

## 江苏索普 (600746.SH) 龙头业绩承压，醋酸或已触底，静待下游需求回暖

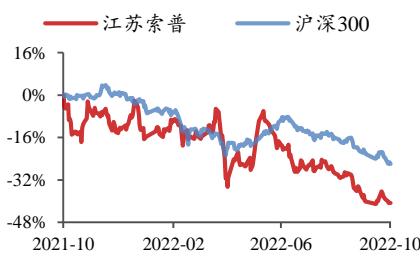
2022年10月27日

## ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/27
当前股价(元)	8.61
一年最高最低(元)	16.46/8.36
总市值(亿元)	100.55
流通市值(亿元)	26.23
总股本(亿股)	11.68
流通股本(亿股)	3.05
近3个月换手率(%)	76.46

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《醋酸景气下行拖累业绩，看好光伏装机拉动醋酸需求—公司信息更新报告》-2022.8.17

《需求羸弱、成本高企拖累业绩，看好公司长期成长—公司信息更新报告》-2022.7.12

《Q1 业绩略超预期，公司拟投资建设碳酸二甲酯项目—公司信息更新报告》-2022.4.24

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

张晓锋（分析师）

zhangxiaofeng@kysec.cn

证书编号：S0790522080003

徐正凤（联系人）

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790122070041

## ● 醋酸价格触底反弹，季度业绩或已见底，维持公司“买入”评级

根据公司三季报，2022年Q3单季度，公司实现营业收入16.55亿元，同比-14.62%；实现归母净利润-3,114.18万元，同比、环比均转盈为亏。2022年Q3，主营醋酸业务成本端煤炭价格上涨，终端需求承压致醋酸价格超跌，公司主营产品醋酸盈利跌至底部，致公司业绩同比、环比转亏。我们下调公司2022-2024年盈利预测，预计公司归母净利润分别为9.13(-7.21)、10.63(-7.89)、14.54(-3.68)亿元，EPS分别为0.78(-0.62)、0.91(-0.68)、1.24(-0.32)元，当前股价对应PE为11.0、9.5、6.9倍。目前醋酸价格触底反弹，公司20万吨碳酸二甲酯项目获得备案证，有望打开未来成长空间，维持“买入”评级。

## ● 2022年Q3醋酸价格超跌，行业开工率下降，底部迹象明显

根据公司经营数据，2022年Q3醋酸含税销售均价为3,350元/吨，环比-24.99%，同比-45.68%。需求端，2022年Q3国内地产、消费等宏观需求疲弱，叠加Q3为化工品传统淡季，PTA等醋酸下游开工环比下降，醋酸需求表现疲弱，致醋酸价格持续下跌。供给端，2022年Q3醋酸行业开工率环比下降。根据百川盈孚数据，7-9月醋酸行业开工率逐步走低，分别为79.3%、76.6%、75.0%。醋酸需求弱势，价格超跌情况下，部分行业高成本产能已亏损，行业开工率逐月下降。Q3醋酸行业供需两弱，公司作为龙头单季度业绩转亏，行业底部迹象明显。

## ● 行业扩产或进入尾声，EVA扩产有望拉动醋酸需求，看好醋酸长周期景气

在两碳背景下，醋酸作为“两高”品种，未来扩产难度将大幅增加。2023年仅华鲁恒升拟新增100万吨醋酸产能，醋酸扩产周期或进入尾声。需求端，根据光伏协会乐观预计，2025年全球新增光伏装机有望达到330GW，根据我们测算，对EVA的需求量有望达到189.75万吨，或拉动醋酸需求达85.39万吨。随着光伏装机拉动醋酸需求，行业产能有望逐步被消化，看好未来醋酸景气回暖，公司作为醋酸龙头充分受益。同时公司拟建20万吨DMC产能，打开未来成长空间。

## ● 风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,795	8,004	5,379	6,123	6,553
YOY(%)	542.7	110.9	-32.8	13.8	7.0
归母净利润(百万元)	231	2,402	913	1,063	1,454
YOY(%)	4203.3	938.4	-62.0	16.4	36.8
毛利率(%)	15.6	41.7	27.8	28.2	33.4
净利率(%)	6.1	30.0	17.0	17.4	22.2
ROE(%)	7.8	39.1	15.5	16.1	19.0
EPS(摊薄/元)	0.20	2.06	0.78	0.91	1.24
P/E(倍)	43.5	4.2	11.0	9.5	6.9
P/B(倍)	3.4	1.6	1.7	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	811	3292	5698	5506	5898	<b>营业收入</b>	3795	8004	5379	6123	6553
现金	193	1675	4752	3918	4947	营业成本	3204	4668	3886	4397	4367
应收票据及应收账款	48	149	0	0	0	营业税金及附加	23	71	40	50	51
其他应收款	0	2	0	2	0	营业费用	6	9	7	7	8
预付账款	101	96	37	115	47	管理费用	89	131	107	111	124
存货	308	613	153	714	147	研发费用	150	256	192	208	228
其他流动资产	160	756	756	756	756	财务费用	22	-11	-48	-83	-85
<b>非流动资产</b>	2760	3803	811	1745	2334	资产减值损失	-1	-51	0	0	0
长期投资	7	18	28	39	49	其他收益	3	5	2	3	3
固定资产	2096	2411	-256	530	980	公允价值变动收益	-1	0	-0	-0	-0
无形资产	249	519	613	727	863	投资净收益	9	14	10	10	11
其他非流动资产	408	856	426	450	443	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3571	7095	6509	7251	8232	<b>营业利润</b>	304	2842	1206	1446	1871
<b>流动负债</b>	576	788	485	518	487	营业外收入	3	2	1	2	2
短期借款	200	50	50	50	50	营业外支出	8	17	6	8	10
应付票据及应付账款	172	275	0	0	0	<b>利润总额</b>	300	2828	1201	1440	1864
其他流动负债	204	463	435	468	437	所得税	68	426	289	377	410
<b>非流动负债</b>	47	160	131	119	105	<b>净利润</b>	231	2402	913	1063	1454
长期借款	0	79	50	38	25	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	81	81	81	81	<b>归属母公司净利润</b>	231	2402	913	1063	1454
<b>负债合计</b>	623	948	617	637	592	EBITDA	639	3136	1270	1504	1970
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.20	2.06	0.78	0.91	1.24
股本	1048	1168	1168	1168	1168	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1532	2397	2397	2397	2397	<b>成长能力</b>					
留存收益	327	2583	3209	3854	4594	营业收入(%)	542.7	110.9	-32.8	13.8	7.0
<b>归属母公司股东权益</b>	2947	6147	5892	6614	7640	营业利润(%)	3456.7	834.0	-57.6	19.8	29.4
<b>负债和股东权益</b>	3571	7095	6509	7251	8232	归属于母公司净利润(%)	4203.3	938.4	-62.0	16.4	36.8
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	15.6	41.7	27.8	28.2	33.4
						净利率(%)	6.1	30.0	17.0	17.4	22.2
						ROE(%)	7.8	39.1	15.5	16.1	19.0
						ROIC(%)	7.9	55.1	91.7	39.7	55.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	17.5	13.4	9.5	8.8	7.2
						净负债比率(%)	1.4	-24.4	-78.1	-57.2	-63.1
						流动比率	1.4	4.2	11.7	10.6	12.1
						速动比率	0.7	3.3	11.3	9.0	11.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.1	1.5	0.8	0.9	0.8
						应收账款周转率	80.0	144.0	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	20.3	21.0	28.5	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.20	2.06	0.78	0.91	1.24
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	2.01	1.18	0.46	1.87
						每股净资产(最新摊薄)	2.52	5.26	5.05	5.66	6.54
						<b>估值比率</b>					
						P/E	43.5	4.2	11.0	9.5	6.9
						P/B	3.4	1.6	1.7	1.5	1.3
						EV/EBITDA	15.8	2.6	4.0	3.9	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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 (underperform)	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 (underperform)	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，属于商业秘密材料，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形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