

**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

04月18日收盘价(元)	22.04
52周股价波动(元)	15.80-26.55
总股本/流通A股(百万股)	783/615
总市值/流通市值(百万元)	17255/13559

**相关研究**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.3	-4.1	-0.8
相对涨幅(%)	2.1	-7.2	-1.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021) 23219431

Email: swr12178@haitong.com

证书: S0850518030001

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

## 22年实现归母净利润同比上升2.3%，看好新项目带来的成长空间

**投资要点:**

- 圣泉集团公布2022年年度报告。**2022年实现营业收入95.98亿元，同比增长8.76%，归属于上市公司股东的净利润7.03亿元，同比增长2.30%
- 2022年公司营业收入提升主要系原材料价格上涨带动产品价格上涨及销量增长所致。**1) 分业务看，公司22年酚醛树脂/铸造用树脂/电子化学品分别实现销量387370.27、144057.95、60723.08吨；平均售价为9001.31、14261.81、20904.89元/吨，同比变化9.07%/-3.56%/-5.3%；营业收入34.87、20.55、12.69亿元，同比变化-1.41%/9.43%/13.64%；毛利率19.62%/19.93%/21.26%，同比减少0.94、4.8、9.78个百分点。2) 从盈利能力来看，2022年公司销售毛利率和销售净利率分别为21.06%、7.41%，同比减少2.99、-0.66个百分点。3) 公司22年三项费用率同比下降2.09个百分点至12.23%，其中销售、管理、财务费用率同比下降0.35、0.5、1.25个百分点至3.71%、8.15%、0.37%。
- 生物质项目延长产业链，新规划10万吨生物基硬碳产能，**根据公司2022年报，公司大庆生产基地“100万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目”处于试生产阶段，项目进度91.48%。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，新增产能达硬碳负极材料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，进一步延长公司产业链。
- 研发和扩产并重，酚醛树脂业务平稳经营。**2022年公司酚醛树脂产业实现营业收入34.87亿元，较上年同期增长7.53%。一方面公司积极开发新客户，保证老产业的平稳经营；同时扩大市场份额，在橡胶领域与国内外多家知名企业紧密合作；积极布局新产品新领域产品开发，其中包装涂料用水性酚醛和环氧树脂、工业涂料用改性酚醛树脂、油田用生物基酚醛树脂等产品逐步获得市场认可。
- 电子化学品产品逆势增长，光刻胶树脂保持稳步增长。**2022年公司电子化学品实现营业收入12.69亿元，较2021年同期增长7.63%。公司电子化学品产品销量依然实现逆势增长。产品创新方面，光刻胶树脂保持稳步增长；5G/6G PCB用特种电子树脂与上下游产业链紧密合作，率先完成行业认证，领跑原材料国产化批量稳定供应；年产1000吨官能化聚苯醚项目正在建设中。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计圣泉集团23-25年归母净利润分别为9.36、11.57、13.13亿元，对应EPS分别为1.20、1.48、1.68元。综合来看，我们给予2023年圣泉集团23-25倍PE估值区间，对应合理价值区间为27.6-30元，给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示。**在建产能进度不达预期；宏观经济下行；产品价格大幅波动。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8825	9598	11156	12853	13300
(+/-)YoY(%)	6.1%	8.8%	16.2%	15.2%	3.5%
净利润(百万元)	688	703	936	1157	1313
(+/-)YoY(%)	-21.6%	2.3%	33.0%	23.6%	13.5%
全面摊薄EPS(元)	0.88	0.90	1.20	1.48	1.68
毛利率(%)	24.1%	21.1%	21.9%	22.6%	23.4%
净资产收益率(%)	8.7%	8.3%	10.0%	11.2%	11.4%

 资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所  
 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:**

- 1) 主要产品价格假设: a. 酚醛树脂: 我们预计 2023-2025 年酚醛树脂不含税均价分别为 1.00、1.05、1.05 万元/吨; b. 呋喃树脂: 我们预计 2023-2025 年呋喃树脂不含税均价均为 1.45 万元/吨; c. 环氧树脂: 我们预计 2023-2025 年环氧树脂不含税均价分别为 3.85、3.90、3.90 万元/吨。
- 2) 主要产品销量假设: a. 酚醛树脂: 根据公司 2022 年年报, 酚醛树脂在建产能为 20000 吨, 预期建成时间为 2023 年 6 月, 现有产能 628600 吨, 因此我们预计 2023-2025 年酚醛树脂销量分别为 421590、518880、551310 吨; : 据公司 2022 年年报, 公司呋喃树脂产能 12 万吨/年, 因此我们预计 2023-2025 年呋喃树脂销量分别为 120000、120000、120000 吨。c. 环氧树脂: 据公司 2021 年年报, 公司环氧树脂存在 6000 吨在建产能, 预计于 2023 年 6 月完工正式投入生产, 因此我们预计 2023-2025 年环氧树脂销量分别为 23120、24480、27200 吨。

**表 1 圣泉集团分业务盈利预测**

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入(百万元)	8824.60	9597.74	11156.17	12853.11	13299.71
总成本(百万元)	6701.95	7576.31	8710.66	9944.14	10180.99
总毛利(百万元)	2122.65	2021.44	2445.51	2908.97	3118.72
总毛利率	24.05%	21.06%	21.92%	22.63%	23.45%
<b>化学原料和化学制品制造业</b>					
收入(百万元)	7785.45	8406.44	9427.85	10724.79	11171.39
成本(百万元)	5820.38	6570.04	7351.35	8264.83	8501.68
毛利(百万元)	1965.07	1836.40	2076.51	2459.96	2669.71
毛利率	25.24%	21.85%	22.03%	22.94%	23.90%
<b>生物质化工产品</b>					
收入(百万元)	408.50	662.99	1200.00	1600.00	1600.00
成本(百万元)	408.11	592.51	960.00	1280.00	1280.00
毛利(百万元)	0.38	70.48	240.00	320.00	320.00
毛利率	0.09%	10.63%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>其他行业</b>					
收入(百万元)	492.92	372.69	372.69	372.69	372.69
成本(百万元)	384.27	323.85	298.15	298.15	298.15
毛利(百万元)	108.65	48.84	74.54	74.54	74.54
毛利率	22.04%	13.11%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>其他业务</b>					
收入(百万元)	137.73	155.63	155.63	155.63	155.63
成本(百万元)	89.18	89.91	101.16	101.16	101.16
毛利(百万元)	48.55	65.72	54.47	54.47	54.47
毛利率	35.25%	42.23%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: WIND, 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

**表 2 同行业市盈率相对估值比较**

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
彤程新材	603650.SH	39.76	0.76	1.01	1.01	52.32	39.37	39.37
雅克科技	002409.SZ	65.53	1.3	1.82	2.39	50.41	36.01	27.42
<b>平均值</b>						51.36	37.69	33.39

资料来源: Wind, 海通证券研究所。股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>9598</b>	<b>11156</b>	<b>12853</b>	<b>13300</b>
每股收益	0.90	1.20	1.48	1.68	营业成本	7576	8711	9944	10181
每股净资产	10.83	11.90	13.25	14.67	毛利率%	21.1%	21.9%	22.6%	23.4%
每股经营现金流	0.16	2.26	1.70	3.47	营业税金及附加	67	86	96	99
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	356	413	484	492
P/E	22.63	17.01	13.76	12.12	营业费用率%	3.7%	3.7%	3.8%	3.7%
P/B	1.88	1.71	1.53	1.39	管理费用	326	424	488	492
P/S	1.66	1.43	1.24	1.20	管理费用率%	3.4%	3.8%	3.8%	3.7%
EV/EBITDA	12.44	8.88	7.37	6.17	EBIT	898	1103	1356	1543
股息率%	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	财务费用	35	-22	-38	-34
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
毛利率	21.1%	21.9%	22.6%	23.4%	资产减值损失	-30	-16	-12	-12
净利润率	7.3%	8.4%	9.0%	9.9%	投资收益	-40	-15	-28	-30
净资产收益率	8.3%	10.0%	11.2%	11.4%	<b>营业利润</b>	<b>820</b>	<b>1097</b>	<b>1355</b>	<b>1537</b>
资产回报率	5.6%	6.9%	7.8%	8.3%	营业外收支	-13	0	0	0
投资回报率	7.8%	8.9%	9.9%	10.4%	<b>利润总额</b>	<b>807</b>	<b>1097</b>	<b>1355</b>	<b>1537</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1391	1807	2196	2565
营业收入增长率	8.8%	16.2%	15.2%	3.5%	所得税	96	143	176	200
EBIT 增长率	-14.5%	22.9%	22.9%	13.8%	有效所得税率%	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	2.3%	33.0%	23.6%	13.5%	少数股东损益	8	18	23	24
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>703</b>	<b>936</b>	<b>1157</b>	<b>1313</b>
资产负债率	30.1%	29.1%	28.1%	25.5%					
流动比率	2.34	2.38	2.48	2.56	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.45	1.45	1.53	1.58	货币资金	860	1097	939	1234
现金比率	0.35	0.42	0.33	0.45	应收账款及应收票据	1683	1739	2276	1891
<b>经营效率指标</b>					存货	1344	1560	1755	1714
应收账款周转天数	54.52	51.43	52.16	52.31	其它流动资产	1787	1831	2081	2110
存货周转天数	68.02	60.00	60.00	61.34	流动资产合计	5674	6227	7051	6950
总资产周转率	0.73	0.86	0.91	0.87	长期股权投资	41	41	40	40
固定资产周转率	2.72	2.55	2.36	2.03	固定资产	3752	4993	5903	7215
					在建工程	1956	1131	645	380
					无形资产	712	791	856	921
					非流动资产合计	6819	7309	7796	8901
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>12493</b>	<b>13536</b>	<b>14847</b>	<b>15851</b>
净利润	703	936	1157	1313	短期借款	305	105	85	35
少数股东损益	8	18	23	24	应付票据及应付账款	1210	1558	1702	1614
非现金支出	499	719	852	1034	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	134	25	32	32	其它流动负债	909	951	1059	1063
营运资金变动	-1216	74	-730	312	流动负债合计	2425	2614	2846	2712
<b>经营活动现金流</b>	<b>128</b>	<b>1772</b>	<b>1334</b>	<b>2715</b>	长期借款	698	698	698	698
资产	-382	-1214	-1344	-2143	其它长期负债	633	633	633	633
投资	-94	5	6	6	非流动负债合计	1331	1331	1331	1331
其他	1	-15	-28	-30	<b>负债总计</b>	<b>3756</b>	<b>3945</b>	<b>4178</b>	<b>4044</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-474</b>	<b>-1223</b>	<b>-1366</b>	<b>-2167</b>	实收资本	783	783	783	783
债权募资	-1244	-200	-20	-50	归属于母公司所有者权益	8478	9314	10370	11484
股权募资	166	0	0	0	少数股东权益	258	277	299	323
其他	189	-112	-106	-204	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>12493</b>	<b>13536</b>	<b>14847</b>	<b>15851</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-889</b>	<b>-312</b>	<b>-126</b>	<b>-254</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1246</b>	<b>237</b>	<b>-158</b>	<b>295</b>					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为04月18日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

刘威 基础化工行业  
 孙维容 基础化工行业  
 邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。