

## 振华股份 (603067.SH) VK3 盈利好转, 关注铬盐涨价与铁铬液流电池进展

2024 年 04 月 19 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

蒋跨越 (分析师)

jinyiteng@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790523120001

日期	2024/4/18
当前股价(元)	10.28
一年最高最低(元)	12.94/6.83
总市值(亿元)	52.33
流通市值(亿元)	52.01
总股本(亿股)	5.09
流通股本(亿股)	5.06
近 3 个月换手率(%)	93.23

### ● 看好公司铬盐盈利弹性, 维持“买入”评级

公司为国内铬盐行业龙头, 未来伴随铬盐行业需求复苏, 公司有望充分享受价格弹性。同时公司铬盐联产产品 VK3 价格底部反弹, 有望为公司贡献部分业绩增量。此外, 公司深入绑定下游客户, 持续推进铁铬液流电池项目, 或将打开远期成长空间。我们维持公司盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.35、5.13、5.87 亿元, EPS 分别为 0.86、1.01、1.15 元, 当前股价对应 PE 分别为 12.0、10.2、8.9 倍, 维持“买入”评级。

### ● 铬盐: 行业供需偏紧, 铬盐价格或将继续上行

供给端, 国内铬盐竞争格局稳定, 行业集中度较高, 生产企业开工或已处于高位, 短期供给增量有限。需求端, 金属铬作为铬盐下游重要需求来源之一, 其出口需求旺盛, 或为铬盐需求提供有力支撑。在此背景下, 铬盐价格或将继续上行。据公司公告, 2023 年公司总产量 (折重铬酸钠) 约 24.5 万吨, 其中三类主营产品 (重铬酸盐、铬的氧化物、铬盐联产产品) 销量合计 16.4 万吨。假设各类铬盐产品均涨价 1000 元, 则可以增厚公司税前利润 1.45 亿元。

### ● 维生素 K3: 价格底部反弹, 有望为公司贡献部分业绩增量

据百川盈孚数据, 过去三年间, VK3 均价高点为 2022Q2, 季度均价达到 18.1 万元/吨, 此后 VK3 价格一路下滑, 到 2023Q4 季度均价已跌至 6.4 万元/吨。但从 2023 年 12 月起, VK3 价格开始底部反弹, 2024Q1、2024Q2 季度均价已分别回到 7.9、8.6 万元/吨, 分别较 2023Q4 上涨 25%、36%。据公司公告, 公司拥有 VK3 产能合计 2300 吨/年, VK3 价格反弹或为公司贡献部分业绩增量。

### ● 新能源: 深入绑定下游客户, 铁铬液流电池项目持续推进

公司依托铬盐产业链优势地位, 持续进军探索铁铬液流电池项目。据公司公告, 截至 2023 年 4 月, 公司已向业内主流厂商交付关键电堆材料 6 个批次, 对应装机功率约 2 兆瓦。同时公司液流储能研发中心建设有序推进, 与公司自主研发的电解液方案相适配的电堆测试线已建设完成, 进入试生产阶段。

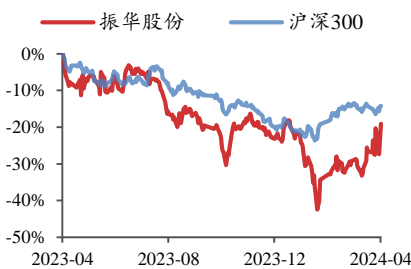
### ● 风险提示: 原料价格大幅波动、下游需求不及预期、项目投产进程不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,534	3,699	4,211	4,606	5,030
YOY(%)	18.1	4.7	13.9	9.4	9.2
归母净利润(百万元)	417	371	435	513	587
YOY(%)	34.2	-11.1	17.4	17.8	14.4
毛利率(%)	27.1	24.6	23.9	24.8	25.4
净利率(%)	12.0	10.1	10.4	11.2	11.7
ROE(%)	16.6	13.0	13.2	13.7	13.7
EPS(摊薄/元)	0.82	0.73	0.86	1.01	1.15
P/E(倍)	12.5	14.1	12.0	10.2	8.9
P/B(倍)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2023 年业绩小幅承压, 看好需求复苏为铬盐带来盈利弹性——公司信息更新报告》-2024.4.10

