

## 依托生物质精炼技术，布局硬碳负极项目

### ——圣泉集团（605589）点评报告

研究所

证券分析师：李永磊 S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

证券分析师：董伯骏 S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2022/12/19

表现	1M	3M	12M
圣泉集团	7.6%	21.5%	-34.6%
沪深300	2.4%	-0.9%	-21.4%

#### 市场数据

2022/12/19

当前价格(元)	22.36
52周价格区间(元)	15.80-40.76
总市值(百万)	17,505.13
流通市值(百万)	13,756.14
总股本(万股)	78,287.68
流通股本(万股)	61,521.18
日均成交额(百万)	301.02
近一月换手(%)	3.20

#### 事件：

2022年12月17日，圣泉集团发布公告：公司拟采用自主研发的生物质精炼技术，投资24.80亿元建设年产10万吨生物基硬碳负极材料项目，建设地点为山东省济南市刁镇化工产业园，建设周期为18个月，项目建成投产后，可年产硬碳负极材料10万吨/年，纤维素浆15万吨/年，纳米纤维素浆1万吨/年，纳米纤维素4万吨/年，糠醛1.2万吨/年，乙酸1.05万吨/年，钾盐0.5万吨/年。

#### 投资要点：

##### ■ 布局硬碳负极项目，延长公司产业链

项目建成投产后，可年产硬碳负极材料10万吨/年，该项目将进一步延长公司产业链，优化公司产品结构，有利于公司寻找新的业务增长点，经济效益和社会效益良好，符合公司长远发展战略。

目前，商用锂离子电池负极以石墨类材料为主，根据石墨层间LiC<sub>6</sub>的储锂机制，其理论比容量仅为372mAh/g，提升空间十分有限，且石墨层间的锂扩散也制约了其倍率性能。由此可见，随着下游应用对电池能量和功率性能的需求不断提升，纯石墨类负极材料已显得捉襟见肘。硬碳作为一种新型负极材料，拥有和石墨类似的锂电位和更高的比容量。更重要的是，硬碳是由类石墨的微晶结构和开口的角状微晶组成，这种独特的微晶结构不仅可以提供更多的储锂位点，而且有利于锂离子在石墨层间脱嵌。因此，硬碳作为新一代锂离子电池负极材料，发展前景十分广阔。

本次负极硬碳项目，以圣泉生物溶剂法生物质精炼技术为基础，叠加生物质石墨烯、碳素阳极等关键碳材料制备技术开发而来。

##### ■ “三素”分离，实现秸秆高值利用

公司研发的“圣泉法”生物质精炼一体化技术系统性解决了秸秆中纤维素、半纤维素、木质素三大组分难以高效分离的全球性难题，实现了高值化利用，可产出上百种产品：纤维素部分，生产纳米纤维素、纸浆、生物质模塑餐具等；半纤维素部分，既可生产糠醛，又可生产木糖、L-阿拉伯糖；木质素部分，可生产染料分散剂、沥青乳化剂、航空煤油等；剩余部分可生产有机钾肥。该项技术产业化有望打破长

期以来对化石原料的依赖和国外垄断，真正将秸秆“吃干榨净”，致力于实现生物质化工、石油化工、煤化工的并驾齐驱。

#### ■ 大庆基地试生产，产业化完成后可全国布局

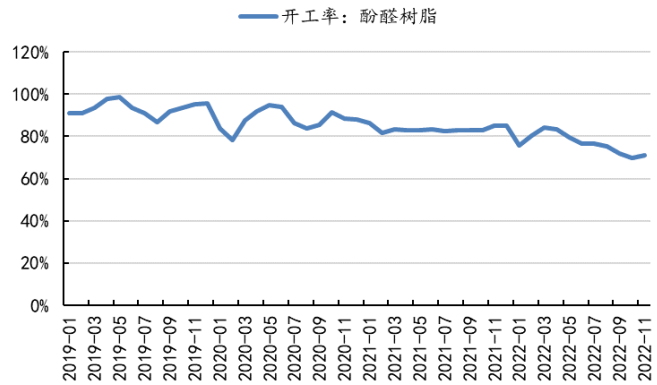
依托“圣泉法”生物质精炼一体化技术，公司圣泉集团在黑龙江大庆市新建了一个秸秆综合利用项目，年设计处理 50 万吨秸秆，可年产 20 万吨纤维素、2.5 万吨糠醛、16 万吨生物炭(木质素衍生品)，及部分有机肥，年产值超 10 亿元，目前正进行生产调试，未来将成为企业新的增长点。据公司 2021 年报，我国农作物秸秆 2021 年产量约 9 亿吨，估算可收集量约 7.5 亿吨。根据粮食产量推算，13 个粮食主产省（自治区）秸秆理论资源量占全国的 70%以上。产业化完成后，全国范围内有广阔的原材料资源。可实现项目批量复制。

#### ■ 酚醛树脂产能建设顺利，需求恢复有望贡献利润增量

公司有已建在建酚醛树脂产能达到 66.86 万吨/年，截至 2022 年 9 月，圣泉酚醛树脂总体产能规模达到 65 万吨/年，产能规模和技术水平位居世界前列，酚醛高端复合材料树脂配套扩产项目也逐步达产达效。

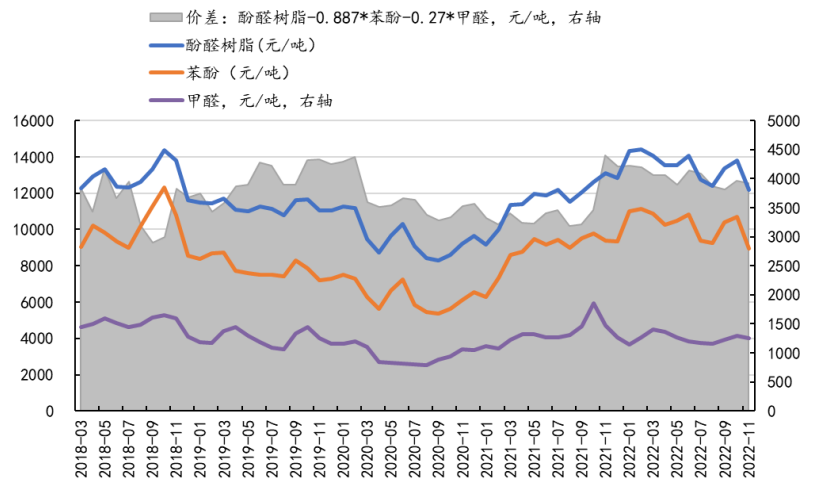
今年国内外经济形势复杂多变，国际地缘引发能源价格波动，化工行业成本压力剧增，原料苯酚价格较去年宽幅上涨，酚醛树脂成本支撑增强。然国内疫情频发，各地区严格实施疫情管控，物流运输及企业开工受限，拖累经济下行，终端需求下降，酚醛树脂企业订单受影响，行业开工率下降。2022 年 1-11 月平均开工率为 77%，比 2021 年全年均值低 6 个百分点。公司前三季度酚醛树脂销量为 27.58 万吨，去年同期为 33.01 万吨，受需求下滑影响明显。从价差来看，开工率下滑并未造成价差的收窄，体现酚醛树脂的盈利韧性。随着疫情防控的放开，酚醛树脂需求有望恢复，公司的产销量提升将会在业绩端有较大体现。

图 1: 酚醛树脂行业开工率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 酚醛树脂价格价差



资料来源: wind, 国海证券研究所

- **盈利预测和投资评级** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.91、9.36 和 10.90 亿元，对应 PE 分别为 25、19 和 16。考虑到公司的酚醛树脂产能和技术水平位居世界前列，同时生物质精炼技术产业化进一步延伸产业链，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示** 在建项目进度不及预期；需求大幅下滑；行业竞争加剧；生产安全事故风险；负极硬碳技术产业化不及预期风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8825	9272	11208	12304
增长率 (%)	6	5	21	10
归母净利润 (百万元)	688	691	936	1090
增长率 (%)	-22	0	36	16
摊薄每股收益 (元)	0.88	0.88	1.20	1.39
ROE (%)	9	8	10	10
P/E	40.32	25.34	18.70	16.06
P/B	3.74	2.06	1.86	1.67
P/S	3.36	1.89	1.56	1.42
EV/EBITDA	20.17	13.20	10.83	9.35

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：圣泉集团盈利预测表

证券代码:	605589				股价:	22.36		投资评级:	买入		日期:	2022/12/19	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	9%	8%	10%	10%	EPS	0.95	0.88	1.20	1.39				
毛利率	24%	22%	22%	23%	BVPS	10.25	10.83	12.03	13.42				
期间费率	10%	8%	8%	8%	<b>估值</b>								
销售净利率	8%	7%	8%	9%	P/E	40.32	25.34	18.70	16.06				
<b>成长能力</b>					P/B	3.74	2.06	1.86	1.67				
收入增长率	6%	5%	21%	10%	P/S	3.36	1.89	1.56	1.42				
利润增长率	-22%	0%	36%	16%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
总资产周转率	0.65	0.71	0.70	0.75	营业收入	8825	9272	11208	12304				
应收账款周转率	6.56	8.33	5.85	8.94	营业成本	6702	7261	8688	9454				
存货周转率	5.81	8.37	5.25	9.18	营业税金及附加	68	81	92	104				
<b>偿债能力</b>					销售费用	358	379	456	502				
资产负债率	40%	34%	40%	34%	管理费用	402	386	489	524				
流动比	2.69	2.02	1.73	2.03	财务费用	143	0	0	0				
速动比	1.76	1.24	0.94	1.22	其他费用/(-收入)	361	408	476	532				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业利润	860	826	1091	1287				
现金及现金等价物	2542	1323	779	1279	营业外净收支	-78	0	0	0				
应收款项	1478	1105	2109	1369	利润总额	781	826	1091	1287				
存货净额	1519	1108	2135	1340	所得税费用	69	118	126	167				
其他流动资产	1593	1511	1825	1889	净利润	712	708	965	1120				
<b>流动资产合计</b>	<b>7133</b>	<b>5048</b>	<b>6849</b>	<b>5878</b>	少数股东损益	25	17	28	30				
固定资产	3313	3713	4303	4665	归属于母公司净利润	688	691	936	1090				
在建工程	2014	2955	3461	4185	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>				
无形资产及其他	1147	1295	1424	1563	经营活动现金流	-227	1762	723	2231				
长期股权投资	41	39	36	34	净利润	688	691	936	1090				
<b>资产总计</b>	<b>13647</b>	<b>13049</b>	<b>16074</b>	<b>16324</b>	少数股东权益	25	17	28	30				
短期借款	56	256	296	326	折旧摊销	426	534	672	737				
应付款项	1835	1418	2777	1623	公允价值变动	26	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1565	514	-925	371				
其他流动负债	758	824	885	940	投资活动现金流	-977	-2026	-1906	-1961				
<b>流动负债合计</b>	<b>2649</b>	<b>2498</b>	<b>3958</b>	<b>2889</b>	资本支出	-982	-2055	-1921	-1987				
长期借款及应付债券	2212	1212	1812	2012	长期投资	0	2	4	3				
其他长期负债	664	664	664	664	其他	5	26	11	24				
<b>长期负债合计</b>	<b>2876</b>	<b>1876</b>	<b>2476</b>	<b>2676</b>	筹资活动现金流	1704	-955	640	230				
<b>负债合计</b>	<b>5525</b>	<b>4374</b>	<b>6434</b>	<b>5564</b>	债务融资	66	-800	640	230				
股本	775	775	775	775	权益融资	1877	0	0	0				
股东权益	8122	8675	9640	10760	其它	-239	-155	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13647</b>	<b>13049</b>	<b>16074</b>	<b>16324</b>	现金净增加额	498	-1219	-544	500				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

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

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

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

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

## 【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。