

秸秆项目全面投产, 电子化学品 +生物质项目成长动能强劲

圣泉集团 (605589.SH)

核心观点

随着原材料价格回落, 主业有望实现稳定发展+盈利修复。公司深耕电子化学品细分赛道, 有望受益下游复苏, 并通过光刻胶用树脂、小分子 PPO 等产品拓展光刻胶、5G 用 PCB 板等领域。秸秆项目全面投产, 有望贡献较大业绩弹性并在下游硬碳、生物基燃料领域打开广阔空间。

事件

2023 年 5 月 9 日公司发布公告, “100 万吨 / 年生物质精炼一体化 (一期工程) 项目” 生产线已于近期正式全面投产。

简评

酚醛树脂持续扩产, 主业稳定增长

主产品酚醛树脂方面, 22 年公司实现营收 34.87 亿元 (同比 +7.53%), 2022 年以来产品价差稳步提升, 2021/2022/2023 平均价差为 3660/4062/4010 元/吨, 另外公司积极开拓导电型酚醛树脂在电解铝阳极上的新应用, 有望实现需求的持续增长; 铸造用树脂 (呋喃树脂、冷芯盒树脂等) 方面, 22 年公司实现营收 20.54 亿元 (同比 +5.53%), 毛利率 19.93% (同比 -4.8pct), 毛利率下滑主要为上游原料糠醛价格涨价, 目前糠醛价格大幅回落 (同减 41%), 叠加下游风电+基建的需求拉动, 预计 23 年铸造用树脂盈利水平将逐步修复。

电子化学品细分龙头, 高端领域持续落子

2022 年公司电子化学品实现营收 12.69 亿元, 在下游消费电子等行业需求下滑的背景下实现同比增长 7.63%。电子级酚醛树脂及高纯环氧树脂是电子封装的最佳方案之一, 公司基于两大系列产品持续深耕, 电子级酚醛树脂已经占据行业主导地位, 特种环氧树脂产品进入第一梯队, 在半导体封装模塑料, IC 载板、高性能覆铜板、印制线路板油墨等领域成为国内最大的树脂供应商。此外, 公司 2018 年研发成功光刻胶用线型酚醛树脂产品, 打破了美、日等国的垄断; 公司另开发小分子聚苯醚 (PPO), 产品具有更优异的介电性能和热稳定性, 满足 5G 用 PCB 基板高频高速的需求, 目前公司在建年产 1000 吨官能化聚苯醚项目, 有望在 5G/6G 等先进通讯覆铜板、AI 高算力服务器等领域得到广泛应用。

维持

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

发布日期: 2023 年 05 月 23 日

当前股价: 19.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.12/-8.24	-14.09/-18.56	-22.59/-27.33
12 月最高/最低价 (元)		26.08/15.91
总股本 (万股)		78,287.68
流通 A 股 (万股)		61,521.18
总市值 (亿元)		153.76
流通市值 (亿元)		120.83
近 3 月日均成交量 (万)		661.39
主要股东		
唐一林		17.94%

股价表现



相关研究报告

- 2023-02-02 【中信建投基础化工】圣泉集团 (605589):树脂主业稳中向好, 秸秆+硬碳负极打开空间
- 2022-08-09 【中信建投基础化工】圣泉集团 (605589):Q2 业绩超预期, 新应用+新业务蓄势待发

秸秆项目全面投产，往下游拓展前景广阔

公司大庆项目已经完成对生产工艺、机器设备的安装调试及前期试生产，生产线已于近期正式全面投产，有望贡献较大业绩弹性。在国家推动非粮生物质产业发展的大背景下，公司秸秆项目发展空间广阔：1) 生物炭可往下游延伸拓展到钠电负极硬碳，公司已布局年产 10 万吨项目并给下游客户送样；2) 生物炭可制备生物基甲醇燃料，有望在航运行业得到较好应用，目前国际航运巨头马士基、梅赛尼斯均已积极探索生物基甲醇燃料，行业空间广大。

盈利预测与估值：公司主业新增产能逐步释放，在碳素阳极、风电铸造材料等领域持续发展，电子化学品、秸秆项目打开成长空间。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.21、12.18、15.84 亿元，对应 PE 分别为 16.3X、12.3X、9.5X，考虑到公司基本面的好转以及新项目的持续推进，给予“买入”评级。

图表1： 预测和比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,825	9,598	10,866	12,810	14,914
增长率(%)	6.1	8.8	13.2	17.9	16.4
净利润(百万元)	688	703	921	1,218	1,584
增长率(%)	-21.6	2.3	31.0	32.2	30.1
毛利率(%)	24.1	21.1	23.3	24.4	25.2
净利率(%)	7.8	7.3	8.5	9.5	10.6
ROE(%)	8.8	8.1	9.9	11.6	13.2
EPS(摊薄/元)	0.89	0.90	1.18	1.56	2.02
P/E(倍)	21.6	21.3	16.3	12.3	9.5
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源: Wind, 中信建投

风险分析

原材料价格大幅波动：原材料的价格上涨，公司的生产成本将相应增加，同时因产品价格调整幅度通常不及成本的变动幅度，公司毛利率将下降。

下游需求不及预期：公司所处行业及其服务的下游产业与宏观经济形势存在较高关联度，宏观经济的波动将通过对公司下游行业的影响传导至公司所属行业，从而对公司的经营状况产生影响。虽然公司受单个下游领域的影响较小，但如果未来全球经济发生较大波动，影响了公司下游行业的需求，将会对公司的经营状况造成不利影响，进而影响公司的盈利能力。

新技术新产品产业化不及预期：公司秸秆项目投资额较大，该项目能否顺利投产对公司的业绩有举足轻重的影响，且直接关系公司硬碳项目能否顺利进行，如果秸秆项目进展不顺，可能对公司业绩及硬碳的发展造成不利影响。

分析师介绍

卢昊

中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

研究助理

陶爱普

taoaiyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

<p>中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk</p>