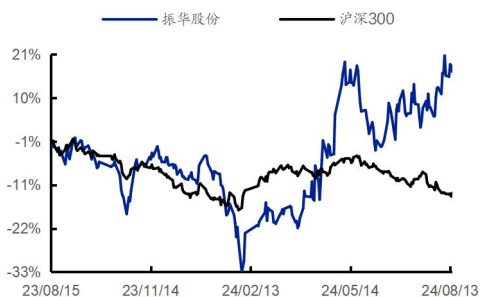


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：陈云 S0350524070001
 chenyl17@ghzq.com.cn

主营产品量价齐升，2024Q2 业绩创新高

——振华股份（603067）2024 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|--------|
| 振华股份 | 7.4% | 2.4% | 16.6% |
| 沪深 300 | -3.9% | -7.8% | -13.1% |

市场数据

| 市场数据 | 2024/08/15 |
|-------------|------------|
| 当前价格(元) | 12.41 |
| 52 周价格区间(元) | 6.83-13.40 |
| 总市值(百万) | 6,316.89 |
| 流通市值(百万) | 6,316.22 |
| 总股本(万股) | 50,901.62 |
| 流通股本(万股) | 50,896.22 |
| 日均成交额(百万) | 133.69 |
| 近一月换手(%) | 2.14 |

事件：

2024 年 8 月 13 日，振华股份发布 2024 年半年度报告：2024 年上半年公司实现营业收入 19.87 亿元，同比+16.57%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比+24.54%；实现扣非后归母净利润 2.46 亿元，同比+24.01%；加权平均净资产收益率 8.30%，同比增加 0.86 个 pct。

2024 年 Q2 单季度，公司实现营业收入 10.40 亿元，同比+21.59%，环比+9.69%；实现归母净利润为 1.55 亿元，同比+69.83%，环比+81.83%；扣非后归母净利润 1.57 亿元，同比+69.52%，环比+77.93%；经营活动现金流净额为 2.25 亿元。销售毛利率为 27.44%，同比+1.77 个 pct，环比+3.74 个 pct。销售净利率为 15.02%，同比+4.03 个 pct，环比+5.96 个 pct。

投资要点：

■ 主营产品量价齐升，2024Q2 业绩创新高

2024 年上半年公司实现营业收入 19.87 亿元，同比+16.57%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比+24.54%。公司秉持市场份额优先的经营策略，在当前铬盐需求实质性扩容的背景下，2024 年上半年，实现铬盐产品总体出货量（折重铬酸钠）约 13.3 万吨，同比+21%。其中，重铬酸盐、铬的氧化物、铬盐联产产品销量分别为 1.43 万吨、5.33 万吨及 1.64 万吨，同比分别+58.75%、+9.70%及+5.29%。随着下游金属铬需求大幅增长，公司新扩张合金添加剂产品产能得到充分释放，2024 年上半年，出货量超过 8200 吨。另外，在上游国内金属铬出口大幅增长的背景下，公司抓住机遇，持续稳定、高性价比的供应能力获得了国际主流客户的认可，上半年实现海外销售收入 2.67 亿元，同比+38.99%。

单季度来看，公司实现营业收入 10.40 亿元，同比+21.59%，环比+9.69%；实现归母净利润为 1.55 亿元，同比+69.83%，环比+81.83%。二季度，在上游铬矿价格上涨，以及下游景气度提升的背景下，公司主营产品实现量价齐升。2024Q2，重铬酸盐、铬的氧化物、铬盐联产产品销量分别为 0.87 万吨、2.61 万吨及 0.89 万吨，环比分别+55.36%、-4.04%及+18.67%；产品单价分别为 10587 元/吨、21069 元/吨及 11585 元/吨，环比分别+239 元/吨、-93 元/吨及+2045 元/吨。其中，铬的氧化物销量

及均价下滑主要系今年以来部分铬绿产品作为中间体用于生产金属铬而不再外售，对该科目销量及平均售价统计造成低估。公司销售/管理/财务费用率分别 0.89%/9.07%/0.61%，环比分别-0.02%/-0.86%/-0.19%，期间费用持续优化。

■ 铬盐开启景气周期，公司有望持续受益

当前，铬盐需求增长驱动力正在由低速增长的革鞣、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。我们预计，在金属铬的拉动下，至 2026 年，全球铬盐有望迎来年均 5%以上的增速。公司作为行业领军企业，秉持市场份额优先策略积极扩容，有望充分受益。同时，公司还充分利用行业供需格局的结构性变化，产品线延伸至金属铬，充分发挥全产业链一体化优势，在铬盐景气周期中，有望实现业绩高增。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 43.86、46.29、51.43 亿元，归母净利润分别为 5.28、5.85、6.78 亿元，对应 PE 为 12、11、9 倍，考虑到铬盐开启景气周期，公司作为行业龙头有望充分受益，维持“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。

| 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 | 528 | 585 | 678 |
| 增长率(%) | -11 | 42 | 11 | 16 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.74 | 1.04 | 1.15 | 1.33 |
| ROE(%) | 13 | 16 | 17 | 18 |
| P/E | 13.77 | 11.96 | 10.79 | 9.31 |
| P/B | 1.85 | 1.95 | 1.81 | 1.63 |
| P/S | 1.40 | 1.44 | 1.36 | 1.23 |
| EV/EBITDA | 8.73 | 8.13 | 7.00 | 5.96 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

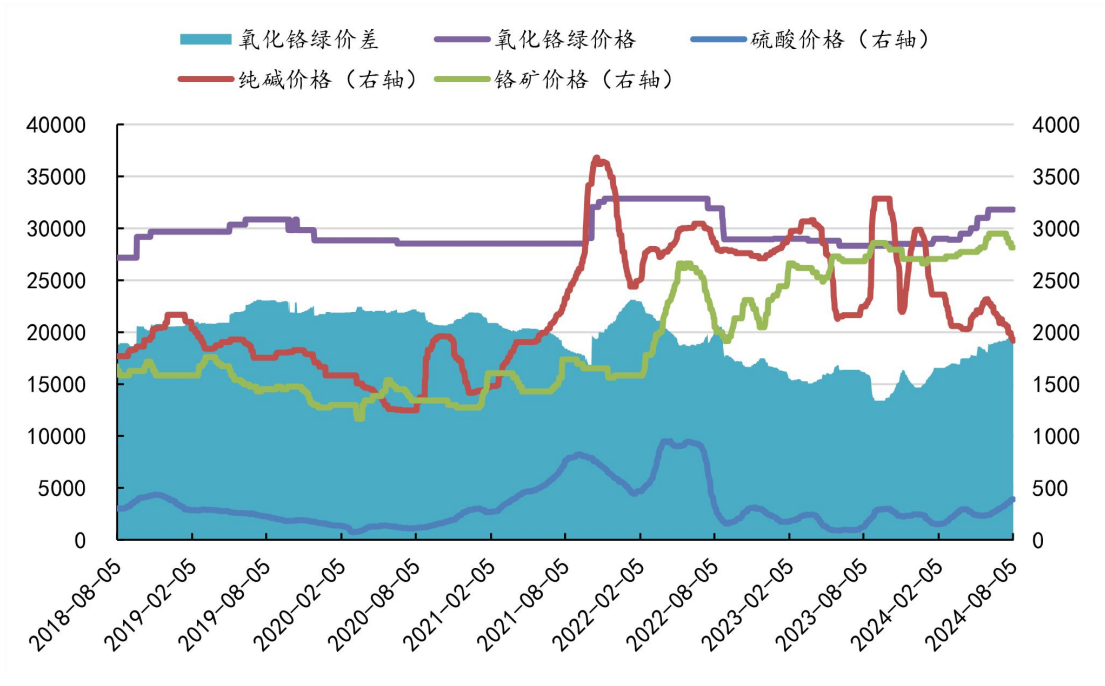
表 1: 振华股份分产品经营数据

| 产品 | 项目 | 2022 | 2023 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 铬的氧化物 (铬酸酐、氧化铬绿) | 营业收入(亿元) | 19.63 | 22.35 | 5.39 | 5.05 | 5.76 | 5.50 |
| | 毛利润(亿元) | 5.52 | 5.93 | | | | |
| | 毛利率 | 28.13% | 26.52% | | | | |
| | 销售量(万吨) | 8.87 | 10.63 | 2.46 | 2.40 | 2.72 | 2.61 |
| | 单价(元/吨) | 22136.30 | 21026.72 | 21909.11 | 21050.83 | 21162.00 | 21068.97 |
| 铬盐联产产品 (维生素K3、碱式硫酸铬) | 营业收入(亿元) | 4.33 | 3.66 | 0.93 | 0.99 | 0.71 | 1.03 |
| | 毛利润(亿元) | 1.83 | 0.88 | | | | |
| | 毛利率 | 42.14% | 24.17% | | | | |
| | 销售量(万吨) | 2.74 | 3.21 | 0.69 | 0.87 | 0.75 | 0.89 |
| | 单价(元/吨) | 15820.44 | 11397.20 | 13519.75 | 11347.13 | 9539.94 | 11585.39 |
| 重铬酸盐 | 营业收入(亿元) | 2.98 | 2.56 | 0.52 | 0.50 | 0.58 | 0.92 |
| | 毛利润(亿元) | 0.91 | 0.58 | | | | |
| | 毛利率 | 30.44% | 22.64% | | | | |
| | 销售量(万吨) | 2.54 | 2.56 | 0.44 | 0.46 | 0.56 | 0.87 |
| | 单价(元/吨) | 11718.70 | 10001.95 | 11831.67 | 10969.57 | 10348.13 | 10587.36 |
| 超细氢氧化铝 | 营业收入(亿元) | 1.28 | 1.51 | 0.25 | 0.46 | 0.33 | 0.41 |
| | 毛利润(亿元) | 0.40 | 0.56 | | | | |
| | 毛利率 | 31.08% | 37.31% | | | | |
| | 销售量(万吨) | 3.18 | 3.86 | 0.63 | 1.19 | 0.86 | 1.10 |
| | 单价(元/吨) | 4037.11 | 3919.69 | 4000.29 | 3889.92 | 3820.21 | 3743.64 |
| 营业收入(亿元) | | 35.34 | 36.99 | 8.50 | 8.55 | 9.48 | 10.40 |
| 毛利润(亿元) | | 9.57 | 9.09 | 2.35 | 2.19 | 2.25 | 2.85 |
| 毛利率 | | 27.07% | 24.58% | 27.62% | 25.66% | 23.70% | 27.44% |
| 归母净利润(亿元) | | 4.17 | 3.71 | 1.02 | 0.92 | 0.86 | 1.55 |

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

2、主要产品价格价差情况

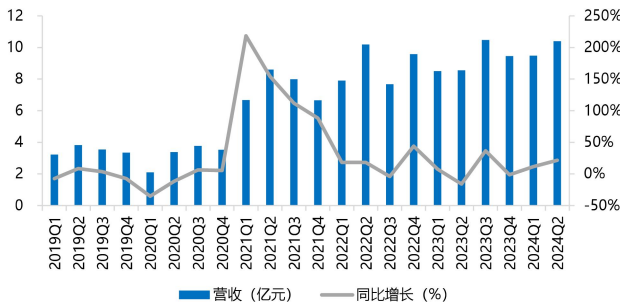
图 1：氧化铬绿价格价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

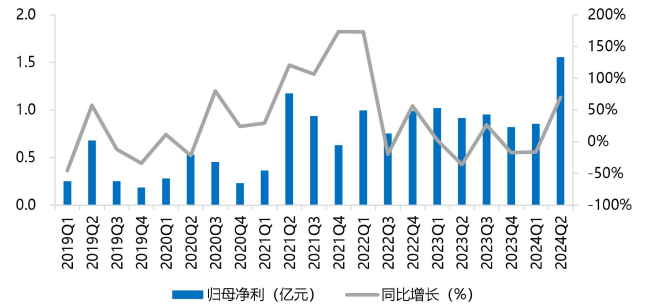
3、公司财务数据

图 2：2024 年 Q2 营业收入同比+22%



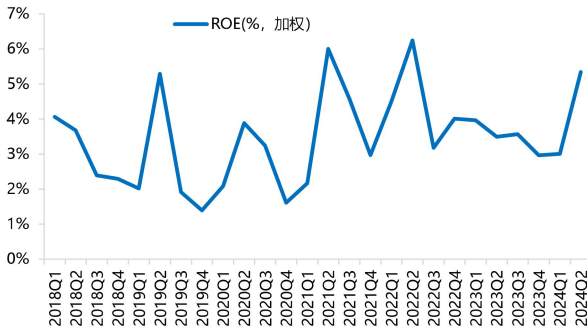
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：2024 年 Q2 归母净利润同比+70%



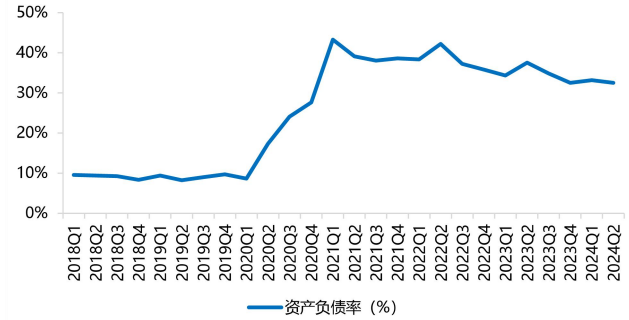
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：季度净资产收益率



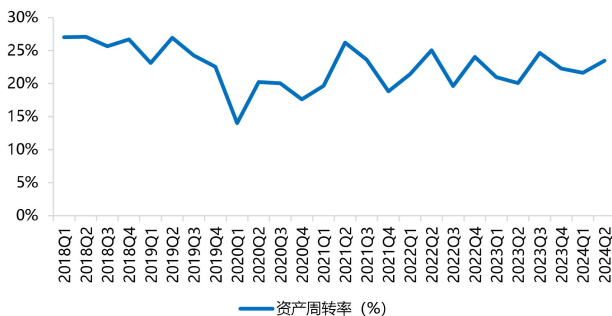
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：季度资产负债率



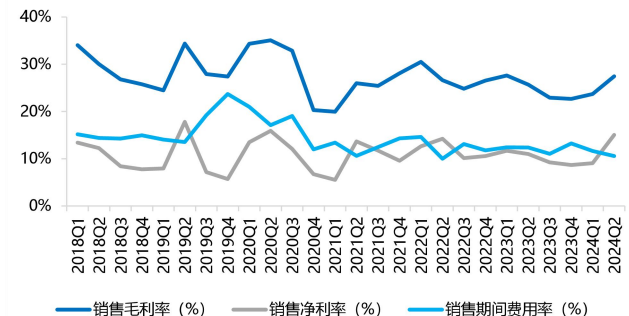
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：季度资产周转率



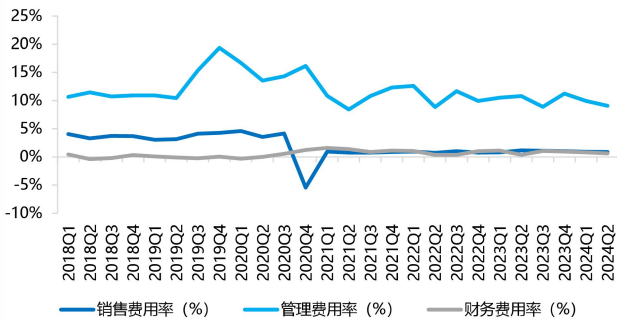
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：季度毛利率、净利率及期间费用率



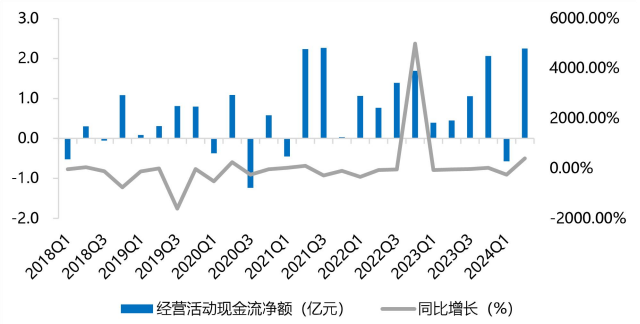
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8: 季度期间费用率



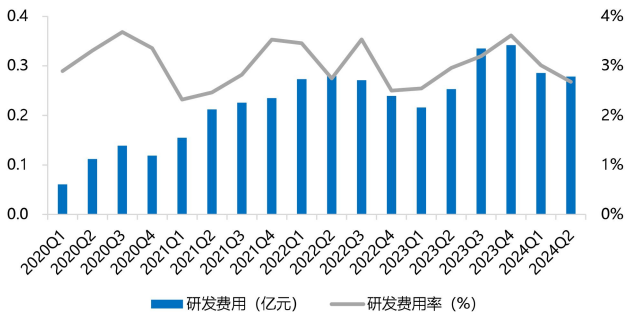
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 2024 年 Q2 经营活动现金流净额 2.3 亿元



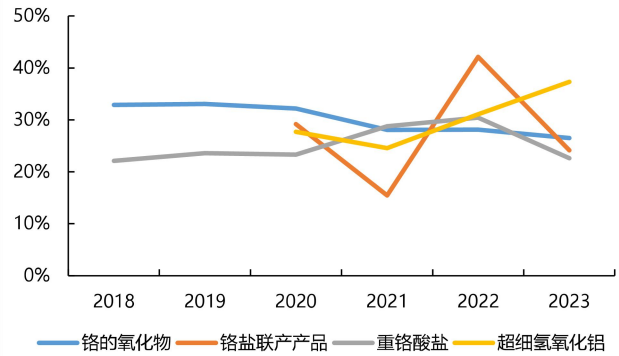
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 季度研发费用情况



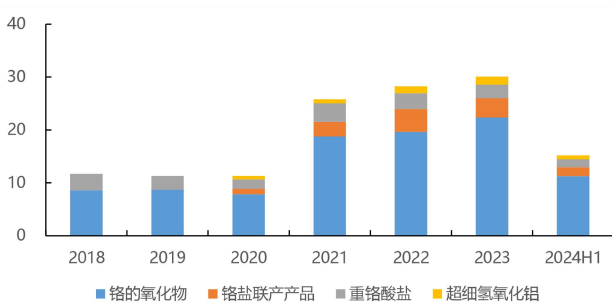
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 公司主要产品毛利率



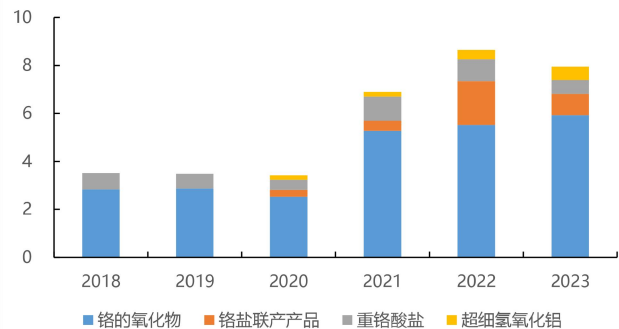
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 公司主要产品收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 公司主要产品毛利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 43.86、46.29、51.43 亿元，归母净利润分别为 5.28、5.85、6.78 亿元，对应 PE 为 12、11、9 倍，考虑到铬盐开启景气周期，公司作为行业龙头有望充分受益，维持“买入”评级。

5、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。

附表：振华股份盈利预测表

| 证券代码: | 603067 | | | | 股价: | 12.41 | | 投资评级: | 买入 | | 日期: | 2024/08/15 | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|-----|------------|--|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | | |
| ROE | 13% | 16% | 17% | 18% | EPS | 0.74 | 1.04 | 1.15 | 1.33 | | | | |
| 毛利率 | 25% | 27% | 28% | 29% | BVPS | 5.51 | 6.35 | 6.87 | 7.61 | | | | |
| 期间费率 | 9% | 9% | 10% | 10% | 估值 | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 10% | 12% | 13% | 13% | P/E | 13.77 | 11.96 | 10.79 | 9.31 | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.85 | 1.95 | 1.81 | 1.63 | | | | |
| 收入增长率 | 5% | 19% | 6% | 11% | P/S | 1.40 | 1.44 | 1.36 | 1.23 | | | | |
| 利润增长率 | -11% | 42% | 11% | 16% | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.91 | 0.90 | 0.91 | 营业收入 | 3699 | 4386 | 4629 | 5143 | | | | |
| 应收账款周转率 | 9.91 | 9.61 | 10.43 | 10.43 | 营业成本 | 2790 | 3202 | 3334 | 3672 | | | | |
| 存货周转率 | 5.75 | 6.46 | 6.84 | 7.41 | 营业税金及附加 | 31 | 38 | 40 | 45 | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 38 | 44 | 49 | 51 | | | | |
| 资产负债率 | 33% | 32% | 31% | 30% | 管理费用 | 267 | 329 | 343 | 381 | | | | |
| 流动比 | 2.79 | 2.86 | 3.04 | 3.20 | 财务费用 | 33 | 43 | 55 | 65 | | | | |
| 速动比 | 1.60 | 1.85 | 2.09 | 2.28 | 其他费用/(-收入) | 115 | 136 | 143 | 154 | | | | |
| | | | | | 营业利润 | 430 | 601 | 669 | 777 | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业外净收支 | -15 | -8 | -10 | -14 | | | | |
| 现金及现金等价物 | 271 | 495 | 767 | 961 | 利润总额 | 415 | 593 | 659 | 763 | | | | |
| 应收款项 | 377 | 461 | 454 | 502 | 所得税费用 | 42 | 62 | 70 | 80 | | | | |
| 存货净额 | 643 | 679 | 677 | 694 | 净利润 | 372 | 531 | 589 | 683 | | | | |
| 其他流动资产 | 505 | 651 | 597 | 739 | 少数股东损益 | 2 | 3 | 4 | 4 | | | | |
| 流动资产合计 | 1795 | 2287 | 2495 | 2896 | 归属于母公司净利润 | 371 | 528 | 585 | 678 | | | | |
| 固定资产 | 1737 | 1819 | 1873 | 1911 | | | | | | | | | |
| 在建工程 | 172 | 155 | 155 | 155 | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 无形资产及其他 | 540 | 579 | 624 | 666 | 经营活动现金流 | 396 | 617 | 917 | 815 | | | | |
| 长期股权投资 | 4 | 4 | 4 | 4 | 净利润 | 371 | 528 | 585 | 678 | | | | |
| 资产总计 | 4249 | 4845 | 5152 | 5632 | 少数股东损益 | 2 | 3 | 4 | 4 | | | | |
| 短期借款 | 113 | 140 | 143 | 148 | 折旧摊销 | 200 | 196 | 212 | 226 | | | | |
| 应付款项 | 226 | 330 | 342 | 402 | 公允价值变动 | 8 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 合同负债 | 27 | 32 | 33 | 37 | 营运资金变动 | -239 | -144 | 77 | -140 | | | | |
| 其他流动负债 | 277 | 297 | 304 | 318 | 投资活动现金流 | -274 | -305 | -318 | -316 | | | | |
| 流动负债合计 | 643 | 799 | 822 | 904 | 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 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 其他长期负债 | 86 | 86 | 86 | 86 | 其他 | 2 | 3 | 3 | 4 | | | | |
| 长期负债合计 | 738 | 748 | 763 | 779 | 筹资活动现金流 | -138 | 13 | -7 | -5 | | | | |
| 负债合计 | 1381 | 1547 | 1585 | 1683 | 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 | 3298 | 3567 | 3949 | 其它 | -141 | -24 | -25 | -26 | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 4249 | 4845 | 5152 | 5632 | 现金净增加额 | -16 | 224 | 272 | 194 | | | | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【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。

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。

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。

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。

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。

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。

【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，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。