

2017年04月10日

# 江苏索普 (600746.SH)

## 动态分析

### ADC 发泡剂价格持续攀升，业绩大幅反转可期

#### 投资要点

◆ **公司为 ADC 发泡剂龙头企业，2016 年业绩实现扭亏为盈**：公司 2015 年 ADC 发泡剂销量为 4.8 万吨，主要供应下游 PVC 高端产品建材、空调、汽车、PE 等行业，为目前国内 ADC 发泡剂的龙头企业。公司预告 2016 年度经营业绩与上一年度相比，将实现扭亏为盈，归属于上市公司股东的净利润预计为 4500 万元左右。公司业绩迎来反转的主要原因是，国内 ADC 价格 2016 年迎来大幅攀升。同时，产品主要原料尿素价格下降，双重因素推动产品毛利率提高，公司毛利率由 2015 年第三季度的-3.3%提升至 2016 年第三季度的 15.1%。

◆ **环保发力，产能收缩，ADC 产业高景气度有望持续**：ADC 发泡剂在生产过程中，主要的副产污染成分复杂，每生产 1 吨 ADC 发泡剂，以理想消耗指标计算，需要 2 吨烧碱、2 吨尿素、1.5 吨氯气、0.5 吨硫酸及 100 吨水，排出 2.5 吨钠盐和 1 吨氨盐，最终以 100 吨的废水形式排出。“十三五”期间是我国环境保护工作的关键期，国家环保政策、环保督查也日趋严格。2016 年我国启动两轮中央环保督察，成绩斐然。2016 年 ADC 发泡剂行业内，多家企业尤其是中小企业，受此影响导致减产，行业产能不断收缩，从而进一步推升 ADC 发泡剂价格上涨。

◆ **投资建议**：根据百川最新数据显示，江苏索普生产的 ADC 发泡剂价格去年 11 月底大幅提升 4000 元/吨，今年 3 月再次提涨 2600 元/吨，目前价格已经达到 23200 元/吨，经营状况显著改善。我们认为发泡剂行情远未结束，有望复制此前染料的三年大牛市，目前市场预期差很大。我们以索普当前发泡剂市场价格进行保守估计，2017 年发泡剂净利润有望达到 2.6 亿元，而当前公司市值仅为 35 亿。同时，公司业绩弹性很大的，未来发泡剂价格若能进一步上涨，则每涨 1000 元，净利润增加超过 3000 万元。我们预计公司 2016-2017 年每股收益分别为 0.15、0.98、1.22 元，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 20 元，相当于 2017 年 20 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：原材料价格大幅上涨；环保趋于严格致使成本提升；市场竞争不断加剧。

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	656.1	579.4	690.3	1,087.7	1,220.8
同比增长(%)	-10.9%	-11.7%	19.1%	57.6%	12.2%
营业利润(百万元)	12.8	-29.3	59.1	370.6	480.5
同比增长(%)	-65.7%	-329.6%	-301.8%	526.7%	29.7%
净利润(百万元)	10.5	-20.3	44.8	299.8	372.8
同比增长(%)	-62.7%	-294.0%	-320.8%	568.6%	24.4%
每股收益(元)	0.03	-0.07	0.15	0.98	1.22
PE	336.4	-173.4	78.5	11.7	9.4
PB	8.0	8.4	7.7	4.7	3.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

基础化工 | 其他化学原料 III

 投资评级 **买入-A(首次)**

6 个月目标价 20 元

股价(2017-04-10) 11.74 元

#### 交易数据

总市值(百万元) 3,597.39

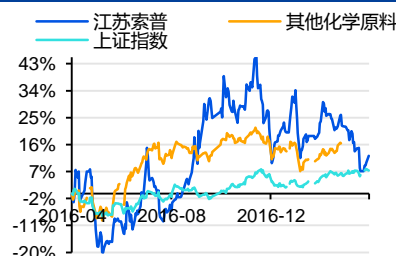
流通市值(百万元) 3,576.72

总股本(百万股) 306.42

流通股本(百万股) 304.66

12 个月价格区间 8.21/15.53 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅% 1M 3M 12M

