

Covestro：受四季度业绩下滑影响，2018年 EBITDA 同降 6.8%

——海外石化化工龙头年报系列之二

行业专题报告

科思创是全球最大的聚合物生产商之一，聚氨酯、PC 和 CAS 都是其核心业务，其业务范围与国内化工行业龙头之一万华化学有着较高的重合度。通过对科思创的跟踪，有助于我们在全球化视角下对上述行业和国内对标公司所处市场环境的理解。

科思创前身为拜耳材料科技部门，2015 年拆分并独立上市。公司的核心业务包括聚氨酯、聚碳酸酯和涂料、粘合剂、特殊化学品（CAS），其中散布全球的聚碳酸酯产能目前合计达 150 万吨，位居全球第一，且即将在中国上海通过脱瓶颈新增 20 万吨产能；作为全球第三大 MDI 生产商，科思创 2017 年的额定产能为 145 万吨，且通过在德国 Brunsbüttel、上海漕泾、西班牙塔拉戈纳基地的扩产计划，将继续保持在聚氨酯行业的巨头地位。

◆ 2018 年四季度业绩大幅下滑，拖累全年业绩

2018Q4 的业绩下滑对科思创 2018 年全年业绩构成一定影响，因聚氨酯等主营产品价格下滑，公司 2018Q4 销售额同比下降 7.1%；2018Q4 的 EBITDA 利润率大幅下滑至 9.0%，并影响 2018 全年的 EBITDA 利润率由 2017 年的 24.3% 下降至 2018 年的 21.9%，受四季度业绩偏弱影响，公司 2018 年 EBITDA 同比下滑 6.8%，实现 32 亿欧元，未能实现全年目标。

◆ 2019 年下半年 MDI 供需有望重归平衡，TDI 和聚碳酸酯面临较大压力

尽管油价经历 2018 年 12 月的疲软之后有可能反弹，但公司预计各主营业务不会出现很快的复苏，因为新的产能将在 2019 年进入市场，尤其是 TDI 和聚碳酸酯业务。

MDI 行业：尽管去年第四季度全球需求放缓，但公司仍预计短期和中期的需求结构将保持稳健。2017Q4 后的新增产能在短期内造成了供应过剩，科思创原计划于 2019 年早些时候投产的布伦斯巴特尔(Brunsbüttel)工厂将被推迟，预计这种情况下全球供需将在下半年重新平衡。从中期和长期来看，公司认为 MDI 行业将保持供需平衡和吸引力。

TDI 行业：2018 年底之后随着新产能的投放行业环境将会恶化，中期的产能利用率将会降低，行业成本曲线非常陡峭，正在接近历史最低利润水平；

聚碳酸酯行业：在 2018 年的最后两个季度，由于中国新产能的增加，通用级别的聚碳酸酯价格面临巨大压力，而未来来自中国和其他厂家的新增产能将可能导致中期供应过剩。

◆ **风险分析：**（1）中美贸易谈判的不确定性；（2）下游汽车、建筑和家电消费继续疲软；（3）油价波动对盈利的不利影响。

分析师

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）

021-52523174

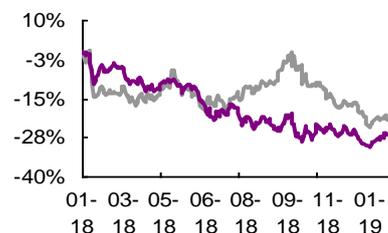
giuxf@ebsecn.com

赵启超（执业证书编号：S0930518050002）

010-58452072

zhaogc@ebsecn.com

石化和基础化工行业与上证指数对比图



数据来源：WIND，光大证券研究所整理

1、Covestro：全球最大的聚合物生产商之一

Covestro（科思创）是全球最大的聚合物生产商之一，其前身为拜耳材料科技部门，2015 年从拜耳集团拆分并独立上市，成为一个独立运作的实体。公司总部位于勒沃库森生产基地，作为一家老牌的材料巨头，其业务活动可追溯到 20 世纪初期。

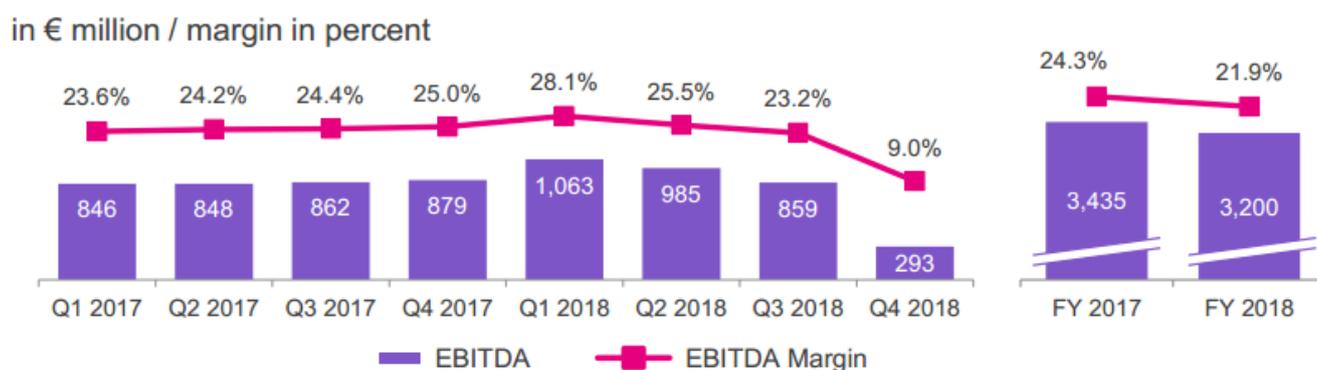
公司的核心业务包括聚氨酯和聚碳酸酯产品，聚氨酯主要用于生产泡沫塑料，而聚碳酸酯则是高性能的工程塑料，此外涂料、粘合剂、特殊化学品（CAS）也是公司重要的业务之一，科思创的聚氨酯、聚碳酸酯以及 CAS 产品被广泛应用于汽车、建筑、电子以及家居等多个行业。其中散布全球的聚碳酸酯产能目前合计达 150 万吨，位居全球第一，同时即将在中国上海通过脱瓶颈新增 20 万吨产能；作为全球第三大 MDI 生产商，科思创 2017 年的额定产能为 145 万吨，通过在德国 Brunsbüttel、上海漕泾、西班牙塔拉戈纳基地的扩产计划，将继续保持在聚氨酯行业的巨头地位。

1.1、2018 年四季度业绩大幅下滑，拖累全年业绩增长

公司 2018 年四季度偏弱运行，因聚氨酯等主营产品价格下滑，公司 2018Q4 销售额同比下降 7.1%，EBITDA 同比下降 66.7%至 2.93 亿欧元，2018Q4 的 EBITDA 利润率大幅下滑至 9.0%。

从 2018 年全年来看，公司业绩仍基本稳定，而且这是在一系列来自内部和外部因素的不利因素的基础上实现的，比如因 2018Q3 的计划外停产，造成了下半年因产品供应有限而导致的销量增长放缓，此外莱茵河的低水位造成了运费和原料成本上升的不利影响。公司全年的核心业务营收依然增长了 1.6%，实现 EBITDA 32 亿欧元。尽管资本支出逐年增加，但公司 2018 年仍实现自由运营现金流 17 亿欧元，2018 年实现了 29.5%的 ROCE。此外公司计划在 2019 年 4 月份股东大会上宣布 2.4 欧元/股的分红计划。虽然 2018Q4 的偏弱表现对全年业绩增长构成一定影响，EBITDA 利润率由 2017 年的 24.3%下降至 2018 年的 21.9%，受四季度偏弱影响下公司 2018 年 EBITDA 同比下滑 6.8%，未能实现全年目标。

图 1：受四季度盈利下滑影响，科思创 2018 年 EBITDA 同比下滑 6.8%（单位：百万欧元）

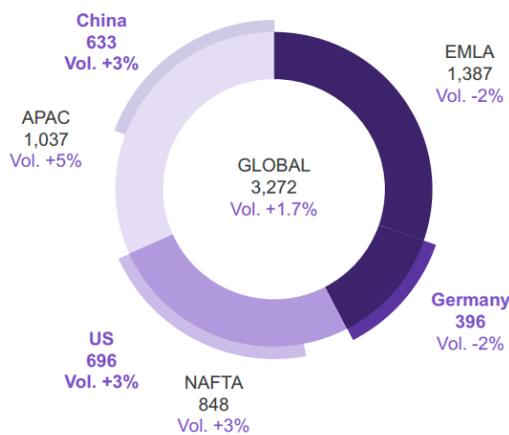


资料来源：Covestro

中国仍是业绩增长最快的地区

在 2018 年，亚太特别是中国仍然是公司业绩增长最快的地区，尽管随着中国经济增速放缓，亚太汽车销量年底前出现负增长，但 2018 全年中国汽车销量仍实现了个位数的高增长，而在电子产品以及体育、休闲、医疗和工程等许多较小的下游行业，公司全年营收实现了两位数的增长。在欧洲和拉丁美洲，公司营收因下游汽车、建筑和木制家具不及预期而略有下降。而在北美地区，公司营收因汽车行业的积极增长而保持稳定。在全球范围内，公司 2018 年再次实现了汽车领域产品 2% 以上的稳定增长，公司将继续实现全球 OEM 生产的高速成长，此外电子工业也是 2018 年业绩大幅增长的驱动力之一。

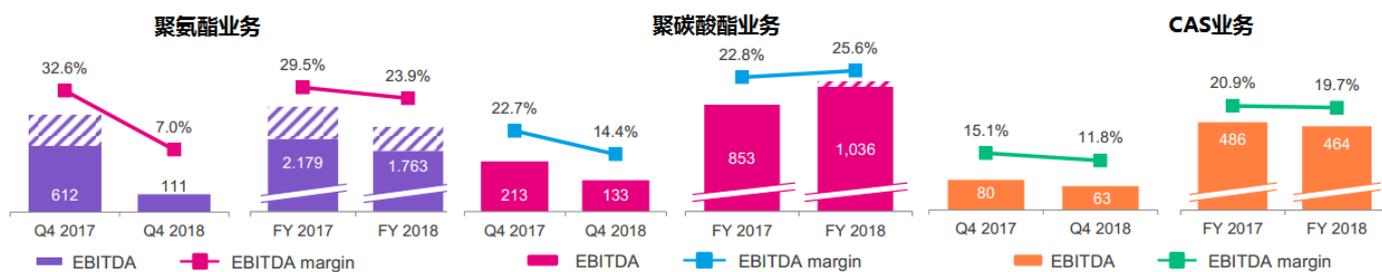
图 2：2018 年 Covestro 分地区营收及增长率（单位：百万欧元）



资料来源：Covestro

尽管全年所有部门的核心业务营收保持稳定并略有增长，然而增速同比下降。公司 2018 年特别是四季度所有部门的盈利能力有所下降。

图 3：Covestro 各业务 EBITDA 2018Q4 同比大幅下滑



资料来源：Covestro

1.2、对于 2018 年核心业务的市场回顾

1) 聚氨酯业务：尽管销量有所增长，但激烈的竞争导致 2018Q4 该业务的 EBITDA 利润率从 2017Q4 的 32.6% 降至 7%。MDI 方面，新产能的投放导致 MDI 的价格和盈利面临短期波动，一般来说，为了满足全球 MDI 的需求增长，供给端需要每年增加一个世界级规模的工厂相匹配，然而 2017 年第四

季度以后 2 家新工厂的投产导致供应端面临较大压力,导致 MDI 价格大幅下跌,尤其是在 2018Q4。TDI 方面,随着 2018 年底新产能的投放预计未来行业环境将会恶化。

2) 聚醚多元醇业务: 利润水平仍然略低于长期平均水平。

3) 聚碳酸酯业务: 受销量和价格的推动, EBITDA 利润率从 2017 年的 22.8% 上升至 2018 年的 25.6%。然而, 在 2018 年的最后两个季度, 由于中国新产能的增加, 通用级别的聚碳酸酯价格面临巨大压力, 聚碳酸酯业务的利润率从 2017Q 的 22.7% 下降到 2018Q4 的 14.4%。

4) CAS 业务: 由于涂料行业的疲软, 2018Q4 没有实现预期中的增长, 此外原材料价格尤其是 HMDA 价格的大幅上涨, 导致利润率从 2017Q4 的 15.1% 下降到 2018Q4 的 11.8%。

1.3、对于 2019 年核心业务的市场展望

尽管油价经历 2018 年 12 月的疲软之后有可能反弹, 但公司预计各主营业务不会很快出现复苏, 因为新的产能将在 2019 年进入市场, 尤其是 TDI 和聚碳酸酯业务。

1) **MDI 行业在下半年有望重归平衡:** 尽管去年第四季度全球需求放缓, 但公司预计短期和中期的需求结构将保持稳健。MDI 在全球仍是一个高增长行业, 增长率比全球 GDP 高出几个百分点。如前所述, 最近新增的供应在短期内造成了供应过剩。2019 年, 由于科思创原计划早些时候投产的布伦斯巴特尔(Brunsbüttel)工厂被推迟, 预计全球供需将在下半年重新平衡。从中期和长期来看, 公司对 MDI 行业的整体观点不变, 即 MDI 行业将保持平衡和吸引力。

2) **TDI 行业利润水平将继续下降:** 预计由于新工厂的不断增长和新宣布的产能计划, 中期的产能利用率将会降低。

3) **聚碳酸酯行业仍面临较大的新增产能压力:** 全球聚碳酸酯价格和盈利在 2018 年下半年出现了较大下滑, 这与公司之前的乐观预计出现了较大的偏差, 一些新的参与者已经宣布在亚洲增加产能, 公司认为未来聚碳酸酯需求的增长依旧十分可观, 并观察到在一些替代领域出现了潜在的积极趋势。然而新增的产能可能导致中期供应过剩。公司将密切观察新装置的建设进度, 以及新进入者参与竞争的具体领域。

2、风险分析

(1) 中美贸易谈判的不确定性; (2) 下游汽车、建筑和家电消费继续疲软; (3) 油价波动对盈利的不利影响, 油价上涨时纯苯等上游原料价格面临上涨的压力, 而油价下跌时原料端有可能面临库存损失。

附录: Covestro2018 年业绩说明会问答环节纪要 部分摘录

1) 关于公司营收增长的假设, 可否确认终端市场有哪些产品? 2019 年汽车产量的变化对于公司业务是否会构成消极影响?

2018 年汽车产量下降了 1%, 尤其是在第四季度出现了负增长, 2019 年全年公司的基础假设是与汽车相关的领域增长 1%。历史上看公司与汽车的相关业务增长总是比汽车产量高出 2% 左右。这表明如果这种情况 (汽车产量下滑) 继续下去, 公司相关业务将可能出现低至个位数的增长。

从各个区域而言, 公司在增长方面非常灵活, 但是很难说真正的增长将从何而来, 比如说难以预测欧洲汽车市场将会发生的事情, 以及中国汽车市场的刺激计划将如何发展。更复杂的是, 我们发现在传统大众市场上, 公司产品的优势已经不再明显, 而在快速增长的领域, 比如电动汽车、超级推进系统, 还有零排放汽车情况正好相反。因此很难说未来总体增长来自哪里, 但公司将在快速增长的市场中保持非常有利的位置。

2) 关于聚碳酸酯和 TDI 的竞争格局, 公司在对未来进行展望时考虑了 4 套新的聚碳酸酯装置和 3 套 TDI 装置, 由于这些工厂需要数年的时间获得批准以及进行建设, 为何这些规划能够如此之快落地? 如何理解对未来供应端的展望?

关于未来的市场竞争格局, 公司在聚碳酸酯领域已经宣布增加供应, 但是在 2018 年到 2023 年预测的产能中将会出现一些小调整。公司宣布了众多的新产能计划, 但是它们不会很快投入生产, 我们通常需要考虑到装置的按时交付并实现满产在技术上存在的巨大挑战, 往往新产能的释放会比我们宣布的计划滞后一年。此外对公司的投资而言, 保持通用级别产品的成本领先优势是绝对必要的, 我们处于聚碳酸酯行业成本曲线的左侧。这意味着即使在高度商品化的领域, 公司仍在寻求充分发挥成本优势的巨大机会。

关于 TDI, 没有新的进展, 我们有 3 个主要的工厂, 它们现在正在提高产能, 并将产能完全投入市场。令人遗憾的是这些工厂在过去被推迟了这么久, 而我们显然没有运行它们, 但现在所有这些产能都将投入使用。这些计划在技术角度上来看有多可靠, 目前仍是个疑问而且无法判断。此外 TDI 行业的成本曲线非常陡峭, 因此未来价格可能会进一步承压, 而目前正在接近 TDI 价格的最低点, 我们至少在 12 月和 1 月看到了第一次接近最低点, TDI 价格的下跌仍然有一些空间。

3) 预测 2019 年全球以及公司的 MDI、TDI 和聚碳酸酯的产能利用水平?

从计算的角度来讨论产能利用率, 我们认为 2019 年的 MDI 的供需平衡将基于 85% 的产能利用率, 再次强调, 我们在这里讨论的是平均行业利用率, 不同的参与者处在不同的分布区间。其中一个关键因素是你在成本曲线上的位置, 这意味着当某些厂家, 例如我们仍然在满负荷和满负荷运行时, 其他人很难找到生存空间, 因此行业平均开工率不一定能反映出各个参与者的利润率水平。对 TDI 而言, 预计全球开工率 86%, 根据我们对 2018 年的计算和 2019 年的预测, 我们会降到 77%。

5) 在聚碳酸酯方面, 公司把第四季度利润率的下降归咎于价格的变化。但是实际上价格的变化是相当温和的。为什么 Q4 的聚碳酸酯的利润率会急剧下降呢? 其次能否与我们分享一下您在该领域的同事对当前, 特别是在中国需求变化的看法? 中国在 2018 年 12 月和今年 1 月的需求明显疲软。

2018Q4 聚碳酸酯的毛利率下降, 主要是受原材料价格冲击的影响, 尤其是纯苯和苯酚等。第二个问题, 我们已经看到了相对良好的势头, 尤其是在中国, 但汽车需求仍然有些疲软, 尤其是在 1 月份。我认为, 随着中国政府出台一些刺激措施, 现在就讨论 2 月和 3 月的情况会如何发展还为时过早。但是就我们在全球看到的交易量而言, 这是一个良好的势头。

6) 公司在中国农历新年后的两周左右的订单情况?

我们在对于订单的情况只能做较短的判断, 但整体来看我们已经在中国新年走出了良好势头。

7) 春节后中国地区的去库存情况以及下游采购情况?

目前下游仍在去库存化, 我们认为库存水平正接近一个客户需要购买的水平, 尽管基于中国新年的原因, 下游采购已经出现一些动力, 但是客户的购买模式非常谨慎, 完全按需采购。我们看到这一点, 是因为我们的订单簿中的模式表明, 客户正在寻求较小的订单, 在这种情况下, 他们也要求更多的准时交货。这表明需求还存在, 但在各自的行业仍然存在高度不确定性。

8) MDI 的需求增长情况? 关于 MDI 的增长率, 万华的 CEO 在去年年底说过, 他预计 MDI 在中国的销量增长率会在中期下降, 这在一定程度上反映了建筑业增长率的下降。您能谈谈您是如何得出您所展示的 MDI 的 4% 到 5% 的增长速度的吗?

关于 MDI 的需求开发, 我们讨论的是平均增长率, 每年都会有一些波动。我认为这一点很重要。如果只服务于一个市场, 可以只着眼于这些单一市场, 但是我们正在服务多个市场。我们在欧洲、美国和墨西哥都有业务, 我们在中国也有业务。这意味着虽然我们看到中国经济正在放缓, 中国的建筑业和家电行业也在放缓, 但另一方面我们看到美国的建筑市场和对我们高保温产品的需求正在增长。同时我们也看到需求模式正在转变, 例如正从中国转移到其他为美国生产产品的国家, 例如墨西哥, 这就是为什么我们从全球的角度来做一个稍微不同的评估。我们只是稍微降低了全球对我们的 MDI 增长率的需求, 但只是调整了小数位, 所以仍然是 5%, 原则上, 我们认为未来几年对 MDI 的需求仍将高于 GDP 增速。

9) 关于目前 TDI 价格水平的看法?

关于 TDI 的价格如果看盈利水平的话已经处于历史低位。然而我们还必须考虑到, 这些价格水平是以较高的原料成本为代价的。在 12 月和 1 月, 我们已经看到 TDI 价格仍在逐步走低, 但它们还没有达到历史低点。因此, 这意味着, 还需要一段时间才能达到历史最低的 TDI 利润率水平。随着新增产能的投产, 这种情况仍有可能发生。一方面我们看到 1 月份 TDI 价格并没有显著下降, 另一方面从成本曲线的角度来看, 处于边际成本的生产者现金流尚未转负。因此从这个角度来看, 我认为我们已经非常接近了, 但还没有达到历史最低的利润率水平。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