

国资老树开新花，醋酸龙头弹性大

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司原先从事的 ADC 发泡剂业务盈利能力一般，拟发行股份收购集团 120 万吨醋酸等资产，将成为国内醋酸龙头企业，具有领先行业的成本优势，同时醋酸行业供需紧平衡，国外装置老化，醋酸若涨价对应公司业绩弹性极大。
- **二次上会不改重组决心:** 2019 年 5 月醋酸价格大幅回落至年内底部，导致公司重组方案过会被否，公司重新调整醋酸等资产对价由 48 亿下调至 40 亿，10 月 10 日调整后方案已被证监会受理。
- **严格控制煤炭消费，醋酸新增产能有限:** 2010-2013 年醋酸产能快速扩张，产能利用率徘徊在 60-70%，随着行业格局稳定，加上煤炭消费控制和下游需求增长，2018 年行业开工率提升到 80%。目前国内醋酸名义产能 925 万吨，行业 CR4 为 47%，未来 2 年新增产能 10 万吨，供给端竞争格局良好。
- **下游 PTA 大规模扩产，保证醋酸需求增加:** 醋酸下游包括 PTA、醋酸乙烯、醋酸乙酯等，其中 PTA 占比 25%，未来行业规划 3000 吨新增产能，1 吨 PTA 单耗醋酸 0.04 吨，对应醋酸理论需求 120 万吨。其他传统需求主要对应溶剂、涂料等，预计保持 5% 增速。
- **出口需求逐步回归正常，国外装置老化存隐患:** 2018 年国外装置故障导致国内醋酸出口增至 70 万吨，价格突破 5000 元，2019 年随着出口正常醋酸价格回落至 2500 元/吨，下半年义马装置故障、国内检修增加以及下游需求回升，价格再次回升至 3500 元/吨。未来不排除国外装置问题带来国内出口再次增加可能。
- **国内醋酸龙头之一，业绩弹性巨大:** 重组完成后，公司将拥有醋酸产能 120 万吨，成为国内醋酸龙头，成本处于行业领先，且仍有下降空间。按照 120 万吨产销量测算，若醋酸涨价 500 元/吨，利润可增厚 4.5 亿，业绩弹性巨大。
- **盈利预测与投资建议:** 若 2019 年底前完成重组，我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 6.14 亿、7.64 亿、9.76 亿，不考虑资产重组，2019-2021 年净利润分别为 -0.13、-0.10、-0.11 亿元。鉴于公司是国内醋酸龙头，在行业中具备成本领先优势，享有超额收益，并且通过技改未来仍有下降空间。同时公司是 A 股最纯正的醋酸标的，业绩弹性巨大，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 资产重组进度或不及预期；醋酸价格大幅回落风险；装置遭遇不可抗力风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	474.33	4199.46	4287.57	4375.69
增长率	-38.98%	785.34%	2.10%	2.06%
归属母公司净利润 (百万元)	3.58	613.73	764.01	976.22
增长率	-95.22%	17027.82%	24.49%	27.78%
每股收益 EPS (元)	0.01	0.61	0.77	0.98
净资产收益率 ROE	0.76%	11.31%	12.60%	14.17%
PE	610	12	9	7
PB	4.65	1.31	1.17	1.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

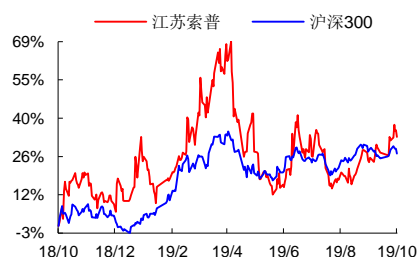
分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
 执业证号: S1250519080005
 电话: 021-58351839
 邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-58251919
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.06
流通 A 股(亿股)	3.05
52 周内股价区间(元)	5.25-8.87
总市值(亿元)	21.45
总资产(亿元)	5.90
每股净资产(元)	1.66

相关研究

目 录

1 重组集团醋酸优质资产，盈利能力将大幅改善.....	1
2 醋酸供需格局向好，价格重心将稳步提升	4
3 成本仍有下降空间，醋酸业绩弹性巨大.....	8
4 盈利预测与投资评级	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 江苏索普股权结构	1
图 2: 江苏索普营业收入(亿元)	1
图 3: 江苏索普归母净利润(亿元)	1
图 4: 江苏索普毛利率、净利率(%)	1
图 5: 公司资产重组历程	2
图 6: 醋酸产能产量(万吨)及利用率	4
图 7: 醋酸产量(万吨)及增速	4
图 8: 国内醋酸市场集中度	5
图 9: 醋酸下游需求结构	6
图 10: 醋酸年度进出口数据(万吨)	7
图 11: 醋酸月度进出口数据(万吨)	7
图 12: 醋酸-甲醇 价差走势图	7
图 13: 醋酸-煤 价差走势图	7
图 14: 标的资产经营数据	8
图 15: 甲醇和 CO 造气流程图	9
图 16: 醋酸生产流程	9
图 17: 醋酸乙酯生产流程	9
图 18: 硫酸生产流程(副产蒸汽)	9

