

江苏索普 (600746.SH) 醋酸行业龙头，乘“聚酯产业链”东风扬帆起航

2021年03月10日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

金益腾 (分析师)

张晓锋 (联系人)

龚道琳 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

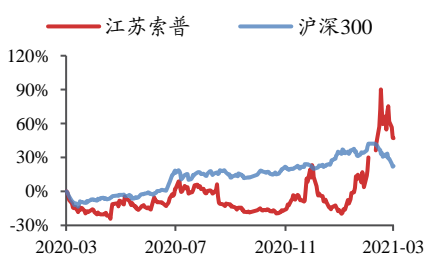
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790120080059

证书编号: S0790120010015

日期	2021/3/10
当前股价(元)	10.81
一年最高最低(元)	14.94/5.52
总市值(亿元)	113.33
流通市值(亿元)	32.93
总股本(亿股)	10.48
流通股本(亿股)	3.05
近3个月换手率(%)	312.7

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **公司为醋酸龙头，看好醋酸行业未来持续高景气，首次覆盖给予“买入”评级**
根据公司 2019 年报，公司拥有醋酸产能 120 万吨/年、4 万吨/年 ADC 发泡剂生产能力和 30 万吨硫酸产能，其醋酸产能规模并列国内第一。受益于下游 PTA 及 EVA 行业扩产，我们看好醋酸行业 2021 年将持续高景气，届时公司作为醋酸龙头有望充分受益。我们预测公司 2020 年-2022 年对应的归母净利润分别 2.32、14.26、12.13 亿元，对应 EPS 分别 0.22、1.36、1.16 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 48.9、7.9、9.3 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● **未来 PTA 产能持续扩张，有望大幅提振醋酸需求**

未来醋酸或仍将处于供需紧平衡状态。新增产能方面：根据卓创资讯数据，华谊集团拟建 50 万吨/年与 70 万吨/年醋酸，预计分别于 2021 年 5 月与 2021 年 12 月底投产。若醋酸新增项目顺利投产，则 2021 年醋酸行业有效总产能将达到 985 万吨。考虑到新增醋酸产能尚需经历产能爬坡期，我们保守测算，2021 年全年醋酸行业总产量为 821.38 万吨。2020 年醋酸的表观消费量为 720.18 万吨，考虑到 2020 年 9 月，独山能源 220 万吨 PTA 产能投产，2021 年将有 1,930 万吨 PTA 产能投产，保守预计，将带动全年醋酸需求 45.2 万吨。2021 年有 80 万吨 EVA 产能投产，预计将带动醋酸需求 5.19 万吨，根据我们测算，2021 年国内醋酸的表观消费量保守估计或将达到 770.57 万吨。醋酸行业或将处于供需紧平衡格局。

● **醋酸装置频繁检修，醋酸供给紧张或为未来常态，有望支撑醋酸价格上涨**

国内外大部分醋酸装置年限较大，故障相对频发，国内仅恒力石化 35 万吨新装置从开工至 2020 年 11 月未曾检修。2018 年由于醋酸海外装置遭遇不可抗力，根据 Wind 数据，醋酸价格一度上涨至 5,500 元/吨。2021 年 1 月，河南顺达 40 万吨醋酸装置意外停车，至今未重启；2 月，塞拉尼斯位于美国德州 130 万吨醋酸装置受到寒潮影响停车，刺激醋酸价格快速上涨。目前醋酸现货价格达到 6,450 元/吨。我们预计醋酸装置频繁检修或成为未来常态，有望支撑醋酸进一步上涨。

● **风险提示：**宏观经济下行、原油价格大幅下跌、环保及安全生产风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	474	591	2,871	5,139	4,962
YOY(%)	-39.0	24.5	386.1	79.0	-3.4
归母净利润(百万元)	4	-6	232	1,426	1,213
YOY(%)	-95.2	-257.3	-4213.8	515.1	-15.0
毛利率(%)	7.0	9.2	22.8	51.8	47.8
净利率(%)	0.8	-1.0	8.1	27.8	24.4
ROE(%)	0.8	-0.2	8.7	35.2	23.2
EPS(摊薄/元)	0.00	-0.01	0.22	1.36	1.16
P/E(倍)	3162.7	-2010.3	48.9	7.9	9.3
P/B(倍)	24.1	4.6	4.2	2.8	2.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司拥有醋酸产能 120 万吨/年，为醋酸行业上市龙头	4
1.1、 2019 年资产重组后，公司成为醋酸行业龙头	4
1.2、 公司购买控股股东醋酸业务及化工新发展蒸汽业务	4
1.3、 2020 年 Q4 醋酸价格大幅上涨，公司业绩显著增长	6
2、 未来民营大炼化密集投产，有望大幅提振醋酸需求	8
2.1、 醋酸下游 PTA 产能和 EVA 产能持续扩张，带动醋酸需求增长	9
2.1.1、 未来 PTA 产能持续扩张，有望大幅提振醋酸需求	9
2.1.2、 醋酸乙酯需求逐渐上升，产能扩张缓慢	10
2.1.3、 光伏玻璃密集待投，将刺激醋酸乙烯需求增长	13
2.2、 未来醋酸或将处于供需紧平衡状态	16
2.3、 醋酸在 PTA 成本构成中占比较低	21
3、 ADC 发泡剂业务营收持续缩水，对公司影响十分有限	21
4、 公司作为醋酸龙头企业拥有规模、地域等核心竞争力优势	22
5、 盈利预测与投资建议	23
6、 风险提示	24
附： 财务预测摘要	25

图表目录

图 1： 资产重组后，索普集团仍为公司控股股东（截至 2020Q3）	5
图 2： 醋酸资产并表带动公司 2020 年营收大幅增长	7
图 3： 公司 2020 年前三季度归母净利润大幅增长	7
图 4： 醋酸资产并表，公司 2020 年毛利率、净利率改善	7
图 5： 公司资产负债率较低	8
图 6： 醋酸资产注入，公司 2020 年管理费用率下降	8
图 7： 2020 年 9 月以来，醋酸价差不断扩大	9
图 8： 25.6%的醋酸用于生产 PTA	9
图 9： 醋酸表观消费量呈增长趋势	9
图 10： PTA 主要用于生产涤纶长丝	10
图 11： 我国是全球第一大 PTA 生产和消费大国	10
图 12： 醋酸乙酯主要应用于油墨包装，胶粘剂和医药	11
图 13： 2015 年以来，醋酸乙酯需求不断增长	11
图 14： 醋酸乙酯扩张速度缓慢，开工率维持低位	12
图 15： 2019 年欧洲地区醋酸乙酯产能扩张，醋酸乙酯出口量有所减少	13
图 16： 醋酸乙烯下游消费以聚乙烯醇为主	14
图 17： 醋酸乙烯表观消费量 2013 年来稳中有升	14
图 18： EVA 可用作光伏电池封装胶膜	14
图 19： 醋酸乙烯产能扩张放缓	15
图 20： 2020 年受疫情影响，醋酸乙烯出口有所减少	15
图 21： 2021 年以来醋酸价格高位，支撑醋酸乙烯价格上涨	16
图 22： 醋酸产能集中在江苏和山东地区	16
图 23： 2019 年醋酸行业开工率已达历史新高	17

图 24: 近期 PTA 开工率约 80%.....	20
图 25: 目前醋酸行业开工率超过 80%.....	20
图 26: 醋酸占 PTA 成本比例较小.....	21
图 27: 公司 ADC 发泡剂产能利用率连续两年下跌.....	22
图 28: ADC 发泡剂营业收入 2017 年开始大幅缩水.....	22
图 29: PTA 产能主要集中在华东地区.....	23
表 1: 目前公司拥有醋酸产能 120 万吨/年.....	4
表 2: 公司购买集团醋酸业务及化工新发展蒸汽业务.....	5
表 3: 公司重组完成后, 索普集团持有公司 82.71% 股权 (截至 2020Q3).....	5
表 4: 公司拟定增用于醋酸造气工艺技术提升.....	6
表 5: 2021 年以后, 我国投产或拟建 PTA 产能近 3,500 万吨.....	10
表 6: 目前公司醋酸乙酯产能位居行业前列.....	12
表 7: 2021 年将有 80 万吨 EVA 产能投产.....	14
表 8: 目前国内醋酸产能合计 935 万吨.....	17
表 9: 2019 年醋酸装置频发故障检修.....	18
表 10: 2020 年醋酸装置频繁故障检修.....	18
表 11: 2021 年醋酸装置频繁故障检修.....	19
表 12: 受益于 PTA 新产能投产, 2021 年醋酸需求有望继续增长.....	21
表 13: 我们中性预计 2021 年醋酸完全成本为 1,950 元/吨.....	23
表 14: 我们预计公司 2021 年 PE 将显著低于可比公司.....	24

1、公司拥有醋酸产能 120 万吨/年，为醋酸行业上市龙头

1.1、2019 年资产重组后，公司成为醋酸行业龙头

公司目前拥有醋酸产能 120 万吨/年，为醋酸行业龙头企业。江苏索普化工股份有限公司（以下简称“公司”）于 1996 年成立，同年在上交所上市。公司原来主要生产 ADC 发泡剂，于 2019 年 12 月进行资产重组，公司通过发行股份及支付现金取得了控股股东江苏索普（集团）有限公司（以下简称“索普集团”）的醋酸及其衍生品业务，现拥有煤化工、精细化工、基础化工三条产业链：一是以醋酸为核心的煤化工产业链，公司目前拥有 120 万吨/年醋酸产能，同时配套有 30 万吨/年醋酸乙酯生产能力。根据公司 2019 年报，公司醋酸产能规模并列国内第一、全球第三；二是以 ADC 发泡剂为核心的精细化工产业链，公司拥有 4 万吨/年 ADC 发泡剂生产能力，其品质在国内名列前茅；三是以硫酸为核心的基础化工产业链，公司拥有 30 万吨硫酸产能。

表1: 目前公司拥有醋酸产能 120 万吨/年

产品	年产能 (万吨/年)	2019 年生产量 (万吨)	2019 年销售量 (万吨)
醋酸	120	8.33	7.72
醋酸乙酯	30		
ADC 发泡剂	4	1.85	1.92
硫酸	30	-	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司购买控股股东醋酸业务及化工新发展蒸汽业务

公司购买控股股东醋酸业务及化工新发展蒸汽业务。根据公司公告，2019 年 12 月公司进行资产重组，通过发行股份及支付现金的方式购买索普集团醋酸及其衍生品业务相关经营性资产和负债以及索普集团控股子公司化工新发展的蒸汽业务，两项业务的交易对价合计为 40.52 亿元。其中公司通过向索普集团发行 69,193 万股以及支付现金对价 1.5 亿元，收购索普集团醋酸及其衍生品业务。此次交易前，索普集团控制公司 17,516.35 万股股份，控制公司 57.16% 的股权，为公司的控股股东；重组完成后（不考虑配套募集资金的影响），索普集团控制公司股权比例为 86.85%，索普集团仍为公司的控股股东。

同时公司向镇江国有投资控股集团有限公司发行股份 5,000 万股以募集配套资金。此次实际募集资金总额为人民币 2.82 亿元，非公开发行股票发行费用为 281.5 万元，募集资金净额为人民币 2.79 亿元。此次募集配套资金非公开发行的新增股份 5,000 万股于 2020 年 4 月 23 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成登记手续。此次发行后，索普集团实际持有公司股权由 86.85% 下降至 82.71%，仍为公司的控股股东，公司实际控制人为镇江市人民政府国有资产监督管理委员会。

表2: 公司购买集团醋酸业务及化工新发展蒸汽业务

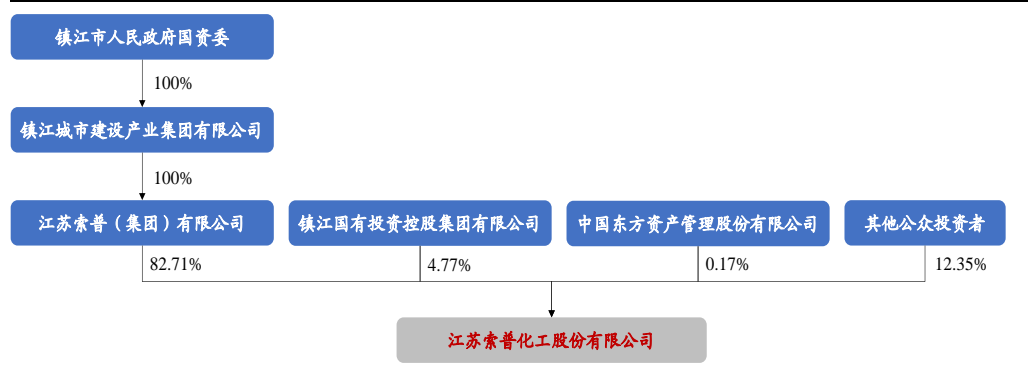
序号	交易对方	标的资产	交易对价 (万元)	交易方式	股份对价		现金对价
					对应金额 (万元)	发行股份 数(万股)	金额(万元)
1	索普集团	醋酸及其衍生品 业务相关经营性 资产及负债	386,564.16	股份+ 现金	371,564.16	69,193	15,000.00
2	化工新发 展	经营性资产及负 债	18,587.99	现金	-	-	18,587.99
合计			405,152.15	-	371,564.16	69,193	33,587.99

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 公司重组完成后, 索普集团持有公司 82.71% 股权 (截至 2020Q3)

股东名称	此次交易前		此次交易后	
	数量(万股)	比例	数量(万股)	比例
索普集团	17,516.35	57.16%	86,708.94	82.71%
其他公众股东	13,125.89	42.84%	18,125.89	17.29%
合计	30,642.25	100.00%	104,834.83	100%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图1: 资产重组后, 索普集团仍为公司控股股东 (截至 2020Q3)


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司拟非公开发行 A 股股票募集资金用于醋酸造气工艺技术提升。2020 年 12 月 11 日, 公司发布非公开发行 A 股股票预案, 拟向不超过 35 名的特定投资者, 发行股票数量不超过 3.15 亿股, 占发行前公司总股本不超过 30%, 募集资金总额不超过 9.93 亿元。募集资金将用于醋酸造气工艺技术提升建设项目和补充流动资金及偿还银行贷款项目。公司此次拟投资 10.6 亿元用于工艺改造, 采用从镇江及周边化工企业回收的废活性炭、精馏残渣等危废而制成的有机合成浆以及兰炭、石油焦为原材料, 生产具有高附加值的一氧化碳等产品, 通过合理利用危废以创造循环经济效益, 并最终达到生产节能降耗、产品降本增效之目的。另外公司将投资 2 亿元用于补充流动资金和偿还银行贷款, 从而优化公司资本结构, 减少公司财务费用。公司生产醋酸的核心原材料为一氧化碳及甲醇, 若该项目成功实施, 则能够为公司提供 3.2 亿 Nm³ 的一氧化碳年产能以及 15.23 万吨的副产品粗甲醇年产能, 可减少公司对核心原材料的外购, 在一定程度上缓解公司此前合成气产能不足的问题。

表4: 公司拟定增用于醋酸造气工艺技术提升

序号	项目名称	项目投资总额(亿元)	拟使用募集资金金额(亿元)
1	醋酸造气工艺技术提升建设项目	10.60	7.93
2	补充流动资金及偿还银行贷款	2.00	2.00
合计		12.60	9.93

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、2020年Q4醋酸价格大幅上涨, 公司业绩显著增长

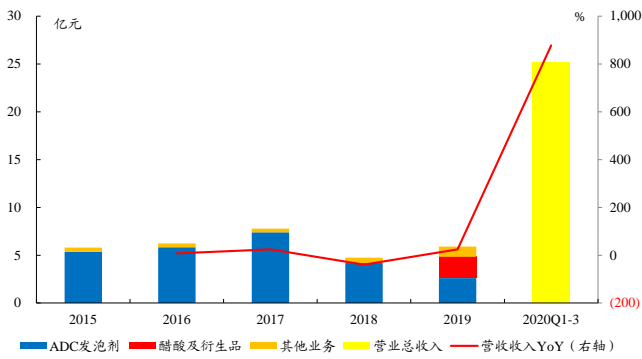
公司原主营业务发泡剂竞争激烈, 业务亏损。公司原主营业务为 ADC 发泡剂系列产品及 XPE 发泡新材料产品。ADC 发泡剂属基础原料化工, 处于产业链中低端, 技术含量和附加值均不高。根据公司公告, 2018 年及 2019 年以来, 环保部门加大了环保核查整治力度, ADC 发泡剂下游用户需求减弱, 市场主要竞争对手持续以低价抢占市场。2018 年、2019 年 ADC 发泡剂的产量同比下降, 发泡剂业务营收不断下滑, 拖累公司 2018 年归母净利润同比大幅下降, 2019 年公司归母净利润亏损。2018 年公司实现营收 4.74 亿元, 同比下降 38.98%; 实现归母净利润 358.32 万元, 同比下降 95.22%。2019 年公司发泡剂业务实现营收 2.61 亿元, 同比下降 37.55%; 醋酸业务实现营收 2.23 亿元; 公司 2019 年归母净利润亏损 563.72 万元。

醋酸资产并表带动公司业绩增长。2019 年公司通过发行股份及支付现金购买资产将控股股东索普集团醋酸及衍生品业务相关经营性资产及负债、化工新发展经营性资产及负债注入上市公司, 2019 年 12 月 18 日签署《资产交割确认书》, 完成资产交割。醋酸及衍生品业务注入, 带动公司 2019 年、2020 年营收同比大幅增长。2019 年公司实现营业收入 5.91 亿元, 同比增长 24.5%。2020 年公司前三季度实现营收 25.21 亿元, 同比大幅增长 877.77%; 实现归母净利润 5,323.09 万元, 扭亏为盈; 实现销售毛利率 13.16%, 销售净利率 2.11%。

受新冠疫情影响, 公司醋酸业务业绩承压。2020 年, 受新冠疫情影响, 公司在 2020 年上半年遭遇了产品销路不畅、库存商品增加、产品出厂价大幅下降等实际困难。根据公司 2020 半年报, 公司核心产品醋酸的市场行情在 2020 年上半年下跌严重, 公司上半年醋酸产品销量及出厂价相较 2019 年同期分别下跌 17.9%和 18.4%。面对行业出现的库存超历史高位、产品价格持续下调的严峻形势, 公司在市场价格较低的点位及时进行装置停车检修, 为公司后续安全、稳定、持续生产创造了条件。受此影响, 2020 年上半年, 尽管公司实现归母净利润 850.20 万元, 较 2019 年扭亏为盈, 但仍低于公司 2019 年重大资产重组后的序时计划, 醋酸业务整体承压。**随着醋酸价格回暖, 公司 2020 年 Q3 业绩显著回暖。**2020 年 Q3 单季度, 公司实现营收 10.20 亿元, 同比增长 1,114.86%; 实现归母净利润 4,472.89 万元, 同比增长 859.55%。

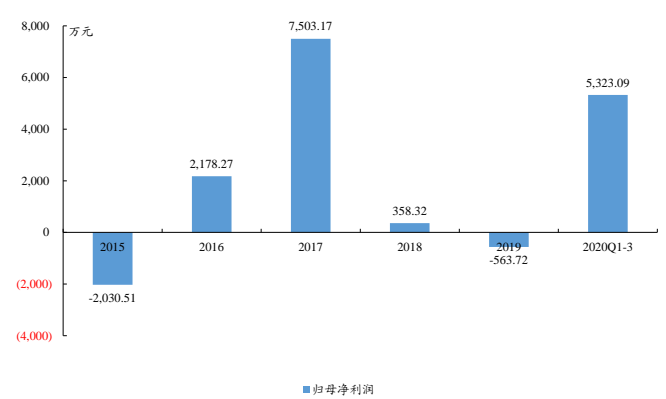
2021 年 1 月 23 日, 公司发布 2020 年度业绩预告: 经公司财务部门初步测算, 预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 23,000 万元到 26,000 万元之间, 扣除非经常性损益的净利润为 22,000 万元到 25,000 万元之间。2020 年下半年, 随着疫情逐步得到控制, 社会复工复产率稳步上升, 公司主要产品醋酸的价格逐步回升, 特别是进入 Q4, 醋酸价格涨幅较大, 公司业绩大幅上升。根据 Wind 数据, 2020 年 Q4 醋酸含税均价为 3,447 元/吨, 而全年均价为 2,710 元/吨。

图2: 醋酸资产并表带动公司 2020 年营收大幅增长



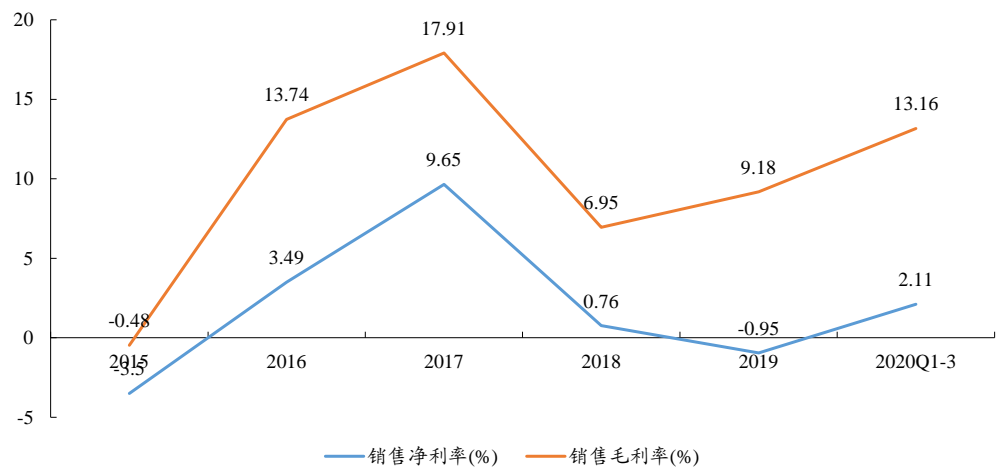
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图3: 公司 2020 年前三季度归母净利润大幅增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 醋酸资产并表, 公司 2020 年毛利率、净利率改善

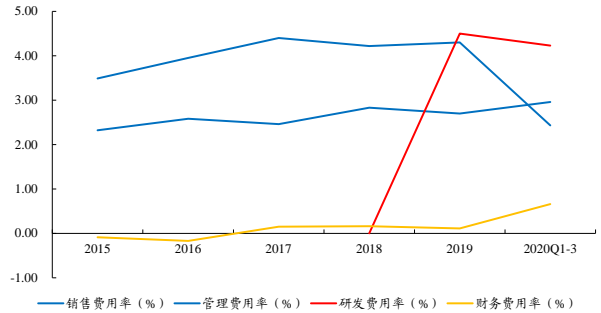


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司资产负债率较低。2015年以来,公司资产负债率最高仅31.84%,因为财务费用率一直处于低位。随着醋酸资产注入,公司管理费用率有所下降。2020年,受新冠疫情及检修影响,公司2020年上半年醋酸装置运行状况并非常态。**2020年Q3,醋酸价格逐渐回暖,公司醋酸装置运营相对常态化,我们认为公司Q3费用率较为接近正常水平。**根据公司公告,2020年Q3单季度,公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.99%、2.02%和0.63%。

图5: 公司资产负债率较低


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 醋酸资产注入, 公司 2020 年管理费用率下降


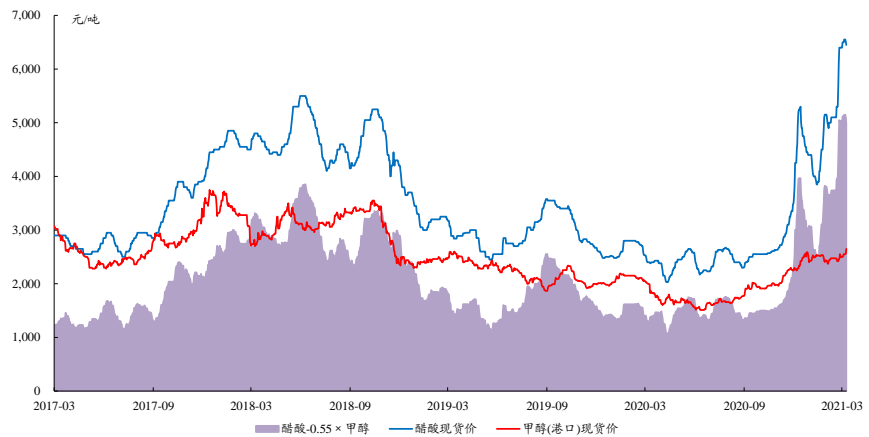
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、未来民营大炼化密集投产, 有望大幅提振醋酸需求

当前醋酸价格开启上行通道。目前, 国内醋酸制备工艺以甲醇低压羧基合成法为主。2018 年海外装置老旧遭遇不可抗力, 国外醋酸供应减少, 叠加彼时国内化工行业全面景气, 醋酸价格大幅上涨。根据 Wind 数据, 2018 年醋酸含税价格最高为 5,500 元/吨。2019 年随之醋酸新增产能投产, 加之下游需求不振, 醋酸价格自高位回落。2020 年上半年受新冠疫情影响, 醋酸价格自 2020 年 2 月份下跌至 4 月低点的 2,030 元/吨。尽管 2020 年 5 月份醋酸需求未明显恢复, 但彼时较多装置开始检修, 醋酸行业开工率较低, 供应端利好推动醋酸价格小幅上行。6 月份醋酸需求不振, 加之行业开工率有所恢复, 醋酸价格再度下行。10 月份为醋酸传统旺季, 加之部分下游价格持续上涨, 因此下游行业开工有明显提升, 需求面表现尚可, 工厂出货稳健, 库存压力逐步释放, 醋酸报盘小幅上行。12 月份, 彼时醋酸需求旺盛, 而南京 BP 装置临时停车, 其醋酸产能为 50 万吨/年, 刺激彼时醋酸价格快速上行。根据 Wind 数据, 2020 年 12 月 14 日, 醋酸现货达到年内最高价 5,300 元/吨, 而 2020 年内低点为 2,030 元/吨, 累计涨幅达 161.08%。

2021 年国内外多套醋酸装置意外停车, 醋酸价格创近年新高。2021 年 1 月份, 河南顺达 40 万吨醋酸装置意外停车, 至今装置未重启; 2 月份, 塞拉尼斯位于美国德州的醋酸装置受到寒潮影响停车, 刺激醋酸价格快速上涨。根据化工在线, 塞拉尼斯的德州基地醋酸产能共 130 万吨。在国内外醋酸装置停车的影响下, 全球醋酸景气提升, 外盘报价上涨, 推动国内醋酸价格达到近年来的高位。根据 Wind 数据, 目前醋酸现货价格达到 6,450 元/吨, 创 2018 年以来的新高, 而年初价格为 4,400 元/吨, 累计涨幅已达 46.59%。

图7: 2020年9月以来, 醋酸价差不断扩大



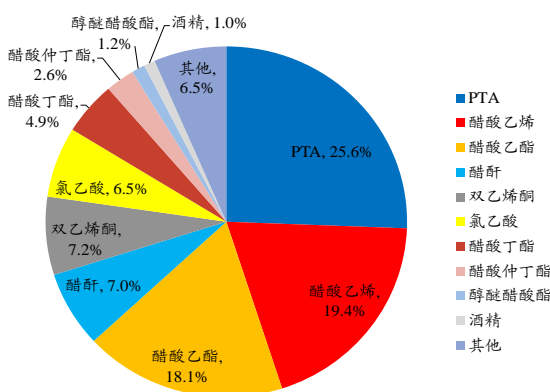
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1、醋酸下游PTA产能和EVA产能持续扩张, 带动醋酸需求增长

2.1.1、未来PTA产能持续扩张, 有望大幅提振醋酸需求

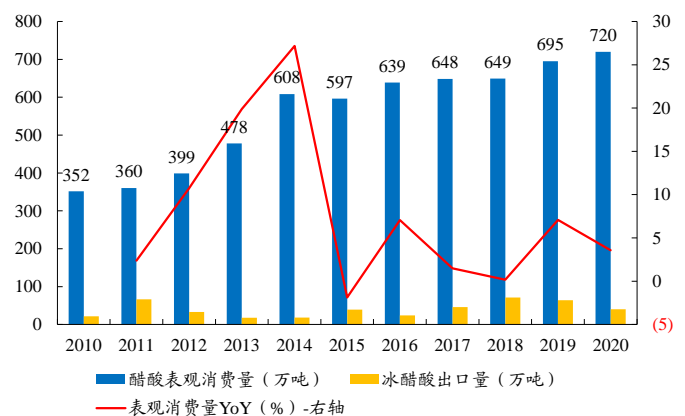
未来PTA产能持续扩张, 有望大幅提振醋酸需求。根据卓创资讯数据, 自2010年醋酸的表观消费量呈增长趋势, 2019年醋酸表观消费量为695.28万吨, 同比增长7.07%, 自2010年以来的复合增长率为7.86%。2017年-2019年, 我国醋酸出口量较高, 分别为45.73万吨、70.97万吨、63.82万吨。下游需求方面, 根据卓创资讯数据, 25.6%的醋酸用于生产PTA(精对苯二甲酸), 19.4%的醋酸用于生产醋酸乙烯, 18.1%的醋酸用于生产醋酸乙酯。近年来, 醋酸衍生品行业格局相对稳定, 未来醋酸的需求增速主要取决于PTA的产能增速。根据卓创资讯数据, 90%以上的PTA用于生产PET(聚对苯二甲酸乙二醇酯)。PTA的下游需求主要来自涤纶纤维、聚酯瓶片、聚酯切片。其中涤纶长丝对PTA的消费需求最多, 占PTA总需求的52%。随着PX-PTA-涤纶长丝产业链的不断扩张, 我国已成为全球第一大PTA生产和消费大国, 2021年以后, 我国投产或拟建PTA产能合计3,490万吨。而生产1吨PTA需要0.04吨醋酸。随着未来PTA不断投产, 有望进一步提振醋酸需求。根据我们测算, 若未来3,490万吨PTA均能顺利投产, 将催生139.6万吨醋酸需求。

图8: 25.6%的醋酸用于生产PTA

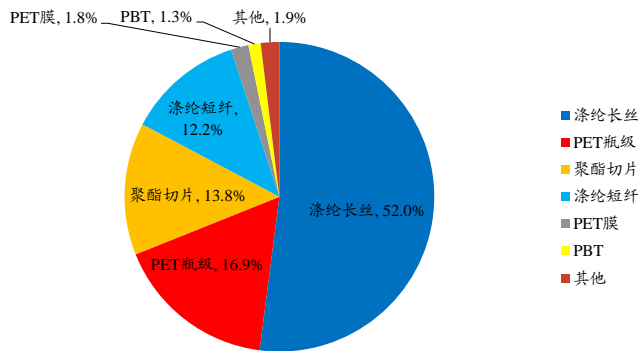


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

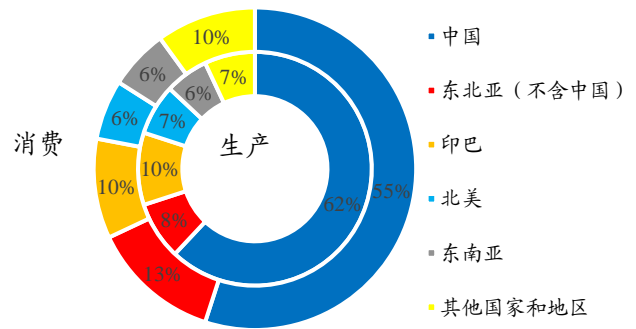
图9: 醋酸表观消费量呈增长趋势



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图10: PTA 主要用于生产涤纶长丝


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图11: 我国是全球第一大 PTA 生产和消费大国


数据来源: Wind、2020 中国能源化工产业发展报告、开源证券研究所

表5: 2021 年以后, 我国投产或拟建 PTA 产能近 3,500 万吨

公司简称	总产能 (万吨/年)	所属公司或参股公司	预计投产时间
恒力石化#4	250	恒力石化	已投产
恒力石化#5	250	恒力石化	已投产
独山能源	220	新风鸣二期	已投产
2020 年小计	720		
逸盛宁波	300	恒逸石化、荣盛石化	2021 年, 已投产
恒力石化	500	恒力石化	2021 年
福建百宏	250	百宏石化	2021 年, 已投产
逸盛宁波 (中金石化)	300	恒逸石化、荣盛石化	2021 年
逸盛海南	220	恒逸石化、荣盛石化	2021 年
虹港石化	240	盛虹石化	2021 年
宁夏宝塔	120	宝塔石化集团	2021 年
2021 年小计	1,930		
澄星实业+中石化	220	江阴澄星实业集团、中石化	2022 年
仪征化纤	220	中国石化	2022 年
桐昆股份一期+二期	500	桐昆股份	一期已开工建设
蓝山屯河	120	蓝山屯河	2022 年
宁波台化	300	台化	待定
佳龙二期	200	佳龙集团	待定
2021 年后小计	1,560		
合计	4,210		

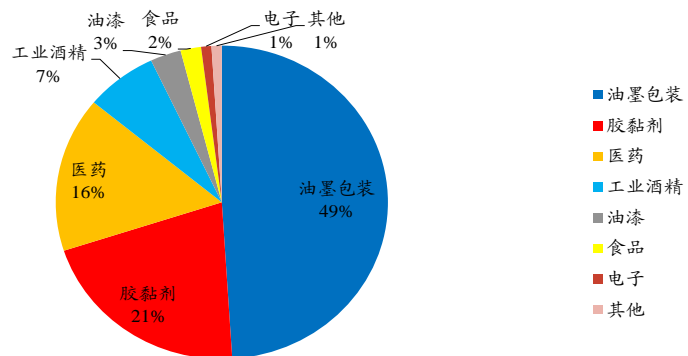
资料来源: 环评报告、公司公告、开源证券研究所

2.1.2、醋酸乙酯需求逐渐上升, 产能扩张缓慢

醋酸乙酯主要用于生产油墨包装、胶黏剂等。根据卓创资讯数据, 醋酸乙酯下游需求主要为油墨包装, 胶黏剂和医药等, 其中 49% 的醋酸乙酯用于生产油墨包装, 21% 的醋酸乙酯用于生产胶黏剂。醋酸乙酯可用于制作复印机用液体硝基纤维墨水, 粘接剂的溶剂、喷漆的稀释剂, 以及制药过程中的萃取剂等。在香料工业中, 醋酸乙

酯是重要的香料添加剂。随着经济发展不断发展，油墨包装和胶黏剂的需求不断增长，对醋酸乙酯等有机溶剂的需求也随之增加。

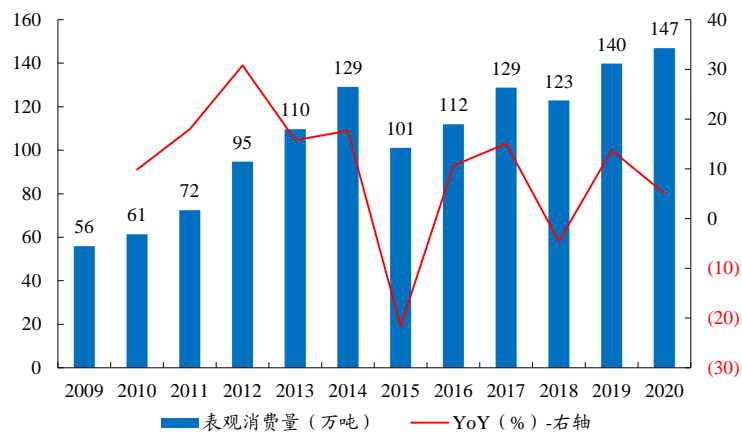
图12: 醋酸乙酯主要应用于油墨包装, 胶黏剂和医药



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

醋酸乙酯作为工业溶剂挥发性小且价格较低, 近年来需求整体呈上升趋势。2015年醋酸乙酯下游地产等行业呈疲软态势, 醋酸乙酯表观消费量自2014年的129.05万吨下滑至2015年的101.14万吨, 同比下降21.62%。2016年以来国家环保要求趋严, 涂料、胶黏剂等行业对低挥发性的有机溶剂需求显著增长。相对丙酮、乙醚等传统有机溶剂, 醋酸乙酯有更小的挥发性; 相对醋酸丁酯等有机溶剂, 醋酸乙酯价格更低, 从2016年开始醋酸乙酯的需求较快增长。根据卓创资讯数据, 2016年醋酸乙酯表观消费量为111.92万吨, 同比增长10.66%; 2017年醋酸乙酯表观消费量为128.81万吨, 同比增长15.09%。2018年原材料醋酸价格上涨, 醋酸乙酯价格也随之大幅上升。2018年醋酸乙酯平均价格为6,926.91元/吨, 同比上涨23.08%, 下游成本压力增大, 醋酸乙酯需求随之减少。2018年醋酸乙酯表观消费量小幅下降至122.89万吨。2019年随着醋酸价格回落, 醋酸乙酯平均价格回落至5,540.24元/吨, 接近2017年的价格水平, 醋酸乙酯的需求亦同比回升。2020年醋酸乙酯表观消费量为146.91万吨, 同比增加5.09%。随着下游涂料、胶黏剂等行业不断发展、环保要求日渐趋严, 我们看好醋酸乙酯作为一种低挥发性的工业溶剂需求增长, 我们预计醋酸乙酯需求有望增长。

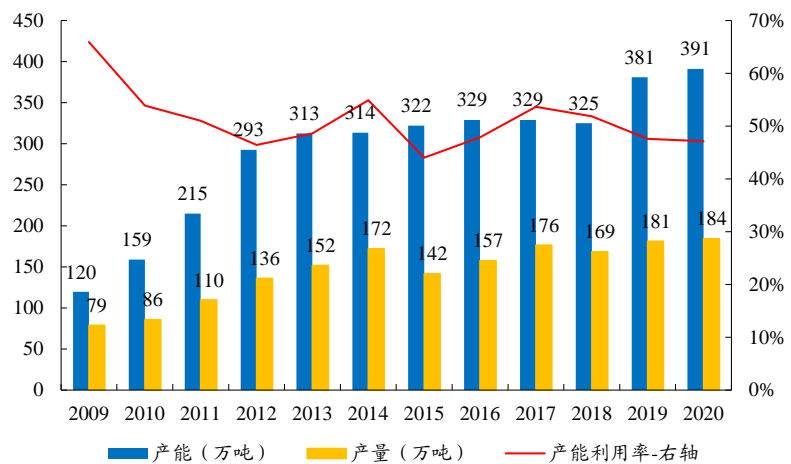
图13: 2015年以来, 醋酸乙酯需求不断增长



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

醋酸乙酯行业产能扩张缓慢。根据卓创资讯数据，2009年-2016年，醋酸乙酯产能持续扩张，年均复合增长率达15.57%。2016年醋酸乙酯行业名义产能为329万吨。2017年及2018年，因广西利而安转产醋酸丁酯，泰兴金江、江门谦信调整醋酸乙酯装置的产能数据，总体产能略微下滑。2017年和2018年，醋酸乙酯行业产能分别为329和325万吨。2019年醋酸乙酯行业产能扩大，泰兴金江新增醋酸乙酯产能30万吨/年，鲁南兖矿新增产能20万吨/年，宁夏睿源新增产能10万吨/年。另外，2019年上海华谊淘汰了10万吨醋酸乙酯装置。**目前醋酸乙酯行业总产能为415万吨，公司实际有效醋酸乙酯产能为30万吨/年，产能规模位于行业前列。**自2014年以来，国内醋酸乙酯产量随表观消费量变化，持续小幅震荡。目前国内醋酸乙酯供给过剩，开工率持续低于60%，我们预计短期内醋酸乙酯产能扩张程度有限。

图14：醋酸乙酯扩张速度缓慢，开工率维持低位



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表6：目前公司醋酸乙酯产能位居行业前列

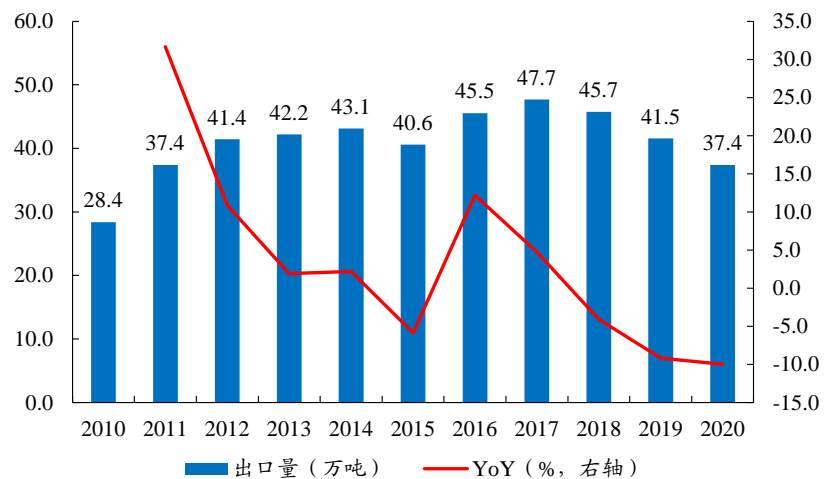
企业	产能 (万吨)	所在省份
泰兴金江	65	江苏省
鲁南兖矿	40	山东省
江苏索普	30	江苏省
中溶科技	30	河北省
南通联海	30	江苏省
河南顺达	27	河南省
江门谦信	25	广东省
安徽瑞柏	24	安徽省
安徽华谊	20	安徽省
山东金沂蒙	20	山东省
新天德	20	广西壮族自治区
连云港金茂源	15	江苏省
广西金源	10	广西壮族自治区
宁夏睿源	10	-
江阴百川	10	江苏省

企业	产能 (万吨)	所在省份
扬子乙酰	8	重庆市
广西力而安	5	广西壮族自治区
邢台茂新	3	河北省
孟州华兴	3	河南省
总计	415	

资料来源：卓创资讯、开源证券研究所

国内醋酸乙酯供给过剩。中国是世界上最大的醋酸乙酯生产国，根据卓创资讯数据，2019年国内醋酸乙酯产能达到381万吨，产量达181万吨，而表观消费量仅有140万吨，醋酸乙酯供给过剩，过剩产能主要往日本、中国台湾、印度尼西亚等东南亚及东北亚国家和地区出口。2013年以来我国醋酸乙酯出口量变化并不明显，2019年欧洲地区醋酸乙酯产能扩张，醋酸乙酯出口量有所减少。2019年醋酸乙酯出口量为41.54万吨，同比减少9.18%。

图15：2019年欧洲地区醋酸乙酯产能扩张，醋酸乙酯出口量有所减少

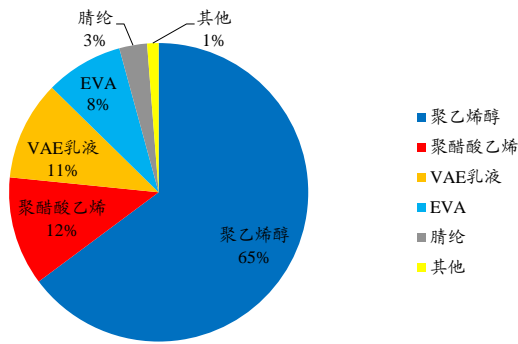


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

2.1.3、光伏玻璃密集待投，将刺激醋酸乙烯需求增长

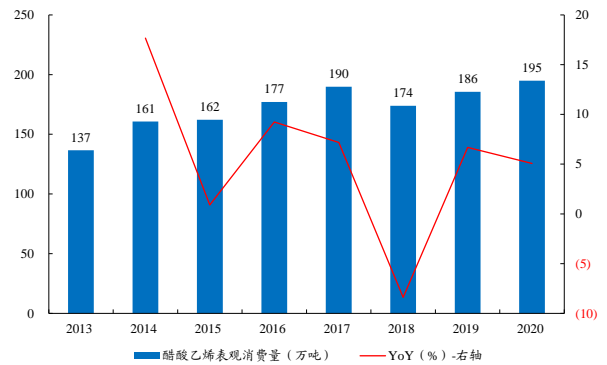
醋酸乙烯主要用于生产聚乙烯醇和EVA。醋酸乙烯 (VAc)，是饱和酸和不饱和醇的简单酯，可以通过自身聚合或与其它单体聚合，生成聚乙烯醇 (PVA)、醋酸乙烯-乙烯共聚物 (EVA) 等聚合物，得到的聚合物可用于粘接剂、纸张或织物的上胶剂、油漆、墨水、皮革加工、乳化剂、水溶性膜以及土壤改良剂等，在化工、纺织、轻工、造纸、建筑以及汽车等领域具有广泛的应用。根据卓创资讯数据，65%的醋酸乙烯用于生产聚乙烯醇，12%的醋酸乙烯用于生产聚醋酸乙烯。聚乙烯醇和聚醋酸乙烯下游消费产品为聚合助剂、织物浆料、胶粘剂等，而VEA乳液和EVA主要用于生产胶粘剂、涂料等。

图16: 醋酸乙烯下游消费以聚乙烯醇为主



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

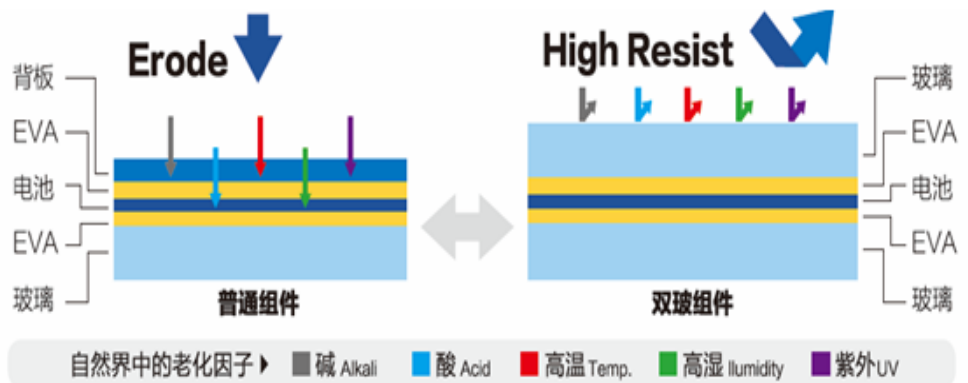
图17: 醋酸乙烯表观消费量 2013 年来稳中有升



数据来源: Wind、开源证券研究所

EVA 可用作光伏电池封装胶膜。根据全球新能源网, EVA 由乙烯和醋酸乙烯(VA)两种单体经共聚反应而得, 其中 VA 的质量分数在 5%-40%, 由于其良好的性能, 产品被广泛用于发泡材料、功能棚膜、包装膜、注塑吹塑制品、调和剂以及粘合剂、电线电缆, 光伏电池封装胶膜以及热熔胶等领域。2020 年为光伏补贴的最后一年, 许多国内的头部组件厂商纷纷宣布扩产, 且随着光伏组件尺寸多样化, 双面双玻组件的渗透率大幅提升, 光伏组件需求超预期增长, 刺激 EVA 需求增长。根据卓创资讯数据, 2021 年将有 80 万吨 EVA 产能投产。根据我们测算, 80 万吨 EVA 产能增长, 将带动每年 14.4 万吨醋酸乙烯需求增长, 从而带动每年 10.37 万吨醋酸需求增长。

图18: EVA 可用作光伏电池封装胶膜



资料来源: 中国幕墙网

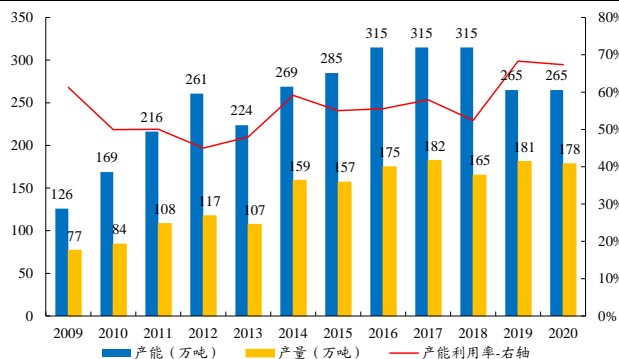
表7: 2021 年将有 80 万吨 EVA 产能投产

企业	工艺路线	投产时间	产能 (万吨)	所在省份
延长中煤榆能化	聚合工艺	2021/3/31	30	陕西省
古雷石化	聚合工艺	2021/12/30	30	福建省
中化泉州	聚合工艺	2021/3/31	10	福建省
中科(广东)炼化公司	聚合工艺	2021/3/31	10	广东省
总计			80	

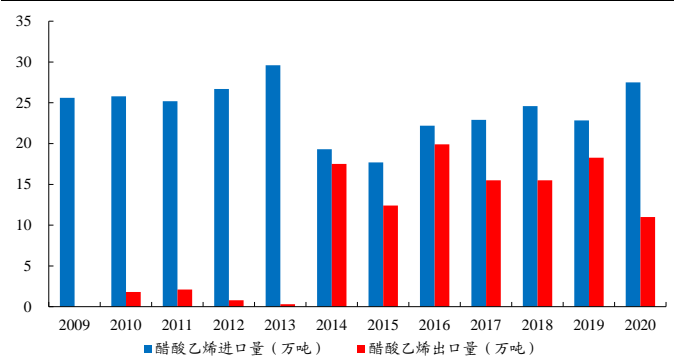
资料来源: 卓创资讯、开源证券研究所

醋酸乙烯产能扩张放缓。根据中国石化报，世界醋酸乙烯超 60%产能集中在亚洲地区，而中国醋酸乙烯产能占世界总产能的 40%左右，是全球第一大醋酸乙烯生产国家。国际上醋酸乙烯生产分为乙炔法和乙烯法，相较于乙炔法，乙烯法具有经济环保，产品纯度高等特点。由于我国化工行业能源动力主要依靠煤炭，所以目前醋酸乙烯生产以乙炔法为主，产品较为低端。国内醋酸乙烯产能在 2013-2016 年期间有明显扩张，而在 2016-2018 年间维持不变。受到国内产能产量变化的影响，自 2013 年国内产能扩张后，醋酸乙烯产能逐渐过剩，我国醋酸乙烯进口产品逐渐被国产醋酸乙烯替代，醋酸乙烯出口量亦明显上升。2016 年蒙维二期装置投产之后，电石法装置产能扩增停滞，2016-2018 年中国醋酸乙烯产能维持稳定。2019 年中国醋酸乙烯行业仍呈现结构性过剩局面，电石乙炔法装置产能过剩，行业集中度较高。2019 年乙烯价格低位，乙烯法醋酸乙烯成本低于电石乙炔法成本，加上 EVA 产能释放对乙烯法醋酸乙烯需求持续增加，北京东方长期停车的 9 万吨/年装置重启。据卓创资讯数据，2020 年，中国醋酸乙烯产能 265 万吨/年，同比持平。

我国醋酸乙烯总体产能过剩，高端产品仍需进口。目前我国醋酸乙烯供给大于需求，整体产能过剩，多余产量依靠出口消耗。自 2014 年醋酸乙烯产能扩张后，我国醋酸乙烯出口量明显增加，部分进口产品也被国内产能替代。另外，我国出口产品以低端产品为主，而进口产品以高端产品为主。目前我国醋酸乙烯高端产品仍需依靠进口，醋酸乙烯产业在高端产品市场仍有发展空间。

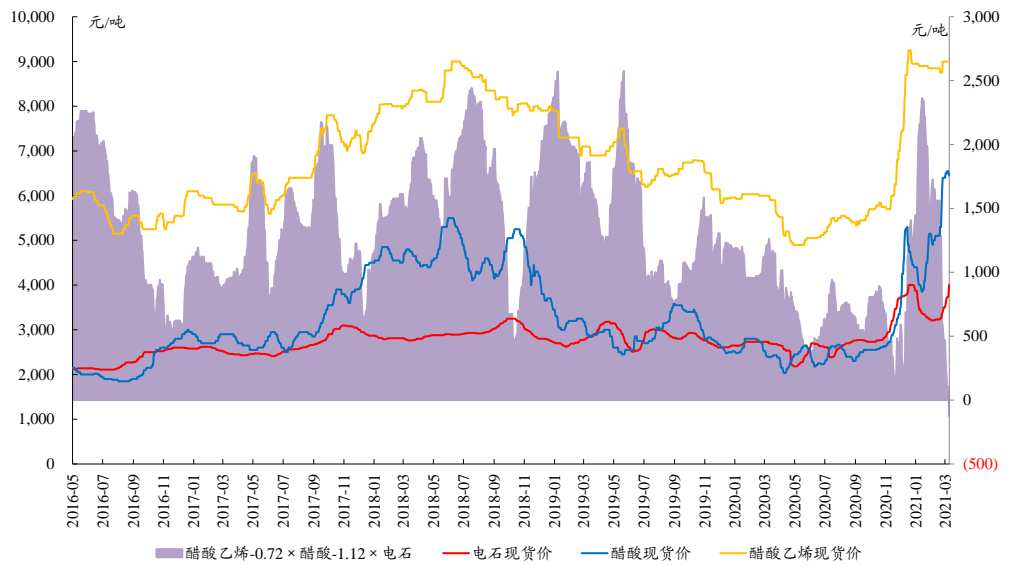
图19: 醋酸乙烯产能扩张放缓


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图20: 2020年受疫情影响，醋酸乙烯出口有所减少


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图21: 2021年以来醋酸价格高位, 支撑醋酸乙烯价格上涨

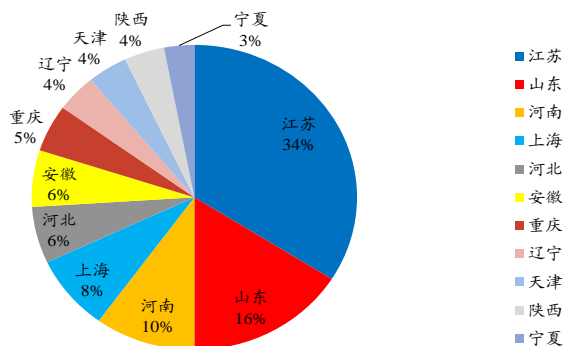


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、未来醋酸或将处于供需紧平衡状态

醋酸生产大多集中在华东地区。根据卓创资讯, 醋酸产能区域分布中, 江苏和山东分别占 34%和 16%。除此之外华中, 华北等地也有一定占比。醋酸产能相对集中, 龙头企业规模优势明显。产能在 100 万吨以上的江苏索普、塞拉尼斯和兖州国泰三家企业产能占比达 39%左右。另外除了华谊集团产能 120 万吨以外, 其余厂商产能均不超过 50 万吨。

图22: 醋酸产能集中在江苏和山东地区

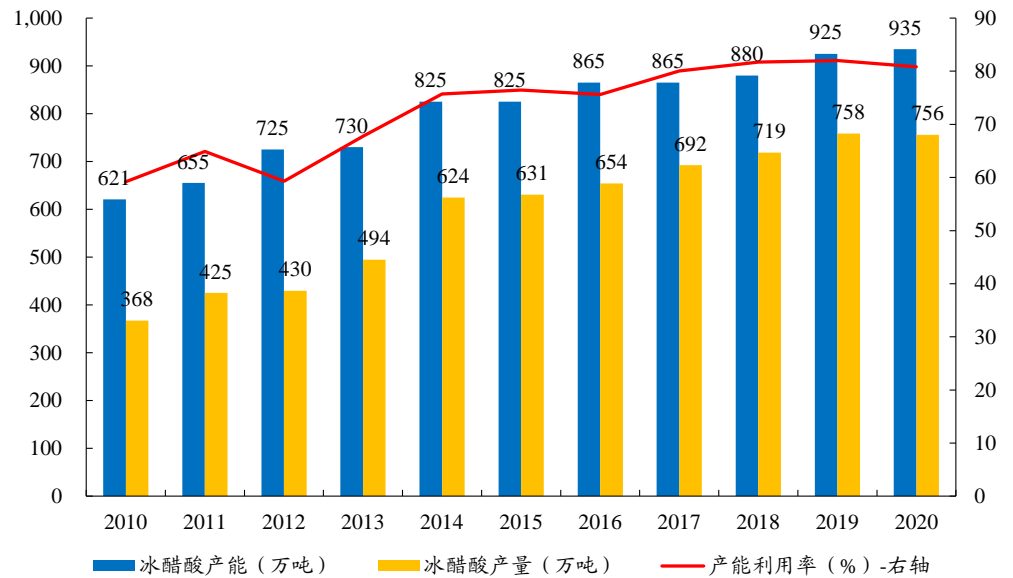


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

醋酸行业开工率已达历史高点。根据卓创资讯数据, 目前国内醋酸名义总产能达 935 万吨。但江苏索普一套 20 万吨/年装置因造气产能不足, 合成气供应不足未开启; 义马气化 25 万吨装置 2019 年发生爆炸, 至今未重启。目前醋酸行业实际有效产能为 890 万吨。2010 年以来, 醋酸产量连年增长, 2020 年国内醋酸产量为 755.89 万吨, 同比增长 1.08%。醋酸行业开工率自 2016 年连年上升, 2018 年-2020 年醋酸行业开工率分别为 81.69%、82.00%和 80.84%, 醋酸行业开工率已长期高位。国内外大部分醋酸装置年限较大, 故障相对频发, 国内仅恒力石化 35 万吨新装置从开工至

2020年11月未曾检修。2018年由于醋酸海外装置遭遇不可抗力，叠加彼时化工行业高景气，根据Wind数据，醋酸价格一度上涨至5,500元/吨。我们预计醋酸装置频繁检修、醋酸供给紧张或成为未来常态，有望支撑未来醋酸价格进一步上涨。

图23: 2019年醋酸行业开工率已达历史新高



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表8: 目前国内醋酸产能合计 935 万吨

企业	产能 (万吨)
江苏索普	140
塞拉尼斯	120
鲁南兖矿	100
上海华谊	70
华鲁恒升	50
安徽华谊	50
扬子石化 BP	50
建滔焦化	50
永城龙宇	50
扬子乙酰	45
河南顺达	45
延长石油	40
恒力石化	35
天津渤化永利	35
中石化长城能源	30
义马气化	25
合计	935

数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

注：江苏索普一套20万吨/年装置因造气产能不足，合成气供应不足未开启；义马气化25万吨装置因爆炸至今未开启。

表9: 2019年醋酸装置频发故障检修

工厂(全称)	2019年产能(万吨)	2019年装置动态
天津碱厂	35	3月8日-4月1日故障停车;7月26日半负荷生产,预计持续半个月;8月18日晚故障停车后五成开工半个月;10月13日开始降负荷运行,恢复后,10月28日故障停车,10月30日恢复;
河北忠信化工有限公司/河北英都气 化有限公司	50	3月28日-4月15日检修;5月2日-5月3日故障;6月20日故障2天;8月15日晚故障临时停车,8月27日重启;
江苏索普(集团)有限公司	140	4月有降负荷情况;5月底-6月中检修停车;时常有故障停车;6月三期装置前期故障停车;8月27日晚,2、3期醋酸装置故障停车;10月29日故障降负;11月22日故障停车
安徽华谊	50	8月15日醋酸装置检修
上海吴径化工有限公司	70	4月12日-5月7日25万吨检修;5月24日-6月20日45万吨检修
塞拉尼斯(南京)化工有限公司	120	12月-1月10日检修;后期持续5-8成负荷开车
BP南京	50	3月15日-5月2日检修
兖矿国泰化工有限公司	100	4月9日-4月29日检修;
山东华鲁恒升集团有限公司	50	8月19日故障
河南顺达化工科技有限公司	45	2月26日-3月6日检修
河南义马气化厂	20	5月17日-5月27日检修;7月19日爆炸事故目前尚未开车
河南龙宇	50	1月23日故障短停2天;7月11日装置停车检修,8月底恢复;
国电英力特	30	3月21日-3月31日检修
延长石油	25	6月22日故障停车;8月8日故障停车;12月14日-12月17日停车
扬子江乙酰化工有限公司	45	1-2月检修;12月停车检修
恒力石化	35	从开工至2020年11月尚未检修,截至2020年11月,装置开工8-9成,有部分醋酸产品外销

资料来源:百川盈孚、开源证券研究所

表10: 2020年醋酸装置频繁故障检修

工厂	2020年产能(万吨)	2020年装置动态
天津碱厂	35	1月18日-2月2日换热器故障停车;7月16日-8月13日降负7成;8月25日-9月2日半负荷运行
河北忠信化工有限公司/河北英都气 化有限公司	50	1月1日-1月2日故障短停;2月11日-2月13日故障停车;2月26日-2月29日故障停车;5月10日-5月30日检修
江苏索普(集团)有限公司	140	3月15日-3月22日停车;4月20日-5月20日检修;7月1日-7月9日故障;9月17日-10月1日

工厂	2020年产能(万吨)	2020年装置动态
		故障短停
安徽华谊	50	8月31日-9月15日检修
上海吴径化工有限公司	70	5月24日-6月29日检修; 8月31日-9月15日检修
塞拉尼斯(南京)化工有限公司	120	3月23日-4月8日检修; 4月20日-5月5日检修; 7月16日-7月23日停车
BP 南京	50	6月7日-6月18日检修; 7月23日-7月30日因一氧化碳问题停车
兖矿国泰化工有限公司	100	3月13日-4月13日检修; 4月下旬两套装置轮番检修; 8月10日故障短停; 8月27日-9月3日因锅炉故障, 降负50%运行
山东华鲁恒升集团有限公司	50	8月6日-8月27日正常检修
河南顺达化工科技有限公司	45	1月1日-1月3日停车
河南义马气化厂	20	全面停车中
河南龙宇	50	2月5日-2月25日停车
国电英力特	30	6月24日-6月29日检修; 11月5日检修一周
延长石油	40	1月17日晚停车; 5月6日-6月18日检修;
扬子江乙酰化工有限公司	45	6月短停, 6月29日恢复正常
恒力石化	35	无检修

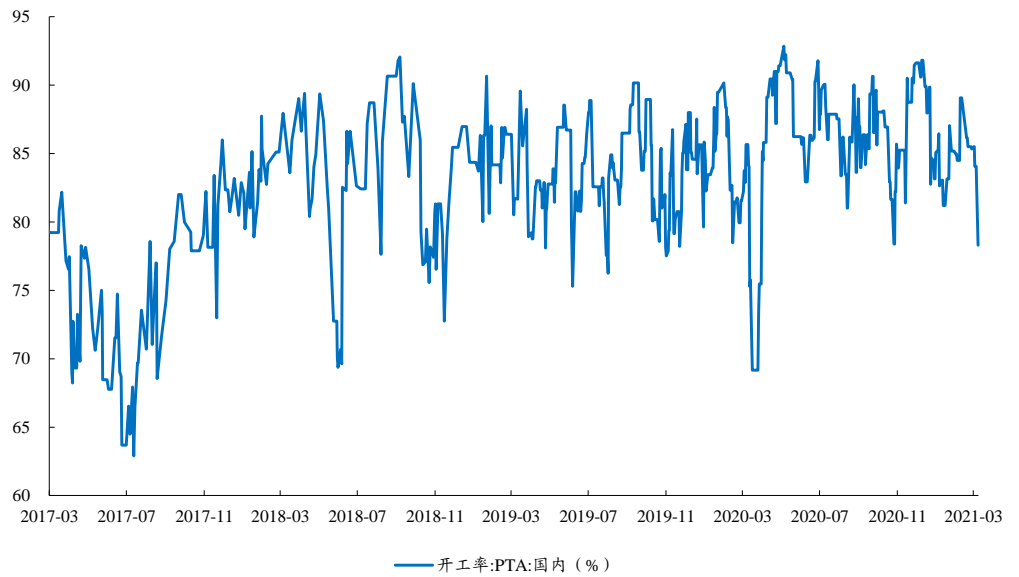
资料来源: 百川盈孚、开源证券研究所

表11: 2021年醋酸装置频繁故障检修

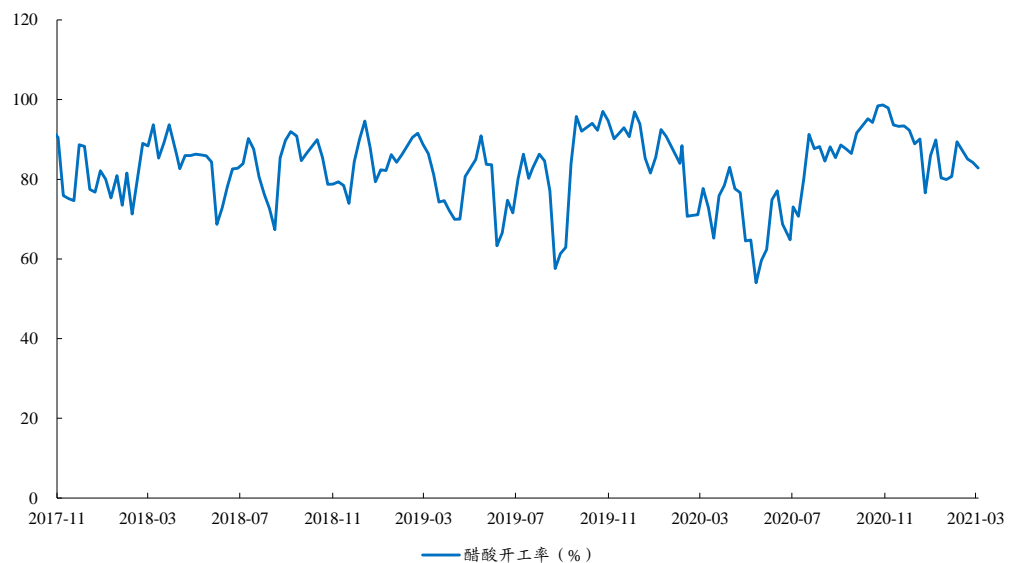
工厂	2021年产能(万吨)	2021年装置动态
河南顺达	40	装置停车
安徽华谊	50	2月15日停车, 重启后3月2日再次停车检修
塞拉尼斯(美国)	130	受德州寒潮影响停车
天津碱厂	35	3月1日停车检修

资料来源: 百川盈孚、开源证券研究所

2020年上半年醋酸需求疲弱, 多数醋酸装置彼时借机检修。受新冠疫情影响, 2020年醋酸下游产业复工时间推迟, 醋酸需求持续低迷。醋酸厂商在库存积压的情况下下调开工负荷, 叠加3-4月国内醋酸需求低迷, 醋酸生产装置集中停产检修, 根据百川盈孚数据, 2020年上半年醋酸开工率仅68.4%。随着国内经济持续复苏, 下游PTA开工率高企。根据Wind数据, 截至2021年3月8日, PTA行业开工率为78.31%。2020年Q3开始, 醋酸价格不断上涨, 醋酸行业开工率亦不断走高。截至2021年3月8日, 醋酸行业开工率为82.81%。

图24: 近期 PTA 开工率约 80%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图25: 目前醋酸行业开工率超过 80%


数据来源：Wind、开源证券研究所

未来醋酸或仍将处于供需紧平衡状态。新增产能方面：根据卓创资讯数据，华谊集团拟建50万吨/年与70万吨/年醋酸，预计分别于2021年5月与2021年12月底投产。若醋酸新增项目顺利投产，则2021年醋酸行业有效总产能将达到985万吨。考虑到新增醋酸产能尚需经历产能爬坡期，我们保守测算，2021年全年醋酸行业总产量为821.38万吨。

需求方面：2020年醋酸的表现观消费量为720.18万吨，考虑到2020年9月，独山能源220万吨PTA产能投产，2021年将有1,930万吨PTA产能投产，保守预计，

将带动全年醋酸需求 45.2 万吨。2021 年有 80 万吨 EVA 产能投产，预计将带动醋酸需求 5.19 万吨，根据我们测算，2021 年国内醋酸的表观消费量保守估计或将达到 770.57 万吨。醋酸行业或将处于供需紧平衡格局。

表12: 受益于 PTA 新产能投产, 2021 年醋酸需求有望继续增长

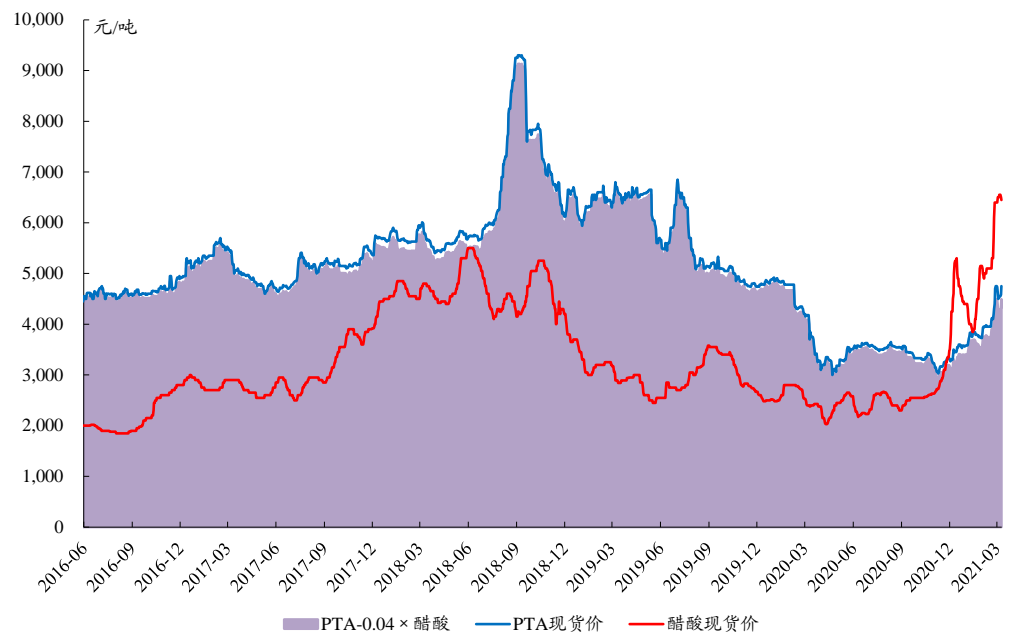
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 E
行业产能 (万吨)	865	865	880	925	935	985
产量 (万吨)	654	692	719	758	756	821
表观消费量 (万吨)	639	652	656	696	720	771
开工率 (%)	76	80	82	82	81	83
进口量 (万吨)	8.69	1.58	1.43	0.62	5.77	3.62
出口量 (万吨)	24.02	45.73	70.97	63.82	39.98	54.42

数据来源: Wind、卓创资讯、开源证券研究所

2.3、醋酸在 PTA 成本构成中占比较低

PTA 对醋酸价格上涨并不敏感。醋酸下游消费主要为 PTA，1 吨 PTA 仅需 0.04 吨醋酸。按 PTA 加工费 500 元/吨、含税完全成本 3,500 元/吨计，即使醋酸含税价格上涨至 6,000 元/吨，醋酸也仅占 PTA 总成本的 6.86%。因此醋酸价格上涨对下游 PTA 生产的影响有限，为醋酸价格上涨提供了充足空间。

图26: 醋酸占 PTA 成本比例较小



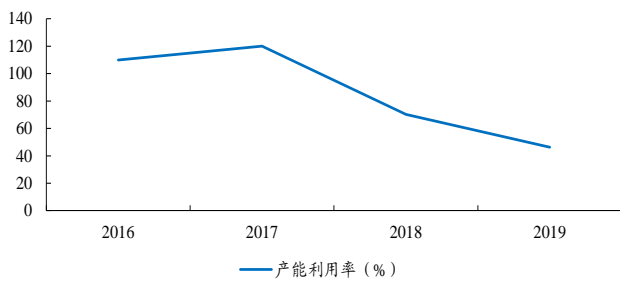
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、ADC 发泡剂业务营收持续缩水，对公司影响十分有限

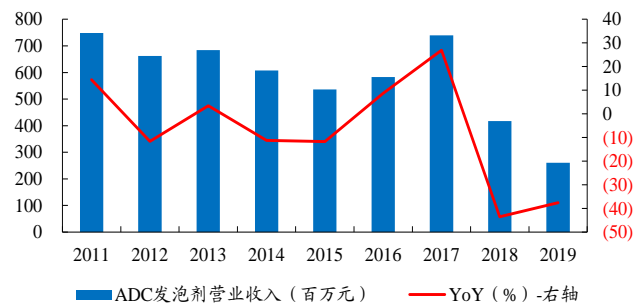
ADC 发泡剂属于有机类分解型发泡剂，是一种重要的合成材料加工助剂。它广泛运用于聚氯乙烯、聚乙烯合成，及天然橡胶材料的发泡加工。我国发泡剂下游产业在制革业、制鞋业、建筑材料业和橡胶保温材料。

ADC 发泡剂需求体量小，产能过剩，激烈的竞争导致利润空间减少。ADC 发泡剂在国内需求体量较小，截至 2019 年年需求量仅有 30 万吨左右。同时 2008-2013 年我国 ADC 发泡剂产能快速上升，超过需求的上升速度，造成产能过剩。ADC 发泡剂的主要生产商有江西世龙实业股份有限公司，宁夏日盛事业有限公司和江苏索普化工股份有限公司等，生厂商之间产品相近，工艺差别较小，行业进入壁垒较低，因此行业内部多家公司竞争激烈。饱和的供给市场导致 ADC 发泡剂从 2011 年开始价格不断下跌。

公司 ADC 发泡剂业务盈利承压，但对公司影响有限。公司 ADC 发泡剂业务营业收入从 2011 年以来整体呈下降趋势，2018 年开始大幅缩水。公司目前有 4 万吨 ADC 发泡剂产能，但是产能利用率连续两年大幅下跌，至 2019 年产能利用率仅有 46.25%，下游需求缩小。公司 2019 年醋酸及衍生品业务并表后，ADC 发泡剂营业收入占比较低。2020 前三季度公司 ADC 业务营收仅占公司总营收 7.08%，随着未来醋酸装置正常达产，ADC 发泡剂业务营收占比将持续减小，对公司整体营收的影响十分有限。

图27: 公司 ADC 发泡剂产能利用率连续两年下跌


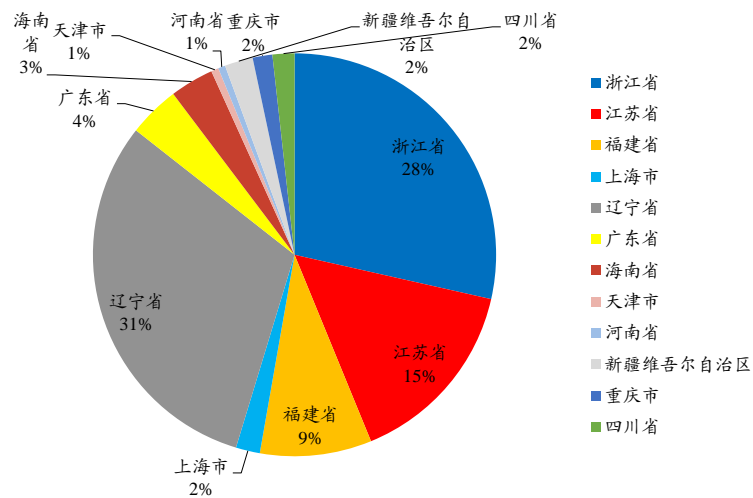
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28: ADC 发泡剂营业收入 2017 年开始大幅缩水


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、公司作为醋酸龙头企业拥有规模、地域等核心竞争力优势

公司生产具有规模化优势，且毗邻下游炼厂客户，终端产品运输成本较低。根据卓创资讯数据，目前醋酸行业有效产能为 890 万吨，公司醋酸目前实际产能为 120 万吨，为醋酸行业的龙头企业，生产具有较强的规模化优势，醋酸生产成本较低。另外，目前我国 PTA 54.7%的产能集中于华东地区，其中浙江产能占比 28.5%，江苏 15.3%，福建 9.0%，上海 1.9%。公司地处江苏省镇江市，厂区靠近码头，公司醋酸产品通过水运运往下游炼厂客户，运输成本具有较大优势。根据我们测算，以公司醋酸销量 120 万吨计，醋酸税前价格每上涨 100 元/吨，将增厚公司归母净利润 9,027 万元。

图29: PTA 产能主要集中在华东地区


数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测做出如下假设:

醋酸业务: 2021 年下游 PTA 投产, 带动醋酸需求增长, 供给端, 仅华谊集团 50 万吨醋酸新产能投产, 供需错配, 我们假设 2021 年、2022 年的醋酸税前均价分别为 4,500 元/吨、4,000 元/吨;

表13: 我们中性预计 2021 年醋酸完全成本为 1,950 元/吨

产品	指标(单位)	2019E	2020E	2021E	2022E
醋酸	销售均价(元/吨)	2,737	2,700	4,500	4,000
	税后均价(元/吨)	2,401	2,389	3,982	3,540
	成本(元/吨)	1,750	1,750	1,750	1,700
	完全成本(元/吨)	1,950	1,950	1,950	1,900
	毛利率(%)	27.11%	26.76%	56.06%	51.98%
	产能(万吨)	120.00	120.00	120.00	120.00
	销量(万吨)	105.00	105.00	120.00	130.00
	营业收入(亿元)	25.21	25.09	47.79	46.02
	营业成本(亿元)	18.38	18.38	21.00	22.10
	吨净利(元)	338	330	1,524	1,230
	净利润(亿元)	3.55	3.46	18.29	15.99

数据来源: Wind、开源证券研究所

随着下游 PTA 未来大幅扩产, 2021 年醋酸新增产能较好, 我们看好醋酸行业 2021 年处于供需紧平衡的行业格局。我们坚定看好公司作为醋酸龙头, 有望在未来醋酸景气上行时充分受益。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.32、14.26、12.13 亿元, EPS 分别为 0.22、1.36、1.16 元/股, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 48.87、7.94、9.35。受益于醋酸价格大幅上涨, 我们预计公司 2020-2022 年 PE 均显著低于可比公司, 目前公司估值较低, 首次覆盖给予“买入”评级。

表14: 我们预计公司 2021 年 PE 将显著低于可比公司

证券代码	证券简称	2021/3/10 收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				PB (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600426.SH	华鲁恒升	36.86	-18.76	-20.55	47.19	22.54	24.44	30.76	20.90	17.06	4.21	3.84	3.30	2.81
000830.SZ	鲁西化工	14.49	-44.86	-48.88	98.18	36.78	9.10	31.91	16.10	11.77	1.49	2.40	1.98	1.76
600691.SH	阳煤化工	2.64	-507.13	102.48	3,115.38	28.71	-9.52	480.00	15.01	11.66	0.87	1.16	1.07	0.99
	平均						8.01	180.89	17.34	13.50	2.19	2.47	2.12	1.85
600746.SH	江苏索普	10.81	-257.32	-4,213.79	515.12	-15.00	-2,010.34	48.87	7.94	9.35	4.65	4.24	2.79	2.17

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 除华鲁恒升、江苏索普外, 其他公司盈利预测和估值采用 Wind 一致预期

6、风险提示

宏观经济下行、原油价格大幅下跌、环保及安全生产风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	334	815	3026	3252	3643
现金	76	147	858	1536	1483
应收票据及应收账款	53	74	540	559	503
其他应收款	0	0	2	2	2
预付账款	6	102	422	516	390
存货	33	270	982	419	1045
其他流动资产	168	221	221	221	221
非流动资产	196	2762	5254	7811	7186
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	131	2164	4403	6739	6217
无形资产	0	202	238	282	335
其他非流动资产	65	396	613	789	634
资产总计	530	3577	8280	11063	10829
流动负债	55	1007	5428	6826	5420
短期借款	0	15	2353	5404	2150
应付票据及应付账款	39	168	686	269	729
其他流动负债	16	824	2389	1152	2542
非流动负债	6	132	132	132	132
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	132	132	132	132
负债合计	60	1139	5560	6958	5552
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	306	998	1048	1048	1048
资本公积	62	1304	1304	1304	1304
留存收益	101	96	271	1435	2517
归属母公司股东权益	470	2438	2720	4106	5277
负债和股东权益	530	3577	8280	11063	10829

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-22	31	1120	801	3265
净利润	4	-6	232	1426	1213
折旧摊销	19	44	204	355	434
财务费用	1	1	72	231	220
投资损失	-8	-8	-7	-8	-8
营运资金变动	-38	4	619	-1203	1406
其他经营现金流	1	-4	-0	-0	-0
投资活动现金流	-88	28	-2690	-2903	198
资本支出	8	50	2492	2557	-625
长期投资	-103	20	0	0	0
其他投资现金流	-183	98	-197	-347	-426
筹资活动现金流	-37	8	-58	-271	-261
短期借款	0	15	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	692	50	0	0
资本公积增加	0	1242	0	0	0
其他筹资现金流	-37	-1941	-108	-271	-261
现金净增加额	-148	67	-1627	-2374	3202

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	474	591	2871	5139	4962
营业成本	441	536	2217	2479	2589
营业税金及附加	4	5	22	39	38
营业费用	13	16	76	128	124
管理费用	20	25	115	217	208
研发费用	0	27	57	84	101
财务费用	1	1	72	231	220
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	8	7	8	8
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4	-9	318	1968	1690
营业外收入	0	0	1	0	1
营业外支出	0	1	0	1	1
利润总额	4	-10	319	1968	1690
所得税	1	-4	87	541	478
净利润	4	-6	232	1426	1213
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	4	-6	232	1426	1213
EBITDA	21	31	579	2522	2308
EPS(元)	0.00	-0.01	0.22	1.36	1.16

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-39.0	24.5	386.1	79.0	-3.4
营业利润(%)	-95.8	-315.6	3609.2	518.6	-14.1
归属于母公司净利润(%)	-95.2	-257.3	-4213.8	515.1	-15.0
获利能力					
毛利率(%)	7.0	9.2	22.8	51.8	47.8
净利率(%)	0.8	-1.0	8.1	27.8	24.4
ROE(%)	0.8	-0.2	8.7	35.2	23.2
ROIC(%)	0.4	-0.3	5.3	16.4	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	11.4	31.8	67.2	62.9	51.3
净负债比率(%)	-15.2	0.9	60.4	98.3	15.0
流动比率	6.1	0.8	0.6	0.5	0.7
速动比率	2.4	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.3	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	12.1	9.3	9.3	9.3	9.3
应付账款周转率	5.7	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.00	-0.01	0.22	1.36	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.03	1.07	0.76	3.11
每股净资产(最新摊薄)	0.45	2.33	2.55	3.87	4.99
估值比率					
P/E	3162.7	-2010.3	48.9	7.9	9.3
P/B	24.1	4.6	4.2	2.8	2.2
EV/EBITDA	548.1	364.2	22.2	6.0	5.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn