

Covestro : 2019Q2 业绩同比大幅下滑，环比保持稳定

——海外石化化工龙头半年报系列之一

行业专题报告

Covestro（科思创）是全球最大的聚合物生产商之一，聚氨酯、聚醚多元醇、聚碳酸酯和 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。

◆ 2019 年二季度 EBITDA 同比大幅下滑，环比保持稳定

公司 2019Q2 的 EBITDA 同比大幅下降，但环比相对稳定，符合公司的预期。自 2018 Q4 以来，公司产品价格整体基本持平，利润率趋于稳定，2019Q2 公司核心业务销量增长了 1.1%，表明公司在下游汽车行业弱势的情况下，成功抵御了整个行业的疲软，此外公司经营现金流依旧稳健。

◆ MDI 市场增长仍然保持正常

目前行业的产能利用率处于较低水平，这是由于过去一年中新增的产能所致。MDI 价格在过去几个月内的波动是短期事件的影响，例如 4 月底中国的几套装置的停车检修，以及下游客户的去库存和补库措施。但由于目前行业的波动以及需求前景仍不明朗，所以公司对年内的情况持谨慎态度。中期来看，预计目前的产能过剩将被不断增长的市场需求所吸收。

◆ 对于 TDI 而言，行业依然承受压力

在第二季度，尽管行业产能大幅增加，但是利润率并没有偏离低点。TDI 价格进一步下行风险有限，因为目前高成本的生产商仅能维持现金平衡。

◆ 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

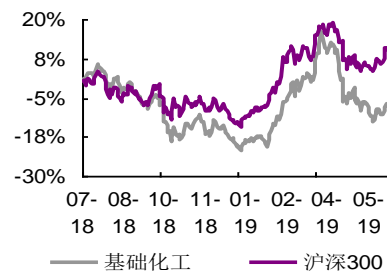
qiuxf@ebsecn.com

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

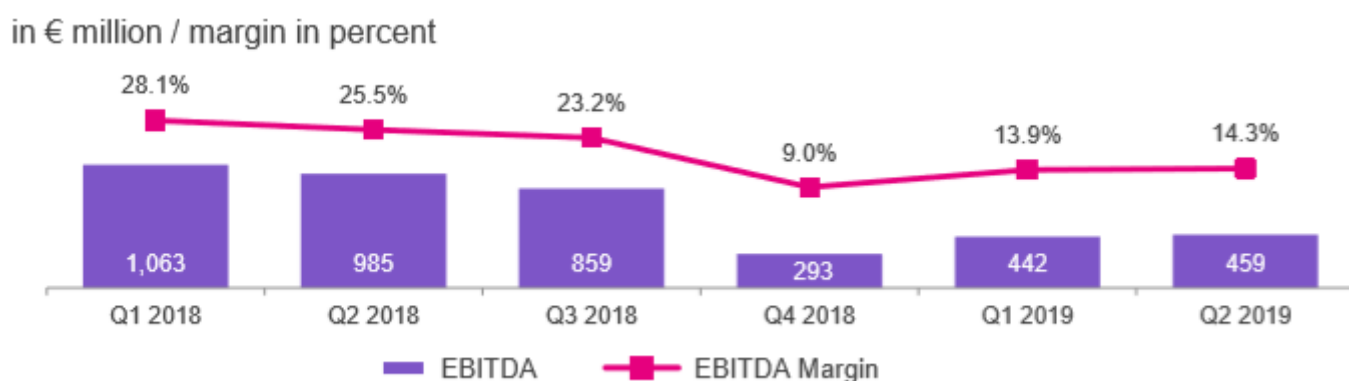
1、Covestro：全球最大的聚合物生产商之一

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，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。

2019 年二季度 EBITDA 同比大幅下滑，环比保持稳定

2019 年第二季度的情况虽然与 2018 年第二季度相比比较疲软，但符合公司的预期。但是 2018Q4 以来，公司产品价格整体基本持平，利润率趋于稳定，2019Q2 核心业务销量增长了 1.1%，表明公司在下游汽车行业非常弱势的情况下，成功抵御了整个行业的疲软。公司 2019Q2 的 EBITDA 同比大幅下降，但环比相对稳定，公司经营现金流依旧稳健

图 1：公司二季度 EBITDA 同比大幅下滑，环比保持稳定（单位：百万欧元）



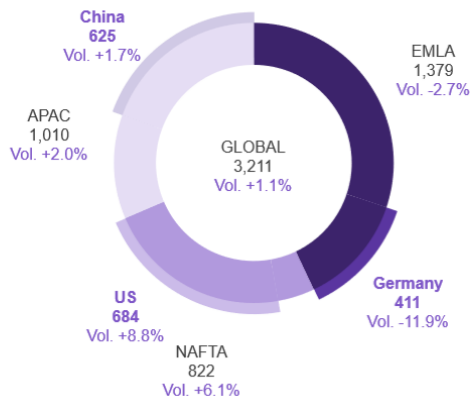
资料来源：Covestro

北美地区表现强劲，亚太需求持续疲软，其他地区更差

从各地区来看，北美是 2019 第二季度业绩增长最快的地区，尽管美国汽车产量下降，但核心业务销量仍然实现了 6% 的增长，同时在建筑、木材和家具、医疗等领域的两位数增长弥补了汽车和电子产品行业的弱势。亚太地区方面，由于经济放缓导致需求疲软，来自汽车和建筑业的业务销量减少，但电子产品、木材和家具行业的强劲增长弥补了汽车和建筑行业的不足，并实现了 2% 的正增长。欧洲、中东和拉丁美洲受到汽车行业需求疲软的影响最大。此外，德国较弱的工业生产导致多个行业的产量下降，虽然建筑、木材和家具领域的生产仍维持增长，但整体上无法弥补其他行业所造成的不足。

图 2：2019 年 Q2 Covestro 分地区营收及增长率（单位：百万欧元）

in € million / changes Y/Y



资料来源：Covestro

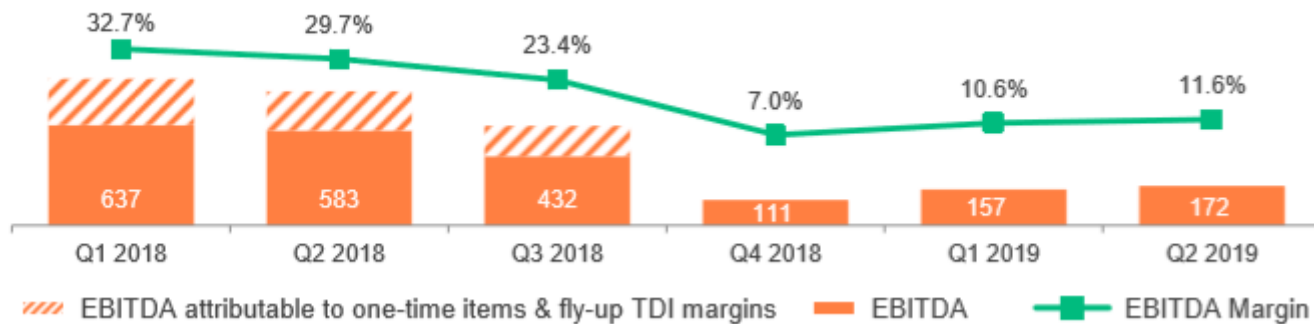
1.1、对于 2018 年核心业务的市场回顾

1) **聚氨酯业务**：2019Q2 营收环比略微增加，TDI 强劲的营收增长弥补了 MDI 的疲弱表现，而多元醇仍然保持在去年的水平。由于中国装置的维修，导致 MDI 的产量下降。

总体而言，第二季度 PUR 的 EBITDA 利润率为 11.6%，明显低于去年的水平，主要是由于 MDI 和 TDI 利润的显著下降。从季度环比来看，我们看到在 MDI 的利润提高和 TDI 数量增加之下，聚氨酯业务有小幅改善。

图 3：Covestro 聚氨酯业务业绩变化

in € million / margin in percent



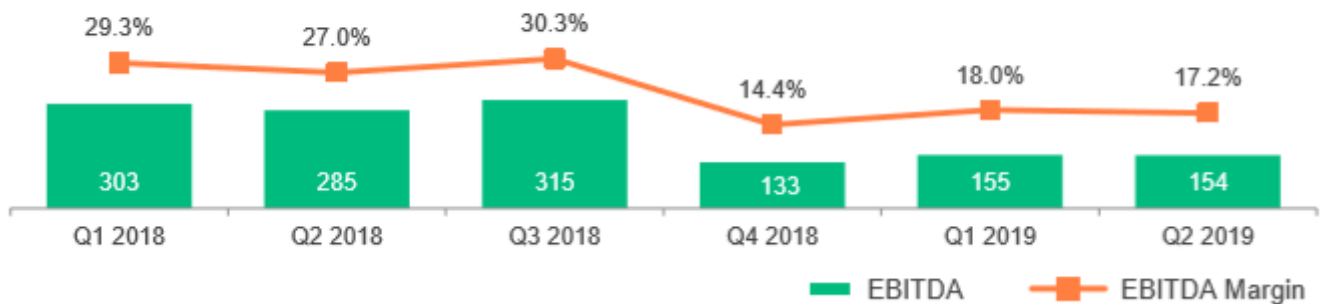
资料来源：Covestro

2) **聚醚多元醇业务**：聚醚多元醇的利润率继续低于长期平均水平，主要受美国市场疲软的影响。

3) **聚碳酸酯业务**：2019Q2 的销量实现了 4.4% 的增长。汽车需求下降的影响可以通过建筑、电子、医疗和其他小型行业的强劲增长来弥补。在所有地区（主要是通用级别产品）价格连续下跌后，价格明显低于上年水平，导致营收同比下滑了 15.0%。17.2% 的 EBITDA 利润率远低于去年的水平。与上一季度相比，由于持续的价格压力，该部门的利润率略有下降。但是科思创作为行业现金成本的领先者，可以灵活地实现销售业务的跨行业转移，从而抵消行业的低迷。

图 4: Covestro 聚碳酸酯业务业绩变化

in € million / margin in percent



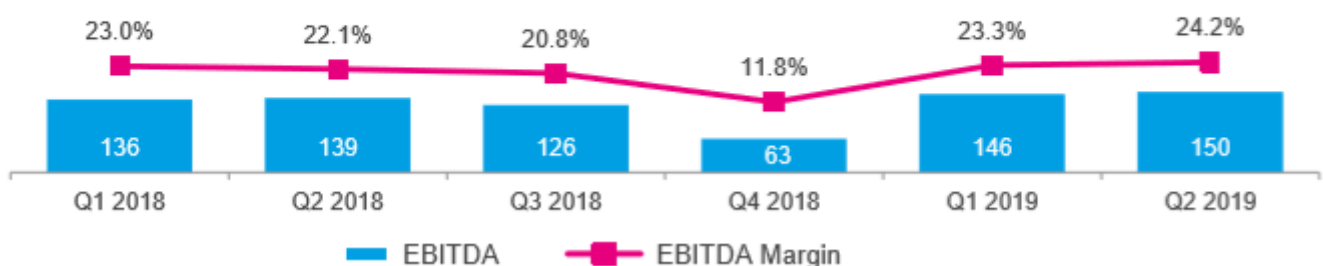
资料来源: Covestro

4) **CAS 业务**: 全球需求疲软对 CAS 业务的影响最为明显, 2019Q2 的销量下滑了 4.7%。

尽管产品价格环比保持平稳, 但销售收入仍同比下降 1.3%。即使积极的货币政策和对日本 DCP 公司 (DIC Covestro Polymer Limited) 的股权投资 (从 50% 提高到 80%) 也无法完全弥补销量的损失。EBITDA 与 2018 年第二季度相比增长了 7.9%, 主要得益于来自 DCP 投资收益的增加。对于 2019 年全年的销量预测, 公司仍维持之前的指引。但是鉴于年初的疲弱和目前的宏观经济的不确定性, 风险正在增加。但公司预计仍能实现 20% 的 EBITDA 利润率和强劲的自由现金流。

图 5: CovestroCAS 业务业绩变化

in € million / margin in percent



资料来源: Covestro

1.2、对于 2019 年核心业务的市场展望

1) **MDI 市场增长仍然保持正常**。目前行业的产能利用率处于较低水平, 这是由于过去一年中新增的产能所致。MDI 价格在过去几个月内的波动是短期事件的影响, 例如 4 月底中国的几套装置的停车检修, 以及下游客户的去库存和补库措施。但是由于目前行业的波动以及需求前景仍不明朗, 所以公司对年内的情况持谨慎态度。中期来看, 预计目前的产能过剩将被不断增长的市场需求所吸收。

2) 对于 TDI 而言, 行业依然承受压力。在第二季度, 尽管行业产能大幅增加, 但是利润率并没有偏离低点。TDI 价格进一步下行风险有限, 因为目前高成本的生产商仅能维持现金平衡。

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。

3、附录: Covestro2018 年业绩说明会问答环节纪要部分摘录

1) 就欧洲今年潜在的干旱情况, 莱茵河是否会面临低水位的危险? 就此危险你们是否有所准备?

关于莱茵河水位的影响和欧洲区的业务增长, 整体形势在下半年不会发生显著变化。关于 2018Q4 莱茵河水位的问题, 必须承认对公司的 EBITDA 造成了大约 5000 万欧元的影响。四种主要的交通方式包括管道、铁路、卡车和船只。莱茵河水位对船舶运输产生了影响, 公司将尽可能地做好准备, 补偿莱茵河水位下降的潜在影响。

如果这种情况会持续很长一段时间, 公司将会通过使用陆路工具, 比如铁路和卡车等去改善这一状况。如果这仅仅会在短期内有影响, 我们可以对原材料和产成品的库存水平进行控制。但我们没办法预测莱茵河水位未来将如何变化。如果它的情况比去年更糟, 我们将会做好准备。

2) 关于资本开支, 我注意到后期项目建设你们将需要一笔巨大的资本性支出, 但是现阶段经济并不会迅速回暖。在衡量未来三年的资本支出的金额和进度你们将会考虑哪些因素?

关于资本支出, 直言不讳地说, 我们会在整个过程中参考经济大环境的影响。所有资本支出项目我们都会对其全程进行严格监控和分析, 考虑其是否具有战略意义以及它们是否增值。我们的资本支出周期为 7 年, 因此我们不会要求公司在短期内着手这些项目。就其灵活性而言, 今年的九亿欧元是固定不变的; 其他的年份里, 我们的支出十分具有灵活性, 并且过去的数字已经证明了我们在面对长期的经济衰退时可以延长项目周期或者及时取消项目。但是, 我必须强调平衡战略目标的重要性, 因为资本支出是未来发展的基础, 与此同时, 我们所处的行业都呈现稳定且长期的、高于 GDP 的增长趋势, 尤其是 MDI。因此, 这也证明了资本支出计划的合理性。

3) 谈论重组的过程中, 你提到额外成本同比大致抵消了对 DPC 的重组收益, 约为 1900 万欧元。您对于第二季度实现的同比收益的看法是什么? 还有你认为这些数字在今年下半年将如何发展?

我们预计到 2021 年大约可以节省 3.5 亿欧元的成本开支, 2019 年公司正在努力实现累计节省 1.4 亿欧元, 比 2018 年增加了 9200 万欧元。而在重组成本方面, 公司预计 2019 年将大约产生 5000 万欧元费用, 由于都与人力有关, 且我们目前处在裁减人员的过程中, 因此需要一段时间才能体现出来对全年损益的影响。

4) 关于销量做了非常低的假设,但同时也提到了下半年将会有所上升,如果后期销量没有恢复,是否能实现业绩指引的下限?

我们已经明确表示我们的销量假设数据略低但仍在指导范围内,总体来看,我们需要在下半年同比增长6%,但请考虑我们去年的基数比较低,特别是去年第四季度。

5) 销量在本季度仅下降15%,这是否意味着相比差异化产品卖出了更多的通用产品?这是销量下滑较少的原因吗?

答案是肯定的,一切都很显然,特别是PCS,汽车行业市场非常疲软,所以我们将产品生产转移到其他下游领域。在汽车行业,我们有高度专业化的产品以及与原始设备制造商合作等等。我们有非常合适的价格以及非常有弹性的利润率,但是很明显,交易量正在下降,因此我们正在将方向转移到更低利润率的需求上。

6) Q3的需求情况,它高于还是低于Q2?

变化应该较为平坦。公司的产销率在二季度达到了较高水平。进入第三季度,能带来正面影响的并非需求的改善,而是我们可以提供更多的产量,因为我们减少了维修停产时间。由于上半年和第二季度较多厂商停车检修,所以后面的产能利用率将会提升。所以公司对后期的销量持有积极态度,第二季度限制我们的并非需求,而是供应方面。

7) Q3关于三个业务的展望?会采取一切必要措施来改善业务吗?产品价格全面疲软,如何应对当前环境的变化?短期内的资本开支计划不会改变?

CAS业务来自1900万欧元的重组收益不会重复,但Q3CAS的EBITDA将会有相当稳定的发展。

PUR细分市场也预计会大致稳定。

PCS方面:由于持续的价格压力,可能会略微下调PCS业务的预期,特别是在亚洲地区。

关于MDI,可以观察到公司在定价方面有点触底反弹,在TDI上还有一些空间可能会降低价格,但在这里再次重申,公司有成本壁垒,许多生产商现在处于负现金流。在聚碳酸酯方面,公司仍然认为价格可能会进一步下跌,而且,这里的一些生产商已经达到现金成本。

8) 3个业务的市场供应展望?HDMA供应是否已经恢复?

公司目前维持了较低的产能利用率,而高成本生产商正在逼近他们的现金成本。公司没有任何完全关闭的迹象,无论是暂时还是永久。

Trinseo宣布了他们将考虑其在欧洲的聚碳酸酯业务的所有战略选择进行全面审查。

并且另一个迹象是与过去几年有所不同,中国已经将聚碳酸酯从鼓励类的政策清单移除。我们也看到新产能增长开始放缓,从之前估计的11%可能降至5%。因此,有很多事情正在发生,但是在相应的行业中目前还没有完全关闭的迹象,5%这是粗略的数字,实际上非常难以真正判断。

关于 HDMA 的问题，汽车需求的减少意味着对尼龙 66 的需求减少，己二胺 HMDA 供应开始过剩。但 Butachem semi 的公司将会有更多的维护停工，Buta 化学公司将在 9 月停产，这绝对是至关重要的，因为这可能会导致市场进一步短缺，所以整体短期情况的压力不如今年年初。

9) MDI 利润率环比变化的判断?

从整个二季度来看，公司在四月特别是在中国的 MDI 价格更高，这得益于集中的停产维修和下游补库存，现在价格又下降了，表明这只是一个短暂的高峰期。

二季度的利润率要高于一季度水平，这不会是一个长期趋势，只是一个短期高点，可以看到 MDI 的价格又多少的回到了之前的位置。

迄今为止，北美的建筑行业维持活跃，包括对木材和家具的需求。在全球范围内，汽车行业市场表现疲软。公司认为建筑业实现两位数的增长，木材和家具实现两位数增长，汽车和运输业将会有个位数的负增长。而且这些数字在第三季度不会发生重大变化。

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