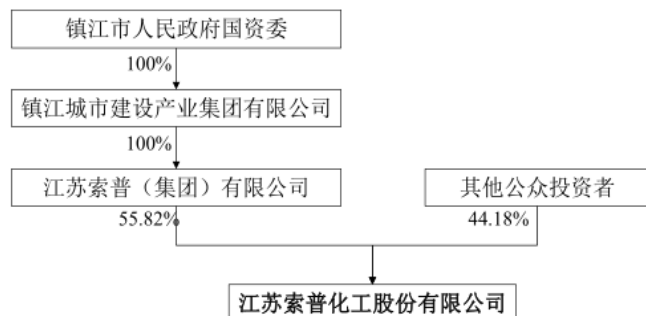
表 目 录

表 1: 公司资产重组历程	1
表 2: 重组方案前后调整	2
表 3: 原有资产与标的资产情况	3
表 4: 原有资产与标的资产财务数据(单位: 亿元)	3
表 5: 资产重组前后股本变化情况	4
表 6: 国内醋酸企业及产能统计	4
表 7: 国内醋酸规划新增产能	5
表 8: PTA 规划新增产能统计	6
表 9: 醋酸业绩弹性测算	9
表 10: 公司业务拆分	10
表 11: 可比公司估值	11
附表: 财务预测与估值	12

1 重组集团醋酸优质资产，盈利能力将大幅改善

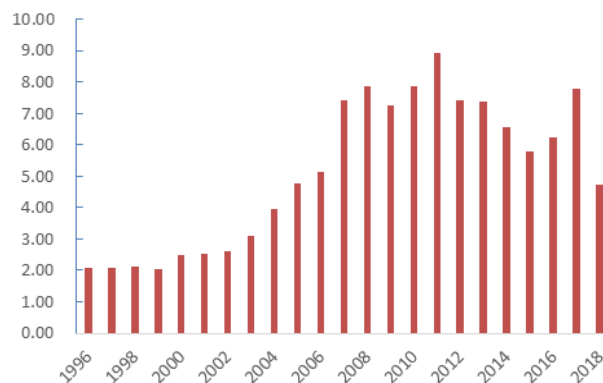
江苏索普化工股份有限公司成立于 1996 年，同年在上交所上市，大股东是江苏索普(集团)有限公司，实际控制人是镇江市人民政府。公司主要从事 ADC 发泡剂、氯碱(已剥离上市公司)业务，收入端从 2010 年 8 亿规模下滑至 2018 年 5 亿，净利润端基本处于微利状态(剔除 2017 年)，由于竞争对手具有成本优势，预计未来 ADC 业务盈利难有大幅好转。

图 1：江苏索普股权结构



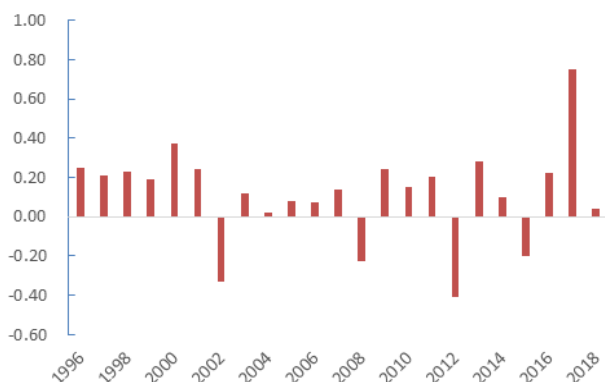
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：江苏索普营业收入(亿元)



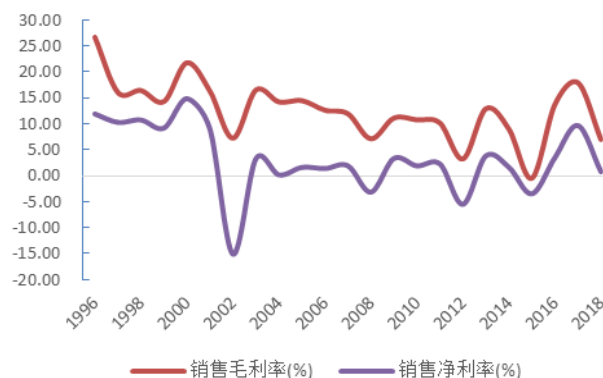
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：江苏索普归母净利润(亿元)



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：江苏索普毛利率、净利率(%)



数据来源：wind，西南证券整理

公司尝试通过资产重组的方式提升上市公司盈利能力，第一次是 2013 年收购垦丰种业失败，第二次是 2015 年收购索普集团醋酸资产失败，第三次是 2019 年再次收购索普集团醋酸资产，目前正在进行中。