《Q3 业绩环比改善, 合金添加剂项目稳步推进——公司信息更新报告》-2023.11.14

《Q2 业绩小幅承压, 新能源业务布局稳步推进——公司信息更新报告》-2023.8.28

## 目 录

1、 铬盐：行业供需偏紧，铬盐价格或继续上行.....	3
1.1、 供给端：行业集中度高，竞争格局稳定，企业开工或已处于高位.....	3
1.2、 需求端：金属铬出口需求旺盛，为铬盐需求提供有力支撑.....	5
1.3、 供需对接：铬盐价格或将继续上行，公司铬盐利润弹性可观.....	6
2、 VK3：价格底部反弹，有望为公司贡献部分业绩增量.....	6
3、 深入绑定下游客户，铁铬液流电池项目持续推进.....	7
4、 盈利预测与投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

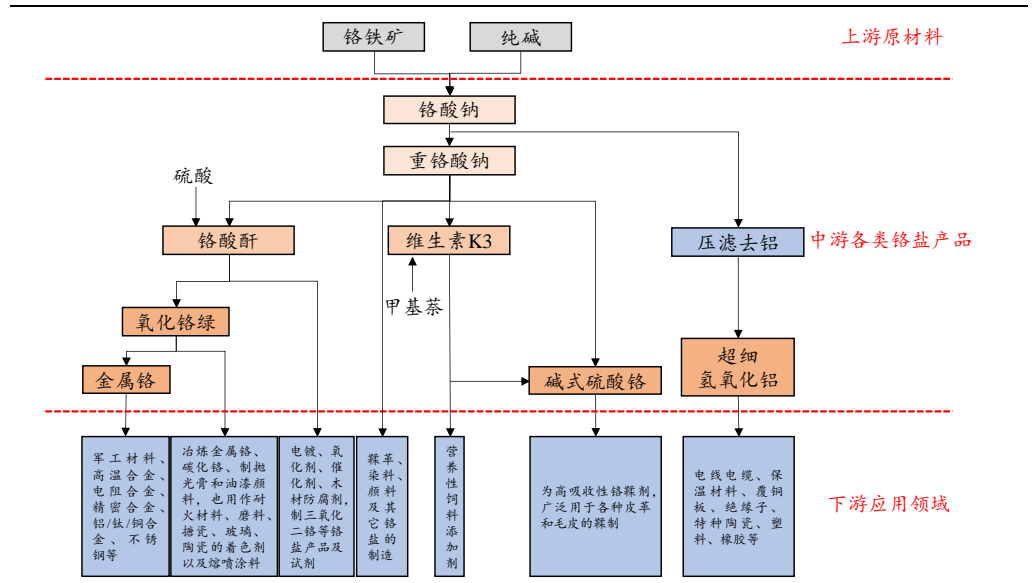
## 图表目录

图 1： 重铬酸钠是铬盐最基础的产品.....	3
图 2： 截至 2021 年底，国内铬盐在产企业仅剩 8 家.....	4
图 3： 2021 年振华股份铬盐产能国内市占率为 40%.....	4
图 4： 海外铬盐行业呈现寡头竞争格局.....	4
图 5： 2021 年下半年至今，铬盐价格整体维持高位.....	5
图 6： 2024 年 1-2 月国内铬盐出口量累计同比增长 93.72%.....	5
图 7： 2023 年 12 月起，VK3 价格开始底部反弹.....	6
表 1： 公司依托铬盐产业链优势地位，持续进军探索铁铬液流电池项目.....	7

## 1、铬盐：行业供需偏紧，铬盐价格或继续上行

铬盐产业链分为上中下游三个环节。上游为铬铁矿、纯碱、硫酸等原材料；中游为各类铬盐产品，其中重铬酸钠是铬盐最基础的产品，通过深加工可生产铬酸酐、氧化铬绿、金属铬、碱式硫酸铬等多种含铬产品以及维生素 K3、超细氢氧化铝等联产产品；下游为表面处理、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、军工等众多终端应用领域。

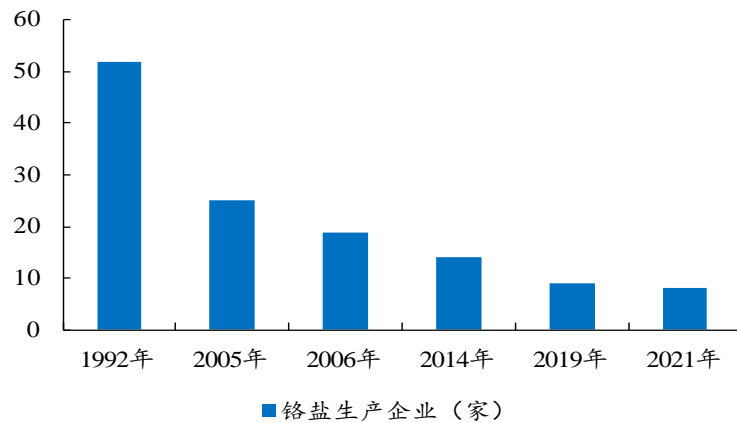
图1：重铬酸钠是铬盐最基础的产品



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

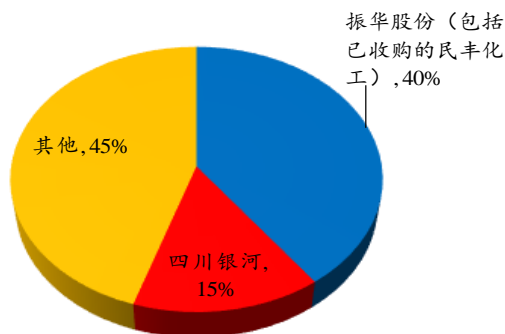
### 1.1、供给端：行业集中度高，竞争格局稳定，企业开工或已处于高位

根据陈宁等（2018年）发表的《铬盐产业绿色发展现状及展望》及公司公告，近年来我国铬盐产能（以重铬酸钠计）约40万吨/年，产量约占全球的40%，中国已成为全球最大的铬盐生产和消费国家。生产企业方面，根据公司招股说明书，国内铬盐产业起源于1958年，至今先后有70余家企业生产过铬盐，其间在1992年达到高峰，共有52家企业同时进行生产。此后，由于规模较小、工艺落后、环保污染等问题难以有效解决，铬盐行业落后产能不断出清。截至2021年底，国内铬盐在产企业仅剩8家。

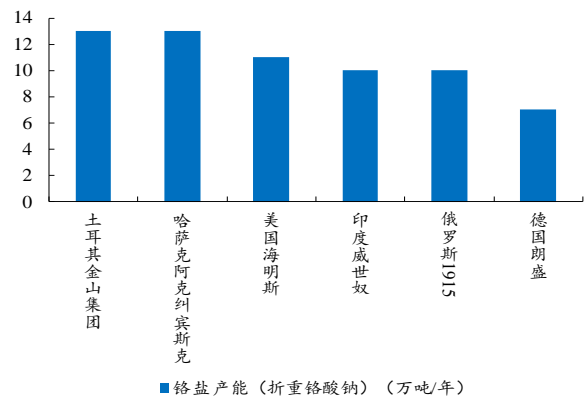
**图2：截至 2021 年底，国内铬盐在产企业仅剩 8 家**


数据来源：公司招股说明书、《铬渣污染综合整治方案》、开源证券研究所

**国内铬盐行业产能 CR2 达到 55%，海外铬盐行业呈现寡头竞争格局。**根据华经产业研究院数据，2021 年在国内现存的 8 家铬盐生产企业中，振华股份（包含收购的民丰化工）与四川银河作为行业前两大铬盐生产企业，产能市占率分别达到 40%、15%，其余 6 家企业产能合计占比 45%。与国内相比，海外国家铬盐行业经过长期的产能出清以后，行业集中度已经达到更高水平，每个大洲或地区通常只有 1-3 个生产企业。

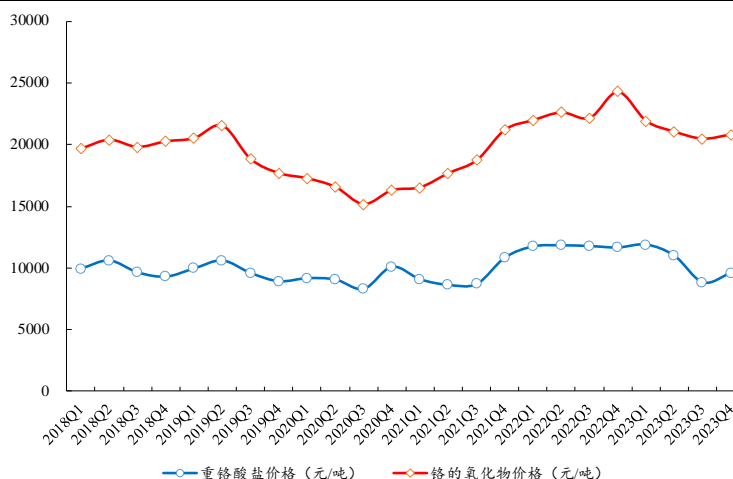
**图3：2021 年振华股份铬盐产能国内市占率为 40%**


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

**图4：海外铬盐行业呈现寡头竞争格局**


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

**国内铬盐生产企业开工率或已处于较高水平，短期供给增量有限。**根据公司公告，2021 年下半年起，铬盐价格逐步上行，至今依旧整体维持高位，相关生产企业盈利水平或有所改善，行业产能利用率也或将维持相对高位。以行业龙头**振华股份**为例，根据公司 2023 年年报，公司现有铬盐产能（折重铬酸钠）15 万吨/年（此处为设计产能，或与实际产能有所出入），2023 年公司铬盐产品实现总产量（折重铬酸钠）约 24.5 万吨，同比提升约 15.46%，全年产能利用率高达 163%。

**图5：2021年下半年至今，铬盐价格整体维持高位**


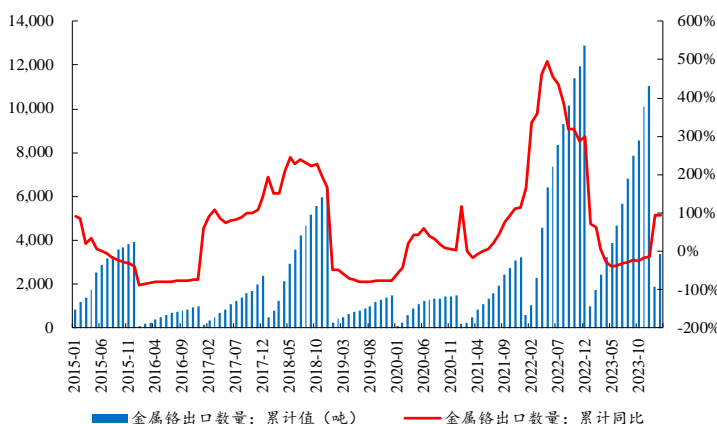
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、需求端：金属铬出口需求旺盛，为铬盐需求提供有力支撑

根据公司公告，通过对近年来公司市场开发和客户需求相关的数据进行多维统计，公司铬化学品销售收入占比最高的前五大行业分别为：工程电镀（含电镀添加剂）、金属铬冶炼、耐火材料、颜料、皮革制品。

**金属铬出口需求旺盛，为铬盐需求提供有力支撑。**根据 Wind 数据，2015 年至今国内金属铬出口量虽波动较大，但整体呈上升趋势。其中，2022-2023 年国内金属铬出口量分别达到 12883、11044 吨，分别同比增长 300.23%、下降 14.27%，出口量整体维持高位。此后 2024 年至今，国内金属铬出口继续维持高速增长，1-2 月出口量累计达到 3359 吨，同比增长 93.72%。我们认为，金属铬作为铬盐下游重要需求来源之一，其出口需求旺盛，或为铬盐需求提供有力支撑。

此外，铬盐其他应用领域如电镀、颜料、皮革、耐火材料等，其需求与国民经济息息相关，未来有望伴随宏观经济的复苏维持稳步增长。

**图6：2024 年 1-2 月国内铬盐出口量累计同比增长 93.72%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

1、上述价格数据由公司季度经营数据计算得出，价格为不含税价格；2、重铬酸盐包括重铬酸钠、重铬酸钾、铬黄，铬的氧化物包括铬酸酐、铬绿。

### 1.3、供需对接：铬盐价格或将继续上行，公司铬盐利润弹性可观

**供给端**，国内铬盐竞争格局稳定，行业集中度较高，生产企业开工或已处于高位，短期供给增量有限。**需求端**，金属铬作为铬盐下游重要需求来源之一，其出口需求旺盛，或为铬盐需求提供有力支撑。**在此背景下，铬盐价格或将继续上行。**

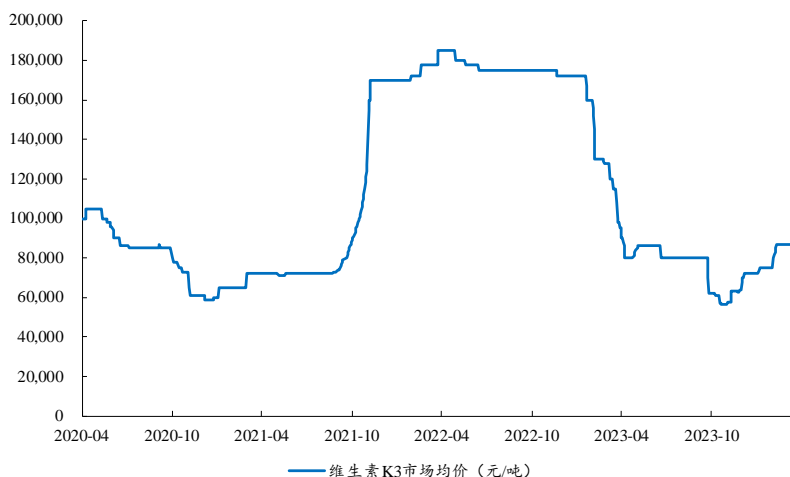
根据公司公告，2023年公司总产量（折重铬酸钠）约24.5万吨，其中三类主营产品（重铬酸盐、铬的氧化物、铬盐联产产品）销量合计16.4万吨。**假设各类铬盐产品均涨价1000元，则可以增厚公司税前利润1.45亿元。**

## 2、VK3：价格底部反弹，有望为公司贡献部分业绩增量

公司利用重铬酸钠原材料优势，积极开发铬盐与维生素K3等产品的联合生产工艺。维生素K3产品具有止血、促进畜禽生长发育、有效防止畜禽体质软弱、减小动物死亡率和提高幼雏存活率等功效。作为畜禽生命活动不可缺少的营养元素、动物饲料的必加成份，**维生素K3产品主要用于营养性饲料添加剂。**

**VK3价格底部反弹，为公司贡献部分业绩增量。**据百川盈孚数据，过去三年间，VK3均价高点为2022Q2，季度均价达到18.1万元/吨，此后VK3价格一路下滑，到2023Q4季度均价已跌至6.4万元/吨。但从2023年12月起，VK3价格开始底部反弹，2024Q1、2024Q2季度均价已分别回到7.9、8.6万元/吨，分别较2023Q4上涨25%、36%。**公司拥有VK3产能合计2300吨/年，VK3价格反弹或为公司贡献部分业绩增量。**

图7：2023年12月起，VK3价格开始底部反弹



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

### 3、深入绑定下游客户，铁铬液流电池项目持续推进

公司依托铬盐产业链优势地位，持续进军探索铁铬液流电池项目。根据公司公告，2022年8月公司“年产6000吨三氯化铬生产线项目”正式建设完工并具备量产能力。同时据公司2022年半年报，公司已经中标国家电投集团科学技术研究院有限公司及其下属的北京和瑞储能科技有限公司2022年第7批集中招标（电解液框架招标）项目，供货内容为铁铬液流电池储能项目用电解液，供货数量为3000m<sup>3</sup>。截至2023年4月，公司已向业内主流厂商交付关键电堆材料6个批次，对应装机功率约2兆瓦。同时公司液流储能研发中心建设有序推进，与公司自主研发的电解液方案相适配的电堆测试线已建设完成，进入试生产阶段。

**表1：公司依托铬盐产业链优势地位，持续进军探索铁铬液流电池项目**

时间	事件
2022年8月	公司“年产6000吨三氯化铬生产线项目”正式建设完工并具备量产能力。
2022年半年报	据公司2022年半年报，公司已经中标国家电投集团科学技术研究院有限公司及其下属的北京和瑞储能科技有限公司2022年第7批集中招标（电解液框架招标）项目，供货内容为铁铬液流电池储能项目用电解液，供货数量为3000m <sup>3</sup> 。
截至2023年4月	公司已向业内主流厂商交付关键电堆材料6个批次，对应装机功率约2兆瓦；公司液流储能研发中心建设有序推进，与公司自主研发的电解液方案相适配的电堆测试线已建设完成，进入试生产阶段。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 4、盈利预测与投资建议

公司为国内铬盐行业龙头，未来伴随铬盐行业需求复苏，公司有望充分享受价格弹性。同时公司铬盐联产产品VK3价格底部反弹，有望为公司贡献部分业绩增量。此外，公司深入绑定下游客户，持续推进铁铬液流电池项目，或将打开远期成长空间。我们维持公司盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为4.35、5.13、5.87亿元，EPS分别为0.86、1.01、1.15元，当前股价对应PE分别为12.0、10.2、8.9倍，维持“买入”评级。

### 5、风险提示

原料价格大幅波动、下游需求不及预期、项目投产进程不及预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1847	1795	2675	2909	3653	<b>营业收入</b>	3534	3699	4211	4606	5030
现金	286	268	521	940	1082	营业成本	2577	2790	3205	3463	3754
应收票据及应收账款	429	377	389	635	483	营业税金及附加	28	31	34	34	33
其他应收款	19	3	30	7	34	营业费用	30	38	40	45	50
预付账款	64	127	575	83	755	管理费用	269	267	295	322	352
存货	616	643	782	867	920	研发费用	106	115	135	154	163
其他流动资产	433	378	378	378	378	财务费用	25	33	33	30	35
<b>非流动资产</b>	2135	2454	2611	2755	2974	资产减值损失	-2	-7	0	0	0
长期投资	3	4	44	49	54	其他收益	7	17	13	10	9
固定资产	1611	1737	1838	1955	2131	公允价值变动收益	-20	-8	0	0	0
无形资产	176	229	255	288	329	投资净收益	4	3	5	5	5
其他非流动资产	344	484	475	463	460	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3981	4249	5287	5665	6627	<b>营业利润</b>	488	430	487	573	656
<b>流动负债</b>	1016	643	1214	1137	1582	营业外收入	8	1	0	0	0
短期借款	171	113	300	350	400	营业外支出	12	17	0	0	0
应付票据及应付账款	322	226	575	414	741	<b>利润总额</b>	483	415	487	573	656
其他流动负债	523	304	339	373	442	所得税	60	42	49	58	67
<b>非流动负债</b>	409	738	768	773	759	<b>净利润</b>	424	372	437	515	589
长期借款	333	652	682	687	673	少数股东损益	7	2	2	2	2
其他非流动负债	76	86	86	86	86	<b>归属母公司净利润</b>	417	371	435	513	587
<b>负债合计</b>	1425	1381	1981	1911	2341	EBITDA	703	656	721	840	954
少数股东权益	38	62	64	66	69	EPS(元)	0.82	0.73	0.86	1.01	1.15
股本	509	509	509	509	509						
资本公积	632	642	642	642	642	主要财务比率					
留存收益	1398	1663	2020	2460	2984		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>归属母公司股东权益</b>	2518	2806	3241	3688	4217	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	3981	4249	5287	5665	6627	营业收入(%)	18.1	4.7	13.9	9.4	9.2
						营业利润(%)	39.7	-11.9	13.3	17.8	14.4
						归属于母公司净利润(%)	34.2	-11.1	17.4	17.8	14.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	27.1	24.6	23.9	24.8	25.4
						净利率(%)	12.0	10.1	10.4	11.2	11.7
						ROE(%)	16.6	13.0	13.2	13.7	13.7
						ROIC(%)	13.0	11.0	10.4	10.8	10.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	35.8	32.5	37.5	33.7	35.3
						净负债比率(%)	23.9	23.1	19.5	8.7	6.2
						流动比率	1.8	2.8	2.2	2.6	2.3
						速动比率	1.1	1.6	1.1	1.7	1.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
						应收账款周转率	11.2	9.4	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	15.0	16.2	39.3	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.82	0.73	0.86	1.01	1.15
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.78	0.82	1.57	1.27
						每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.51	6.37	7.24	8.29
						<b>估值比率</b>					
						P/E	12.5	14.1	12.0	10.2	8.9
						P/B	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
						EV/EBITDA	8.3	9.1	8.2	6.7	5.8

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