

醋酸持续高景气，龙头巩固行业优势 ——江苏索普（600742. SH）

证券分析师：杨林 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002
证券分析师：龚诚 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001
证券分析师：薛聪 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001
证券分析师：刘子栋 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

日期：2020.4.21

投资摘要



估值与投资建议

我们认为公司作为国内醋酸行业龙头企业，相关技术积累深厚，在行业内具有较强的优势。募投项目投产之后，公司煤气化成本进一步降低，同时关键原材料CO和甲醇的自给率提升，醋酸的生产成本将进一步降低。目前醋酸行业处于景气高位，供需格局持续改善，未来2年新增产能较少，高景气状态有望持续，行业整体盈利状态将大幅好转。

我们预计公司2021-2023年归母净利润2.45/14.47/13.93亿元，同比4440/491/-4%，摊薄EPS为0.25/1.45/1.40元，对应PE为58.3/9.9/10.2倍。结合绝对估值和相对估值，我们认为2021年13-15倍动态PE为合理参考估值，对应公司的目标股价区间为18.85-21.75元/股。根据业绩弹性测算，醋酸年度均价每上涨100元/吨，年度满产状态下，将增厚公司业绩0.8亿元，我们首次覆盖公司，给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

- 1、下游PTA行业进入新一轮扩产周期，未来3年国内新增醋酸供给较少，行业供需格局长期紧张，醋酸有望持续保持高景气。
- 2、公司募投项目将提升合成气产量，提高原材料自给率，有利于降低醋酸综合生产成本，巩固行业领先优势。

与市场差异之处

- 1、市场对醋酸行业景气度持续性预期不足。本轮醋酸行业持续高景气，主要是因为下游需求随着PTA进入扩产周期导致增长较快，同时未来2年新增产能较少，醋酸高景气状态有望持续。
- 2、醋酸资产注入上市公司后，公司是目前国内醋酸行业龙头企业，市场对此研究不足。2019年末醋酸资产注入上市公司，2020年受到疫情影响，醋酸行业上半年盈利性一般，下半年才价格价差持续上行，因此市场对公司的关注度以及研究程度不够。

股价变化的催化因素

- 1、油价中枢持续上行，会推动化工品PPI持续上行。公司通过煤化工路线制备醋酸，油价上行利好行业整体盈利能力改善。
- 2、下游PTA行业持续扩产，对醋酸行业需求增速影响较大。国内PTA进入新一轮产能扩张阶段，聚酯化纤行业景气度较高，会带动PTA需求，最终提升醋酸的需求。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一、原材料价格波动的风险。当原材料价格大幅波动时，如果产品价格没有及时向下游传导，将对公司盈利状况影响较大。
- 二、醋酸行业需求不及预期的风险。目前行业景气度处于高位，如果整体需求低于预期，最终醋酸行业景气度将回落到正常水平。
- 三、行业扩产速度超出预期的风险。如果现有装置继续加大开工率，减少检修时间，以及在建装置加快建设进度，提前释放产能，将使得醋酸行业景气度受到较大影响，最终回落到正常水平。
- 四、盈利假设过于乐观的风险。一旦行业景气度快速回落，醋酸产品的年度均价有可能低于我们当前的预测值，最终使得我们的盈利预测与实际业绩差距较大。

1、基本情况-公司简介

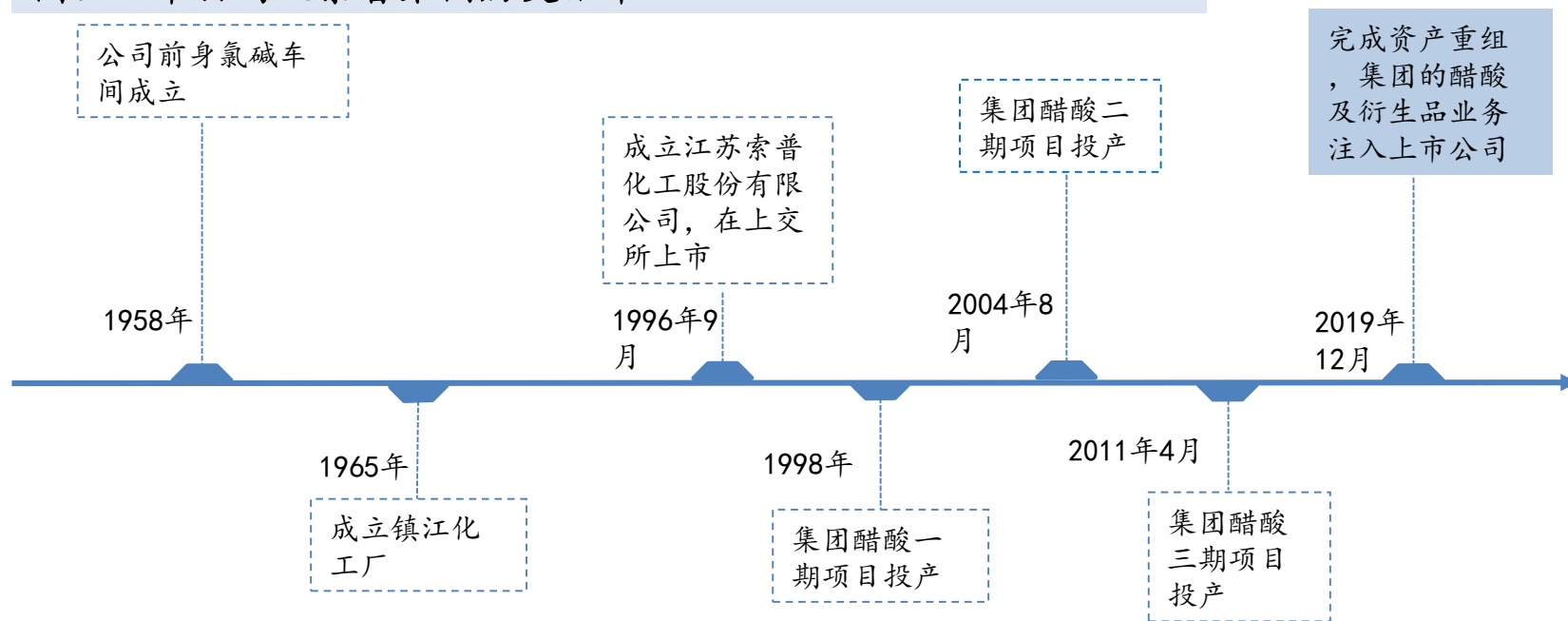


江苏索普化工股份有限公司成立于1996年，位于江苏省镇江市。主要从事化工原料及产品制造、销售，目前拥有煤化工、精细化工、基础化工三条化工产业链，以醋酸产品为核心的煤化工产业链拥有120万吨/年的醋酸产能，是江苏索普（集团）有限公司的控股子公司。

公司在2019年之前主要从事ADC发泡剂业务，2019年12月江苏索普完成重大资产重组，控股股东索普集团的醋酸及衍生品业务并入上市公司，公司业务重心由原来的ADC发泡剂产品转向醋酸系列产品。

索普集团是国内首家打通煤炭—甲醇—醋酸羰基化路线的现代煤化工企业，打破了对国外醋酸的长期依赖，并牵头编制了《工业用冰乙酸》国家标准，拥有国家级博士后工作站、江苏省煤制乙醇工程技术研究中心、江苏省企业技术中心，资产重组之后有效拓展优化了江苏索普的业务结构，为上市公司长远可持续发展注入动力。

图：上市公司及索普集团历史沿革

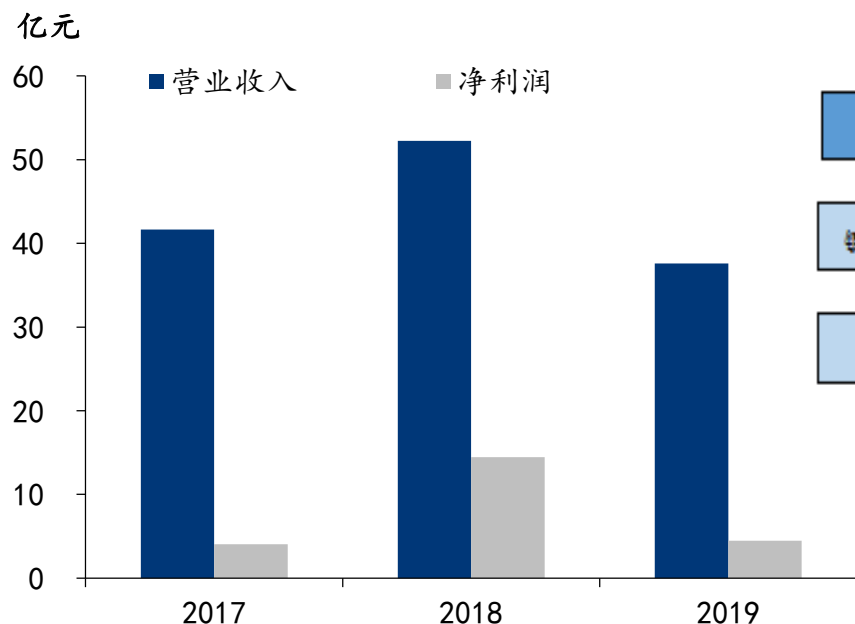


1、基本情况-资产重组

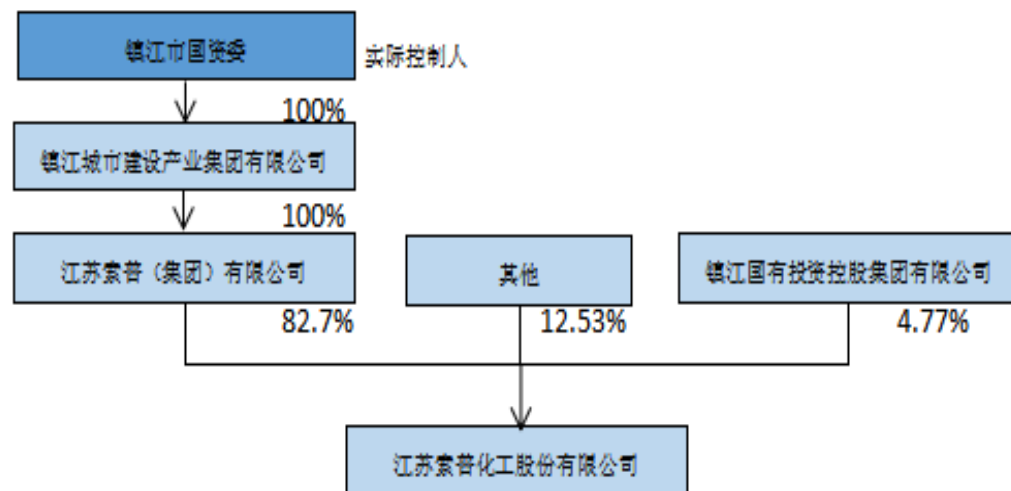
2019年12月，公司完成重大资产重组，注入醋酸及衍生品和硫酸资产，基本面反转。目前公司化工产品年产能包括50万吨甲醇（自用生产醋酸）、120万吨醋酸、30万吨醋酸乙酯、30万吨硫酸、4万吨ADC发泡剂，其中醋酸产能约占国内市场的13%，全球市场的7%。

江苏索普目前总股本10.48亿元，其中控股股东江苏索普（集团）有限公司持股8.67亿股，占比82.70%，实际控制人为镇江市人民政府国有资产监督管理委员会，股本结构稳定。

图：2019年置入醋酸资产的收入净利情况



图：资产注入后，公司的股权结构



1、基本情况-主营产品

表：公司主要产品产能及产销情况（万吨）

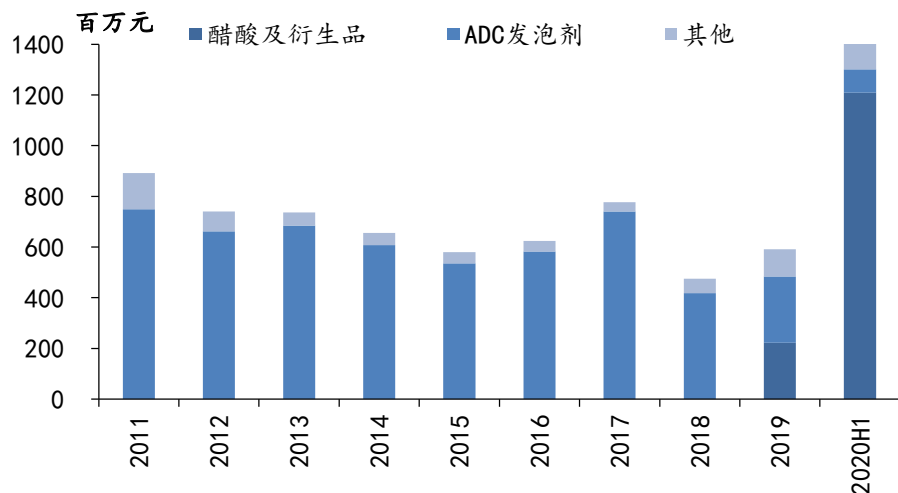
产品品类	产能	2020年1-9月 产量	2020年1-9月 销量	产能利用率	下游应用
醋酸	120	73.74	63.41	82%	醋酸乙烯、PTA、醋酸乙酯、双乙烯酮、醋酐、醋酸丁酯等
醋酸乙酯	30	14.69	14.84	65%	油墨包装、胶黏剂、医药、油漆等
硫酸	30	19.96	20.15	89%	无机化肥、有色冶炼、石油化工等
ADC发泡剂	4	1.15	1.11	38%	PVC、PE、PP、橡胶等材料的发泡

● 注入资产后，醋酸及衍生品成为公司绝对主营业务

2019年集团将醋酸资产注入上市公司，公司主营业务从之前的ADC发泡剂转型为醋酸及衍生品，并且凭借120万吨的醋酸产能，成为国内醋酸行业龙头企业。

2020年前三季度，公司实现营业收入25.21亿元，其中醋酸销售63.41万吨、醋酸乙酯销售14.84万吨，醋酸及衍生品业务的销售收入达到20.47亿元，占据公司营业收入的绝对比例。

表：公司分产品营收变化情况



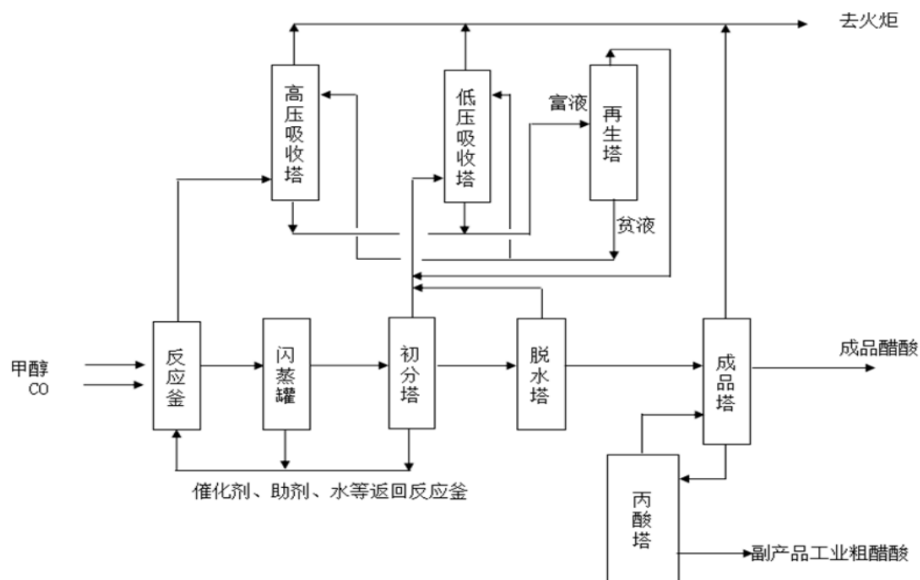
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

1、基本情况-主营产品

三条产业链：

- 以醋酸为核心的煤化工产业链——拥有50万吨甲醇（醋酸自用）、120万吨醋酸、30万吨醋酸乙酯的年产能；
- 以ADC发泡剂为核心的精细化工产业链——拥有4万吨ADC发泡剂的年产能；
- 以硫酸为核心的基础化工产业链——拥有30万吨硫磺制酸的年产能。醋酸、ADC发泡剂等主要产品生产规模与质量在国内名列前茅，龙头地位稳定。

图：醋酸生产流程



表：主要产品产能及利用率

主要项目	设计产能	产能利用率
醋酸	120万吨	88.06%
醋酸乙酯	30万吨	68.26%
硫酸	30万吨	99%
ADC发泡剂	4万吨	46.25%

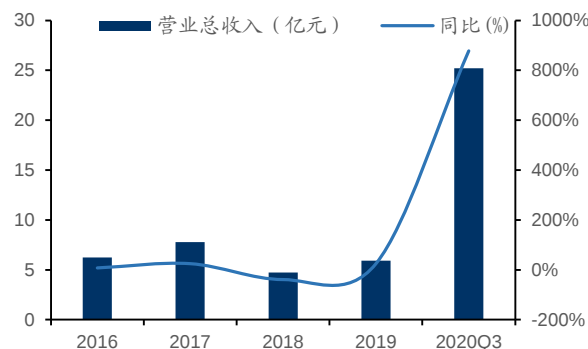
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1、基本情况-财务分析

● 资产重组后，公司财务状况明显改善

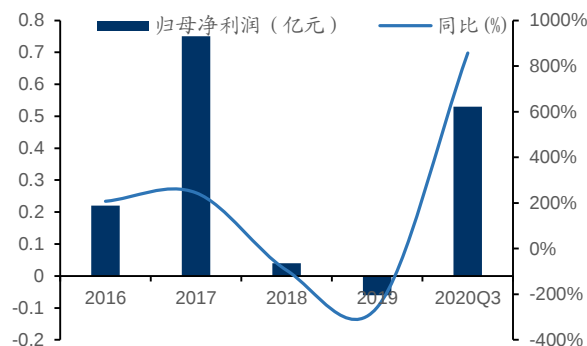
资产重组之前，公司传统ADC发泡剂业务盈利状况波动较大，且成长性较差，现金流压力较大。集团的醋酸优质资产注入上市公司后，经营状况明显改善，盈利能力回升、各项现金流也恢复较好水平。

图：近年营收及同比增速情况



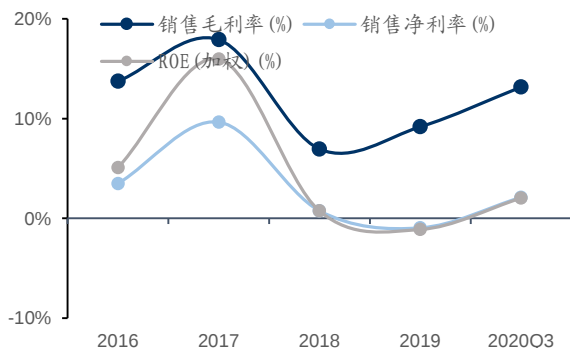
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近年利润及同比增速情况



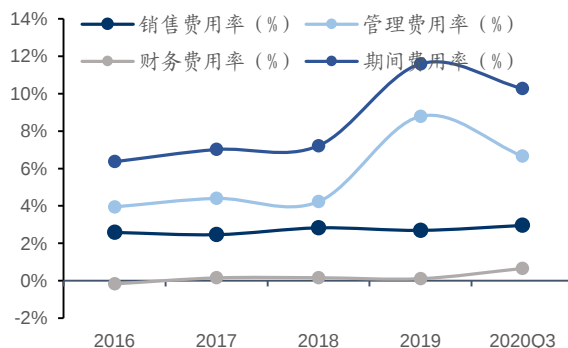
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近年盈利能力变化情况



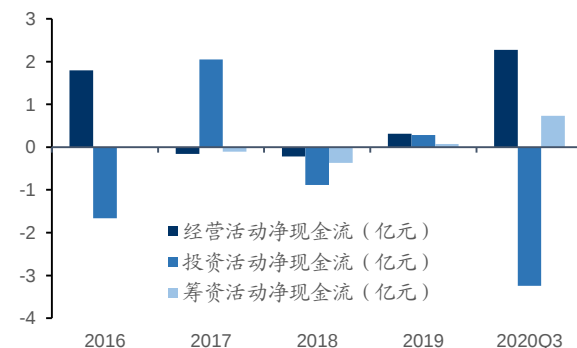
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近年费用率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

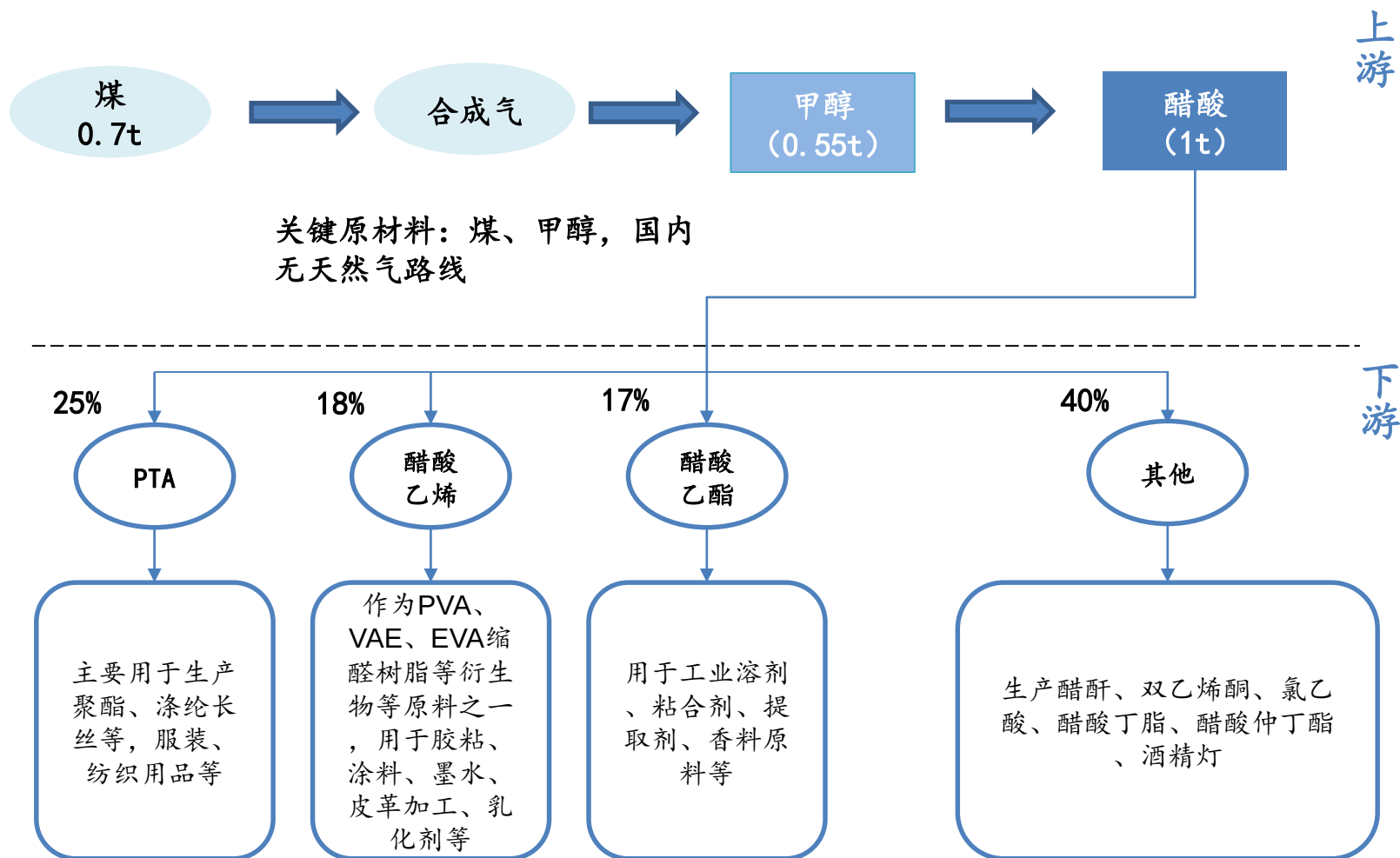
图：近年现金流变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1、核心产品景气度分析——醋酸

图：醋酸产业链梳理



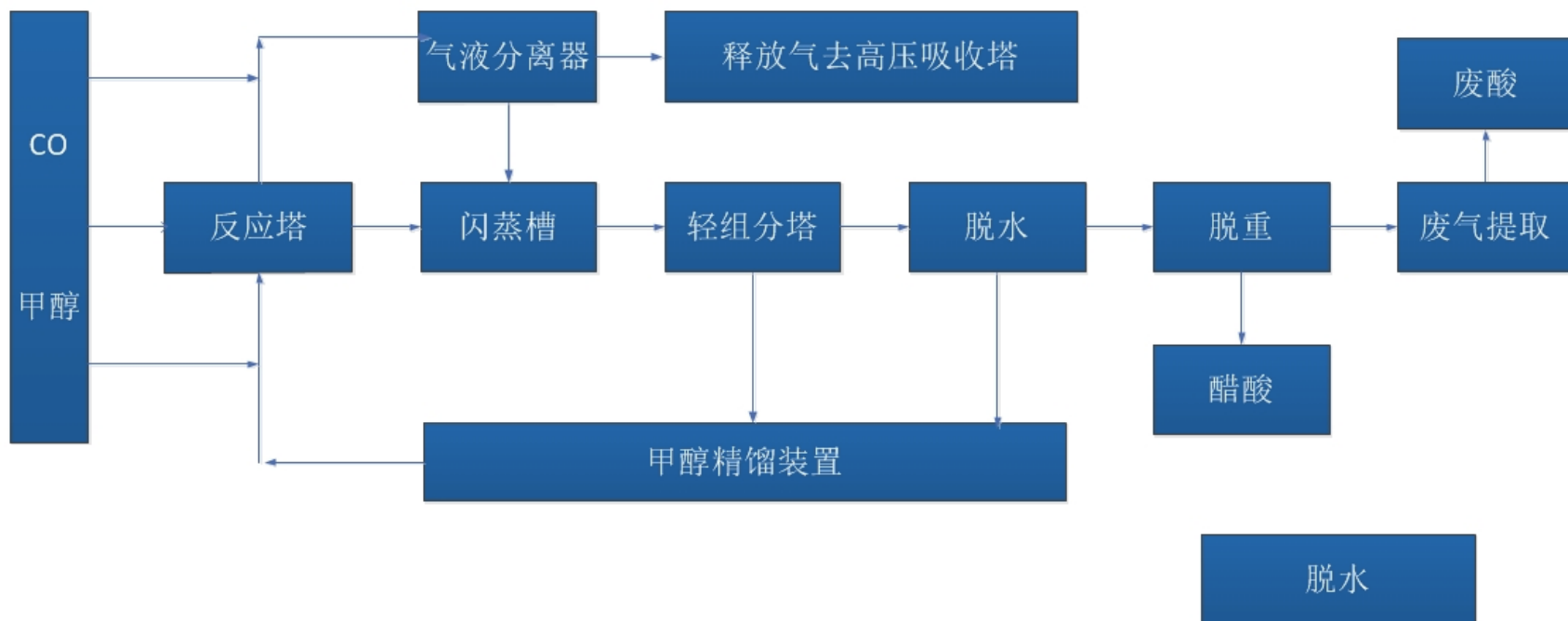
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

2.1、核心产品景气度分析——醋酸

工业上生产醋酸的方法主要有3种，乙醛法、丁烷或轻油氧化法、甲醇羰基化法。其中甲醇羰基化法最为主流，该工艺以甲醇为原材料，生产醋酸的选择性高达99%以上，副产物很少。目前新建装置，大多采用甲醇低压羰基化法。

公司的醋酸工艺国内领先，其10万吨/年的醋酸装置是国内第一套以天然气为原料、采用国内西南院技术的甲醇羰基合成技术，1994年开工建设，1998年试车成功。

图：醋酸工艺流程图（甲醇低压羰基合成法）



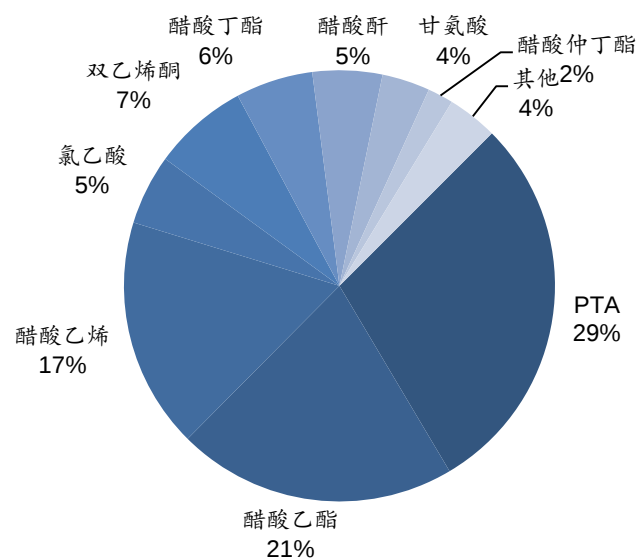
2.1、核心产品景气度分析-醋酸行业

醋酸也称乙酸、冰醋酸，是重要的有机化学品，广泛应用于染料、印染、电影胶卷、喷漆溶剂、医药以及农药等多个化工领域，其衍生物多达数百种，进一步应用于涤纶长丝、维尼纶、树脂、涂料等产品。

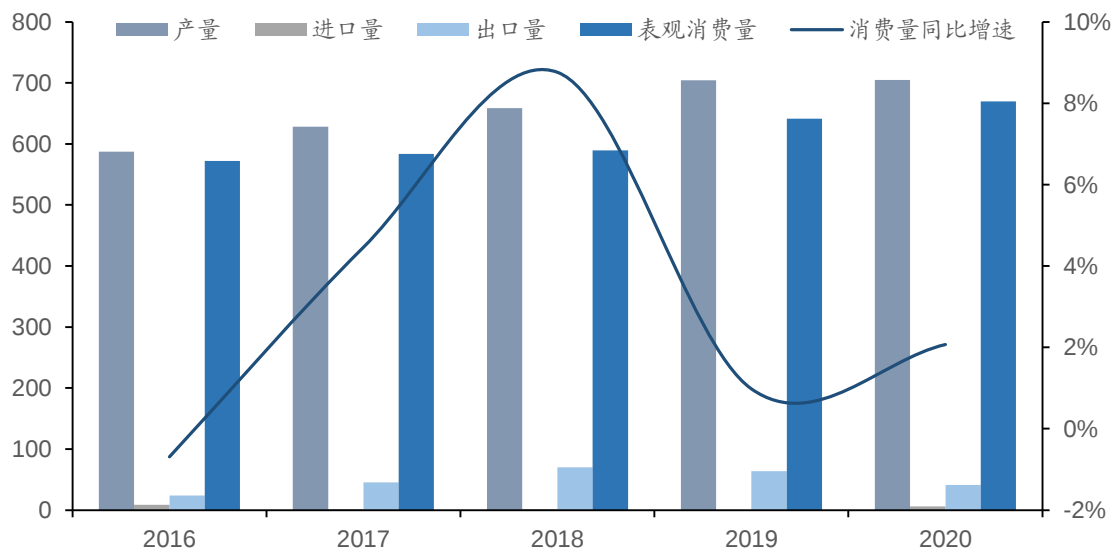
我国醋酸下游需求最大的是PTA领域，占比达到29%；其次是醋酸乙酯、醋酸乙烯、双乙烯酮、醋酸丁酯等。我国醋酸表观消费量增速在2018年达到高点后有所下滑，但是随着新增产能的投放进度放缓，行业供需格局持续改善。

2012-2020年我国醋酸表观消费量由399万吨增长至705万吨，年平均消费量增长约40万吨，年复合增速达7.4%，保持较快的增长。

图：国内醋酸下游需求结构



图：国内醋酸供需平衡变化及消费量增速（单位：万吨、%）



2.1、核心产品景气度分析-醋酸行业

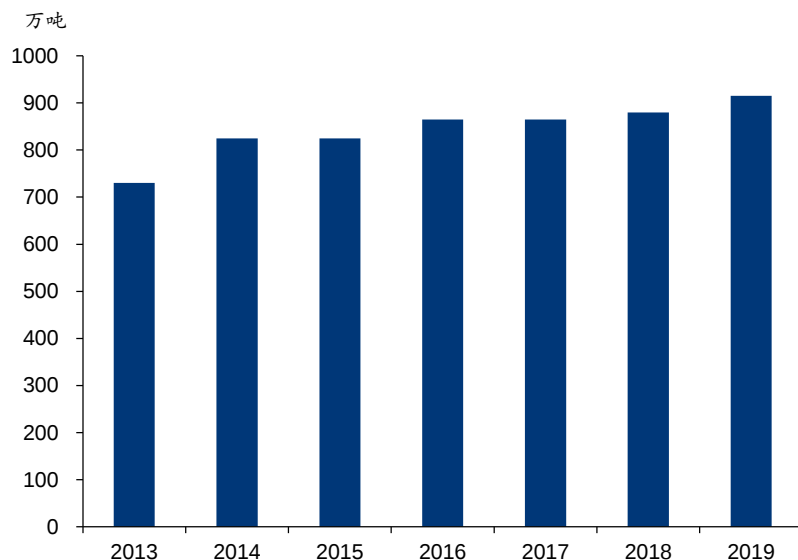
● 醋酸行业扩产速度减缓，供需格局持续改善

近几年国内醋酸产能扩增速度减缓，2013-2020年醋酸行业整体产能由730万吨小幅增长至945万吨，增产幅度约10%。

目前华谊集团拥有醋酸产能130万吨，江苏索普、塞拉尼斯各拥有醋酸产能120万吨，合计产能达370万吨，行业CR3达40%，行业集中度明显提升。

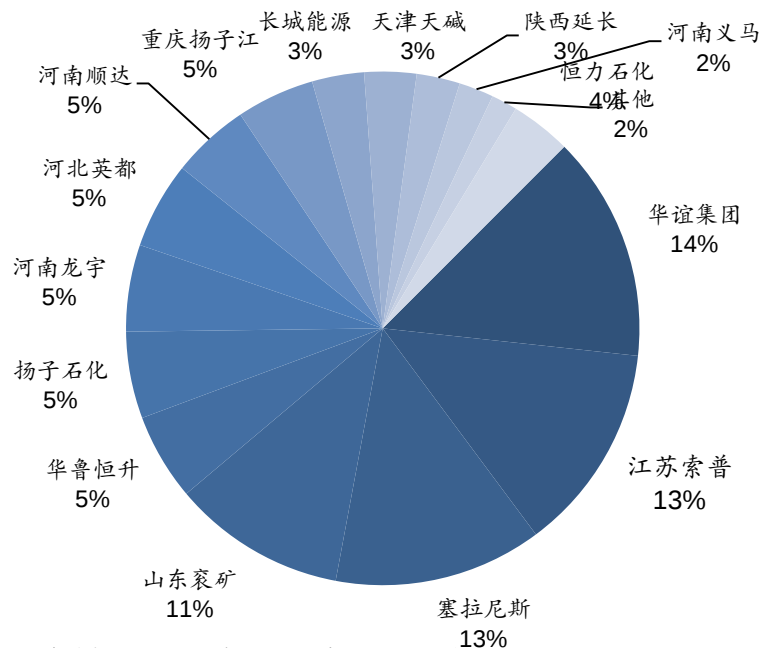
醋酸行业受到环保政策以及碳排放等政策影响较大，行业进入门槛越来越高，小规模装置将持续淘汰出市场，行业格局将持续改善。

图：我国醋酸行业产能扩张节奏近年放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2020年醋酸行业产能分布



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

2.1、核心产品景气度分析-醋酸行业

表：国内醋酸产能统计情况

企业	产能
江苏索普	120
塞拉尼斯	200
兖州国泰	110
上海吴泾	70
华鲁恒升	65
安徽华谊	50
扬子石化BP	50
河北英都气化	50
扬子乙烯	45
河南顺达	45
天津渤化永利	35
延长石油	30
中石化长城能源	30
义乌气化	25
永城龙宇	40
恒力石化	35
小计	945

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

表：21-23年国内新增醋酸产能较少

企业	新增产能	投产时间
广西华谊	50（置换）	2021Q3
浙石油	100	2023Q1
内蒙信耐	60	2023Q1

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

● 醋酸供需格局优化，产能利用率稳步提升

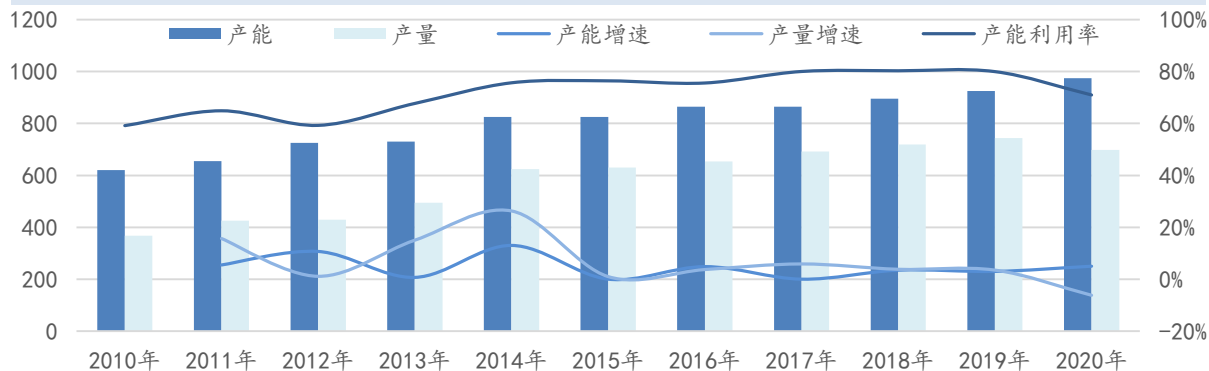
近几年国内醋酸产能扩增速放缓，2014-2020年醋酸行业整体产能由825万吨小幅增长至945万吨，增产幅度约15%。醋酸行业集中度较高，CR5接近50%，企业不会轻易盲目扩张产能，2014-2020年醋酸产能增长总体偏理性，同时下游PTA产能持续扩张，从2010年1600万吨提高至2020年5696万吨，醋酸供需格局优化，2019年醋酸产能利用率提高至80%，2020年因疫情原因略有下降至72%。

● 未来3年国内新增产能较少，行业景气度有望持续

2020年受疫情影响，国内醋酸产量有所下降，但是下半年已经恢复到正常水平。2020Q4行业开工率已经突破80%，达到历史高位。

根据百川统计，未来3年国内醋酸新增产能仅160万吨，考虑到现有需求每年至少50万吨的需求增量，行业供需平衡格局仍在持续，有望维持较高的景气度。

图：醋酸供需格局优化，产能利用率提高



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

2.1、核心产品景气度分析-醋酸行业

- 国内PTA行业进入新一轮扩产周期，对醋酸需求形成强力支撑

PTA作为醋酸行业最大的下游需求领域，大约消费国内29%的醋酸，约200万吨。PTA作为聚酯的核心原材料之一，在国内大宗化工品中有重要地位。

2020年中泰化学、恒力石化、新凤鸣等公司新投产PTA产能，共计投产PTA产能840万吨，国内最新产能也达到6224万吨，产量达到4560万吨。2021-2023年PTA行业有望迎来新一轮产能投放周期，据百川资讯统计，2021-2023年国内PTA行业将有逸盛石化、恒力石化、海伦石化等公司扩产，新增产能合计达2820万吨。

3年后PTA新增产能如果全部满产，国内PTA产量将达到7380万吨，增幅达到62%，按此推算，预计对应醋酸新增需求约120万吨/年。

表：2020年国内PTA已投产产能（万吨）

投产时间	省份	企业名称	产能
2020年1月	新疆	中泰化学股份	120
2020年2月	辽宁	恒力石化	250
2020年6月	辽宁	恒力石化	250
2020年10月	浙江	新凤鸣集团	220
		合计	840

资料来源：卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

表：2021-2023年国内PTA新增产能（万吨）

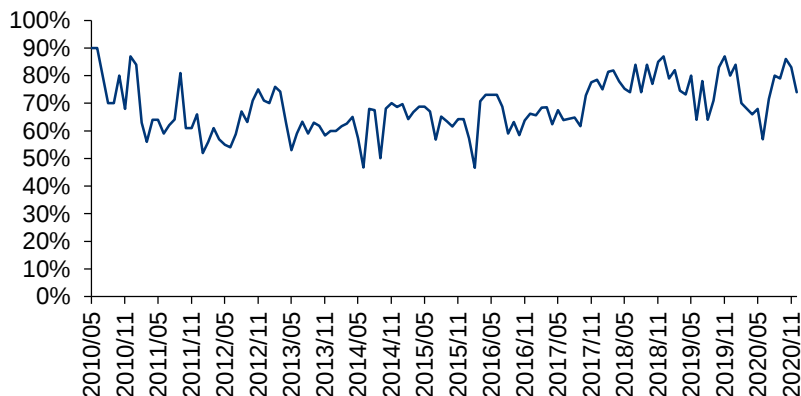
预计投产时间	省份	企业名称	产能
2021Q1	江苏	江苏虹港石化	250
2021Q1	福建	福建百宏聚纤科技实业	250
2021Q1	浙江	浙江逸盛石化	300
2021Q2	浙江	浙江逸盛石化	300
2021年底	广东	恒力石化（惠州）	500
2022Q2	山东	东营威联化学	250
2022年底	江苏	海伦石化	320
2023年	浙江	台化兴业（宁波）	150
2023年	江苏	江苏嘉通能源	500
		合计	2820

资料来源：卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

2.1、核心产品景气度分析-醋酸行业

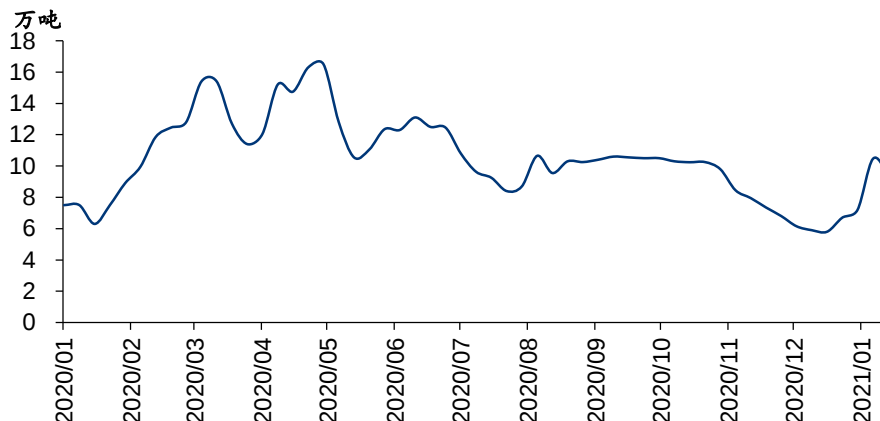
- 目前行业开工率高位、库存低位，醋酸行业高景气有望持续

图：醋酸开工率处于高位



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：醋酸行业库存处于低位



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：醋酸价格和价差回到历史盈利较高位置



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

2.1、核心产品景气度分析-醋酸行业

- 2021-2023年醋酸行业将维持供需紧平衡格局，需求缺口将通过提升开工率或者增加进口来解决

表：醋酸行业未来3年供需平衡表预测情况（单位：万吨、%）

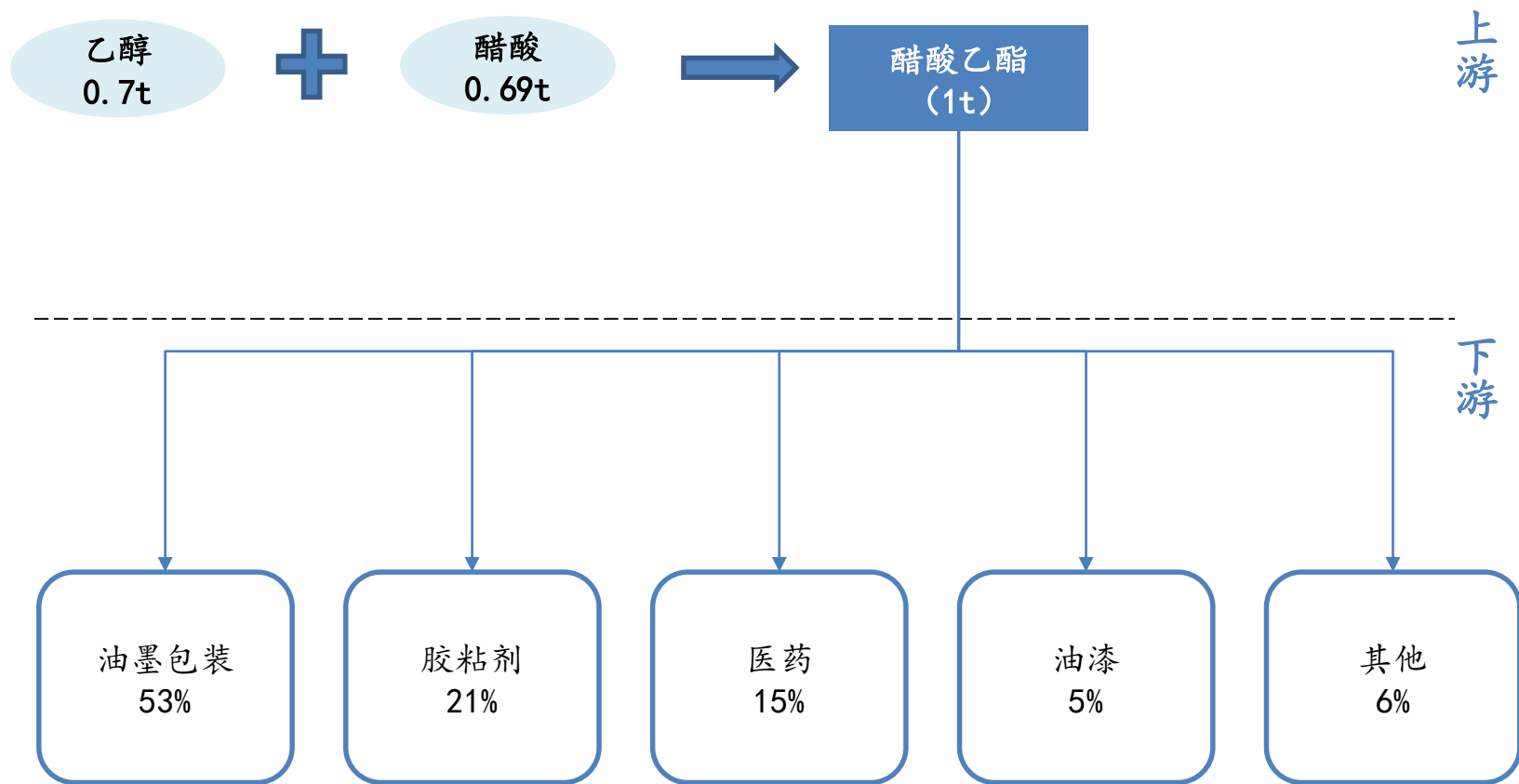
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
产能	935	945	945	945	1105
产量	709	705	756	756	828.75
开工率（%）	76%	75%	80%	80%	75%
进口量	1	6	6	6	6
出口量	64	40	40	40	40
供给总量	646	670	722	722	795
表观消费量	646	670	739	814	890
Yoy（%）	7%	4%	10%	10%	9%
供需缺口（供给-需求）	0	0	-17	-92	-95

各消费领域分别测算

PTA	181	200	236	278	317
醋酸乙酯	112	123	130	138	146
醋酸乙烯	107	105	113	121	129
其他	246	242	259	277	297

2.2、核心产品景气度分析-醋酸乙酯

图：醋酸乙酯产业链梳理



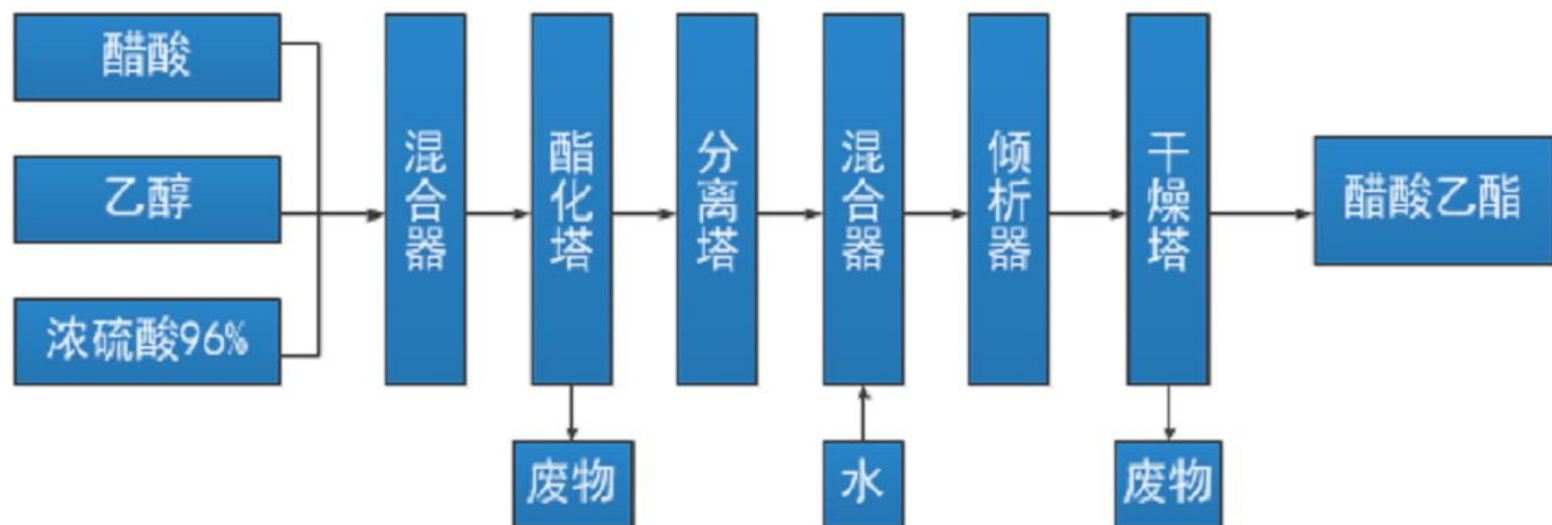
2.2、核心产品景气度分析-醋酸乙酯

● 醋酸乙酯在工业上用途广泛

醋酸乙酯是无色透明液体，低毒性，有甜味，浓度较高时有刺激性气味，易挥发，对空气敏感，能吸水分，使其缓慢水解而呈酸性反应，能溶解某些金属盐类(如氯化锂、氯化钴、氯化锌、氯化铁等)。

醋酸乙酯作为一种多用途的常用溶剂，主要用于工业清漆和瓷漆，以及用于照相胶卷、黏合剂的生产，也可用在药物和食品生产中作抽提溶剂，还可用作除草剂的媒介溶剂，用作生产菠萝、香蕉、草莓等水果香精和威士忌、奶油等香料的原料等，目前市场上主要有85%~88%、99%和99.5%（聚氨酯级）3种等级的产品，常用的等级为99%。

图：醋酸乙酯生产工艺流程图



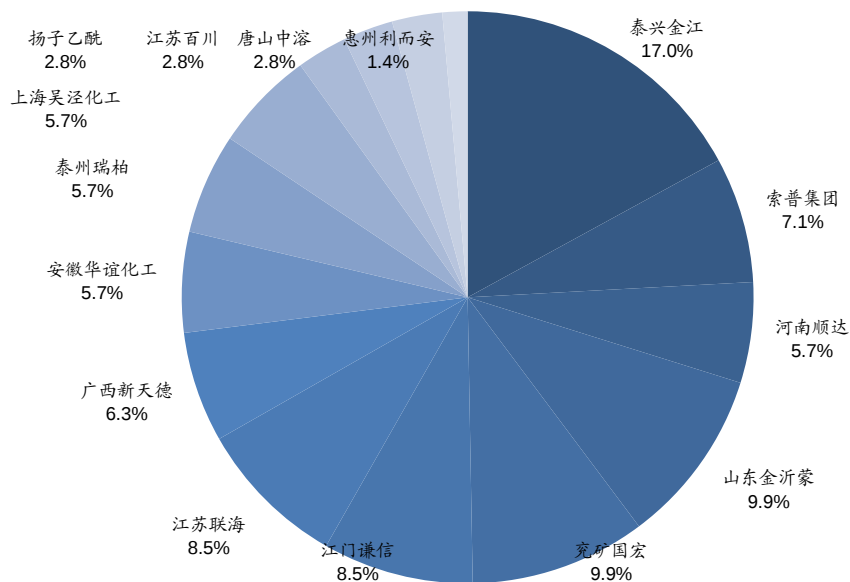
2.2、核心产品景气度分析-醋酸乙酯

● 醋酸乙酯产能较为集中，2020年消费量增速明显

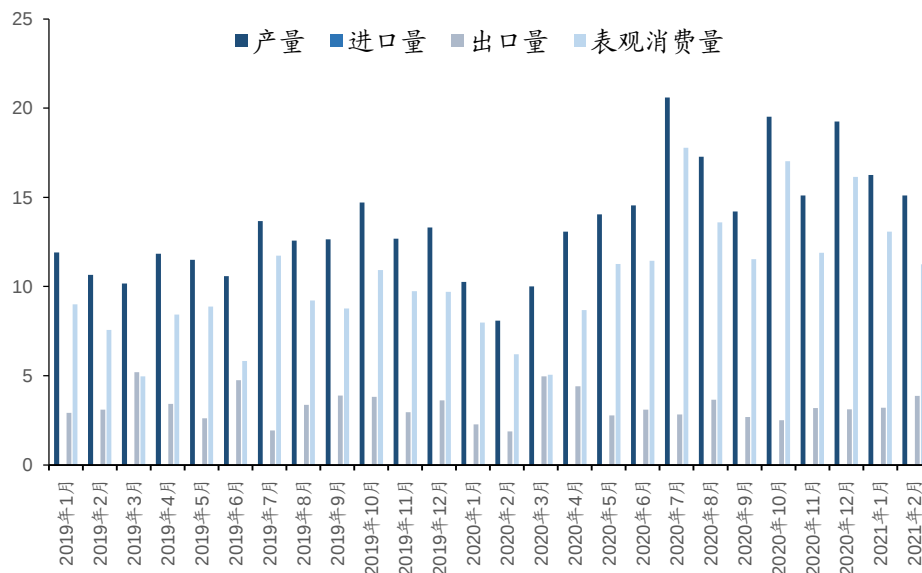
国内醋酸乙酯有效产能达到352万吨，根据百川盈孚统计，国内仅有15家生产企业，大多为自身醋酸产业链的配套，因此产能较为集中，其中CR5占比接近50%。由于醋酸乙酯国内产能较为过剩，行业开工率普遍不高，平均在50%左右。

2020年国内醋酸乙酯消费量达到138.6万吨，同比增长32.3%，主要是下游需求复苏明显。

图：醋酸乙酯的产能分布情况



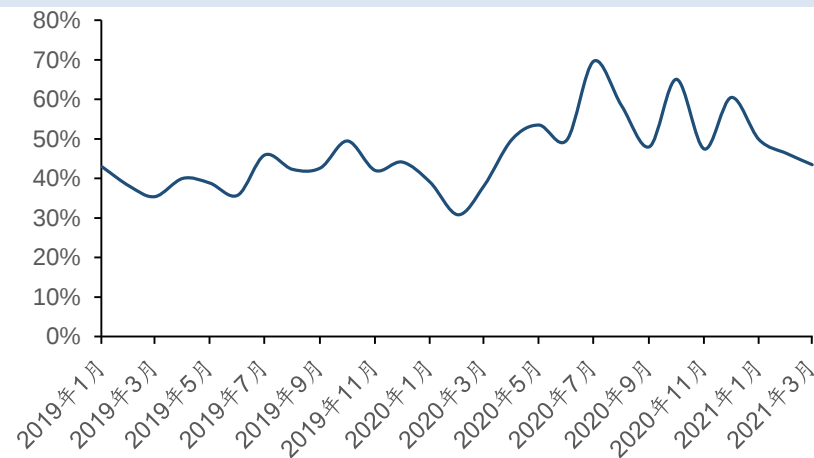
图：醋酸乙酯的产量及消费量情况（单位：万吨）



2.2、核心产品景气度分析-醋酸乙酯

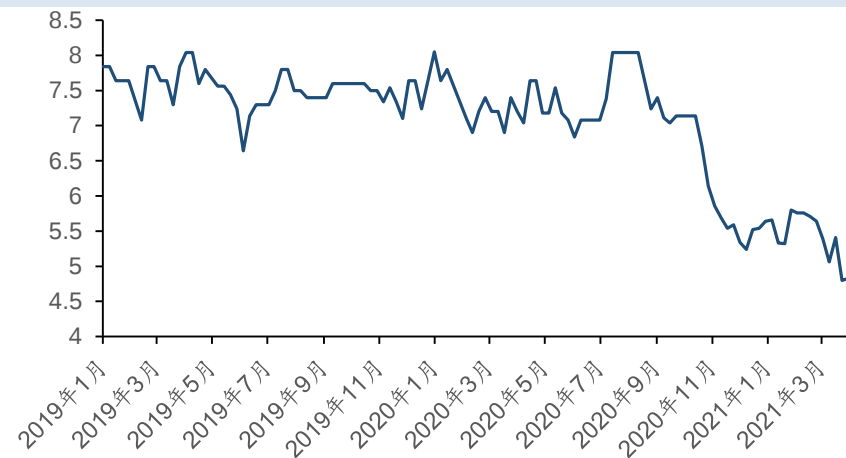
- 开工率处于较高水平、库存明显下降，盈利能力有望恢复到正常水平

图：醋酸乙酯的开工率有所回落



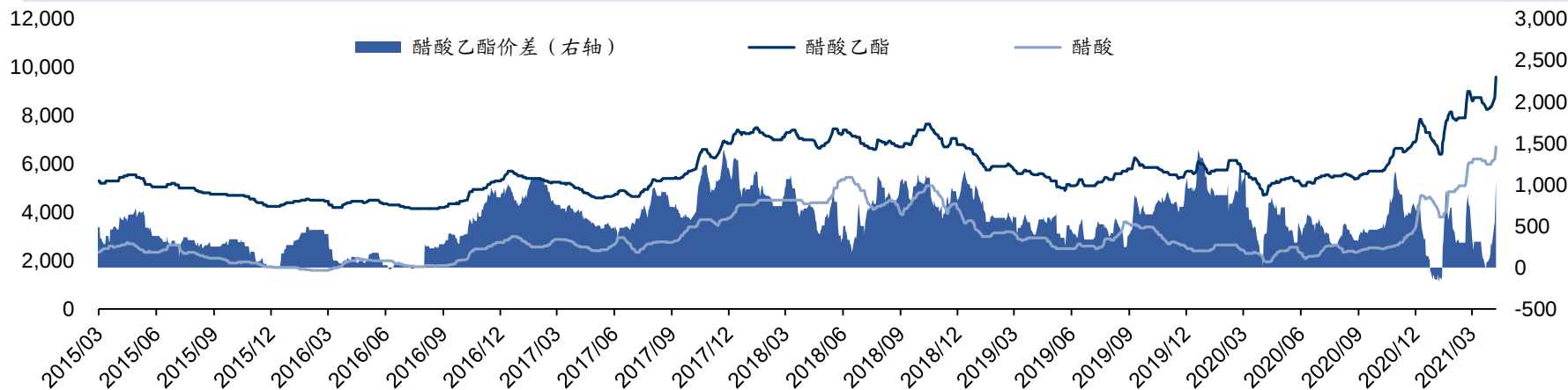
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：醋酸乙酯的库存水平明显走低（单位：万吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

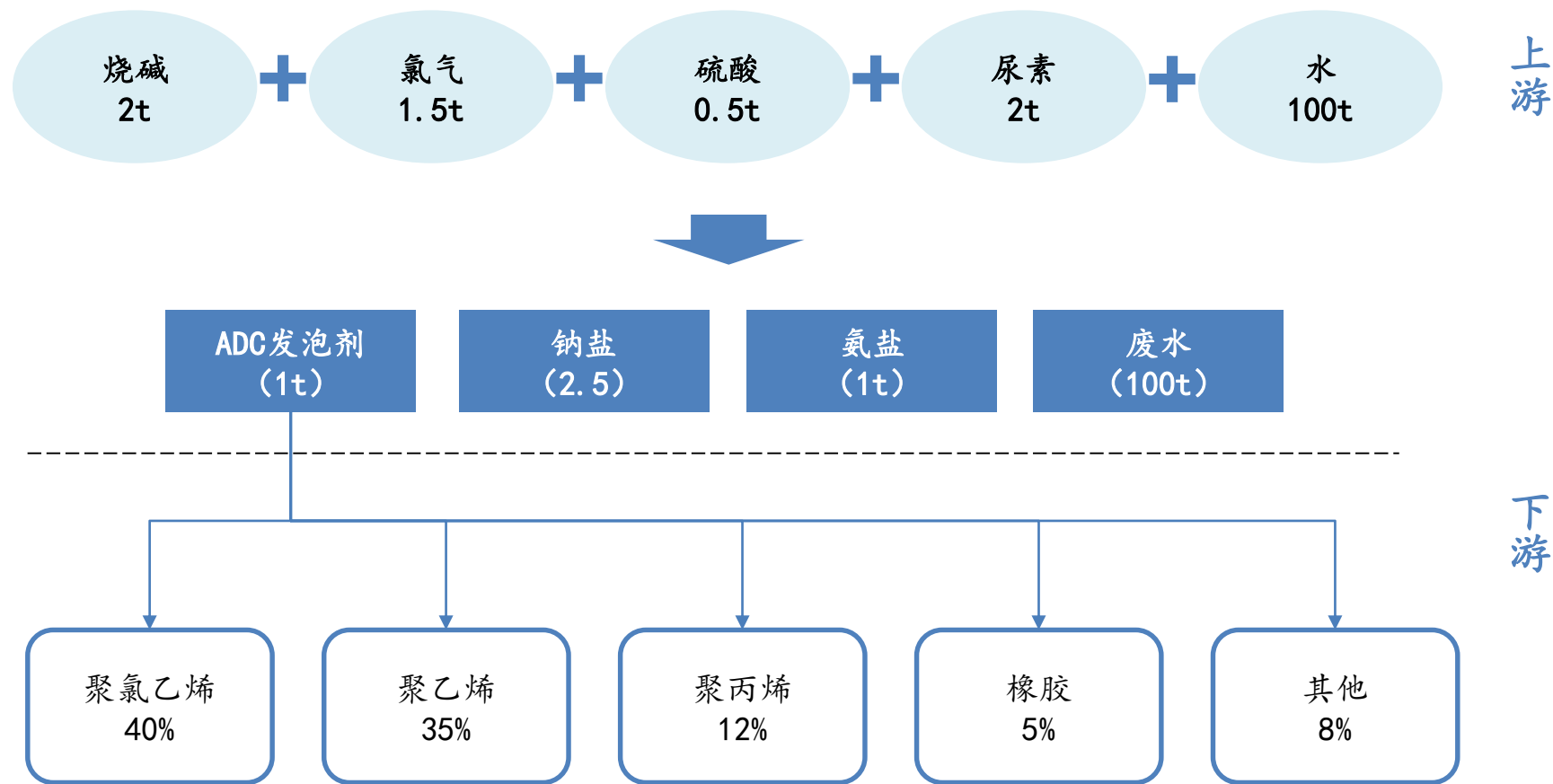
图：原材料推动价格上涨，醋酸乙酯的价差波动较大



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

2.3、核心产品景气度分析-ADC发泡剂

图：ADC发泡剂产业链梳理



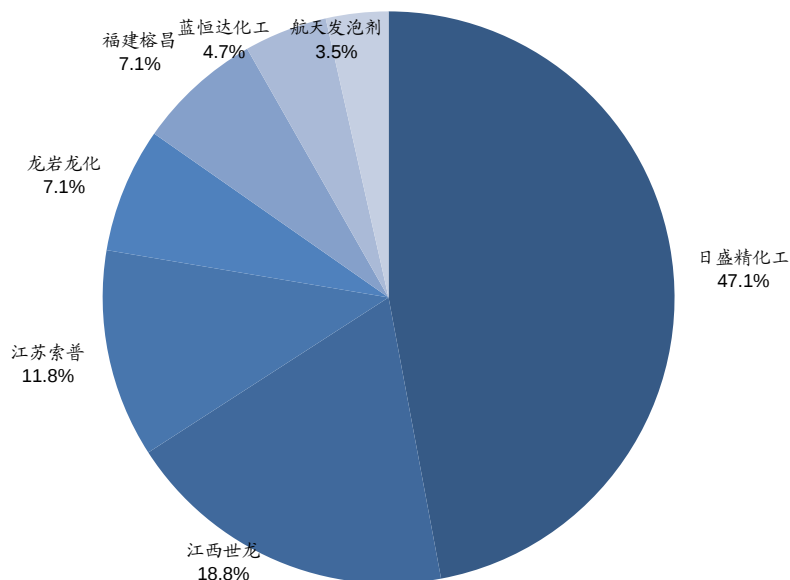
2.3、核心产品景气度分析-ADC发泡剂

● ADC发泡剂用途广泛，国内市场高度集中

ADC发泡剂是发气量最大，性能最优越、用途广泛的发泡剂。它运用于聚氯乙烯、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、聚酰胺、ABC及种橡胶等合成材料。广泛用于拖鞋、鞋底、鞋垫、塑料壁纸、天花板、地板革、人造革、绝热、隔音材料等发泡。发泡剂ADC具有性能稳定、不易燃、不污染、无毒无味、对模具不腐蚀对制品不染色，分解温度可调节，不影响固化和成型速度等特点。本品常压发泡、加压发泡均可，都能连发泡均匀，细孔结构理想。

根据统计，国内目前产能42.5万吨，其中日盛精化工产能20万吨（占比47%），行业CR3占比77.7%，市场高度集中。

图：国内ADC发泡剂的产能分布情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

表：国内ADC发泡剂生产企业（单位：万吨）

生产企业	产能（万吨）
日盛精化工	20
江西世龙	8
江苏索普	5
龙岩龙化	3
福建榕昌	3
蓝恒达化工	2
航天发泡剂	1.5
合计	42.5

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

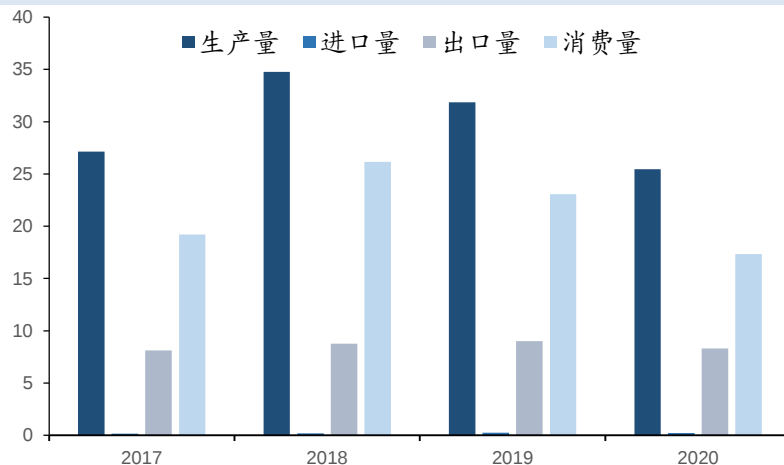
2.3、核心产品景气度分析-ADC发泡剂

- ADC生产过程产生三废较多，国内产销量逐年走低

国内生产ADC发泡剂的方法主要是尿素法，部分企业采用酮连氮法。由于生产过程中产生的三废较多，受环保政策影响较大。2016年之后国内产能基本没有扩张，2018年之后国内消费量也逐年走低。

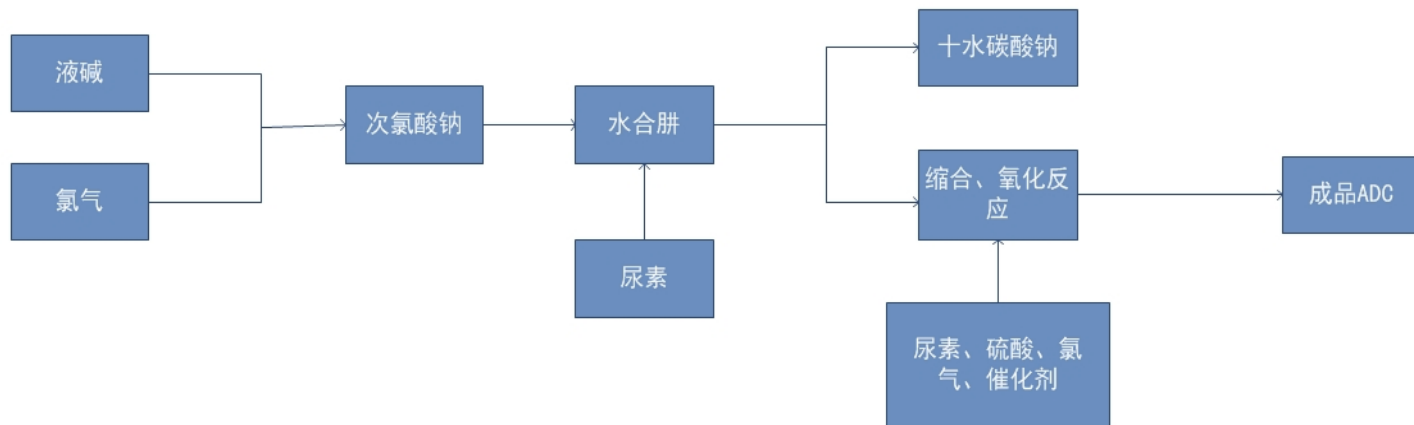
2020年国内ADC发泡剂生产25.44万吨，消费量17.33万吨。

图：国内ADC发泡剂生产企业（单位：万吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：ADC生产工艺流程图



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

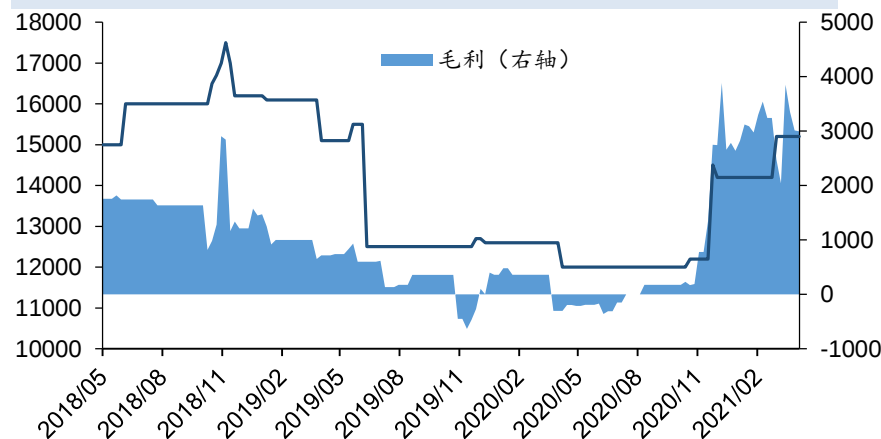
2.3、核心产品景气度分析-ADC发泡剂

● ADC行业整体盈利明显恢复

受环保因素制约，ADC行业平均开工率持续下行至50%左右，但是在全球需求整体复苏的背景之下，行业库存持续下降。

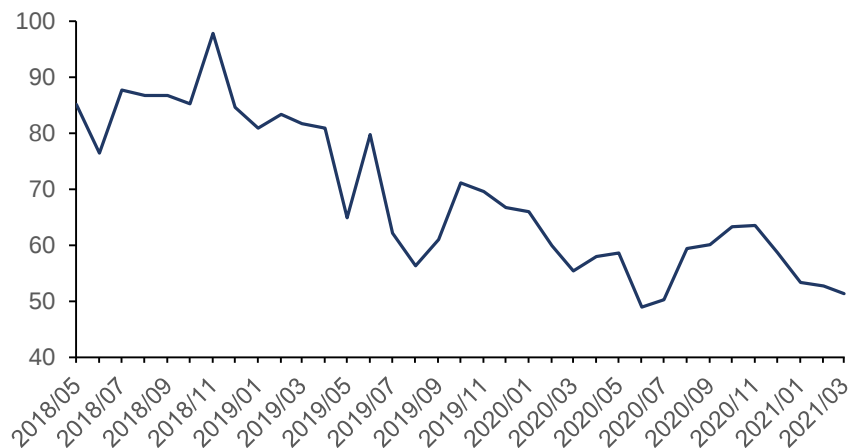
ADC行业目前整体盈利状况较好，处于2018年以来的较高水平，行业平均毛利在3000元/吨左右。

图：ADC行业盈利能力明显恢复（单位：元/吨）



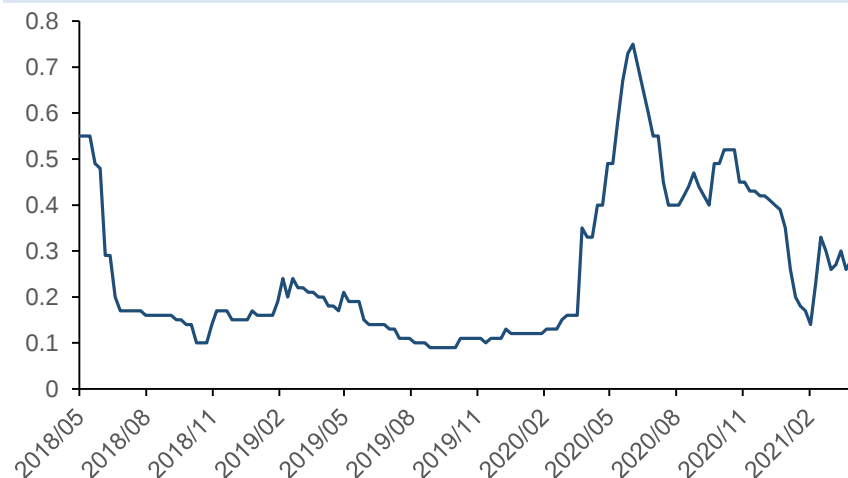
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：ADC发泡剂行业平均开工率变化（单位%）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：ADC发泡剂行业库存情况（单位：万吨）



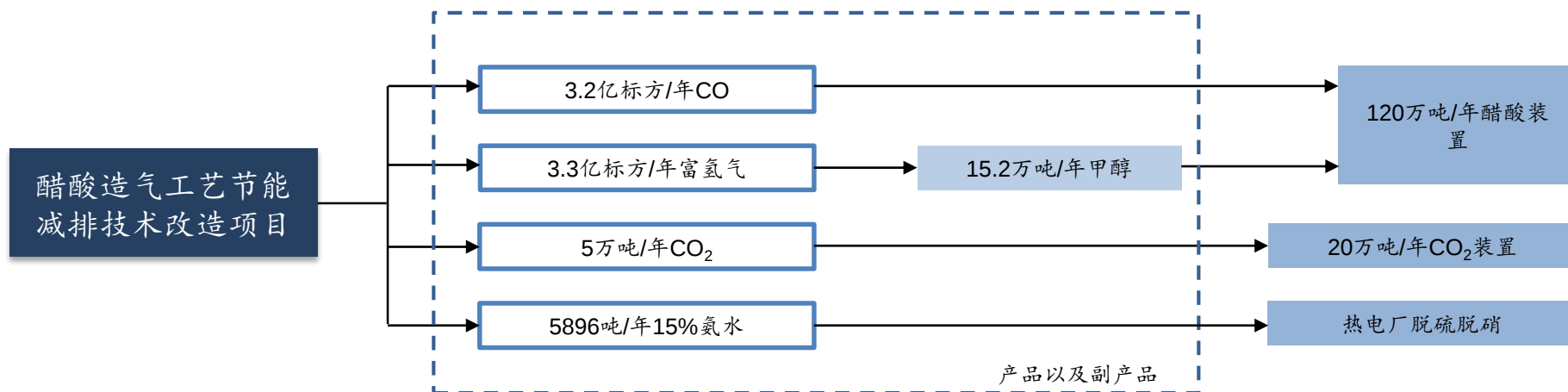
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

3.1、盈利预测-募投项目降本增效

重组完成后公司投资8.4亿建设醋酸造气工艺节能减排技术改造项目，项目建成后，形成年产3.2亿标方CO、3.336万吨液氧、3.336万吨液氮、0.8万吨液氩、15.23万吨粗甲醇的年生产能力。其中CO用来替代现有焦炭装置产气、自产甲醇用以减少外购量，同时副产CO₂去向现有碳回收装置得到食品级二氧化碳、氨水去向热电厂脱硫脱硝装置。

募投项目投产后，公司醋酸的生产成本将进一步下降，预计幅度在100元/吨。同时醋酸乙酯产品也将应用新工艺，蒸汽单耗将从2.5吨降至1吨，公司醋酸产业链的成本优势将进一步加强。

图：公司募投项目的主要产品及副产物在产业链中的去向



3.1、盈利预测-假设条件



我们根据当前醋酸行业的景气度以及公司的经营状况，对公司未来3年的盈利状况做以下假设：

- 1、2020年受到疫情影响，公司醋酸产销量没有达到正常状态，去年下半年开始醋酸行业景气度持续提升。我们预计公司2020-2022年的醋酸及衍生品的销量分别为93/107/129万吨。
- 2、公司本次募投项目预计在2022年投产，该项目可以有效提高合成气的生产效率，增加CO和甲醇的产量，最终将减少生产原材料的外购，预计可以降低公司醋酸生产成本约100元/吨。
- 3、未来2年国内醋酸行业新增产能较少，需求端随着PTA行业新一轮扩产带来较大改善，我们看好未来2年醋酸行业保持较高景气度。假设2020-2022年公司醋酸及衍生品的销售均价为2800/4500/4000元/吨。
- 4、公司ADC发泡剂业务保持稳定运营，通过提升产品结构和客户质量，逐步提升盈利能力，毛利率保持在10%左右。

表：公司本次募投资金的主要用途

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	醋酸造气工艺技术提升建设项目	105,994.12	79,300.00
2	补充流动资金及偿还银行贷款项目	20,000.00	20,000.00
	合计	125,994.12	99,300.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.1、盈利预测-假设条件

根据以上假设条件，我们预计公司未来3年的经营状况如下表：

表：未来3年营收及成本情况预测（单位：百万元）

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	590.53	3,906.47	6,353.81	6,949.23
同比 (%)	24.50%	561.52%	62.65%	9.37%
总成本	536.30	3,130.00	3,880.26	4,499.67
毛利率(%)	9.18%	19.88%	38.93%	35.25%
醋酸及衍生品				
收入	222.64	2,615.48	4,833.97	5,156.23
成本	187.34	1,868.20	2,578.12	2,964.83
毛利率(%)	15.85	28.57	46.67	42.50
ADC发泡剂				
收入	260.86	195.65	205.43	215.70
成本	258.45	193.84	184.89	194.13
毛利率(%)	0.92	0.92	10.00	10.00
其他业务				
收入	107.03	1,095.35	1,314.42	1,577.30
成本	90.51	1,067.96	1,117.25	1,340.70
毛利率(%)	15.43	2.50	15.00	15.00

3.1、盈利预测-主要指标

- 我们对公司未来3年的盈利预测如下表：

表：盈利预测及主要财务数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	590.53	3,906.47	6,353.81	6,949.23
(+/-%)	24.50%	561.52%	62.65%	9.37%
净利润(百万元)	-5.64	244.68	1,446.69	1,393.17
(+/-%)	-257.32%	4440.41%	491.27%	-3.70%
每股收益（元）	-0.01	0.25	1.45	1.40
EBIT Margin	1.42%	9.97%	30.10%	26.43%
净资产收益率（ROE）	-0.23%	9.38%	39.94%	30.31%
市盈率（PE）	-2,529.00	58.27	9.85	10.23
EV/EBITDA	300.19	31.98	10.19	11.27
市净率（PB）	5.85	5.46	3.94	3.10

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

3.1、盈利预测-业绩弹性测算

● 醋酸价格波动下的情景测算和弹性测算：

由于醋酸价格波动较大，我们针对醋酸价格年度均价对公司的业绩的影响进行了测算。目前醋酸行业最新价格已经达到7328元/吨（含税价格，折合不含税价格为6485元/吨）。我们之前的业绩测算当中，是按照21/22年醋酸年度均价为4500/4000元/吨（不含税）进行假设的，对应盈利预测为14.5/13.9亿元，我们分别按照乐观和悲观假设条件下的情景，对公司业绩进行了测算，如右表。

按照我们的弹性测算，在生产成本不变的情况下，醋酸价格每上涨100元，按照公司120万吨产能全部满产来测算，年度利润将增厚0.8亿元。

表：2021/2022年不同假设情景下的业绩测算

	2021年均价 (元/吨)	2022年均价 (元/吨)	2021年预计 利润(亿元)	2022年预计 利润(亿元)
乐观	5000	4500	18.1	18.4
中性	4500	4000	14.5	13.9
悲观	4000	3500	10.8	9.5

资料来源：国信证券经济研究所预测

表：醋酸价格涨跌对公司盈利影响的弹性测算

最新价格 (4月19日, 元/吨)	2021Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020均价
7328	5425	2550	2297	2487	3450	2701

单吨含税涨价 (元/吨)	增值税率 (%)	单吨不含税 涨价(元/吨)	销量(万吨)	增厚税前利润 (亿元)	所得税率(%)	税后净利润 (亿元)
100	13%	88	120	1.06	25%	0.80

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

3.2、估值分析-绝对估值

我们通过FCFE绝对估值法对公司进行估值，得到公司的合理估值为47.07元/股，估值区间为44.92-49.45元/股。

表：绝对估值法-FCFE

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
FCFF	1677.3	1651.5	2715.6	2709.9	3014.5	3347.9	3716.3	4124.5	4577.2	5079.3	
(利息费用-利息收入)*(1-t)	20.1	12.2	15.5	4.8	9.3	14.3	19.9	26.1	33.0	40.7	
长期贷款的增加/(减少)	200.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
循环贷款的增加(减少)	-50.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCFE	1846.7	1663.6	2731.0	2714.6	3023.8	3362.1	3736.1	4150.5	4610.2	5120.0	69,494.0
PV(FCFE)	1,686.2	1,387.1	2,079.3	1,887.2	1,919.5	1,948.8	1,977.5	2,005.9	2,034.5	2,063.2	28,003.6
股票价值	46,992.9										
每股价值	47.07										

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		9.1%	9.3%	9.51%	9.7%	9.9%
永续增长率变化	2.6%	53.18	51.38	49.68	48.09	46.58
	2.4%	52.11	50.39	48.76	47.23	45.78
	2.2%	51.11	49.45	47.89	46.42	45.03
	2.0%	50.15	48.57	47.07	45.65	44.31
	1.8%	49.26	47.73	46.29	44.92	43.63
	1.6%	48.40	46.94	45.55	44.23	42.98
	1.4%	47.60	46.18	44.84	43.57	42.36

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

表：资本成本假设

	假设值
无杠杆Beta	0.93
无风险利率	3.40%
股票风险溢价	6.50%
公司股价（元）	12.99
发行在外股数（百万）	998
股票市值(E, 百万元)	12969
债务总额(D, 百万元)	200
Kd	5.30%
T	25.00%
Ka	9.45%
有杠杆Beta	0.94
Ke	9.51%
E/(D+E)	98.48%
D/(D+E)	1.52%
WACC	9.43%
永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

3.2、估值分析-相对估值

我们选取了同样是煤化工路线的代表企业华鲁恒升、鲁西化工、宝丰能源、联泓新科，煤气化的工艺路线较为接近，但是产品层面略有差异。其中鲁西化工综合化发展、宝丰能源以扩产烯烃为主要方向、联泓新科则向烯烃下游衍生的各类新材料发展。

通过对比，可比公司2021年动态PE的均值在20倍，公司2021、2022年对应的动态PE明显低于可比公司的平均水平，我们选取2021年13-15倍动态PE为参考估值，对应公司的目标股价区间在18.85-21.75元/股之间。

表：相对估值法

可比公司		主营产品	股价 (2021.4.18)	EPS			PE			PB	PEG	总市值
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E			(百万元)
600426	华鲁恒升	尿素、有机胺、醋酸、己二酸、多元醇	38.51	1.11	2.80	2.90	34.7	13.8	13.3	3.4	0.62	58,560
000830	鲁西化工	复合肥、聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙6、多元醇、有机硅、氟化工、甲烷氯化物、二甲基甲酰胺	15.29	0.43	1.32	1.25	35.6	11.6	12.2	2.0	0.70	28,565
600989	宝丰能源	煤制烯烃、焦炭	16.32	0.63	0.76	0.93	25.9	21.5	17.5	4.4	0.21	114,987
003022	联泓新科	煤制烯烃、聚丙烯、EVA、环氧乙烷衍生物	31.83	0.62	0.89	1.14	51.3	35.8	27.9	5.8	0.36	31,447
均值							40.5	20.4	17.8	3.7	0.6	
600746	江苏索普	醋酸、ADC发泡剂	14.28	0.25	1.45	1.40	57.1	9.8	10.2	4.0	1.37	15,170

资料来源：Wind一致预测，国信证券经济研究所整理及预测

4、投资建议



● 首次覆盖，给予“增持”评级

我们认为公司作为国内醋酸行业龙头企业，相关技术积累深厚，在行业内具有较强的优势。募投项目投产之后，公司煤气化成本进一步降低，同时关键原材料CO和甲醇的自给率提升，醋酸的生产成本将进一步降低。目前醋酸行业处于景气高位，供需格局持续改善，未来2年新增产能较少，高景气状态有望持续，行业整体盈利状态将大幅好转。

我们预计公司2021-2023年归母净利润2.45/14.47/13.93亿元，同比4440/491/-4%，摊薄EPS为0.25/1.45/1.40元，对应PE为58.3/9.9/10.2倍。结合绝对估值和相对估值，我们认为2021年13-15倍动态PE为合理参考估值，对应公司的目标股价区间为18.85-21.75元/股。根据业绩弹性测算，醋酸年度均价每上涨100元/吨，年度满产状态下，将增厚公司业绩0.8亿元。我们首次覆盖公司，给予“增持”评级。

5、风险提示



一、原材料价格波动的风险。公司主要原材料是煤炭和乙醇，在公司产品成本结构中占比较大，当原材料价格大幅波动时，如果产品价格没有及时向下游传导，将对公司盈利状况影响较大。

二、醋酸行业需求不及预期的风险。在全球经济复苏的背景之下，国内醋酸需求稳步回升，PTA行业进入新一轮扩产周期，使得国内醋酸行业供需格局逐步改善。如果PTA行业扩产进度低于预期，会使得醋酸行业整体需求低于预期，最终醋酸行业景气度将回落到正常水平。

三、行业扩产速度超出预期的风险。未来2年国内醋酸行业新增产能较少，但是目前行业景气度处于历史较高水平，在行业盈利状况整体大幅改善的情况下，行业新增供给有超出预期的风险。如果现有装置继续加大开工率，减少检修时间，以及在建装置加快建设进度，提前释放产能，将使得醋酸行业景气度受到较大影响，最终回落到正常水平。

四、盈利假设过于乐观的风险。我们盈利假设当中，对醋酸行业的景气度较为乐观，虽然基于全年均价的考虑，我们没有采用行业最新价格，而是选取较为中性的历史均价。但是一旦行业景气度快速回落，醋酸产品的年度均价有可能低于我们当前的预测值，最终使得我们的盈利预测与实际业绩差距较大。

投资附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	147	1873	3103	5416
应收款项	74	491	798	873
存货净额	270	1583	1979	2305
其他流动资产	220	1458	2372	2594
流动资产合计	815	5507	8354	11290
固定资产	2435	2677	2900	2702
无形资产及其他	202	394	386	378
投资性房地产	125	125	125	125
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	3577	8702	11764	14494
短期借款及交易性金融负债	51	0	0	0
应付款项	168	982	1228	1430
其他流动负债	788	4779	6582	8134
流动负债合计	1007	5761	7810	9565
长期借款及应付债券	0	200	200	200
其他长期负债	132	132	132	132
长期负债合计	132	332	332	332
负债合计	1139	6093	8143	9897
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2438	2609	3622	4597
负债和股东权益总计	3577	8702	11764	14494

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	-0.01	0.25	1.45	1.40
每股红利	0.00	0.07	0.43	0.42
每股净资产	2.44	2.61	3.63	4.60
ROIC	0%	16%	118%	309%
ROE	0%	9%	40%	30%
毛利率	9%	20%	39%	35%
EBIT Margin	1%	10%	30%	26%
EBITDA Margin	9%	16%	35%	31%
收入增长	24%	562%	63%	9%
净利润增长率	-257%	-4440%	491%	-4%
资产负债率	32%	70%	69%	68%
息率	0.0%	0.6%	3.3%	3.2%
P/E	-2529.0	58.3	9.9	10.2
P/B	5.8	5.5	3.9	3.1
EV/EBITDA	300.2	32.0	10.2	11.3

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	591	3906	6354	6949
营业成本	536	3130	3880	4500
营业税金及附加	5	27	44	49
销售费用	16	117	191	208
管理费用	25	242	326	356
财务费用	1	(27)	(16)	(21)
投资收益	8	(40)	0	0
资产减值及公允价值变动	1	(20)	0	0
其他收入	(26)	(30)	0	0
营业利润	(9)	326	1929	1858
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	(10)	326	1929	1858
所得税费用	(4)	82	482	464
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(6)	245	1447	1393

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(6)	245	1447	1393
资产减值准备	(0)	(0)	(0)	0
折旧摊销	43	247	285	307
公允价值变动损失	(1)	20	0	0
财务费用	1	(27)	(16)	(21)
营运资本变动	589	1838	432	1131
其它	0	0	0	(0)
经营活动现金流	625	2350	2164	2831
资本开支	(2339)	(700)	(500)	(100)
其它投资现金流	(38)	0	0	0
投资活动现金流	(2377)	(700)	(500)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	200	0	0
支付股利、利息	(3)	(73)	(434)	(418)
其它融资现金流	1830	(51)	0	0
融资活动现金流	1823	76	(434)	(418)
现金净变动	72	1726	1230	2313
货币资金的期初余额	76	147	1873	3103
货币资金的期末余额	147	1873	3103	5416
企业自由现金流	(1702)	1677	1651	2716
权益自由现金流	127	1847	1664	2731

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。