

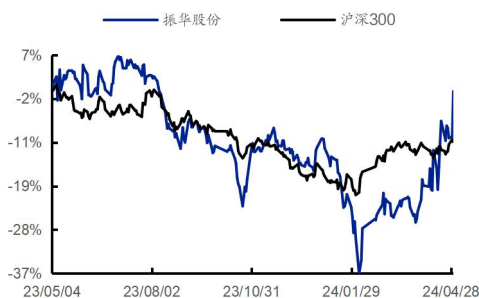
研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：陈云 S0350122060052  
 chenyl17@ghzq.com.cn

## 一季度业绩环比改善，

## 铬盐价格上行有望增厚利润

# ——振华股份（603067）2024年一季度点评报告

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
振华股份	31.4%	33.5%	-1.7%
沪深300	1.9%	11.1%	-10.5%

### 市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	11.48
52周价格区间(元)	6.83-12.44
总市值(百万)	5,843.51
流通市值(百万)	5,807.76
总股本(万股)	50,901.62
流通股本(万股)	50,590.22
日均成交额(百万)	529.50
近一月换手(%)	4.03

### 事件：

2024年4月30日，振华股份发布2024年第一季度报告：公司2024年Q1实现营收9.48亿元，同比+11.51%，环比+0.19%；实现归母净利润0.86亿元，同比-16.13%，环比+4.33%；ROE为3.01%，同比减少0.96个百分点，环比增加0.04个百分点。销售毛利率23.70%，同比减少3.92个百分点，环比增加1.02个百分点；销售净利率9.06%，同比减少2.63个百分点，环比增加0.39个百分点。

### 投资要点：

#### ■ 销量大幅提升，一季度业绩环比改善

2024年Q1，公司实现营收9.48亿元，同比+11.51%，环比+0.19%；实现归母净利润0.86亿元，同比-16.13%，环比+4.33%。公司主要产品铬化学品价格回落，致使2024年Q1毛利率同比减少3.92个百分点至23.70%。具体看，2024年Q1，重铬酸盐均价10348.13元/吨，同比-12.54%；铬的氧化物均价21162.00元/吨，同比-3.41%；铬盐联产产品9539.94元/吨，同比-29.44%。公司秉承市场份额优先的经营策略，在2024年Q1克服了湖北冻雨等极端天气影响，实现铬的氧化物单季出货量同比提升约11%，环比提升约7%，再创历史新高。通过以量补价，公司实现2024年Q1营收9.48亿元，同比+11.51%。展望二季度，据百川盈孚，上游铬矿价格仍缓慢上涨，均价由2024年1月的55元/吨已上涨至4月的63元/吨。成本驱动下，氧化铬绿价格亦有所复苏，据百川盈孚，2024年4月，氧化铬绿均价29668元/吨，较1月上漲668元/吨。随着产品售价上涨，公司盈利能力有望上行。

期间费用方面，2024年Q1公司销售费用为802万元，同比+178万元，环比-61万元；管理费用为862万元，同比+187万元，环比-117万元；财务费用为764万元，同比-191万元，环比-133万元。2024年Q1公司营业外收入51万元，主要系收到政府补助增加所致。

### ■ 铬盐龙头优势稳固，打造全产业链一体化布局

公司是全球最大的铬化学品生产商，2021年收购民丰化工后，形成了湖北黄石和重庆潼南两大生产基地，铬化学品生产规模、技术水平、产品质量、市场占有率持续处于行业领先地位。公司打造铬化学品全产业链一体化经营布局：上游持续强化供应链扩源及核心原材料自营力度，民丰化工铬铁矿分选工程项目已于2023年上半年投用，并计划在适当时机尝试涉足矿山资源；铬盐精深加工产品持续开发，万吨级合金添加剂生产线当前已实现投产，2024年一季度累计出货量达到3,700吨，规模效益开始显现；铬盐联产产品继续拓展；副产物综合利用深入挖潜，10万吨/年起细氢氧化铝扩产建设正在有序推进。公司铬盐行业全产业链的布局正在逐步形成，为一体化发展的战略方向提供了有力保障。

### ■ 维生素K3行业集中度高，近期价格上行有望增厚利润

维生素K3是铬盐联产产品，据新思界网，其下游约72%为饲料，整体需求相对刚性。全球维生素K3产能约为1.3万吨/年，2019年，全球维生素K3产量约为7000吨，开工率约53.8%左右。维生素K3供应较为集中，全球仅包括兄弟科技、振华股份、陆良和平、威尼达、乌拉圭Dirox、土耳其Oxyvit、山东华升等7家企业。其中，兄弟科技和振华股份产量均约为2600吨/年，二者产量合计约占全球总产量的74.3%。近期，受前端原料供应紧张、出口需求增加等影响，维生素K3价格开始上行。据百川盈孚，2024年4月30日，维生素K3市场均价已达85元/公斤，较2023年11月的低点56.5元/公斤大幅增加28.5元/公斤。

### ■ 股票回购持续进行，彰显公司长远发展信心

2024年2月19日，公司发布公告，公司拟以不低于人民币4000万元且不超过人民币8000万元的自有资金回购公司已发行的人民币普通股股票，用于股权激励、员工持股计划、可转债转股。回购计划的实施以及回购总金额的调增，彰显出公司长远发展的信心。同时，回购股份用于员工持股计划或股权激励，将进一步建立和完善公司长期、有效的激励约束机制，充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人员和业务骨干，有效地将公司、股东和员工利益紧密结合在一起，实现公司中长期发展目标。截至2024年3月31日，公司已回购股份178.99万股，成交金额1552.25万元。

### ■ 盈利预测和投资评级

预计公司2024-2026年营业收入分别为45.20、51.58、58.47亿元；归母净利润分别为4.35、5.27、6.05亿元，对应PE分别13、11、10倍。公司为全球铬化学品龙头企业，一体化布局优势凸显，同时铬盐价格上行有望带来利润弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

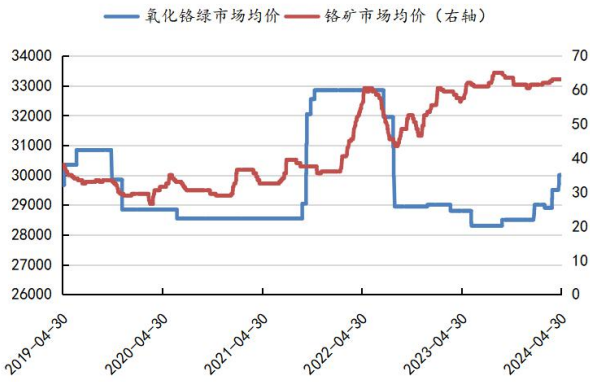
## ■ 风险提示

铬铁矿价格波动风险；下游行业周期性波动风险；安全生产风险；环保政策变化导致的风险；汇率变动风险；行业监管政策变化导致的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3699	4520	5158	5847
增长率(%)	5	22	14	13
归母净利润（百万元）	371	435	527	605
增长率(%)	-11	17	21	15
摊薄每股收益（元）	0.74	0.85	1.03	1.19
ROE(%)	13	14	16	17
P/E	13.77	13.43	11.09	9.65
P/B	1.85	1.86	1.75	1.60
P/S	1.40	1.29	1.13	1.00
EV/EBITDA	8.73	8.55	7.41	6.41

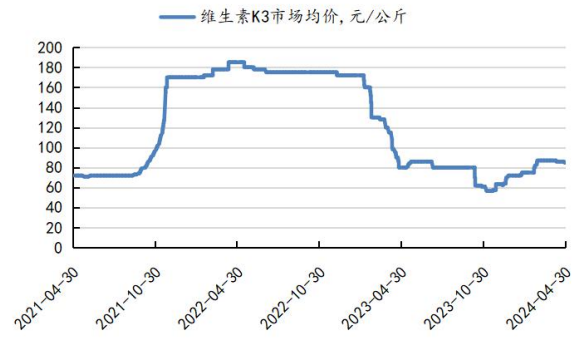
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 铬矿与氧化铬绿价格情况 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

图 2: 维生素 K3 价格情况



资料来源: 百川盈孚, 国海证券研究所

附表：振华股份盈利预测表

证券代码:	603067				股价:	11.48	投资评级:	买入	日期:	2024/04/30
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	13%	14%	16%	17%	EPS	0.74	0.85	1.03	1.19	
毛利率	25%	24%	25%	25%	BVPS	5.51	6.17	6.57	7.17	
期间费率	9%	9%	9%	9%	<b>估值</b>					
销售净利率	10%	10%	10%	10%	P/E	13.77	13.43	11.09	9.65	
<b>成长能力</b>					P/B	1.85	1.86	1.75	1.60	
收入增长率	5%	22%	14%	13%	P/S	1.40	1.29	1.13	1.00	
利润增长率	-11%	17%	21%	15%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.87	0.94	1.01	1.06	营业收入	3699	4520	5158	5847	
应收账款周转率	9.91	9.61	10.43	10.43	营业成本	2790	3419	3887	4391	
存货周转率	5.75	6.27	6.58	7.06	营业税金及附加	31	36	42	48	
<b>偿债能力</b>					销售费用	38	43	50	56	
资产负债率	33%	33%	33%	33%	管理费用	267	330	382	424	
流动比	2.79	2.68	2.68	2.73	财务费用	33	44	54	66	
速动比	1.60	1.65	1.68	1.76	其他费用/(-收入)	115	136	150	170	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	430	504	610	703	
现金及现金等价物	271	357	471	549	营业外净收支	-15	-8	-10	-14	
应收款项	377	476	506	570	利润总额	415	496	600	689	
存货净额	643	721	784	828	所得税费用	42	59	70	81	
其他流动资产	505	674	667	839	净利润	372	437	530	608	
<b>流动资产合计</b>	<b>1795</b>	<b>2227</b>	<b>2428</b>	<b>2785</b>	少数股东损益	2	2	3	3	
固定资产	1737	1819	1873	1911	归属于母公司净利润	371	435	527	605	
在建工程	172	155	155	155	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	540	579	624	666	经营活动现金流	396	489	739	689	
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	371	435	527	605	
<b>资产总计</b>	<b>4249</b>	<b>4785</b>	<b>5085</b>	<b>5521</b>	少数股东损益	2	2	3	3	
短期借款	113	140	143	148	折旧摊销	200	196	212	226	
应付款项	226	352	398	480	公允价值变动	8	10	-20	-10	
合同负债	27	34	39	44	营运资金变动	-239	-194	-30	-186	
其他流动负债	277	305	327	348	投资活动现金流	-274	-306	-318	-317	
<b>流动负债合计</b>	<b>643</b>	<b>832</b>	<b>908</b>	<b>1020</b>	资本支出	-291	-308	-320	-319	
长期借款及应付债券	652	662	677	693	长期投资	14	10	-20	-10	
其他长期负债	86	86	86	86	其他	2	-8	22	12	
<b>长期负债合计</b>	<b>738</b>	<b>748</b>	<b>763</b>	<b>779</b>	筹资活动现金流	-138	13	-7	-5	
<b>负债合计</b>	<b>1381</b>	<b>1580</b>	<b>1671</b>	<b>1799</b>	债务融资	-21	37	18	21	
股本	509	509	509	509	权益融资	24	0	0	0	
股东权益	2868	3205	3414	3722	其它	-141	-24	-25	-26	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4249</b>	<b>4785</b>	<b>5085</b>	<b>5521</b>	现金净增加额	-16	96	94	68	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。



## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。