

## 业绩符合预期，电子树脂和生物质项目成亮点

2023 年 08 月 27 日

► **事件概述：**8 月 26 日，圣泉集团发布 2023 年半年报，1-6 月实现销售收入 43.66 亿元，同比下滑 8.63%，实现归母净利润 3.13 亿元，同比下滑 5.80%，实现扣非净利润 2.80 亿元，同比下滑 10.52%。其中，2023Q2 实现销售收入 23.34 亿元，扣非归母净利润 1.78 亿元，同比下滑 7.70%，业绩符合预期。

► **铸造材料净利润逆势增长，酚醛树脂销量增长 32.64%。**1-6 月，公司铸造材料产业实现营收 15.02 亿元，同比下降 16.59%。针对下游需求下滑的不利局面，公司积极拓展市场，所有大类产品销量均实现了同比增长，在收入因价格下滑总体下降的同时，净利润却实现逆势增长。酚醛树脂业务实现销售收入 16.49 亿元（不含电子化学品），同比下降 2.37%。在市场需求不景气的情况下，公司积极调整经营策略和加强内部成本管控，销量在下游全部应用领域实现大幅度增长，酚醛树脂销量同比增长 32.64%。其中，在橡胶轮胎应用取得较大进展。

► **电子树脂销量实现增长，高速覆铜板树脂供不应求。**公司电子化学品实现营收 5.38 亿元，同比下降 13.91%；销量同比增长 5.34%。电子消费市场需求低迷，原料和产品单价下滑，公司销售额同比下降。公司特种电子树脂、苯酚联苯环氧、结晶型环氧、DCPD 环氧树脂等应用于半导体封装的多款高端电子化学品研发成功并实现量产，助力解决国内电子化学品“卡脖子”问题。上半年公司成功实现了 5G/6G 通讯 PCB 板用特种电子树脂量产，并率先通过终端客户认证，该产品面向新一代高频高速覆铜板，当前供不应求，扩产计划正有序推进，公司预计在 2024 年 1 季度建成投产，将成为公司电子化学品产业主力产品之一。

► **大庆生物质项目顺利投产，营收大幅增长。**全球首个百万吨级“圣泉法”植物秸秆精炼一体化项目(一期)在黑龙江大庆市全面投产，生产线已于 5 月份正式全面投产，成功实现了从“工艺”到“产业”的升级跨越，每年可加工秸秆 50 万吨，生产生物质树脂炭、硬碳负极材料、糠醛、纸浆、生物甲醇、可降解材料等系列绿色生物基产品。公司生物质产业实现营业收入 3.96 亿元，同比增长 24.17%。

► **投资建议：**公司是树脂及复合材料龙头企业，酚醛树脂和呋喃树脂产销规模行业领先；公司在大庆投产 50 万吨/年秸秆综合利用项目，有望进一步推广应用；公司开发的电子级聚苯醚是 M6 覆铜板的关键材料，在国内率先取得突破，有望受益于服务器架构升级和 AI 服务器的需求增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.07 亿元、11.63 亿元、14.38 亿元，EPS 分别为 1.03 元、1.49 元、1.84 元，现价（2023 年 8 月 25 日）对应 PE 分别为 20x、14x、11x，我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 下游需求下滑的风险；2) 大庆项目运营效果不及预期的风险；3) PPO 产品进一步取得客户认证进度的风险。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 9,598 | 10,411 | 12,330 | 14,208 |
| 增长率（%）          | 8.8   | 8.5    | 18.4   | 15.2   |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 703   | 807    | 1,163  | 1,438  |
| 增长率（%）          | 2.3   | 14.7   | 44.0   | 23.7   |
| 每股收益（元）         | 0.90  | 1.03   | 1.49   | 1.84   |
| PE              | 23    | 20     | 14     | 11     |
| PB              | 1.9   | 1.8    | 1.6    | 1.4    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

20.56 元


**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

**研究助理 费晨洪**

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

## 相关研究

1. 圣泉集团 (605589.SH) 深度报告：生物质项目全线贯通，电子级聚苯醚增长可期-2023/08/06

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 9,598 | 10,411 | 12,330 | 14,208 |
| 营业成本      | 7,576 | 8,303  | 9,680  | 11,049 |
| 营业税金及附加   | 67    | 52     | 62     | 71     |
| 销售费用      | 356   | 354    | 407    | 469    |
| 管理费用      | 326   | 333    | 370    | 426    |
| 研发费用      | 456   | 437    | 493    | 568    |
| EBIT      | 898   | 948    | 1,337  | 1,646  |
| 财务费用      | 35    | 27     | 15     | 13     |
| 资产减值损失    | -30   | -15    | -17    | -20    |
| 投资收益      | -40   | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润      | 820   | 906    | 1,305  | 1,613  |
| 营业外收支     | -13   | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额      | 807   | 906    | 1,305  | 1,613  |
| 所得税       | 96    | 91     | 130    | 161    |
| 净利润       | 711   | 815    | 1,174  | 1,452  |
| 归属于母公司净利润 | 703   | 807    | 1,163  | 1,438  |
| EBITDA    | 1,391 | 1,518  | 1,992  | 2,397  |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 860    | 1,573  | 1,749  | 2,576  |
| 应收账款及票据     | 1,683  | 1,696  | 2,008  | 2,314  |
| 预付款项        | 293    | 332    | 387    | 442    |
| 存货          | 1,344  | 1,464  | 1,707  | 1,948  |
| 其他流动资产      | 1,494  | 1,224  | 1,382  | 1,537  |
| 流动资产合计      | 5,674  | 6,289  | 7,233  | 8,818  |
| 长期股权投资      | 41     | 41     | 41     | 41     |
| 固定资产        | 3,752  | 4,339  | 4,896  | 5,447  |
| 无形资产        | 712    | 712    | 712    | 712    |
| 非流动资产合计     | 6,819  | 6,759  | 6,674  | 6,579  |
| 资产合计        | 12,493 | 13,048 | 13,907 | 15,397 |
| 短期借款        | 305    | 305    | 305    | 305    |
| 应付账款及票据     | 1,210  | 1,365  | 1,591  | 1,816  |
| 其他流动负债      | 909    | 891    | 512    | 583    |
| 流动负债合计      | 2,425  | 2,561  | 2,409  | 2,705  |
| 长期借款        | 698    | 514    | 514    | 514    |
| 其他长期负债      | 633    | 581    | 597    | 597    |
| 非流动负债合计     | 1,331  | 1,094  | 1,111  | 1,111  |
| 负债合计        | 3,756  | 3,655  | 3,519  | 3,815  |
| 股本          | 783    | 783    | 783    | 783    |
| 少数股东权益      | 258    | 267    | 278    | 293    |
| 股东权益合计      | 8,737  | 9,393  | 10,388 | 11,581 |
| 负债和股东权益合计   | 12,493 | 13,048 | 13,907 | 15,397 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 8.76   | 8.48  | 18.43 | 15.23 |
| EBIT 增长率        | -14.47 | 5.55  | 41.07 | 23.14 |
| 净利润增长率          | 2.30   | 14.75 | 44.05 | 23.65 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |       |       |       |
| 毛利率             | 21.06  | 20.25 | 21.49 | 22.24 |
| 净利率             | 7.33   | 7.75  | 9.43  | 10.12 |
| 总资产收益率 ROA      | 5.63   | 6.19  | 8.36  | 9.34  |
| 净资产收益率 ROE      | 8.30   | 8.84  | 11.50 | 12.74 |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 流动比率            | 2.34   | 2.46  | 3.00  | 3.26  |
| 速动比率            | 1.45   | 1.62  | 1.99  | 2.25  |
| 现金比率            | 0.35   | 0.61  | 0.73  | 0.95  |
| 资产负债率 (%)       | 30.07  | 28.01 | 25.31 | 24.78 |
| <b>经营效率</b>     |        |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 59.39  | 55.00 | 55.00 | 55.00 |
| 存货周转天数          | 64.75  | 65.00 | 65.00 | 65.00 |
| 总资产周转率          | 0.73   | 0.82  | 0.91  | 0.97  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益            | 0.90   | 1.03  | 1.49  | 1.84  |
| 每股净资产           | 10.83  | 11.66 | 12.91 | 14.42 |
| 每股经营现金流         | 0.16   | 2.09  | 1.78  | 2.27  |
| 每股股利            | 0.20   | 0.23  | 0.33  | 0.41  |
| <b>估值分析</b>     |        |       |       |       |
| PE              | 23     | 20    | 14    | 11    |
| PB              | 1.9    | 1.8   | 1.6   | 1.4   |
| EV/EBITDA       | 12.08  | 11.07 | 8.43  | 7.01  |
| 股息收益率 (%)       | 0.97   | 1.12  | 1.61  | 1.99  |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 711    | 815   | 1,174 | 1,452 |
| 折旧和摊销       | 493    | 571   | 656   | 751   |
| 营运资金变动      | -1,216 | 171   | -508  | -502  |
| 经营活动现金流     | 128    | 1,637 | 1,392 | 1,775 |
| 资本开支        | -382   | -497  | -571  | -656  |
| 投资          | -94    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -474   | -529  | -569  | -656  |
| 股权募资        | 166    | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | -1,244 | -226  | -433  | 0     |
| 筹资活动现金流     | -889   | -395  | -647  | -293  |
| 现金净流量       | -1,246 | 713   | 176   | 827   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026