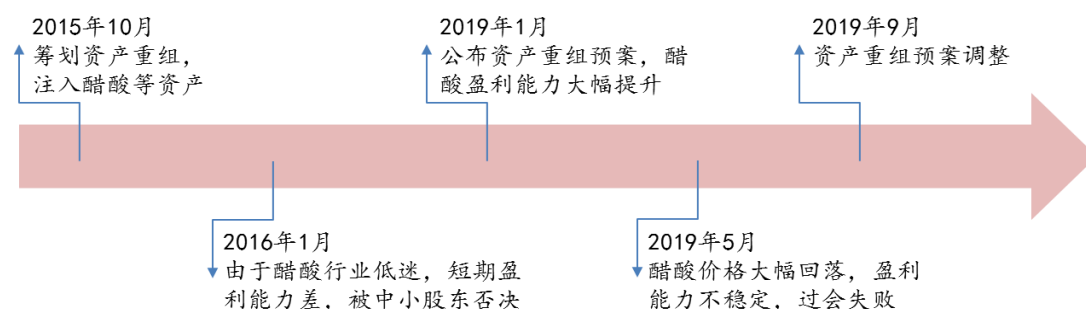
表 1：公司资产重组历程

时间	事件	点评
2015 年 10 月	筹划注入控股股东醋酸等资产	醋酸行业周期底部，盈利能力差，站在现在时点看，如果重组完成中小股东在 2017-2018 年可以极大受益
2016 年 1 月	2016 年第一次临时股东大会否决重大资产重组议案	中小股东认为醋酸资产当前盈利能力弱否决重组议案
2019 年 1 月	公布重组预案收购控股股东醋酸等资产	行业景气，醋酸盈利大幅提升

时间	事件	点评
2019年5月	并购重组未过会	醋酸价格大幅波动, 价格从 2018 年 4500 元/吨均价滑落至 2019H1 2870 元/吨, 盈利稳定性被质疑
2019年6月	继续推进重大资产重组	重组方案本身没有硬伤, 当前醋酸价格下盈利尚可
2019年9月	公布重组预案	主要对醋酸等资产收购价格进行了调整

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司资产重组历程



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2015 年重组索普集团醋酸资产失败主要因为醋酸盈利较差, 重组方案被中小股东否定, 但从事后来看, 当时醋酸周期处于底部, 若重组醋酸资产成功, 中小股东将在 2017-2018 年极大受益。

2019 年 5 月再次重组被否, 主要因为醋酸价格大幅回落, 从 2018 年 4500 元/吨下滑至最低 2500 元/吨, 醋酸资产盈利持续性受质疑。但需要注意的是, 当时 2500 元价格基本是全年最低价, 5 月之后醋酸价格就上涨到最高 3500 元/吨。除此之外, 公司业绩承诺中对未来醋酸价格按照 3200 元/吨价格预测, 并未选择景气高点 4000 多元的价格, 也基本符合客观情况。

2019 年 9 月, 公司再次提交修改后的重组方案, 将醋酸价格及对应业绩承诺进行调整。

表 2: 重组方案前后调整

项目	调整后	调整前
交易对价合计	40.51 亿	48.915 亿
醋酸	38.65 亿	47.45 亿
化工新发展	1.858 亿	1.4676 亿
募集配套资金	4 亿	4 亿
对象	镇江国控	镇江国控
配套募集资金发行股份数量	不超过 5000 万股	不超过 6000 万股
业绩承诺 (醋酸) 不低于		
2019	3.83 亿	5.51 亿
2020	4.67 亿	5.46 亿
2021	4.62 亿	5.4 亿
业绩承诺 (化工新发展) 不低于		

项目	调整后	调整前
2019	1773 万	2118 万
2020	2491 万	2030 万
2021	2464 万	2015 万
业绩承诺（合计）不低于		
2019	4 亿	5.72 亿
2020	4.92 亿	5.66 亿
2021	4.865 亿	5.6 亿
盈利预测依据：醋酸价格		
2019 年 6-12	2600	3200
2020	2737	3200
2021	2737	3200

数据来源：公司公告，西南证券整理

上市公司主要经营资产是 ADC 发泡剂，预计未来盈亏平衡。重组醋酸资产主要包括醋酸、醋酸乙酯、硫酸，其中醋酸产能 120 万吨，国内最大醋酸产能之一，醋酸乙酯 20 万吨，1 吨醋酸乙酯消耗醋酸约 0.7 吨醋酸。28 万吨硫酸(副产 35 万吨蒸汽)，约 150 万吨蒸汽。标的净资产约 20 亿，2019 年 1-5 月净利润 2.14 亿。

表 3：原有资产与标的资产情况

项目	原有资产	标的资产
主营业务	ADC 发泡剂	醋酸+蒸汽+硫酸
产能	4 万吨	醋酸 120 万吨、醋酸乙酯 20 万吨、蒸汽 150 万吨、硫酸 28 万吨
盈利水平	盈亏平衡	业绩承诺约 4.9 亿

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：原有资产与标的资产财务数据(单位：亿元)

指标	江苏索普			标的资产		
	2017 年	2018 年	2019H1	2017 年	2018 年	2019 年 1-5 月
营业收入	7.77	4.74	1.74	41.65	52.26	16.1
营业利润	1	0.04	-0.02	5.5	17.03	2.56
净利润	0.75	0.04	-0.01	4.06	14.45	2.14
资产	6.49	5.3	5.9	35.14	31.54	29.54
负债	1.46	0.6	0.82	14.65	11.41	10.23

数据来源：公司公告，西南证券整理

重组之后索普集团持股比例将提高至 86.44%，另外向镇江国控发行股份募集配套资金，总额不超过 4 亿元。

表 5: 资产重组前后股本变化情况

股东名称	本次交易前		本次交易后 (不考虑配套融资)	
	数量(万股)	比例	数量(万股)	比例
索普集团	17,103.40	55.82%	86,295.99	86.44%
其他公众股东	13,538.74	44.18%	13,538.74	13.56%
合计	30,642.15	100%	99,834.73	100%

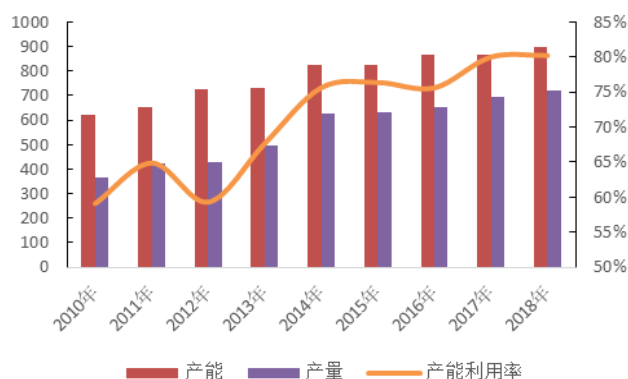
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

若此次重组顺利完成, 公司将成为国内醋酸龙头企业, 与拥有醋酸产能的上市公司华谊集团、华鲁恒升相比, 公司是更纯正的醋酸标的。重组完成后公司资产负债率 40%。

2 醋酸供需格局向好, 价格重心将稳步提升

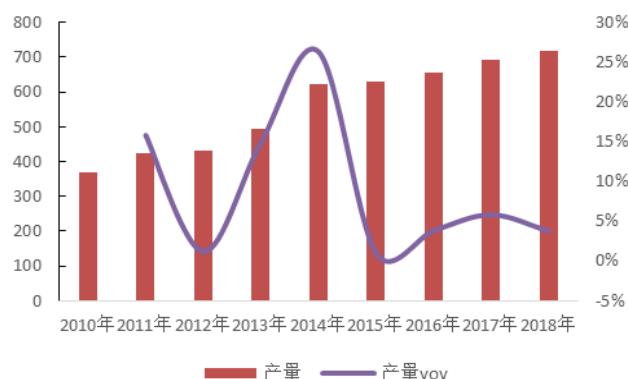
2010-2013 年醋酸产能快速扩张, 产能利用率徘徊在 60-70%, 随着行业格局稳定, 醋酸新增产能放缓, 伴随下游需求增长, 醋酸供需格局改善, 2018 年行业开工率提升到 80%。

图 6: 醋酸产能产量(万吨)及利用率



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 7: 醋酸产量(万吨)及增速



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

目前国内醋酸名义产能 925 万吨, 行业 CR4 为 47%。塞拉尼斯和南京 BP 是外资醋酸企业, 外采甲醇生产醋酸, 其余国内醋酸企业配有煤头制甲醇。醋酸装置基本遵循 3 年大修、每年小修的规律, 每年夏季检修频率高, 另外行业低迷期厂商检修也会增加。2019 年 7 月河南义马发生爆炸事故, 目前 25 万吨醋酸产能仍关停当中。

国内醋酸吨成本分布在 1800-2500 元, 华鲁恒升、江苏索普、华谊集团处于头部水平。

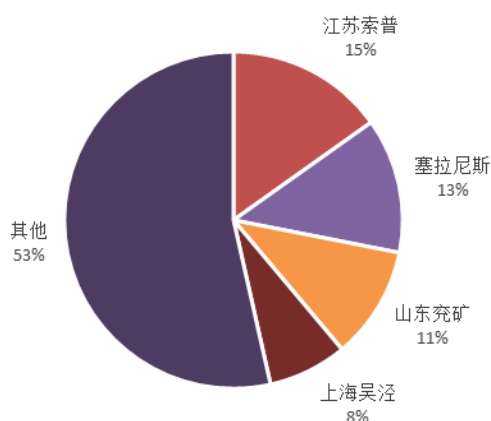
表 6: 国内醋酸企业及产能统计

省份	厂家	产能 (万吨)	备注
江苏	江苏索普	140	20 万吨装置闲置
	塞拉尼斯	120	外购甲醇生产醋酸
	南京 BP	50	外购甲醇生产醋酸
上海	上海吴泾	70	属于华谊集团
山东	山东兖矿	100	
	华鲁恒升	60	

省份	厂家	产能 (万吨)	备注
河北	河北建滔	50	
天津	天津碱厂	35	
陕西	延长石油	30	
河南	河南顺达	45	
	河南义马	25	2019 年 7 月爆炸关停
	河南永城龙宇煤化	50	
重庆	扬子江乙酰	45	
安徽	安徽无为	50	属于华谊集团
宁夏	中石化宁夏能化	30	
辽宁	恒力石化	35	2019 上半年投产
合计		935	

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 8：国内醋酸市场集中度



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

国内醋酸新增产能有限，京津冀鲁、长三角、珠三角等地区煤炭消费量受限，煤化工企业扩产步伐放缓。延长石油 10 万吨醋酸 2020 年上半年投产，行业冲击有限，华谊集团 70 万吨预计 2020 年底投产，未来会逐步关停上海 70 万吨产能。根据环评公示，还有广西昆达 50 万吨（2018 年）、信耐能源化工 60 万吨（2019 年）、卓正煤化工 100 万吨（2019 年），从建设周期看这三家产能短期不会投放市场。

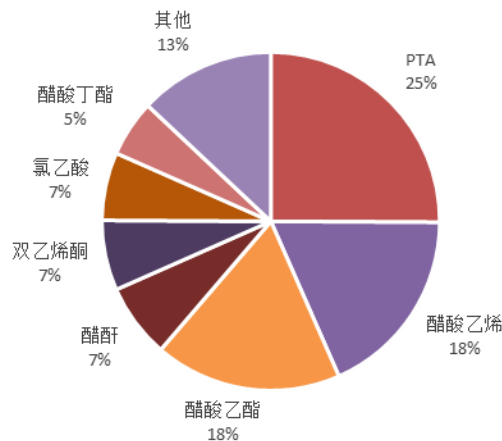
表 7：国内醋酸规划新增产能

企业	产能 (万吨)	地点	预计投产时间	备注
延长石油	10	陕西榆林	2020 年初	
华谊集团	70	广西钦州	2020 年底	上海 70 万吨产能会关停
广西昆达	50	广西钦州	2018 年中环评	没有开工建设迹象
信耐能源化工	60	内蒙鄂尔多斯	2021 年	
卓正煤化工	100	内蒙鄂尔多斯	2022 年	
合计	280	-	-	近 2 年有效新增预计 10 万吨

数据来源：百川资讯，生态环境保护局，西南证券整理

醋酸下游需求包括 PTA、醋酸乙烯、醋酸乙酯等，其中 PTA 占比 25%，未来行业规划 3000 吨新增产能，1 吨 PTA 单耗醋酸 0.04 吨，对应醋酸理论需求 120 万吨。其他传统需求主要对应溶剂、涂料等，预计保持 5% 增速。

图 9：醋酸下游需求结构



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

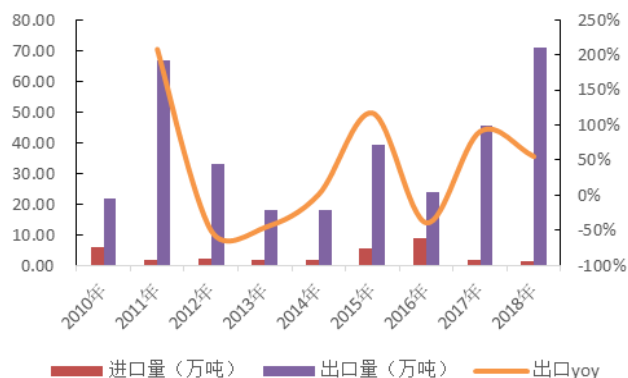
表 8：PTA 规划新增产能统计

企业	产能 (万吨)	地点	备注
恒力石化	500	辽宁大连	2019Q4-2020Q1
新凤鸣	250	浙江嘉兴	2019 年底-2020 年初
蓝山屯河	60	新疆	2019 年
宁波中金石化	320	浙江宁波	2018 年底 1 期投产，2020 年 2 期预计投产
宁波台化	150	浙江宁波	2020 年底
宁夏宝塔	120	宁夏	2020 年
中泰昆玉	120	新疆	2020 年底
逸盛新材料	600	浙江宁波	2021 年
虹港石化	240	江苏连云港	2021 年投产
华彬石化	220	浙江	2021 年投产
江阴汉邦	220	江苏	2022 年投产
福建百宏	250	福建泉州	2018 年底环评受理
桐昆石化	500	广西钦州	签署投资合同
合计	3550		
拉动醋酸需求	142		

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

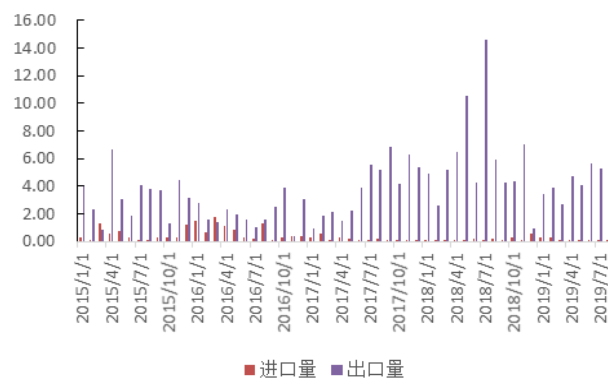
正常情况下，国内醋酸出口量大约 40 万吨，每年保持一定增长。2018 年因国外装置故障等因素，醋酸出口增加到 70 万吨，2019 年醋酸出口恢复正常，月出口量保持 4-5 万吨。由于醋酸出口回落，2018 年底开始醋酸价格陆续回落。

图 10: 醋酸年度进出口数据(万吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

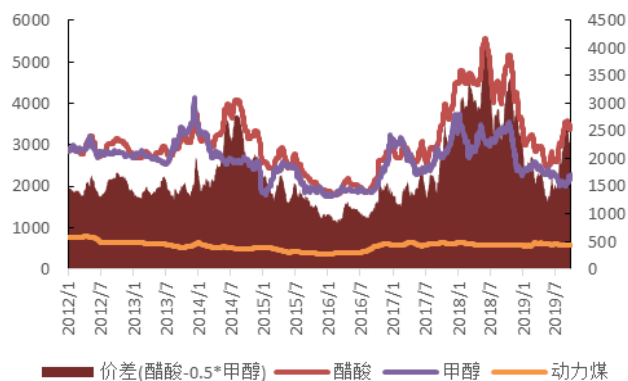
图 11: 醋酸月度进出口数据(万吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

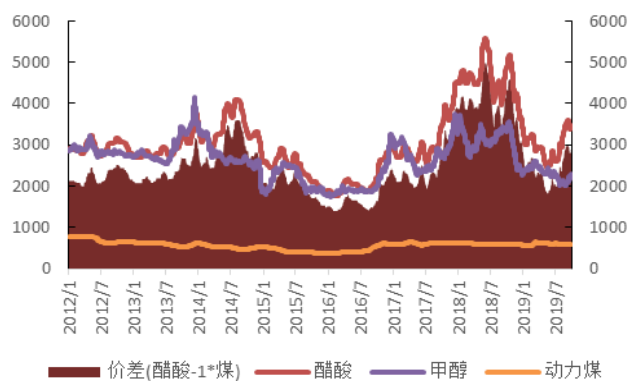
2019 年下半年伴随义马装置故障、国内检修增加以及下游需求回升，醋酸价格从最低 2500 元/吨上涨至最高 3500 元/吨。

图 12: 醋酸-甲醇 价差走势图



数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 醋酸-煤 价差走势图



数据来源: wind, 西南证券整理

3 成本仍有下降空间，醋酸业绩弹性巨大

公司醋酸产能 120 万吨，产量 110~120 万吨，销量 100 万吨左右，部分用于生产醋酸乙酯，醋酸乙酯产能 30 万吨，实际产量 20-25 万吨，根据市场行情调整。同时公司外销蒸汽约 150 万吨、硫酸约 30 万吨。

图 14：标的资产经营数据

项目名称		2019 年 1-5 月	2018 年	2017 年
醋酸 注[1]	产能（万吨/年）	120.00	120.00	120.00
	产量（万吨）	46.49	111.63	122.75
	销量（万吨）	40.58	96.84	104.6
	销售收入（万元）	104,787.51	374,396.56	265,789.86
醋酸 乙酯	产能（万吨/年）	30	30.00	30.00
	产量（万吨）	8.65	19.23	25.56
	销量（万吨）	8.66	19.24	25.55
	销售收入（万元）	43,012.38	113,344.72	117,648.58
蒸汽 注[2]	产能（吨/小时）	-	-	-
	产量（万吨）	-	-	-
	销量（万吨）	64.96	146.63	154.02
	销售收入（万元）	8,683.44	19,593.96	20,783.82
硫酸	产能（万吨/年）	30.00	30.00	30.00
	产量（万吨）	12.43	29.16	28.61
	销量（万吨）	13.07	28.78	28.70
	销售收入（万元）	3,340.64	8,634.95	6,642.91

注 1：标的资产生产的醋酸主要用于直接对外销售，剩余部分用于继续生产醋酸乙酯。

注 2：标的资产的蒸汽主要来自于三台循环流化床锅炉、甲醇生产装置以及硫酸生产装置，用于标的资产主要产品的生产，蒸汽的具体产能和产量无法精确统计。

数据来源：公司公告，西南证券整理

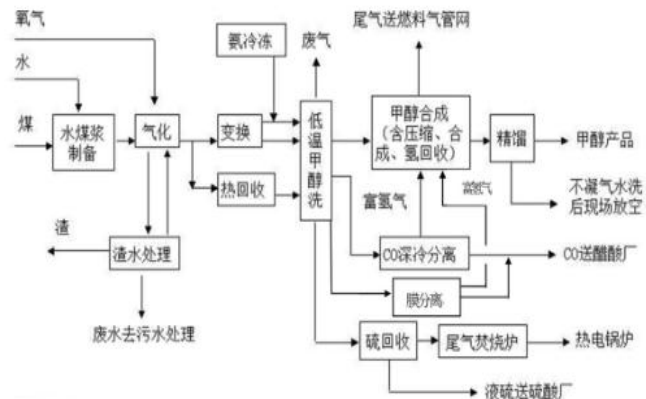
醋酸生产工艺技术相对成熟，主要采用甲醇羰基合成醋酸技术，甲醇与原料 CO 气在合成釜内在催化剂存在下进行气液相反应，反应液送入闪蒸罐，闪蒸汽含成品醋酸送入成品工段，经初分塔、脱水塔和成品塔组成的蒸馏分离，从而得到醋酸成品。

原料甲醇和 CO 是采用多喷嘴对置式水煤浆汽化炉技术，水煤浆和氧气通过对置式四喷嘴进入气化炉反应，生成含有 CO 和氢气的水煤浆气去后道工序合成甲醇。利用低温甲醇洗和深冷分离工艺，对甲醇合成产生的有效气进行净化与分离，产生 CO 与合格的合成气。

醋酸装置改造推进当中，成本仍有较大下降空间。2017 年公司启动醋酸造气工艺节能减排技改项目，根据项目可研投资 8.4 亿，需引进压缩机、冷箱、氧气切割阀等进口设备，购置气化炉、离心式氨制冷压缩机等国产设备。此前醋酸一期采取焦炭制气(CO)生产醋酸，而焦炭制气成本高于煤制气生产醋酸成本，2019 年 2 月通过采用膜分离 CO 装置，用煤制气替代了焦炭制气，每吨醋酸生产成本降低 200 元。预计 2019、2020 和 2021 年分别投资 3.09 亿、4.38 亿和 0.55 亿，建成后可形成年产 CO_{3.2} 亿标方、富氢气 3.3 亿标方生产能力，预计每吨醋酸成本降低 100-200 元。

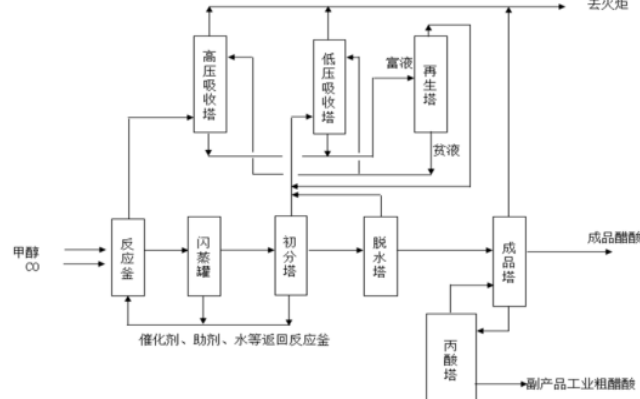
醋酸乙酯的生产，是将醋酸和乙醇在催化剂作用下反应生成粗酯，后经萃取精馏提纯后得到乙酯产品。

图 15：甲醇和 CO 造气流程图



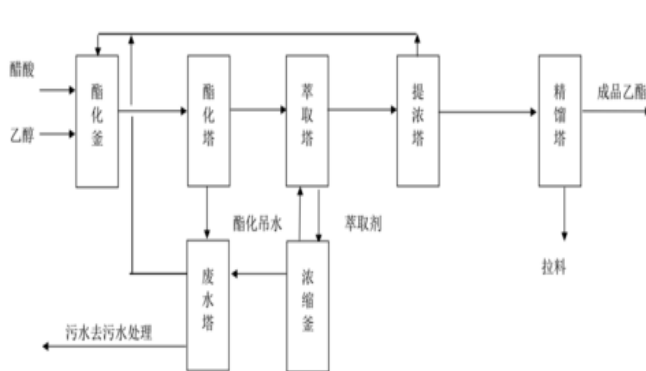
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：醋酸生产流程



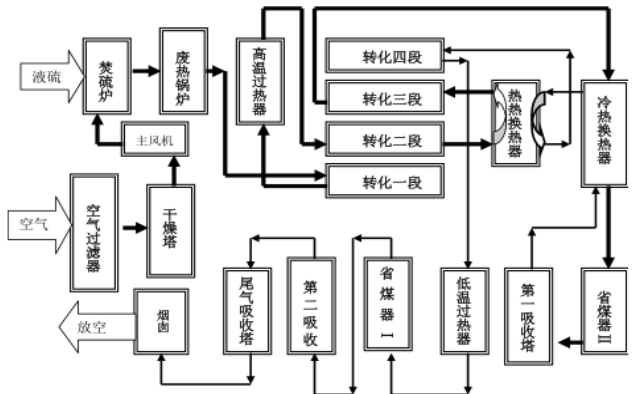
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：醋酸乙酯生产流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：硫酸生产流程(副产蒸汽)



数据来源：公司公告，西南证券整理

重组完成后，公司将成为国内醋酸龙头，按照 120 万吨产销量测算，若醋酸涨价 500 元，利润可增厚 4.5 亿，业绩弹性巨大。

表 9：醋酸业绩弹性测算

醋酸业绩弹性测算						
醋酸价格（元/吨）	2500	3000	3500	4000	4500	5000
重组完成后净利润（亿元）	2.49	7.00	11.52	16.03	20.54	25.06

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

4 盈利预测与投资评级

关键假设：

- 1) 公司 2019 年年底完成资产重组；
- 2) 2019-2021 年醋酸产量均为 110 万吨，醋酸乙酯产量均为 15 万吨，硫酸、ADC 业务保持稳定；
- 3) 2019-2021 年醋酸含税价格分别为 3100 元/吨、3200 元/吨、3300 元/吨，醋酸乙酯含税均价均为 5600 元/吨；
- 4) 原料煤、乙醇价格保持稳定；
- 5) 2021 年公司完成醋酸技改项目，单吨醋酸成本下降 200 元。

表 10：公司业务拆分

产品	项目	单位	2018 年（备考）	2019E	2020E	2021E
醋酸	产能	万吨	120	120	120	120
	产量	万吨	112	110	110	110
	销量	万吨	98.3	99.5	99.5	99.5
	收入	亿元	37.44	27.30	28.18	29.06
	成本	亿元	19.56	17.55	17.51	16.02
	毛利	亿元	17.88	9.74	10.66	13.04
	单价	元/吨	3866	2743	2832	2920
醋酸乙酯	产能	万吨	30	30	30	30
	销量	万吨	19	15	15	15
	收入	亿元	11.33	7.43	7.43	7.43
	成本	亿元	9.05	6.79	6.84	6.68
	毛利	亿元	2.28	0.65	0.60	0.75
	单价	元/吨	5891	4956	4956	4956
硫酸	收入	亿元	0.86	0.86	0.86	0.86
	成本	亿元	0.76	0.76	0.76	0.76
	毛利	亿元	0.10	0.10	0.10	0.10
蒸汽	收入	亿元	1.96	1.96	1.96	1.96
	成本	亿元	1.89	1.89	1.89	1.89
	毛利	亿元	0.07	0.07	0.07	0.07
其他	收入	亿元	5.65	4.41	4.41	4.41
	成本	亿元	5.25	4.39	4.39	4.39
	毛利	亿元	0.40	0.02	0.02	0.02
合计	收入	亿元	57.25	41.97	42.85	43.73
	成本	亿元	36.51	31.38	31.39	29.74
	毛利	亿元	20.74	10.58	11.45	13.98

数据来源：西南证券测算

我们选取同样拥有醋酸业务的华鲁恒升、华谊集团进行可比估值，根据 wind 一致预期测算 2019-2021 年平均 PE 分别为 9、9、8 倍。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
600426	华鲁恒升	16.42	1.86	1.76	1.76	1.94	9	9	9	8
600623	华谊集团	7.27	0.85	0.81	0.81	0.88	9	9	9	8
平均值							9	9	9	8

数据来源：wind，西南证券整理

若 2019 年底前完成重组，我们预计 2019-2021 年江苏索普净利润分别为 6.14 亿、7.64 亿、9.76 亿，对应当前 PE 分别为 12、9、7 倍。不考虑资产重组，2019-2021 年净利润分别为 -0.13、-0.10、-0.11 亿元。鉴于公司是国内醋酸龙头，在行业中具备成本领先优势，享有超额收益，并且通过技改未来仍有下降空间。同时公司是 A 股最纯正的醋酸标的，业绩弹性巨大，首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

资产重组进度或不及预期；醋酸价格大幅回落风险；装置遭遇不可抗力的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	474.33	4199.46	4287.57	4375.69	净利润	3.58	613.73	764.01	976.22
营业成本	441.35	3140.34	3141.37	2976.25	折旧与摊销	18.58	27.88	39.92	49.53
营业税金及附加	3.56	29.40	30.01	30.63	财务费用	0.77	1.44	2.97	1.52
销售费用	13.40	96.59	98.61	100.64	资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	20.02	113.39	115.76	118.14	经营营运资本变动	-212.20	-923.00	-80.12	-44.00
财务费用	0.77	1.44	2.97	1.52	其他	167.69	-0.03	1.37	-0.68
资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-21.88	-279.98	728.15	982.60
投资收益	7.72	0.00	0.00	0.00	资本支出	16.74	-300.00	-300.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-104.87	64.53	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-88.13	-235.47	-300.00	-100.00
营业利润	4.20	818.30	898.84	1148.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.03	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.23	818.30	898.84	1148.50	股权融资	0.00	4341.93	0.00	0.00
所得税	0.65	204.58	134.83	172.27	支付股利	-36.77	-0.72	-122.75	-152.80
净利润	3.58	613.73	764.01	976.22	其他	0.00	-1.86	-2.97	-1.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-36.77	4339.35	-125.72	-154.32
归属母公司股东净利润	3.58	613.73	764.01	976.22	现金流量净额	-148.33	3823.90	302.44	728.28
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	75.65	3899.54	4201.98	4930.25	成长能力				
应收和预付款项	58.66	524.77	531.46	538.09	销售收入增长率	-38.98%	785.34%	2.10%	2.06%
存货	32.59	235.97	234.68	222.92	营业利润增长率	-95.79%	19361.88%	9.84%	27.78%
其他流动资产	167.53	911.90	931.04	950.17	净利润增长率	-95.22%	17027.82%	24.49%	27.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-81.79%	3498.63%	11.10%	27.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	138.94	412.42	673.86	725.68	毛利率	6.95%	25.22%	26.73%	31.98%
无形资产和开发支出	0.00	-1.11	-2.22	-3.33	三费率	7.21%	5.03%	5.07%	5.03%
其他非流动资产	57.11	56.86	56.61	56.36	净利率	0.76%	14.61%	17.82%	22.31%
资产总计	530.48	6040.36	6627.41	7420.15	ROE	0.76%	11.31%	12.60%	14.17%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.68%	10.16%	11.53%	13.16%
应付和预收款项	53.56	603.14	548.92	518.59	ROIC	1.79%	55.55%	37.13%	42.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.97%	20.18%	21.96%	27.41%
其他负债	6.74	12.52	12.53	12.17	营运能力				
负债合计	60.30	615.66	561.44	530.77	总资产周转率	0.80	1.28	0.68	0.62
股本	306.42	998.35	998.35	998.35	固定资产周转率	3.48	17.42	9.00	6.77
资本公积	62.07	3712.07	3712.07	3712.07	应收账款周转率	63.57	155.30	88.00	93.41
留存收益	101.27	714.28	1355.54	2178.96	存货周转率	13.29	23.27	13.27	12.91
归属母公司股东权益	470.18	5424.70	6065.96	6889.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.60%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	470.18	5424.70	6065.96	6889.38	资产负债率	11.37%	10.19%	8.47%	7.15%
负债和股东权益合计	530.48	6040.36	6627.41	7420.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.14	9.14	10.62	12.65
					速动比率	5.54	8.75	10.19	12.23
					股利支付率	1026.19%	0.12%	16.07%	15.65%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	23.55	847.62	941.73	1199.55	每股收益	0.01	0.61	0.77	0.98
PE	609.73	11.60	9.32	7.29	每股净资产	1.53	5.43	6.08	6.90
PB	4.65	1.31	1.17	1.03	每股经营现金	-0.07	-0.28	0.73	0.98
PS	4.61	1.70	1.66	1.63	每股股利	0.12	0.00	0.12	0.15
EV/EBITDA	87.23	3.73	3.04	1.78					
股息率	1.68%	0.01%	1.72%	2.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn