 万元成本。2020 年 1-5 月民丰化工受疫情影响，疫情期间停工一个月并支付员工薪酬等费用 1300 万元，加上财务费用较高，导致业绩出现亏损。由于铬盐产品本身的刚性需求以及市场需求的逐渐回暖，民丰化工的装置也逐渐恢复正常开工水平，加上未来与公司的采购整合有望大幅降低采购成本，民丰化工的盈利能力也将明显提升。

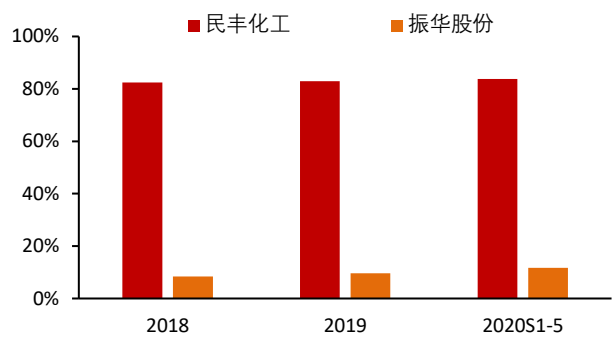
**民丰化工财务费用有望降低，资产负债率仍有较大改善空间。**民丰化工近三年来在销售费用和管理费用的管控能力持平甚至略优于振华股份，而财务费用和负债方面则形成较大拖累。2018、2019 年振华股份的财务费用为 72 万元和-84 万元，资产负债率较为稳定，同期值为 8.36%和 9.58%，处于行业合理水平。而民丰化工的财务费用高达 7434 万元和 6090 万元，资产负债率达 82.46%和 82.98%。主要系民丰化工融资渠道有限，主要通过债务融资，因此财务费率和资产负债率较高。民丰化工借助上市公司平台合理优化资产负债结构，可以有效降低财务费用，提高盈利水平。假设民丰化工总负债中短期借款减少 4 亿元，短期借款利率按年化 4.9%计算，则可减少约 2000 万财务费用支出，资产负债率将从 83.76%降低到 77.94%，后续民丰化工在财务费用上仍有较大改善空间。

图 21：民丰化工和振华股份财务费用对比



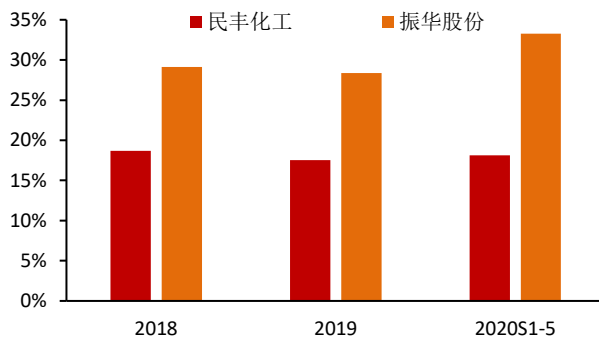
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：民丰化工和振华股份资产负债率对比



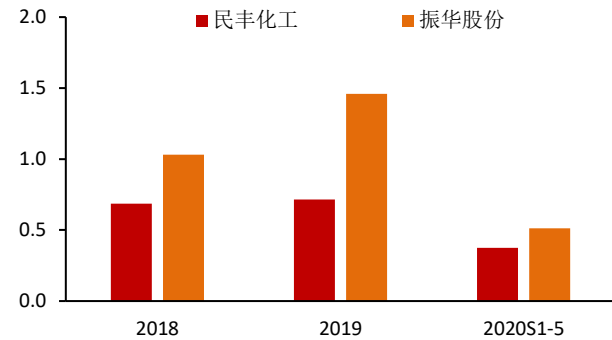
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 23：民丰化工和振华股份毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 24：民丰化工和振华股份管理费用对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2. 标的质地相对较好，协同效应将立竿见影

公司向重庆化医集团发行股份，收购民丰化工 100% 股权。以 2020 年 5 月 31 日为评估基准日，民丰化工 100% 股权收益法评估值为 4.39 亿元，评估结果反映企业整体盈利能力。估值较合并口径归属于母公司所有者权益账面价值增值 1.93 亿元，增值率 78.27%。剔除货币资金后的民丰化工企业价值为 11.53 亿；以 2019 年 12 月 31 日为基准评估日，公司 EBITDA 为 1.44 亿，企业倍数为 8.01。标的公司的企业倍数 8.01 低于 5 家无机盐上市公司的平均数 15.92 和中位数 10.42。

民丰化工质地相对较好，是国内排名第二的优势企业。民丰化工属于行业内优势企业，具有较强的行业竞争力，主要产品有两大类：一是铬盐系列，装置产能为 10 万吨/年；二是铬盐深加工产品，包括维生素 K3 产能 1500 吨/年等。下属公司新华化工主要产品有钛白粉，钛白粉包括催化剂钛白粉、食用钛白粉等特殊钛白粉和通用型钛白粉。其中，铬盐系列产品收入占比超过 80%，为民丰化工最主要的产品。2014 年，民丰化工在国内首创了“窑外预热”铬盐生产工艺并实现工业化应用，在节能降耗的同时使铬盐产出率大幅增加，获得了可观的综合效益，奠定了其在国内铬盐行业的优势地位。

**表 4：行业参考公司企业倍数**

序号	证券简称	企业价值 (万)	EBITDA	企业倍数
1	云南能投	727964.48	69851.5	10.42
2	国瓷材料	2275996.08	77275.86	29.34
3	湘潭电化	626862.89	28848.16	21.05
4	红星发展	200067.23	23144.30	8.64
5	振华股份	239469.21	23606.62	10.12
	平均值	814071.98	44545.29	15.92
	中位数	626862.89	28848.16	10.42

资料来源：Wind，浙商证券研究所

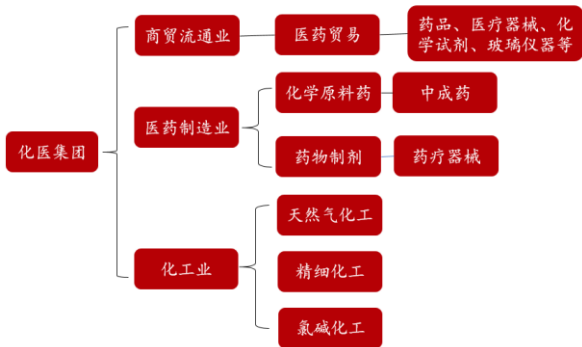
**公司与民丰化工协同效应明显**，民丰化工盈利能力有望改善。收购交易完成后，2020年1-5月上市公司合并报表后的资产和负债分别增长106.84%和683.58%，归母净利润从6878.84万元下降到4432.69万元，下降35.56%。业绩下滑主要系民丰化工受疫情影响，开工率较低，生产成本较高形成较大亏损。但民丰化工的经营能力、安全生产等均处于可控水平。振华股份与民丰化工强强联合，将发挥“1+1>2”的协同效应，在营销与采购成本、工艺技术改造、资金成本以及客户资源整合等方面实现高效协同。振华股份将成为全球铬盐行业龙头企业，并助力民丰化工改善盈利能力。

- (1) **营销与采购整合**：公司对不同产品采取差异化营销，重铬酸钠主要采用直销模式，铬酸酐产品以经销商渠道销售为主，以“产品+服务”方式为辅。民丰化工将充分利用公司已有营销渠道，迅速打开市场并减少营销费用。采购方面，公司和民丰化工2019年铬铁矿采购量分别为18.49万吨和13.09万吨，收购完成后振华股份将成为全球最大的化工级铬铁矿采购商。同时公司现有的账期信用可直接辐射至民丰化工，在缓解民丰化工现金支付压力的同时，将全面提升民丰的采购灵活度。
- (2) **产品技术整合**：公司和民丰化工均采用清洁绿色的无钙焙烧工艺，重视技术研发。同时公司的“全流程循环经济与资源综合利用体系”等工艺以及民丰首创的“窑外预热”等铬盐生产工艺各具优势。未来双方在技术方面可进行差异化互补，产能布局优化，产能效率将进一步提高。
- (3) **资金优化配置**：受益于重组后的规模优势，公司及民丰化工更有能力应对短期市场波动的经营压力，在原材料备货、产品库存储备等方面的规模要求将进一步降低，营运维持资金占款将显著缩减，以经营性现金流的持续改善进一步降低标的公司的有息负债水平。
- (4) **客户资源整合，地区覆盖面扩大**。公司所处湖北省，位于中南地区，毗邻华北地区，交通往来便利。公司和民丰化工内销地区同时覆盖华北和华东地区，其中公司另覆盖中南地区，民丰化工另覆盖西南地区。因此收购完成后，公司将拥有湖北黄石、重庆潼南两大生产基地，销售地区覆盖面也进一步扩大，客户合作关系也将进一步加强。

### 3.3. 优化股东结构，探索生物医药领域合作机会

公司引入重庆化医集团作为二股东，探索生物医药领域的合作机会。重庆化医控股（集团）公司是由重庆市政府出资组建的国有独资大型控股集团公司，直接控股 218 家公司，拥有国家级企业技术中心 1 个，市级企业技术中心 9 个，在“2016 年中国企业 500 强”中排名第 363 位。重庆化医在此次交易前已建立铬盐系列、钛白粉系列无机盐化工产业基地，有望助力上市公司整合铬盐产业资源及客户，紧密围绕铬化学品产业链，延伸下游产品序列至精细化工领域，成为全球铬盐行业领导者。此外，本次重组引入化医集团作为上市公司第二大股东，可以利用双方的优势资源，探索生物医药领域的合作机会。

图 25：化医集团主要业务涉及化工、医药、商贸等



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 26：重庆民丰化工为国有独资企业

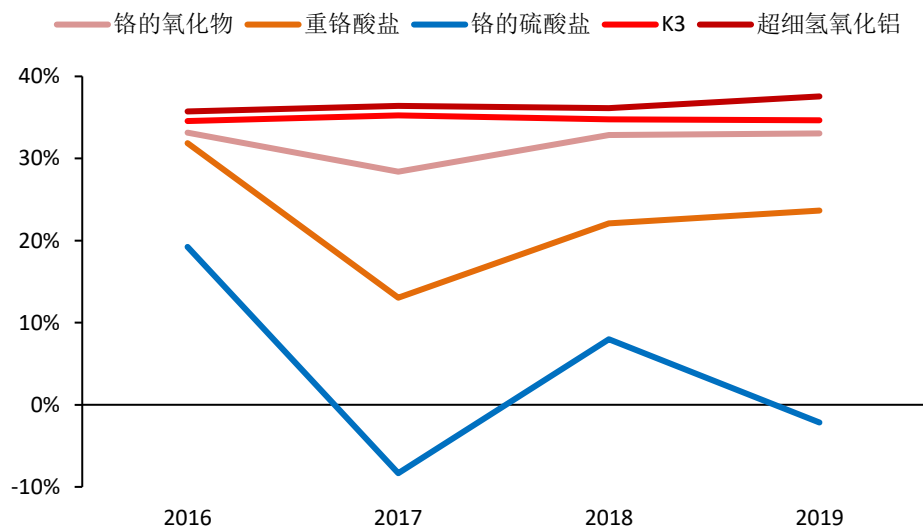


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4. 公司拓宽产品布局，拓展下游高毛利产品成长可期

公司拓宽产品布局，拓展下游高毛利产品。公司利用自身规模优势和技术优势，不断尝试向精细化工领域进行产品和技术的拓展延伸。公司收购民丰化工后，维生素 K3 产能将达 2500 吨，毛利率高达 35%-45%；超细氢氧化铝产品经过近几年的技术探索和市场培育，毛利率也有所提升，随着产能逐步扩大至 2 万吨，产品销售规模扩大，盈利水平将持续改善，毛利率仍有提升空间。

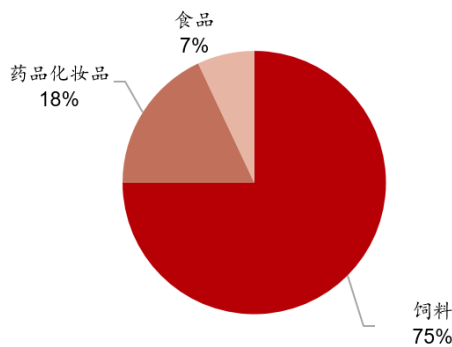
图 27：维生素 k3 及超细氢氧化铝毛利率处于较高水平



资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

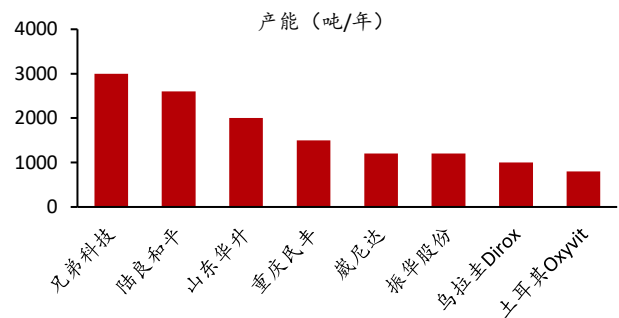
**维生素 K3 原料优势明显,收购民丰后市场占有率将进一步扩大。**维生素 K3 大约 75% 应用于饲料,作用是帮助禽畜在单位时间内摄入和吸收更多营养。饲料的成本要求十分苛刻,饲料添加剂厂商需要尽可能的通过工艺改进、技术研发等方式,压缩生产成本,从而获得成本优势,进而抢占市场。公司利用重铬酸钠原材料优势,开发维生素 K3 产品市场。维生素 K3 目前全球生产企业有 8 家,预计 2025 年 K3 全球年需求量可达 8000 吨。公司收购民丰化工后,两家公司合计维生素 K3 产能将达到 2500-3000 吨/年,相比 2019 年产能翻倍,公司维生素 K3 的市场份额有望进一步提升,市场竞争力也有望增加。

图 28: 维生素 K3 下游需求结构



资料来源: 中国报告网, 浙商证券研究所

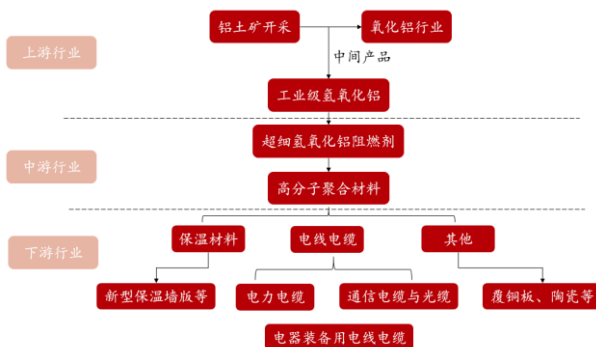
图 29: 全球维生素 K3 (折纯) 主要厂商产能统计情况



资料来源: 中国报告网, 浙商证券研究所

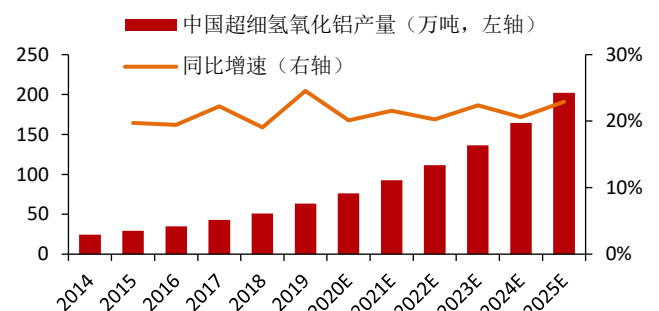
**公司超细氢氧化铝产能 20000 吨/年, 市场规模未来 5 年 CAGR 为 21.53%。**超细氢氧化铝是性能优异的环保型阻燃剂,可广泛应用于 5G 通讯光纤光缆、特高压线路及绝缘子、新能源汽车及充电桩、IDC 数据中心线缆等。2019 年公司超细氢氧化铝产量 2.16 万吨,国内占比 3.41%。根据中商产业研究院预测,未来全球以及中国超细氢氧化铝市场将逐步扩大。全球超细氢氧化铝产量有望从 2019 年的 222.42 万吨上升至 2025 年的 466.04 万吨,复合年均增长率达到 13.12%;而国内超细氢氧化铝产量有望从 2020 年的 76.25 万吨上升至 2025 年的 202.18 万吨,复合年均增长率达到 21.53%。

图 30: 超细氢氧化铝产业链



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 31: 中国超细氢氧化铝产量预测



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

根据公司收购交易进展及产能规模、产品销售情况,预计到 2021 年公司将逐渐整合民丰化工装置及产品,2021 年起公司铬盐产品产能将从 10 万吨/年提升至 20 万吨/年,产



能规模将居全球首位，公司营业收入及产品销量将出现大幅增长。

对公司主要产品做如下盈利预测：

**重铬酸盐：**随着铬盐新增产能逐渐释放，未来公司的核心产品重铬酸盐的实际销售将显著增长，由于并入民丰化工约 10 万吨产能，预计 2021 年销量大幅增长 95%，2022 年通过工艺改进及产能提升，销量增长 4%左右。重铬酸盐价格近三年较为稳定，2020 年受疫情影响价格下降约 5%。2021-2022 年下游需求回暖，价格有望逐步提升，预计 2021-2022 年价格增速分别为 4%和 5%。公司毛利率基本维持稳定，预计 2020 年公司通过降本增效可将毛利率提升 1 个百分点，2021-2022 年产品毛利率由于并入民丰化工后有所下滑，2021-2022 年毛利率分别下降 3 个百分点、上升 1 个百分点。

**铬的氧化物：**预计铬的氧化物 2020 年销量增速为 5%，2021 年合并民丰化工之后销量将有显著提升，2022 年销量增长将有所放缓。预计 2021-2022 年销量分别增长 74%和 5%左右。铬的氧化物销售价格较为稳定，变动幅度较小，受疫情影响 2020 年价格预计小幅下滑。2021 年在行业需求向好及落后产能出清的背景下，价格将逐步回升。2021-2022 年产品价格变化和重铬酸盐类似，产品价格增速分别为 4%和 5%。铬的氧化物毛利率基本维持稳定，2020 年公司降本增效成果显著，预计毛利率提高 1 个百分点，2021-2022 年由于并入民丰化工，毛利率会出现先下降后上升，预计 2021 年毛利率下降 2 个百分点，2022 年公司整合资源和优化管理，毛利率有望提升 2 个百分点。

**铬的硫酸盐：**随着产能释放以及公司合并，铬的硫酸盐销量将大幅增长，2021 年销量增速达到 112%左右，合并民丰化工后销量增速放缓，2022 年增速为 10%。受疫情影响，2020 年产品价格小幅下降，后续有望企稳回升，预计 2021-2022 年价格变动分别为 4%和 5%。铬的硫酸盐毛利率水平偏低，2019 年出现业务亏损，2020 年预计将扭亏为盈，毛利率提升 6 个百分点，由于 2021 年民丰化工并入，毛利率预计下滑 3 个百分点，2022 年通过优化管理和流程，毛利率将提升 4 个百分点。

**其他产品（如超细氢氧化铝和维生素 K3）：**由于公司其他铬盐下游产品较多，包括维生素 k3 及超细氢氧化铝、金属铬、元明粉等，因此将其他产品汇总进行预测。预计 2020 年其他产品销量和 2019 年持平，在合并民丰化工之后销量将显著增长，2021 年销量翻倍，2022 年继续提升产量，销量增速为 5%。其他产品价格以相同预期进行测算，2020-2022 年其他产品平均价格增速分别为-10%、4%和 5%。毛利率方面，其他产品毛利率 2020 年显著增长，预计提升 2 个百分点，2021 年毛利率有较大回落，预计降低 5 个百分点，2022 年毛利率将企稳回升，增长 2 个百分点。

**费用：**公司管理费用 2016-2019 年呈缓慢上升趋势，合并民丰化工之后，管理费用会显著增加，公司经营稳定后有望逐步回落。预计 2021-2022 年管理费用增速分别为 107.14%和 5.71%。研发费用方面，公司重视技术创新和科技研发，研发投入较为稳定，除 2019 年略微下降外，研发占营收比重逐年增加。根据公司以往研发投入比例，预计 2020-2022 年研发费用增速分别为-6%、90%和 10%。财务费用方面，公司近几年经营性现金流较为稳健，财务费用稳定，主要系公司利息支出较为稳定。由于民丰化工近些年财务费用较高，公司的财务费用短期会有相应的增加。

**表 5：公司关键业务数据假设**

公司主要产品	2019	2020E	2021E	2022E
公司铬盐产能（折合，万吨）	10	10	20	20
<b>重铬酸盐</b>				
营业收入（万元）	26265	22882	46525	51015
YOY	-14.9%	-12.9%	103.3%	9.6%
单价（元/吨）	9800	9301	9673	10156
销量（万吨）	2.68	2.46	4.81	5.02

营业成本 (万元)	19961	17161	36290	39281
毛利 (万元)	6304	5720	10236	11733
毛利率	24.0%	25.0%	22.0%	23.0%
收入占比	18.8%	17.6%	18.8%	18.7%
<b>铬的氧化物</b>				
营业收入 (万元)	86854	81608	147836	162271
YOY	0.8%	-6.0%	81.2%	9.8%
单价 (元/吨)	19606	17528	18229	19140
销量 (万吨)	4.43	4.66	8.11	8.48
营业成本 (万元)	58192	53861	100528	107099
毛利 (万元)	28662	27747	47308	55172
毛利率	33.0%	34.0%	32.0%	34.0%
收入占比	62.3%	62.9%	59.7%	59.6%
<b>铬的硫酸盐</b>				
营业收入 (万元)	4639	4628	10210	11793
YOY	84.0%	-0.2%	120.6%	15.5%
单价 (元/吨)	3999	3943	4100	4305
销量 (万吨)	1.16	1.17	2.49	2.74
营业成本 (万元)	4731	4443	10108	11203
毛利 (万元)	-93	185	102	590
毛利率	-2.0%	4.0%	1.0%	5.0%
收入占比	3.3%	3.6%	4.1%	4.3%
<b>其他产品 (维生素 K3、超细氢氧化铝等)</b>				
营业收入 (万元)	21700	20615	42879	47274
YOY	4.8%	-5.0%	108.0%	10.3%
单价 (元/吨)	10850	10308	10720	11256
销量 (万吨)	2.00	2.00	4.00	4.20
营业成本 (万元)	16275	15049	33446	35928
毛利 (万元)	5425	5566	9433	11346
毛利率	25.0%	27.0%	22.0%	24.0%
收入占比	15.6%	15.9%	17.3%	17.4%
<b>合计</b>				
营业收入 (万元)	139458	129733	247450	272353
YOY	-0.7%	-7.0%	90.7%	10.1%
单价 (元/吨)	13579	12608	12749	13325
销量 (万吨)	10.27	10.29	19.41	20.44
营业成本 (万元)	99160	90515	180372	193512
毛利 (万元)	40298	39218	67079	78841
毛利率	28.9%	30.2%	27.1%	28.9%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

对比申万化工行业分类中无机盐行业的主要上市公司，剔除估值异常的公司后，选取红星发展、中盐化工、大洋生物及云南能投四家可比上市公司。四家公司主要从事无机盐行业，与公司在营业收入增长、净利润增速以及销售毛利率和主营业务范上具有一定的可

比性。2021年1月19日股价对应PE 22/16/13倍，四家可比上市公司PE (LYR) 平均值为21.82倍，PB (LF) 平均值为1.66倍。

**表 6：可比公司主要指标对比**

证券简称	营业总收入年复合增长率/%	净利润增长率/%	销售毛利率/%	主营产品名称
振华股份	16.9	71.9	34.0	铬酸酐、碱式硫酸铬、氧化铬绿、重铬酸钠
红星发展	9.2	63.1	15.4	不溶性硫磺、电解二氧化锰、金属锰、锶等
中盐化工	58.7	974.3	20.3	除钙洗涤盐、发泡剂、工业盐、金属钠、氯酸钠等
大洋生物	9.3	169.7	29.0	2-氯-6-氟苯甲醛、2-氯-6-氟氯苄、氯化铵、生物航空煤油、碳酸钾、碳酸氢钾、盐酸氨丙啉等
云南能投	10.0	-2.8	44.0	洁面盐、沐浴盐、二硅酸钠、次氯酸钠、电石、三氯化铁、工业无水硫酸钠、工业盐、氯化钙等

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：营业收入年复合增长率为2017-2019年复合增长率，净利润增长率为近3年增长率；销售毛利率为2020年三季度披露数据。

振华股份是国内铬盐行业龙头企业，收购民丰化工后将成为全球铬化学品龙头，且公司技术积累深厚，产品成本在全球范围内具有竞争优势，业绩弹性更高，估值溢价空间更大。同时参照无机盐化工行业平均估值（四家可比公司PE均值为21.82倍），出于审慎起见，我们给予振华股份2021年22倍PE，与无机盐行业平均估值水平接近。我们预计公司2020-2022年归母净利润为1.5/2.1/2.6亿元，同比变动10.6%/35.4%/28.7%。预计2021年公司EPS为0.41元，对应2021年目标价9.02元，首次覆盖，给予买入评级。

**表 7：可比公司估值**

证券简称	总市值(亿元)	市盈率(LYR)	市净率(LF)
红星发展	19.89	26.60	1.51
中盐化工	62.54	6.99	1.01
大洋生物	27.00	33.96	2.86
云南能投	51.82	19.74	1.26
<b>平均值</b>	<b>40.31</b>	<b>21.82</b>	<b>1.66</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：wind估值数据截至2021年1月19日。

## 6. 核心风险

- (1) 收购交易可能被暂停、终止或取消的风险；
- (2) 标的公司经营的相关风险；
- (3) 铬盐产品价格下跌风险；
- (4) 新冠疫情扩散风险。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	821	1412	1947	1612	<b>营业收入</b>	1395	1297	2475	2724
现金	129	818	983	587	营业成本	994	905	1804	1935
交易性金融资产	190	95	152	123	营业税金及附加	10	11	20	23
应收账款	148	251	364	454	营业费用	51	48	91	100
其它应收款	3	3	5	5	管理费用	145	115	238	251
预付账款	13	29	41	53	研发费用	50	47	89	98
存货	156	124	265	274	财务费用	(1)	(7)	(1)	7
其他	182	91	137	114	资产减值损失	(3)	9	6	13
<b>非流动资产</b>	663	593	1489	1409	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
长期投资	0	0	3	1	其他经营收益	5	4	5	4
固定资产	544	506	1349	1268	<b>营业利润</b>	156	175	235	303
无形资产	30	24	43	50	营业外收支	1	(1)	(0)	(1)
在建工程	3	11	24	31	<b>利润总额</b>	156	174	234	302
其他	87	52	69	58	所得税	18	21	28	36
<b>资产总计</b>	1485	2004	3435	3020	<b>净利润</b>	138	153	207	266
<b>流动负债</b>	124	109	1336	733	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	0	0	603	302	<b>归属母公司净利润</b>	137	151	205	264
应付款项	72	59	418	239	<b>EBITDA</b>	238	206	302	402
预收账款	21	18	20	19	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.27	0.30	0.41	0.53
其他	30	32	295	174					
<b>非流动负债</b>	20	18	67	43	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他	20	18	67	43	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	144	127	1404	776	营业收入	-0.69%	-7.02%	90.74%	10.06%
少数股东权益	3	4	6	8	营业利润	-8.60%	12.18%	34.40%	28.98%
归属母公司股东权益	1338	1873	2026	2236	归属母公司净利润	-6.29%	10.57%	35.37%	28.68%
<b>负债和股东权益</b>	1485	2004	3435	3020	<b>获利能力</b>				
					毛利率	28.75%	30.23%	27.11%	28.95%
					净利率	9.90%	11.78%	8.36%	9.77%
					ROE	10.62%	9.41%	10.49%	12.34%
					ROIC	10.20%	7.82%	7.05%	10.14%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	9.71%	6.33%	40.86%	25.70%
					净负债比率	0.00%	0.00%	60.09%	54.34%
					流动比率	661.21%	1296.84%	145.68%	219.75%
					速动比率	535.48%	1183.13%	125.85%	182.33%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	98.36%	74.37%	90.99%	84.38%
					应收帐款周转率	9.93	9.32	12.83	10.22
					应付帐款周转率	18.84	15.96	14.24	11.83
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.27	0.30	0.41	0.53
					每股经营现金	0.40	0.41	0.74	0.17
					每股净资产	3.10	3.75	4.06	4.48
					<b>估值比率</b>				
					P/E	24.30	21.98	16.24	12.62
					P/B	2.15	1.78	1.64	1.49
					EV/EBITDA	9.65	11.77	10.21	7.63

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>