

## 生物质项目渐入佳境，开启发展新空间

➤ **公司深耕生物质产业链，大庆生物质精炼项目已投产运营。**圣泉集团拥有40余年生物质化工技术积累，并逐步发展出独特一体化秸秆生物质精炼技术。公司从事生物质化工的历史可以追溯到刁镇糠醛厂建厂之初，利用玉米芯中的半纤维素生产糠醛。在此基础上发展出了玉米芯—糠醛—糠醇—呋喃树脂产业链。2019年“圣泉法”一体化秸秆精炼绿色技术开发成功，并开始在大庆实施“100万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目”，该项目于2023年5月投产，在技术和产业上均具有较强的开创性意义。

➤ **技改去瓶颈完成，开工率有望大幅提升，纸张价格快速回暖。**大庆生物质精炼项目具有较强的技术开创性，在木质纤维素的分级利用、纸浆收率、减少废酸污染等方面均具有开创性的意义。该项目自2023年5月项目投产以来，由于项目整体工艺流程较为复杂，物料组分之间混合、分离过程繁多，且采用了大量原创性设计。项目投产后处于磨合提升期，整体运营效率稳步提升中。在木质素与半纤维素分离、乙酸回收精馏等环节持续优化提升。本项目的经济性除自身开工率外，由于产出较大量的纸张，项目经济性受纸张价格影响较为显著。生活用纸方面，目前价格约在6900元/吨，相比上半年价格低点已有约500元左右的反弹，该项目的盈利能力或将得到较大幅度提升。

➤ **项目技术可靠性验证，对生物质化工产业意义巨大。**大庆项目完成技术可靠性验证后，后续同类项目有望陆续启动，在异地推广、复制其生物质精炼一体化技术和产业将成为下一阶段公司发展重心。更进一步，公司通过自主研发三素分离工艺，用复合有机溶剂体系及生物质有机组分分离技术分别提取生物质中高纯度纤维素、半纤维素、木质素，可以向下游衍生开发众多生物基的基础化工产品，进而打开生物质化工新局面。

➤ **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；公司经过多年积累发展出独有生物质精炼技术，并在大庆投产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6.85亿元、10.96亿元、14.80亿元，EPS分别为0.87元、1.40元、1.89元，现价（2023年12月06日）对应PE分别为26x、16x、12x，PE低于行业平均水平，具备投资价值，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。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**22.66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) 2023年三季报点评：业绩稳健，酚醛树脂和电子化学品销量大增-2023/10/27

2. 圣泉集团 (605589.SH) 2023年半年报点评：业绩符合预期，电子树脂和生物质项目成亮点-2023/08/27

3. 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

### 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	9,996	12,632	14,668
增长率（%）	8.8	4.1	26.4	16.1
归属母公司股东净利润（百万元）	703	685	1,096	1,480
增长率（%）	2.3	-2.7	60.0	35.1
每股收益（元）	0.90	0.87	1.40	1.89
PE	25	26	16	12
PB	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年12月06日收盘价）

# 目录

<b>1 大庆生物质精炼项目运营渐入佳境 .....</b>	<b>3</b>
1.1 大庆项目已于上半年投入运营 .....	3
1.2 技改去瓶颈顺利完成，开工率有望大幅提升 .....	4
1.3 纸浆景气度修复，项目盈利水平或将大幅提升 .....	4
<b>2 生物质化工或为将打开全新发展格局 .....</b>	<b>6</b>
2.1 大庆项目验证技术可靠性，异地复制或将成为常态 .....	6
2.2 三素分离奠定生物质化工基础，生物基产品大有可为 .....	7
<b>3 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>9</b>
3.1 估值分析 .....	9
3.2 投资建议 .....	9
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>10</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>12</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>12</b>

# 1 大庆生物质精炼项目运营渐入佳境

## 1.1 大庆项目已于上半年投入运营

**公司独创生物质精炼技术，首个秸秆综合利用项目布局大庆。**圣泉集团拥有40余年生物质化工技术积累，并逐步发展出独特一体化秸秆生物质精炼技术。公司从事生物质化工的历史可以追溯到刁镇糠醛厂建厂之初，利用玉米芯中的半纤维素生产糠醛，在此基础上发展出了玉米芯—糠醛—糠醇—呋喃树脂产业链。2010年开始，公司以玉米芯为原料，开展生物质全组分综合利用的研发，逐渐形成生物质精炼一体化第一代技术。2012年，公司年处理10万玉米芯秸秆的生物质工业化装置建成，并逐渐形成了第二代生物质精炼技术，将原料适用范围拓展至麦秸、稻草、芦苇、竹子、玉米秸等各类植物秸秆。2019年“圣泉法”一体化秸秆精炼绿色技术开发成功。

公司生物质精炼技术开发成功后，随即进行产业化布局。黑龙江是全国主要粮食产区之一，农作物秸秆储量丰富。近年来随着高产综合配套技术的推广普及以及种植结构调整趋于合理，黑龙江省粮食产量连续多年位居全国首位。其中，2015年黑龙江省秸秆产量已达为8108万吨，其中水稻、玉米、大豆三大主要农作物秸秆量占总秸秆量的97%。大庆的农业资源比较丰富，全市每年秸秆可收集量465万吨。2019年，公司选址黑龙江省大庆市杜尔伯特蒙古族自治县实施“100万吨/年生物质精炼一体化（一期）项目”。该项目年加工秸秆年加工秸秆50万吨，主要产品包括本色卫生用纸8.8万吨/年，本色大轴纸12万吨/年，糠醛2.5万吨/年，乙酸1.5万吨/年，钾盐0.8万吨/年。

**表1：圣泉大庆一体化秸秆精炼项目产品方案**

企业	单位	产能	备注
本色大轴纸	t/a	120000	纤维素组分
本色卫生纸	t/a	88000	纤维素组分
含钾有机肥	t/a	8000	灰分
糠醛	t/a	25000	半纤维素组分
乙酸	t/a	15000	/
生物质炭	t/a	150000	木质素组分

资料来源：公司环评报告、民生证券研究院

经历近3年的项目建设，2023年5月，公司发布公告，公司“100万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目”已完成对生产工艺、机器设备的安装调试及前期试生产，生产线已正式全面投产。该项目全面投产，成功实现了生物质精炼技术从“工艺”到“产业”升级跨越，有望对将对传统化石原料为源头的化工产业链，产生重大影响，并对农业秸秆综合利用格局带来根本性重塑。

图1：圣泉大庆生物质精炼项目鸟瞰



资料来源：可降解可循环中心，民生证券研究院

图2：圣泉集团秸秆洗选漂车间



资料来源：人民网，民生证券研究院

## 1.2 技改去瓶颈顺利完成，开工率有望大幅提升

**一体化秸秆精炼项目具有较强的技术开创性**，主要体现在以下方面：(1) 采用生物质溶剂法技术，纸浆得率可达秸秆量的 45%以上，高于传统工艺纸浆得率；(2) 采用了乙酸作为溶剂，避免了传统造纸工艺中硫酸的使用，避免了传统造纸工艺的高污水、高污染问题；(3) 秸秆中的木质素和半纤维素也可分别逐级分离，分别产出发热量达 5000K/g 的碳和公司呋喃树脂所需的糠醛，秸秆中有效组分利用率高。

根据项目环评披露，该项目工艺流程主要分为：备料、制浆、造纸、糠醛/乙酸生产等几个主要工序。其中：在备料车间，完成合格原料的整备，生物质秸秆根据精炼车间要求进行初步处理和加工，在制浆蒸煮车间，完成浆料与黑液分离，并进一步生产出良浆，完成造纸，黑液部分生产生物质碳、糠醛和乙酸。

**项目投产后运营效率稳步提升，技改优化项目持续开展。**该项目自 2023 年 5 月项目投产以来，由于该项目整体工艺流程较为复杂，物料组分之间混合、分离过程繁多，且采用了大量原创性设计。项目投产后处于磨合提升期，整体运营效率稳步提升中，重点在木质素与半纤维素分离、乙酸回收精馏等环节持续优化提升。2023 年 11 月公布信息显示，经过酸精馏回收、黑液分离等工序环节的进一步技改提升，去除各环节中的限制性瓶颈，提升运营稳定性，公司于 11 月中旬重新开机生产，预计此轮生产开工率将提升到 80%。

## 1.3 纸浆景气度修复，项目盈利水平或将大幅提升

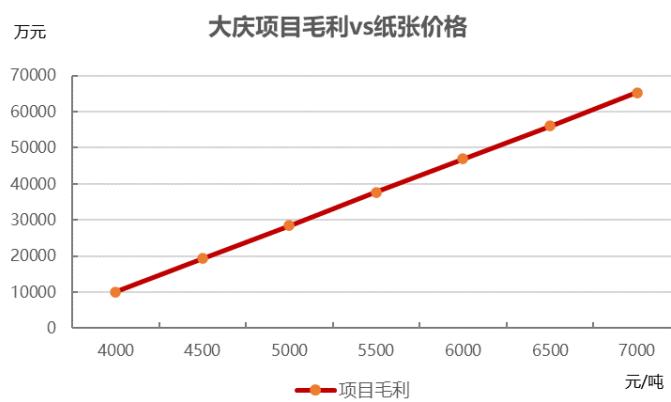
本项目的经济性除自身开工率外，由于产出较大量的纸张，项目经济性受纸张价格影响较为显著。

在以下价格条件假设下：纸张价格 5500 元/吨，糠醛价格 7000 元/吨、乙酸价格 2700 元/吨、生物质碳 750 元/吨；秸秆收购成本 380 元/吨，蒸汽成本 240 元/吨，电 0.3 元/度，若项目开工达 100%，测算项目毛利可达 3.77 亿元/年。若纸张价下跌至 4500 元/吨，或上涨至 6500 元/吨，则项目毛利则分别为 1.93 亿元/年和 4.69 亿元/年，该项目利润受纸张价格影响较为明显。

**图3：圣泉大庆生物质精炼项目经济性测算**

产品方案	序号	产品	单位	数量	含税单价(元/吨)	收入总额(万元)
产品方案	1	本色大轴纸	t/a	120000	5500	58407
	2	本色卫生纸	t/a	88000	5500	42832
	3	含钾有机肥	t/a	8000	2900	2053
	4	糠醛	t/a	25000	7000	15487
	5	乙酸	t/a	15000	2700	3584
	6	生物质碳		150000	750	9956
收入合计		合计				132319
成本项	序号	成本项	单位	数量	含税单价(元/吨)	成本总额(万元)
原料	1	生物质秸秆	t/a	500000	380	16814
	2	醋酸	t/a	12800	2700	3058
	3	液碱	t/a	25000	900	1991
	4	双氧水	t/a	15000	1450	1925
	5	浆液成型剂	t/a	330	8000	234
	6	包装袋	条	16800	70	104
公用工程	1	水	t/a	978677.7	3	260
	2	电	kw*h	17170000	0.30	456
	3	蒸汽	t/a	1799424	240	38218
其他	1	人工	人	600	120000	7200
	2	折旧				22000
	3	其他制造费用				2400
成本合计						94660
毛利	/					37659

资料来源：公司环评报告、民生证券研究院

**图4：圣泉大庆生物质精炼项目经济性测算**


资料来源：公司环评报告、民生证券研究院

2023 年初以来，纸张价格受需求疲软拖累，价格降低至 2020 年以来的低点，其中，阔叶浆在 4 月达到 3800 元/吨低位，针叶浆在 4 月也达到 5000 元左右的低位。但进入三季度后纸浆和纸张价格逐步企稳回升，与上半年低点相比已有 1000-1500 元不等的反弹。生活用纸方面，截至 12 月 6 日价格约在 6900 元/吨，相比上半年价格低点已有约 500 元左右的反弹。若相关价格修复趋势得以维持，

