

振华股份(603067.SH)公司深度报告： 航空航天需求迸发，公司迎来新时代

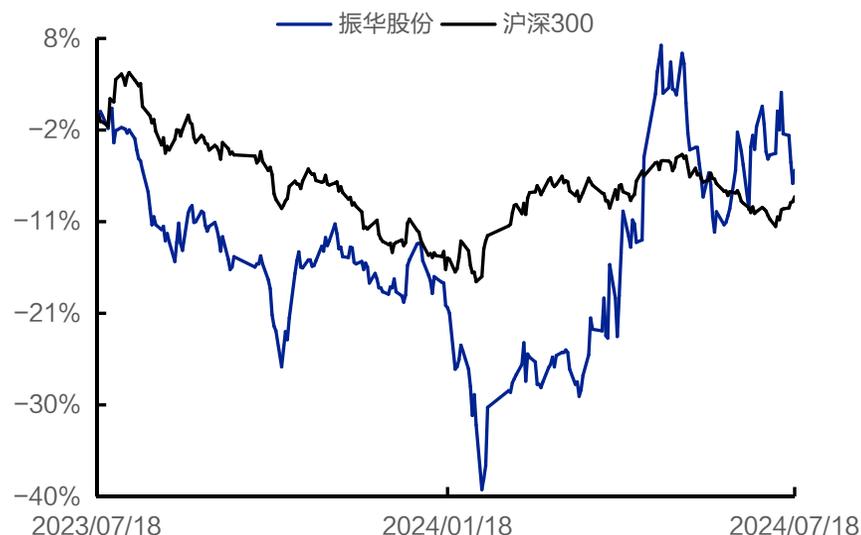
评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)
S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)
S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

陈云(证券分析师)
S0350524070001
cheny17@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
振华股份	-4.1%	10.0%	-6.4%
沪深300	-0.7%	-1.4%	-8.7%

市场数据

2024/07/18

当前价格 (元)	11.12
52周价格区间 (元)	6.83-13.40
总市值 (百万)	5,660.26
流通市值 (百万)	5,659.66
总股本 (万股)	50,901.62
流通股本 (万股)	50,896.22
日均成交额 (百万)	77.67
近一月换手 (%)	2.16

相关报告

《振华股份 (603067) 2024年一季度点评报告：一季度业绩环比改善，铬盐价格上行有望增厚利润 (买入) *化学原料*李永磊，董伯骏》——2024-05-03

◆ 铬盐开启景气周期

航空航天需求迸发。铬盐需求增长驱动力从低速增长的革鞣、轻工电镀、颜料等行业逐渐转向金属铬、高端电镀添加剂等高增长行业，主要的终端应用领域从皮革、房地产切换到航空航天、新能源等领域，迎来需求新时代。航空对应的产业链为铬盐-金属铬-高温合金-航空发动机-商用和军用飞机-航空需求，由于全球航空需求快速增长（尤其是印度）和疫情期间飞机交付受限，全球商业飞机供不应求，空客、波音、中国商飞的订单量都大幅攀升；飞机的短缺又带来飞机维修需求的增长，导致飞机发动机企业订单量大增，再叠加商业航天、军用需求、油气开采等需求的发力，上游高温合金企业的营收也大幅增长；由于高温合金一般含有20%左右的金属铬，金属铬和铬盐需求增长加速。整个航空航天产业链迎来高增长时代，铬盐迎来了新的时代需求，我们预计，至2026年，全球铬盐有望迎来年均5%以上的增速。

铬盐供给扩张受限。2023年，全球铬盐产能约119万吨，我国产能约57万吨，由于铬盐生产过程中的铬渣含有剧毒的六价铬，处理困难，铬盐产能扩张受到严格管控。铬盐竞争格局良好，全球铬盐产能经过多年整合，某一区域仅存一家主导性铬盐企业，国内仅存7家生产企业，产能高于5万吨的仅振华股份、四川银河两家。在铬盐需求攀升的背景下，铬盐环节的供需将持续紧张。

◆ 振华股份具有四大优势：成本低、产品齐、清洁生产、市占率高

1) 2023年，公司单吨重铬酸钠的加工成本是3362元/吨，同比-19.4%，在原材料价格持续上涨的背景下，公司通过技术创新，实现加工成本不断优化，加工成本占营业成本比重从2021年的40%降低至2023年的31%。公司掌握数字化无钙焙烧技术，原料铬矿单耗水平优于同行；2) 公司产品品类齐全，且继续向高纯金属铬、新型高效阻燃材料、新能源长时储能领域扩展。截至2024Q1，1.2万吨金属铬已开始量产，10万吨超细氢氧化铝仍处于建设阶段。公司新产能的投产有望继续增厚业绩。3) 公司已形成了完善的内循环经济运行模式和外部资源综合利用途径，实现清洁化生产，节能减排及资源综合利用优势明显。4) 收购重庆民丰后，公司规模效应突出，2023年，产能约占全国近一半。

◆投资建议：预计公司2024-2026年，营业收入分别为43.86、46.29、51.43亿元，归母净利润分别为5.29、5.85、6.71亿元，对应的PE分别为11、10、8倍，在铬盐景气度提升背景下，公司作为龙头企业优势显著，维持公司“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；行业监管政策变化风险；环保政策变化风险；安全生产风险。

图表：公司业绩拆分

产品	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铬的氧化物 (铬酸酐、氧化铬绿)	营业收入(亿元)	18.78	19.63	22.35	22.51	22.08	22.98
	毛利润(亿元)	5.27	5.52	5.93	6.83	7.17	7.73
	毛利率	28.09%	28.13%	26.52%	30.32%	32.50%	33.62%
	销售量(万吨)	10.28	8.87	10.63	10.33	10.70	11.35
	单吨毛利润(元/吨)	5129.47	6226.61	5577.23	6606.04	6706.04	6806.04
铬盐联产产品 (维生素K3、碱式硫酸铬)	营业收入(亿元)	2.75	4.33	3.66	4.68	4.87	5.26
	毛利润(亿元)	0.43	1.83	0.88	1.36	1.36	1.47
	毛利率	15.47%	42.14%	24.17%	29.00%	28.00%	28.00%
	销售量(万吨)	2.85	2.74	3.21	3.47	3.74	4.04
	单吨毛利润(元/吨)	1494.74	6666.79	2754.52	3915.00	3640.00	3640.00
重铬酸盐	营业收入(亿元)	3.49	2.98	2.56	2.79	2.77	2.85
	毛利润(亿元)	1.00	0.91	0.58	0.74	0.79	0.84
	毛利率	28.77%	30.44%	22.64%	26.57%	28.54%	29.59%
	销售量(万吨)	3.75	2.54	2.56	2.69	2.82	2.96
	单吨毛利润(元/吨)	2666.90	3560.43	2264.06	2753.97	2801.59	2849.21
超细氢氧化铝	营业收入(亿元)	0.81	1.28	1.51	1.85	2.16	2.52
	毛利润(亿元)	0.20	0.40	0.56	0.57	0.65	0.76
	毛利率	24.58%	31.08%	37.31%	31.00%	30.00%	30.00%
	销售量(万吨)	2.39	3.18	3.86	5.00	6.00	7.00
	单吨毛利润(元/吨)	834.73	1254.72	1462.44	1147.00	1080.00	1080.00
金属铬	营业收入(亿元)				4.60	6.38	9.12
	毛利润(亿元)				1.47	2.04	2.92
	毛利率				32.00%	32.00%	32.00%
	销售量(万吨)				0.80	1.00	1.20
	单吨毛利润(元/吨)				18407.08	20416.00	24320.00
合计营业收入(亿元)		29.93	35.34	36.99	43.86	46.29	51.43
合计毛利润(亿元)		7.47	9.57	9.09	11.84	12.95	14.71
合计毛利率		24.96%	27.07%	24.58%	26.99%	27.97%	28.61%
归母净利润(亿元)		3.11	4.17	3.71	5.29	5.85	6.71

资料来源：Wind，国海证券研究所

- ◆ 公司为铬化学品龙头企业
- ◆ 铬盐开启景气周期
- ◆ 老树开新花，需求再迸发
- ◆ 产能难扩张，格局再优化
- ◆ 公司竞争力强
- ◆ 公司评级及风险提示

- ◆ 湖北振华化学股份有限公司是目前全球规模最大、品种最全的铬化学品和维生素 K3 生产企业，也是国内唯一一家以铬化学品为主营业务的上市公司。公司主要从事铬盐系列产品、维生素K3、超细氢氧化铝的研发、制造与销售，致力于铬资源无钙焙烧高效清洁转化与铬渣综合利用技术开发及应用。

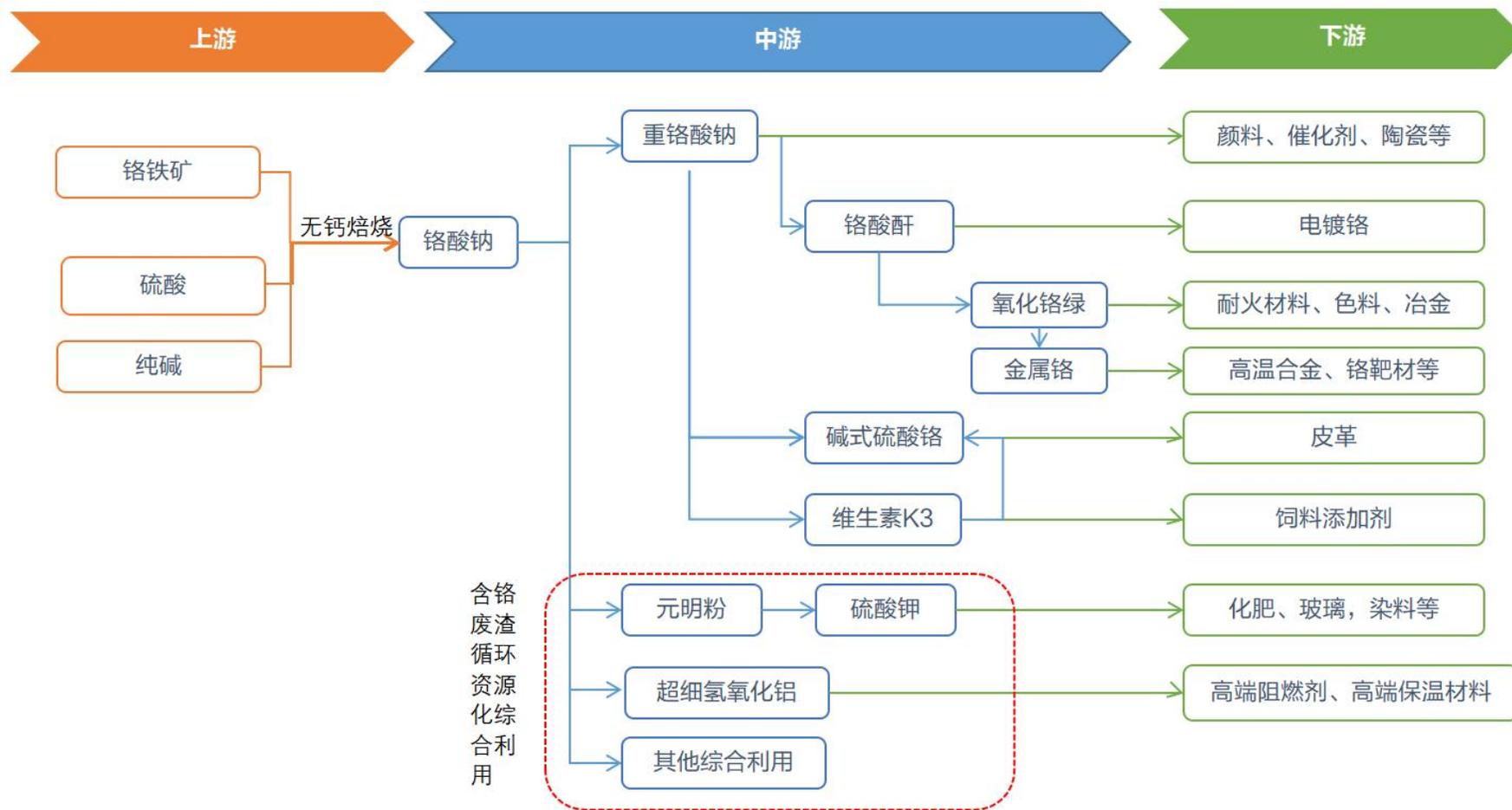
图表：公司发展历程



资料来源：公司官网，国海证券研究所

◆ 秉承“铬化学品全产业链一体化经营”战略，公司铬化学品产业链已初步实现了“矿-盐-金属”的端到端全序列覆盖。

图表：公司主营产品产业链



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

公司铬盐产量合计达24.5万吨/年

- ◆ 公司拥有湖北黄石和重庆潼南两大生产基地，以及“民众”、“楚高”两大业内著名品牌。2023年，铬盐产量合计达24.5万吨/年。

图表：公司产能情况（截至2023年）

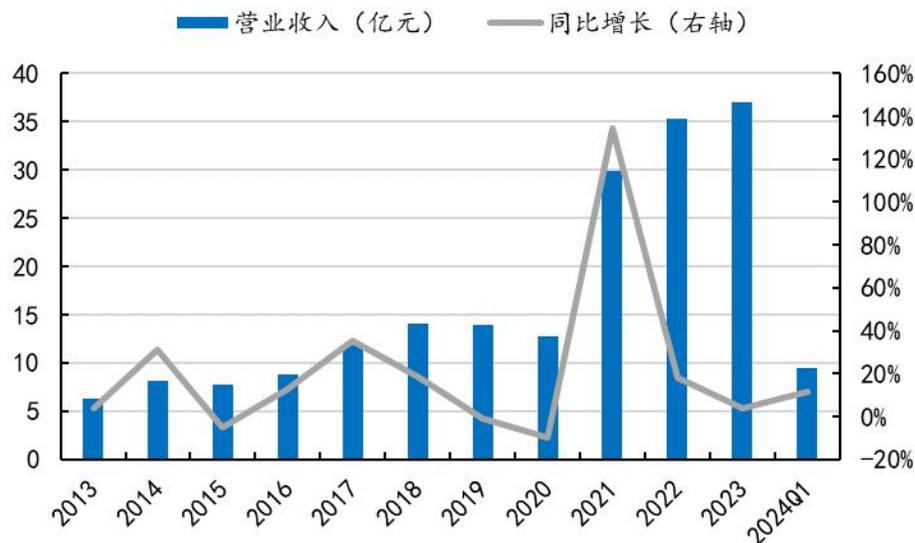
分类	产品	现有产能	在建产能	备注
原材料	铬铁矿分选	18万吨		
	硫酸	30万吨		满足重庆民丰基地全年硫酸自用需求，富余产品对外销售
铬盐	铬盐	24.5万吨（产量）		2023年，折重铬酸钠产量24.5万吨
	三氯化铬	6000吨		系铁铬液流储能电池负极电解质溶液
其他	五氧化二钒	1000吨（产量）		以五氧化二钒计
	V K3	2600吨（产量）		
	金属铬	1.2万吨		
含铬废渣循环资源化综合利用项目	超细氢氧化铝	5万吨	10万吨	
	硫酸钾	6万吨		目前湖北及周边区域对硫酸钾的年需求量稳定在 50 万吨以上，且主要由外省供给。
	元明粉 无水硫酸钠			几乎全部向境外销售

资料来源：公司公告，Wind，国海证券研究所

公司完成并购后业绩大幅提升

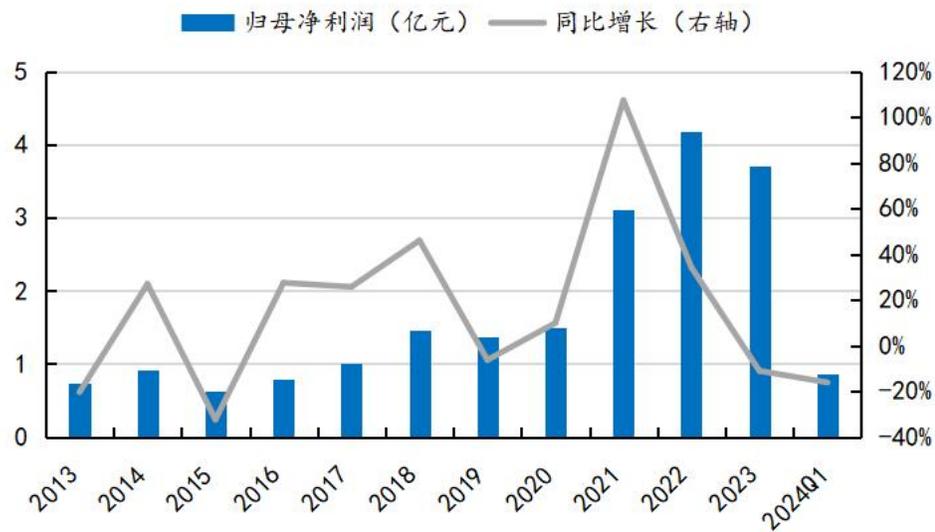
- ◆ 2013-2020年，公司业绩稳步提升，营业收入由6.25亿元增至12.78亿元，归母净利润由0.73亿元增至1.50亿元，CAGR分别为10.76%、10.84%。2021年，在完成对国内第二大铬化工品企业重庆民丰的并购重整后，公司规模迈上新台阶，营收及业绩均实现翻倍。2023年，公司秉承市场份额优先的阶段性经营策略，主营产品的产销量均创历史新高，实现营业收入36.99亿元，同比+4.06%；归母净利润3.71亿元，同比-11.07%。2024Q1，伴随市场份额优先策略的继续实施，及新产能进入量产阶段，公司实现营业收入9.48亿元，环比+0.19%；实现归母净利润0.86亿元，环比+4.33%。

图表：2013-2024Q1，公司营业收入



资料来源：iFinD，国海证券研究所

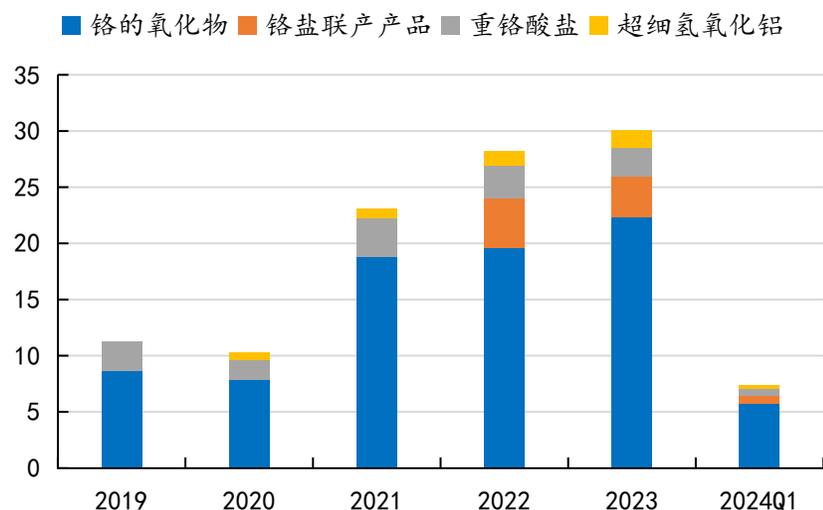
图表：2013-2024Q1，公司归母净利润



资料来源：iFinD，国海证券研究所

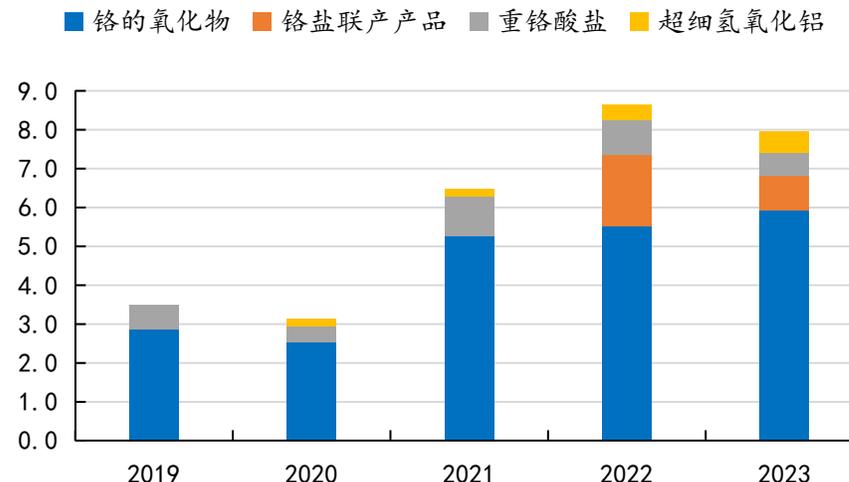
- ◆ 分产品看，铬的氧化物贡献公司主要收入和利润。2024年一季度，公司铬的氧化物、铬盐联产产品、重铬酸盐、超细氢氧化铝分别实现营业收入5.76、0.71、0.58、0.33亿元，同比分别+6.9%、-23.6%、+11.2%、+31.1%，占总营收60.8%、7.5%、6.1%、3.5%。

图表：振华股份分产品营收（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所
注：2019-2021年未公布铬盐联产产品口径收入

图表：振华股份分产品毛利润（亿元）

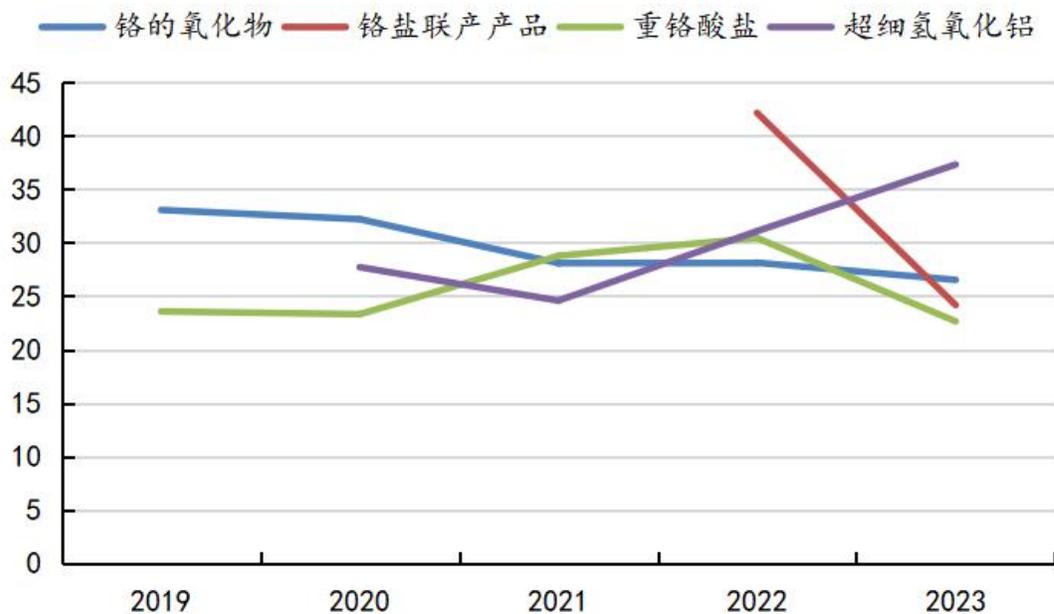


资料来源：Wind，国海证券研究所
注：2019-2021年未公布铬盐联产产品口径毛利润

铬的氧化物盈利能力相对稳定

- ◆ 尽管2022年起上游铬矿价格持续上涨，但公司通过不断优化加工成本，实现主营产品铬的氧化物毛利率相对稳定。2023年，该板块毛利率为26.52%，同比-1.61pct。铬盐联产产品主要为维生素K3，2022年由于上游原料短缺及厂家开工率不高等因素，维生素K3价格大幅上涨，2023年因价格回落导致毛利率下降17.97pct至24.17%。超细氢氧化铝因规模效应提升，2023年，毛利率增加6.23pct至37.31%。

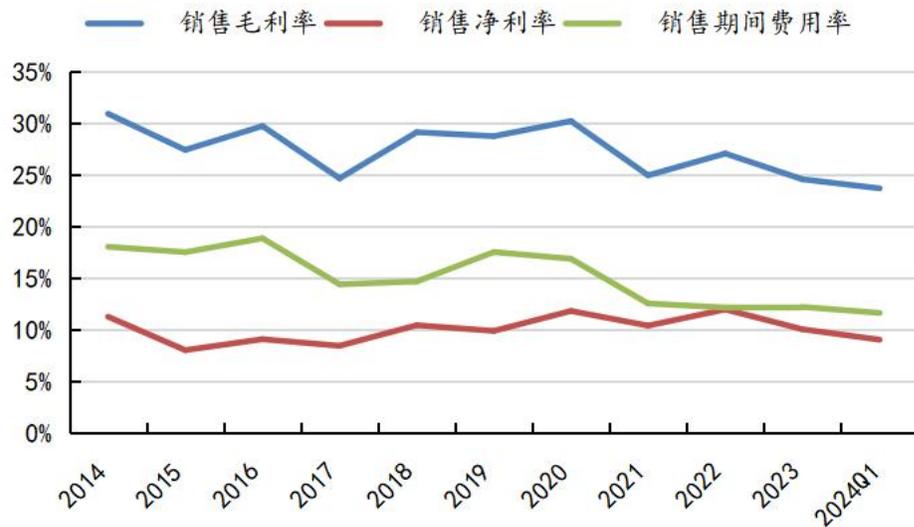
图表：振华股份分产品毛利率（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所
注：2019-2021年未公布铬盐联产产品口径毛利润

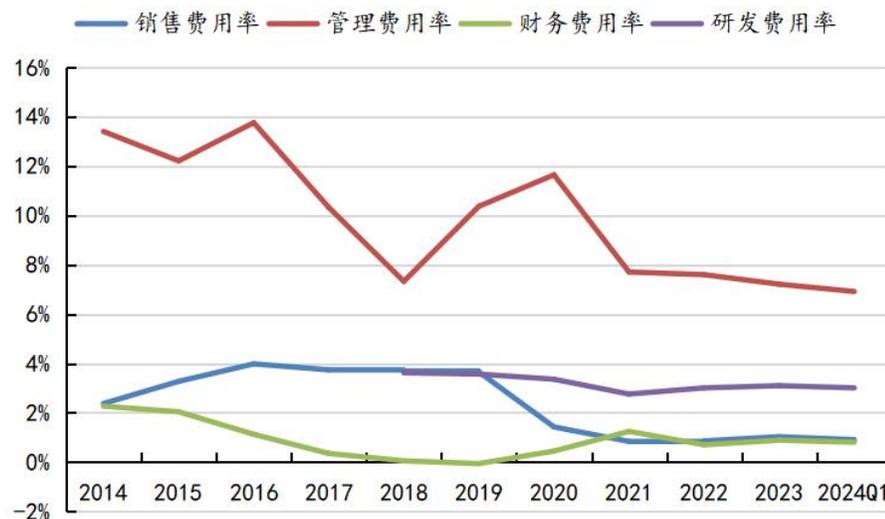
- ◆ 公司盈利能力稳定，2021年至2023年期间，因疫情影响，毛利率略有下滑。2021年，公司完成并购整合后，期间费率优化，净利率整体相对平稳。2024Q1，公司毛利率为23.70%，净利率9.06%，期间费用率继续优化至11.65%。

图表：公司净利率相对稳定



资料来源：Wind，国海证券研究所

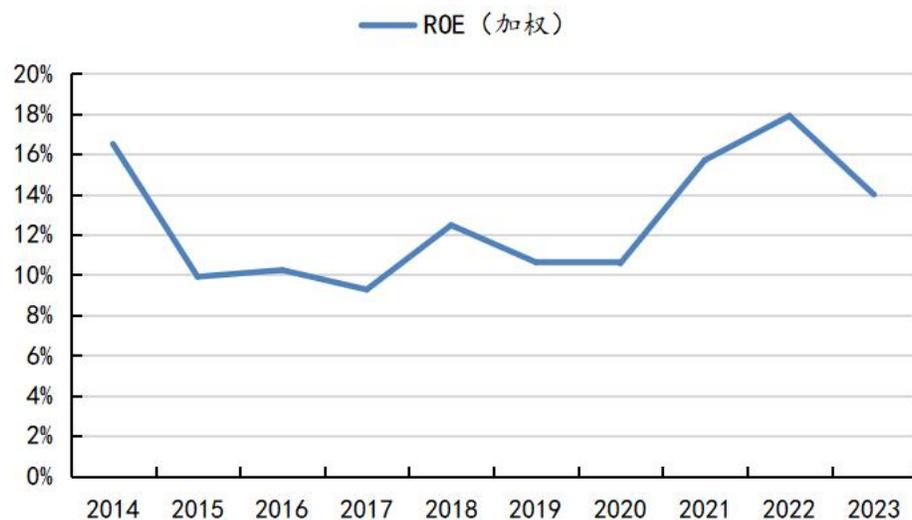
图表：公司期间费用优化



资料来源：Wind，国海证券研究所

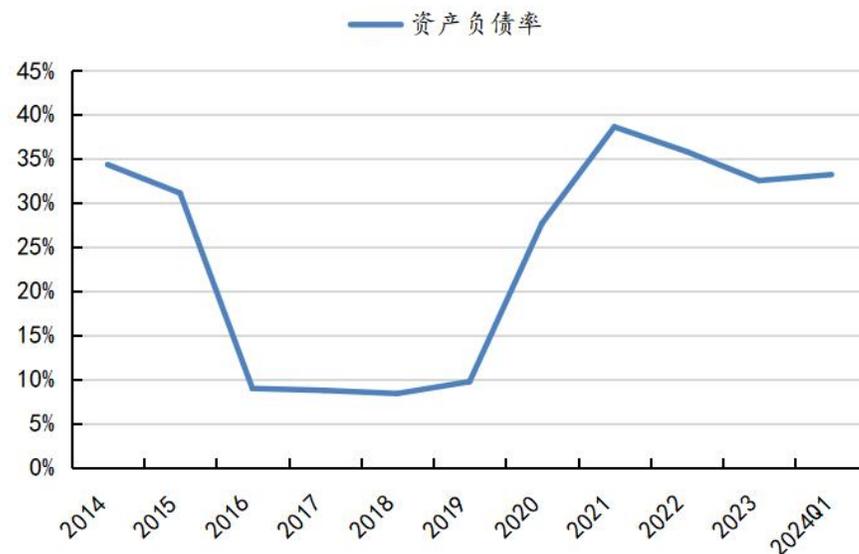
- ◆ 公司在2021年与重庆民丰完成并购重组后，ROE相对2020年大幅提升5.13pct至15.69%，2023年为13.98%，同比下降3.91pct。公司资产负债率整体稳定可控，2024Q1为33.19%。

图表：ROE



资料来源：Wind，国海证券研究所

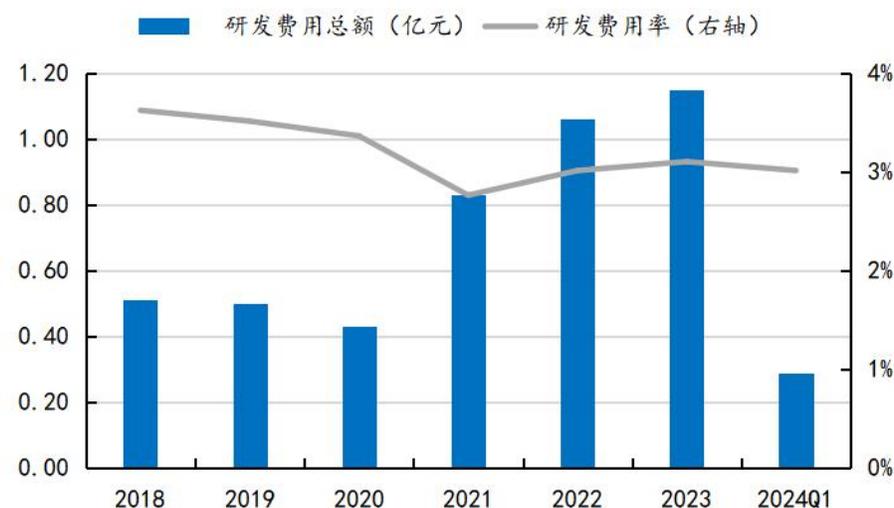
图表：资产负债率



资料来源：Wind，国海证券研究所

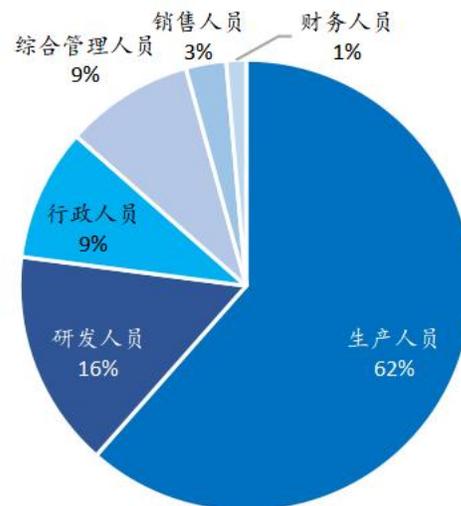
◆ 公司围绕铬化学品产业链，持续加大研发投入，2023年研发费用总额达1.15亿元，同比+8.49%。

图表：振华股份研发费用及费用率



资料来源：iFinD，国海证券研究所

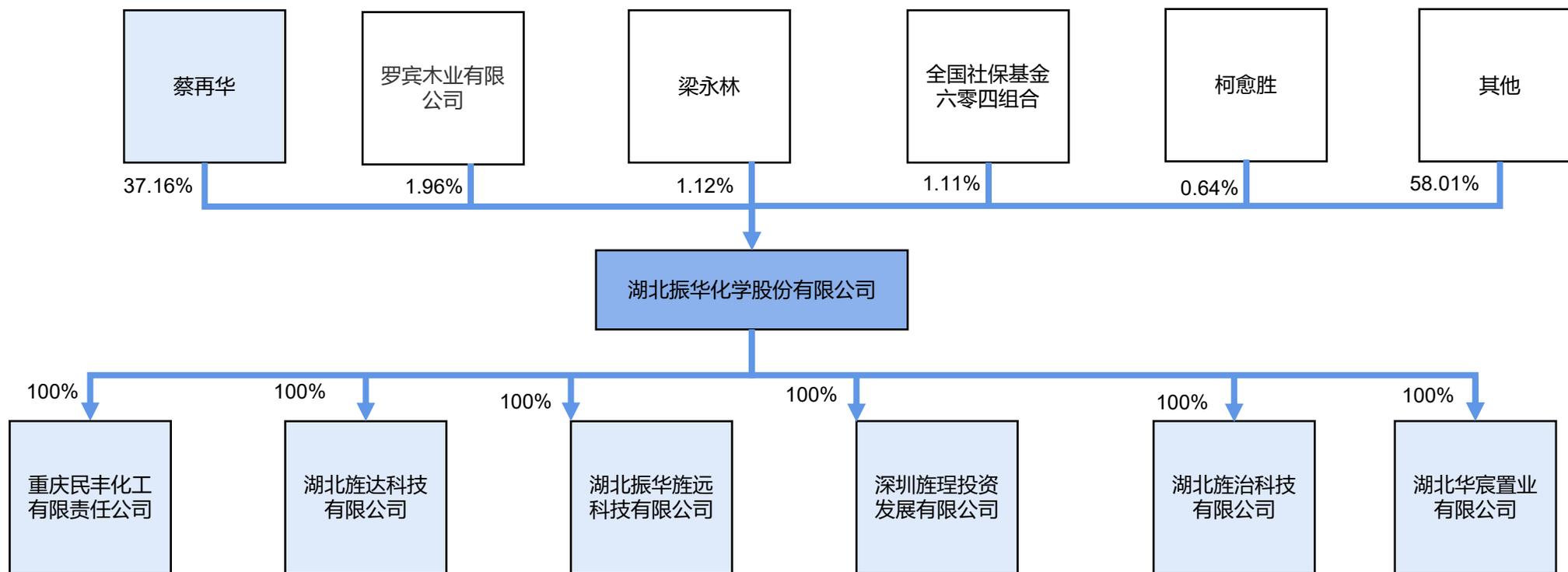
图表：2023年，公司研发人员约占16%



资料来源：iFinD，国海证券研究所

- ◆ 公司股权结构清晰，且股权相对集中，蔡再华先生为公司控股股东及实际控制人，截至2024年一季报，持有公司37.16%的股权，总经理柯愈胜持有公司0.64%的股权。

图表：股权结构图（截至2024年4月30日）

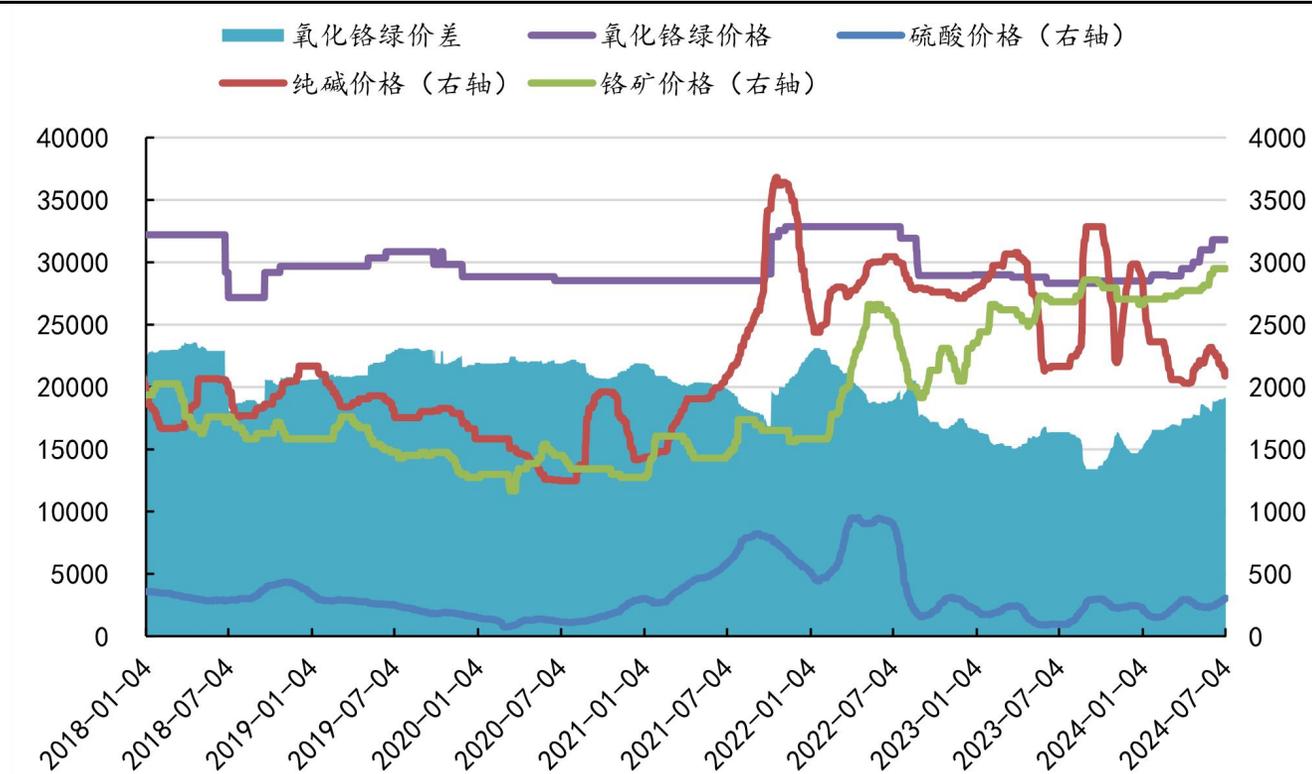


资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

- ◆ 公司为铬化学品龙头企业
- ◆ 铬盐开启景气周期
- ◆ 老树开新花，需求再迸发
- ◆ 产能难扩张，格局再优化
- ◆ 公司竞争力强
- ◆ 公司评级及风险提示

- ◆ 铬盐供给端竞争格局优异，产能集中且新增产能受限。在成本端铬矿价格持续高位，以及需求端，金属铬、新能源及电镀铬等需求提升的背景下，铬盐产品价格及价差提升。以氧化铬绿为例，2024年6月，氧化铬绿平均价格及价差分别为31757元/吨、18888元/吨，较2023年12月分别上涨3257元/吨、4100元/吨。

图表：2018-2024年7月，氧化铬绿价格及价差（元/吨）

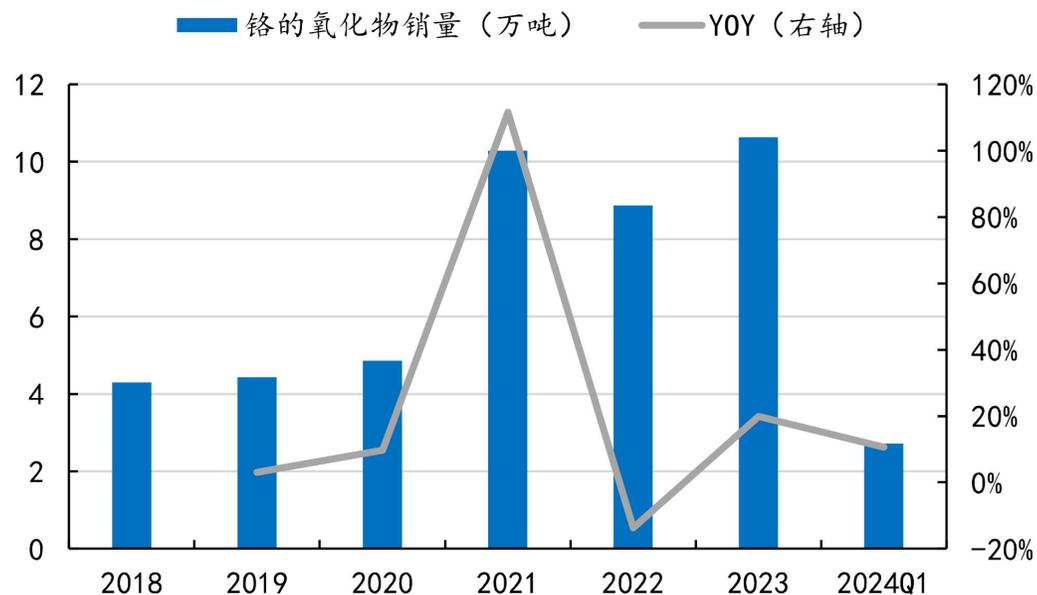


资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

2024Q1，企业铬盐销量提升

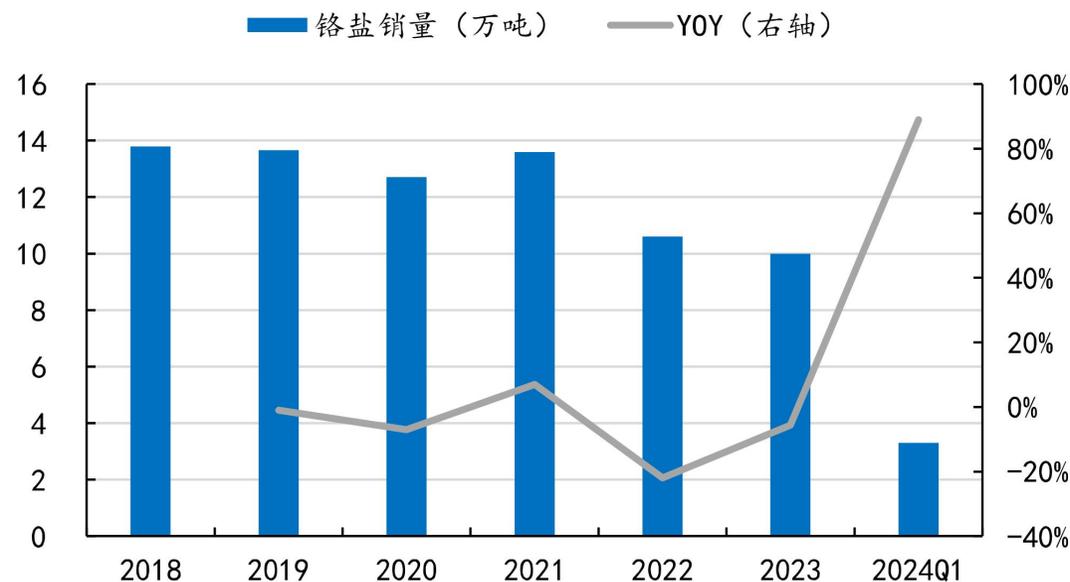
- ◆ 在下游需求拉动下，2024Q1，振华股份实现铬的氧化物销售2.7万吨，同比+11%。海外方面，以土耳其的铬盐巨头金山集团为例，其铬盐销量自2022年起持续下滑，但2024Q1大幅转正，销售铬盐3.3万吨，同比+89%。

图表：振华股份铬的氧化物销量



资料来源：振华股份公告，国海证券研究所

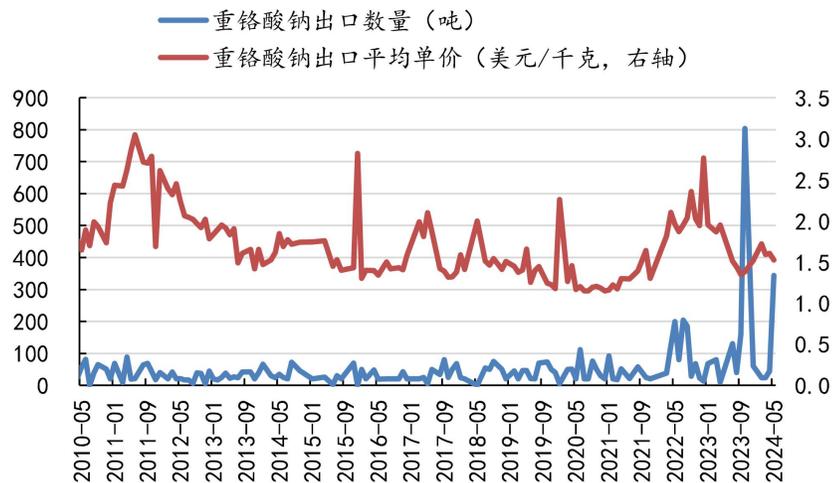
图表：土耳其金山集团铬盐销量



资料来源：金山集团官网，国海证券研究所

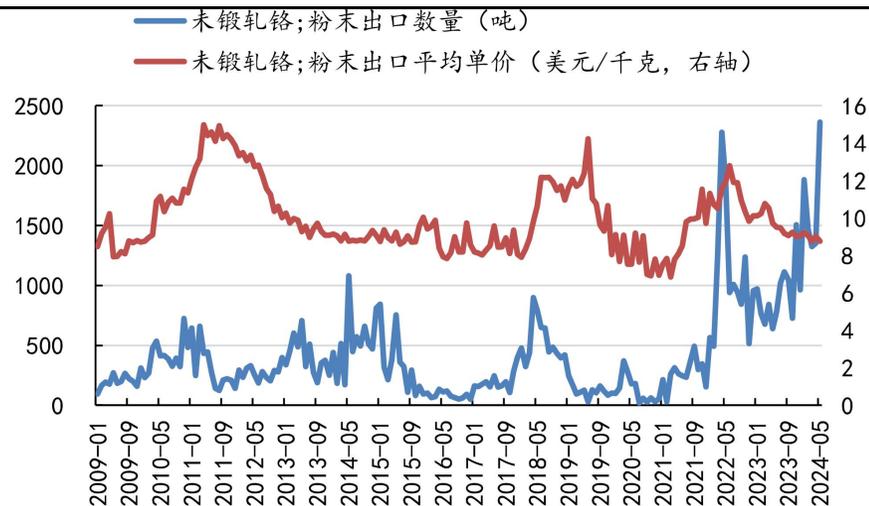
铬盐出口数量明显提升

图表：重铬酸钠出口数量及单价



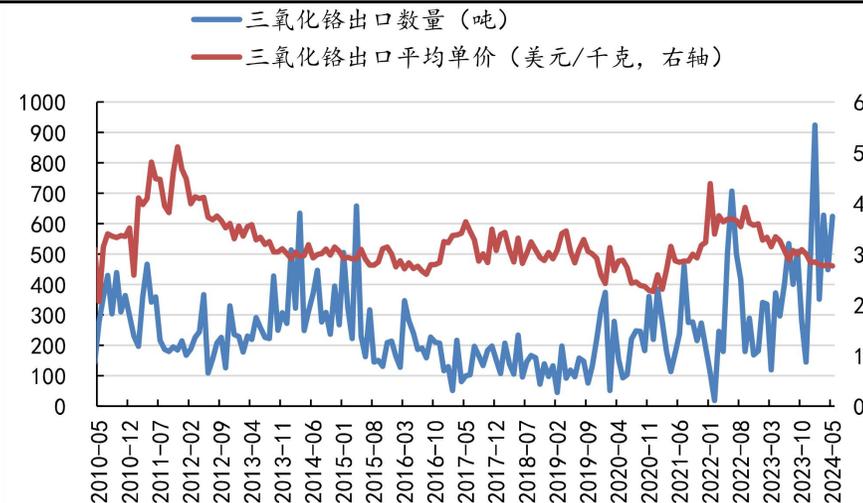
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：未锻轧铬;粉末出口数量及单价



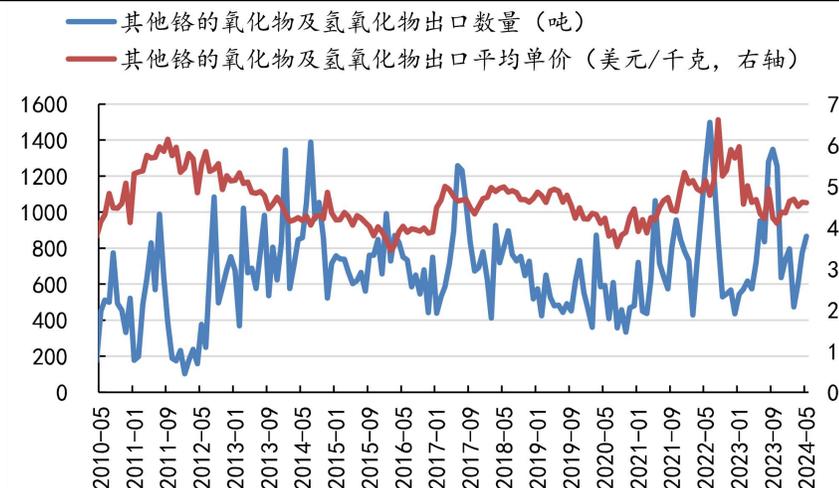
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：三氧化铬出口数量及单价



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：其他铬的氧化物及氢氧化物出口数量及单价

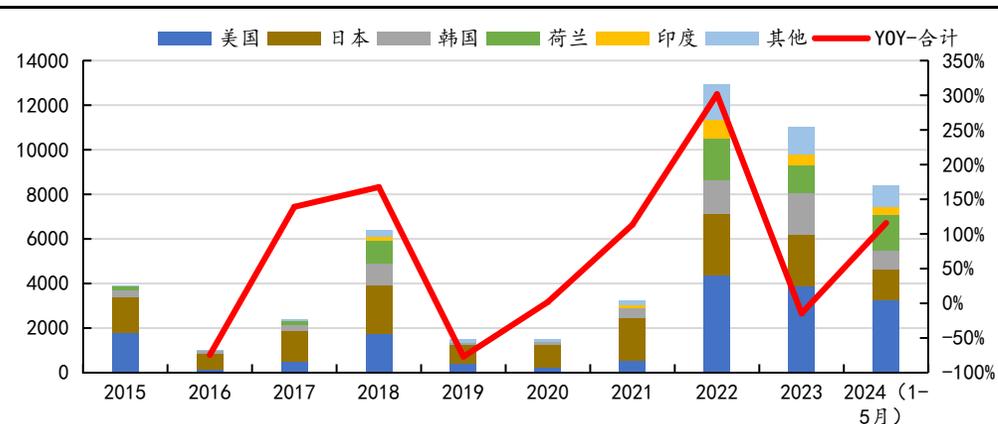


资料来源：Wind，国海证券研究所

2024年我国铬化学品出口数量同比提升

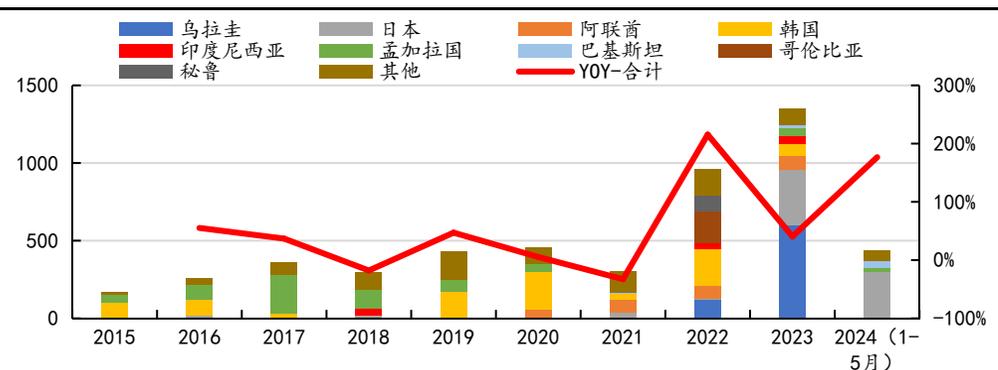
- ◆ 中国未锻轧铬粉末的出口数量在2024年1-5月份再次大幅增长，主要是由美国和荷兰拉动，我们认为，美国和荷兰从中国进口量大幅增长的主要原因是下游需求的增长，而非来自于替代俄罗斯的需求，与2022年的增长动力不同。
- ◆ 2024年1-5月，中国重铬酸钠和三氧化铬的出口量，分别受日本和新西兰、巴西的需求拉动，也开始大幅增长。
- ◆ 2024年1-5月，中国其他铬的氧化物和氢氧化物出口量，受巴西需求拉动，同比增长61%。

图表：中国未锻轧铬;粉末年度出口数量及出口国（吨）



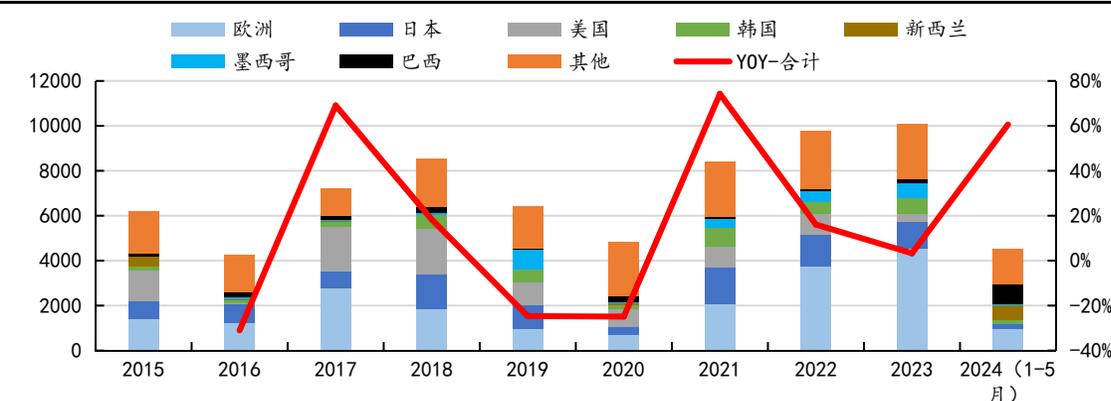
资料来源：海关总署，国海证券研究所

图表：中国重铬酸钠年度出口数量及出口国（吨）



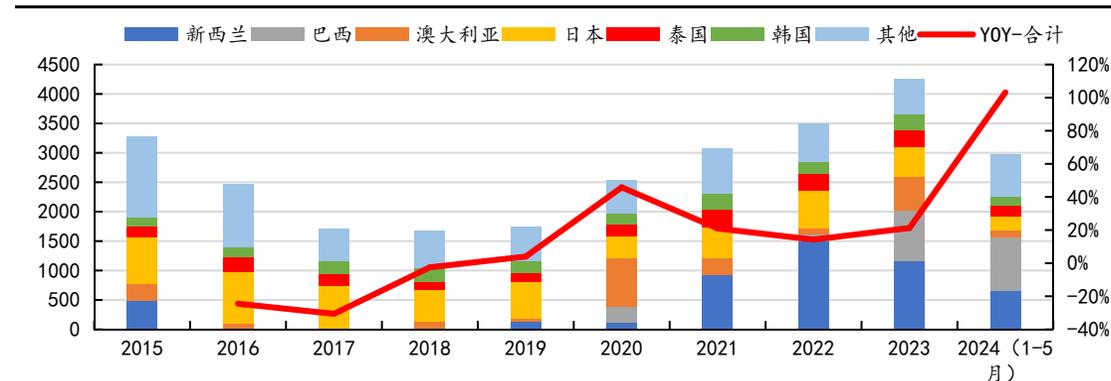
资料来源：海关总署，国海证券研究所

图表：中国其他铬的氧化物及氢氧化物年度出口数量及出口国（吨）



资料来源：海关总署，国海证券研究所

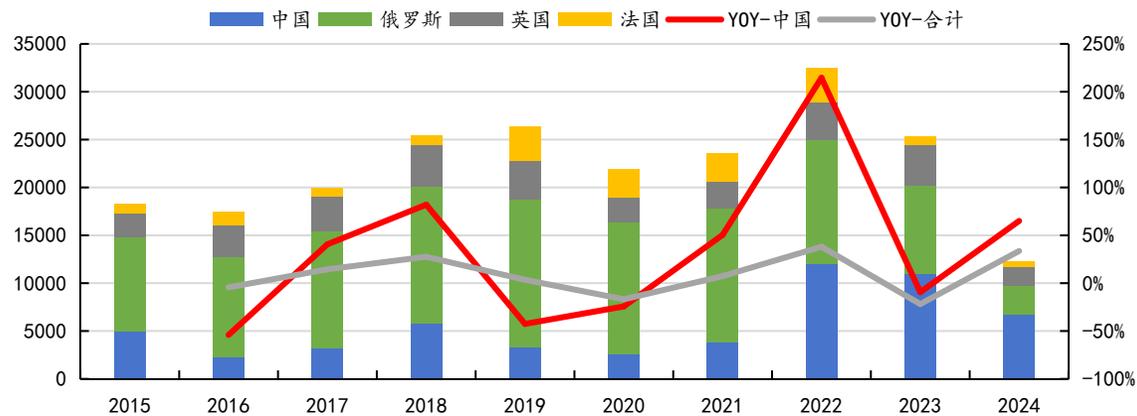
图表：中国三氧化铬年度出口数量及出口国（吨）



资料来源：海关总署，国海证券研究所

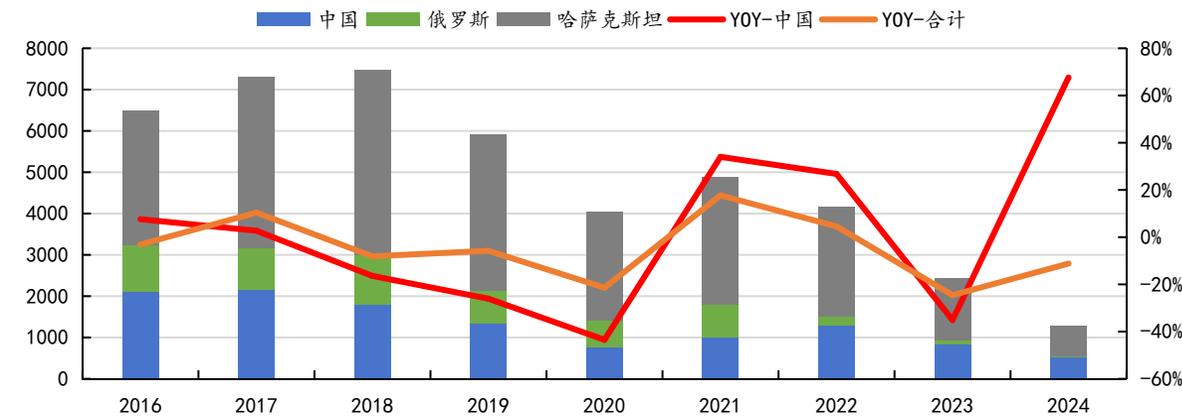
欧美日韩2024年铬粉和重铬酸钠需求同比大幅提升，中国、哈萨克、南非供应增加

图表：欧+美+日+韩未锻轧铬;粉末进口量及来源地（吨）



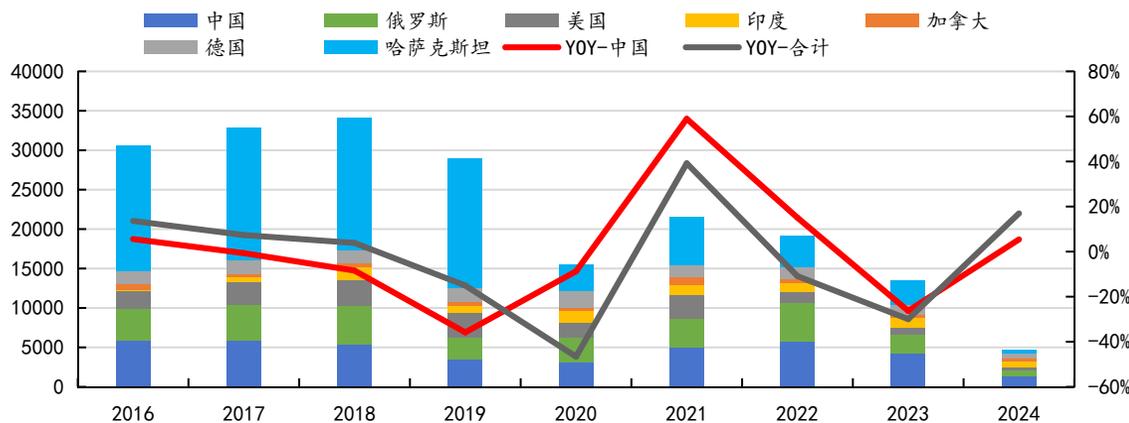
资料来源：美国国际贸易委员会，欧盟统计局，各国海关，国海证券研究所

图表：欧+美+日+韩三氧化铬进口量及来源地（吨）



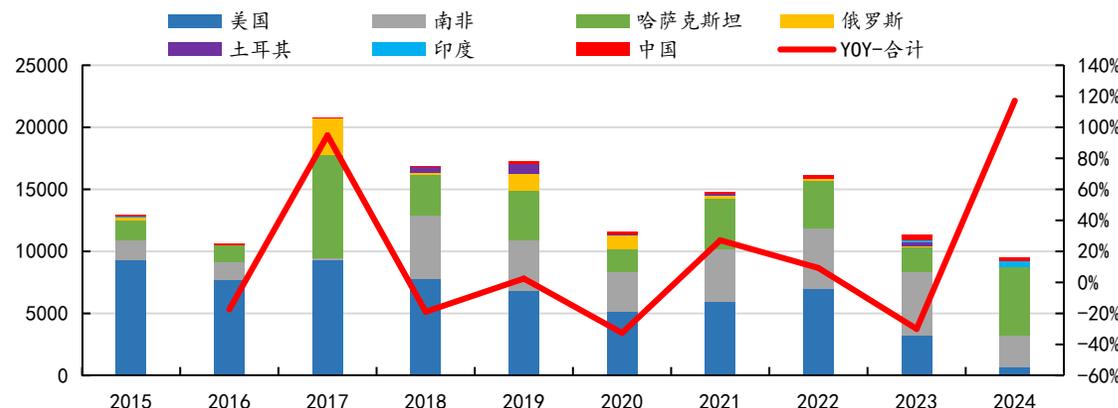
资料来源：美国国际贸易委员会，欧盟统计局，各国海关，国海证券研究所

图表：欧+美+日+韩其他铬氧化物进口量及来源地（吨）



资料来源：美国国际贸易委员会，欧盟统计局，各国海关，国海证券研究所

图表：欧+美+日+韩重铬酸钠进口量及来源地（吨）

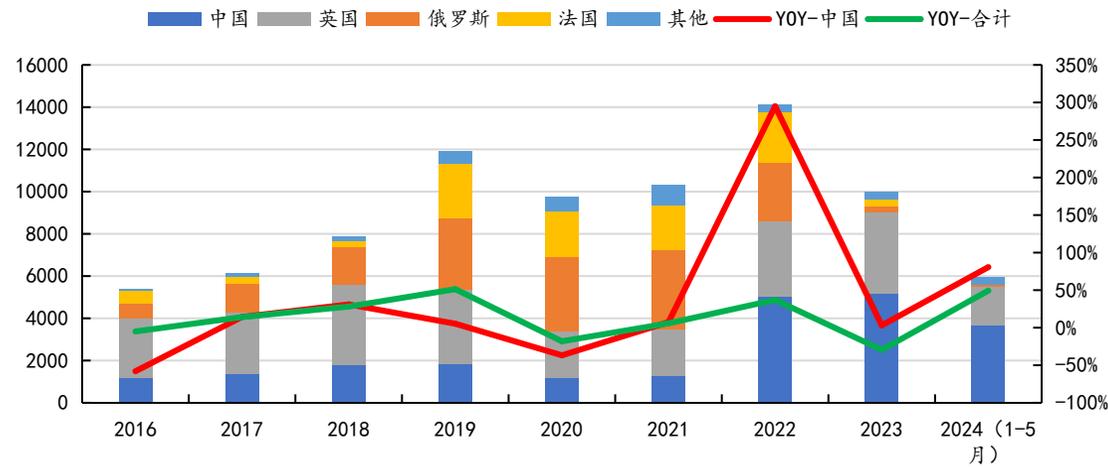


资料来源：美国国际贸易委员会，欧盟统计局，各国海关，国海证券研究所

注：本页中2024年数据，欧、美、日、韩分别统计截止至3月、5月、5月、6月。

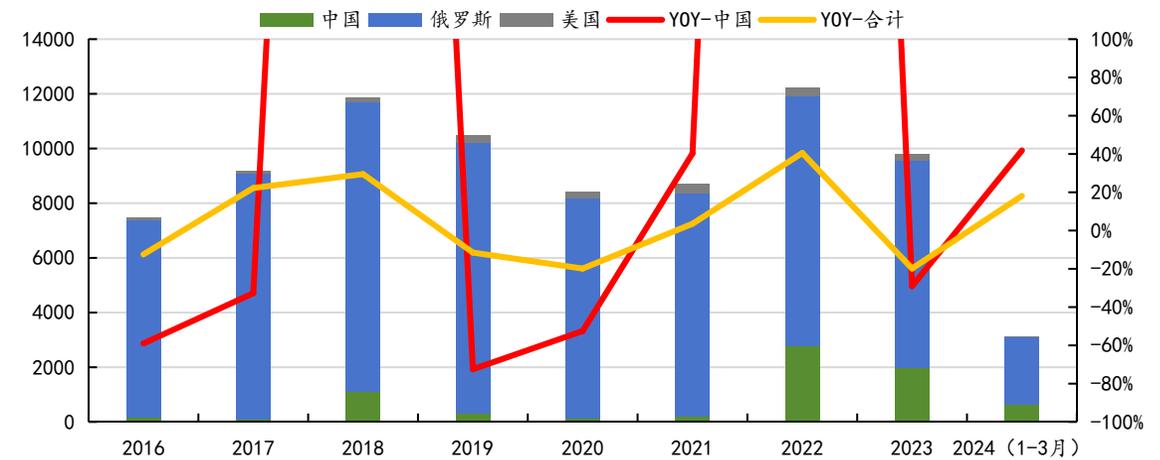
铬粉：主要国家2024年进口数量明显提升，中国是主要增长来源地

图表：美国未锻轧铬;粉末进口数量及来源地（吨）



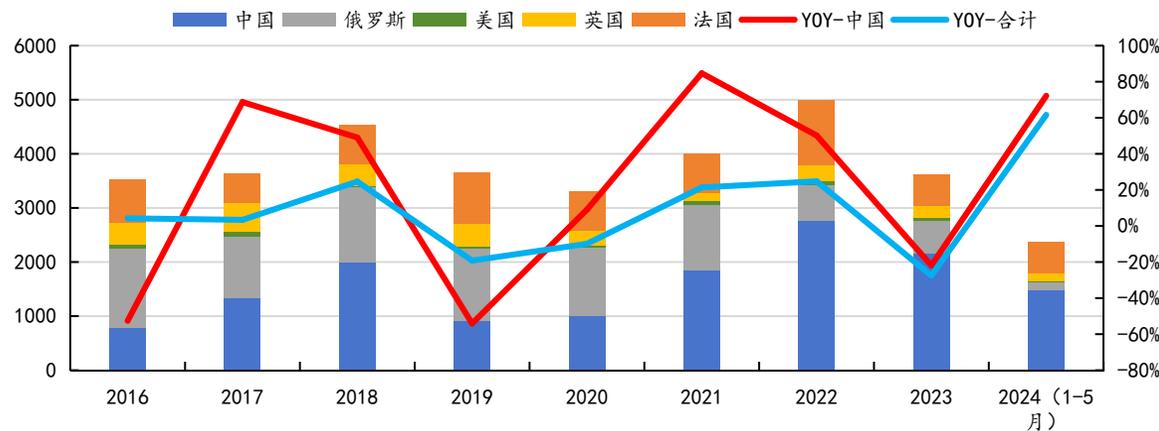
资料来源：美国国际贸易委员会，国海证券研究所

图表：欧盟未锻轧铬;粉末进口数量及来源地（吨）



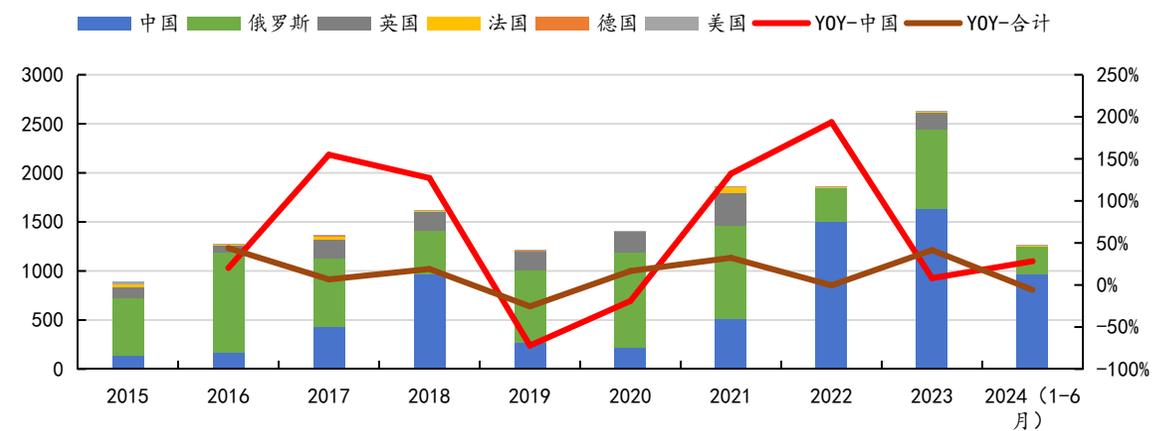
资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所（注：2018、2022年YOY-中国超过1000%，图中未显示）

图表：日本未锻轧铬;粉末进口数量及来源地（吨）



资料来源：日本海关，国海证券研究所

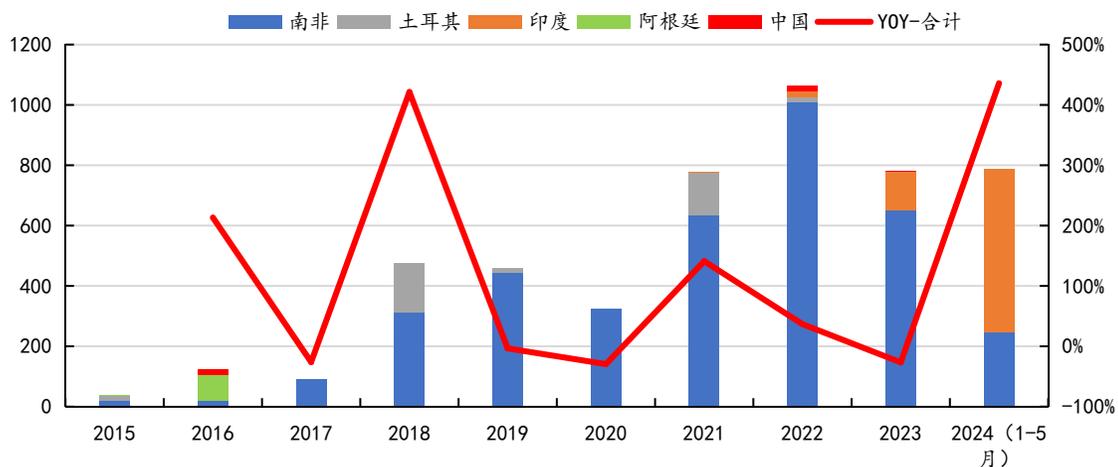
图表：韩国未锻轧铬;粉末进口数量及来源地（吨）



资料来源：韩国海关，国海证券研究所

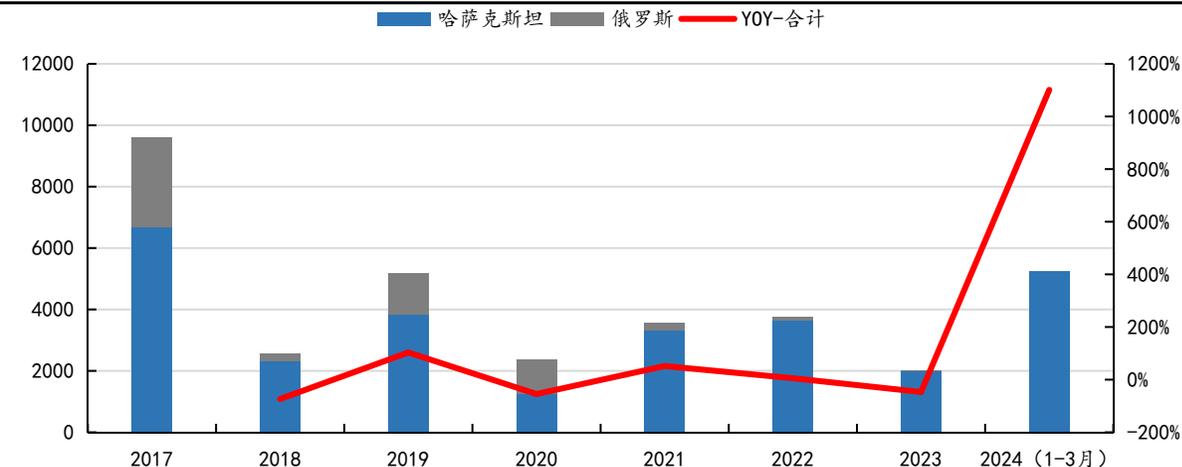
重铬酸钠：2024年欧美韩进口数量同比大幅增加，增量主要来自于哈萨克和印度

图表：美国重铬酸钠进口数量及来源地（吨）



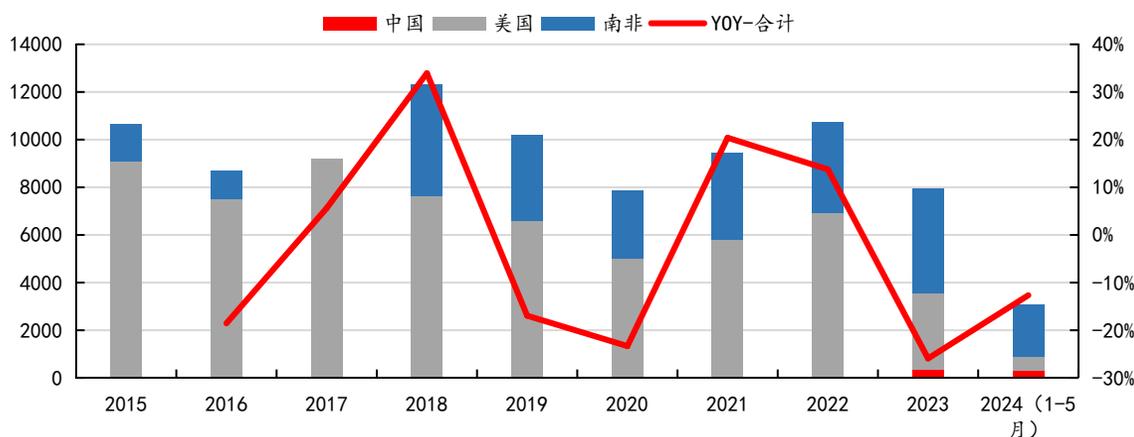
资料来源：美国国际贸易委员会，国海证券研究所

图表：欧盟重铬酸钠进口数量及来源地（吨）



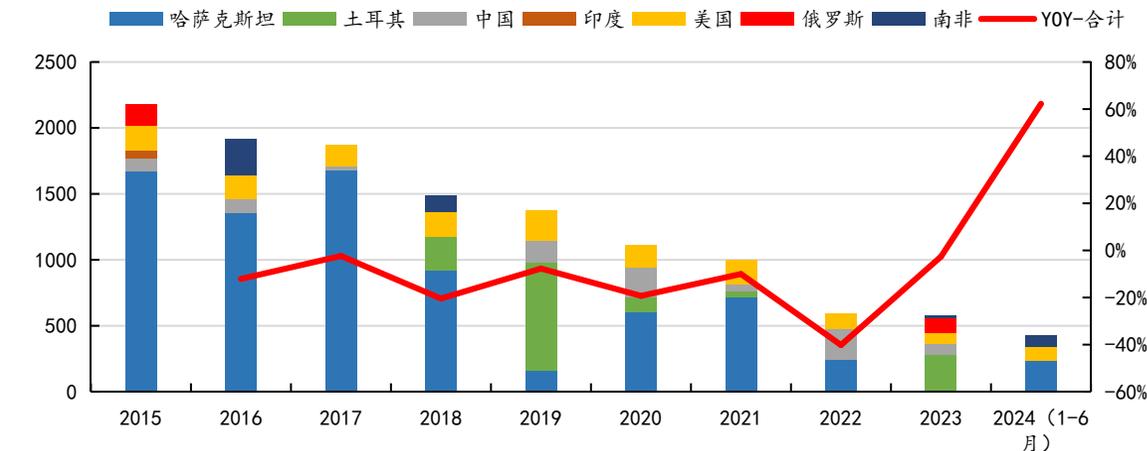
资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

图表：日本重铬酸钠进口数量及来源地（吨）



资料来源：日本海关，国海证券研究所

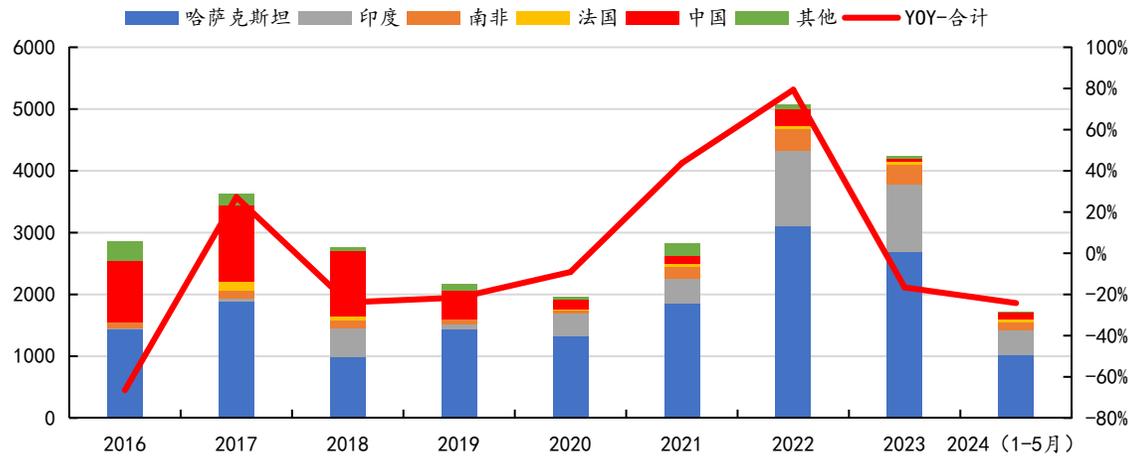
图表：韩国重铬酸钠进口数量及来源地（吨）



资料来源：韩国海关，国海证券研究所

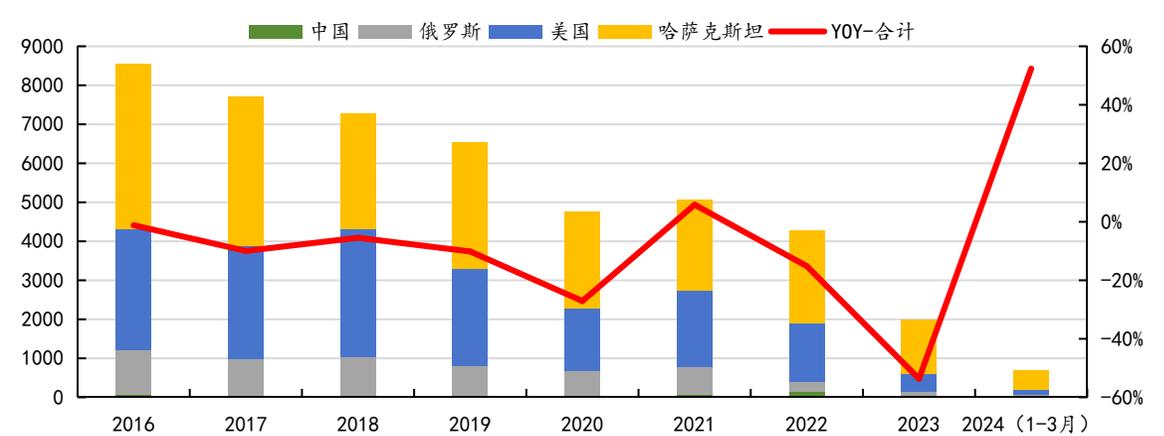
三氧化铬：2024年前几月欧盟进口量大增，美日韩小幅回落

图表：美国三氧化铬进口数量及来源地（吨）



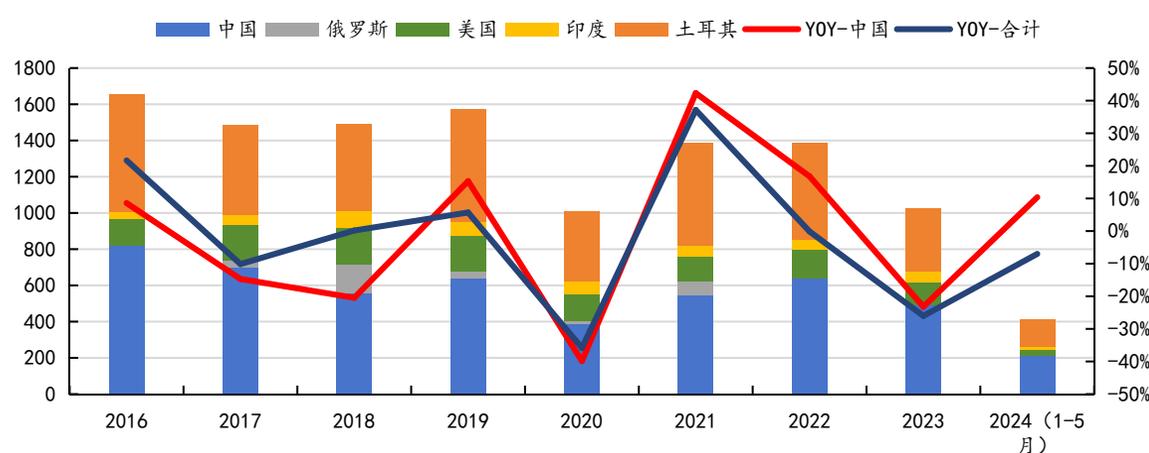
资料来源：美国国际贸易委员会，国海证券研究所

图表：欧盟三氧化铬进口数量及来源地（吨）



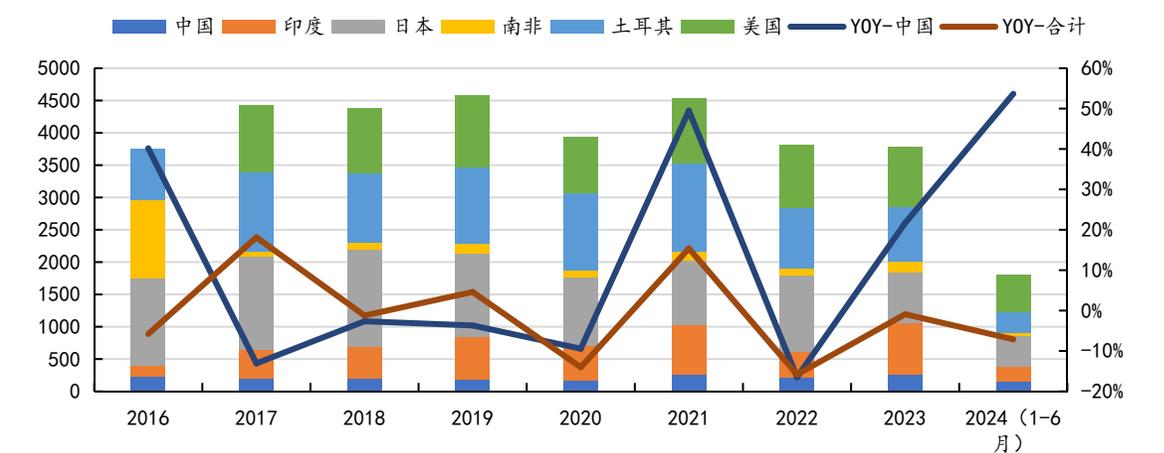
资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

图表：日本三氧化铬进口数量及来源地（吨）



资料来源：日本海关，国海证券研究所

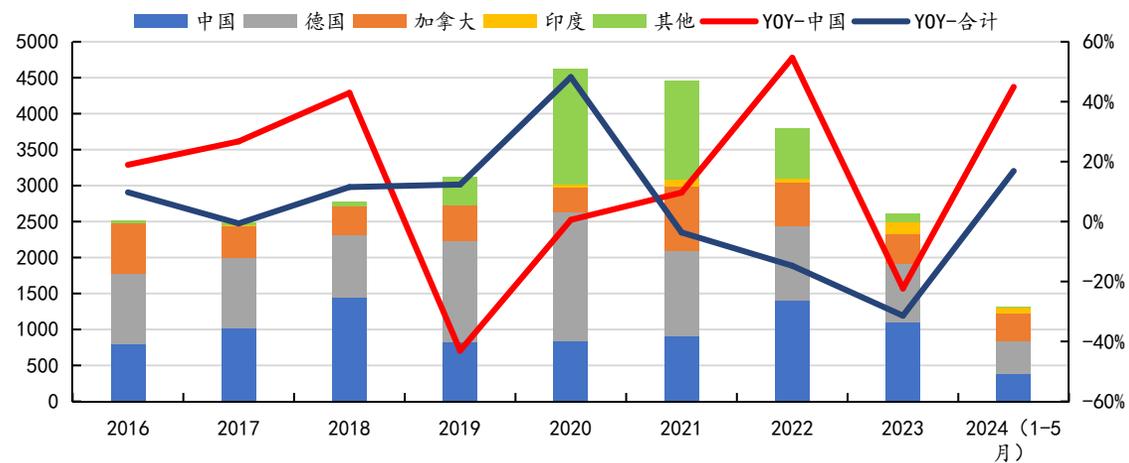
图表：韩国三氧化铬进口数量及来源地（吨）



资料来源：韩国海关，国海证券研究所

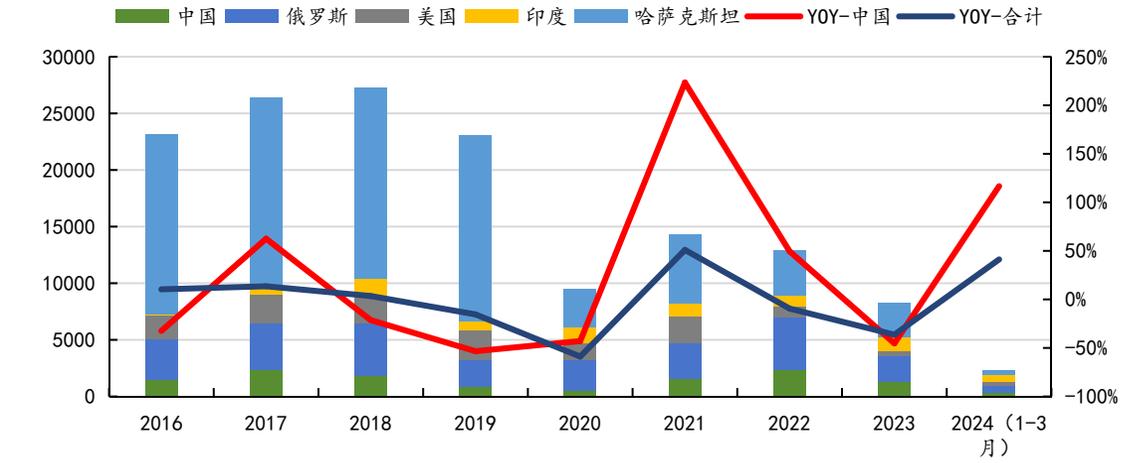
其他铬氧化物：2024年前几月欧美日进口数量同比增加，增量主要来自于中国

图表：美国其他铬氧化物进口数量及来源地（吨）



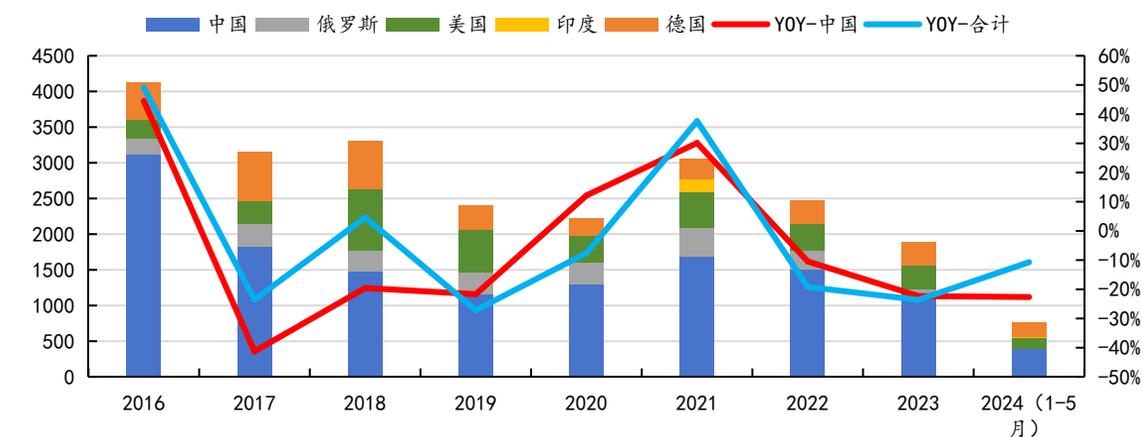
资料来源：美国国际贸易委员会，国海证券研究所

图表：欧盟其他铬氧化物进口数量及来源地（吨）



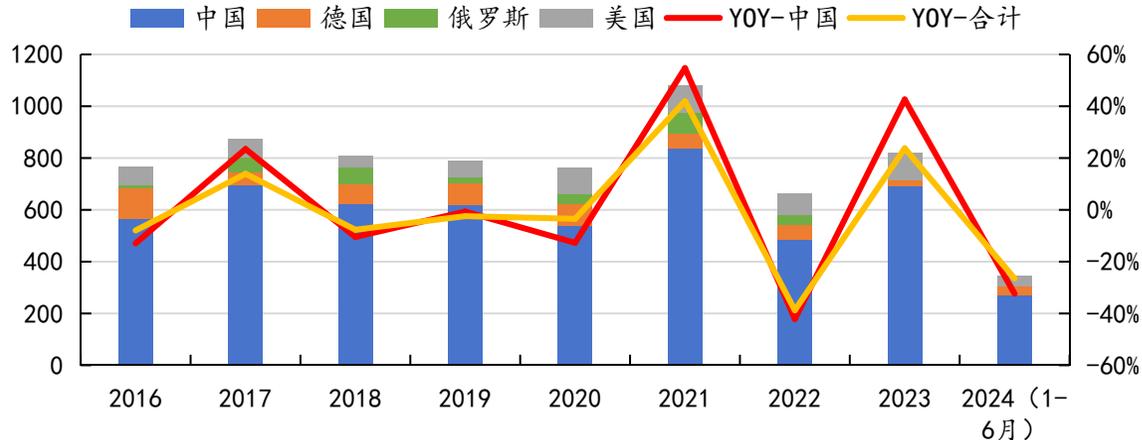
资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

图表：日本其他铬氧化物进口数量及来源地（吨）



资料来源：日本海关，国海证券研究所

图表：韩国其他铬氧化物进口数量及来源地（吨）



资料来源：韩国海关，国海证券研究所

- ◆ 随着铬盐产品价格价差扩大，公司产品售价随之上调，盈利能力有望得到提升。2024年6月3日，公司发布全年第三次涨价函，重铬酸钠价格上调500元/吨，铬酸酐及氧化铬绿价格继续上调1000元/吨。同时，在下游需求改善的背景下，公司市场份额优先的经营策略继续取得积极成效。2024年Q1，公司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，其他各项主营产品销量也处于同期较好水平。

图表：公司铬盐板块业绩预测

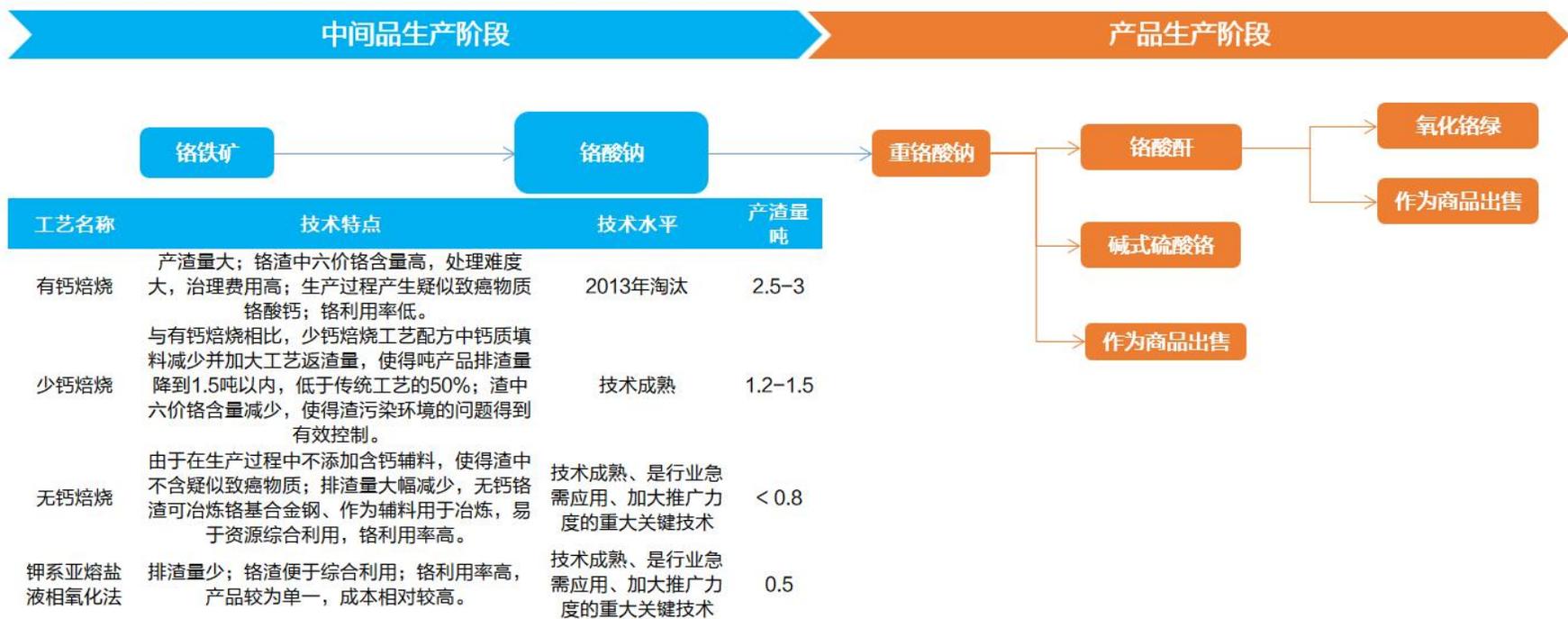
产品	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铬的氧化物 (铬酸酐、氧化铬绿)	营业收入(亿元)	18.78	19.63	22.35	22.51	22.08	22.98
	销量(万吨)	10.28	8.87	10.63	10.33	10.70	11.35
	单价(万元/吨)	18263.72	22136.30	21026.72	21785.96	20634.36	20245.06
	单吨毛利润(元/吨)	5129.47	6226.61	5577.23	6606.04	6706.04	6806.04
	毛利润(亿元)	5.27	5.52	5.93	6.83	7.17	7.73
	毛利率	28.09%	28.13%	26.52%	30.32%	32.50%	33.62%
铬盐联产产品 (维生素K3、碱式硫酸铬)	营业收入(亿元)	2.75	4.33	3.66	4.68	4.87	5.26
	销量(万吨)	2.85	2.74	3.21	3.47	3.74	4.04
	单价(元/吨)	9659.65	15820.44	11397.20	13500.00	13000.00	13000.00
	毛利润(亿元)	0.43	1.83	0.88	1.36	1.36	1.47
	单吨毛利润(元/吨)	1494.74	6666.79	2754.52	3915.00	3640.00	3640.00
	毛利率	15.47%	42.14%	24.17%	29.00%	28.00%	28.00%
重铬酸盐	营业收入(亿元)	3.49	2.98	2.56	2.79	2.77	2.85
	销量(万吨)	3.75	2.54	2.56	2.69	2.82	2.96
	单价(元/吨)	9287.97	11718.70	10001.95	10363.50	9815.12	9629.74
	毛利润(亿元)	1.00	0.91	0.58	0.74	0.79	0.84
	单吨毛利润(元/吨)	2666.90	3560.43	2264.06	2753.97	2801.59	2849.21
	毛利率	28.77%	30.44%	22.64%	26.57%	28.54%	29.59%

资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

无钙焙烧工艺流程复杂

- ◆ 铬盐主要产品的工艺流程分为两个阶段。第一阶段是将铬铁矿、纯碱等原材料生产出中间产品铬酸钠，此阶段工艺包括有钙焙烧、少钙焙烧、无钙焙烧及钾系亚熔盐液相氧化法。无钙焙烧技术虽然相对成熟，但其工艺流程复杂，基本涵盖了无机化工生产需要的单元操作过程，每一步均需严格的质量控制，且过程控制检测手段要求标准较高。除此之外，对副产品和“三废”的综合利用技术、节能减排技术均亦是需要解决的重大难题。
- ◆ 第二阶段是在铬酸钠的基础上，经过重铬酸钠产线生产出重铬酸钠，重铬酸钠可以作为产品对外销售，亦可作为中间产品，继续投入反应用于生产铬酸酐、氧化铬绿、碱式硫酸铬等铬盐产品。

图表：铬盐生产工艺

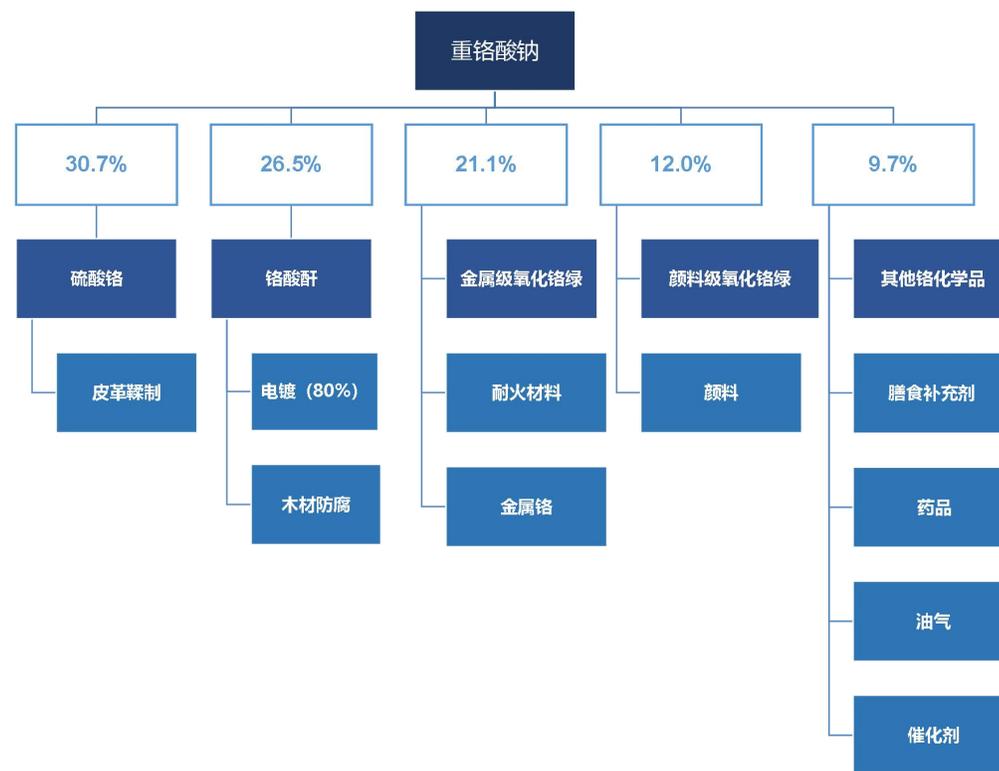


资料来源：华经产业研究院，公司公告，国海证券研究所

- ◆ 公司为铬化学品龙头企业
- ◆ 铬盐开启景气周期
- ◆ 老树开新花，需求再迸发
- ◆ 产能难扩张，格局再优化
- ◆ 公司竞争力强
- ◆ 公司评级及风险提示

- ◆ 根据《关于印发铬盐行业清洁生产实施计划的通知》，我国国民经济中约 10%的工业产品与铬盐有关。目前，铬盐可以应用于表面处理、颜料、染料、鞣革、医药、新材料、香料、饲料添加剂、军工等多个行业。据无机盐工业协会，2019年，中国铬盐总需求量预计为32万吨左右。
- ◆ 当前，铬盐行业正发生需求结构的重大变化，增长驱动力从低速增长的革鞣、轻工电镀、颜料等行业逐渐转向金属铬、高端电镀添加剂等高速增长的领域，终端应用领域从皮革、房地产转向航空航天、新能源、工程机械等领域。

图表：全球重铬酸钠下游占比

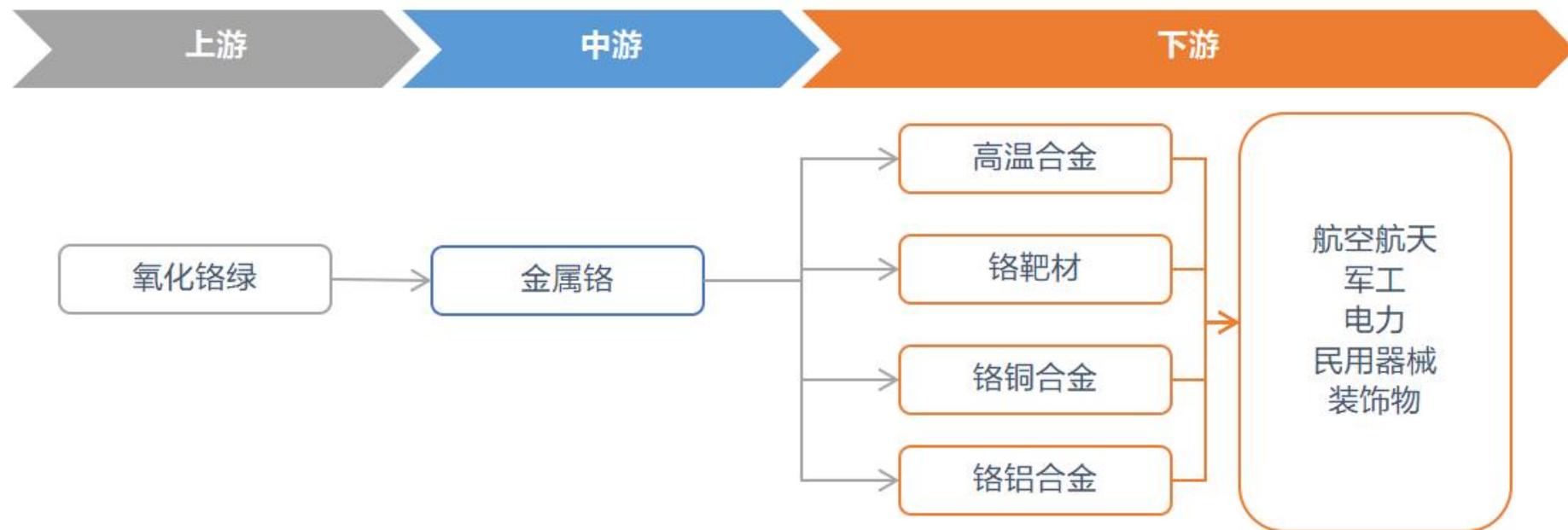


资料来源：国际铬发展协会，国海证券研究所

新花之一：航空航天带动金属铬需求大增

- ◆ 金属铬被用于高温合金钢以及铬靶材、铬铜合金、铬铝合金的制备，这些下游产品在航空航天、军工、民用器械和装饰物方面均有广泛应用。公司利用上游原料优势，延伸产业链制备1.2万吨合金添加剂产线（含金属铬及铬刚玉等副产物），产线已于2024年一季度进入量产阶段。2024Q1，累计出货量达到 3700 吨，规模效应开始显现。随着产能爬坡，金属铬将为公司提供新增利润。

图表：金属铬产业链



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

- ◆ 铬能够用于提升合金的高温抗氧化性能和耐腐蚀性，是高温合金中非常重要的添加元素。随着合金技术的不断进步，含铬量甚至可超过 30%，从根本上提高了材料的耐高温、耐腐蚀性能，而不仅仅依赖涂层、复合技术来满足超高温应用场景的要求。
- ◆ 据华经产业研究院，当前全球高温合金每年需求量约30万吨，参考历史，假设全球、海外主要上市企业及我国主要上市企业其高温合金需求分别以19%、15%、30%的复合增速增至2026年，金属铬取20%的添加量，则预计至2026年，全球高温合金用金属铬需求为10.1万吨，对应重铬酸钠需求36.1万吨。

图表：部分高温合金的铬含量

合金牌号	含铬量	主要特性
GH1140	20.0~23.0%	属于固溶强化型铁基合金，铬、镍含量较高，弥散强化相形成元素较少，强化形式主要为固溶强化。合金的抗氧化温度达 900℃以上。
GH3030	19.0~22.0%	属于固溶强化型镍基合金，特性与固溶强化型铁基合金类似，由于含镍量的提高，因此热强度更大，最高工作温度达 1050℃。
GH4033	19.0~22.0%	属于时效硬化型镍基合金，特性与时效硬化型铁基合金类似，由于含镍量的提高，因此热强度更大。
GH6159	18.0~20.0%	属于钴基高温合金，具有较高强度、良好的塑韧性和较高的应力腐蚀性能，广泛应用于航空发动机的高温紧固件。

资料来源：斯瑞新材招股说明书，国海证券研究所

图表：2023-2026E，高温合金用金属铬需求（万吨）

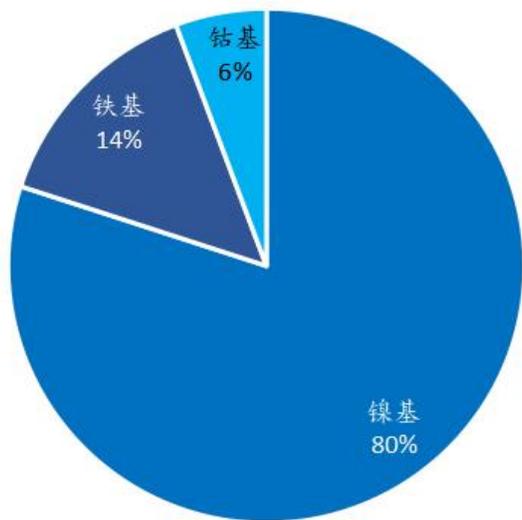
	2023E	2024E	2025E	2026E
全球高温合金需求	30.0	35.7	42.5	50.6
-海外三家企业	12.6	14.5	16.7	19.2
-我国五家企业	4.0	5.2	6.8	8.8
铬添加比例	20%	20%	20%	20%
全球高温合金对应金属铬需求	6.0	7.1	8.5	10.1
-海外三家企业	2.5	2.9	3.3	3.8
-我国五家企业	0.8	1.0	1.4	1.8
全球高温合金对应重铬酸钠需求	21.4	25.5	30.3	36.1
-海外三家企业	9.0	10.4	11.9	13.7
-我国五家企业	2.9	3.7	4.8	6.3

资料来源：华经产业研究院，各公司公告，Wind，国海证券研究所
 注：因海外企业仅披露高温合金销量，故海外企业需求为销量数据，包括卡朋特，VDM Metal，海恩斯国际，假设约70%为高温合金；国内企业为产量数据，包括钢研高纳，抚顺特钢，图南股份，隆达股份，西部超导

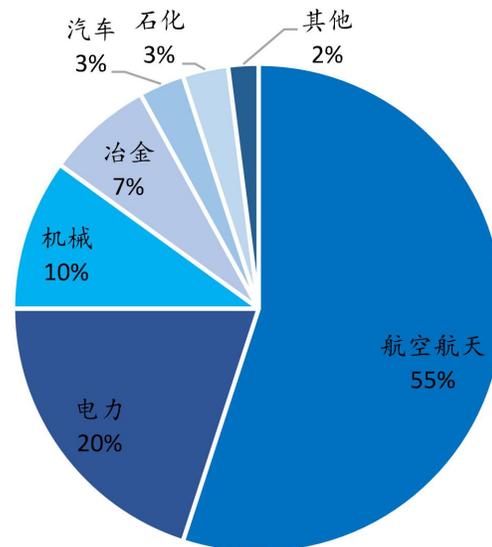
高温合金被称为“现代工业皇冠上的明珠材料”

- ◆ 高温合金指能够在600℃以上高温条件和一定应力作用下长期工作的金属材料，具有优异的高温强度、抗氧化和耐腐蚀性能、良好的疲劳性能、断裂韧性等综合性能。按基体元素，高温合金可分为铁基高温合金、镍基高温合金和钴基高温合金；按制备工艺，高温合金可分为变形高温合金、铸造高温合金和新型高温合金，目前高温合金主要以镍基元素为主的变形高温合金应用为主。
- ◆ 高温合金从诞生起就用于航空发动机，据隆达股份招股说明书，其用量占发动机总重量的40%~60%。据Roskill，2022年，高温合金下游在航空航天、电力、机械领域占比分别为55%、20%、10%。

图表：不同基体元素的高温合金市场份额



图表：高温合金下游应用领域分布

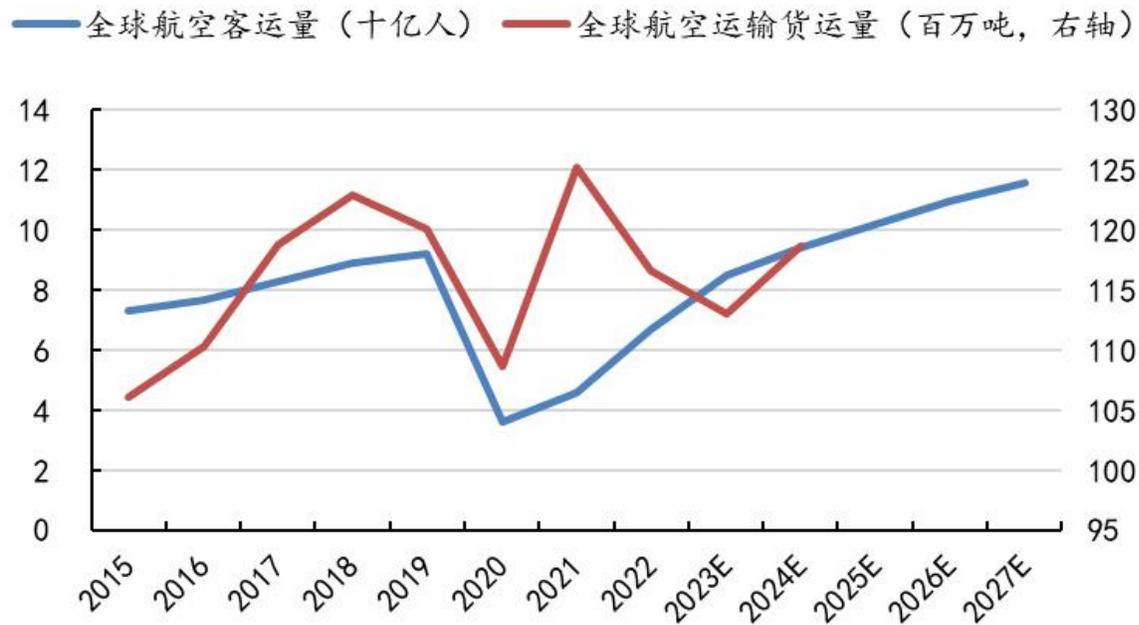


资料来源：隆达股份招股说明书，国海证券研究所

资料来源：立鼎产业研究网，Roskill，国海证券研究所

- ◆ 随着商业飞机各方面性能的不断提高，全球航空运输量大幅提升。据世界银行数据，1973-2019年，全球航空客运量翻了11倍，货运周转量翻了14倍。2019年后由于疫情大幅下滑，但随着全球经济增长，航空运输量持续提升长期趋势不改，2021年航空运输规模又重回上行通道。据国际机场理事会预测，2023年，全球客运量已达2019年水平的93.8%，2024年预计将超过2019年水平，并有望持续增长至2027年。

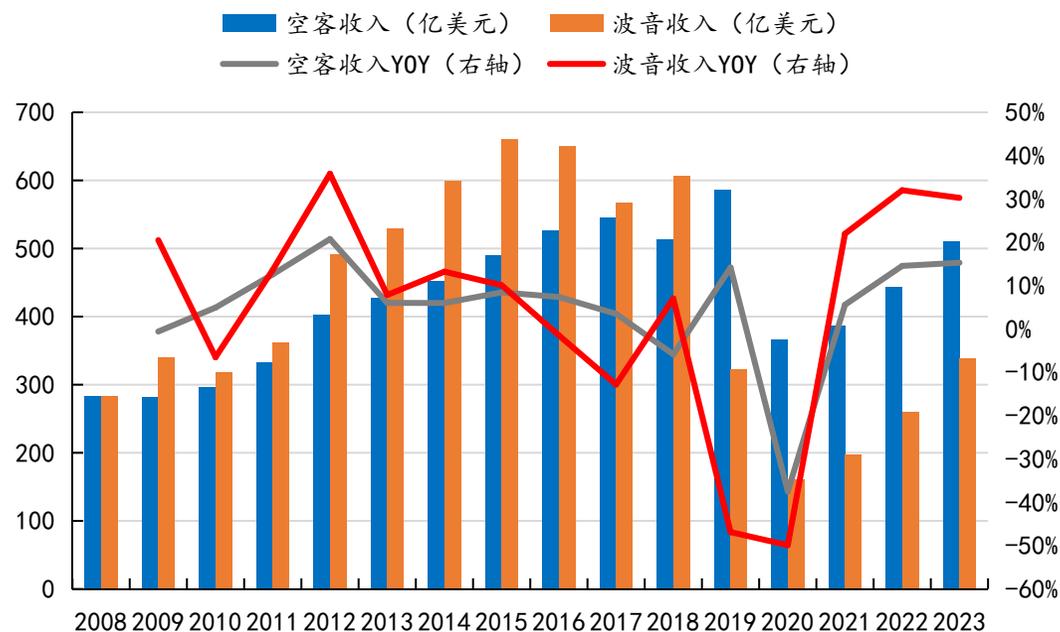
图表：2015-2027E，全球航空客运量及货运量



资料来源：国际机场理事会，IATA，国海证券研究所

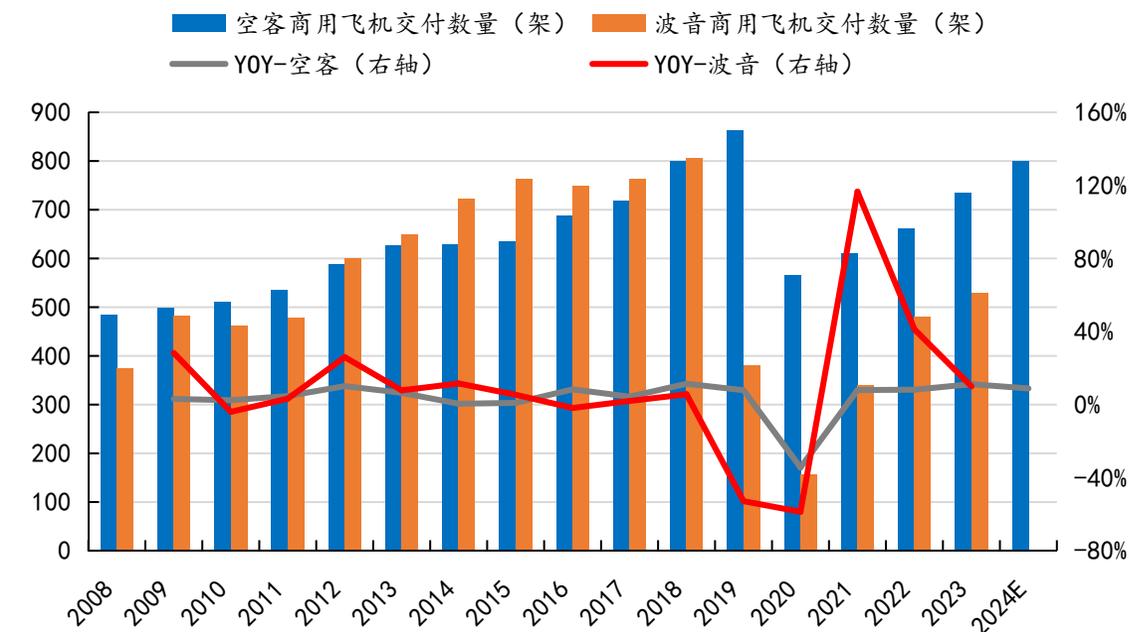
◆ 在全球商用飞机市场，波音和空客两大巨头一直保持着双寡头的垄断竞争格局。2019年，波音因737 MAX停飞影响，该机型订单交付量及当年营收有所下滑。2020年，两家公司均受疫情显著影响，但2022年以来，随着全球出行恢复，两家公司营收重回高增。2023年，波音和空客商飞领域分别实现营业收入339亿美元、478亿欧元，同比分别+30%、+15%；分别交付商业飞机528、735架，同比分别+10%、+11%。

图表：空客及波音公司商用飞机领域营收及增速



资料来源：各公司公告，国海证券研究所
注：欧元兑美元汇率按1：1.07

图表：空客及波音公司商用飞机交付订单量及增速

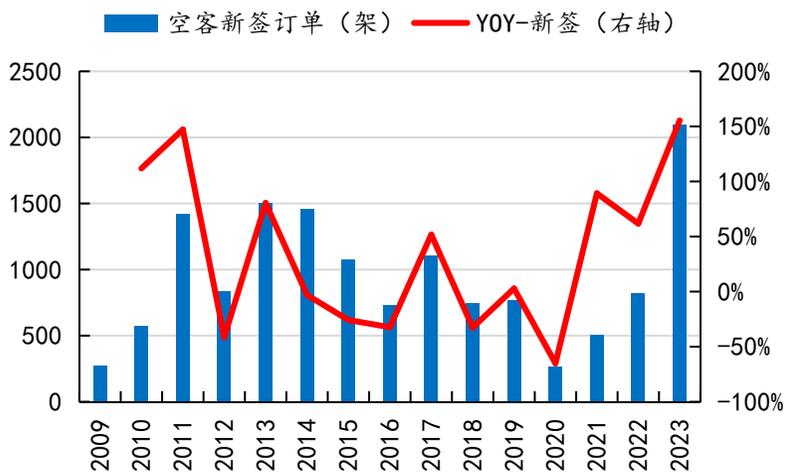


资料来源：各公司公告，国海证券研究所

2023年，空客新签订单量大幅提升

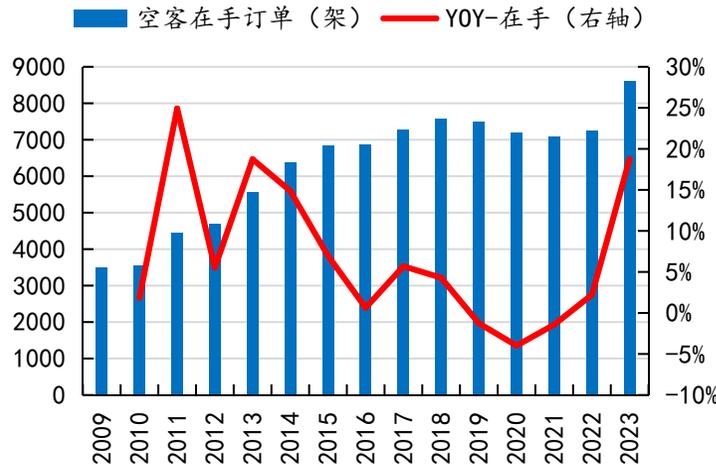
- ◆ 2021年以来，商用飞机新签订单持续攀升，以空客为例，2023年新签商用飞机2094架，同比+155%。
- ◆ 空客2023年订单增量主要来源于印度靛蓝航空、印度航空、土耳其航空需求的大幅提升，合计订购980架商用飞机。

图表：空客新签订单情况



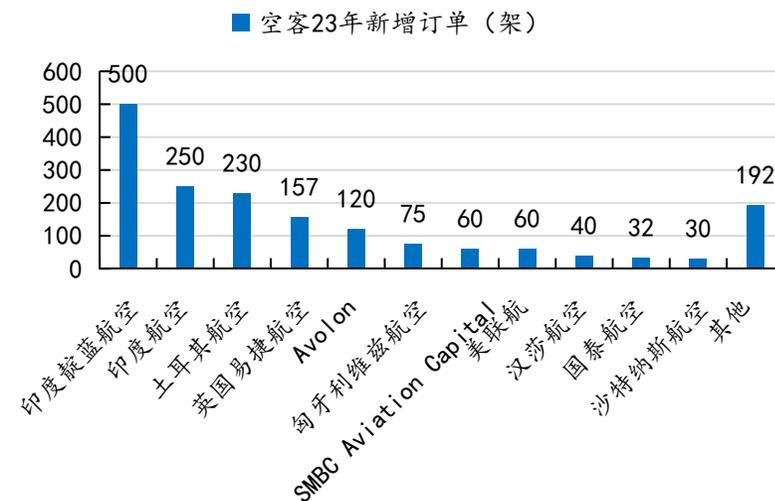
资料来源：空客公司公告，国海证券研究所

图表：空客在手订单情况



资料来源：空客公司公告，国海证券研究所

图表：2023年空客新增订单客户情况

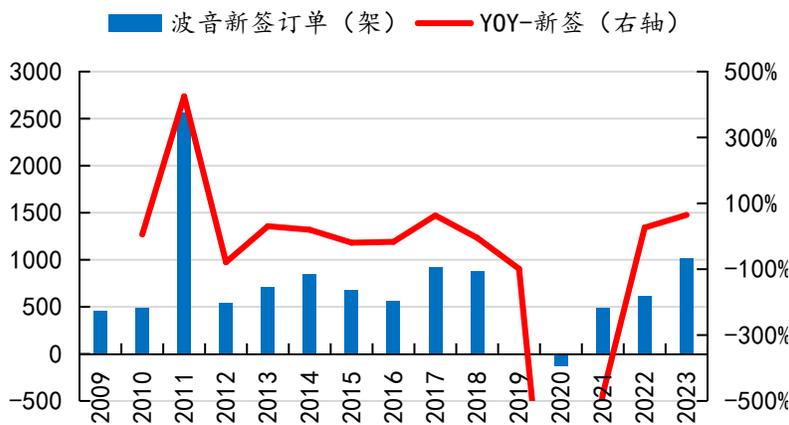


资料来源：空客公司官网，国海证券研究所

波音订单量疫情后复苏，C919不断斩获新单

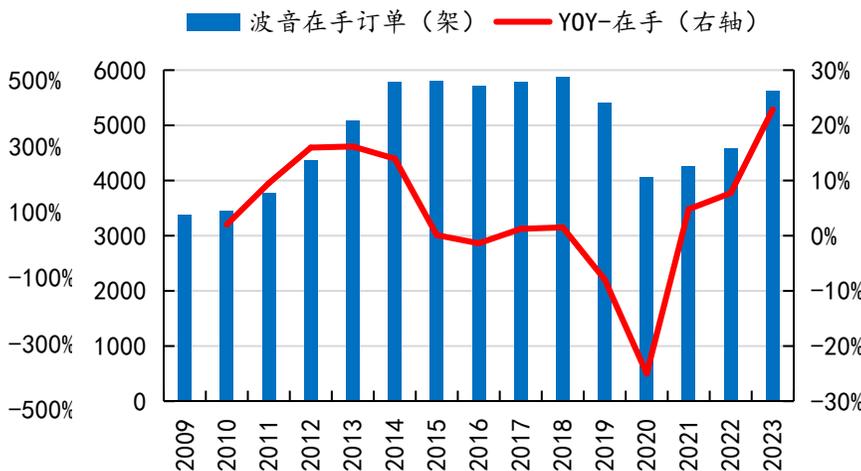
- ◆ 2023年，全球航空交通基本恢复到2019年的水平。2023年波音公司新签订单达1012架，同比+65%。
- ◆ 国内方面，C919也不断斩获大单。根据中国商飞官网，自2021年以来，C919累计已获得新签订单711架，其中已交付2架。

图表：波音新签订单情况



资料来源：波音公司公告，国海证券研究所
注：2020年受737 MAX停飞影响，YOY-新签下
滑至-1380%，图中未显示。

图表：波音在手订单情况



资料来源：波音公司公告，国海证券研究所

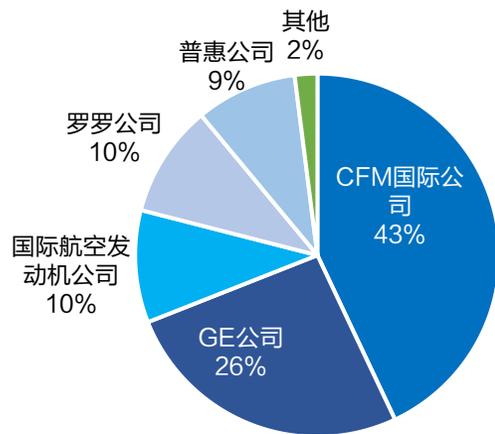
图表：C919订单情况（单位：架）

	2021	2022	2023	2024 (截至6月)
新增订单	5	300	166	240
其中：				
东航	5	0	100	0
国航	0	0	6	100
南航	0	0	0	100
海航	0	0	60	0
西藏航空、河南航投	0	0	0	40
在手订单	5	304	469	709
交付量	0	1	1	0

资料来源：中国商飞官网，各公司公告，国海证券研究所

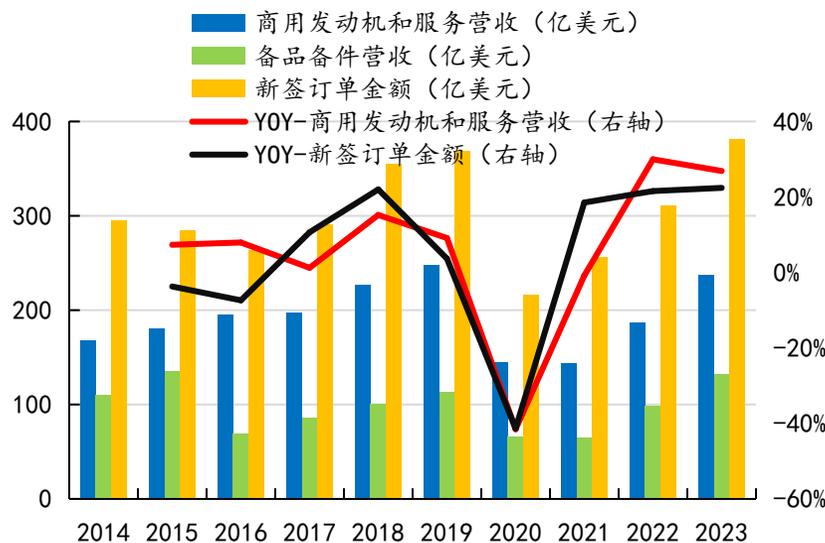
- ◆ 随着全球商业飞机供不应求，以及飞机的短缺带来飞机维修需求的增长，飞机发动机企业订单量大幅攀升。
- ◆ 据《航空动力》，2021年，全球商用涡扇发动机市场中，GE公司占据26%的份额；CFM国际公司（GE与法国赛峰合资公司）占约43%。
- ◆ 以GE公司为例，2022年起，随着下游飞机交付量的增长，公司商用发动机销量快速提升。据GE公司公告，2023年公司销售商用发动机2075台，同比+25%；商用发动机和服务板块实现营收236.8亿美元，同比+27%。

图表：全球飞机发动机制造商市场份额



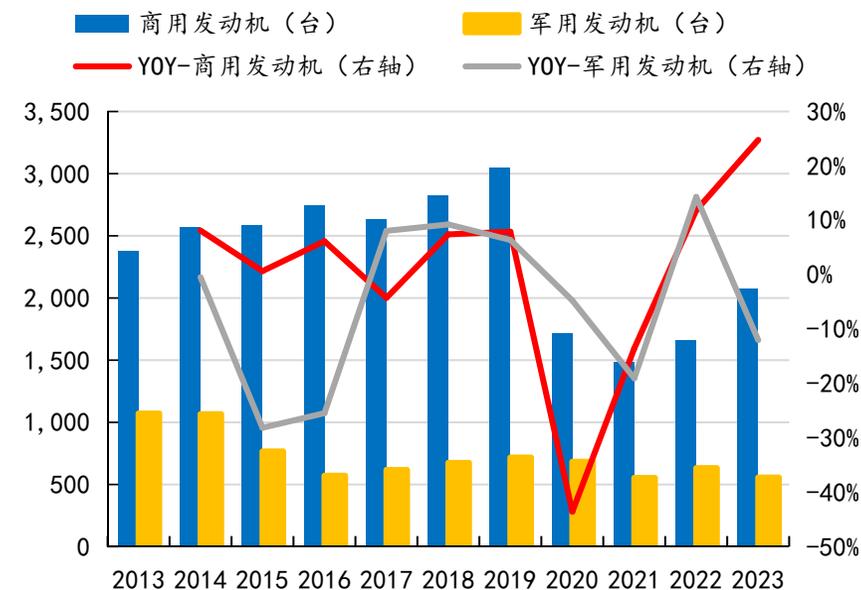
资料来源：《民用航空发动机市场发展道路展望》杨溢（2021），国海证券研究所

图表：GE航空部门营收及新签订单情况



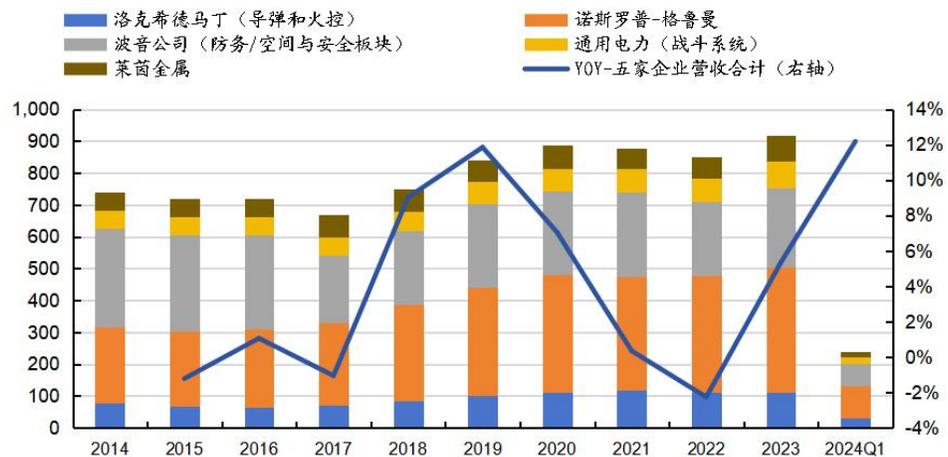
资料来源：GE公司公告，国海证券研究所
注：备品备件营收以“备件率×365天”计算（备件率：每天外部运输的商用备件和在定时及材料维护访问中使用的备件的金額）

图表：GE发动机销量



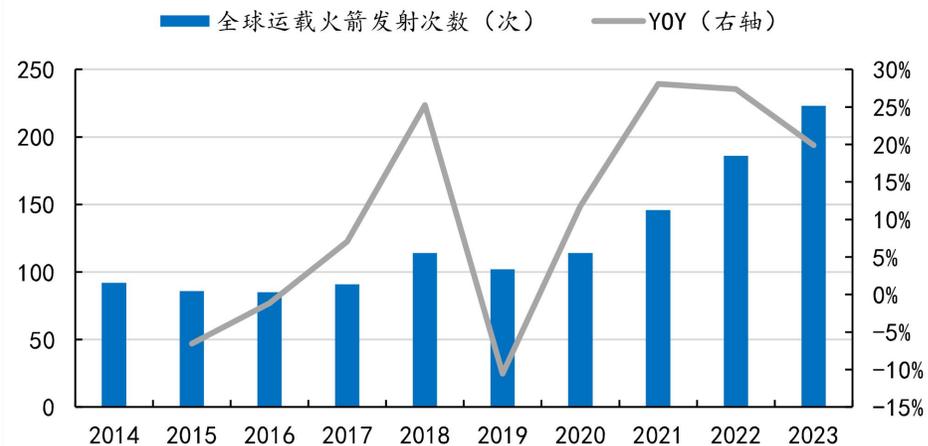
资料来源：GE公司公告，国海证券研究所

图表：主要军工企业营业收入（亿美元）



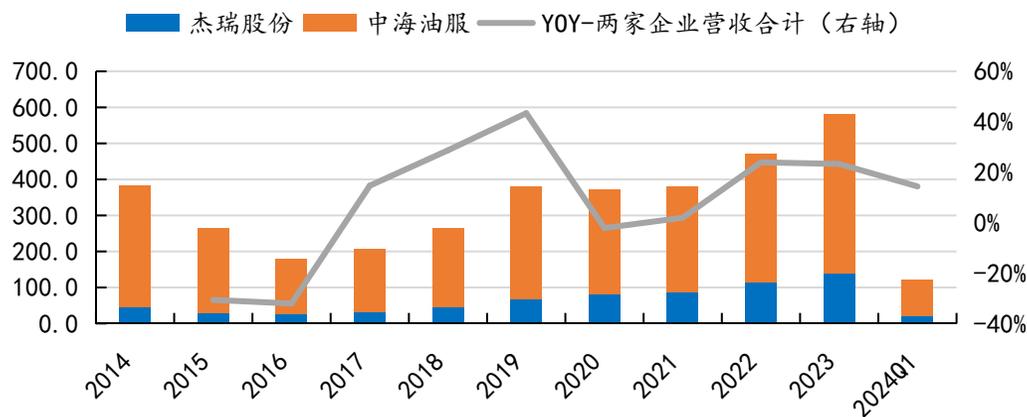
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：全球运载火箭发射次数



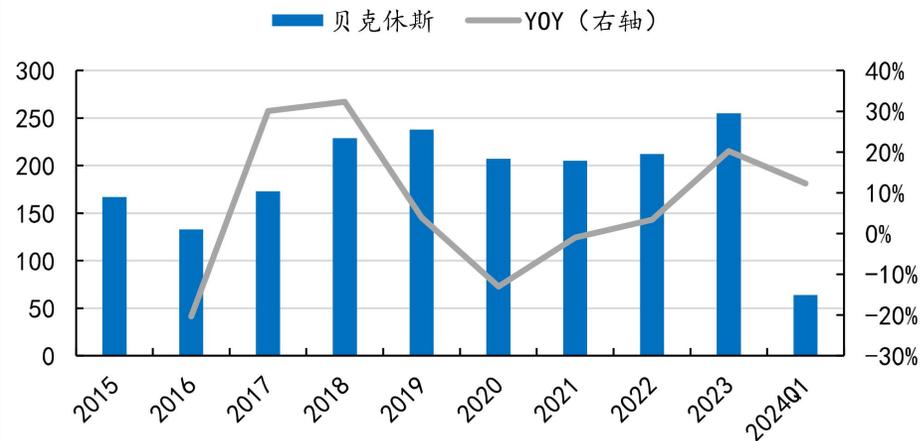
资料来源：质量与可靠性公众号，国海证券研究所

图表：中国部分油服企业近两年营收快速增长（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：贝克休斯近两年营收快速增长（亿美元）

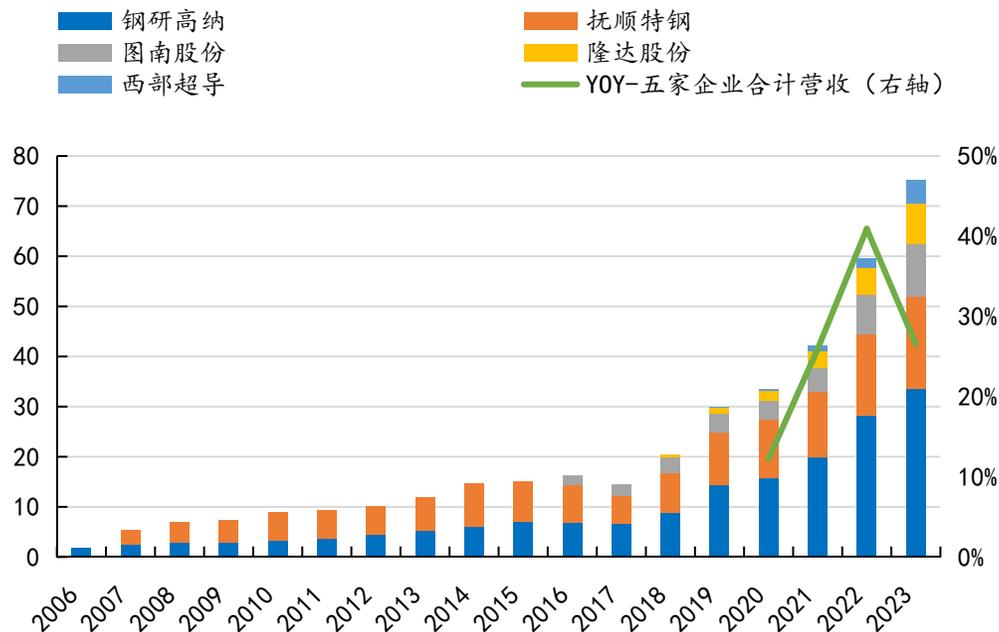


资料来源：Wind，国海证券研究所

近年来我国高温合金企业产销量快速增长

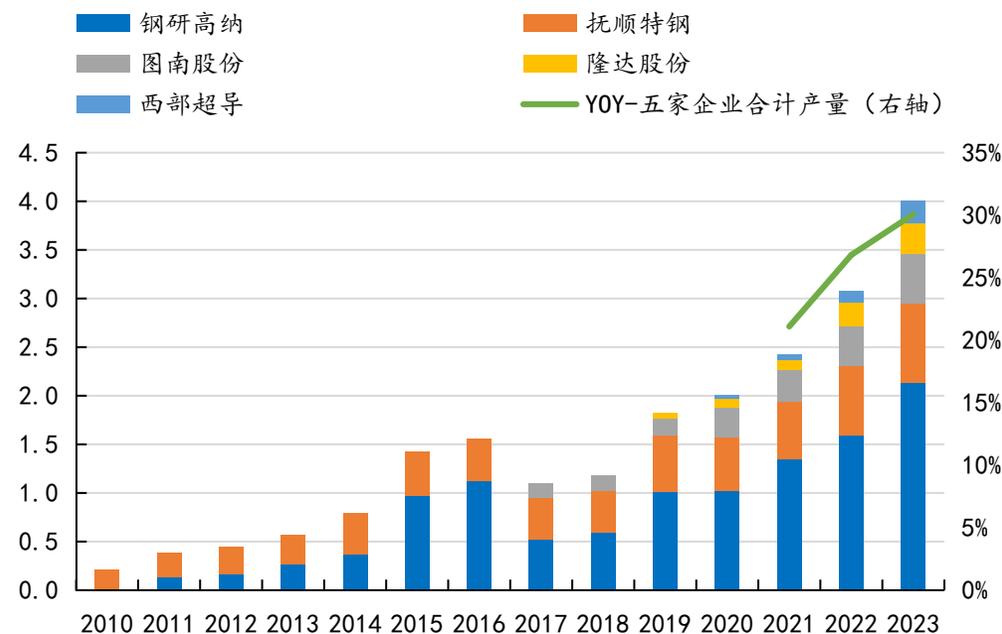
◆ 在下游需求拉动下，我国高温合金产销量快速增长。以五家头部上市公司为例，2023年，其高温合金合计产销量分别为4.0、3.8万吨，近三年复合增速分别达25.9%、24.1%。

图表：主要高温合金上市公司营收（亿元）



资料来源：Wind，各公司公告，国海证券研究所
注：图南股份2020年后数据含特种不锈钢和其他合金制品

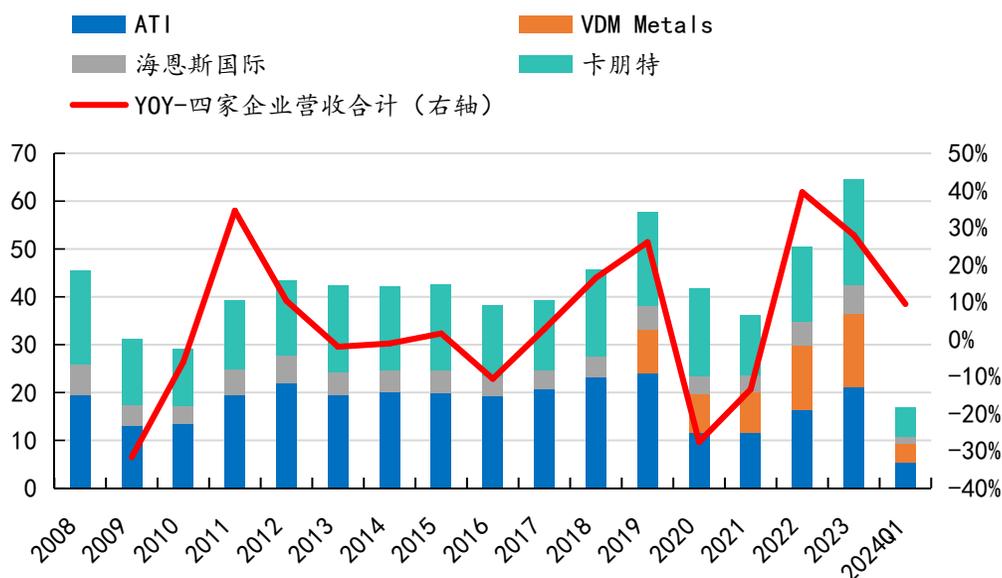
图表：主要高温合金上市公司产量（万吨）



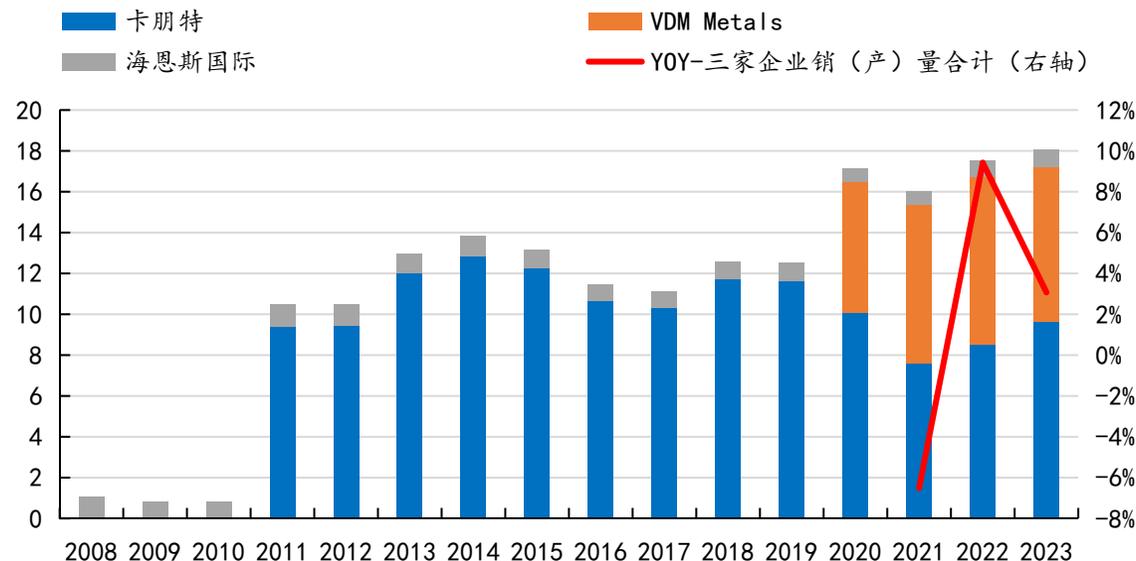
资料来源：Wind，各公司公告，国海证券研究所
注：图南股份2020年后数据含特种不锈钢和其他合金制品

- ◆ 海外高温合金企业2020-2021年受疫情影响，营收有所下滑，但近两年在航空航天、燃气轮机等下游拉动下，营收重回高增。以四家头部上市企业为例，2021-2023年合计营收复合增速达34%。
- ◆ 海外高温合金企业销量自2021年后复苏。其中，VDM Metals公司2024年1月宣布投资6700万欧元，将在未来几年逐步扩大高性能合金产能。

图表：海外主要上市企业高温合金营收及增速（亿美元）



图表：海外主要上市企业高温合金销量（产量）及增速（万吨）



资料来源：各公司公告，国海证券研究所

注：各公司数据统计口径：

ATI：HPMC部门（生产镍基合金和超合金、钛及钛基合金以及各种其他特种材料）

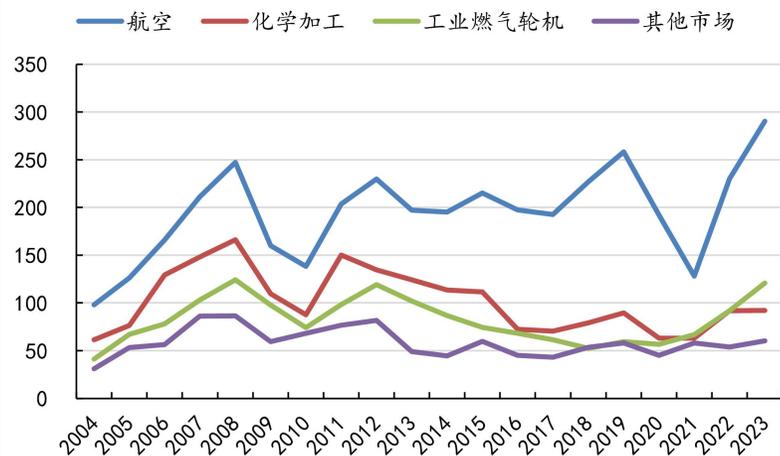
VDM Metals：镍合金和高温合金

资料来源：各公司公告，国海证券研究所（注：VDM Metals公司为产量数据，卡朋特、海恩斯为销量数据）

海恩斯国际：高性能镍基与钴基合金，包括高温合金和耐腐蚀合金

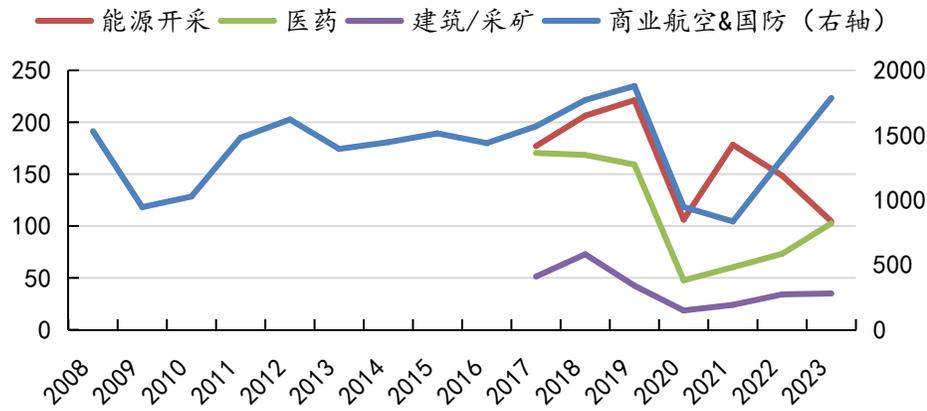
卡朋特：高端合金和不锈钢制造

图表：海恩斯国际分应用领域营收（百万美元）



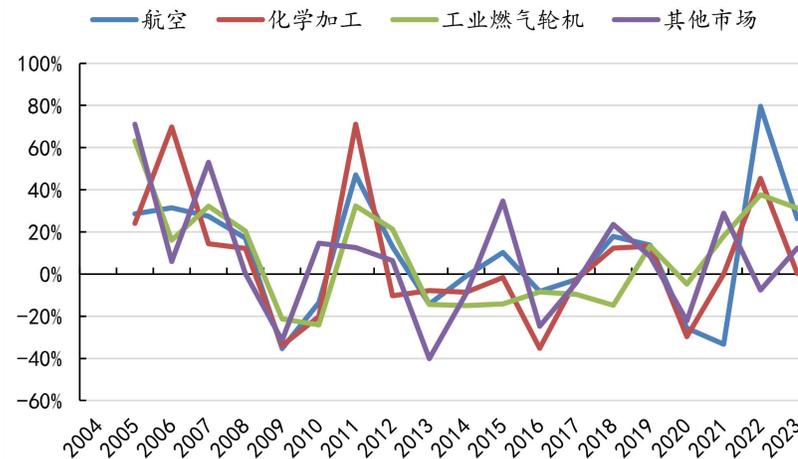
资料来源：海恩斯国际公告，国海证券研究所

图表：ATI公司HPMC部门分板块营收（百万美元）



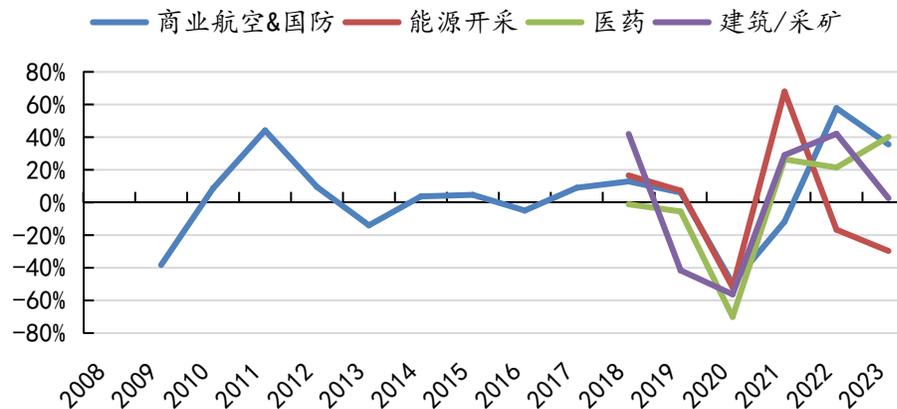
资料来源：ATI公司公告，国海证券研究所

图表：海恩斯国际分应用领域营收增速



资料来源：海恩斯国际公告，国海证券研究所

图表：ATI公司HPMC部门分板块营收增速



资料来源：ATI公司公告，国海证券研究所

- ◆ 无取向硅钢是一种低碳、高硅含量的电工钢板，具有优异的磁性能和加工性能，是电机制造中的重要材料之一。新能源汽车三电系统之一的驱动电机主要由无取向硅钢作为铁芯材料。降铁损是无取向硅钢的重点发展方向，铁损主要由磁滞损耗和涡流损耗两部分组成，为减少铁芯的涡流损失，需要在无取向硅钢板表面涂覆绝缘涂层。铬酸盐为传统无取向硅钢涂层中的主要无机填料，新能源汽车的高景气为铬酸盐带来显著增量。

图表：电工钢分类

类别	细分		硅含量 (%)	公称厚度 (mm)	主要用途	备注	
热轧硅钢 (无取向)	热轧低硅钢 (电机钢)		1.0-2.5	0.5	家用电器和微电机	热轧硅钢已基本淘汰	
	热轧高硅钢 (变压器钢)		3.0-4.5	0.35/0.5			
冷轧硅钢	冷轧无取向硅钢 (电机钢)	低碳硅钢	≤0.5	0.5、0.65	家用电机、微电机、小变压器和镇流器		
		硅钢	>0.5-3.5	0.35、0.5	大中型电机、发电机和变压器		
	冷轧取向硅钢 (变压器钢)	普通取向硅钢 (CGO)	2.9-3.3	0.18、0.23、0.27		大中小型变压器和镇流器	
		高磁感取向硅钢 (HiB)		0.3、0.35			

资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

预计2026年，无取向硅钢用铬盐需求约9255吨

- ◆ 据中国金属协会，2023年，我国共生产无取向硅钢1204.1万吨，同比增长8.1%，其中，新能源汽车用高牌号无取向硅钢为91.0万吨，同比增长43.6%，是产量增速最快的硅钢细分类别。参考历史，假设我国无取向硅钢、新能源汽车用高牌号无取向硅钢产量分别以10%、35%的平均增速增至2026年。参考宝钢环评，每万吨无取向硅钢约需4.1吨六价铬，则我们预计，2026年，我国无取向硅钢、新能源汽车用高牌号无取向硅钢用铬盐需求分别为9255、1292吨。

图表：无取向硅钢用铬酸酐需求测算

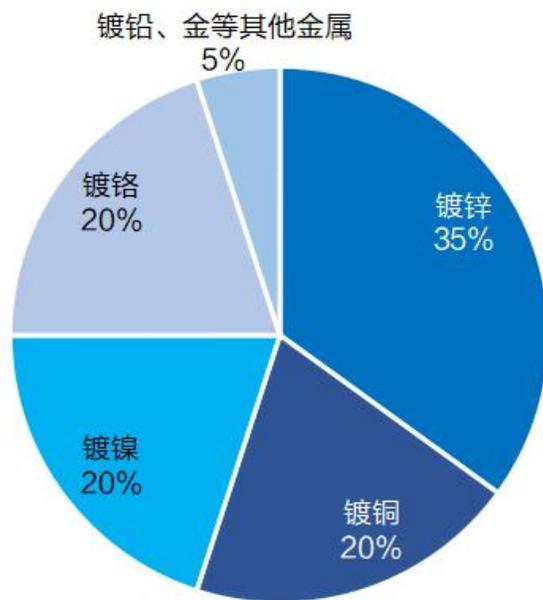
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
无取向硅钢产量（万吨）	1311	1204	1324	1457	1603
-新能源汽车用产量（万吨）	161	91	123	166	224
铬酸酐总需求（吨）	5406	4967	5463	6010	6611
-新能源汽车用需求（吨）	666	375	506	684	923
折重铬酸钠总需求（吨）	7569	6954	7649	8414	9255
-新能源汽车用需求(吨)	932	525	709	957	1292

资料来源：智研咨询，宝钢股份环评，国海证券研究所

新花之三：海外再工业化带动电镀添加剂需求增长

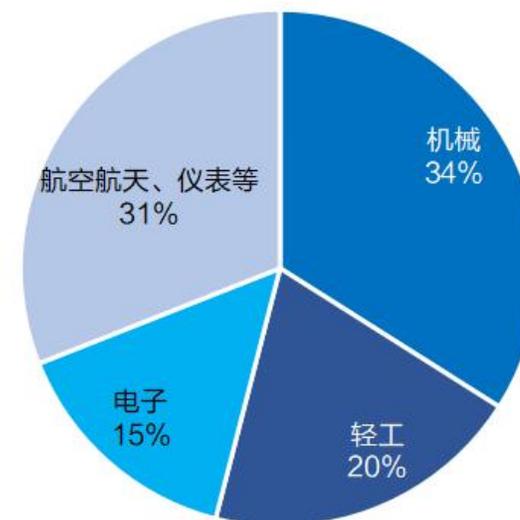
- ◆ 电镀是通过电解沉积反应在材料表面均匀沉积一层由金属原子构成的保护膜，常见的电镀金属包括锌、铜、镍、铬等。铬的硬度高、化学性质稳定，同时，铬层外观的光洁度很高，因此镀铬常用于装饰或者作为保护层。
- ◆ 据华经产业研究院，2022年，国内电镀下游主要包括机械，轻工，电子和航空航天、仪表等，分别占比34%、20%、15%、31%。

图表：2022年，电镀技术应用结构



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

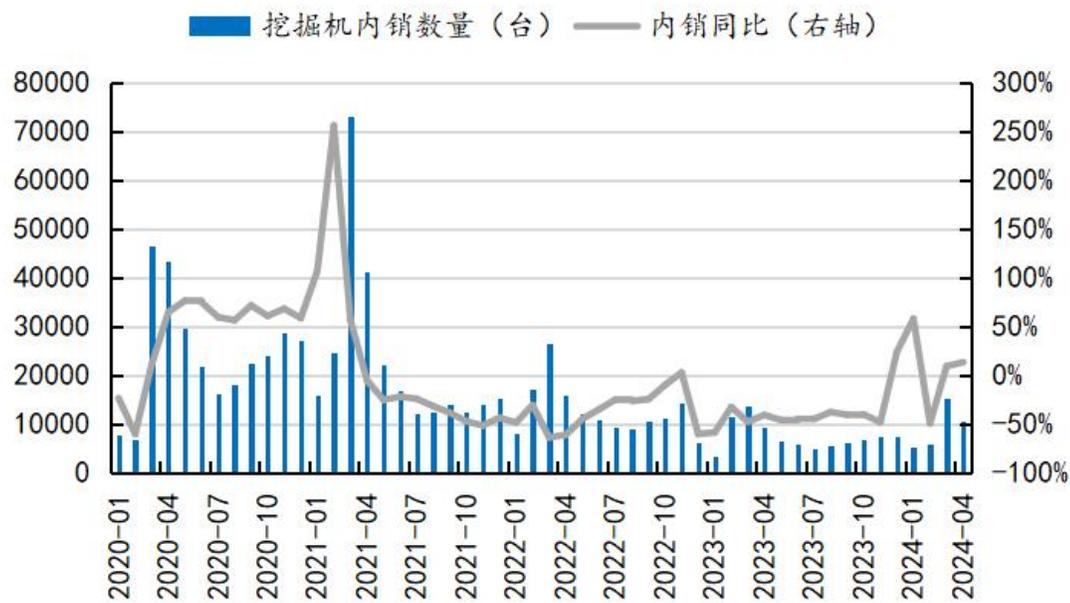
图表：2022年，国内电镀下游应用结构



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

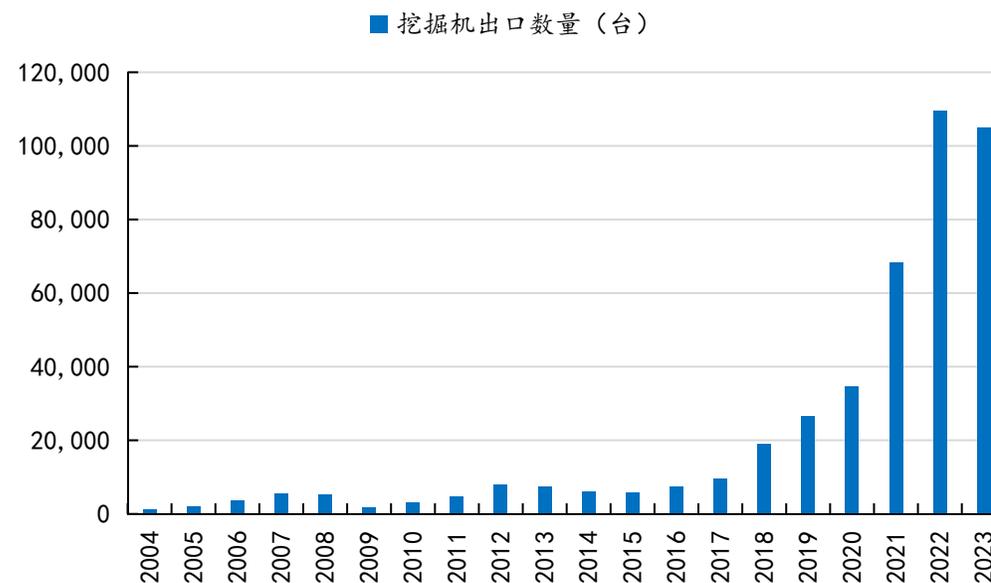
- ◆ 自2021年4月以来，我国工程机械行业步入下行周期已持续三年。代表产品挖掘机国内销量，在2021年4月至2024年3月的36个月里，有32个月为负增长。近期，我国工程机械行业回暖态势渐浓，挖掘机内销在2023年12月至2024年4月的5个月中，除2月春节因素，其余4个月增速均同比高增。同时，海外需求自2022年开始持续高位。工程机械高景气度为电镀铬需求提供有力支撑。

图表：2020年至今，挖掘机内销数量



资料来源：Wind，国海证券研究所

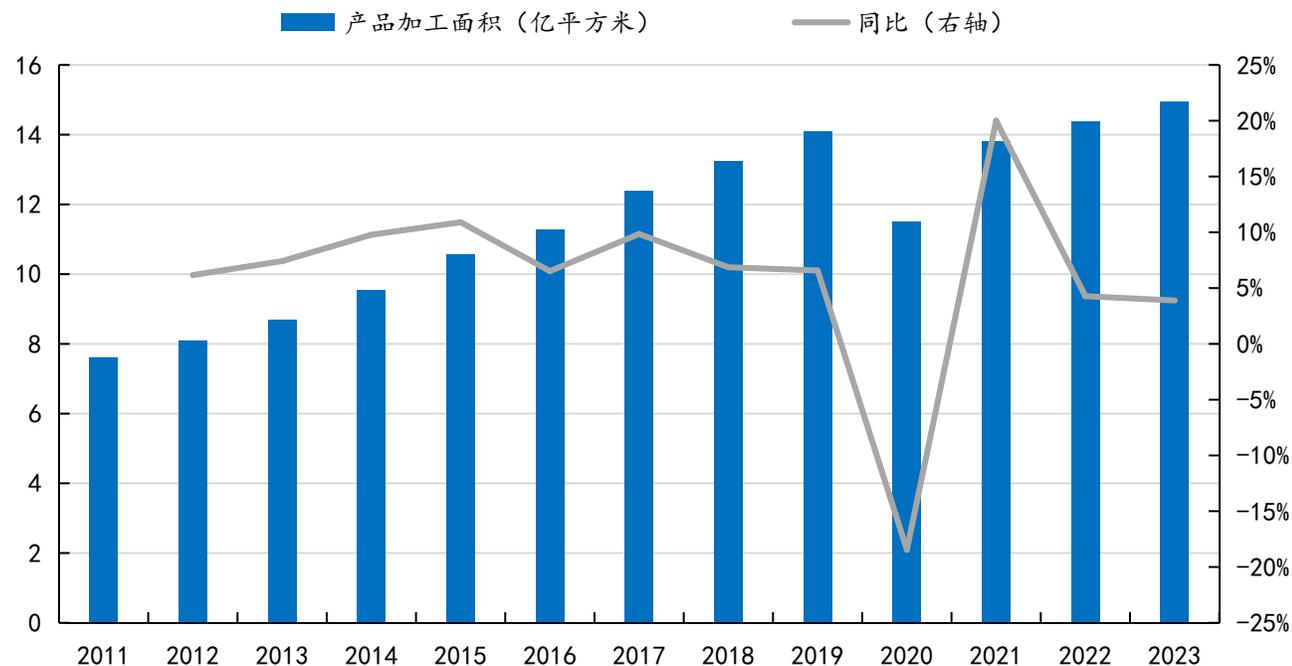
图表：挖掘机出口数量维持高位



资料来源：Wind，国海证券研究所

- ◆ 据中国表面工程协会数据，2011-2019年，我国电镀行业产品加工面积由7.6亿平方米快速增长至14.1亿平方米，CAGR达8.0%。2020年受疫情影响，产品加工面积有所下滑，但2021年起，随着国内复工复产，电镀行业产品加工面积迅速恢复，2023年，我国电镀行业产品加工面积为15.0亿平方米，2020-2023CAGR达9.1%。表面行业需求相对刚性，为铬盐需求提供有力支撑。

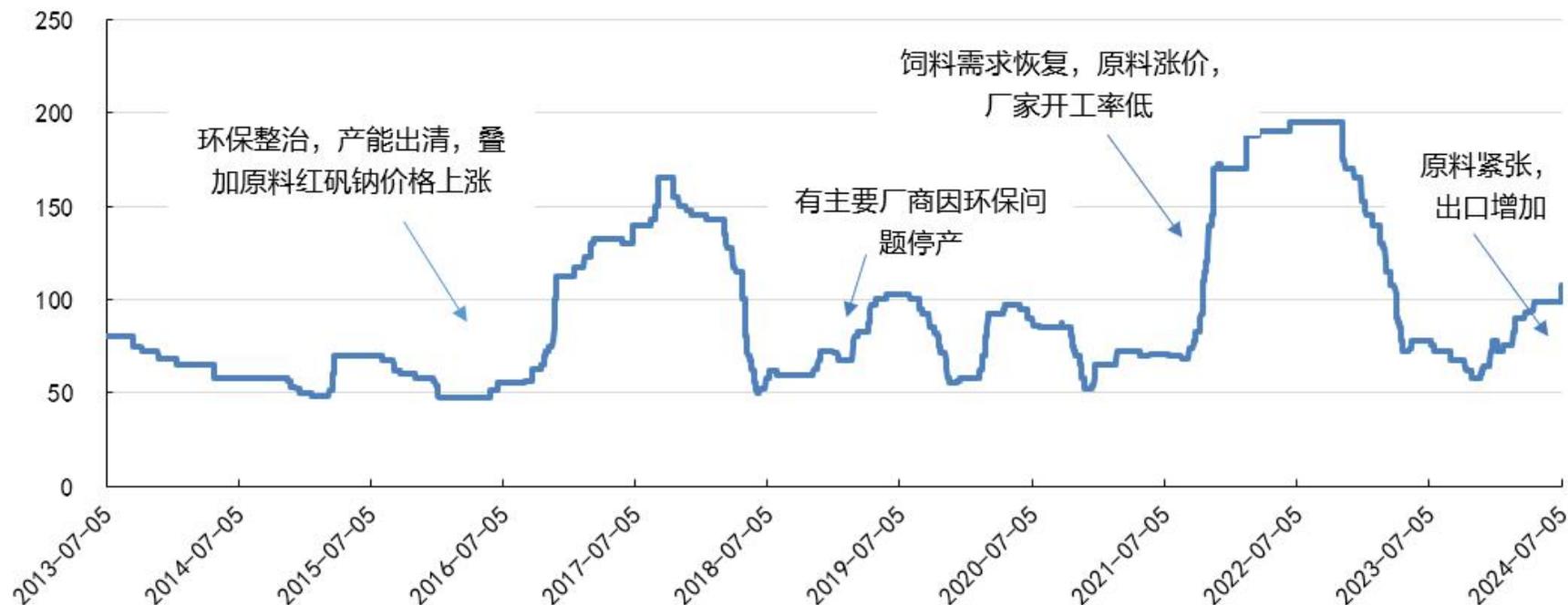
图表：2011-2023年，电镀行业产品加工面积



资料来源：中国表面工程协会，华经产业研究院，观研天下公众号，国海证券研究所

- ◆ 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、崑尼达、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价格开始反弹。

图表：维生素K3价格走势（元/千克）

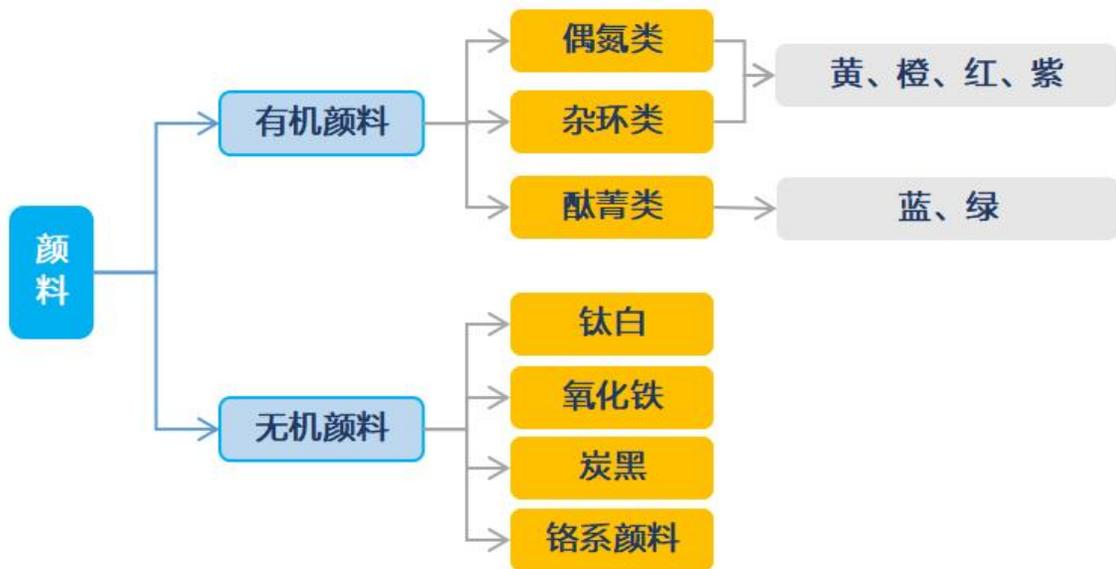


资料来源：Wind，中国饲料工业协会，智研咨询，饲料技术汇公众号，秣宝网公众号，国海证券研究所

铬系颜料是重要的无机颜料

- ◆ 颜料作为具备鲜亮色彩和牢固着色强度的着色剂，被广泛应用于涂料、油墨和塑料等领域的着色。铬系颜料是重要的无机颜料，具有卓越的防腐防锈性能，在重防腐领域的替代性极低；同时，具有色泽鲜亮、遮盖力强、耐溶剂、耐热等优点，且性价比优于现阶段的其他替代产品，因而被广泛应用于工业涂料、道路涂料等领域。

图表：颜料分类



资料来源：双乐股份招股说明书，国海证券研究所

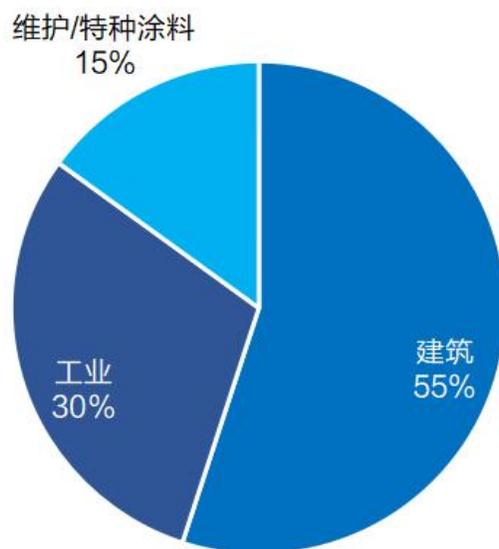
图表：无机颜料和有机颜料在涂料领域的应用性能比较

应用性能	无机颜料	有机颜料
着色强度	较低	中等
鲜艳度	低	高
色谱品种	较少	多
耐热稳定性	优良	良~优
耐光牢度	良~优异	良~优良
遮盖力	大	小
透明度	低	高
耐溶剂性	优良	差~优良
耐油性	优良	差~优良
耐水性	良~优	差~优
耐酸	差~优	差~优
耐碱	差~优	差~优
成本	较低	较高
合成步骤	少~较多	少~多

资料来源：双乐股份招股说明书，国海证券研究所

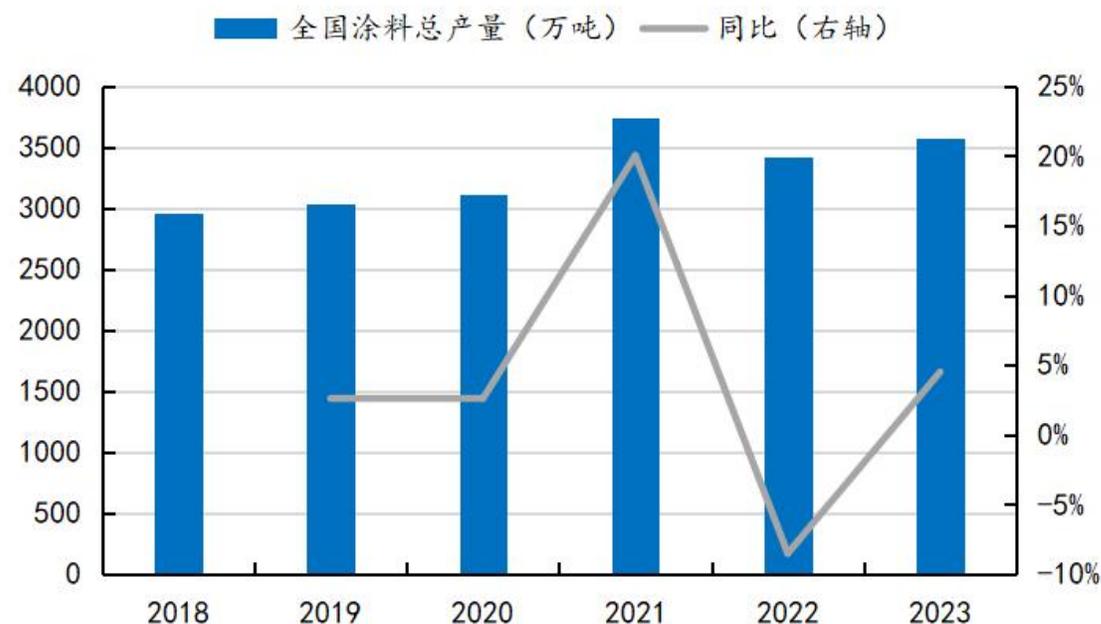
- ◆ 全球涂料下游主要应用于建筑及工业两大领域，据中国涂料工业协会，我国涂料产量已经占到全球的25%以上，截至2023年，已经连续14年位居全球涂料生产和消费大国首位。我国涂料产量稳健增长，据中国涂料工业协会，2023年，我国生产涂料总产量达3577万吨，同比+4.5%，2018-2023年复合增速约3.8%。

图表：全球涂料下游需求占比



资料来源：双乐股份招股说明书，国海证券研究所

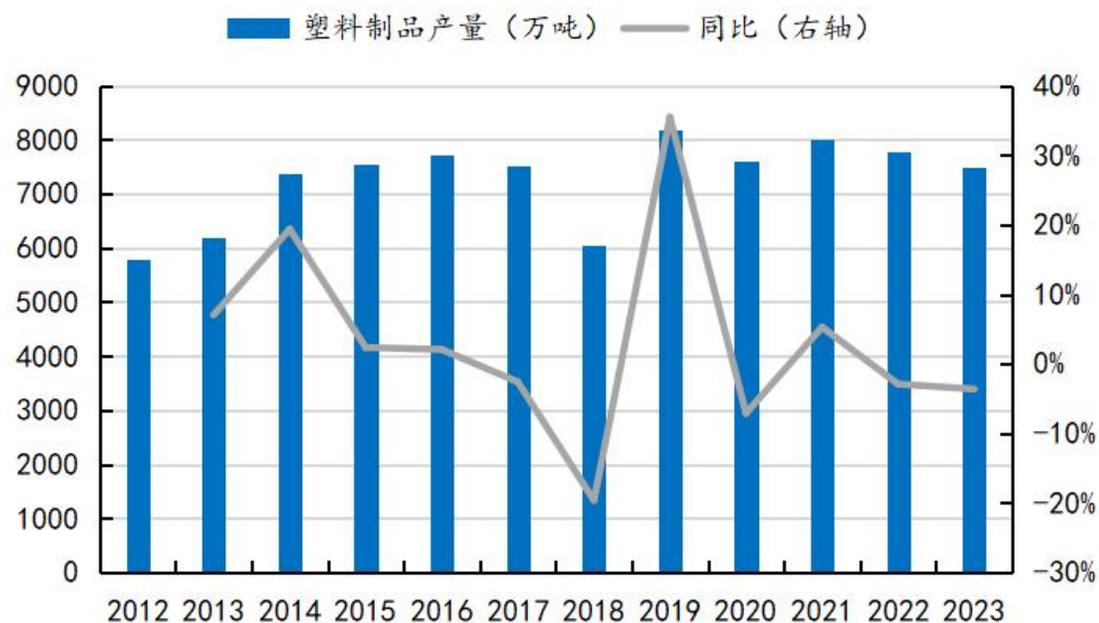
图表：2018-2023年，全国涂料总产量



资料来源：中国涂料工业协会，国海证券研究所

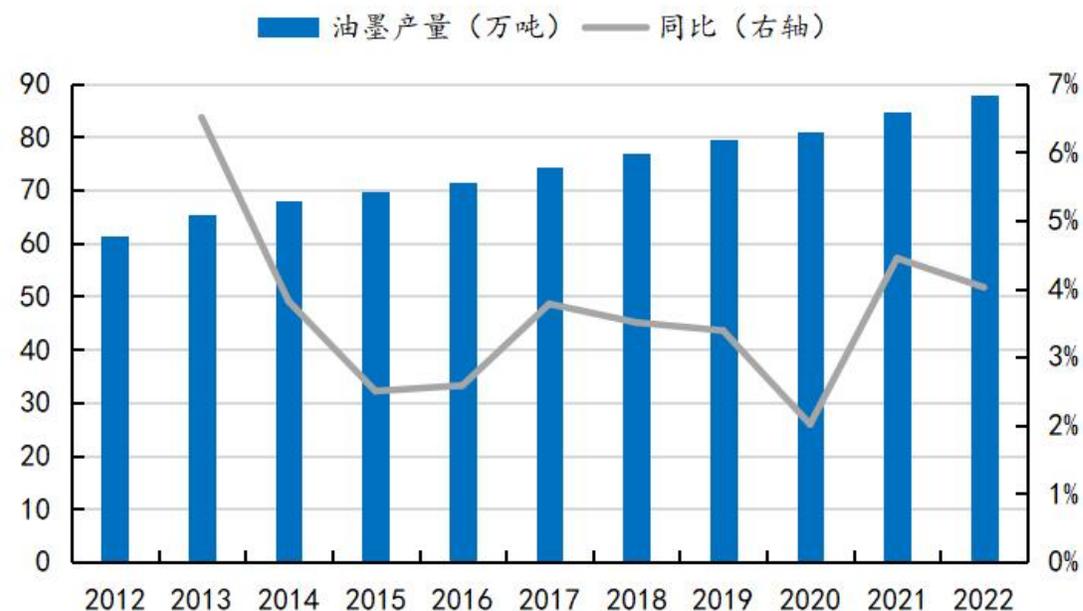
- ◆ 在塑料领域，铬系颜料可用于通用色母粒等着色及广告色的制造等。据国家统计局，近年来，我国塑料制品产量略有下滑，2023年，我国生产塑料制品7489万吨，同比-3.6%，2019-2023年CAGR约-2.2%。
- ◆ 油墨下游主要包括包装印刷、出版印刷及PCB等，我国油墨产量持续稳健增长。据国家统计局，2022年，我国生产油墨88万吨，同比+4.0%，2018-2022年CAGR达3.5%。

图表：2012-2023年，我国塑料制品产量



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图表：2012-2022年，我国油墨产量

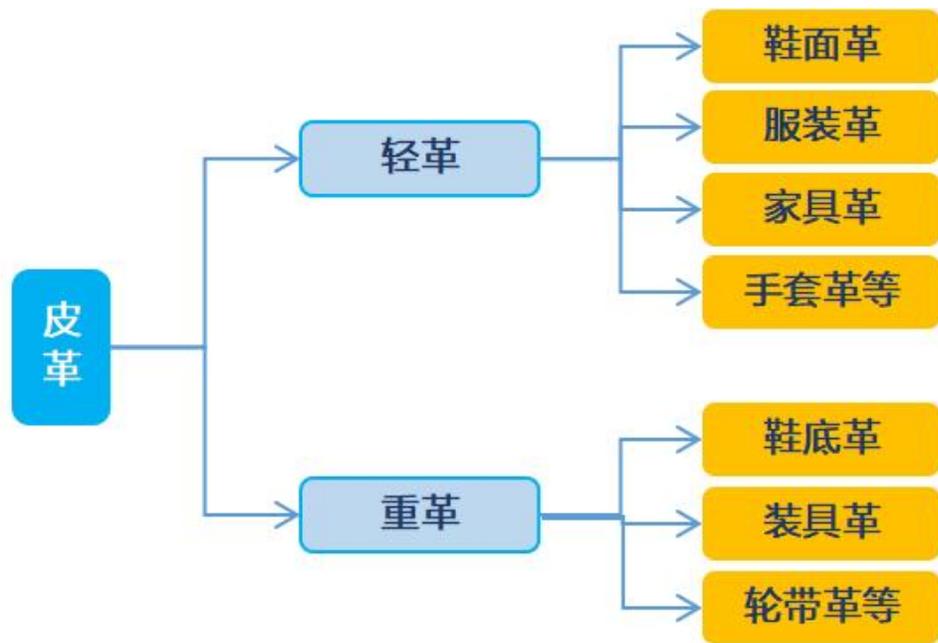


资料来源：国家统计局，国海证券研究所

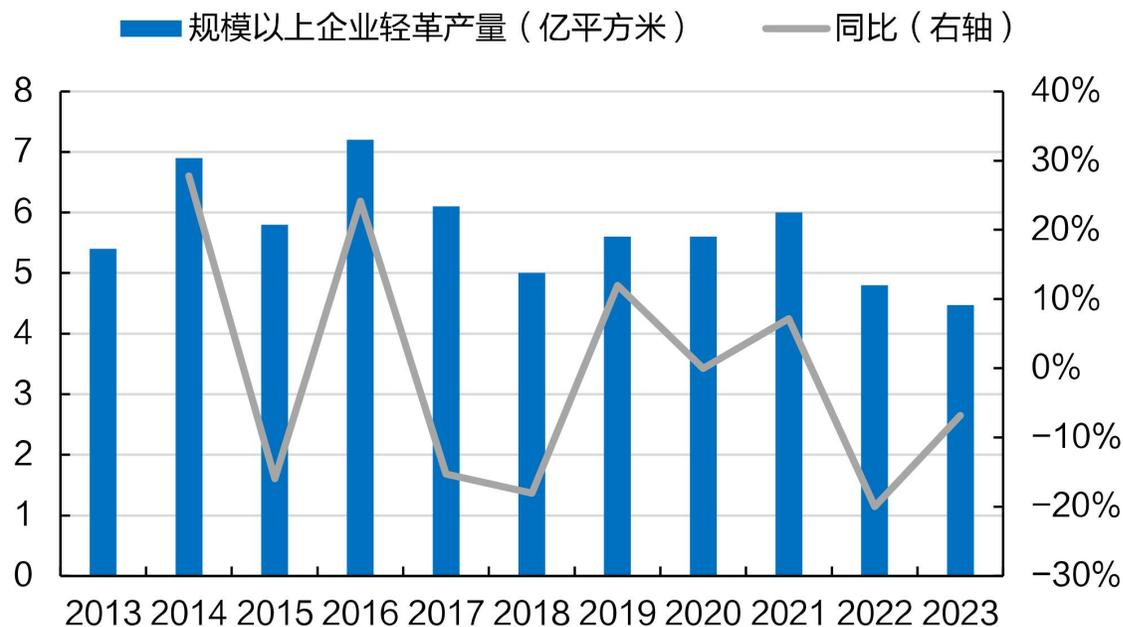
国内轻革产量触底反弹

- ◆ 鞣制是皮革生产过程中最关键的一道工序，生皮经过鞣制转变为革，铬鞣制成的皮革柔软轻薄、富有伸缩性。皮革按照重量及张幅的大小可分为轻革和重革，根据焦利敏（2020年）发表的《鞣制技术研究进展》，在全球范围内，80%–90%的轻革产品均采用铬鞣法生产。
- ◆ 自工信部2014年公布《制革行业规范条件》，真皮行业因环保问题大量落后产能被强制关停。2017年起，受行业景气度下滑、环保政策趋严导致落后产能加速退出以及中美贸易摩擦等诸多因素影响，国内轻革产量整体呈下滑趋势。

图表：皮革按照重量及张幅的大小分类



图表：2013–2023年，我国规模以上企业轻革产量



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

资料来源：中国皮革协会，华经产业研究院，国海证券研究所

- ◆ 公司为铬化学品龙头企业
- ◆ 铬盐开启景气周期
- ◆ 老树开新花，需求再迸发
- ◆ 产能难扩张，格局再优化
- ◆ 公司竞争力强
- ◆ 公司评级及风险提示

- ◆ 由于较高的环保治理壁垒，全球铬盐产能经过多年整合，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。截至2024Q1，全球铬盐产能约119万吨，其中，我国产能约57万吨。

图表：全球铬盐产能（折重铬酸钠，万吨，截至2024Q1）

国家	企业	重铬酸钠产能 /万吨	各公司重铬酸钠产能占全球比重	金属铬产能 /万吨	备注
中国	湖北振华	25	21%	1.2	
	重庆民丰				
	四川银河	12	10%	1	
	中信锦州	4	4%	金属铬1万吨， 高纯金属铬2000吨	高纯金属铬扩产1000吨
	锦州集信	0		0.3	扩产2000吨
	西金（锦州）金属	0		0	新建高纯金属铬7000吨，氧化铬2万吨，外购铬酸酐
	青海博鸿	0		0	新建1万吨金属铬和1万吨氧化铬，以铬铁为原料， 振华股份持股10.3%
	辽宁一森	0		0	新建5000吨金属铬
	其他	16			
	合计	57	50%		
土耳其	金山集团	13	11%		中东
哈萨克斯坦	阿克纠宾斯克	13	11%		
美国	YILMADEN	11	10%		北美
印度	Vishnu Chemicals	8	7%		南亚
俄罗斯	1915	10	9%		
南非	朗盛	7	6%		兄弟科技2020年完成收购
	合计	119	103%		

资料来源：锦州市发改委官网，亚洲金属网公众号，中国无机盐工业协会公众号，Wind，各公司官网，各公司公告，华经产业研究院，青海日报，国海证券研究所

铬盐行业环保政策收紧

◆ 六价铬是一种致癌、致畸、致突变的剧毒物质，毒性比三价铬大100倍，被国家列为一类控制的污染物。六价铬极易溶于水，易由土壤迁移至地下水，因而其生产具有一定的排放治理压力，受到国家政策的严格限制。铬盐行业环保政策逐步收紧，例如，《产业结构调整指导目录（2011年本）（修订本）》中规定，“有钙焙烧铬化合物生产装置”应于2013年淘汰；2013年发布的《铬盐行业环境准入条件（试行）》中规定：“控制铬盐生产厂点总数，全国范围内原则上不再新增生产企业布点”。

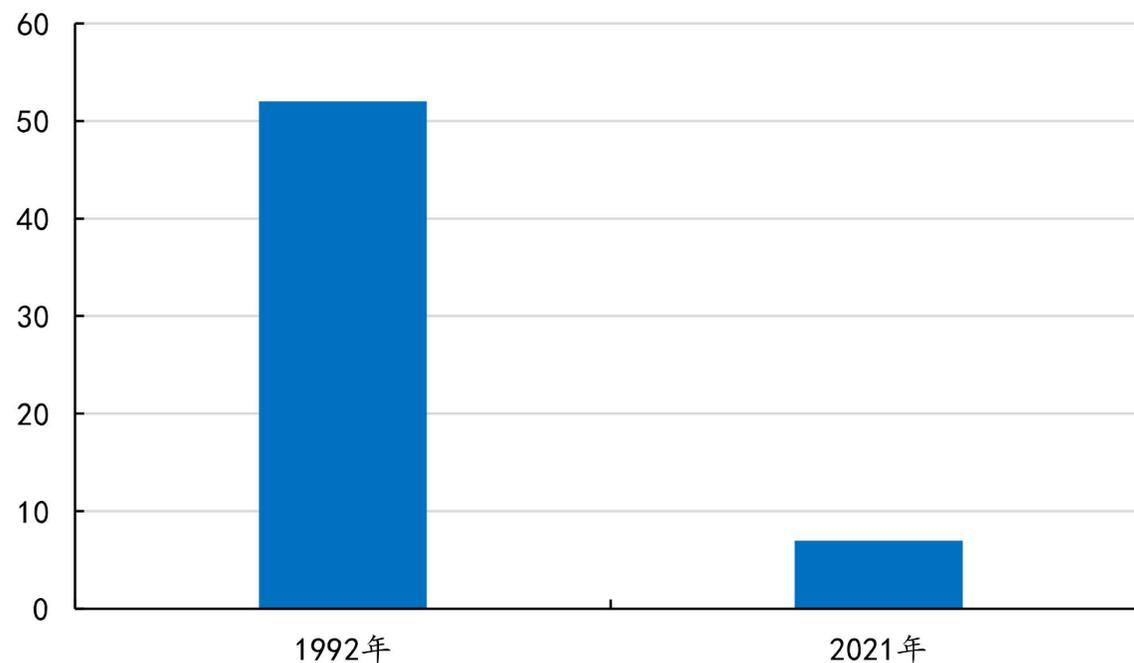
图表：中国铬盐行业相关政策梳理

时间	部门	政策文件	主要内容
2005年	发改委、环保总局	《铬渣污染综合整治方案》	力争2006年，实现铬盐生产企业当年生产的铬渣全部得到无害化处置；在2008年底前，实现环境敏感区域铬渣无害化处置；在2010年底前，所有堆存铬渣实现无害化处置，彻底消除铬渣对环境的威胁。
2011年		《铬化合物生产建设许可管理办法》	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》；铬化合物生产建设应当遵循统筹规划、合理布局的原则。
2011年		《产业结构调整指导目录（2011年本）》	将“有钙焙烧化合物生产装置”列入淘汰类项目；将“少钙焙烧工艺重铬酸钠生产装置”列入限制类项目。
2012年	工信部、财政部	《铬盐行业清洁生产实施计划》	制定淘汰落后产能时间表，确保在2013年底前淘汰有钙焙烧工艺；利用中央财政清洁生产专项资金重点支持企业实施烧结工段清洁生产技术改造；对率先实施铬铁碱溶氧化制铬酸钠、气动流化塔式连续液相氧化法等关键技术产业化应用的示范项目，中央财政清洁生产专项资金将给予资金补助。
2013年		《铬盐行业环境准入条件（试行）》	控制铬盐生产厂点总数，全国范围内原则上不在新增生产企业。
2013年		《关于加强铬化合物行业管理的指导意见》	严格环保准入，严格布局准入，推动铬企业兼并重组，鼓励有条件的企业利用资本、技术优势开展兼并重组，提高产业集中度，促进规模化、集约化经营。
2019年	发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	将“铬盐清洁生产新工艺的开发和应用”列入鼓励类项目。
2020年	工信部	《工业和信息化部关于加强铬化合物生产建设项目事中事后监管的通知》	省级工业和信息化部门不再实施铬化合物生产建设项目审批。新建、扩建铬化合物生产建设项目应严格执行铬化合物生产的相关产业政策。
2023年	发改委	《产业结构调整指导目录（2024年本）》	鼓励类：铬盐清洁生产新工艺的开发和应用；限制类：少钙焙烧工艺重铬酸钠；淘汰类：有钙焙烧铬化合物生产装置

资料来源：华经产业研究院，公司公告，发展改革委官网，工业和信息化部官网，国海证券研究所

- ◆ 随着铬盐环保政策收紧，行业新增产能受限，同时中小企业落后产能逐步出清。我国铬盐在产企业由1992年的52家已逐步缩减至2021年的7家。

图表：中国铬盐行业生产企业数量情况统计（家）

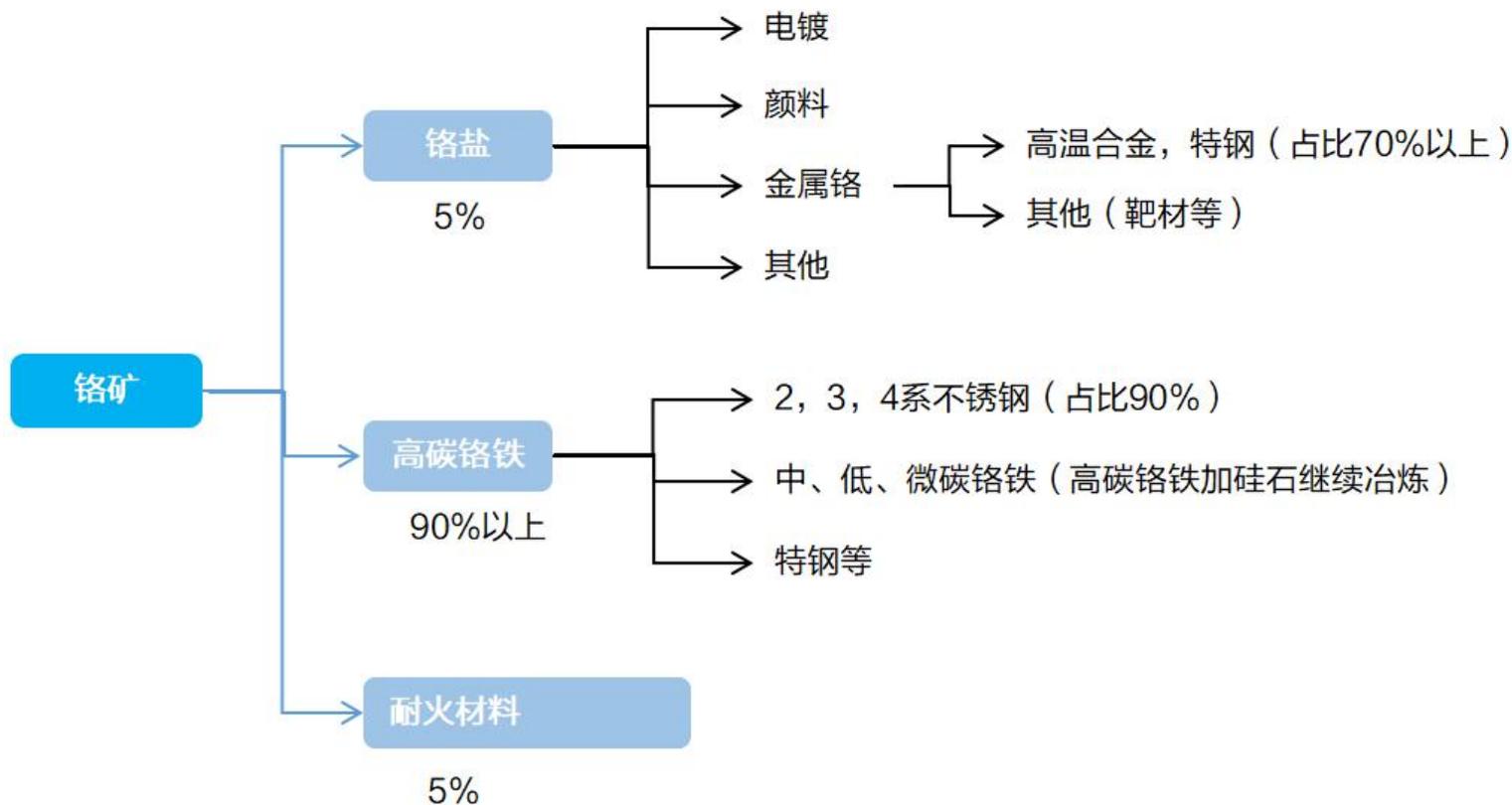


资料来源：华经产业研究院，公司公告，国海证券研究所

铬盐约占铬矿下游应用的 5 %

- ◆ 铬因其防腐蚀、耐高温的性质成为现代冶金中重要的金属元素。铬产业链中，超90%的铬矿被直接冶炼成高碳铬铁，是铬矿的最大消耗方式；约5%的铬矿被加工成化工铬盐，5%的铬矿被用作生产耐火材料。

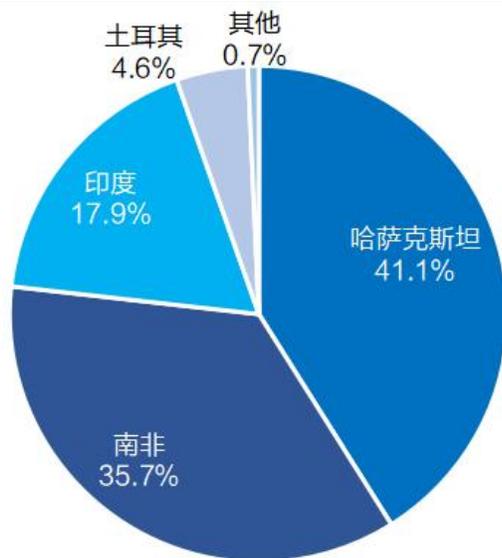
图表：铬产业链



资料来源：SMM镍铬锰不锈钢公众号，易普咨询，国海证券研究所

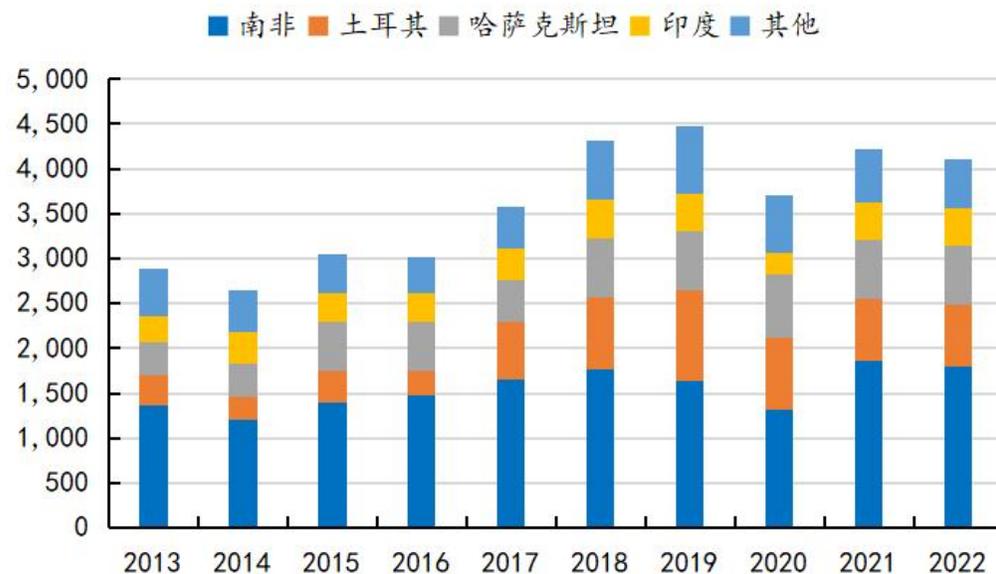
- ◆ 地球上含铬元素的矿物非常少，主要以氧化物形式存在于矿石中。全球铬矿储量分布较为集中，据美国地质调查局，2022年，全球铬矿储量为5.6亿吨，其中，哈萨克斯坦、南非、印度、土耳其四国储量占比分别41.1%、35.7%、17.9%、4.6%。
- ◆ 全球铬矿产量整体稳步提升。据美国地质调查局，2022年，全球共生产铬矿4100万吨，且主要生产国与主要储量国基本一致，南非、土耳其、哈萨克斯坦、印度四国产量占比分别43.9%、16.8%、15.9%、10.2%。

图表：2022年，全球铬矿储量占比



资料来源：美国地质调查局，Wind，国海证券研究所

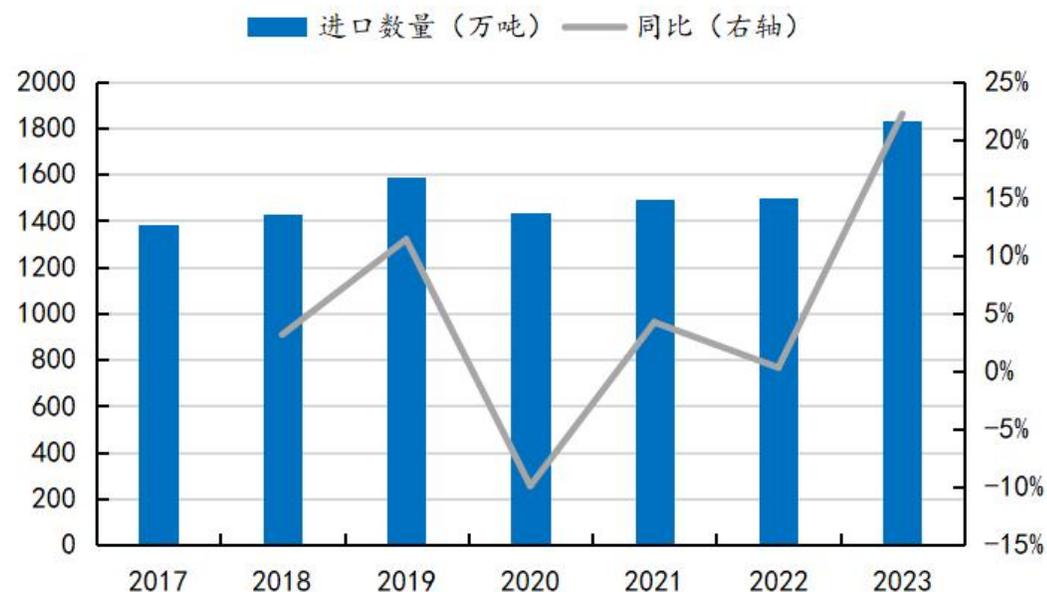
图表：全球主要国家铬矿产量（万吨）



资料来源：美国地质调查局，Wind，国海证券研究所

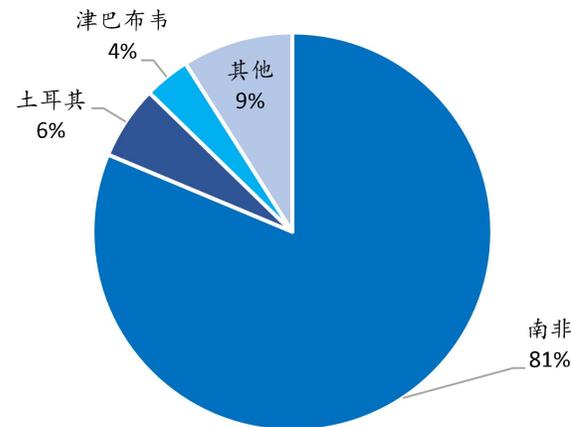
- ◆ 我国是一个铬矿资源严重短缺的国家，受制于较差的资源禀赋，国内铬铁矿产量多年以来一直维持在10-20万吨，铬矿进口依赖度超90%，进口量已连续多年位居世界第一。据海关总署数据，2023年，我国进口铬矿砂及其精矿1829.0万吨，同比+22.2%。其中，自南非进口铬矿的总量为1487.6万吨，约占总量的81%，同比+21.1%；自土耳其进口铬矿的总量为109.1万吨，约占进口总量的6%，同比+15.9%。

图表：我国铬矿砂及其精矿进口数量



资料来源：海关数据统计平台，Wind，国海证券研究所

图表：2023年，中国铬矿砂及其精矿进口地区分布

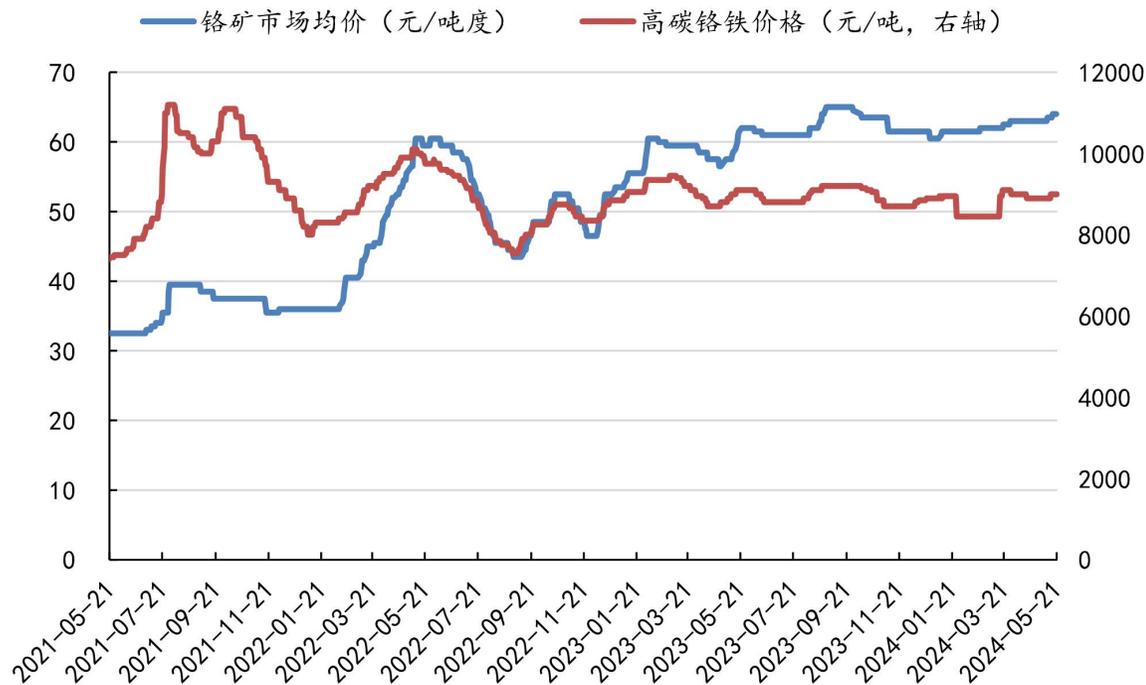


资料来源：海关数据统计平台，国海证券研究所

铬矿价格有望维持高位

- ◆ 铬矿下游约90%为炼钢，因而铬矿价格与不锈钢价格息息相关。2021年，国家政策扶持实体企业开工；同时，海外实体恢复较慢的背景下，国内不锈钢出口增加，国内不锈钢产量显著增加，带动铬铁的产能释放。另一方面，最大的铬矿出口国南非由于电力短缺和能源成本上升，导致供应紧张。在海外供应受限及海运费推动的成本上移背景下，叠加中国港口高品粉库存长期处于低位，铬矿价格有望维持高位运行。

图表：铬矿及下游高碳铬铁市场均价

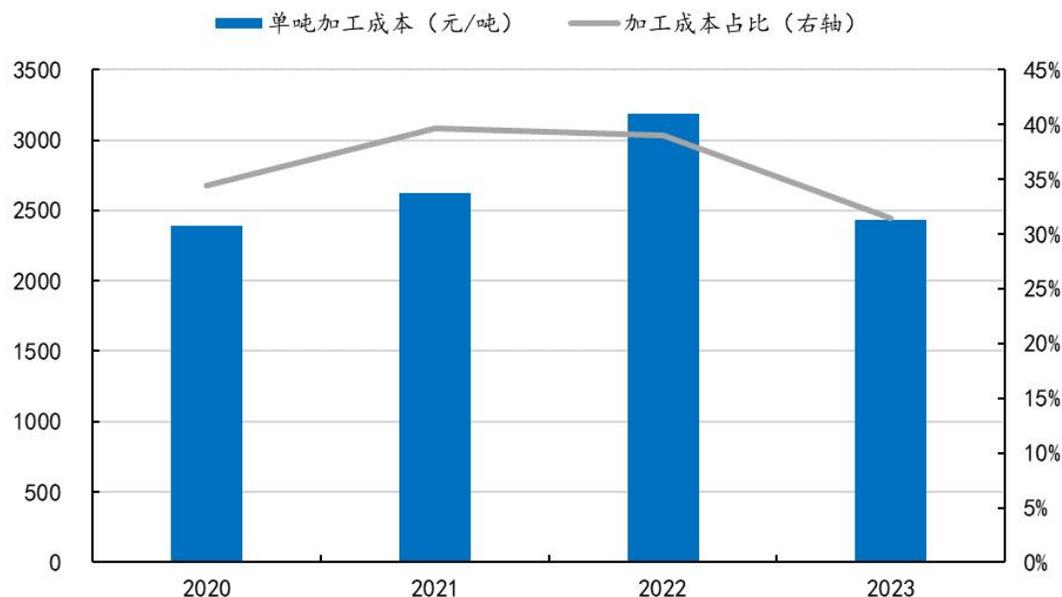


资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

- ◆ 公司为铬化学品龙头企业
- ◆ 铬盐开启景气周期
- ◆ 老树开新花，需求再迸发
- ◆ 产能难扩张，格局再优化
- ◆ 公司竞争力强
- ◆ 公司评级及风险提示

- 在原材料价格持续上涨的背景下，公司通过优化加工成本，实现加工成本占比不断降低。以重铬酸盐为例，加工成本占营业成本比重从2021年的40%降低至2023年的31%，单位营业成本变动幅度始终优于原材料成本。尤其2023年，主要原材料铬铁矿的价格同比涨幅超过40%，但当年公司采取热能回收、窑外预热等节能降耗、提升生产效率等一系列措施优化制造费用并发挥规模化效应，使得单位营业成本不升反降。

图表：重铬酸盐加工成本及占比变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：2023年，重铬酸盐单吨营业成本变化情况（元/吨）

	2022	2023	yoy	备注
单吨直接材料	4974	5304	6.6%	原材料价格上涨
单吨直接人工	487	326	-33.1%	产能规模效应及品种结构调整
单吨燃料	781	686	-12.2%	产品结构调整及煤价格下降
单吨动力	649	361	-44.3%	项目提升，蒸汽外购量大幅度下降
单吨其他	1267	1061	-16.3%	产品结构调整
单吨营业成本	8158	7738	-5.2%	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

- ◆ 据《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》，对比有钙焙烧和无钙焙烧工艺，无钙焙烧各项物料消耗指标都较有钙焙烧有所提高，其中铬矿消耗减少 10.6%、纯碱减少3.4%、硫酸减少18.0%，尤其是综合能源消耗减少 31.2%。
- ◆ 公司掌握数字化无钙焙烧生产工艺，通过其持续优化，原料单耗水平得到进一步提升。据公司官网披露，每生产一吨重铬酸钠，公司铬矿、纯碱、硫酸单耗分别为1.07、0.77、0.75t，其中，铬矿及纯碱单耗分别较行业无钙焙烧水平优化7.6%、10.4%。

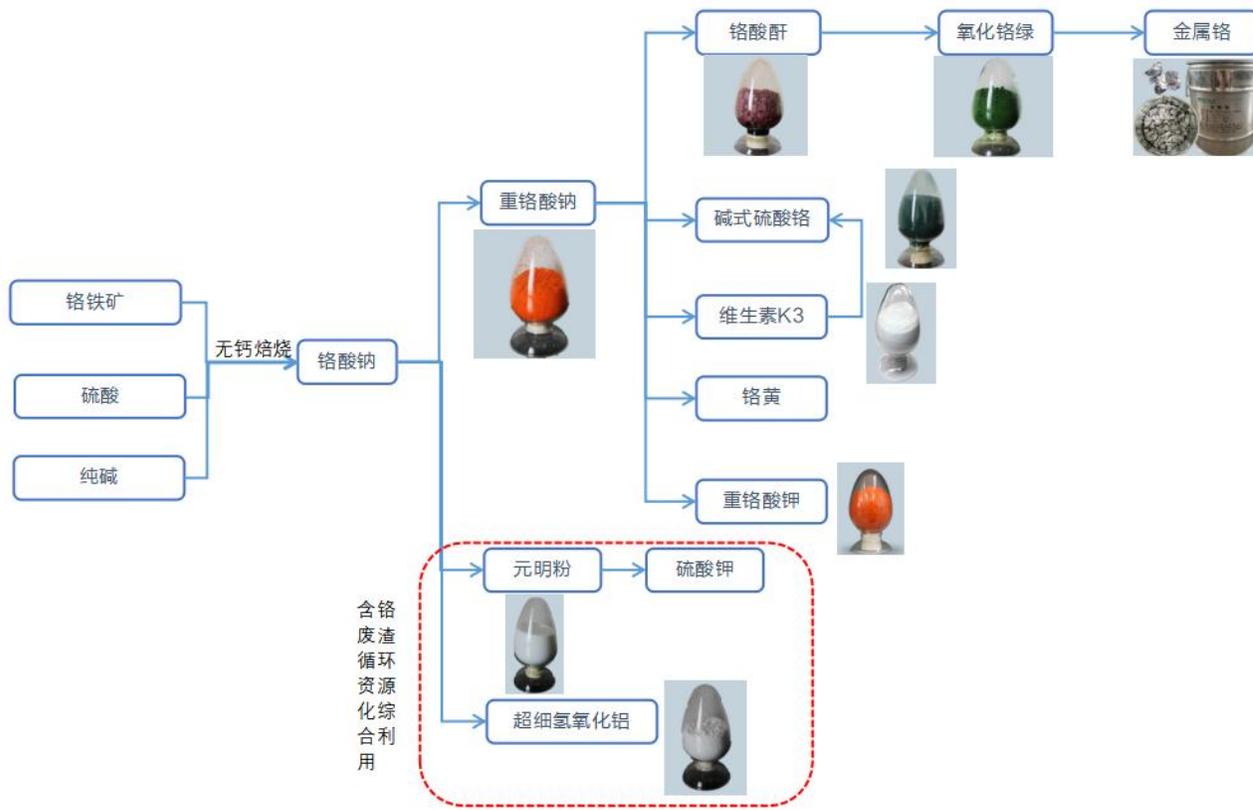
图表：重铬酸钠生产单耗（t/t）

项目	有钙焙烧水平	无钙焙烧水平	振华股份
铬矿单耗	1.30	1.16	1.07
纯碱单耗	0.89	0.86	0.77
硫酸单耗	0.37	0.30	0.75

资料来源：《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》陈小红等，振华股份官网，国海证券研究所

- ◆ 依托一体化产业链优势，公司产品几乎覆盖铬盐下游所有主流品种，同时进一步拓展至金属铬、超细氢氧化铝、铁铬液流电池、元明粉、硫酸钾等，实现资源综合利用、增厚公司业绩的同时，为客户提供一站式选择。

图表：公司产品品类齐全



资料来源：公司公告，公司官网，国海证券研究所

- ◆ 公司紧密围绕铬化学品产业链，加强成本控制的同时，延伸铬盐产业链，拓宽应用领域。公司利用行业地位和市场经验，向高纯金属铬、新型高效阻燃材料、新能源长时储能领域扩展。高纯金属铬，超细氢氧化铝产品经过近几年的技术探索和市场培育，产能逐步扩大，已成为公司新的经济效益增长点。

图表：公司积极延伸铬盐产业链（截至2024年4月）

项目	现有产能	在建产能	备注
金属铬	1.2万吨		普通1万吨，高纯0.2万
超细氢氧化铝	5万吨	10万吨	
铁铬液流电池储能电站项目			截止2024年4月，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 2MW
液流储能研发中心项目			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：Wind，公司公告，国海证券研究所

- ◆ 2024Q1，公司合金添加剂产线（含金属铬及铬刚玉等副产物）成功进入量产阶段，累计出货量达到 3700 吨，规模效益开始显现。在终端航空航天、涡轮机等拉动下，金属铬需求有望维持高增，为公司产品放量提供有力支撑。
- ◆ 2023年，公司超细氢氧化铝产量首次达到 4 万吨并基本实现产销平衡，销量同比增长约 22%。超细氢氧化铝作为全球最主要的无机系阻燃剂，据中商产业研究院，其需求量有望从 2022 年的98.45 万吨上升至 2028 年的 265.17 万吨，CAGR约 18%。公司新产能的投产有望继续增厚业绩。

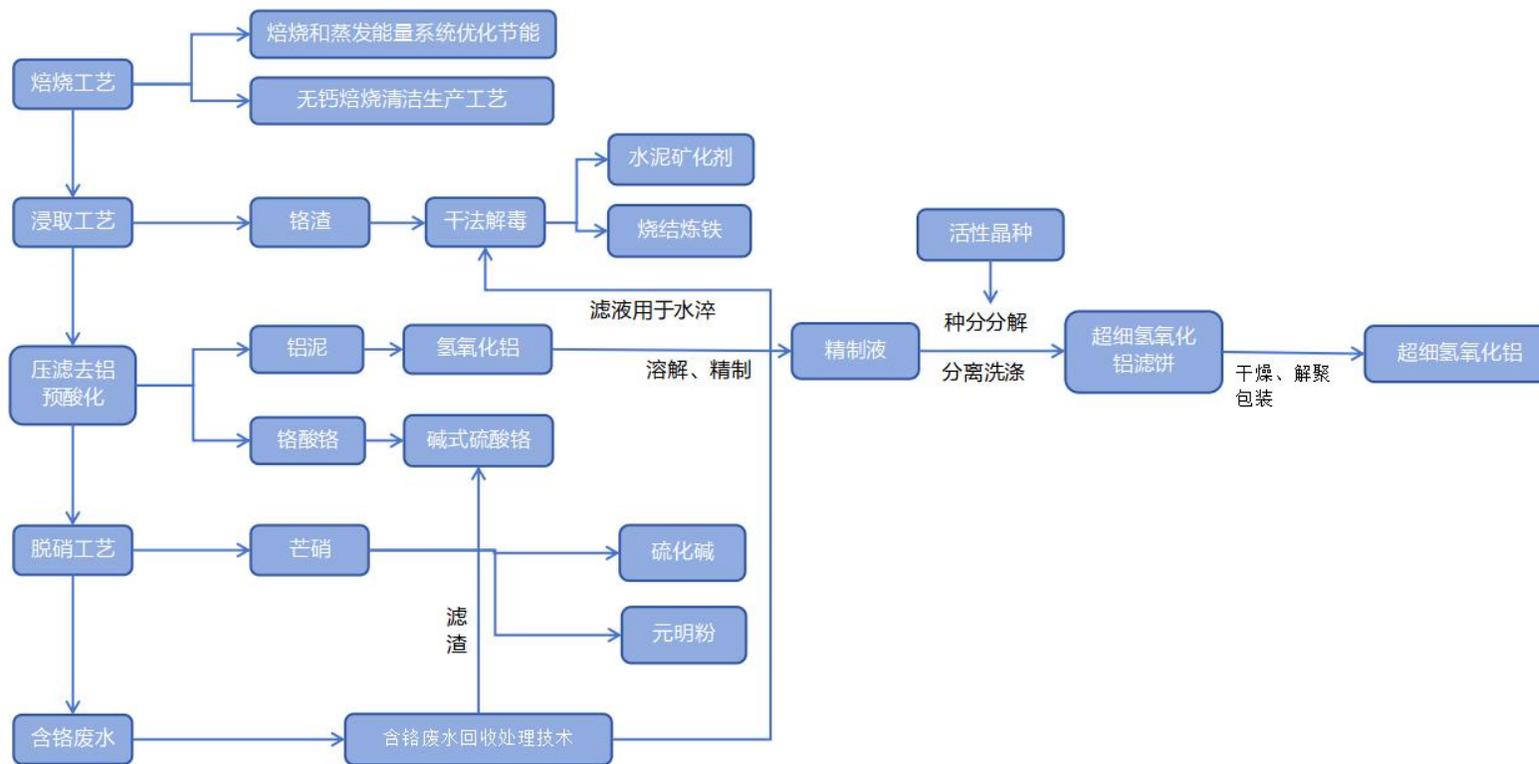
图表：公司新拓展下游板块业绩预测

产品	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
超细氢氧化铝	营业收入（亿元）	0.81	1.28	1.51	1.85	2.16	2.52
	产能（万吨）	5.00	5.00	5.00	15.00	15.00	15.00
	销量（万吨）	2.39	3.18	3.86	5.00	6.00	7.00
	单价（元/吨）	3396.65	4037.11	3919.69	3700.00	3600.00	3600.00
	毛利润（亿元）	0.20	0.40	0.56	0.57	0.65	0.76
	单吨毛利润（元/吨）	834.73	1254.72	1462.44	1147.00	1080.00	1080.00
	毛利率	24.58%	31.08%	37.31%	31.00%	30.00%	30.00%
金属铬	营业收入（亿元）				4.60	6.38	9.12
	产能（万吨）				1.00	1.20	1.20
	销量（万吨）				0.80	1.00	1.20
	单价（万元/吨）				5.75	6.38	7.60
	毛利润（亿元）				1.47	2.04	2.92
	单吨毛利润（元/吨）				18407.08	20416.00	24320.00
	毛利率				32.00%	32.00%	32.00%

资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

- ◆ 公司在围绕铬化学品产业链进行一体化布局的过程中，通过对铝泥的综合利用，攻克了超细氢氧化铝粉体制备的多项技术瓶颈，成功量产，并形成了稳固的客户基础。公司还通过外购氢氧化铝原料实现超细氢氧化铝规模效益的放大，当前拥有超细氢氧化铝产能5万吨，在建产能10万吨。

图表：超细氢氧化铝工艺流程



资料来源：公司招股说明书，中超股份招股说明书，国海证券研究所

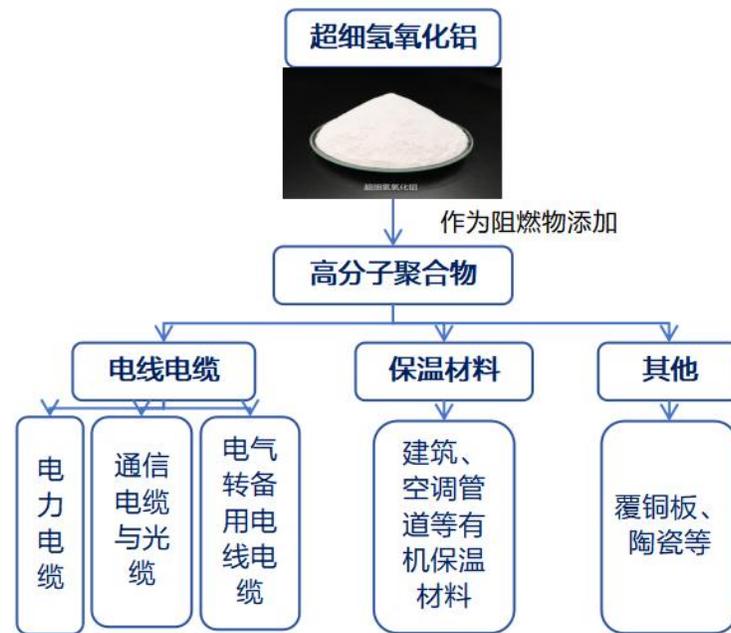
- ◆ 阻燃剂的种类繁多，一般按照化学元素的不同，可分为无机系、有机磷系和有机卤系三大类。无机系阻燃剂的主要优势是性价比高、低毒或无毒、低腐蚀性或无腐蚀性、低烟，主要应用在各种电线电缆、高端保温材料、覆铜板等领域。
- ◆ 超细氢氧化铝具有阻燃、抑烟、填充三重功能，可用于高端阻燃剂及高端保温材料等领域，且具有无毒、无腐蚀、低烟、不挥发、阻燃性能好、效果持久、分散性好、色度优良等优点。
- ◆ 据中超股份招股说明书，目前，超细氢氧化铝阻燃剂已成为全球最主要的无机系阻燃剂，其产量占无机系阻燃剂总产量的85%以上，是全球用量最大和应用最广的无机系阻燃剂。

图表：阻燃剂的分类

项目	无机系阻燃剂	有机磷系阻燃剂	有机卤系阻燃剂
代表产品	氢氧化铝、氢氧化镁、硼酸锌、三氧化二锑	TCPP、BDP	十溴二苯乙烷、四溴双酚A
元素种类	铝镁系、硅系	磷系	卤系
阻燃效率	较低	中等	较高
环保性	低度或无毒、低烟 低腐蚀或无腐蚀	低毒、少烟、低腐蚀	释放毒性、 腐蚀性气体
相容性	较好	好	好
价格	价格低	较贵	较贵，且上涨趋势快
主要缺点	添加量较大	通用性较差，不同材料 需要使用不同的产品	燃烧烟雾大、释放 毒性、腐蚀性气体

资料来源：中超股份招股说明书，国海证券研究所

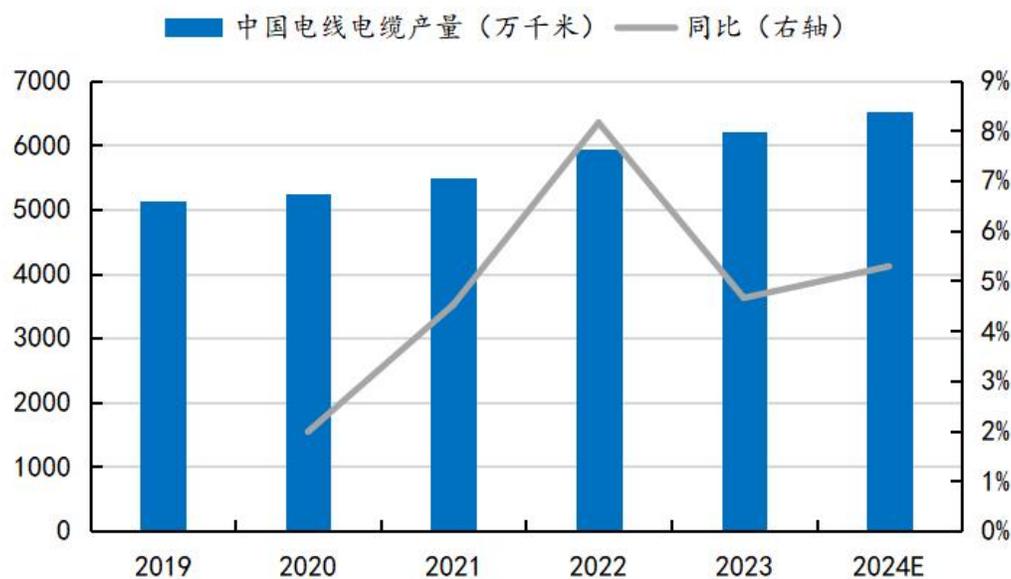
图表：超细氢氧化铝下游应用



资料来源：中超股份招股说明书，国海证券研究所

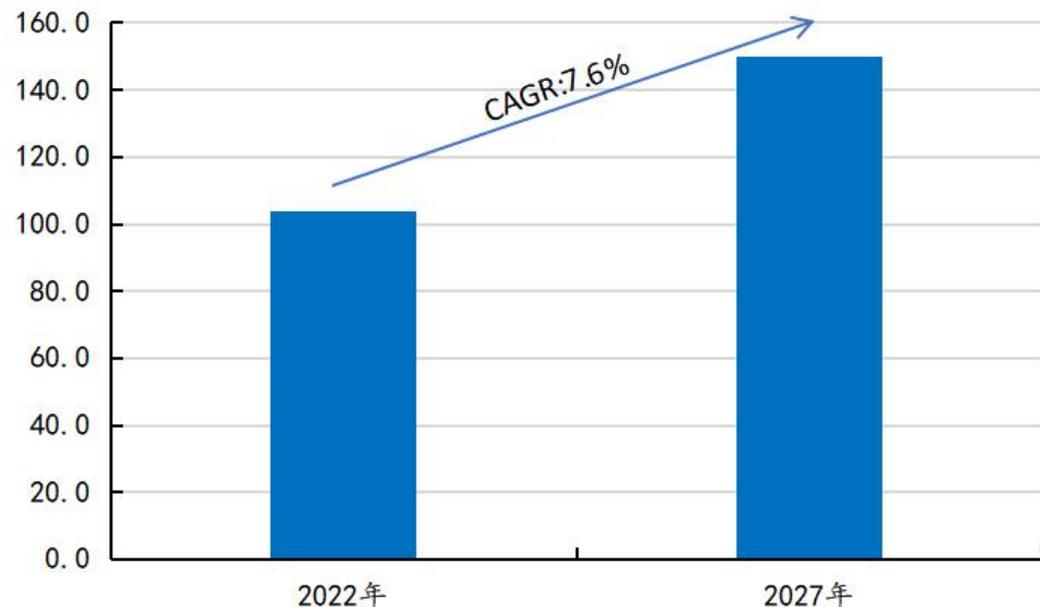
- ◆ 随着各地区的法规日趋严格，要求在建筑、电子、纺织、汽车等主要终端行业使用阻燃剂；叠加消费者对火灾发生时的逃生时间、阻燃剂的有效性及其优点的认识不断提高，阻燃材料的应用领域及需求预计持续扩张。据美国咨询公司Grand View Research，2020年全球阻燃剂市场规模为74.6亿美元，预计2021年至2028年期间有望以8%的复合增长率保持增长。据前瞻产业研究院，2022年，我国阻燃剂需求约104万吨，到2027年需求有望达150万吨，CAGR约7.6%。

图表：2019-2024E，中国电线电缆产量



资料来源：中商产业研究院，国海证券研究所

图表：2022-2027E，我国阻燃剂需求量 (万吨)



资料来源：中超股份招股说明书，国海证券研究所

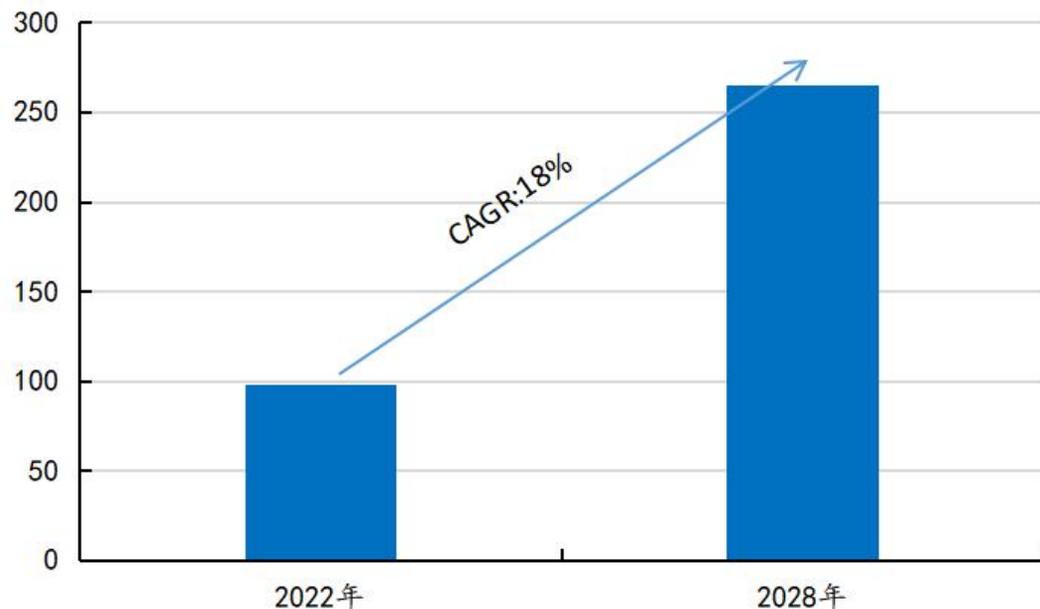
- ◆ 溴系阻燃剂是主要的有机卤系阻燃剂，随着其在环保、安全等方面的问题日益显现，具备环保优势的无机系阻燃剂市占率有望进一步增加。超细氢氧化铝阻燃剂作为环保型低烟无卤阻燃材料，随着下游电线电缆、高端保温材料及覆铜板等行业的快速发展，其需求量有望维持较高增速。据中商产业研究院，全球超细氢氧化铝需求量有望从 2022 年的 264.61 万吨上升至 2028 年的 522.28 万吨，CAGR 达 12%，其中国内超细氢氧化铝需求量有望从 2022 年的 98.45 万吨上升至 2028 年的 265.17 万吨，CAGR 约 18%。

图表：无机系阻燃剂需求驱动因素

驱动因素	详细
阻燃行业政策标准陆续出台，执行力度不断加强，带动阻燃剂市场需求	近年来，我国陆续颁布各项阻燃行业法规政策，包括《公共场所阻燃制品及组件燃烧性能要求和标识 GB20286-2006》、《关于民用建筑外保温材料消防监督管理有关事项的通知》、《中华人民共和国消防法》
阻燃剂应用领域和需求持续扩张	阻燃材料在化学建材、电子电器、交通运输、航天航空、日用家具、室内装饰、衣食住行各个领域中具有广泛应用，阻燃剂已成为仅次于增塑剂的第二大高分子材料改性添加剂。
阻燃剂消费结构调整升级，无机系阻燃剂发展迅速	随着含卤阻燃剂受到越来越多的市场质疑，具备环保优势的无机系阻燃剂市占率进一步增加。目前，超细氢氧化铝阻燃剂产量占无机系阻燃剂总产量的 85% 以上，西欧和北美地区消费量占阻燃剂总消费量的比例均在 50% 以上。

资料来源：中超股份招股说明书，国海证券研究所

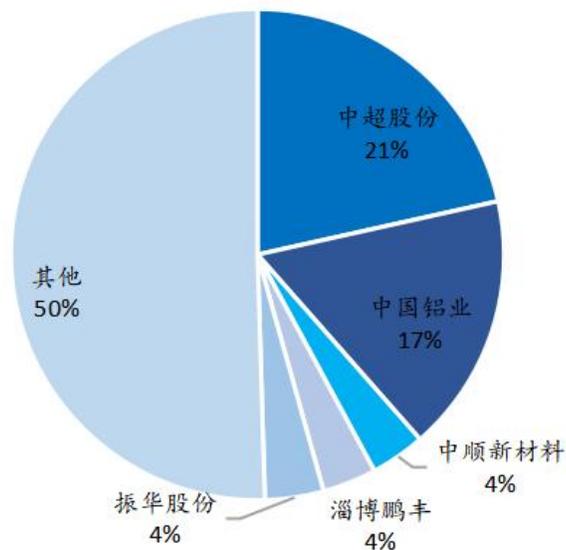
图表：2022-2028E，我国超细氢氧化铝需求量（万吨）



资料来源：中商产业研究院，国海证券研究所

◆ 我国超细氢氧化铝竞争格局相对集中，据中商产业研究院，2022年CR5产量占比达50%。

图表：2022年，国内超细氢氧化铝主要生产企业产量占比



资料来源：中商产业研究院，国海证券研究所
注：中国铝业产量为其子公司山东新材料，中州新材料合计数。

图表：我国超细氢氧化铝扩产计划（截至2024年3月）

时间	企业	项目
2022年1月	中顺新材料	中顺恒辉（滨州）新材料有限公司年产20万吨微纳米级超细阻燃材料项目，一期拟投产10万吨超细氢氧化铝阻燃材料建设
2022年11月	山东新材料	山东新材料年产1.3万吨光伏背胶用窄分布微粉氢氧化铝产业化示范项目
2023年1月	振华股份	超细氢氧化铝新型环保阻燃材料项目，拟新建超细氢氧化铝生产线，年产规模10万吨
2023年2月	中州新材料	中铝中州新材料科技有限公司年产2万吨微粉氢氧化铝项目
2023年6月	中超股份	年产12万吨氢氧化铝微粉建设项目

资料来源：中超股份招股说明书，国海证券研究所

- ◆ 公司依托自身多年来围绕铬、钒等无机化合物积累形成的产能规模、技术优势和产品制备资质，深度融入液流储能产业链。公司计划建设液流储能电池关键材料研发及示范工程项目，并通过收购厦门首能控制权，中标国家电力投资集团下属单位的电解液框架招标项目等逐步在新能源领域进行探索和布局。截止2024年一季度，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2MW；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。

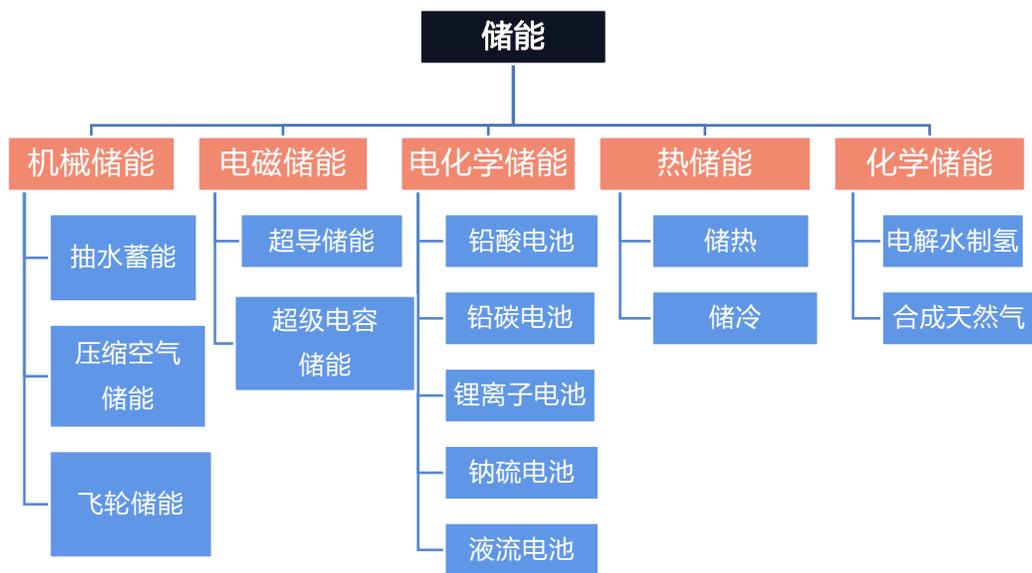
图表：公司铁铬液流电池相关项目及进展（截至2024年4月）

序号	项目名称	子项目	项目总投资	详细	进展
1	液流储能电池关键材料研发及示范工程项目	铁铬液流电池储能电站项目	5000万	建设1MW/6MWh 铁铬液流电池储能系统和5万 m ³ 铁铬液流储能材料生产装置	截止2024年4月，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2MW
		液流储能研发中心项目	12,650万	新建液流储能技术研发中心	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
2	三氯化铬生产线项目 (三氯化铬系铁铬液流储能电池负极电解质溶液的主要原材料)		2000	年产6000吨三氯化铬生产线	2022年8月建成投产

资料来源：公司公告，国海证券研究所

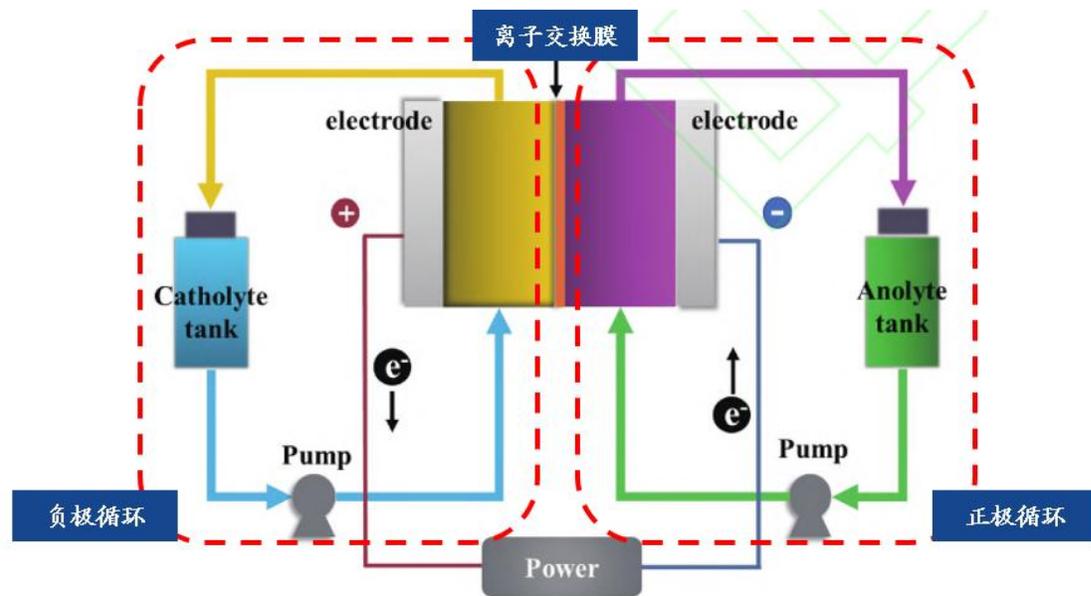
- ◆ 根据能量存储方式不同，储能可以分为机械储能、电气储能、电化学储能、热储能和化学储能五大类。新型储能是指除抽水蓄能以外的储能技术。目前各储能路线中抽水蓄能仍然是主力，但新型储能发展迅速。在新型储能技术中，锂离子电池的储能技术占比最高，但包括铁铬液流电池在内的多种新型储能技术持续发展。
- ◆ 液流电池由电堆单元、电解液、电解液存储供给单元以及管理控制单元等部分构成。根据电化学反应中活性物质的不同，水系/混合液流电池又分为全钒液流电池、铁铬液流电池、锌基液流电池等。

图表：储能电池分类



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：液流储能电池工作原理



资料来源：《无机水系液流电池研究进展》

- ◆ 铁铬液流电池商业化前景良好，一方面，与产业链成熟度相对较高的全钒液流电池相比，铬铁储量丰富，铁铬液流电池不易受到资源限制；另一方面，从度电成本的角度，根据国家电投预测，6小时铁铬液流储能系统单位初始投资约2,800元/kWh，低于全钒液流电池，且未来随着研发、模块化设计及规模化生产，铁铬液流储能系统的成本有望进一步下降，预计到“十四五”末，价格可降至1,500元/kWh。

图表：铁铬关键原料资源丰富

项目	铁铬液流电池	全钒液流电池	锂离子电池
关键原材料	铬铁	五氧化二钒	碳酸锂
关键元素全球探明储量	铬储量120亿吨	钒储量6300万吨	锂储量8900万吨
关键原材料价格 (截至2022/7/1)	0.19元/kg	124.5元/kg	472.5元/kg
当量价格	0.02元/mol	29.50元/mol	34.50元/mol

资料来源：公司公告，国家电投，国海证券研究所

图表：三种液流电池25年全生命周期度电成本对比（6小时系统）

项目	铁铬液流电池	全钒液流电池	锂离子电池
单位初始投资（元/kWh）	2800	3250	1750
二次投入	无	无	第10、20年末更换电芯
容量衰减	无衰减	无衰减	每个周期末衰减至80%
系统效率	71%	/	88%
平准化度电成本（元/kWh）	0.38	/	0.42

资料来源：公司公告，国家电投，国海证券研究所

- ◆ 铁铬液流储能电池具备长循环寿命、高安全性、能够适应较低的环境温度等优势。

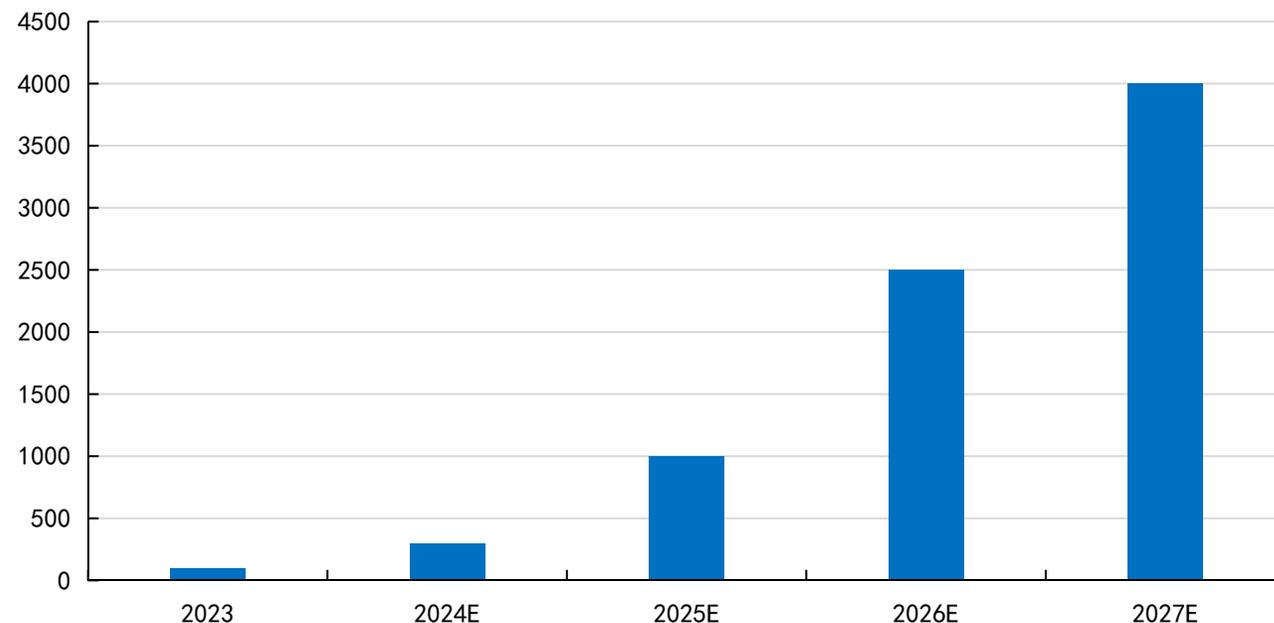
图表：不同技术路线的新型储能电池特点及商业化进程

项目	循环寿命 (次)	能量密度	安全性	系统效率	温度 (°C)	自放电	毒性和 腐蚀性	BOM成本	成熟度
铁铬液流电池	> 20000	10-15 Wh/L	好	60-70%	-40-70	极低	弱 (稀盐酸)	电解液 成本低	商用
全钒液流电池	> 20000	15-25 Wh/L	中	60-70%	5-45	极低	强 (硫酸)	电解液 成本高	商用
锌溴液流电池	> 5000	65 Wh/L	Br 蒸汽有泄露 风险	60-70%	20-50	低	强 (Br腐蚀性极 强)	低	示范
锂离子电池	5000	300-400 Wh/L 130-200 Wh/kg	短路引起 爆炸	85%	20-45	中	强 (稳定剂 腐蚀)	正极材料成 本高	商用
钠-硫电池	2500	150-240 Wh/kg	固态电解质破裂 导致短路, 从而发生火灾	65-80%	300-350	低	中 (熔融状态金 属Na和硫磺)	低	示范

资料来源：公司公告，国家电投，国海证券研究所

- ◆ 据公司不完全统计，2023 年已签约的铁铬液流电站项目容量合计约1.5GWh，已签约的铁铬液流电池生产装置年生产能力合计达到 1.2GW。
- ◆ 以国家电投为例，根据 2022 年 8 月国家电投推介会的信息，国家电投的订单总规模已达到2.7GW/12.1GWh，其产能规划为 2023 年达到 500MW 产能、2024 年 1GW、2025年 3GW、2026 年 4GW、2027 年 5GW；预测 2023 年-2027 年铁铬液流电池累计装机规模达到 7.9GW。

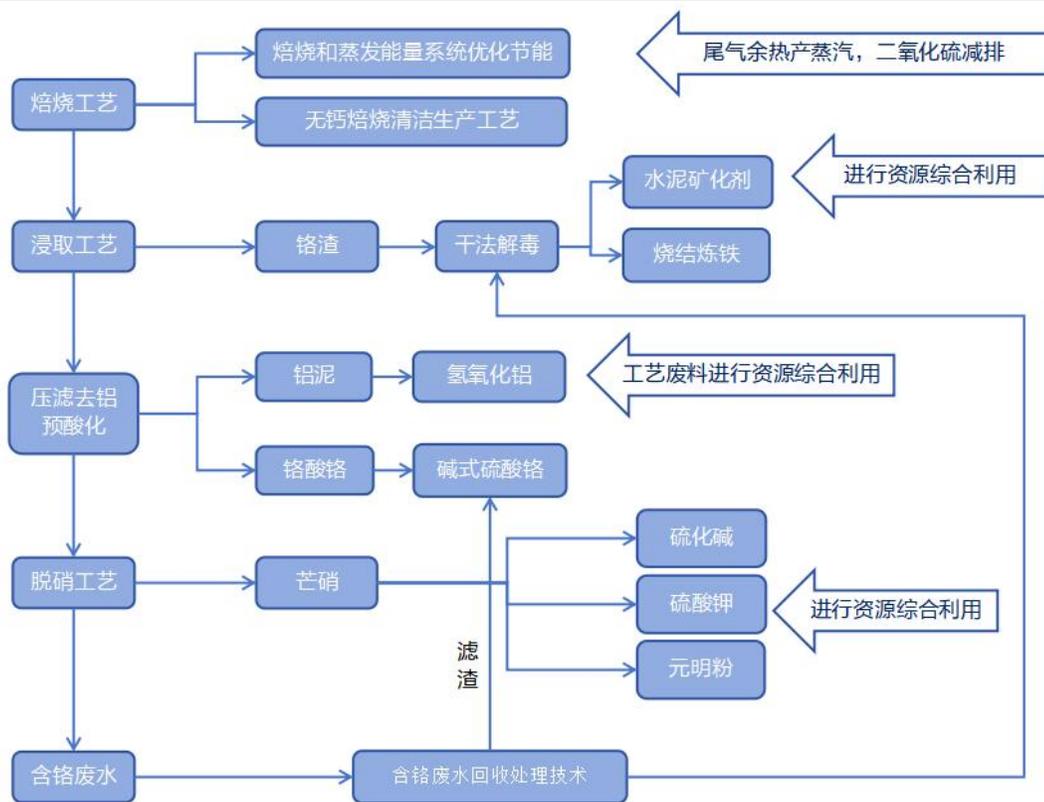
图表：国家电投预计新增装机规模（MW）



资料来源：公司公告，国家电投，国海证券研究所

- ◆ 清洁化生产主要体现在生产工艺水平、资源综合利用水平、环保水平、管理水平等四个方面。当前，全球铬盐行业正向着清洁化、集约化、规模化方向不断演进。国内产业政策的动态调整和环保监管要求的持续提升，也促使铬化学品企业需对其工艺改进效力和环保治理水平保持密切跟踪和高额投入。在此背景下，公司提出了“多元素转化、固废资源化、产品高质化、装备大型化”铬盐制造升级思路，已形成了完善的内循环经济运行模式和外部资源综合利用途径，节能减排及资源综合利用优势明显。

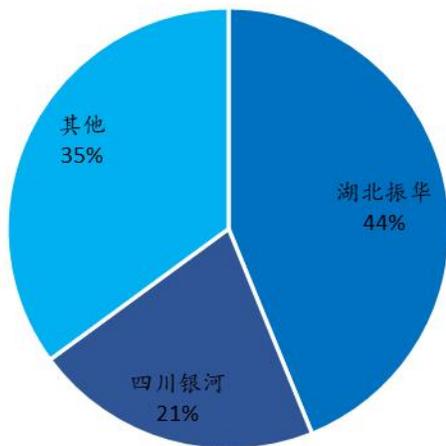
图表：公司资源综合利用产业链



资料来源：公司公告，国海证券研究所

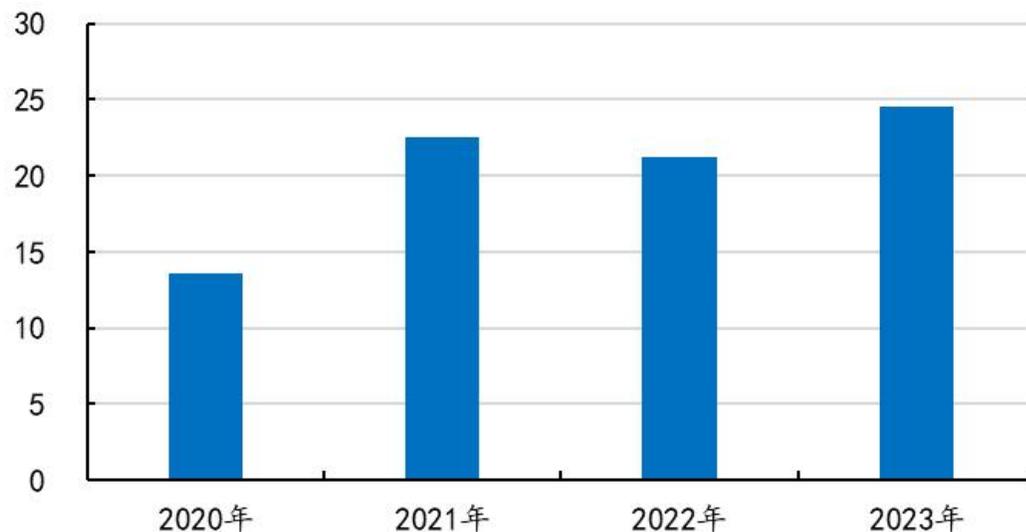
- ◆ 公司规模优势显著，产能约占我国总产能的一半，且拥有中间品铬酸钠产能。据公司年报披露，截至 2018 年底，国内共 7 家铬盐在产企业，平均产量约 4.3 万 t/a，其中产量大于 5 万 t/a 的仅有 3 家（其中重庆民丰已被公司收购），而同期国外生产企业单体平均生产能力约为 8.7 万 t/a。

图表：中国铬化工品产能竞争格局（截至2024Q1）



资料来源：公司公告，亚洲金属网公众号，中国无机盐工业协会公众号，国海证券研究所

图表：公司铬盐产品总产量（折重铬酸钠，万吨）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

- ◆ 公司为铬化学品龙头企业
- ◆ 铬盐开启景气周期
- ◆ 老树开新花，需求再迸发
- ◆ 产能难扩张，格局再优化
- ◆ 公司竞争力强
- ◆ 公司评级及风险提示

投资建议：

预计公司2024-2026年，营业收入分别为43.86、46.29、51.43亿元，归母净利润分别为5.29、5.85、6.71亿元，对应的PE分别为11、10、8倍，在铬盐景气度提升背景下，公司作为龙头企业优势显著，维持公司“买入”评级。

◆ 风险提示：

铬铁矿价格波动风险：由于铬铁矿主要依赖进口，不排除未来国外主要铬铁矿生产企业因销售策略及出口限制等因素，造成铬铁矿价格出现非理性上涨的可能。公司存在因铬铁矿价格大幅波动所致的经营风险。

下游行业周期性波动风险：公司生产的铬盐系列产品应用领域尚在进一步延伸和拓展中。铬盐应用领域的广泛性，使其不对个别行业形成严重依赖，因而有利于缓解单一行业经济周期性波动的影响。但如果宏观经济出现重大不利变化，下游行业普遍受周期性影响而发展变缓，将可能对公司经营业绩产生不利影响。

行业监管政策变化导致的风险：国家对铬盐系列产品生产实施多项行业监管政策，如果政策发生变化，公司在业务拓展过程中可能面临因无法取得或达到相关要求而影响正常经营的风险，也会面临投资项目未获审批通过或无法获得环境保护行政许可而不能实施等行业监管方面的风险。

环保政策变化导致的风险：公司目前的污染物排放指标均达到国家标准。但是，如果国家相关环保政策作出调整，环保标准进一步提高，将会增加公司的环保投入，从而可能对公司的经营业绩造成不利影响。

安全生产风险：由于生产工艺流程中不能完全排除因偶发因素引起的意外安全事故，从而存在对公司的生产经营构成不利影响的潜在可能。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3699	4386	4629	5143
增长率(%)	5	19	6	11
归母净利润（百万元）	371	529	585	671
增长率(%)	-11	43	11	15
摊薄每股收益（元）	0.74	1.04	1.15	1.32
ROE(%)	13	16	17	17
P/E	13.77	10.70	9.67	8.44
P/B	1.85	1.75	1.62	1.46
P/S	1.40	1.29	1.22	1.10
EV/EBITDA	8.73	7.14	6.13	5.25

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

振华股份盈利预测表

证券代码： 603067

股价： 11.12

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240718

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	271	496	768	954	营业收入	3699	4386	4629	5143	每股指标				
应收款项	377	461	454	502	营业成本	2790	3202	3334	3672	EPS	0.74	1.04	1.15	1.32
存货净额	643	679	677	694	营业税金及附加	31	35	38	42	BVPS	5.51	6.35	6.87	7.60
其他流动资产	505	651	597	739	销售费用	38	42	45	49	估值				
流动资产合计	1795	2288	2496	2888	管理费用	267	316	333	373	P/E	13.8	10.7	9.7	8.4
固定资产	1737	1819	1873	1911	财务费用	33	68	85	100	P/B	1.8	1.8	1.6	1.5
在建工程	172	155	155	155	其他费用/(-收入)	115	132	134	149	P/S	1.4	1.3	1.2	1.1
无形资产及其他	540	579	624	666	营业利润	430	602	668	767	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	4	4	4	4	营业外净收支	-15	-8	-10	-14	盈利能力				
资产总计	4249	4846	5152	5624	利润总额	415	594	658	753	ROE	13%	16%	17%	17%
短期借款	113	140	143	148	所得税费用	42	62	70	79	毛利率	25%	27%	28%	29%
应付款项	226	330	342	402	净利润	372	532	589	674	期间费率	9%	10%	10%	10%
合同负债	27	32	33	37	少数股东损益	2	3	4	3	销售净利率	10%	12%	13%	13%
其他流动负债	277	297	304	318	归属于母公司净利润	371	529	585	671	成长能力				
流动负债合计	643	799	822	904	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	5%	19%	6%	11%
长期借款及应付债券	652	662	677	693	经营活动现金流	396	627	917	806	利润增长率	-11%	43%	11%	15%
其他长期负债	86	86	86	86	净利润	371	529	585	671	营运能力				
长期负债合计	738	748	763	779	少数股东损益	2	3	4	3	总资产周转率	0.87	0.91	0.90	0.91
负债合计	1381	1547	1585	1683	折旧摊销	200	196	212	226	应收账款周转率	9.91	9.61	10.43	10.43
股本	509	509	509	509	公允价值变动	8	10	0	0	存货周转率	5.75	6.46	6.84	7.41
股东权益	2868	3299	3567	3941	营运资金变动	-239	-144	77	-140	偿债能力				
负债和股东权益总计	4249	4846	5152	5624	投资活动现金流	-274	-305	-318	-316	资产负债率	33%	32%	31%	30%
					资本支出	-291	-308	-320	-319	流动比	2.79	2.87	3.04	3.20
					长期投资	14	10	0	0	速动比	1.60	1.85	2.09	2.27
					其他	2	-7	3	4					
					筹资活动现金流	-138	13	-7	-5					
					债务融资	-21	37	18	21					
					权益融资	24	0	0	0					
					其它	-141	-24	-25	-26					
					现金净增加额	-16	235	272	186					

化工小组介绍

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

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。

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, 陈云, 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，也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。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597