

两基地协同效应显现，新能源市场开拓取得实质性进展

证券研究报告

2023年04月01日

振华股份 (603067.SH) 2022 年年报点评

核心结论

事件：2023年3月31日，公司发布2022年年度报告，报告期内，公司实现营业收入35.34亿元，同比增长18.06%；实现归母净利润4.17亿元，同比增长34.22%。扣非归母净利润为4.28亿，同比增长34.72%。第四季度，公司实现营收9.57亿元，同比增长43.84%；归母净利润0.99亿，同比增长56.59%。

营收毛利率双提升，两基地协同效应显现。面对上游原材料价格上涨（主要原材料铬铁矿平均采购价格同比+30.97%），公司价格传导机制通畅，及时调整下游产品价格，2022年实现营收35.34亿元，同比增长18.06%，其中重铬酸盐/铬的氧化物/铬盐联产产品/超细氢氧化铝实现营收2.98/19.63/4.33/1.28亿元，同比-14.54%/4.58%/57.64%/58.14%。超细氢氧化铝营收高增也受益于产能释放（销量同比+33.05%）。毛利率方面，一方面高市占率带来的定价权优势逐步兑现，另一方面双基地运行成效显著（2022年民丰公司实现营收17.41亿元，净利润约2.14亿元），公司毛利率同比由24.96%提升至27.07%。

新能源市场开拓取得实质性进展。2022年为公司切入新能源市场的元年：公司6000吨/年三氯化铬生产线下线并具备量产能力，中标国家电力投资集团电解液框架招标项目。2023年公司拟通过发行可转债的方式启动液流储能电池关键材料研发及示范项目（含1MW/6MWh铁铬液流电池储能系统和配套的5万m³铁铬液流储能材料生产装置）。据我们不完全统计，2022年国内新招标储能项目中明确使用液流电池技术的项目装机功率为444MW。

投资建议：公司定价权优势及双基地协同效应下盈利能力提升，同时不断进行全产业链布局，积极开拓下游新需求。我们预计公司23-25年实现归母净利润5.3/6.4/7.5亿元，对应PE为12.5/10.4/8.8倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济失速风险、原材料供应风险、下游市场开拓不及预期风险。

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,993	3,534	4,132	4,790	5,533
增长率	134.1%	18.1%	16.9%	15.9%	15.5%
归母净利润（百万元）	311	417	531	637	753
增长率	107.3%	34.2%	27.5%	19.9%	18.2%
每股收益（EPS）	0.61	0.82	1.04	1.25	1.48
市盈率（P/E）	21.4	15.9	12.5	10.4	8.8
市净率（P/B）	3.1	2.6	2.2	1.8	1.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

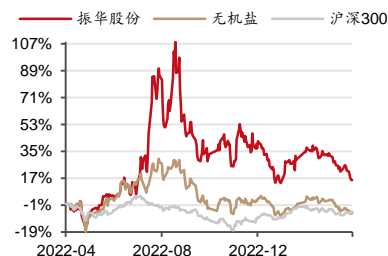
股票代码 603067.SH

前次评级 买入

评级变动 维持

当前价格 13.05

近一年股价走势



分析师

李华丰 S0800521070003

18516181967

lihuaifeng@research.xbmail.com.cn

相关研究

振华股份：四季度盈利能力显著提升，新能源市场持续开拓——振华股份（603067.SH）2022年业绩预增及2023年可转债预案点评 2023-01-18

振华股份：逆周期苦练“内功”，铁铬液流电池电解液产线落地——振华股份（603067.SH）2022年三季度点评 2022-11-01

振华股份：定价权逐步兑现，铁铬液流电池产业化加速——振华股份（603067.SH）2022年中报点评 2022-08-20

索引

内容目录

营收毛利率双提升，两基地协同效应显现.....	3
新能源市场开拓取得实质性进展.....	3

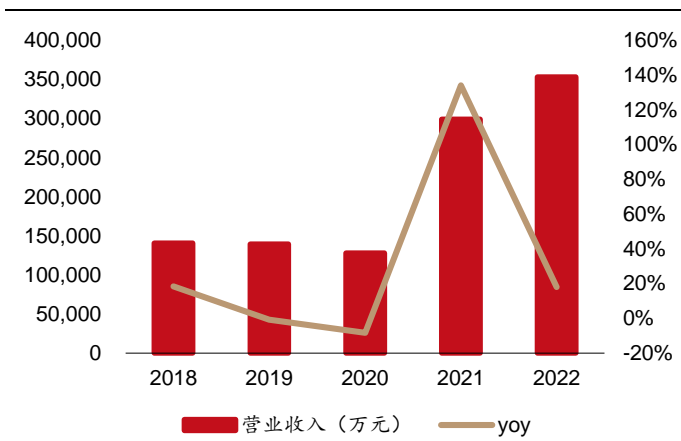
图表目录

图 1：公司 2018-2022 年营收及增速.....	3
图 2：公司 2018-2022 年毛利率及净利率.....	3

营收毛利率双提升，两基地协同效应显现

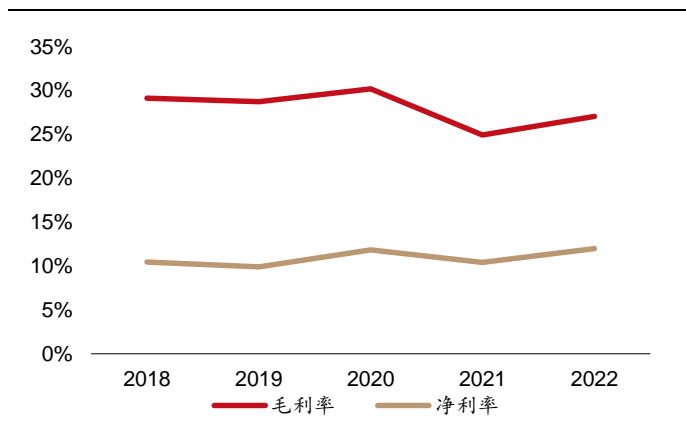
面对上游原材料价格上涨（主要原材料铬铁矿平均采购价格同比+30.97%），公司价格传导机制通畅，及时调整下游产品价格，2022年实现营收35.34亿元，同比增长18.06%，其中重铬酸盐/铬的氧化物/铬盐联产产品/超细氢氧化铝实现营收2.98/19.63/4.33/1.28亿元，同比-14.54%/4.58%/57.64%/58.14%。超细氢氧化铝营收高增也受益于产能释放（销量同比+33.05%）。毛利率方面，一方面高市占率带来的定价权优势逐步兑现，另一方面双基地运行成效显著（2022年民丰公司实现营收17.41亿元，净利润约2.14亿元），公司毛利率同比由24.96%提升至27.07%。

图1：公司2018-2022年营收及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：公司2018-2022年毛利率及净利率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

新能源市场开拓取得实质性进展

2022年为公司切入新能源市场的元年：公司6000吨/年三氯化铬生产线下线并具备量产能力，中标国家电力投资集团电解液框架招标项目。2023年公司拟通过发行可转债的方式启动液流储能电池关键材料研发及示范工程项目（含1MW/6MWh铁铬液流电池储能系统和配套的5万m³铁铬液流储能材料生产装置）。据我们不完全统计，2022年国内新招标储能项目中明确使用液流电池技术的项目装机功率为444MW。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	194	286	382	589	1,023	营业收入	2,993	3,534	4,132	4,790	5,533
应收款项	574	512	677	668	650	营业成本	2,246	2,577	2,987	3,458	3,973
存货净额	463	616	696	781	924	营业税金及附加	31	28	32	37	43
其他流动资产	259	433	345	353	377	销售费用	25	30	37	43	50
流动资产合计	1,489	1,847	2,100	2,392	2,975	管理费用	313	375	442	503	575
固定资产及在建工程	1,595	1,695	1,939	2,279	2,440	财务费用	37	25	21	18	29
长期股权投资	3	3	43	45	50	其他费用/(-收入)	(9)	11	(4)	(5)	(5)
无形资产	156	176	219	276	313	营业利润	349	488	617	735	868
其他非流动资产	290	260	251	264	254	营业外净收支	(15)	(4)	(6)	(7)	(8)
非流动资产合计	2,044	2,135	2,451	2,864	3,057	利润总额	334	483	611	728	860
资产总计	3,533	3,981	4,551	5,256	6,032	所得税费用	22	60	73	87	103
短期借款	298	171	200	200	200	净利润	312	424	537	640	757
应付款项	459	840	784	853	927	少数股东损益	1	7	6	3	4
其他流动负债	10	5	6	7	6	归属于母公司净利润	311	417	531	637	753
流动负债合计	767	1,016	989	1,060	1,133						
长期借款及应付债券	547	333	444	474	450	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他长期负债	50	76	48	58	61	盈利能力					
长期负债合计	597	409	492	532	511	ROE	17.2%	17.8%	19.2%	19.2%	18.9%
负债合计	1,364	1,425	1,482	1,593	1,643	毛利率	25.0%	27.1%	27.7%	27.8%	28.2%
股本	508	509	509	509	509	营业利润率	11.7%	13.8%	14.9%	15.3%	15.7%
股东权益	2,169	2,556	3,069	3,663	4,389	销售净利率	10.4%	12.0%	13.0%	13.4%	13.7%
负债和股东权益总计	3,533	3,981	4,551	5,256	6,032	成长能力					
						营业收入增长率	134.1%	18.1%	16.9%	15.9%	15.5%
						营业利润增长率	103.2%	39.7%	26.4%	19.2%	18.1%
						归母净利润增长率	107.3%	34.2%	27.5%	19.9%	18.2%
						偿债能力					
						资产负债率	38.6%	35.8%	32.6%	30.3%	27.2%
						流动比	1.94	2.12	2.12	2.26	2.63
						速动比	1.34	1.21	1.42	1.52	1.81
						每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						每股指标					
						EPS	0.61	0.82	1.04	1.25	1.48
						BVPS	4.24	4.95	5.94	7.10	8.52
						估值					
						P/E	21.4	15.9	12.5	10.4	8.8
						P/B	3.1	2.6	2.2	1.8	1.5
						P/S	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。