该项目的盈利能力或将得到较大幅度提升。

图5：圣泉大庆生物质精炼项目经济性测算



资料来源：公司环评报告、民生证券研究院

## 2 生物质化工或为将打开全新发展格局

### 2.1 大庆项目验证技术可靠性，异地复制或将成为常态

**大庆项目完成技术验证，后续同类项目有望陆续启动。**公司生物质项目除了在大庆投建项目之外，同时也积极在各地进行推广和布局。大庆项目作为生物质精炼技术的首个验证项目，运行稳定、技术可靠性得到验证后有望继续兴建类似项目，且进一步提升投资和运营效率。公司在安徽滁州市定远县盐化工产业园规划 60 万吨/年生物质利用项目，该项目年处理生物质原料 60 万吨，一期装置生产纤维素浆 28 万吨/年，糠醛 2.5 万吨/年，乙酸 1.5 万吨/年，生物质焦炭 22 万吨/年，秸秆下脚料 6 万吨/年，钾盐 0.8 万吨/年；二期装置生产生活原纸及制品 8 万吨/年，可降解模塑餐盒 5 万吨/年，食品级包装纸 15 万吨/年。该项目已经完成前期报批工作。此外，公司还与包括内蒙古巴彦淖尔等其他进行合作。

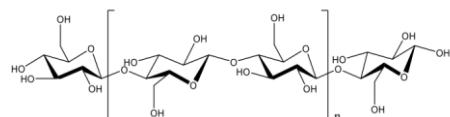
秸秆资源化利用在国内是具有普遍性的问题，全国主要的粮食产区都存在着一定程度的秸秆资源处理的问题，而秸秆资源的价格较为低廉，运输距离不宜过远，秸秆的资源化利用往往具有较强的区域性特征。随着公司大庆项目技术成熟和工艺参数固化，以大庆成熟工艺为基础，在异地推广、复制其生物质精炼一体化技术和产业将成为下一阶段的工作中心。国内秸秆资源规模丰富，根据农业农村部发布《全国农作物秸秆综合利用情况报告》显示，2021 年全国农作物秸秆利用量 6.47 亿吨，预计 2023 年全国农作物秸秆利用量达 6.88 万吨，为秸秆综合利用产业提供了广阔的发展空间。

## 2.2 三素分离奠定生物质化工基础，生物基产品大有可为

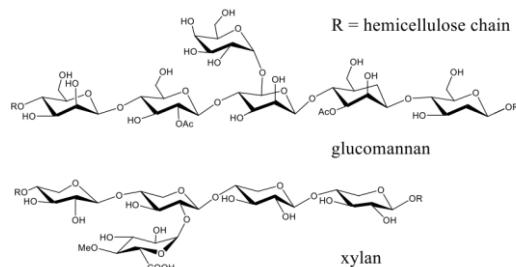
**木质纤维素是生物质主要形式，主要成分为纤维素、半纤维素和木质素。**秸秆利用主要是将秸秆中的生物质提取和利用。生物质最主要的存在形式为木质纤维素，地球每年通过光合作用合成约一千多亿吨木质纤维素。木质纤维素主要的组成成分为纤维素、半纤维素和木质素。木质纤维素是以纤维素为主要力学结构，半纤维素和木质素为交联剂和填充剂组成的三维网状结构。木材细胞壁是通过半纤维素将刚性的、亲水性的纤维素与黏性的、疏水性的木质素联系在一起，从而保持木材细胞壁的整体性。

**图6：纤维素、半纤维素及木质素分子的结构**

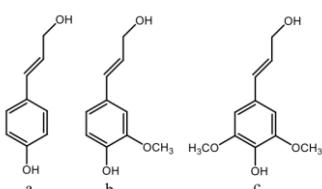
纤维素分子结构：



半纤维素分子结构：



木质素三种单体结构：



a: 对羟苯基结构；b: 愈创木基结构；c: 紫丁香基结构

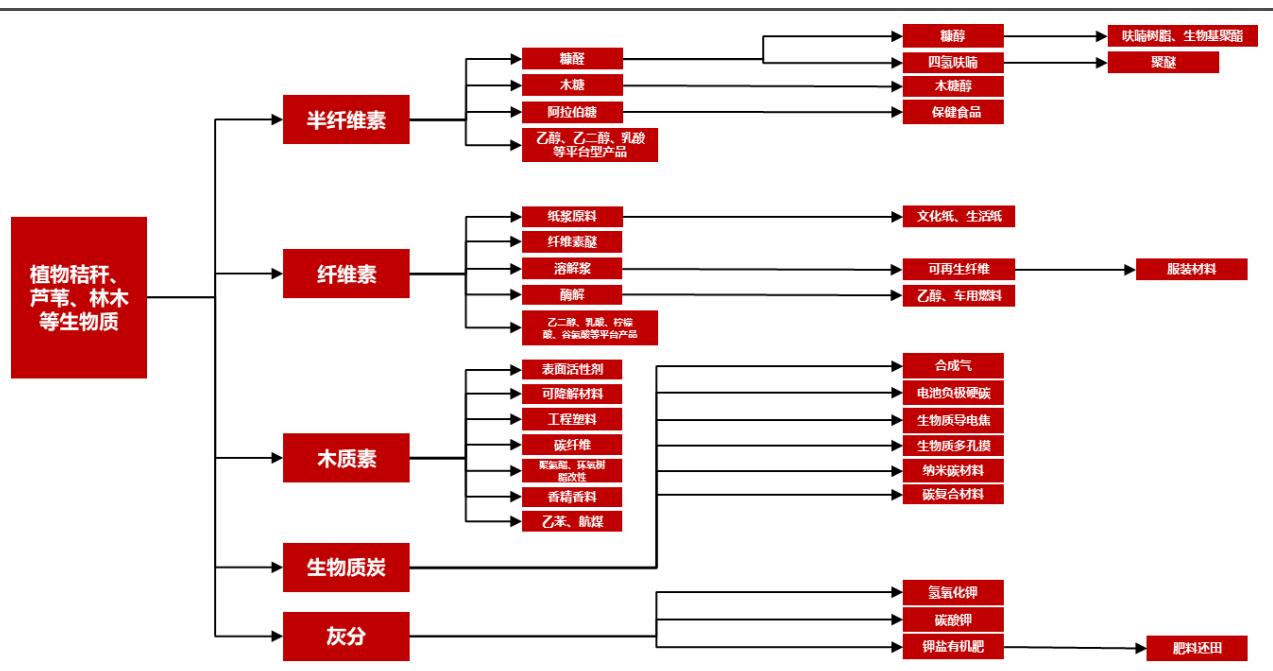
资料来源：《pH 响应木质素表面活性剂的合成及其在木质纤维素酶解和酶回收中的应用》蔡诚、民生证券研究院

纤维素是生物质的主要骨架，约占植物干重的 30%-50%。纤维素由葡萄糖以  $\beta$ -1,4 糖苷键组成的多糖结构，其分子量可达 5 万~250 万。纤维素骨架上存在大量的羟基，可以形成丰富的氢键网络。纤维素的大部分区域以结晶态的形式存在，其紧凑的结构对化学和生物水解具有很强的抵抗力。半纤维素是多种五碳糖和六碳糖聚合而成的天然高分子，约占植物干重的 25%-40%。半纤维素中最常见的单糖是木糖，针叶木植物中半纤维素的主要的单糖存在形式为半乳糖、甘露糖、阿拉伯糖等。组成半纤维素的单糖通常部分被乙酰化，并水解过程中会释放出乙酸。木

木质素是三种基本的苯丙烷单体随机聚合而成的三维网状高分子。相对于纤维素和半纤维素，木质素氧含量较低，碳氢比较高，有很高的热值，通过催化将木质素转化为高品质燃料很有发展前景。

**三素分离创新工艺助力生物质高效利用。**木质纤维素三种组分分离和提取一直受成本和技术等多重因素制约，目前国内已采用蒸汽爆破、酸碱处理、有机溶剂处理、超临界萃取等方法进行分离。但由于木质纤维素其结构的复杂性，很难实现三大组分的高效清洁分离，在提取一种组分的时候容易造成其他组分的破坏及损失，得到的纤维素、半纤维素和木质素纯度低，分离过程造成环境污染等问题。圣泉通过自主研发和技术合作实现彻底三素分离，用复合有机溶剂体系及生物质有机组分分离技术分别提取生物质中高纯度纤维素、半纤维素、木质素，该技术在降低成本和污染的前提下，分离提取的三素产品得率和纯度更高，将三素高效分离并深加工成高经济价值的产品。

图7：圣泉生物质精炼一体化技术产业链



资料来源：圣泉集团大庆项目宣传资料、民生证券研究院

**基于公司独创的三素分离工艺，可以向下游衍生开发众多生物基化工产品，打开生物质化工新局面。**纤维素部分可用于生产纸浆、溶解浆、纳米纤维素、燃料乙醇等；半纤维素既可生产糠醛，又可生产木糖、L-阿拉伯糖；木质素部分可生产道路沥青乳化剂、染料分散剂、生物航煤、木香树脂等；此外，该工艺得到的生物炭热值高、灰分少，可代替煤炭作为化工原料，亦可生产电池负极材料。生物质利用能生产上千种化合物，真正将秸秆“吃干榨净”广泛应用于能源、化工、食品、高分子材料等众多领域。上述所有产品，全部原料均来自于生物基原料，广泛应用于能源、化工、食品、高分子材料等众多领域，可以广泛的代替石油、煤炭等化石为原料的产品，进而开拓生物质化工的全新局面。

### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 估值分析

公司是酚醛树脂和呋喃树脂的树脂行业的龙头企业，也是电子材料的重要供应商，我们采用市盈率法对公司进行估值分析，所选对比公司与公司主营业务结构和规模相近，或有较多同类产品的公司进行对比分析。我们选择东材科技和彤程新材进行对比。东材科技在酚醛树脂、环氧树脂、双马树脂、聚苯醚等材料与公司具有可比性；彤程新材在酚醛树脂、以及多种电子材料上与公司存在可比性，2023-2025年PE平均在36倍、28倍、22倍。公司同期PE分别为26倍、16倍、12倍，低于行业平均水平，具备投资价值。

表2：可比公司PE数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601208.SH	东材科技	11.77	0.45	0.45	0.65	0.88	25	25	18	13
603650.SH	彤程新材	33.19	0.50	0.71	0.87	1.07	62	46	38	31
平均							44	36	28	22
605589.SH	圣泉集团	22.66	0.90	0.87	1.40	1.89	25	26	16	12

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用Wind一致预期，股价时间为2023年12月06日

#### 3.2 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；公司经过多年积累发展出独有生物质精炼技术，并在大庆投产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6.85亿元、10.96亿元、14.80亿元，EPS分别为0.87元、1.40元、1.89元，现价（2023年12月06日）对应PE分别为26x、16x、12x，PE低于行业平均水平，具备投资价值，我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) 下游需求下滑的风险。**公司在酚醛树脂、铸造材料等领域市占率已处于较高水平，受下游客户需求增长影响较大，部分产品行业产能扩张较多，公司对应业务增长依赖于相关行业需求增长；

**2) 大庆生物质综合利用项目运营不及预期。**大庆生物质综合利用项目进入产量爬升阶段，项目开工率对盈利较为关键；

**3) PPO 树脂在下游客户认证进度。**公司 PPO 树脂在下游客户认证进度不及预期将对公司业绩产生影响；

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	9,598	9,996	12,632	14,668
营业成本	7,576	8,073	10,025	11,409
营业税金及附加	67	50	63	73
销售费用	356	340	417	484
管理费用	326	320	379	440
研发费用	456	420	505	587
EBIT	898	808	1,261	1,696
财务费用	35	25	13	15
资产减值损失	-30	-14	-18	-20
投资收益	-40	0	0	0
<b>营业利润</b>	820	768	1,230	1,661
营业外收支	-13	0	0	0
<b>利润总额</b>	807	768	1,230	1,661
所得税	96	77	123	166
<b>净利润</b>	711	692	1,107	1,495
<b>归属于母公司净利润</b>	703	685	1,096	1,480
<b>EBITDA</b>	1,391	1,379	1,917	2,447

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	860	1,395	1,309	2,156
应收账款及票据	1,683	1,628	2,057	2,389
预付款项	293	323	401	456
存货	1,344	1,423	1,767	2,011
其他流动资产	1,494	1,322	1,538	1,707
<b>流动资产合计</b>	5,674	6,092	7,073	8,719
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
<b>非流动资产合计</b>	6,819	6,673	6,589	6,493
<b>资产合计</b>	12,493	12,765	13,662	15,213
短期借款	305	305	305	305
应付账款及票据	1,210	1,327	1,648	1,875
其他流动负债	909	958	563	635
<b>流动负债合计</b>	2,425	2,590	2,516	2,816
长期借款	698	433	433	433
其他长期负债	633	471	487	487
<b>非流动负债合计</b>	1,331	904	921	921
<b>负债合计</b>	3,756	3,495	3,437	3,737
股本	783	783	783	783
少数股东权益	258	265	276	291
<b>股东权益合计</b>	8,737	9,271	10,225	11,476
<b>负债和股东权益合计</b>	12,493	12,765	13,662	15,213

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	4.15	26.37	16.12
EBIT 增长率	-14.47	-10.00	56.06	34.52
净利润增长率	2.30	-2.67	60.04	35.08
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.06	19.23	20.63	22.22
净利润率	7.33	6.85	8.67	10.09
总资产收益率 ROA	5.63	5.36	8.02	9.73
净资产收益率 ROE	8.30	7.60	11.01	13.23
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.34	2.35	2.81	3.10
速动比率	1.45	1.49	1.76	2.05
现金比率	0.35	0.54	0.52	0.77
资产负债率 (%)	30.07	27.38	25.16	24.56
<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	0.79	0.96	1.02
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.90	0.87	1.40	1.89
每股净资产	10.81	11.48	12.68	14.26
每股经营现金流	0.16	1.93	1.46	2.27
每股股利	0.20	0.19	0.31	0.42
<b>估值分析</b>				
PE	25	26	16	12
PB	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.27	13.38	9.63	7.54
股息收益率 (%)	0.88	0.86	1.37	1.85
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
<b>净利润</b>	711	692	1,107	1,495
折旧和摊销	493	571	656	751
营运资金变动	-1,216	176	-685	-542
<b>经营活动现金流</b>	128	1,510	1,144	1,777
资本开支	-382	-497	-571	-656
投资	-94	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-474	-441	-569	-656
股权募资	166	-2	0	0
债务募资	-1,244	-365	-479	0
<b>筹资活动现金流</b>	-889	-534	-662	-274
<b>现金净流量</b>	-1,246	535	-86	847

## 插图目录

图 1: 圣泉大庆生物质精炼项目鸟瞰.....	4
图 2: 圣泉集团秸秆洗选漂车间.....	4
图 3: 圣泉大庆生物质精炼项目经济性测算.....	5
图 4: 圣泉大庆生物质精炼项目经济性测算.....	5
图 5: 圣泉大庆生物质精炼项目经济性测算.....	6
图 6: 纤维素、半纤维素及木质素分子的结构.....	7
图 7: 圣泉生物质精炼一体化技术产业链.....	8

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 圣泉大庆一体化秸秆精炼项目产品方案 .....	3
表 2: 可比公司 PE 数据对比 .....	9
公司财务报表数据预测汇总 .....	11

## 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员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 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。	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
	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