相对收益 -9.63 -19.36 6.65

绝对收益 -7.99 -16.26 16.18

#### 分析师

谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20655640

#### 报告联系人

贺根  
 hegen@huajinsec.cn  
 021-20655669

#### 相关报告

## 一、公司实现扭亏为盈，成本控制成果显著

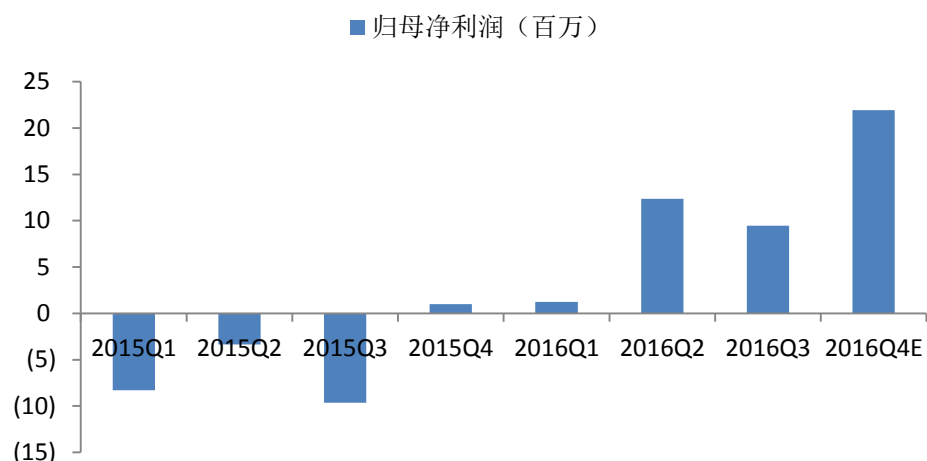
江苏索普为国内 ADC 发泡剂的主要厂家之一，公司其它产品还包括漂粉精、氯、碱等，属于氯碱行业。公司 2015 年 ADC 发泡剂销量为 4.8 万吨，主要供应下游 PVC 高端产品建材、空调、汽车、PE 等行业，为目前国内 ADC 发泡剂的龙头企业。

公司第一大股东为江苏索普集团，据 2016 年三季报，索普集团持股 54.8%。索普集团目前拥有煤化工、精细化工、基础化工三条产业链，煤化工产业以醋酸为核心，拥有 160 万吨/年醋酸产能，同时配套有 50 万吨/年醋酸乙酯生产能力。盐化工产业链以氯碱为源头，拥有 12 万吨/年烧碱、6 万吨/年 ADC 发泡剂、1 万吨/年漂粉精的生产能力。基础化工产业链以硫酸为核心的，拥有 170 万吨/年硫磺制酸的综合生产能力。江苏索普曾在 2015 年 10 月停牌，计划收购索普集团下的甲醇、醋酸、醋酸乙酯等相关资产及负债，但是未能通过股东大会，资产重组被迫终止。

公司为降低 ADC 发泡剂的生产成本，提高产品盈利空间，积极推进 ADC 产品的“东西部合作”模式，利用其能源价格的优势生产 ADC 中间体联二脲，从而实现降低生产成本的目的。公司不断加大 ADC 复配产品的研发力度，并建成 ADC 发泡剂实验工厂，进一步拓宽产品应用领域。公司目前拥有 ADC 复配产品近 40 种，最新产品 SPC900 已进入市场推广阶段，首批 2.3 吨的生产试用订单已于去年 10 月中旬完成。

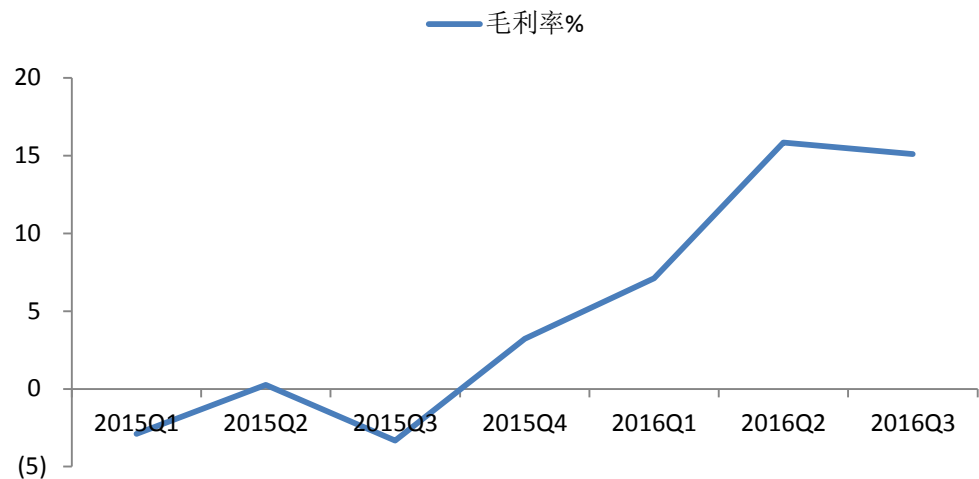
公司预告 2016 年度经营业绩与上一年度相比，将实现扭亏为盈，归属于上市公司股东的净利润预计为 4500 万元左右。公司毛利率由 2015 年第三季度的-3.3%提升至 2016 年的 15.1%。国内 ADC 价格 2016 年上升幅度较大，同时主要原料尿素价格下降，双重因素推动产品毛利率提高。

图 1：2015-2016 年江苏索普季度净利润（百万）



资料来源：WIND 华金证券研究所

图 2：2015-2016 年江苏索普毛利率%

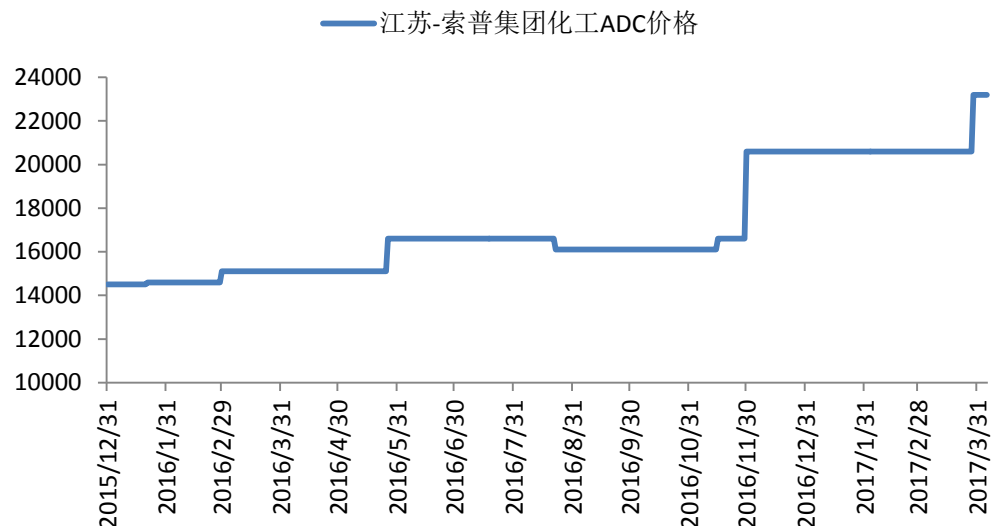


资料来源：WIND 华金证券研究所

## 二、环保发力，产能收缩，ADC 产业高景气度有望持续

ADC 发泡剂价格自去年 5 月开始上涨，价格持续攀升，市场货源较为紧张。根据百川资讯最新数据，江苏索普 ADC 发泡剂价格 2016 年 5 月为 15100 元/吨，在与宁夏日盛签订备忘合作录之后，价格提升至 16600 元/吨。2016 年 11 月底，江苏索普一次性把价格提升 4000 元/吨，经营业绩得到显著改善。2017 年 3 月，公司再次将价格提升 2600 元/吨。

图 3：江苏索普集团化工 ADC 发泡剂价格（元/吨）



资料来源：百川资讯 华金证券研究所

ADC 发泡剂在生产过程中，主要的副产污染成分复杂，难以分离及有效利用，这是环保问题的主要症结。目前我国绝大部分厂家采用尿素法进行生产，根据中国化工报，每生产 1 吨 ADC 发泡剂，以理想消耗指标计算，需要 2 吨烧碱、2 吨尿素、1.5 吨氯气、0.5 吨硫酸及 100 吨水，排出 2.5 吨钠盐和 1 吨氨盐，最终以 100 吨的废水形式排出。

“十三五”期间是我国环境保护工作的关键期，国家环保政策、环保督查也日趋严格。2015年以来，环保执法一改过去面貌，变得十分强势，这主要是由于当年1月开始执行的新《环保法》，规定了严厉的处罚措施。2016年我国启动两轮中央环保督察，督察由过去的环保部门牵头转变为中央主导，从以查企业为主转变为“查督并举，以督政为主”，这是我国环境监管模式的重大变革。

表 1：近年来环保主要政策

时间	出台单位	政策文件
2014.4	十二届全国人大常委会通过	《环保法修订案》
2015.8	中共中央办公厅、国务院办公厅	《党政领导干部生态环境损害责任追究办法（试行）》
2015.10	国务院办公厅	《环境保护督察方案(试行)》
2016.05	国务院	《土壤污染防治行动计划》
2016.06	环保部	《国家危险废物名录》（2016年修订）
2016.06	发改委	《垃圾强制分类制度方案（征求意见稿）》
2016.09	中共中央、国务院	《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》
2016.09	发改委	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿）》
2016.1	国务院	《“十三五”控制温室气体排放工作方案》
2016.11	环保部	《“十三五”环境监测质量管理工作方案》
2016.11	国务院	《“十三五”生态环境保护规划》
2016.12	环保部	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》

资料来源：网络资料 华金证券研究所

2017年中央环保督察将会更加严格，有望实现全覆盖，并会开展督察“回头看”。环保部部长陈吉宁在“两会”期间表示，环保部将研究形成环保督查条例，将督查上升至法制层面。在当前环保督察机制重大变革之下，我国环境治理有望得到显著提升，重污染企业得到停产整顿。2016年ADC发泡剂行业内，多家企业尤其是中小企业，受此影响导致减产，行业产能不断收缩，从而进一步推升ADC发泡剂价格上涨。

### 三、盈利预测

根据百川最新数据显示，江苏索普生产的ADC发泡剂价格去年11月底大幅提升4000元/吨，今年3月再次提涨2600元/吨，目前价格已经达到23200元/吨，经营状况显著改善。我们认为发泡剂行情远未结束，有望复制此前染料的三年大牛市，目前市场预期差很大。我们以索普当前发泡剂市场价格进行保守估计，2017年发泡剂净利润有望达到2.6亿元，而当前公司市值仅为35亿。同时，公司业绩弹性很大的，未来发泡剂价格若能进一步上涨，则每涨1000元，净利润增加超过3000万元。我们预计公司2016-2017年每股收益分别为0.15、0.98、1.22元，给予买入-A建议，6个月目标价为20元，相当于2017年20倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

原材料及能源价格大幅上涨；环保趋于严格致使公司成本提升；市场竞争不断加剧。

**财务报表预测和估值数据汇总**

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	656.1	579.4	690.3	1,087.7	1,220.8	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	597.5	582.2	593.5	663.4	683.9	营业收入增长率	-10.9%	-11.7%	19.1%	57.6%	12.2%
营业税费	3.7	2.6	3.6	5.5	6.0	营业利润增长率	-65.7%	-329.6	-301.8	526.7%	29.7%
销售费用	14.3	13.4	14.7	24.7	28.6	净利润增长率	-62.7%	-294.0	-320.8	568.6%	24.4%
管理费用	26.5	20.2	22.9	28.0	27.5	EBITDA 增长率	-31.0%	-73.1%	552.9%	284.5%	25.8%
财务费用	1.7	-0.5	-0.7	-0.3	-0.3	EBIT 增长率	-66.6%	-306.8	-295.9	533.8%	29.7%
资产减值损失	-0.3	-5.8	-1.7	-2.6	-3.4	NOPLAT 增长率	-63.9%	-285.8	-304.0	533.8%	29.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.7%	-9.9%	-16.1%	21.2%	-19.9%
投资和汇兑收益	0.0	3.4	1.2	1.5	2.1	净资产增长率	0.5%	-4.6%	9.2%	63.7%	47.7%
<b>营业利润</b>	12.8	-29.3	59.1	370.6	480.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	0.3	1.1	0.6	29.1	16.5	毛利率	8.9%	-0.5%	14.0%	39.0%	44.0%
<b>利润总额</b>	13.1	-28.2	59.8	399.7	497.1	营业利润率	1.9%	-5.1%	8.6%	34.1%	39.4%
减:所得税	2.6	-7.9	14.9	99.9	124.3	净利润率	1.6%	-3.5%	6.5%	27.6%	30.5%
<b>净利润</b>	10.5	-20.3	44.8	299.8	372.8	EBITDA/营业收入	9.6%	2.9%	16.1%	39.2%	44.0%
						EBIT/营业收入	2.2%	-5.1%	8.5%	34.0%	39.3%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	21.8%	19.1%	25.5%	14.2%	12.9%
货币资金	25.7	34.2	137.2	364.0	790.9	负债权益比	27.8%	23.6%	34.2%	16.5%	14.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.98	1.07	1.64	4.83	6.51
应收帐款	33.1	18.5	59.5	117.2	151.9	速动比率	0.71	0.85	1.43	4.61	6.30
应收票据	9.3	16.6	6.7	31.9	14.4	利息保障倍数	8.71	57.86	-81.13	-1,088.	-1,847.
预付帐款	9.4	5.8	9.1	8.3	9.4	<b>营运能力</b>					
存货	29.3	19.1	31.1	25.8	32.0	固定资产周转天数	200	204	156	90	68
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	流动营业资本周转天数	-21	-17	-18	5	18
可供出售金融资产	4.2	4.3	3.0	3.9	3.7	流动资产周转天数	66	62	88	131	228
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	21	16	20	29	40
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	15	15	13	9	9
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	325	334	294	245	315
固定资产	342.8	313.0	285.9	257.3	200.7	投资资本周转天数	224	231	169	108	95
在建工程	89.9	78.7	59.5	42.0	42.0	<b>费用率</b>					
无形资产	-	-	-	-	-	销售费用率	2.2%	2.3%	2.1%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	15.4	25.6	19.5	19.4	19.9	管理费用率	4.0%	3.5%	3.3%	2.6%	2.3%
<b>资产总额</b>	559.1	515.7	611.5	869.6	1,264.9	财务费用率	0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	6.5%	5.7%	5.3%	4.8%	4.6%
应付帐款	77.3	70.4	106.0	79.7	109.7	<b>投资回报率</b>					
应付票据	14.3	-	19.7	0.2	19.8	ROE	2.4%	-4.9%	9.8%	40.2%	33.8%
其他流动负债	17.8	17.4	22.4	33.3	23.9	ROA	1.9%	-3.9%	7.3%	34.5%	29.5%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	2.7%	-5.5%	12.4%	93.8%	100.3%
其他非流动负债	12.2	10.7	7.7	10.2	9.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	121.6	98.5	155.7	123.4	162.9	DPS(元)	-	-	0.01	0.03	0.06
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	10.2%	3.4%	4.5%
股本	306.4	306.4	306.4	306.4	306.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%
留存收益	130.7	110.4	149.3	439.8	795.6						
<b>股东权益</b>	437.5	417.2	455.8	746.2	1,102.0						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	10.5	-20.3	44.8	299.8	372.8	EPS(元)	0.03	-0.07	0.15	0.98	1.22
加:折旧和摊销	49.1	47.4	52.6	56.6	56.6	BVPS(元)	1.43	1.36	1.49	2.44	3.60
资产减值准备	-0.3	-5.8	-	-	-	PE(X)	336.4	-173.4	78.5	11.7	9.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.0	8.4	7.7	4.7	3.2
财务费用	2.1	-0.0	-0.7	-0.3	-0.3	P/FCF	-297.1	188.6	34.6	14.9	7.9
投资损失	-0.0	-3.4	-1.2	-1.5	-2.1	P/S	5.4	6.1	5.1	3.2	2.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	54.9	203.3	30.3	7.3	5.0
营运资金的变动	-26.2	-3.3	16.7	-108.8	14.4	CAGR(%)	206.0%	-363.8	16.9%	206.0%	-363.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	39.6	17.9	112.2	245.7	441.5	PEG	1.6	0.5	4.7	0.1	-0.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-5.2	1.5	-3.8	-9.8	2.2	ROIC/WACC	0.3	-0.5	1.2	8.9	9.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-65.8	-	-5.5	-9.0	-16.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn