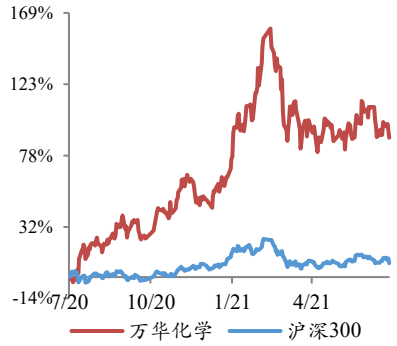
科思创德国 MDI 装置不可抗力，MDI 价差或继续反弹

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2021-07-04

收盘价（元）	103.95
近 12 个月最高/最低（元）	142.30/53.16
总股本（百万股）	3,140
流通股本（百万股）	1,424
流通股比例（%）	45.35
总市值（亿元）	3,264
流通市值（亿元）	1,480

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034
电话：13261762913
邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告

1. MDI 价差有望反弹，建筑建材或是未来爆发点 2021-06-20
2. 万华获穆迪 Baa2 评级，助力海外扩张计划 2021-05-13
3. 宁波 MDI 技改项目环评公示，将新增 60 万吨产能 2021-05-06

主要观点：

● **事件描述：**

7 月 2 日，据海外市场报道，科思创宣布其位于德国布伦斯比特的所有 MDI 产品，自当地时间 2021 年 7 月 2 日起不可抗力生效。

● **科思创德国 MDI 装置发生不可抗力，美国 MDI 等装置仍处于不可抗力状态，全球 MDI 供给收紧**

7 月 2 日，科思创宣布其位于德国布伦斯比特的所有 MDI 产品发生不可抗力。该 MDI 装置是在为了 8-9 月的装置例行检修备货时发生了停车，停车原因是生产系统的意外故障所致。目前，尚无法确定此情况会延续多久，但预计将会导致较大程度的聚合 MDI 和纯 MDI 的供货延迟。此外，科思创位于美国得克萨斯州的年产 33 万吨的 MDI 及其它产品装置，包括液碱、Makroblend 聚碳酸酯和盐酸(HCl)，仍然处于不可抗力中。

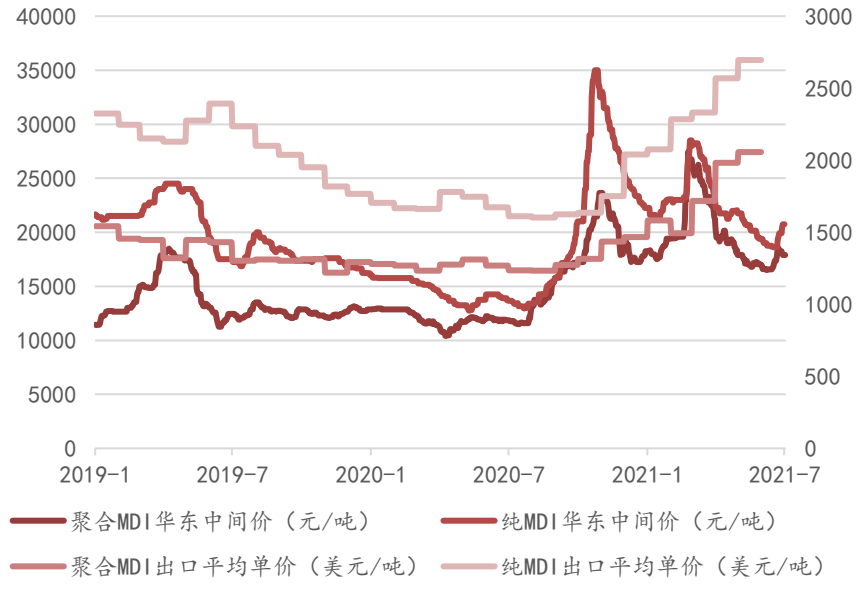
据百川盈孚，今年以来，全球 MDI 装置处于不可抗力和低负荷运行的装置数量较多，即使万华烟台扩产，全球 MDI 供给格局仍然较为紧张，尤其是海外市场。截止 6 月份，全球仍有约 466 万吨 MDI 产能没有处于满开状态，其中大部分集中在海外。MDI 的出口平均单价也不断提高，5 月份聚合 MDI 出口平均单价 2056 美元/吨，纯 MDI 出口平均单价 2696 美元/吨，均创 19 年以来的新高，反映了海外 MDI 市场供不应求。

图表 1 6 月全球 MDI 不可抗力统计

	厂家	产能（万吨/年）	装置动态
国内	上海亨斯迈	40	二期 24 万吨装置停车检修，预计一个月时间
	上海巴斯夫	19	装置运行负荷不高
国外	德国科思创	42	装置检修中，7 月 2 日再次宣布不可抗力
	瑞安 NPU	7	装置低负荷运行
	美国陶氏	34	因原料紧缺，装置处于停车状态
	美国科思创	33	低负荷运行
	美国巴斯夫	40	低负荷运行
	美国亨斯迈	50	低负荷运行
	欧洲亨斯迈	47	装置 3 月份开始检修，重启时间推迟至 6 月份
	沙特陶氏	40	装置低负荷运行，运行不稳定
	韩国锦湖	41	开工负荷一般，出口欧洲为主，停止中国报盘
	日本东曹	40	一半装置停车检修，大约 45 天
	东曹瑞安	8	装置低负荷运行
	韩国巴斯夫	25	装置停车检修

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 2 2019 年以来 MDI 华东价格及出口价格变化



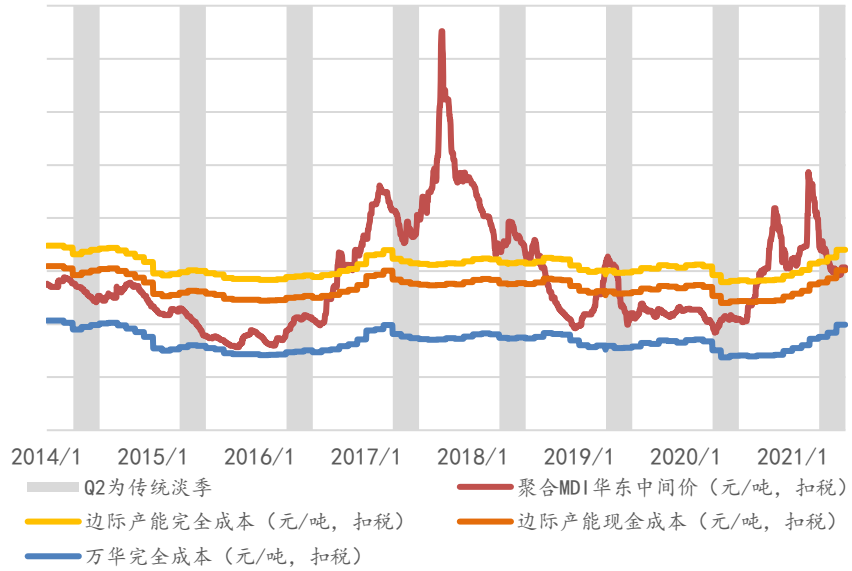
资料来源：wind，华安证券研究所

● **MDI 价格已击穿边际产能现金成本的情况下，科思创突发不可抗力有望加速价格反弹**

根据此前对 MDI 成本与价差的判断，目前 MDI 价格价差继续下行可能性不大，不可抗力催化下有望加快反弹。2021 年以来纯苯价格大幅上涨，月均价从 1 月的 4563 元/吨上涨到 7 月初的 8700 元/吨，而 MDI 价格经历 3 月高点后已经回落，导致聚合 MDI 价差从 3 月的 18250 元/吨下降到 6 月的 9988 元/吨，纯 MDI 价差从 3 月的 20479 元/吨下降到 6 月的 11901 元/吨。根据 6 月均价测算，万华聚合 MDI 单吨毛利润和单吨净利润分别约为 4000 元/吨和 2500 元/吨；万华纯 MDI 单吨毛利润和单吨净利润分别约为 3800 元/吨和 2300 元/吨。由于 MDI 占比最高的苯或苯胺大幅涨价，MDI 的生产成本大幅提升。当前价格下，MDI 市场价格已经低于边际产能（高成本的产能）的现金成本了，在即将到来的三季度传统旺季情况下继续下跌的概率不大。

目前，MDI 价格已出现反弹趋势，在海外供给紧张暂时无法缓解的情况下，受海外价格上涨影响，预计国内 MDI 价格将加速反弹。7 月 4 日，华东聚合 MDI 价格从 6 月初的 16950 元/吨上涨到现在的 17900 元/吨；华东纯 MDI 价格同样从 6 月初的 19350 元/吨上涨到现在的 20750 元/吨。

图表 3 聚合 MDI 价格曲线



注：以产能成本曲线后 20%产能为边际产能统计
资料来源：wind，环评报告，华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 208.16、227.72、255.90 亿元，同比增速为 107.3%、9.4%、12.4%。对应 PE 分别为 15.68、14.33、12.75 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

因公司人力规模扩大带来的内部管理难度增大的风险；公司核心产品因技术突破或合资经营等方式大规模扩散的风险；项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73433	104473	115388	127143
收入同比（%）	7.9%	42.3%	10.4%	10.2%
归属母公司净利润	10041	20816	22772	25590
净利润同比（%）	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
毛利率（%）	26.8%	33.3%	33.5%	33.5%
ROE（%）	20.6%	29.9%	24.7%	21.7%
每股收益（元）	3.20	6.63	7.25	8.15
P/E	28.47	15.68	14.33	12.75
P/B	5.86	4.69	3.53	2.77
EV/EBITDA	17.89	10.00	9.65	9.15

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	40526	36497	36123	39582
现金	17574	4566	4566	4566
应收账款	6309	7103	8425	9617
其他应收款	704	799	988	1093
预付账款	781	760	880	1040
存货	8704	12253	13130	14343
其他流动资产	6455	11016	8134	8922
非流动资产	93226	122070	146000	170141
长期投资	1314	1314	1314	1314
固定资产	56371	75162	90509	108186
无形资产	6905	9206	11232	13197
其他非流动资产	28636	36389	42945	47445
资产总计	133753	158567	182122	209723
流动负债	68134	76596	76532	77591
短期借款	38245	42231	37373	35356
应付账款	9156	10066	12248	13372
其他流动负债	20733	24299	26911	28863
非流动负债	13968	8730	8730	8730
长期借款	11822	6584	6584	6584
其他非流动负债	2146	2146	2146	2146
负债合计	82102	85326	85262	86321
少数股东权益	2870	3645	4492	5444
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2161	2162	2162	2162
留存收益	43479	64295	87067	112657
归属母公司股东权	48780	69597	92368	117959
负债和股东权益	133753	158567	182122	209723

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	16850	30789	41172	37190
净利润	10041	20816	22772	25590
折旧摊销	5236	10985	9913	8723
财务费用	1229	2656	2451	2279
投资损失	-179	0	0	0
营运资金变动	-411	-4502	5168	-383
其他经营现金流	11385	26152	18472	26954
投资活动现金流	-23855	-39889	-33863	-32893
资本支出	-23119	-39889	-33863	-32893
长期投资	-721	0	0	0
其他投资现金流	-16	0	0	0
筹资活动现金流	19813	-3908	-7309	-4296
短期借款	18211	3986	-4858	-2017
长期借款	5859	-5238	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4257	-2656	-2451	-2279
现金净增加额	12785	-13008	0	0

利润表 单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	73433	104473	115388	127143
营业成本	53766	69689	76790	84591
营业税金及附加	676	1008	1051	1185
销售费用	2939	3448	4381	4704
管理费用	1420	1985	2285	2464
财务费用	1076	2324	2314	2142
资产减值损失	-488	-59	-22	-28
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资净收益	179	0	0	0
营业利润	11825	25142	27143	30431
营业外收入	23	0	0	0
营业外支出	116	0	0	0
利润总额	11732	25142	27143	30431
所得税	1317	3552	3524	3889
净利润	10415	21590	23619	26542
少数股东损益	373	774	847	952
归属母公司净利润	10041	20816	22772	25590
EBITDA	17826	37135	37953	39810
EPS（元）	3.20	6.63	7.25	8.15

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	7.9%	42.3%	10.4%	10.2%
营业利润	-3.8%	112.6%	8.0%	12.1%
归属于母公司净利	-0.9%	107.3%	9.4%	12.4%
获利能力				
毛利率（%）	26.8%	33.3%	33.5%	33.5%
净利率（%）	13.7%	19.9%	19.7%	20.1%
ROE（%）	20.6%	29.9%	24.7%	21.7%
ROIC（%）	10.9%	18.3%	17.2%	16.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	61.4%	53.8%	46.8%	41.2%
净负债比率（%）	159.0%	116.5%	88.0%	70.0%
流动比率	0.59	0.48	0.47	0.51
速动比率	0.46	0.31	0.29	0.31
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.66	0.63	0.61
应收账款周转率	11.64	14.71	13.70	13.22
应付账款周转率	5.87	6.92	6.27	6.33
每股指标（元）				
每股收益	3.20	6.63	7.25	8.15
每股经营现金流	5.37	9.81	13.11	11.84
每股净资产	15.54	22.17	29.42	37.57
估值比率				
P/E	28.47	15.68	14.33	12.75
P/B	5.86	4.69	3.53	2.77
EV/EBITDA	17.89	10.00	9.65	9.15

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

联系人：曾祥钊，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

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；

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。