

Chemours：面临多重挑战，短期业绩仍承受压力

——海外石化化工龙头半年报系列之七

行业专题报告

Chemours 前身是杜邦公司高性能化学品事业部,于 2015 年 7 月完成与杜邦公司的拆分工作,成为一家独立的上市公司,目前是全球高性能化学品方面全球领先的供应商之一。公司主营业务有三个部门:钛白粉、氟化学品和特殊化学品,为遍及 130 多个国家/地区、5000 多家客户提供一流的产品、应用技术和以化学为基础的创新解决方案。

◆运营环境面临多重挑战,短期业绩承压

外部宏观经济承压和核心市场疲软导致公司盈利能力大打折扣。欧洲地区钛白粉需求低迷,同时受到不合法 HFC 制冷剂出口至欧洲的冲击,公司产量大幅减少,第二季度销售额仅为 14 亿美元。尽管美国和亚洲等地对车用制冷剂 Opteon 产品的推广非常理想,也无法抵消汇率波动和产品价格下滑等消极因素对公司业绩造成的影响,公司调整后 EBITDA 仅为 2.83 亿美元。公司预测下半年钛白粉和制冷剂等市场回暖可能性较小,公司全年利润水平将受到较大影响。

◆受欧洲地区非法进口 HFC 影响,制冷剂业绩大幅下滑

2019Q2 实现净销售额 7.11 亿美元,而去年同期为 8.01 亿美元。令人失望的二季度业绩反映了全球经济的不确定性,以及欧洲地区受非法进口 HFC 制冷剂的影响,导致产量与去年同期相比有所下降,价格同比降低 2%。由于净销售额下降以及上一季度运营问题的后续影响,本季度调整后 EBITDA 为 1.8 亿美元,同比下降 22%。

◆特殊化学品业务:价格上涨抵消销量下滑的影响

2019Q2 实现销售额为 1.3 亿美元,由于部分重要的下游客户自身运营出现问题,影响其自身矿山开采情况,致使下游市场需求疲软,造成公司特殊化学品业务销量同比出现下降,不过应用于采矿行业的化学品价格的上涨抵消了销量下滑的影响,2019 年第二季度的调整后 EBITDA 为 1600 万美元,同比增长了 4%。

◆钛白粉业务:下游需求疲软和价值稳定计划导致市场份额下降

钛白粉业务 2019Q2 的销售额为 5.67 亿美元,低于去年同期的 8.62 亿美元。由于公司推行了价值稳定计划(VS),因此在全球范围内的平均销售价格环比较为稳定,但是下游需求疲软导致市场份额有所减少,导致 Ti-Pure™ 钛白粉产销下降,而生产成本仍维持较高水平,分部调整后 EBITDA 为 1.27 亿美元,远低于去年二季度的 2.95 亿美元。

◆风险分析:(1) 宏观环境动荡导致核心市场疲软;(2) 非法进口 HFC 制冷剂流入欧盟;(3) 部分下游主要客户运营出现问题。

分析师

裴孝锋 (执业证书编号:S0930517050001)

021-52523535

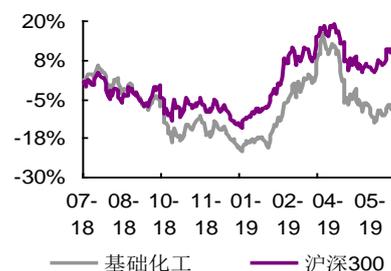
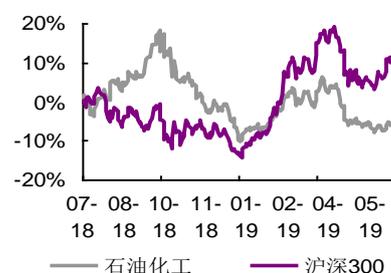
giuxf@ebsecn.com

赵启超 (执业证书编号:S0930518050002)

010-58452072

zhaogc@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源: Wind

1、Chemours：“经济疲软+非法进口”双重打击影响业绩表现

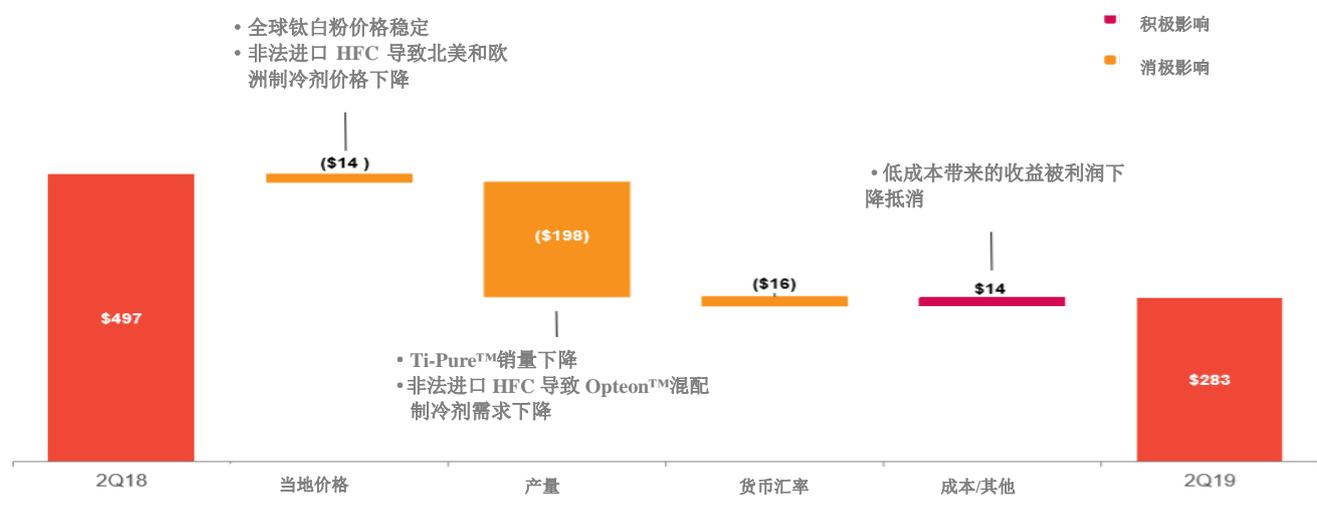
Chemours 前身是杜邦公司高性能化学品事业部,于 2015 年 7 月完成与杜邦公司的拆分工作,成为一家独立的上市公司,目前是高性能化学品方面全球领先的供应商之一。公司主营业务有三个部门:钛白粉、氟化学品和特殊化学品,为遍及 130 多个国家/地区、5000 多家客户提供一流的产品、应用技术和以化学为基础的创新解决方案。

面临多重挑战,全年盈利承受压力

外部宏观经济承压和核心市场疲软导致公司盈利能力大打折扣。欧洲地区钛白粉需求低迷,同时受到不合法 HFC 制冷剂出口至欧洲的冲击,公司产量大幅减少,第二季度销售额仅为 14 亿美元,相较去年同期大幅度缩水近 22%。尽管美国和亚洲等地对车用制冷剂 Opteon 产品的推广非常理想,也无法抵消汇率波动和产品价格下滑等消极因素对公司业绩造成的影响,公司调整后 EBITDA 仅为 2.83 亿美元,净利润为 0.96 亿美元。

根据公司预测,下半年钛白粉和制冷剂市场回暖可能性较小,公司全年利润水平将受到较大影响。由于第二季度财务表现不佳以及宏观经济不确定性增加,公司相应对 2019 年全年的盈利预期做出调整。目前预计 2019 年全年调整后的 EBITDA 在 10-11.5 亿美元范围内波动,资本支出预计约为 5 亿美元,现金流入约为 1 亿美元。

图 1: 公司 2019 年第二季度与 2018 年同期 EBITDA 对比 (单位: 百万美元)



资料来源: Chemours

核心业务需求偏弱, 第二季度销售额同比下滑收窄

1) 氟化学品业务: 2019 年第二季度氟化学品实现净销售额 7.11 亿美元, 而去年同期为 8.01 亿美元。尽管 Opteon 车用制冷剂在北美已经开始全面推广, 而亚洲地区也已经在日本开始了四代制冷剂 HFO 的推广, 但是公司令人失望的二季度业绩反映了全球经济的不确定性、北美地区涂料旺季开始时间晚于预期, 以及欧洲地区受非法进口 HFC 制冷剂的影响, 导致产量与去年同期相比有所下降, 价格同比降低 2%。由于净销售额下降以及上一季度运营问题的后续影响, 本季度调整后 EBITDA 为 1.8 亿美元, 同比下降 22%。

2) 特殊化学品业务: 2019Q2 该业务的销售额为 1.3 亿美元, 由于部分重要的下游客户自身运营出现问题, 影响其自身矿山开采情况, 致使下游市场需求疲软, 造成公司特殊化学品业务销量同比出现下降, 不过应用于采矿行业的化学品价格的上涨抵消了产量疲软的部分影响, 2019 年第二季度的调整后 EBITDA 为 1600 万美元, 同比增长了 4%。预计后期来自下游采矿业务的需求将继续增长, 其中美国市场需求尤为强劲。因此特殊化学品部门未来将成为公司主要的利润增长点。

3) 钛白粉部门: 2019Q2 钛白粉业务的销售额为 5.67 亿美元, 低于去年同期的 8.62 亿美元。由于公司推行了价值稳定计划 (VS), 并与客户签署保证价值协议 (AVA), 因此在全球范围内的平均销售价格环比较为稳定, 但是下游需求疲软导致市场份额有所减少, 导致 Ti-Pure™ 钛白粉产销下降, 而单位产品成本仍维持较高水平, 分部调整后 EBITDA 为 1.27 亿美元, 远低于去年第二季度的 2.95 亿美元。

2、风险分析

(1) 宏观环境动荡导致核心市场疲软; (2) 非法进口 HFC 制冷剂流入欧盟; (3) 部分下游主要客户运营出现问题。

3、附录: Chemours2019 年第二季度业绩说明会问答环节纪要部分摘录

1) 如何看待公司钛白粉产销的持续疲软? 根据观察行业的去库存阶段已经结束, 现在主要面临的压力是什么? 公司维持价格稳定的策略会不会让客户从氯化法钛白粉转而选择硫酸法钛白粉?

我们不认同现有的价格策略会迫使客户转而选择使用硫酸法钛白粉, 而且在目前阶段市场上也没有看到氯化法和硫酸法钛白粉市场份额间的明显变化。关于去库存的情况, 目前市场仍然面临需求疲软的问题。我们曾经在年初预测市场需求会出现改善, 结果却事与愿违。公司第二季度的确处在利润低点, 但坚信后期盈利能力将回归正常。

2) 公司每年销往欧洲市场合法的三代制冷剂 HFC 有多少? 非正常途径流入欧洲的 HFC 对公司有什么影响? 目前欧洲的 HFC 价格比之前的最高水平下降了多少?

我们在欧洲当地市场的份额大概占据了 20% 到 30%。

从全球其他地区通过不合法的途径销往欧洲的 HFC 对行业和公司造成了以下影响:

1) 公司的 HFC 销量受到影响, 在欧洲的销量出现了负增长, 此外欧洲的生产商也已经开始将美国作为销售的目标, 这对欧洲和美国市场的供给都造成了冲击; 2) HFC 的价格出现大幅下降: 由于配额外销售的 HFC 无需支付二氧化碳排放的成本, 因此在非法出口至欧洲的 HFC 冲击之下, 欧洲和美国的 HFC 价格均出现了大幅下降。3) 影响了我们对四代制冷剂 (HFO) Opteon 的推广, 因为 HFC 制冷剂对客户来说容易获得, 因而他们可以在很长一段时间内使用 HFC 制冷剂。

对此，我们和欧洲的其他供应商一直在尝试做出一些反应：1) 倡导立法，从税收角度打击非法渠道的 HFC；2) 继续努力提高公众对环境保护的认识；3) 资助执法当局对非法进口来源的调查，这样公司可以和执法当局共享信息。

因为 Opteon 是公司的明星产品，不仅基于公司财务方面考虑，更多的是对环境的贡献。对于公司和欧盟来说，合法进口都是非常重要的，因为这有助于持续减少二氧化碳的排放。环境问题尽管无法在短时间内解决，但是公司和同行都一直在致力于环保，不仅仅是为了盈利，更重要的是对全球环境的保护。

3) 氟化学品后期走势不及预期，同时面临进口方面的压力，这个季度的盈利能力是否和预期情况偏差不大？

公司对现在的运营状况非常满意。第一季度的业绩并不是很好，不仅仅是科珀斯，其他的装置也存在类似问题。但所有的问题都已经得到解决，科珀斯运行状况也非常好，后期不存在运营问题。但是单就氟化物而言，除非法进口问题之外我们同时面临一些宏观经济层面的问题。同行都面临来自半导体和汽车行业的压力，不过公司的应用开发水平不断提升，特别是在电子和半导体方面，汽车行业也在继续增长。

预计公司 Opteon 的销量将呈两位数增长，对聚合物的应用开发工作继续向前推进，所有的生产运营问题都会得到解决。

4) 受到市场紧缩的影响，大致描述一下公司对钛白行业看法？公司 2019 年后期以及 2020 的初步定价方法是怎样的？

从宏观环境来看，现在的市场表现不佳，需求较为疲软，但是下半年的市场相比较上半年将逐步回暖。公司对现如今整体宏观市场非常担忧，尤其是美国以外的国家。美国与中国的贸易摩擦没有缓和，为贸易带来不确定性。以上并不影响公司的市场地位，可以看到交易量不断攀升。后期的定价方面我们将会根据客户的需求保持一定的灵活性。

5) 预测 2020 年钛白行业的需求？从需求侧你们需要什么条件去弥补现有差距？

从长期来看，种种迹象都表明钛的需求会在后期复苏，公司预计复苏将始于下半年，后期需求将回暖。不过整个市场回暖过程较为缓慢，是一个循序渐进的过程。今年较早时期，钛白粉业务的技术发展计划给公司造成了部分亏损，但是 2020 年的时候公司市场份额以及产能会进一步扩大。第二季度钛白粉行业处于周期的底部。但是一旦跨过难关，整个局面就会迅速改善。公司的目标是在 2020 年重回之前的市场地位。此外现阶段我们在供给侧没有看到任何新情况的出现，因此夺回市场份额指日可待。

6) 钛白粉业务方面，公司来自 AVA 的销售量似乎有所下降，但是随着市场的增长，销量可能会回到原来的水平。但是如果消费者选择与其他供应商签订合同，公司将永远无法重新回到原来的销售水平。在公司现阶段市场份额减少的情况下，是不是有刺激其他市场参与者增加产能的行为？

公司相信客户忠诚度，原因如下：其一，公司的生产线运转优良；其二，不存在从氯化法转向使用硫酸法钛白粉的可能。

尽管有部分氯化法厂家选择了转向生产硫酸法钛白粉，但是这种做法反而使更多客户流向我们公司。至于第二个问题，其他供应商现阶段并不会增加产能。公司对投资经济学了如执掌，对于现阶段采取的战略非常有信心。将 2019 年钛白业务和 2016 年同期相比，现阶段虽然利润较少但是交易量很大，并且后期利润会阶梯式增加。

9) 公司钛白粉 EBITDA 利润率较上一季度轻微有所下降，是否是因为矿石成本上升？年底的矿石成本前景如何？

公司计算的是整年的矿石成本，现在展现的是分摊后的固定成本范围。后期矿石成本保持稳定。矿石成本的确会成为公司利润的压力来源之一。

10) 目前有多少矿石来自公司自己生产？后期是否会采取措施增加自有矿石的供给？

现阶段有 8%左右的矿石来自内部，后期可能会增加，但占比将继续保持在低于 10%的水平。虽然这样可以提高内部矿石利用率，但是现在需要额外的投资才能达到这个水平。用佛罗里达到弗吉尼亚的矿脉举例，这是公司自初期就一直在开采的山脊矿脉，因为它质量好，非常合适公司采用的生产工艺，给公司带来许多优势，同时与其他业务产生协同效应，实现采矿作业向环境友好型发展。

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见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