

圣泉集团 (605589.SH)

酚醛树脂基本面有望好转，硬碳负极材料空间广阔

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 塑料

◆ 投资评级: 增持(首次评级)

证券分析师: 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码: S0980520120002
 证券分析师: 刘子栋 021-60933133 liuzidong@guosen.com.cn 执证编码: S0980521020002

事项:

根据百川盈孚数据,自2022年12月以来,酚醛树脂在成本下降的带动下整体利润有所好转,目前酚醛树脂单位价格约11000元/吨左右,估算单吨净利润约1000元/吨。

国信化工观点: 1) 圣泉集团是国内合成树脂龙头企业,酚醛树脂、呋喃树脂产销量规模位居国内第一、世界前列,当前酚醛树脂产能达到65万吨左右,利润弹性较大。2) 酚醛树脂行业供需格局有望在2023年逐步好转,供给端中小产能受安全、环保因素影响有望逐步淘汰,龙头企业逐步向高端领域拓展,因此供给端整体增长比较缓慢;需求端受疫情影响2022年表现相对疲软,2023年随着疫情修复需求有望复苏,并且高端电子领域进口依赖度较高,未来国产替代有望加速。3) 生物质产业链下游延伸,布局硬碳负极材料,市场发展空间广阔。4) 我们预测公司2022-2024年归母净利润为7.09/10.02/11.44亿元,EPS为0.91/1.28/1.46元/股,当前股价对应PE为25/18/16x。首次覆盖,给与“增持”评级。

评论:

◆ 公司系国内酚醛树脂和呋喃树脂龙头企业

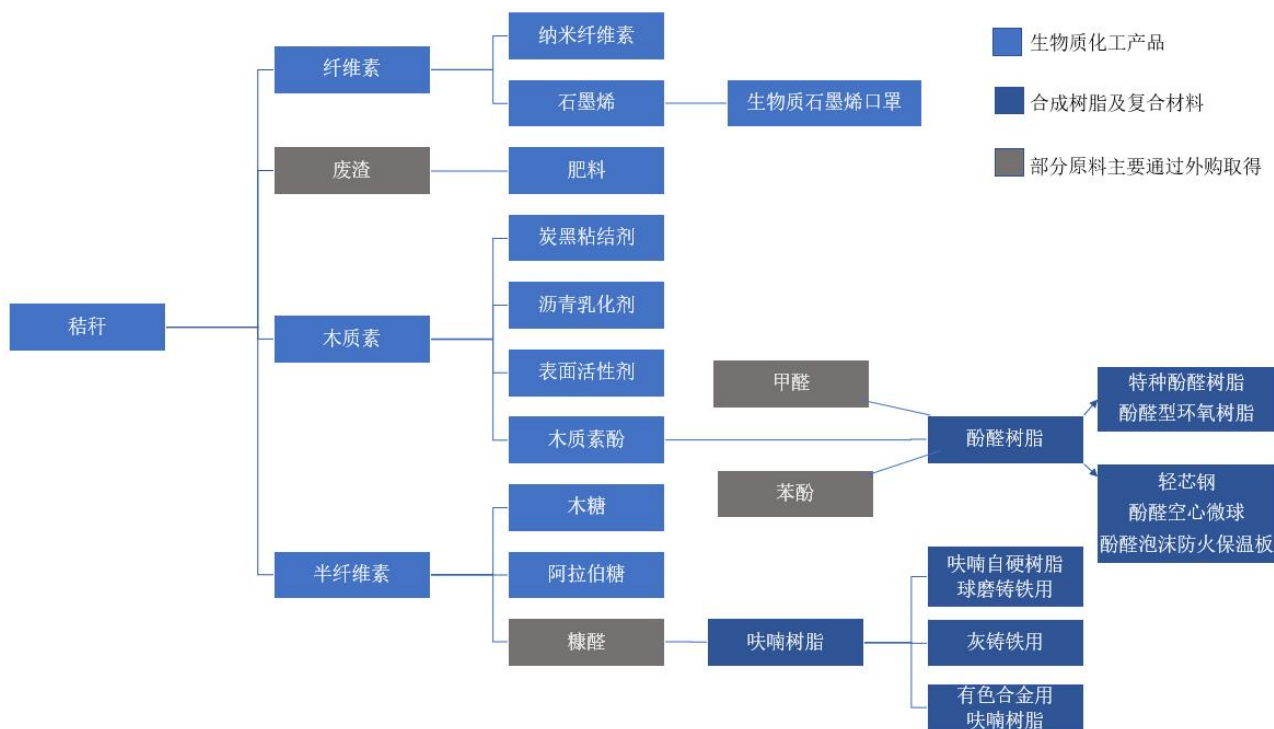
圣泉集团是以合成树脂及复合材料、生物质化工材料及相关产品的研发、生产、销售为主营业务的高新技术企业,其中酚醛树脂、呋喃树脂产销量规模位居国内第一、世界前列。自成立以来,公司陆续推出铸造用环保型呋喃树脂、涂料、保温冒口等铸造辅助材料,各类环保型、耐热及增韧改性高性能酚醛树脂、印制电路板及光刻胶用电子级酚醛树脂、电子级环氧树脂以及航空航天用高强度酚醛预浸料、高强低密度酚醛 SMC、阻燃增强轻质酚醛轻芯钢、改性阻燃酚醛泡沫等产品,下游应用领域逐步拓展到汽车、风电、核电等机械制造领域,以及集成电路、液晶显示器、轨道交通、航天航空、船舶运输、建筑节能、高端刹车片、高端磨具磨料、冶金耐火、海洋防腐、3D打印等国民经济各个领域。

图1: 公司发展历程



资料来源:公司公告,公司官网,国信证券经济研究所整理

图2：公司产业链结构图



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

随着 IPO 募投项目的建成投产，目前公司酚醛树脂产能达 65 万吨/年，目前营口厂区仍有 3 万吨产能在建中，预计 2023 年下半年有望投产；珠海厂区 6 万吨/年绿色高性能改性酚醛树脂项目已经投产 2 万吨/年液体酚醛生产线，还有 4 万吨固体酚醛树脂生产线预计在 2024 年投产。呋喃树脂公司具有 12 万吨/年产能，位居全球前列。过滤器产品打破国外垄断，被科技部认定为国家火炬计划重点高新技术产品，产销量位居亚洲前列。

生物质化工方面，公司现有木糖产能约 1.5 万吨/年。公司自主研发的“圣泉法”生物质精炼一体化绿色技术，具有绿色环保、高效节能等优势，实现秸秆三大组分高质化利用，真正将秸秆“吃干榨净”，可产出上百种产品。目前，公司投资建设的全球首个百万吨级“‘圣泉法’生物质精炼一体化项目”一期项目已在黑龙江大庆杜尔伯特经济开发区建成，正在调试中。2022 年 12 月公司公告 10 万吨生物基硬碳负极材料项目也是依托于生物质精炼一体化绿色技术，实现产业链的高端化延伸。

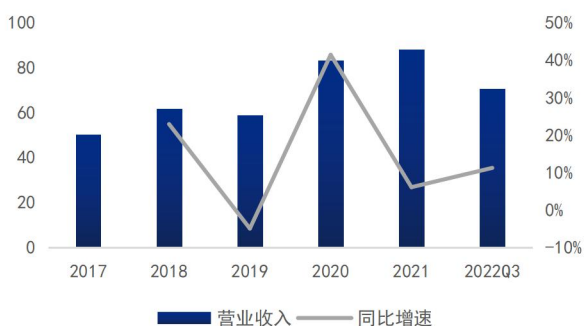
表1：公司主要产品产能

类型	产品	现有产能（吨）	在建产能（吨）
树脂产品	酚醛树脂	650,000	70,000
	呋喃树脂	120,000	
	冷芯盒树脂	20,000	
	环氧树脂	21,200	6,000
	陶瓷过滤器（m ³ ）	14,500	
生物质产品	木糖	14,550	
	碳材料		140,000+100,000
	纸类产品		208,000
	纤维素产品		200,000
其他	口罩（只）	71,141	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：公司大庆项目预计有 14 万吨生物质碳

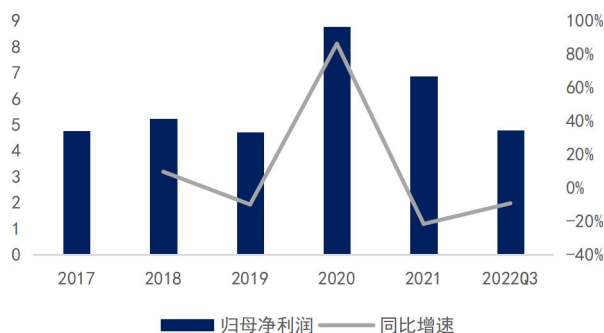
公司近几年营业收入增长相对比较稳定，但是利润波动比较大，主要原因在于 2019 年之前公司产品的产销、价格情况相对比较稳定，因此收入利润波动不大，但是 2020 年在疫情影响下公司口罩业务增长明显，因此业绩增长较大，而 2021 年随着公司树脂业务产能得到快速释放，公司业绩迈入新的阶段。2022 年由于国内整体需求的萎靡以及上游原材料成本的上涨，公司业绩不容乐观，截止 2022 年前三季度公司实现营业收入 70.75 亿，同比增长 11.23%；实现归母净利润 4.78 亿，同比减少 9.21%。

图3: 圣泉集团营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

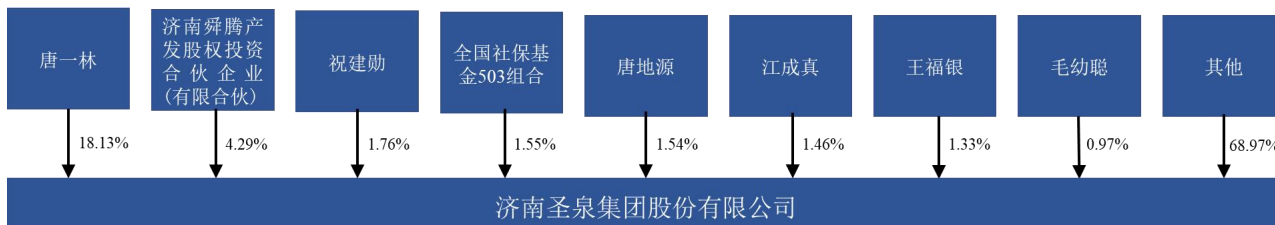
图4: 圣泉集团归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司为家族企业，实控人为唐一林、唐地源父子，二人合计持有公司 19.67% 的股份，前十大股东多为公司高管成员，整体来看股权结构比较稳定。2022 年公司发布非公开发行股票预案，唐地源先生以现金方式全额认购，总金额不超过 10 亿元，若按上限计算，发行完成后唐一林、唐地源先生合计持有公司 26.34% 的股份，对公司的控制权将进一步增强。

图5: 公司股权结构图



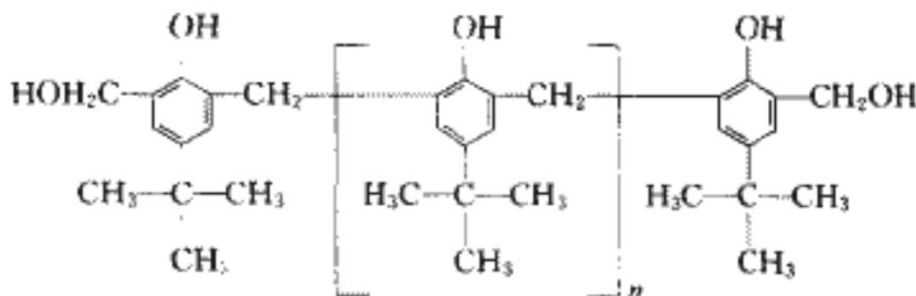
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 酚醛树脂：行业发展空间广阔，电子级产品有望加快国产替代

高性能树脂及复合材料产业是圣泉的主导产业。目前公司酚醛树脂产能达 65 万吨/年，位居全球前列，产品广泛应用于航空航天、电子材料、耐火材料、摩擦材料、保温材料、浸渍材料、涂覆磨具、轮胎橡胶、电工材料、碳材料、新能源等领域。

酚醛树脂是由酚类化合物与醛类化合物经缩聚反应而制得的一大类合成树脂，所用酚类化合物主要包括苯酚、甲酚、二甲酚、混甲酚、双酚 A 等一种或几种酚的混合物；所用醛类化合物主要包括甲醛、糠醛、乙醛、多聚甲醛或几种醛的混合物。

图6: 酚醛树脂分子结构



资料来源: 360 百科, 国信证券经济研究所整理

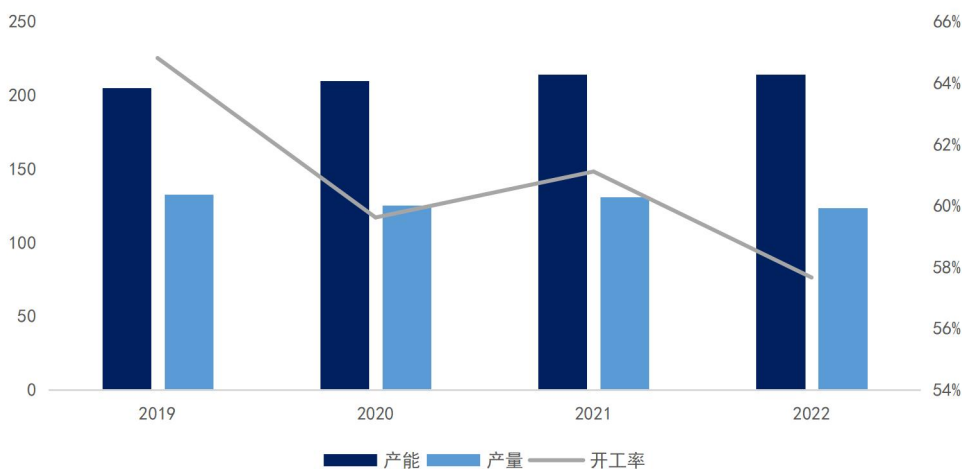
从供给上看, 公司是国内酚醛树脂行业的龙头企业, 国内市场份额超过 25%。整体来看, 国内酚醛树脂行业集中度较低, 大多数企业产能较低。行业发展也呈现两极分化的局面, 由于中低端市场进入门槛较低, 小企业也较多, 所以国内竞争十分激烈; 在中高端市场, 由于技术门槛较高, 行业处于供不应求局面, 许多外资企业主要集中在高端应用领域。我们认为, 未来行业集中度有望加强, 在竞争剧烈的中低端领域, 由于国家对于安全、环保的要求越来越严, 产能落后的小企业将面临淘汰风险, 而大企业具备资金技术实力, 具备更强的抗风险能力, 未来在产品迭代、高端领域拓展的速度也将加快, 企业竞争力进一步提升。

表2: 2022 年国内主要酚醛树脂产能

地区	企业	产能 (万吨)
华东地区	山东圣泉新材料	65
华东地区	山东宇世巨化工	20
华东地区	太尔化工(南京)	15
华东地区	杭摩新材料	14
华东地区	阜阳杭摩	11
华东地区	常熟东南塑料	10
华东地区	圣莱科特化工(南京)	7
华东地区	山东莱芜润达新材料	6
华东地区	彤程新材料	5.8
华北地区	泽田化工	4
东北地区	锦成化工	4
华东地区	南通住友电木	4
华东地区	松下电子材料(上海)	3
华中地区	熔鑫耐材	3
华中地区	炬能耐材	3
华东地区	欧区爱铸造材料(中国)	2.2
华中地区	河南邦得化工	2
华中地区	濮阳蔚林科技	2
华东地区	可隆化工(苏州)	1.8
东北地区	营口润达新材料	1.5
华东地区	旭有机材树脂(南通)	1.3
华东地区	山东永汇新材料	1
华北地区	成丰树脂	0.8
华中地区	亨通化工	0.6
华东地区	上海春宝化工	0.5
华中地区	新乡市伯马风帆	0.24
华中地区	宏伟化工	0.2
华北地区	静海福明树脂	0.1
中国其他	中国其他(酚醛树脂)	50

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

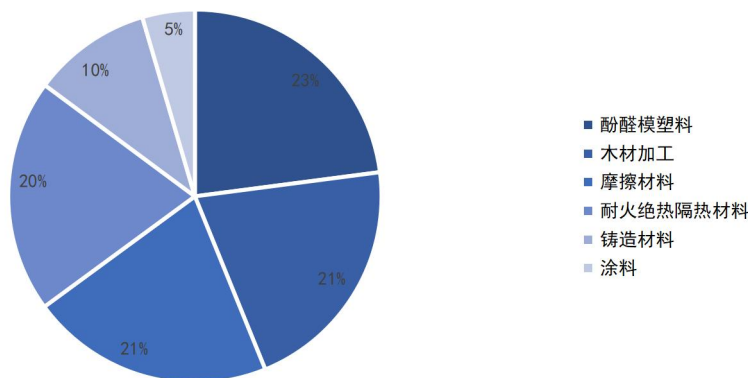
图7: 酚醛树脂产能产量开工率 (万吨, %)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

酚醛树脂作为重要的合成树脂之一, 性能优异。酚醛树脂特有的化学结构和大分子交联网络结构赋予了它优异性能, 如优良的粘附性、耐热性、抗烧蚀性、阻燃性、耐酸性和电绝缘性等。从应用分布来看, 酚醛树脂主要应用在酚醛模塑料、木材加工、研磨及摩擦材料三大领域, 三者合计消费占比达到 63%以上。

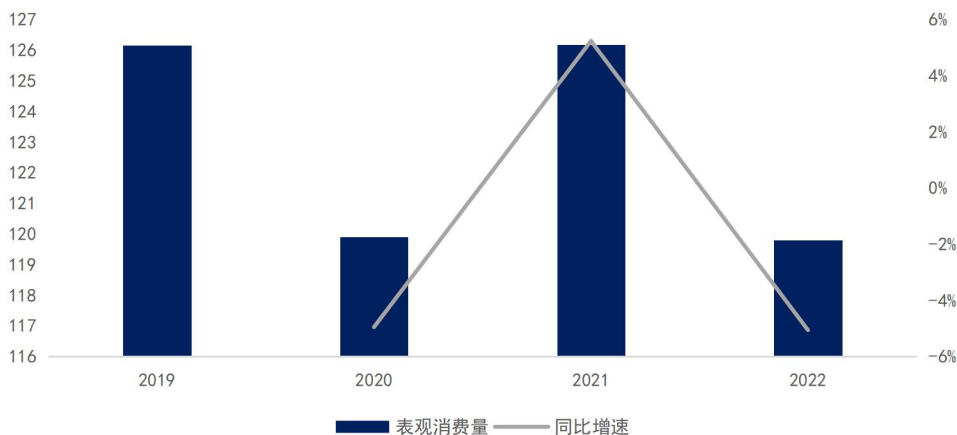
图8: 酚醛树脂应用结构



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

酚醛树脂产业是国家政策扶持的行业, 电子级酚醛树脂和特种酚醛树脂等产品已被列入《中国制造 2025》、《战略新兴产业分类》(2018)》和《“十三五”材料领域科技创新专项规划》等政策内。随着我国轨道交通、汽车、建筑节能、集成电路、消费电子以及航空航天等产业的不断发展, 促进了酚醛树脂生产技术的提升。近些年来, 随着酚醛树脂下游材料及制品的制作技术方面显著提升, 其应用范围不断扩展, 应用技术也逐年提高, 一些新领域, 如电子、复合材料及其他领域的增速很快。近几年酚醛树脂消费量波动较大, 2020 年和 2022 年消费量有所下滑, 主要受疫情影响较大, 下游需求表现疲软, 我们预期 2023 年随着疫情后国内经济的修复, 酚醛树脂需求有望恢复增长, 并且下游高端电子领域的发展尤其值得关注。

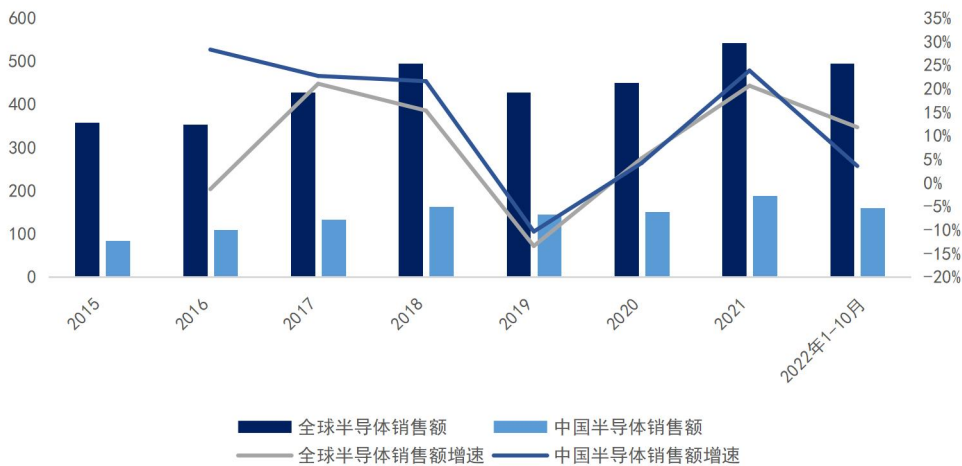
图9: 酚醛树脂表观消费量及增速 (万吨, %)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

根据纯度不同, 酚醛树脂可分为电子级、工业级类型, 其中工业级酚醛树脂是我国市场主流产品。电子级酚醛树脂技术壁垒高, 国内市场需求依赖进口。酚醛树脂在电子材料中有广泛的应用, 当前的半导体封装材料主要是改性环氧树脂, 固化剂则是高性能酚醛树脂。酚醛树脂作为固化剂的优点是所形成的封装材料储存稳定性好、封装后耐热性高、电绝缘性优等。未来随着我国半导体产业的快速发展, 国内企业有望在该领域加快国产替代。

图10: 半导体销售额及增速 (十亿美元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在电子级酚醛树脂领域, 公司已经形成了以分子结构设计、树脂纯化技术为核心的自主创新的电子级酚醛树脂技术体系, 形成了多个不同化学结构不同规格的系列产品。公司是国内领先的 PCB 基板用电子树脂供应商, 电子材料用高级酚醛树脂打破多项国外垄断, 实现平板显示、芯片光刻胶用电子树脂国产化。公司是目前国内行业中仅有的可提供邻甲酚醛环氧树脂、双酚 A 酚醛环氧树脂、苯酚联苯环氧树脂等高端电子级特种环氧树脂的内资企业。芯片级封装高纯环氧树脂、多马来酰亚胺树脂、5G 高频高速电路板用特种树脂等系列产品相继研发成功。产品广泛应用于覆铜板、半导体环氧塑封料、印制线路板光刻胶、阻焊油墨、显示面板、芯片制造等领域。

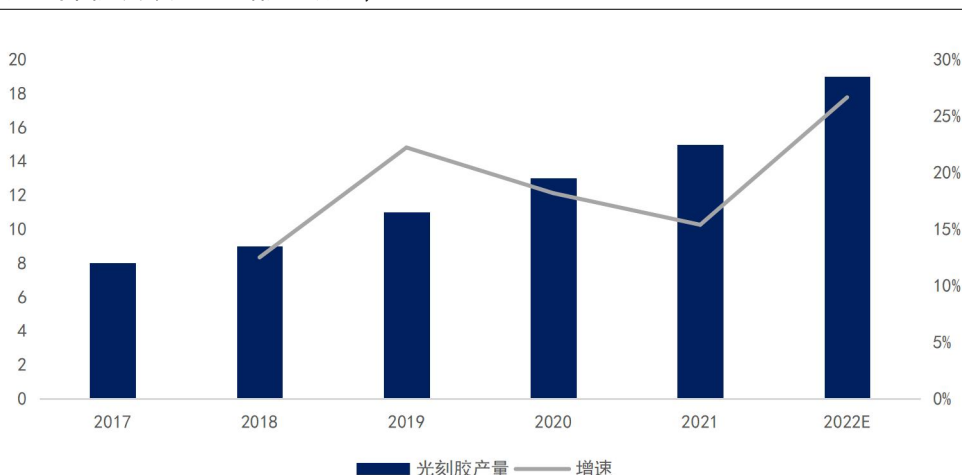
表3: 公司电子级产品概况

产品名称	主要用途
线性苯酚甲醛树脂	应用于 FR-4、CEM 覆铜板、绝缘材料及其他复合材料领域，低分子量的线性苯酚甲醛树脂也可用作特种环氧树脂中间体。
线性 BPA 甲醛树脂	适用于无铅 FR-4 覆铜板和特种环氧树脂中间体。
线性邻甲酚甲醛树脂	适用于环氧树脂固化剂及特种环氧树脂中间体。
新酚树脂	适用于 IC 封装用环氧模塑料 (EMC)、覆铜箔板 (CCL) 及其他电气绝缘领域。
联苯芳烷基酚树脂	适用于 IC 封装用环氧模塑料 (EMC) 及其他电气绝缘领域。
无卤阻燃含氮酚醛树脂	适用于无卤阻燃体系的覆铜板、模塑料及其他复合绝缘材料体系。
无卤阻燃含磷酚醛树脂	应用于无卤的覆铜板 (FR-4, CEM 系列) 及其他具有无卤要求的电气绝缘领域。
双环戊二烯酚树脂	适用于橡胶混炼和油墨助剂领域，也可应用于油漆涂料和粘合剂领域。
多官能度酚羟基聚合物	适用于高耐热、高交联度的应用领域，也可用作特种环氧树脂中间体和部分高端的 EMC 产品研发中用作固化剂。
光刻胶用线性酚醛树脂	用于各种电子玻璃蚀刻、IC 芯片蚀刻等高尖端的应用领域。

资料来源: 公司官网, 中国覆铜板信息网, 国信证券经济研究所整理

光刻胶是半导体产业的核心材料之一，目前主要被日本、美国等厂商垄断，我国本土企业市场差距仍然非常明显。因此光刻胶相应材料也主要由日本、美国等厂商供应，全球光刻胶树脂供应商主要有住友电木、日本曹达及美国陶氏等，我国光刻胶企业使用的树脂 90% 以上依赖进口。目前国内也有少数企业具备光刻胶树脂的生产能力，其中圣泉集团生产的光刻胶用线性酚醛树脂成功打破国外垄断，通过对分子结构的设计，使产品具有高纯度、高耐热性、高电气绝缘性等特点，树脂中各种金属杂质控制达到了 ppb 级，适合各种光刻胶产品的生产，此外安智电子材料、强力新材等也有少量产出。我们认为随着光刻胶领域的快速突破，相关材料的国产替代未来可期。

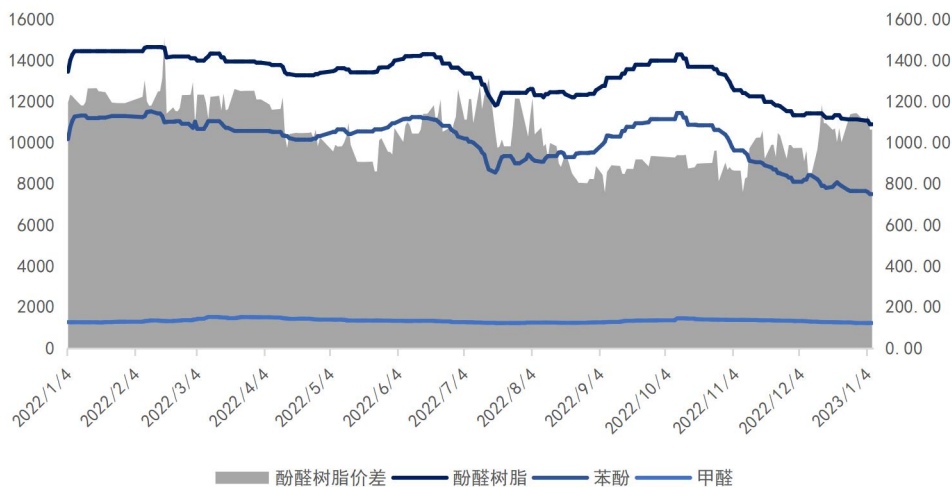
图11: 中国光刻胶产量及增速 (万吨, %)



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

从价格上看，2022 年酚醛树脂价格走势与上游苯酚走势高度相关，而苯酚原材料主要是苯和丙烯，与油价高度相关，因此 2022 年在油价的推动下，酚醛树脂价格处在高位。但是由于 2022 年整体需求表现较弱，酚醛树脂价差表现一般，尤其三季度利润表现不佳，但是自 2022 年四季度以来，利润水平开始逐步修复。我们认为，2023 年油价仍将处在高位震荡走势，对于苯酚和酚醛树脂的价格有一定支撑，随着酚醛树脂下游需求的逐步修复，酚醛树脂利润表现会好于 2022 年。此外，对于龙头企业来说，由于产品中高端电子级产品的比例更高，利润表现会优于行业平均水平，高附加值也使得利润波动更加稳定。

图12: 酚醛树脂价格与利润走势 (元/吨)



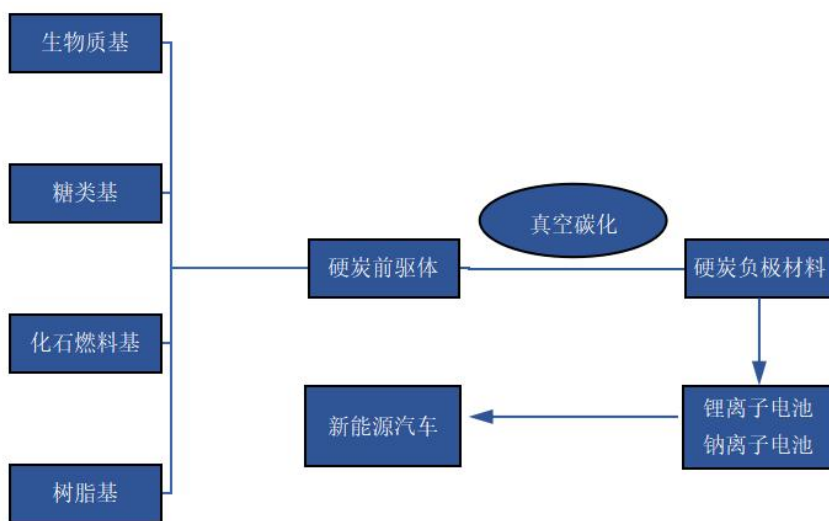
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

◆ 布局硬碳负极材料, 生物质项目产业链延长

2022年12月公司公告在山东省济南市刁镇化工产业园建设10万吨生物基硬碳负极材料项目。项目总投资24.80亿元, 预计建设周期18个月。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。该项目将进一步延长公司产业链, 优化公司产品结构。

硬碳负极材料是硬碳负极上游的原材料, 主要包括树脂基、沥青基、生物质基等, 当下受成本、易于保存等因素的影响, 大部分企业选择使用生物质基材料, 通过真空碳化, 得到硬碳负极材料, 后续又被制作成锂离子电池、钠离子电池, 被广泛应用到新能源汽车领域。硬碳负极材料在提升电池储能性能、改善安全、降低成本等方面发挥了重大作用。

图13: 硬碳材料产业链图



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

硬碳材料的前驱体来源广泛，常用的硬碳前驱体主要包括生物质（如椰壳、核桃壳、秸秆）、糖类（葡萄糖、淀粉）、化石燃料（无烟煤、沥青）及高分子聚合物（如酚醛树脂）。不同前驱体得到的硬碳产品具有显著的性能差异，且原料来源不同其成本也有差异。生物质基路线产出的硬碳性能适中，原来来源广泛，成本相对合适，目前为企业主要的选择。生物质具有可再生、来源丰富、价格低廉、绿色环保等优点，同时有些生物质具有独特的结构和成分，如中空、多孔、含氮元素等，这些将有利于提高硬碳的储钠性能。

酚醛树脂也是一种优异的制备硬碳的前驱体，其主体为芳香环的碳骨架，且分子间的化学键较为稳定，由于含碳量高，在热解后残碳率高，同时成碳能力强，结构相对稳定，是碳材料中常用的前驱体。该类前驱体性能较高，包括比容量、库伦效率等，但高分子聚合物较生物质基、化石燃料基路线成本高昂。根据国信电新团队测算，生物质基、无烟煤基前驱体成本优势较为突出，树脂基成本较为高昂，综合性能与成本看，生物质基为 12.8-24(Ah/元) 优于其他前驱体，是未来硬碳前驱体主要方向。

表4: 各类前驱动主要参数对比

	生物质基	树脂基	沥青基	无烟煤基	石墨（储锂）
负极前驱体价格（元/吨）	1000-2000	12000-15000	4000	1000-2000	8000-10000
收率（%）	10%-20%	20%-30%	50%-60%	90%	85%
负极前驱体材料成本（万元/吨）	0.5-2	4-7.5	0.8-1	0.12-0.32	0.95-1.2
加工费用（万元/吨）	1-1.5	1-1.5	1-1.5	1-1.5	2.5
负极生产成本（万元/吨）	1.5-2.5	5-9	1.8-2.5	1.1-1.8	3.45-3.7
比容量（mAh/g）	320-360	380-420	280-300	220-240	350-370
单位性能成本比（Ah/元）	12.8-24	4.2-8.4	11.2-16.7	18.1-21.8	10.9-12.5

资料来源：百川盈孚、鑫铈锂电、国信证券经济研究所整理

表5: 不同的硬碳前驱体材料对比

前驱体	优点	缺点
树脂基	前驱体纯度高，结构易调控	成本较高
沥青基	前驱体来源较广泛，价格低	生产过程产生废水废气，容量较低
生物质	前驱体来源广泛，容量高	国内原料供应不足，目前依赖进口
糖类基	来源广泛，价格低且环保	工艺成本高，需额外添加交联剂等添加剂或加氢改性

资料来源：李云明《钠离子储能电池碳基负极材料研究》，国信证券经济研究所整理

目前主流企业仍然以生物基材料为主，其他路线也在探索发展之中。根据国信电新团队报告《硬碳负极：从零到一新突破，生物质路线前景广阔》，日本可乐丽公司使用的硬碳前驱体为生物质材料椰壳；国内传统锂电负极企业贝特瑞、杉杉、中科星城和翔丰华等厂家的硬碳负极工艺囊括生物基材料、树脂类原料和沥青基原料，实现体系化的专利布局；佰思格作为对标可乐丽的硬碳负极企业，专注葡萄糖、淀粉、木质素、椰壳等生物质材料制备硬碳材料；元力股份采用毛竹、椰子壳和稻壳等原料；圣泉集团则采用秸秆；武汉比西迪选取酚醛树脂作为前驱体。

表6: 主流企业硬碳前驱体工艺路线情况

公司名称	前驱体路线	制备硬碳性能情况
日本可乐丽	椰子壳	充放电可逆容量 320-405mAh/g, 首次效率为 88%-90%
佰思格	葡萄糖、糖、淀粉、纤维素、木质素、木屑、竹屑、椰子壳或坚果壳等	沥青基、植物基硬碳的压实密度可达到 1.72g/ml, 1C 放电首次容量达到 362mAh/g, 首次效率达到 92.5%, 4C 充放电效率分别达到 87%与 94.5%, 2C 循环 1000 次容量保持率 82%以上, 可满足动力锂离子电池的需求
贝特瑞	稻壳、玉米芯、果壳等植物类原料; 树脂类前驱体;	树脂类硬碳充放电可逆容量 > 485mAh/g, 首次效率 > 80%; 在常温 1C 循环 100 周容量保持率 > 96%; 在零下 20℃下, 材料仍能可逆进行锂离子的嵌入和脱出, 且 1C 循环 100 周容量保持率 > 95%; 在常温 20C 倍率放电下, 容量能达到 1C 放电的 93%
杉杉科技	华榛、平榛、毛榛等榛子壳; 树脂类前驱体; 沥青基前驱体	沥青基硬碳首次可逆容量在 480mAh/g 以上, 首次库伦效率大于 85%
中科星城	树脂类、生物质和准石墨化焦类	树脂基、生物质基硬碳可逆容量高于 500mAh/g, 极片压实可达 1.55g/cc, 首次效率高于 80%, 5C 充放电循环寿命超过 2000 周, 常规电池体系下, 30C 充电容量为 1C 充电容量的 85%以上, 30C 放电容量为 1C 放电容量 90%以上。
翔丰华	树脂类、生物质和准石墨化焦类	煤沥青基球形硬碳, 其压实密度大于 1.1g/cm ³ , 压实密度高, 可逆比容量大于 400mAh/g, 首

		次库仑效率大于 80%，循环 500 次容量保持率大于 85%，30C/10 容量保持率为大于 98%
凯金能源	聚合物硬碳、生物质硬碳	生物质硬碳可逆比容量 300-500mAh/g，首效 70%-85%；聚合物硬碳可逆比容量 400-600mAh/g，首效 75%-85%
元力股份	毛竹、椰子壳、稻壳	
圣泉集团	秸秆、酚醛树脂	
武汉比西迪	酚醛树脂	首次容量高于 500mAh/g，首次效率高于 85%，振实密度 1.3-1.6g/cm ³ ，比表面积 3.0-7.0m ² /g
多氟多	核桃壳	比容量 260mAh/g
鸡西唯大新材料	沥青、生物质（茄子）	沥青基比容量 270mAh/g；生物质基循环 200 圈后比容量为 200mAh/g
欣旺达	生物质（花生壳）	2C 循环 500 次后容量保持率 95%+

资料来源：中国专利信息网、元力股份公司公告、圣泉集团公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ **盈利预测：预计公司 2022-2024 年归母净利润为 7.09/10.02/11.44 亿元**

核心假设：

- 1) 我们预期 2023 年开始，随着酚醛树脂行业供需的修复，以及公司在高端应用领域的拓展，公司产品销量将逐步提升，2022-2024 年产量分别达到 40/50/60 万吨。价格方面，随着上游能源价格的回落，酚醛树脂成本有所下降，销售价格也同步下降，但整体价差略有扩大。
- 2) 公司呖喃树脂在 2022-2024 年产销维持在 9 成开工率，由于国内经济的复苏，呖喃树脂价格仍然维持在高位，毛利率水平相对稳定。
- 3) 生物质化工方面，原有秸秆项目盈利逐步回升，大庆 100 万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目于 2023 年正式投产，10 万吨硬碳负极材料项目假定于 2024 年正式投产，新项目产值均为 15 亿，毛利率约 20%。

表7：公司主要产品盈利假设（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
酚醛树脂							
收入	28.15	27.62	27.36	38.26	40	45	54
成本	21.23	20.22	20.87	29.83	32.53	35.35	42.42
毛利	6.92	7.40	6.49	8.44	7.47	9.65	11.58
毛利率	24.58%	26.79%	23.72%	22.06%	18.69%	21.44%	21.44%
产量（吨）	301,784.41	331,116.85	394,833.01	442,037.70	400,000.00	500,000.00	600,000.00
呖喃树脂							
收入	12.35	9.62	10.18	15.61	17.02	17.02	17.02
成本	8.84	6.6	7.55	11.66	12.72	12.68	12.68
毛利	3.51	3.02	2.63	3.95	4.31	4.35	4.35
毛利率	28.42%	31.39%	25.83%	25.30%	25.31%	25.54%	25.54%
产量（吨）	86,524.36	88,388.74	106,773.47	108,292.39	108,000.00	108,000.00	108,000.00
生物质项目							
收入	3.97	3.63	3.00	4.08	5.00	21.00	36.00
成本	2.67	2.44	2.05	4.08	4.50	16.00	28.00
毛利	1.29	1.19	0.95	0.00	0.50	5.00	8.00
毛利率	32.49%	32.78%	31.67%	0.09%	10.00%	23.81%	22.22%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 7.09/10.02/11.44 亿元，EPS 为 0.91/1.28/1.46 元/股，当前股价对应 PE 为 25/18/16x。

表8：公司盈利预测表（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8319	8825	9554	11708	14108
营业成本	5222	6702	7348	8811	10718
营业税金及附加	81	68	67	82	99
销售费用	343	358	382	468	564

管理费用	313	402	457	554	662
研发费用	342	361	430	527	635
财务费用	142	143	73	62	52
归母净利润	877	688	709	1002	1144

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

由于公司业绩与宏观经济影响较大，主要体现在酚醛树脂的价格和利润水平上，因此我们针对公司在不同情景下的业绩进行敏感性分析，结果如下：

表9：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022E	2023E	2024E
乐观预测			
营业收入(百万元)	9626	12015	14724
(+/-%)	9.1%	24.8%	22.5%
净利润(百万元)	1494	1952	2341
(+/-%)	117%	31%	20%
摊薄 EPS	1.91	2.49	2.99
中性预测			
营业收入(百万元)	9554	11708	14108
(+/-%)	8.3%	22.6%	20.5%
净利润(百万元)	709	1002	1144
(+/-%)	3%	41%	14%
摊薄 EPS(元)	0.91	1.28	1.46
悲观的预测			
营业收入(百万元)	9481	11405	13509
(+/-%)	7.4%	20.3%	18.4%
净利润(百万元)	(50)	121	64
(+/-%)	--	-	-47%
摊薄 EPS	-0.06	0.15	0.08
总股本(百万股)	783	783	783

资料来源：国信证券经济研究所预测

◆ 估值与投资建议：公司股票合理估值区间在 26-28 元之间，首次覆盖给与“增持”评级。考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：25-28 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表10：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-5.0%	41.4%	6.1%	8.3%	22.6%	20.5%	8.0%	8.0%
营业成本/营业收入	70.1%	62.8%	75.9%	76.9%	75.3%	76.0%	75.0%	75.0%
管理费用/营业收入	3.8%	3.5%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
销售费用/销售收入	5.0%	4.1%	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
营业税及附加/营业收入	7.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
所得税税率	0.9%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
股利分配比率	29.7%	21.4%	45.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表11：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.89	T	10.00%
无风险利率	2.90%	Ka	8.69%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.97

公司股价 (元)	23.09	Ke	9.21%
发行在外股数 (百万)	783	E/(D+E)	90.89%
股票市值 (E, 百万元)	18077	D/(D+E)	9.11%
债务总额 (D, 百万元)	1812	WACC	8.78%
Kd	5.00%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 25-28 元。

表12: FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	869.8	1,266.5	1,430.1	1,694.5	1,832.3	1,981.0	2,141.7	2,315.2	2,502.6	2,629.1	
所得税税率	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	782.9	1,076.6	1,215.6	1,440.4	1,557.4	1,683.9	1,820.5	1,967.9	2,127.2	2,234.7	
折旧与摊销	432.4	526.9	567.9	603.6	637.6	671.0	704.3	737.4	770.5	803.5	
营运资金的净变动	(887.8)	(377.7)	(316.2)	(298.9)	(327.7)	(355.7)	(386.0)	(418.6)	(453.9)	(300.3)	
资本性投资	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	(501.0)	
FCFF	(173.5)	724.8	966.3	1,244.0	1,366.3	1,498.2	1,637.7	1,785.7	1,942.9	2,237.0	33,663.5
PV(FCFF)	(159.5)	612.5	750.7	888.5	897.1	904.3	908.8	910.9	911.1	964.4	14,512.6
核心企业价值	22,101.5										
减：净债务	1,502.0										
股票价值	20,599.5										
每股价值	26.31										

资料来源：国信证券经济研究所预测

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.4%	8.6%	8.8%	9.0%	9.2%
永续 增长 率变 化	2.6%	30.70	29.42	28.23	27.12	26.07
	2.4%	29.90	28.69	27.55	26.49	25.49
	2.2%	29.15	27.99	26.91	25.90	24.94
	2.0%	28.44	27.35	26.31	25.34	24.43
	1.8%	27.78	26.73	25.75	24.81	23.94

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：

我们选取与公司主业比较相似的上市公司进行对比，彤程新材作为酚醛树脂的优质企业，正在向光刻胶领域发力，与公司情况比较类似，而元力股份、中科电气、贝特瑞、翔丰华、欣旺达皆是正在探索钠电池负极材料的上市公司，与公司未来产业链延伸有一定相关性。我们发现，可比公司在 2023 年平均 PE 估值水平约 20 倍，我们认为公司作为酚醛树脂龙头企业，其估值水平应当像彤程新材更加接近，20-25 倍水平估值相对比较合理，对应股价区间 26-32 元。

表14: 可比公司估值

上市公司	收盘价 2023.1.6	EPS			PE		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
彤程新材	31.97	0.56	0.87	1.2	57.09	36.75	26.64
元力股份	21.81	0.59	0.72	0.89	36.97	30.29	24.51
中科电气	21.45	0.95	1.61	2.21	22.58	13.32	9.71
贝特瑞	42.25	2.98	4.11	5.54	14.18	10.28	7.63
翔丰华	43.07	2.49	3.75	4.56	17.30	11.49	9.45
欣旺达	21.71	0.58	1.27	1.72	37.43	17.09	12.62

平均

30.92

19.87

15.09

资料来源：Wind 一致预期，国信证券经济研究所整理

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 26-28 元之间，今年动态市盈率 18 倍，相对于公司目前股价有 13%-15% 溢价空间。首次覆盖，给与“增持”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 26-28 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.9%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的合成树脂龙头企业比如彤程新材，在行业平均动态 PE 的基础上给予给予公司 23 年 20-25 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

销售端，我们可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

成本端，我们可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

产能方面，我们预计 23/24 年公司均有新增产能放量，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

费用方面，我们假设公司费用率维持在相对稳定的水平，如果未来实际费用支出较大，可能存在业绩预期高估的风险。

经营风险

环境保护的风险：公司在生产过程中排放的污染物较大，随着经济发展模式的转变和可持续发展战略的进一步实施，国家可能会制定并实施更为严格的环保标准，环保政策、法规日益完善，公司在环保方面面临的要求和需要的投入将不断提高。此外，尽管公司严格执行相关环保法规及政策，但随着公司生产规模的不断扩大，“三废”污染物排放量将会相应增加，仍然存在因制度执行、业务操作或因意外等情况而导致发生环境污染事故的可能性。如果公司因“三废”处理、排放不达标而对环境造成污染，并引致环保监管部门的处罚或者因被要求整改而限产、停产，会给公司造成一定的损失。

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司经营状况受宏观经济环境、全球新冠疫情发展趋势和各国疫情防控政策、原材料价格波动、下游行业景气度、国际贸易争端、汇率波动等诸多不确定性因素的影响。尤其是合成树脂及生物质产品市场波动如果加剧，可能导致公司产品价格和利润发生较大幅度波动，存在业绩大幅下滑的风险。

市场份额下滑的风险：公司酚醛树脂、呋喃树脂产品在国内具有龙头地位，未来发展更加聚焦于高端产品。

当前行业门槛不高，如果公司不能持续提高产品竞争力，随着行业竞争加剧，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

海外经营的风险：为开拓国际市场，贴近服务国外客户，公司设有国际业务部并在欧洲、美洲、大洋洲、印度、日本、新加坡、韩国等地设有经营性子公司。通过多年的培育和探索，公司已建立了擅长海外业务的人才团队，积累了一定的海外经营管理经验，产品销售于 70 多个国家和地区。由于境外地区政治环境、经济政策、监管法规、市场状况、文化背景多方面因素与境内市场差异较大，贸易国之间的关系也复杂多变，公司境外业务的开展对公司的内部控制及经营管理要求较高，存在因境外业务开展而引致的各项风险。

财务风险

应收账款风险：公司应收账款账面价值为 17.65 亿元，占比较高，其中大部分是账龄在 1 年以内的应收账款。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：公司存货账面价值为 14.03 亿元，存货规模较大。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加。随着公司生产规模扩大，如果公司不能加强生产计划管理和存货管理，原材料价格和产品售价在一定时期内大幅下降，可能导致存货的可变现净值低于账面价值，将需要计提减值准备，进而影响公司利润水平。

税率变化风险：公司及旗下多家子公司被认定为一高新技术企业资质，享受减按 15% 税率征收企业所得税的税收优惠政策。如果未来高新技术企业的所得税税收优惠政策发生变化，或者公司及其子公司以后年度不能被持续认定为“高新技术企业”，改按 25% 的税率缴纳企业所得税，将对公司的经营业绩造成不利影响。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司所处化工新材料行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现业绩不及预期的风险。

内控风险

实际控制人控制力不足的风险。预计增发后，公司实际控制人最高持有公司 26.34% 的股权，股权占比相对较低，有可能导致公司重大经营决策无法正常进行，进而影响公司长远发展。

其它风险

股份解禁风险：公司 IPO 有 15,956.50 万股将于 2024 年 8 月解禁，若解禁股短期内集中抛售，会对公司股价带来较大波动。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2226	2541	1268	1633	2202	营业收入	8319	8825	9554	11708	14108
应收款项	1153	1509	1570	1604	1739	营业成本	5222	6702	7348	8811	10718
存货净额	1060	1519	1536	1725	1971	营业税金及附加	81	68	67	82	99
其他流动资产	1109	1562	1911	2108	2116	销售费用	343	358	382	468	564
流动资产合计	5559	7133	6287	7071	8030	管理费用	313	402	457	554	662
固定资产	4037	5327	5412	5411	5371	研发费用	342	361	430	527	635
无形资产及其他	586	681	655	629	602	财务费用	142	143	73	62	52
投资性房地产	686	465	465	465	465	投资收益	54	(8)	20	20	20
长期股权投资	44	41	41	41	41	资产减值及公允价值变动	(691)	(45)	0	0	0
资产总计	10912	13647	12860	13617	14509	其他收入	(437)	(240)	(430)	(527)	(635)
短期借款及交易性金融负债	743	424	400	400	400	营业利润	1146	860	817	1225	1398
应付款项	1635	1835	1344	1380	1408	营业外净收支	(37)	(78)	0	0	0
其他流动负债	347	390	391	376	402	利润总额	1109	781	817	1225	1398
流动负债合计	2725	2649	2135	2155	2209	所得税费用	220	69	82	184	210
长期借款及应付债券	1823	2212	1412	1412	1412	少数股东损益	12	25	26	39	44
其他长期负债	632	664	684	704	724	归属于母公司净利润	877	688	709	1002	1144
长期负债合计	2454	2876	2096	2116	2136	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5179	5525	4231	4271	4345	净利润	877	688	709	1002	1144
少数股东权益	130	178	189	204	222	资产减值准备	645	(679)	10	1	0
股东权益	5603	7943	8440	9141	9942	折旧摊销	334	398	432	527	568
负债和股东权益总计	10912	13647	12860	13617	14509	公允价值变动损失	691	45	0	0	0
						财务费用	142	143	73	62	52
关键财务与估值指标						营运资本变动	2080	(1451)	(888)	(378)	(316)
每股收益	1.26	0.89	0.91	1.28	1.46	其它	(635)	692	0	14	18
每股红利	0.27	0.40	0.27	0.38	0.44	经营活动现金流	3991	(306)	264	1167	1413
每股净资产	8.08	10.25	10.78	11.68	12.70	资本开支	0	(941)	(501)	(501)	(501)
ROIC	20.97%	7.83%	7%	10%	11%	其它投资现金流	(11)	10	0	0	0
ROE	15.66%	8.66%	8%	11%	12%	投资活动现金流	(10)	(929)	(501)	(501)	(501)
毛利率	37%	24%	23%	25%	24%	权益性融资	36	1877	0	0	0
EBIT Margin	24%	11%	9%	11%	10%	负债净变化	1249	389	(800)	0	0
EBITDA Margin	28%	15%	14%	15%	14%	支付股利、利息	(188)	(311)	(213)	(301)	(343)
收入增长	41%	6%	8%	23%	20%	其它融资现金流	(4728)	(482)	(24)	0	0
净利润增长率	86%	-22%	3%	41%	14%	融资活动现金流	(2571)	1551	(1037)	(301)	(343)
资产负债率	49%	42%	34%	33%	31%	现金净变动	1410	316	(1274)	365	569
股息率	1.1%	1.7%	1.2%	1.7%	1.9%	货币资金的期初余额	816	2226	2541	1268	1633
P/E	18.3	26.0	25.5	18.0	15.8	货币资金的期末余额	2226	2541	1268	1633	2202
P/B	2.9	2.3	2.1	2.0	1.8	企业自由现金流	0	(1142)	(174)	725	966
EV/EBITDA	9.0	17.6	17.1	12.5	11.2	权益自由现金流	0	(1236)	(1063)	672	922

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032