



Research and
Development Center

能源危机下的欧洲化工企业

2023年5月20日

证券研究报告

行业研究

行业深度报告

化工行业

投资评级

上次评级

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: +86010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

尹柳 化工行业研究助理

联系电话: +86010-83326712

邮箱: yinliu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES.CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

能源危机下的欧洲化工企业

2023年5月20日

本期内容提要:

◆**欧洲能源危机源于能源结构,化工行业受到一定影响。**欧洲的年度一次能源消费总量已经趋于稳定,从结构来看,2021年欧洲消费的一次能源中,石油占比34%,天然气占比25%,煤和可再生能源分别占比12%。由于欧洲自身能源储备产量少,对外有较高的依存度。2020年全球石油、天然气已探明储量主要集中在中东、北美等地区,欧洲在石油已探明储量中占比仅1%,在天然气已探明储量中占比仅2%;2021年石油对外依存度(净进口量/消费量)为77.48%,天然气对外依存度有83.58%,这也就从一定程度上导致了欧洲能源结构的脆弱性。而从进口结构中,俄罗斯的天然气又至关重要,2021年进口自俄罗斯的管道气占比为45%,LNG占比为16%。因此,当俄乌冲突爆发,俄罗斯减少输向欧洲的天然气,对整个欧洲能源是较大打击。2022年天然气价格与煤价格大幅上升,欧洲大量化工企业出现停产减产,受到影响。

◆**欧盟化工行业体系庞大,天然气在化工领域举足轻重。**根据欧洲化学工业理事会Cefic的统计,欧盟是全球第二大化工品生产区域。2020年全球化学品销售额3.47万亿欧元,其中,位列第一的是中国,总销售额为1.55万亿欧元,占比45%;位列第二的是欧盟27国,总销售额0.50万亿欧元,占比14%。其中,欧盟化工业主要集中于德、法、意、荷四国,占比近三分之二。天然气在化工中有重要的用途,一方面是作为原材料,天然气可通过生产合成气、乙炔和氢气等基础化工原料,进而通过一系列化工产品的传导,涉及大部分的化工品生产过程。另一方面是作为能源,价格上涨将抬升企业能源成本。因此,化学产品会受到天然气供给不足的影响。

◆**德国化工业在全球地位显著,受能源危机龙头企业减产。**2022年全球化工企业50强名单中,德国入围5家企业:巴斯夫(第1名)、科思创(第21名)、赢创(第23名)、拜尔(第34名)、朗盛(第49名),仅次于中国的9家、美国的8家、日本的6家,位居全欧洲之首,其中龙头企业巴斯夫更是蝉联化工行业榜首。我们分析了德国几个大型化工企业的2022年报,我们认为,2022年的俄乌冲突以及能源危机对企业的影响主要在于:(1)能源紧缺与成本提升。结合欧洲煤油气价格和企业年报来看,2022年欧洲能源价格对化工行业造成一定影响,企业能源成本有明显抬升。(2)售价提升。2022年几个欧洲化工企业销售额能保持同比正向增长,主要得益于售价提升带来的贡献。我们认为企业提升售价主要是为了应对成本的增加。而欧洲能源价格在2022年底冲高回落之后,2023年可能保持在相对高位。因而企业售价大幅调低的可能性不大。(3)销量下滑。巴斯夫、科思创等企业在2022年的销量均出现了下滑,我们认为这是能源供应紧缺和高通胀下需求下降等因素综合作用的结果。

◆**投资建议:**建议关注欧洲化工企业停产减产情况,关注欧洲化工品需求变化情况。

◆**风险因素:**产能建设不如预期的风险;下游需求大幅下降的风险;原材料价格大幅上涨的风险

目录

投资聚焦.....	5
欧洲能源危机.....	6
(一) 俄乌冲突给欧洲能源带来深远影响.....	6
(二) 欧洲能源对外依赖严重, 有着天然脆弱性.....	8
欧洲化工行业在全球地位不可忽视.....	10
(一) 欧盟是全球第二大化学品生产国.....	10
(二) 天然气在化工中的用途.....	13
(三) 俄乌冲突对欧洲化工行业的影响.....	14
从 2022 年报看俄乌冲突后的欧洲化工企业.....	16
(一) 巴斯夫: 2022 年出现亏损, 未来将削减成本和欧洲产能.....	16
(二) 科思创: 多产品占据全球领先地位, 2022 增收不增利.....	21
(三) 赢创: 2022 增收不增利, 公司预计 2023 年能源成本同比略高.....	27
(四) 拜耳: 2022 收入利润均增长, 能源成本占比低.....	31
(五) 朗盛: 2022 年收入利润均增长, 公司预计 2023 年收益同比下滑.....	33
投资建议.....	37
风险因素.....	37

表目录

表 1: 巴斯夫部分板块产能情况 (万吨).....	16
表 2: 巴斯夫毛利润敏感性分析 (百万欧元).....	20
表 3: 科思创的能源使用量.....	25
表 4: 科思创 2023 年全球经济增长预测.....	27
表 5: 科思创 2023 年集团关键管理指标预测.....	27
表 6: 赢创能源供给.....	30
表 7: 拜耳主营业务构成.....	31
表 8: 拜耳 2023 年全球经济前景预测.....	33
表 9: 朗盛主营业务构成.....	33

图目录

图 1: 英国布伦特原油现货价 (美元/桶).....	6
图 2: 欧洲天然气商品价格 (美元/百万英热单位).....	6
图 3: 欧洲 ARA 港动力煤现货价 (美元/吨).....	6
图 4: 欧元区制造业 PMI (%).....	6
图 5: EU27 周度进口天然气数量 (百万立方米).....	7
图 6: EU27 周度进口 LNG 数量 (百万立方米).....	7
图 7: EU27 周度从俄罗斯天然气数量 (百万立方米).....	7
图 8: EU27 周度天然气储量 (百万立方米).....	7
图 9: 世界主要经济体一次能源消费量 (艾焦).....	8
图 10: 2021 年欧洲一次能源消费结构.....	8
图 11: 2020 年全球各地区石油已探明储量占比.....	8
图 12: 2021 年全球各地区石油产量占比.....	8
图 13: 2020 年全球各地区天然气已探明储量占比.....	9
图 14: 2021 年全球各地区天然气产量占比.....	9
图 15: 2021 年欧洲 PNG 进口结构.....	9
图 16: 2021 年欧洲 LNG 进口结构.....	9
图 17: 世界化学品销售额前 10 名国家 (2021, b€).....	10
图 18: 欧盟化工业市场结构 (2021).....	10
图 19: EU27 化学品销售分布 (2021).....	11
图 20: EU27 化学品销售结构: 2011 对比 2021.....	11
图 21: 2020 年 EU27 化工业能耗来源.....	12
图 22: EU27 化工业能耗变化 (1990-2020).....	12
图 23: EU27 天然气能耗变化.....	12
图 24: EU27 电能能耗变化.....	12
图 25: EU27 石油能耗变化.....	13
图 26: EU27 固体燃料能耗变化.....	13
图 27: 天然气化工利用示意图.....	13

图 28: 合成气制造技术	14
图 29: 全球及各地区化工生产(不含药品)变化趋势	15
图 30: 巴斯夫生产基地	18
图 31: 巴斯夫收入及同比增速(百万欧元, %)	19
图 32: 巴斯夫净利润及同比增速(百万欧元, %)	19
图 33: 2022 年巴斯夫各地区收入占比	19
图 34: 2022 年巴斯夫各地区投资额占比	19
图 35: 巴斯夫季度收入(百万欧元)	20
图 36: 巴斯夫毛利率	20
图 37: 2022 年科思创主要产品	21
图 38: 科思创生产及研发基地	22
图 39: 科思创欧洲工厂分布	22
图 40: 科思创的多个产品均处于全球领先地位	23
图 41: 2022 年科思创各地区收入分布	23
图 42: 2022 年科思创各国家收入分布	23
图 43: 2022 年科思创多产品成本均处于全球较低水平	24
图 44: 科思创收入及同比增速(百万欧元, %)	24
图 45: 科思创净利润及同比增速(百万欧元, %)	24
图 46: 科思创 2022 年能源成本	25
图 47: 科思创季度业绩表现	26
图 48: 科思创 2022 年各地区收入(百万欧元)及销量变化情况	26
图 49: 科思创 2022 年四季度各地区收入(百万欧元)及销量变化情况	26
图 50: 赢创的部分产品	28
图 51: 赢创 2022 年各业务板块收入占比	28
图 52: 赢创 2022 年各地区收入占比	28
图 53: 赢创收入及同比增速(百万欧元, %)	29
图 54: 赢创净利润及同比增速(百万欧元, %)	29
图 55: 赢创能源成本发展	30
图 56: 赢创对 2023 年全球经济的预测	31
图 57: 拜耳收入及同比增速(百万欧元, %)	32
图 58: 拜耳净利润及同比增速(百万欧元, %)	32
图 59: 朗盛主要产品	33
图 60: 2022 年朗盛各地区收入分布	34
图 61: 朗盛收入及同比增速(百万欧元, %)	35
图 62: 朗盛净利润及同比增速(百万欧元, %)	35
图 63: 2022 年朗盛分地区直接和间接能源消耗情况	36
图 64: 2022 年朗盛能源消耗(千焦耳, 千欧元的销售额)	36

投资聚焦

市场对欧洲能源危机的理解可能不够深入。市场普遍认为，欧洲能源危机是俄乌冲突所致，俄罗斯天然气供给的减少导致了这场能源危机。但是，欧洲能源危机从俄乌冲突爆发之前便已有所征兆，主要是欧洲能源储备少、依赖性强的能源结构所致，俄乌冲突只是起到了导火索作用而非根本原因。若要从本质上缓解这场能源危机，一方面欧洲内部要加强天然气进口的稳定性；另一方面要加快能源的转型，逐渐将可再生能源、新能源等用于化工生产，从而减少对传统能源的过度依赖。

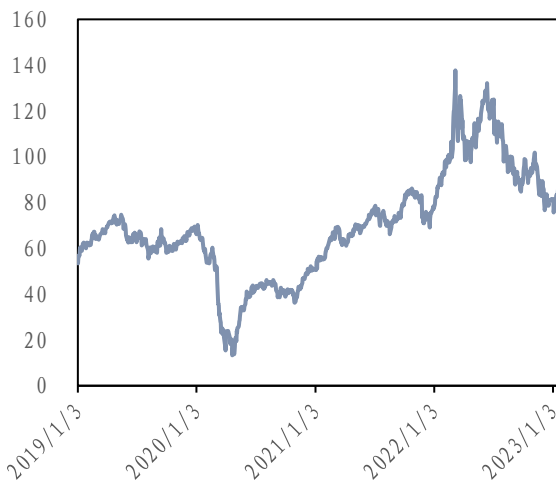
在欧洲化工品生产受到能源危机的影响的背景下，市场较少关注到欧洲需求也在随之下滑。我们认为欧洲需求在下滑，主要原因是企业为了缓解成本压力，提升产品价格，且涨幅不小，抑制终端需求。因此，我们认为看待欧洲化工品投资机会时，需要将供给和需求结合，关注需求下滑的情况。

欧洲能源危机

（一）俄乌冲突给欧洲能源带来深远影响

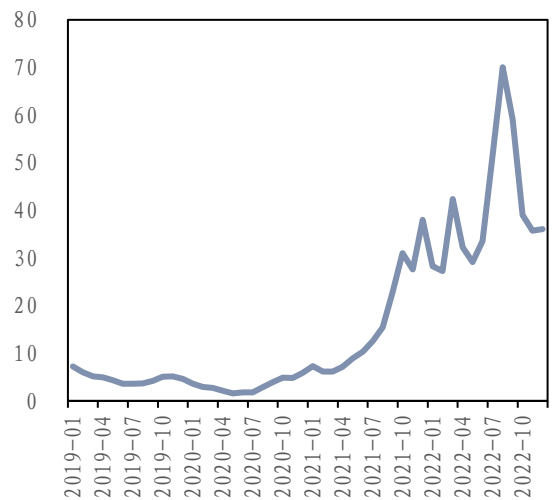
自 2022 年 2 月俄乌冲突事态升级至今已有一年多时间，俄乌冲突深刻影响了欧洲甚至全球的煤油气等能源价格。**煤**：2022 年欧洲 ARA 港动力煤现货价年均价达到 249 美元/吨，6 月 24 日冲高至 409 美元/吨，达到有史以来最高位。**油**：2022 年布油年均价达到 101.47 美元/桶，达到 2014 年以来的高位水平，2022 年 3 月 8 日价格达到年内最高的 137.71 美元/桶。**气**：2022 年欧洲天然气价格年均价达到 40.34 美元/百万英热，8 月达到 70.04 美元/百万英热，是有史以来的最高位。2022 年下半年以来，在欧洲加大从美国进口天然气、暖冬等综合作用下，欧洲能源价格出现明显回落。

图 1：英国布伦特原油现货价（美元/桶）



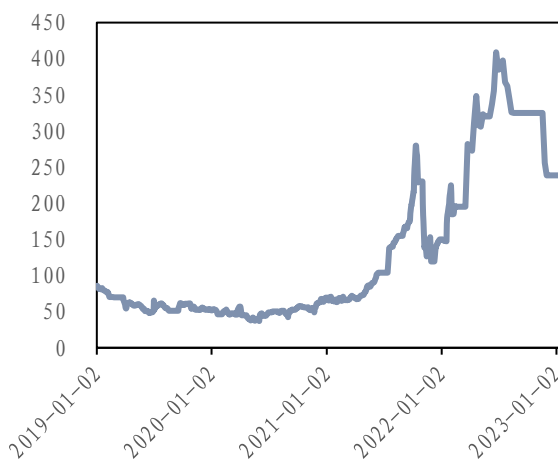
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2：欧洲天然气商品价格（美元/百万英热单位）



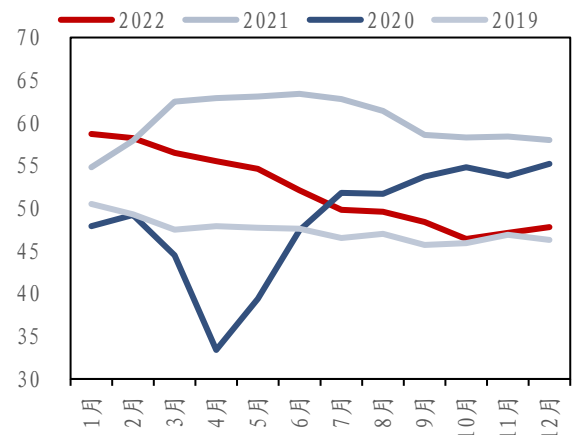
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3：欧洲 ARA 港动力煤现货价（美元/吨）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 4：欧元区制造业 PMI (%)



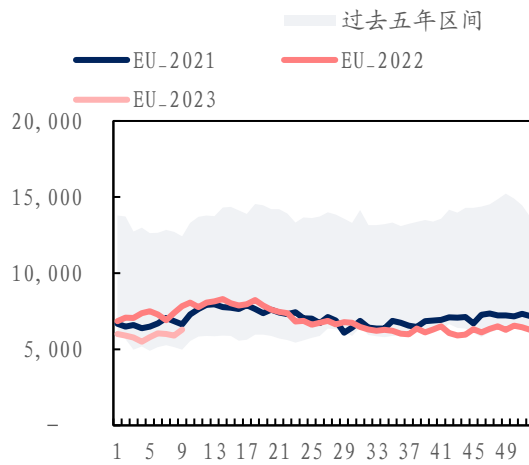
资料来源：wind，信达证券研发中心

俄乌冲突以来，俄罗斯输向欧洲的天然气持续减少。2022 年 2 月俄乌冲突事态升级后，俄罗斯切断或削减了保加利亚、波兰等国的天然气供应；德国暂停北溪 2 号项目；2022 年 9 月 27 日晚，北溪一号及二号管线均发生爆炸。欧洲的天然气因此相对紧缺，同时进口结构

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>6

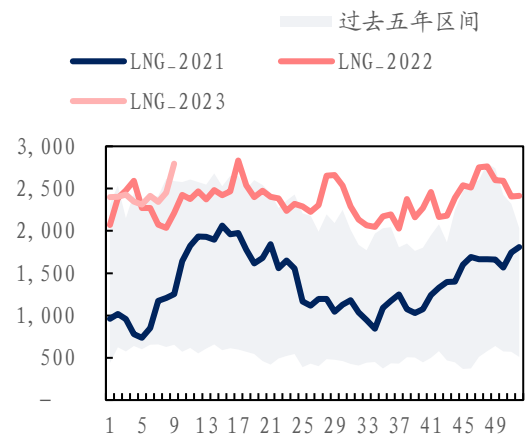
有了显著变化，来自俄罗斯的进口气显著减少，来自美国等地的 LNG 有了明显提升，使得欧洲总体天然气进口量仍能处于前五年历史区间内，但总体供应处于较低水平。

图 5: EU27 周度进口天然气数量 (百万立方米)



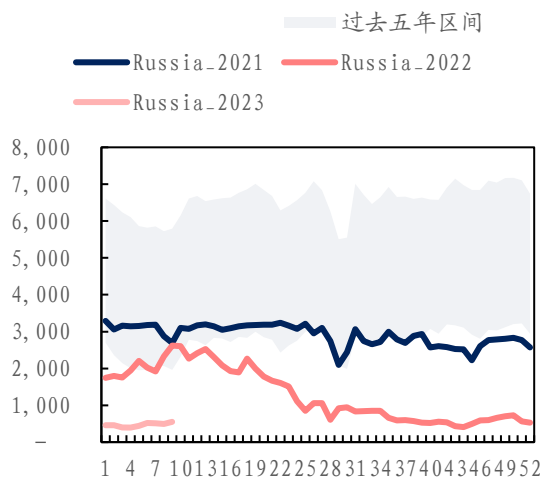
资料来源: bruegel, 信达证券研发中心

图 6: EU27 周度进口 LNG 数量 (百万立方米)



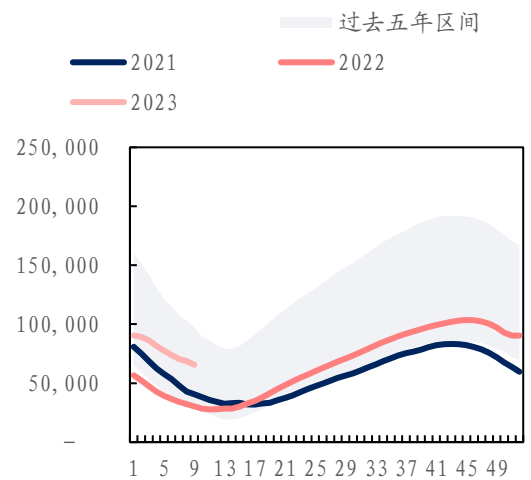
资料来源: bruegel, 信达证券研发中心

图 7: EU27 周度从俄罗斯天然气数量 (百万立方米)



资料来源: bruegel, 信达证券研发中心

图 8: EU27 周度天然气储量 (百万立方米)

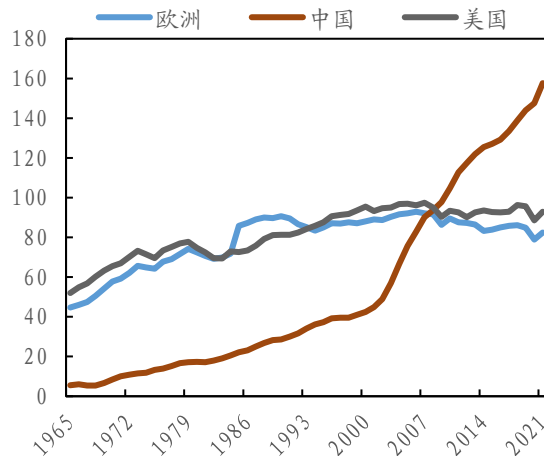


资料来源: bruegel, 信达证券研发中心

（二）欧洲能源对外依赖严重，有着天然脆弱性

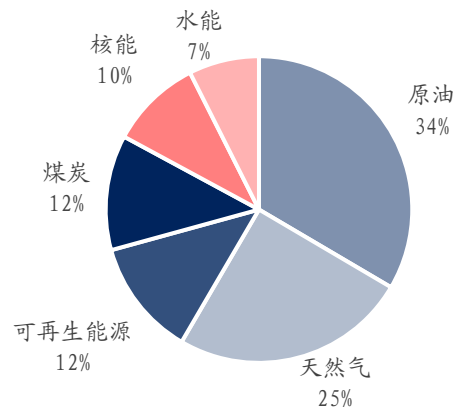
欧洲的年度一次能源消费总量已经趋于稳定。历史来看，2011年-2021年欧洲一次能源消费量 CAGR 为-0.60%，美国为 0.04%，中国为 3.40%，欧美发达地区的一次能源消费量已经进入稳定阶段。从结构来看，2021年欧洲消费的一次能源中，原油占比 34%，天然气占比 25%，煤和可再生能源分别占比 12%。

图 9：世界主要经济体一次能源消费量（艾焦）



资料来源：BP，信达证券研发中心

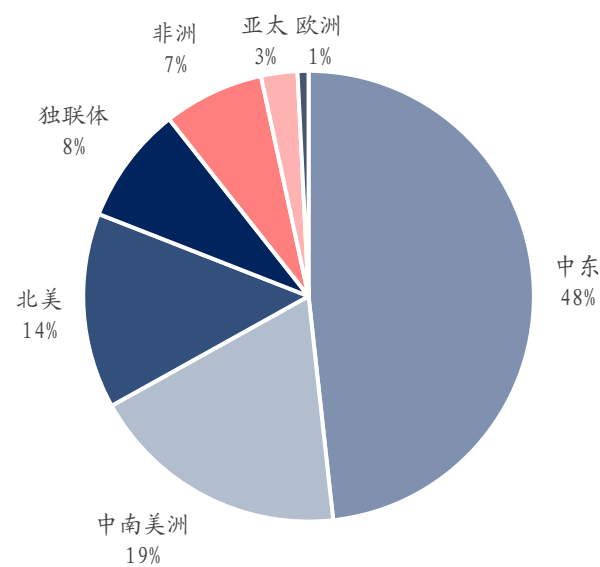
图 10：2021 年欧洲一次能源消费结构



资料来源：BP，信达证券研发中心

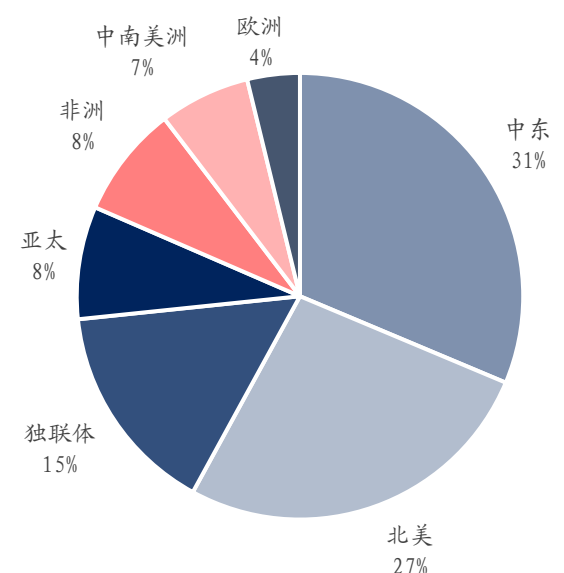
欧洲自身能源储量和产量少，对外依存度高。2021年欧洲消耗一次能源 82.38 艾焦，在全球占比 13.84%。储量方面，2020 年全球石油、天然气已探明储量主要集中在中东、北美等地区，欧洲在石油已探明储量中占比仅 1%，在天然气已探明储量中占比仅 2%。产量方面，2021 年欧洲石油产量占比为 4%，天然气产量占比为 5%。2021 年石油对外依存度（净进口量/消费量）为 77.48%，天然气对外依存度有 83.58%。

图 11：2020 年全球各地区石油已探明储量占比

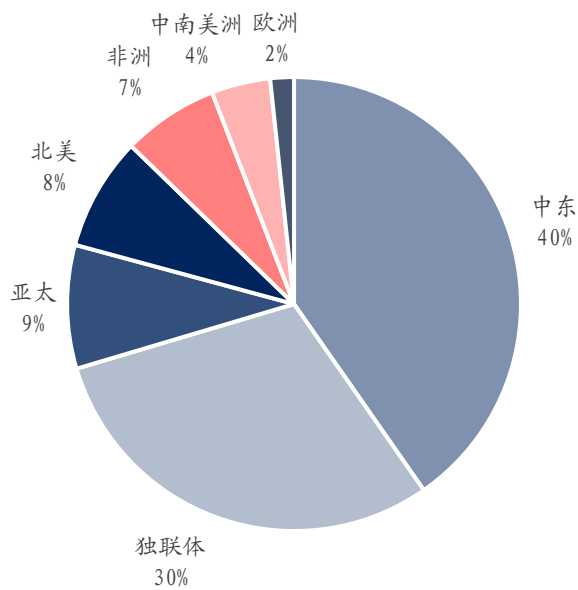


资料来源：BP，信达证券研发中心

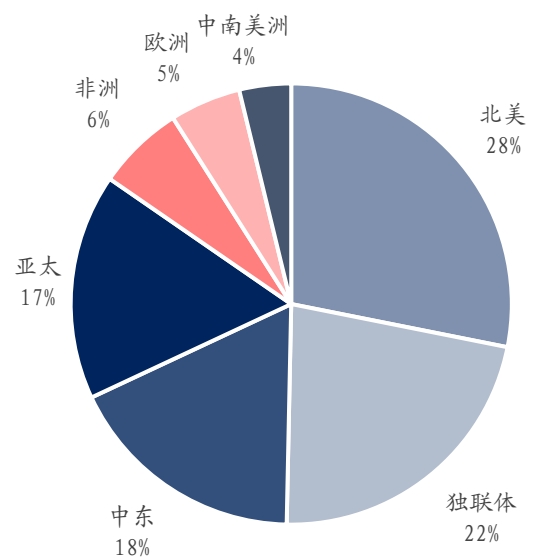
图 12：2021 年全球各地区石油产量占比



资料来源：BP，信达证券研发中心

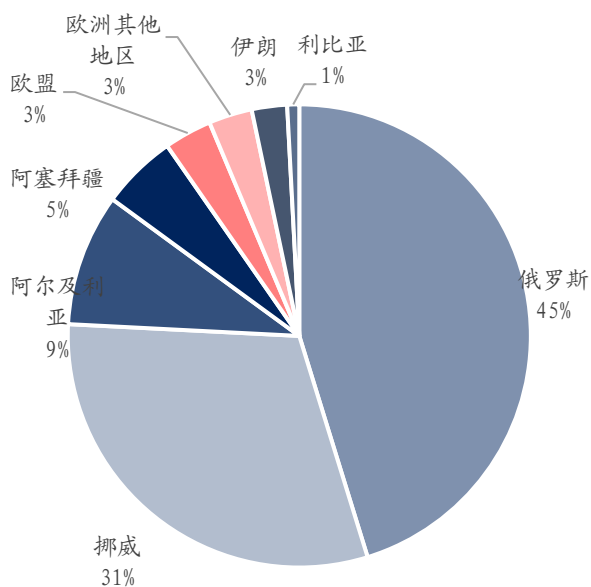
图 13: 2020 年全球各地区天然气已探明储量占比


资料来源: BP, 信达证券研发中心

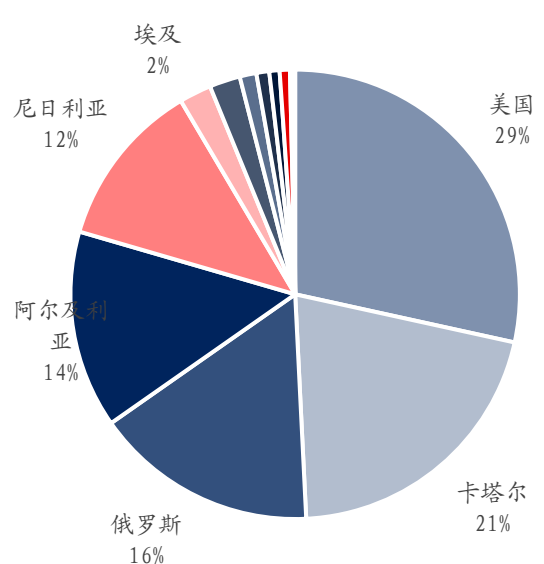
图 14: 2021 年全球各地区天然气产量占比


资料来源: BP, 信达证券研发中心

俄乌冲突前, 俄罗斯的天然气对欧洲至关重要。天然气可分为管道气 PNG 和液化天然气 LNG, 2021 年欧洲消费天然气 5711 亿立方米, 进口管道气 3691 亿立方米, 进口 LNG1082 亿立方米, 其中从俄罗斯进口管道气 1670 亿立方米, 从俄罗斯进口 LNG174 亿立方米, 来自俄罗斯的天然气占消费量的 32.29%。俄罗斯主要通过管道运输到欧洲, 最重要的管道是北溪一号。

图 15: 2021 年欧洲 PNG 进口结构


资料来源: BP, 信达证券研发中心

图 16: 2021 年欧洲 LNG 进口结构


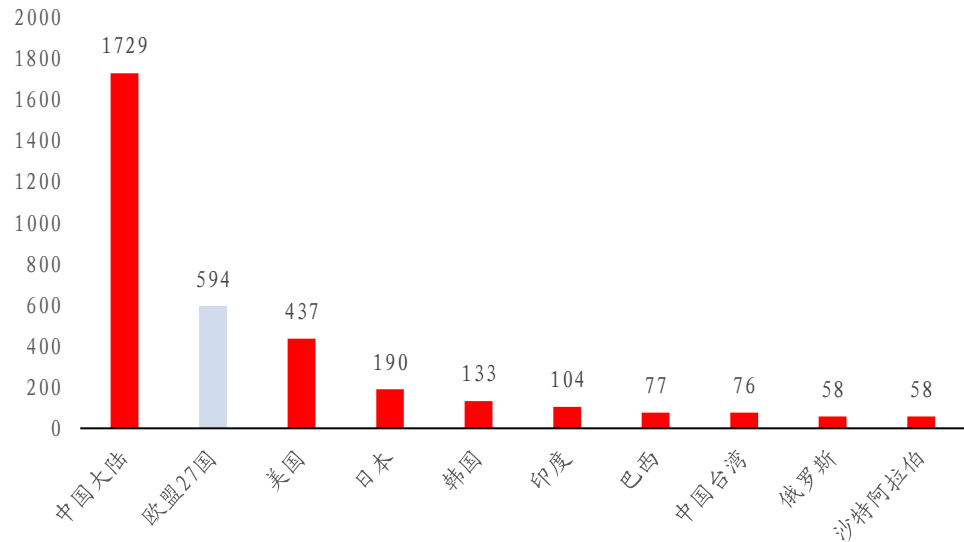
资料来源: BP, 信达证券研发中心

欧洲化工行业在全球地位不可忽视

（一）欧盟是全球第二大化学品生产国

根据欧洲化学工业理事会 Cefic 的统计，欧盟是全球第二大化工品生产区域。2021 年全球化学品销售额 3.46 万亿欧元，其中，位列第一的是中国（1.73 万亿欧元，占比 50%），位列第二的是欧盟 27 国（0.59 万亿欧元，占比 17%）。

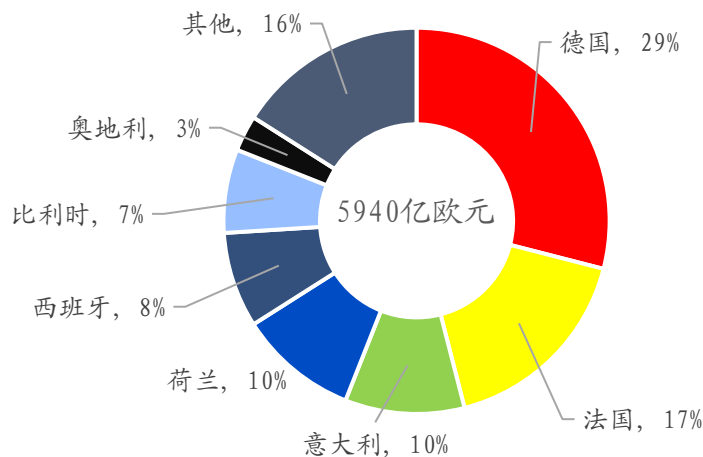
图 17：世界化学品销售额前 10 名国家（2021，b€）



资料来源：Cefic Chemdata International 2023，信达证券研发中心

按国家来看，2021 年欧盟 27 国的化工品主要由德国、法国、意大利、荷兰四个国家生产，四国占比近 2/3。

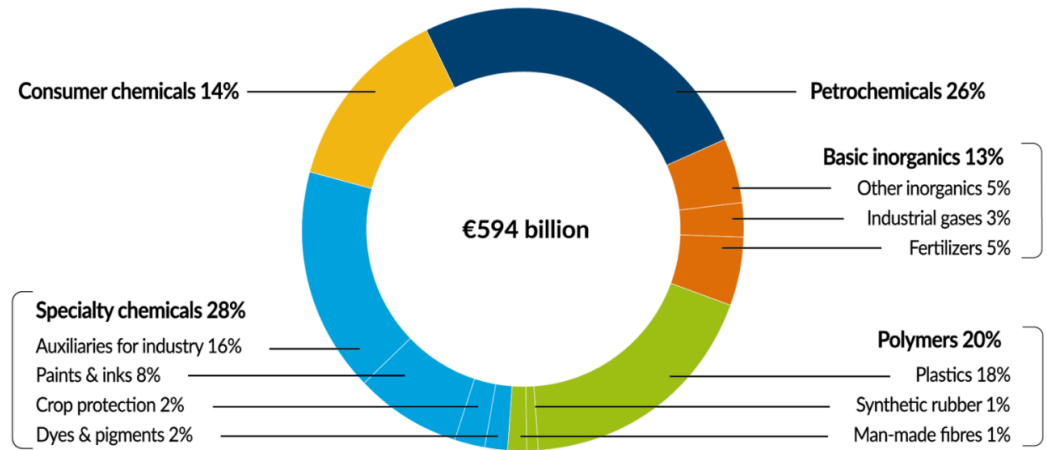
图 18：欧盟化工业市场结构（2021）



资料来源：Cefic Chemdata International 2023，信达证券研发中心

按产品来看，2021 年欧盟化学品中，特种化学品（工业用辅材、油漆油墨、植保用品和颜料&填料）占比 28%，石化产品占比 26%，聚合物（塑料、合成纤维、合成橡胶）占比 20%，消费化学品占比 14%，无机物（肥料、工业其他和其他无机物）占比 13%。

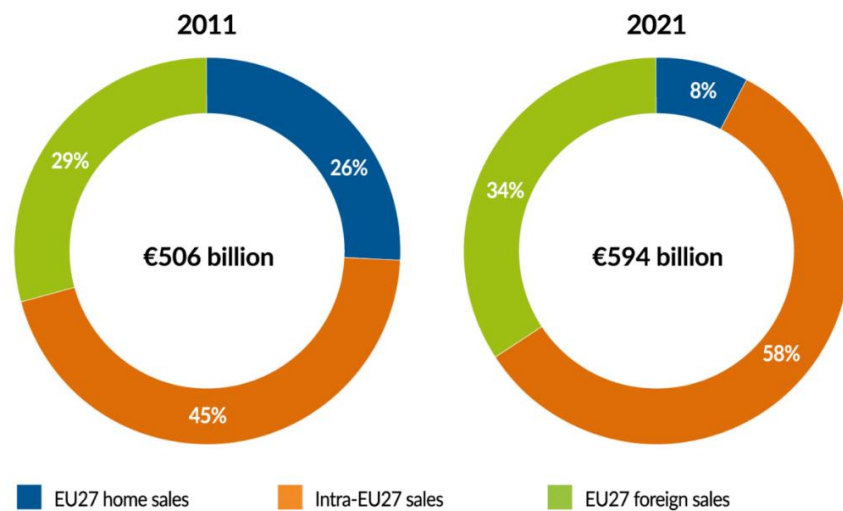
图 19: EU27 化学品销售分布（2021）



资料来源: Cefic Chemdata International 2023, 信达证券研发中心

按贸易流向来看，2011 年和 2021 年欧洲化工品仅有 30% 对外贸易，有 70% 自己消耗，且主要的增量来自成员国之间互相销售的市场。

图 20: EU27 化学品销售结构：2011 对比 2021



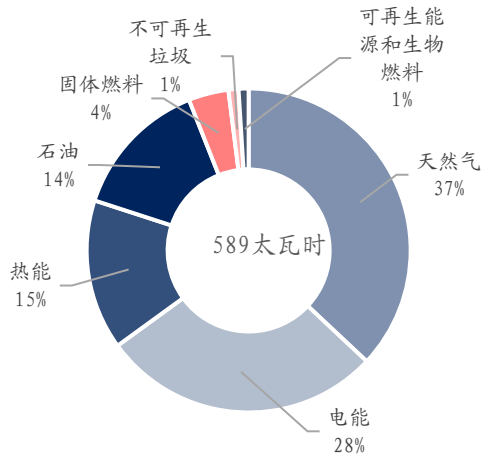
资料来源: Cefic Chemdata International 2023, 信达证券研发中心

2020 年欧盟化工业共计消耗能源 589 太瓦时，其中以天然气、电能和热能为主，三者分别消耗 217.9 太瓦时、164.9 太瓦时、88.4 太瓦时，分别占总消耗量的 37%、28%、15%，合

计占行业总能耗的 80%，其中天然气、电能能耗约三分之二。

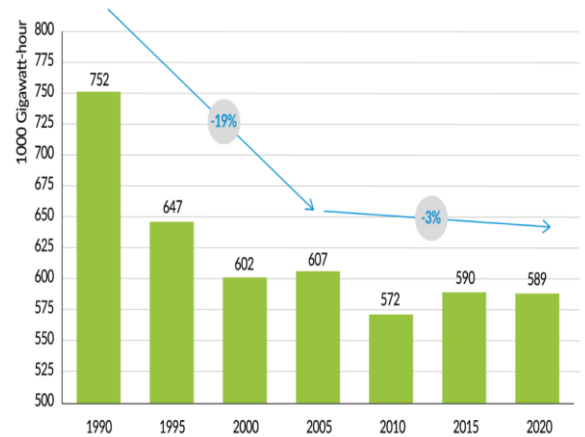
从 1990 年开始，欧盟化工品能源消耗量大体上呈现下降趋势。其中 2010 年降至最低，仅 572 太瓦时。根据 Eurostat 的数据，欧盟 2020 年能源消耗量为 589 太瓦时，相比 1990 年下降了 22%，相比 2005 年下降了 3%。

图 21：2020 年 EU27 化工业能耗来源



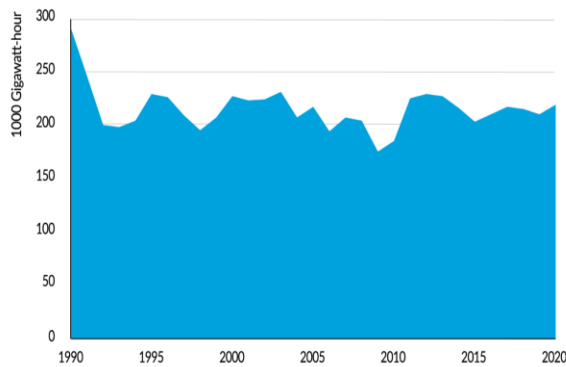
资料来源：Eurostat, cefic, 信达证券研发中心

图 22：EU27 化工业能耗变化（1990-2020）



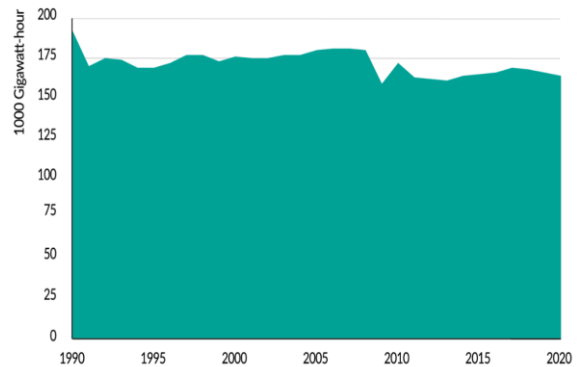
资料来源：Eurostat, cefic, 信达证券研发中心

图 23：EU27 天然气能耗变化

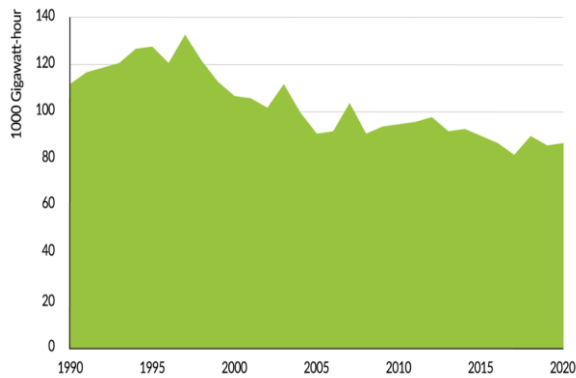


资料来源：Eurostat, cefic, 信达证券研发中心

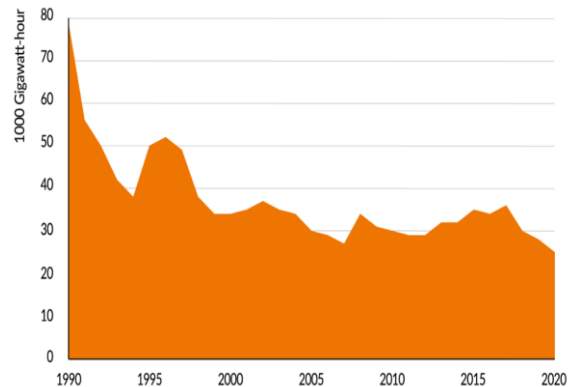
图 24：EU27 电能能耗变化



资料来源：Eurostat, cefic, 信达证券研发中心

图 25: EU27 石油能耗变化


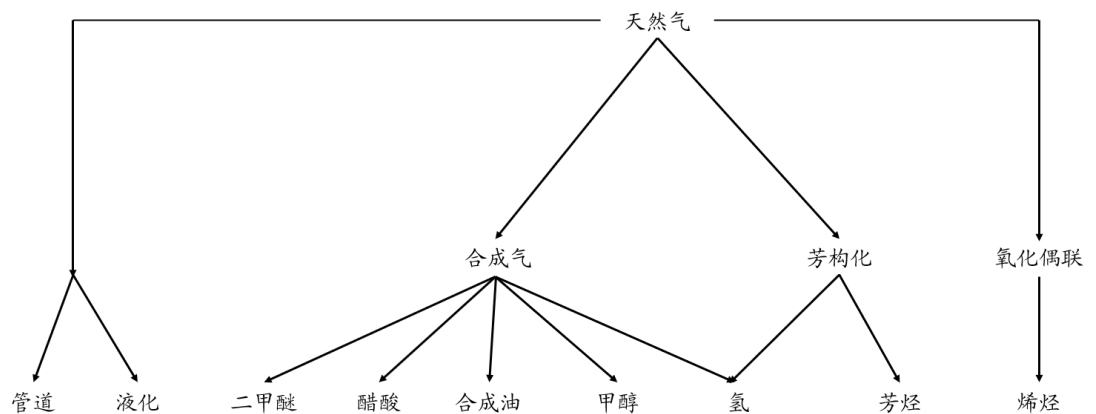
资料来源: Eurostat, cefic, 信达证券研发中心

图 26: EU27 固体燃料能耗变化


资料来源: Eurostat, cefic, 信达证券研发中心

(二) 天然气在化工中的用途¹

天然气在化工行业中的用途，一方面是作为原材料，天然气可通过生产合成气（CO+H₂）、乙炔和氢气等基础化工原料，进而向下游进行传导，涉及大部分的化工品生产过程。另一方面是作为能源，价格上涨将抬升企业能源成本。

图 27: 天然气化工利用示意图


资料来源: 《天然气化工利用现状及发展动向》，信达证券研发中心

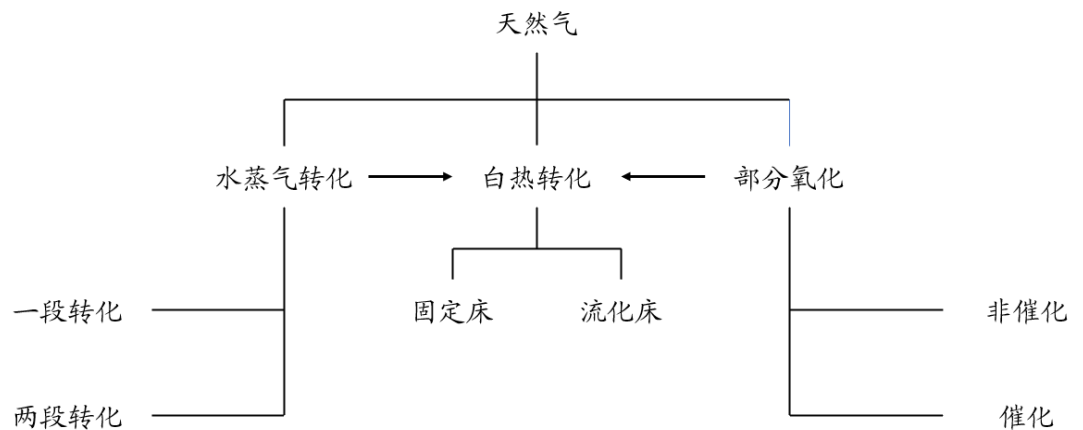
天然气可用于制烯烃，经济性是重要考虑因素。以甲醇或二甲醚为代表的含氧有机化合物是典型的碳一化合物，主要由煤基或天然气基的合成气生产。甲醇或二甲醚制烯烃路线是以石油化工原料制备乙烯和丙烯的替代路线，以煤或天然气为主要原料，经合成气转化为甲醇或二甲醚，然后再转化为烯烃的路线。从资源的角度考虑，发展以煤或天然气为主要原料制备低碳烯烃路线有着重要的战略意义；从技术的角度讲，洁净煤气化技术、天然气开采技术、

¹ 参考田霖《天然气化工利用现状及发展动向》和雍瑞生，谭斌，王科《天然气化工的技术进展与发展机遇》

“大甲醇”技术正蓬勃发展，甲醇或二甲醚制烯烃技术不断成熟，无论是催化剂还是工艺过程都有所改进，随着煤气化技术的不断发展，天然气价格的降低，由大规模甲醇装置垄断市场而导致的甲醇价格降低，由煤或天然气经合成气、甲醇制备乙烯和丙烯路线的经济性有望愈发显著，或将会有很多人考虑建立甲醇制烯烃的联合装置。

天然气可以通过间接转化法合成化学物质。间接转化是将天然气先转化成合成气，再进一步合成其它化工产品的技术路线，其中，合成气制备约占总投资和总成本的 60%，所以研究开发合成气制备新工艺对于提高天然气化工利用的经济效益具有决定性作用。针对合成气造气过程的节能降耗和促进氢碳比灵活调节，化学家们开发了若干合成气制造技术。

图 28: 合成气制造技术



资料来源：《天然气化工的技术进展与发展机遇》，信达证券研发中心

天然气经合成气可以用来制合成油、二甲醚等多种化工品。为有效利用偏远地区天然气的气源，将天然气经合成气由费-托(F-T)法生产合成油(GTL)已成为当今世界天然气工业的一大热点。GTL 技术主要包括合成气生产、F-T 合成和产品改质三部分。二甲醚的用途比较广泛，可用作汽车燃料、工业燃料、气雾剂的抛射剂、发泡剂、溶剂等，也可用于化学品合成。二甲醚工业生产技术为甲醇脱水和合成气直接合成两种工艺。甲醇脱水法包括液相甲醇法和气相甲醇法。目前，甲醇气相脱水法为二甲醚生产的主要方法。

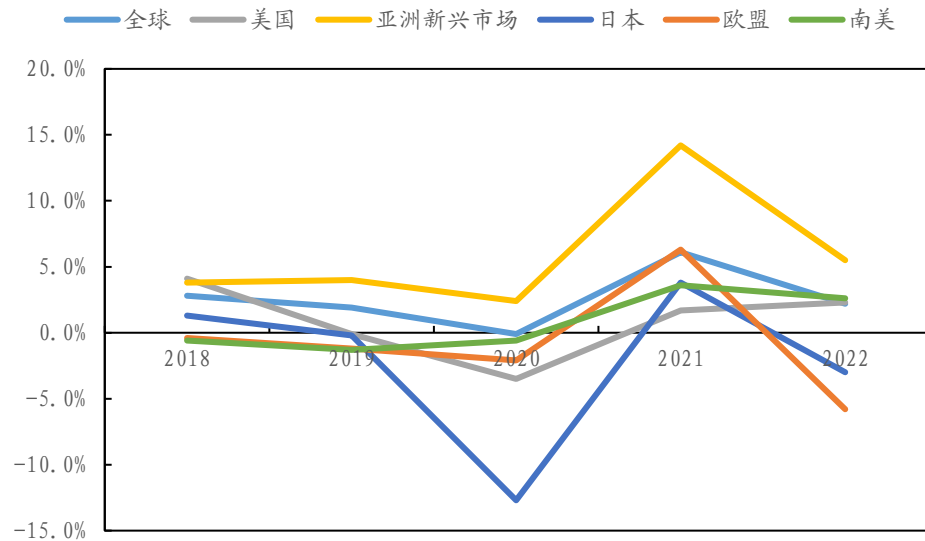
(三) 俄乌冲突对欧洲化工行业的影响

天然气供给不足冲击欧洲化工业，多处工厂宣布减产。2022 年 7 月 25 日，德国工商联合会 (DIHK) 发布的研究报告声称，通过调查 3,500 家德国工业企业，约 16% 企业认为自身有必要减少生产或放弃部分业务，其中近四分之一已减产停产，另四分之一在减产中，剩下一半企业正计划采取措施。

2022 年全球化工行业的产量增速为 2.2%，明显低于前一年 (6.1%)，各地区的化工生产产量在 2022 年的增速相对 2021 年均有明显下滑的趋势。分地区来看：(1) 欧盟产量由于天然气价格大幅上涨而大幅下降 5.8%，其中德国由于天然气密集型基础化学品生产的关闭下降甚至达到约 12%；另外，英国的化学品产量也大幅下降。(2) 美国的化学品产量增长了 2.3%。2021 年天气因素降低化学品产量，使得 2022 年的同比基数较低。(2021 年为 1.7%)。

南美洲的产量增长了 2.6%，略低于前一年(3.6%)。(3)亚洲的化学品生产总体增长了 4.2%，然而增长情况因国家而异，中国作为全球最大的化学品市场，产量总体增长了 6.6%；印度的产量也大幅增长了 4.6%；而日本、韩国和中国台湾的产量分别下降了 3.0%、7.4%和 12.9%。(4)中东地区化学品产量增长 4.0%，低于 2021 年，其中沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国的增长较为强劲，但伊朗、土耳其的增长明显下降。

图 29：全球及各地区化工生产(不含药品)变化趋势



资料来源：BASF 年报，信达证券研发中心

从 2022 年报看俄乌冲突后的欧洲化工企业

德国有着许多家全球领先的化工企业。2022 年 7 月 25 日，美国《化学与工程新闻》(C&EN) 公布“2022 年全球化工企业 50 强”。德国巴斯夫公司以 2021 年化学品销售额为 930 亿美元位列第一，仍是全球最大的化学品制造商。德国有 5 个企业进入该榜单，另外四个分别为第 21 名的科思创(188.13 亿美元)、第 23 名的赢创(176.92 亿美元)、第 34 名的拜尔(127.43 亿美元)以及第 49 名的朗盛(89.4 亿美元)。

已有多家德国化工企业披露了 2022 年报或业绩。我们分析了德国几个大型化工企业的 2022 年报，我们认为，2022 年的俄乌冲突以及能源危机对企业的影响主要在于：

(1) 能源紧缺与成本提升。结合欧洲煤油气价格和企业年报来看，2022 年欧洲能源价格对化工行业造成一定影响，企业能源成本有明显抬升。

(2) 售价提升。2022 年几个欧洲化工企业销售额能保持同比正向增长，主要得益于售价提升带来的贡献。我们认为企业提升售价主要是为了应对成本的增加。而欧洲能源价格在 2022 年底冲高回落之后，2023 年可能保持在相对高位。因而企业售价大幅调低的可能性不大。

(3) 销量下滑。巴斯夫、科思创等企业在 2022 年的销量均出现了下滑，我们认为这是能源供应紧缺和高通胀下需求下降等因素综合作用的结果。

(一) 巴斯夫：2022 年出现亏损，未来将削减成本和欧洲产能

1、主营业务

巴斯夫产品主要分为以下六大板块：(1) 化学品 (Chemicals)：石油化工产品以及中间体；(2) 材料 (Materials)：功能材料及单体；(3) 工业解决方案 (Industrial Solutions)：分散体和树脂，性能化学品；(4) 表面技术 (Surface Technologies)：催化剂，涂料；(5) 营养与护理 (Nutrition & Care)：护理化学品，营养与健康；(6) 农业解决方案 (Agricultural Solutions)。

巴斯夫 2022 年化学品板块产能为 1638.5 万吨，同比上升 0.4%；营养与健康板块总产能为 149.8 万吨，同比上升 1.4%；材料板块总产能为 954.5 万吨，同比上升 0.8%；工业解决方案板块总产能为 217.3 万吨，同比上升 2.7%。

表 1：巴斯夫部分板块产能情况 (万吨)

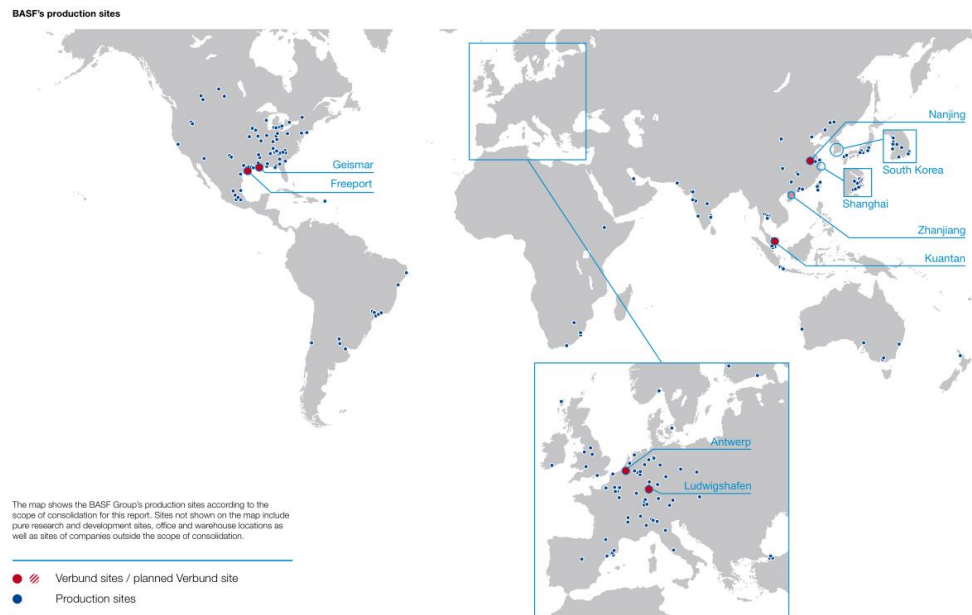
Product	产品	2018	2019	2020	2021	2022
(一)						
Acrylacid	丙烯酸	151	151	151	151	151
Alkylamines	烷基胺	25	25	25	25	25
Formicacid	甲酸	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5
Benzene	苯	91	91	91	91	91
Butadiene	丁二烯	68	68	68	68	68
Butanediol equivalents	丁二醇当量	67	67	64.5	55	55
Ethanolamines and derivatives	乙醇胺和衍生物	43	43	43	44	44
Ethylene	乙烯	348	348	348	348	348
Ethylene oxide	环氧乙烷	144.5	144.5	144.5	144.5	144.5
Neopentylglycol	新戊二醇	20.5	20.5	25.5	25.5	25.5
Oxo-C4 alcohols	氧化 C4 醇	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5
PolyTHF	聚四氢呋喃	35	35	35	35	35
Propionic acid	丙酸	15	18	18	18	18
Propylene	丙烯	261	261	263	263	268

Styropor/Neopor	苯丙醇/尼奥普尔	54.5	54.5	54.4	54.5
Superabsorbents	超强吸水剂	59	59	59	58.5
Plasticizers	增塑剂	59.5	59.5	59.5	59.5
Caustic soda	苛性钠	36			
Chemicals (合计)	化学品 (合计)	1616.5	1638	1642.5	1631.4 1638.5
(二)					
Anionic surfactants	阴离子表面活性剂	60	60	60	55 55
Citral	柠檬醛	7.8	7.8	7.8	7.8 7.8
Chelating agents	螯合剂	17	17	17	17 17
Methane sulfonic acid	甲烷磺酸	3	3	3	3 5
Nonionic surfactants	非离子表面活性剂	63.5	63.5	63.5	65 65
Nutrition & Care (合计)	营养与护理 (合计)	151.3	151.3	151.3	147.8 149.8
(三)					
Ammonia	氨水	152.5	176.5	176.5	176.5 176.5
Chlorine	氯气	38.5	38.5	59.5	59.5 59.5
Urea	尿素	54.5	54.4	54.5	54.5 54.5
Isocyanates	异氰酸酯	261	261	261	262 270
Polyamide 6 and 6.6	聚酰胺 6 和 6.6	82	82	92.5	92.5 92.5
Polyamide precursors	聚酰胺前驱物	91	91	142	142 142
Propylene	丙烯	67.5	67.5	67.5	67.5 67.5
Sulfuric acid	硫酸	92	92	92	92 92
Materials (合计)	材料 (合计)	839	862.9	945.5	946.5 954.5
(四)					
Acrylics dispersions	丙烯酸树脂分散体		174	174.2	178.3 183.9
Formulation additives	配方添加剂		5.7	6.6	6.7 6.9
Polyisobutene	聚异丁烯	26.5	26.5	26.5	26.5 26.5
Industrial Solutions (合计)	工业解决方案 (合计)		206.2	207.3	211.5 217.3

资料来源：巴斯夫年报，信达证券研发中心；注：部分板块巴斯夫未披露具体产能情况

巴斯夫是全球最大的化工企业之一，业务遍布 91 个国家或地区，在全球有 239 个生产基地，其中有 6 个已建成的“Verbund sites”（一体化基地），分别是路德维希（德国）、安特卫普（比利时）、盖斯马（美国）、自由港（美国）、关丹（马来西亚）、南京（中国），并在中国湛江在建一个一体化基地，湛江一体化基地将成为继路德维希港和安特卫普之后的第三大一体化基地。

巴斯夫的一体化基地将原料、产品、副产品涉及的生产装置和附属设施尽量整合集中，以最大限度地减少物料和能源浪费，在同一个园区中既生产大量的基础化学原料，又在园区内向下游的高附加值产品如涂料、农药等下游领域延伸；集中建设能源、仓储、物流、污水处理、空分等公用设施，以实现园区各装置对公用工程的共享共用；各装置和设施之间通过管道连接，以便高效、安全和低成本地实现物流输送。根据巴斯夫的测算，基于 Verbund 理念建设的路德维希园区的运营成本，比将其分散成为 70 个独立中等规模、分布在 100km 距离的工厂群相比，每年可节省至少 5 亿欧元运营成本。

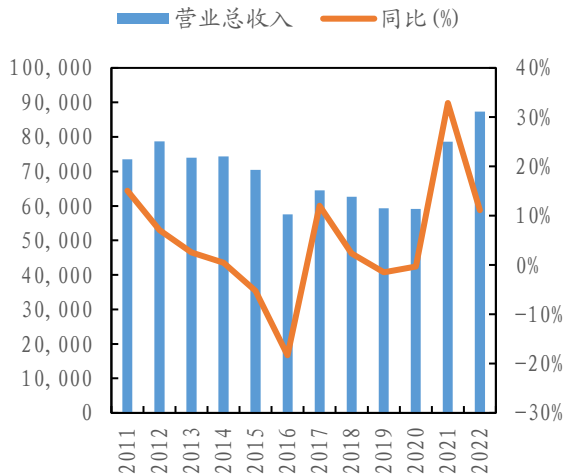
图 30: 巴斯夫生产基地


资料来源: 巴斯夫年报, 信达证券研发中心

2、业绩情况

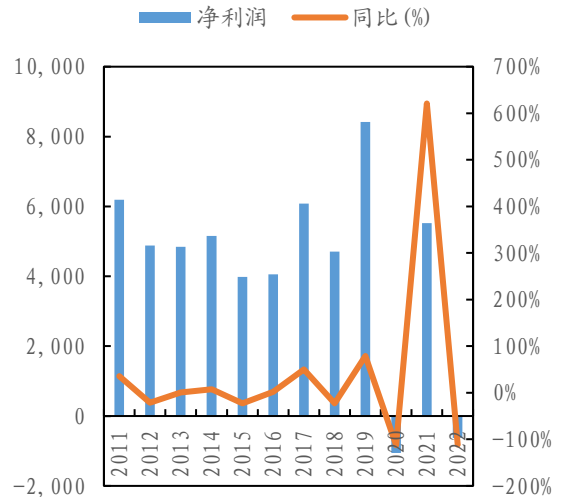
2016-2021 年, 除去疫情影响外, 巴斯夫的收入和净利润在波动中增长, 2022 年出现了增收却亏损的情况。2022 年, 巴斯夫收入 873.27 亿欧元, 同比增长 87.29 亿欧元, 同比增加 11.1%。其中, 价格上涨带来 93.50 亿欧元 (11.9%) 的收入增量, 货币汇率方面带来 47.65 亿欧元 (6.1%) 的收入增量, 销量下降带来 -54.98 亿欧元 (-7.0%) 的收入负贡献。原材料价格和能源价格的上涨导致了巴斯夫产品价格的上涨, 化学品板块和材料板块涨幅最明显。销量下降主要体现在表面技术板块和化学品板块。

2022 年, 巴斯夫净利润 -6.27 亿欧元, 同比 2021 年的 55.23 亿欧元下滑 111.35%, 出现亏损。净利润出现下滑的主要原因是采用权益法核算的长期股权投资的贡献大幅降低, 2022 年对利润贡献为 -48.85 亿欧元 (2021 年为 +2.85 亿欧元), 主要是 Wintershall Dea AG 在俄罗斯的业务受到影响导致的。2022 年息税前利润 65.48 亿欧元, 同比减少了 11.29 亿欧元, 其中, (1) 特殊项目目前的息税前利润减少了 8.9 亿欧元, 主要由于 2022 年化学品板块和材料板块销量下降而固定成本增加; (2) 特殊项目对利润的贡献是 -3.3 亿欧元 (2021 年为 0.91 亿欧元), 主要与新业务的设立、俄罗斯业务的终止和其他重组措施有关。

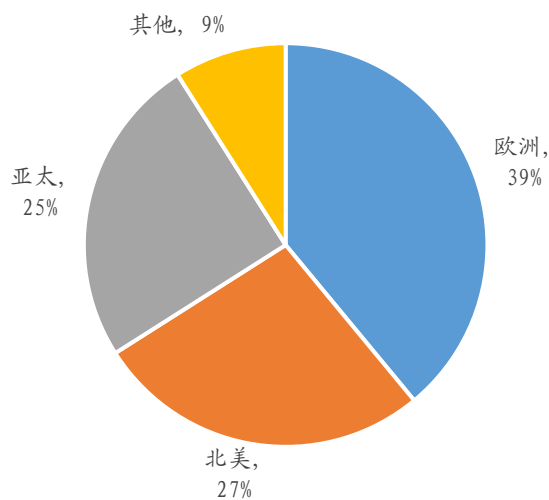
图 31: 巴斯夫收入及同比增速 (百万欧元, %)


资料来源: 巴斯夫年报, wind, 信达证券研发中心

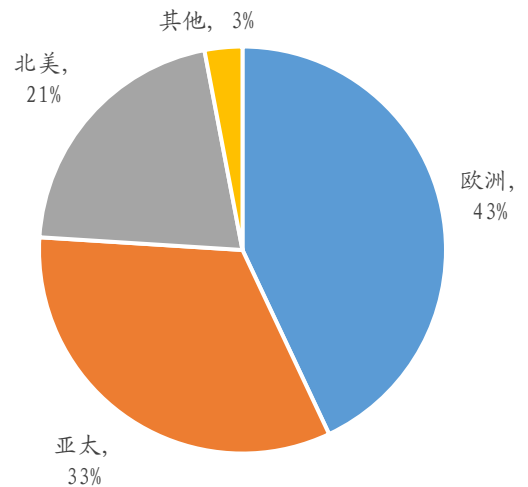
无论是当下的收入占比还是未来的投资规划, 欧洲的业务对巴斯夫较为重要。2022 年, 欧洲收入占巴斯夫总收入的 39%, 在欧洲的投资额占总投资额的 43%, 巴斯夫在北美、亚太、欧洲都仍在加大资本投入。巴斯夫表示, 2023 年至 2027 年总资本支出预算的三分之一以上仍将用于欧洲。

图 32: 巴斯夫净利润及同比增速 (百万欧元, %)


资料来源: 巴斯夫年报, wind, 信达证券研发中心

图 33: 2022 年巴斯夫各地区收入占比


资料来源: 巴斯夫年报, 信达证券研发中心

图 34: 2022 年巴斯夫各地区投资额占比


资料来源: 巴斯夫年报, 信达证券研发中心

3、俄乌冲突给巴斯夫的影响以及巴斯夫的应对

(1) 退出俄罗斯市场带来直接影响。一方面, 2022 年净利润大幅减少, 出现亏损, 主要由于在俄罗斯的权益法核算的投资的大幅减值。另一方面, 2021 年俄罗斯和白俄罗斯占巴斯夫集团总销售额的 1% 左右。2022 年 4 月 27 日巴斯夫宣布逐步结束在俄罗斯的现有业务, 导致了 2022 年 7200 万欧元的特别费用。

(2) 俄乌冲突后能源价格抬升, 推动通货膨胀, 导致巴斯夫的成本压力增大。

2021 年, 巴斯夫在欧洲的天然气需求达 48TWh, 其中总部路德维希港的消耗量为 37TWh; 2022 年, 巴斯夫在欧洲的天然气需求为 32TWh, 其中总部路德维希港的消耗量约为 24TWh, 约 50% 用于中央发电和蒸汽发电。

随着欧洲天然气价格的上升，2021年巴斯夫生产成本增长至15亿欧元；2022年巴斯夫欧洲工厂天然气成本比2021年多了20亿欧元，比2020年多了34亿欧元。虽然巴斯夫已经采取涨价等措施来维持利润，但2022年24.12%的毛利率同比依然下降1.07个百分点，达到2003年以来的最低水平。巴斯夫2022年逐季度下滑的收入一定程度上反映了2022年需求的走低。

图 35: 巴斯夫季度收入 (百万欧元)

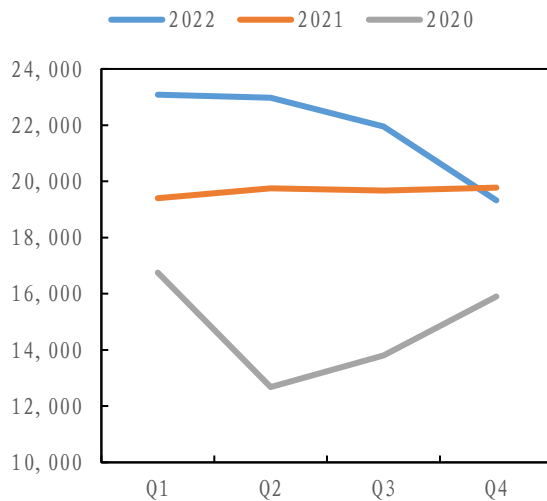
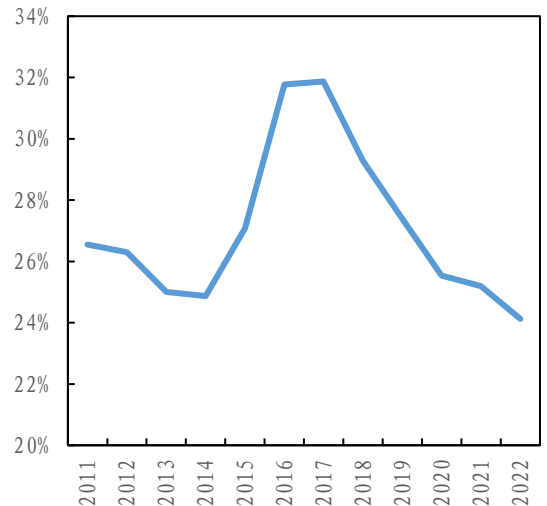


图 36: 巴斯夫毛利率



资料来源: 巴斯夫年报, wind, 信达证券研发中心

资料来源: 巴斯夫年报, wind, 信达证券研发中心

2021年欧洲天然气均价16.12美元/百万英热，2022年的最大值达到了70.04美元/百万英热，是2021年均价的334%。我们以2021年巴斯夫利润结构进行了敏感性分析，如果假设售价不变，天然气价格涨幅达350%（接近2022年最高值的水平），那巴斯夫的毛利润会下降26.51%。当然在天然气价格较高的时候，企业会相应进行生产调整，减少损失。

表 2: 巴斯夫毛利润敏感性分析 (百万欧元)

假设售价不变, 天然气价格涨价幅度假设	基准 (2021年)	-100%	-50%	50%	200%	350%
营业收入	78,598	78,598	78,598	78,598	78,598	78,598
营业成本						
能源-天然气	1,500	-	750	2,250	4,500	6,750
其他营业成本	57,301	57,301	57,301	57,301	57,301	57,301
毛利润	19,797	21,297	20,547	19,047	16,797	14,547
毛利润变化		1,500	750	-750	-3,000	-5,250
波动率		7.58%	3.79%	-3.79%	-15.15%	-26.52%

资料来源: 巴斯夫年报, 信达证券研发中心

(3) 对于欧洲能源密集型的产业来说，进行生产调整是比较有必要的，巴斯夫也进行了生产调整。巴斯夫对调整生产的措施包括：暂时减少欧洲工厂合成氨等的生产，通过非欧洲的工厂提升开工率 and 外购这两种方式来补偿；减少欧洲工厂天然气消耗，更多采用其他燃料。

(4) 巴斯夫依然认为未来的能源价格会比俄乌冲突之前要高，针对这种情况，巴斯夫公布了一项欧洲尤其是德国的降本计划，计划在2023、2024年实施，完成后能够在非生产领域每年节省5亿欧元的成本。

同时，对欧洲的路德维希港一体化基地进行结构性调整。具体措施包括：关闭己内酰胺装置、两套合成氨装置之一及相关副产品设施。此外，削减己二酸产能，关闭环己醇、环己酮和碳酸钠装置，关闭TDI装置以及DNT和TDA的前体装置。这些措施将在2026年底前逐步实

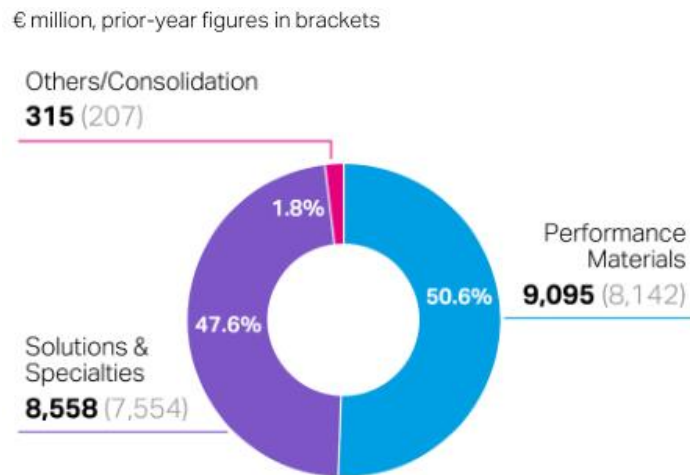
施，巴斯夫预计措施实施后每年将减少超过 2 亿欧元的固定成本。结构性调整还将显著降低路德维希港一体化基地的电力和天然气需求，进而降低二氧化碳排放量。

（二）科思创：多产品占据全球领先地位，2022 增收不增利

1、主营业务

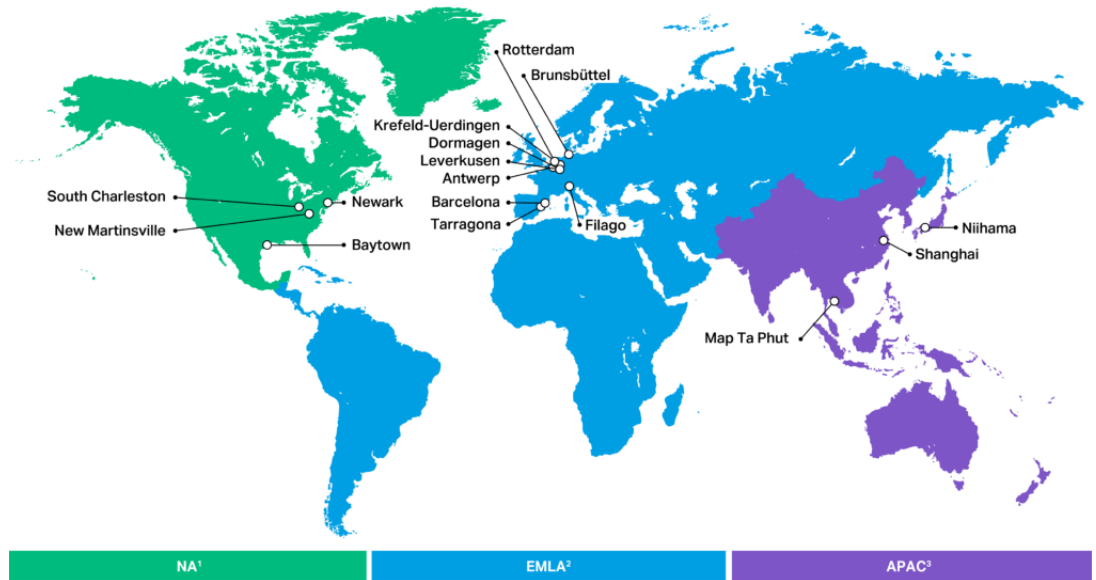
科思创主要有两大业务板块，第一是高性能材料部门（Performance Materials），2022 年收入占比 50.6%。第二是解决方案和特种化学品部门（Solutions & Specialties），2022 年收入占比 47.6%，包括工程塑料、涂料和粘合剂、定制化聚氨酯、热塑性聚氨酯等产品。

图 37：2022 年科思创主要产品



资料来源：科思创年报，信达证券研发中心

科思创在全球有 50 个生产基地和 13 个研发基地。科思创将全球分为三大地区，分别是北美（NA）、欧洲中东拉美及非洲（EMLA，除了墨西哥以外）和亚太（APAC）。科思创的大型生产基地（下图标识出来的基地）共有 16 个，其中有 9 个分布在 EMLA 地区，从地图上来看主要分布在欧洲地区，此外北美有 4 个，亚太有 3 个。

图 38: 科思创生产及研发基地


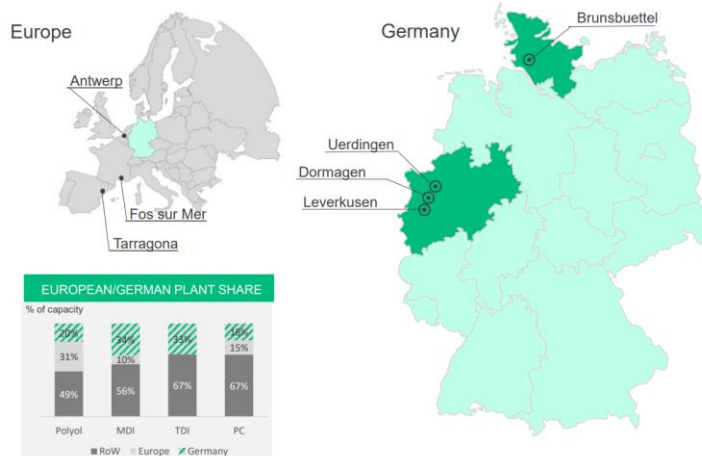
资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

2021 年, 德国工厂核心产品的产能约占科思创全球产能的 25%。科思创欧洲的资产的工厂主要位于德国, 具体来看, 欧洲工厂在多元醇 (Polyol) 的份额达到 51%, 其中德国工厂在欧洲占比 39.2%; 在 MDI 的生产上, 欧洲工厂占比为 44%, 其中德国工厂在欧洲占比达到了 77.3%; 在 TDI 的生产上, 欧洲工厂占比为 33%, 全部为德国工厂所有; 在 PC 的生产上, 欧洲工厂占比为 33%, 其中德国工厂在欧洲占比 54.5%。

图 39: 科思创欧洲工厂分布

European major sites locations

Asset footprint

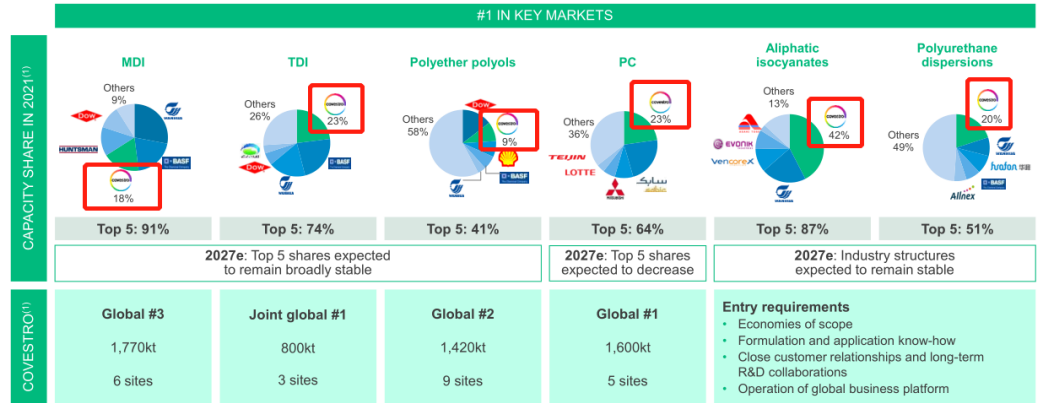


资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

科思创的多个产品均处于全球领先地位。据科思创统计和推算, 2021 年, 科思创 MDI 产能居全球第三, 占比 18%; TDI 产能居全球第一, 占比 23%; 聚醚多元醇 (Polyether polyols) 产能居全球第二, 占比 9%; PC 产能居全球第一, 占比 23%; 脂肪族异氰酸酯 (Aliphatic

isocyanates) 产能居全球第一, 占比 42%; 聚氨酯分散体 (Polyurethane dispersions) 居全球第一, 占比 20%。

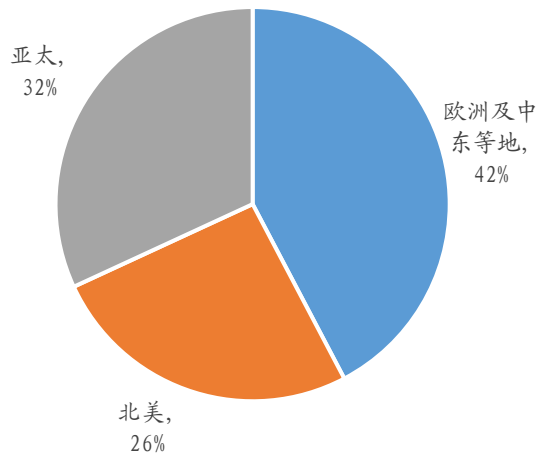
图 40: 科思创的多个产品均处于全球领先地位



资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

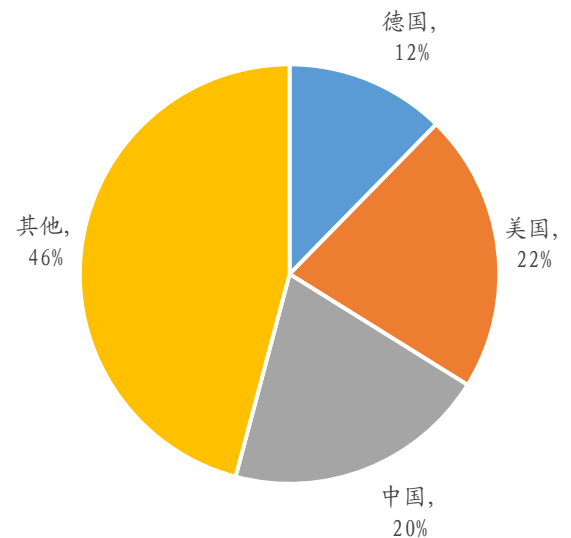
从收入按照地区和国家的分布情况来看, 欧洲市场 (尤其是德国) 在科思创的占比较重。2022 年欧洲及中东地区收入 76 亿欧元, 占比 42%; 按照国家来看, 德国地区收入 22 亿欧元, 占比 12%, 仅次于美国和中国。

图 41: 2022 年科思创各地区收入分布



资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

图 42: 2022 年科思创各国家收入分布

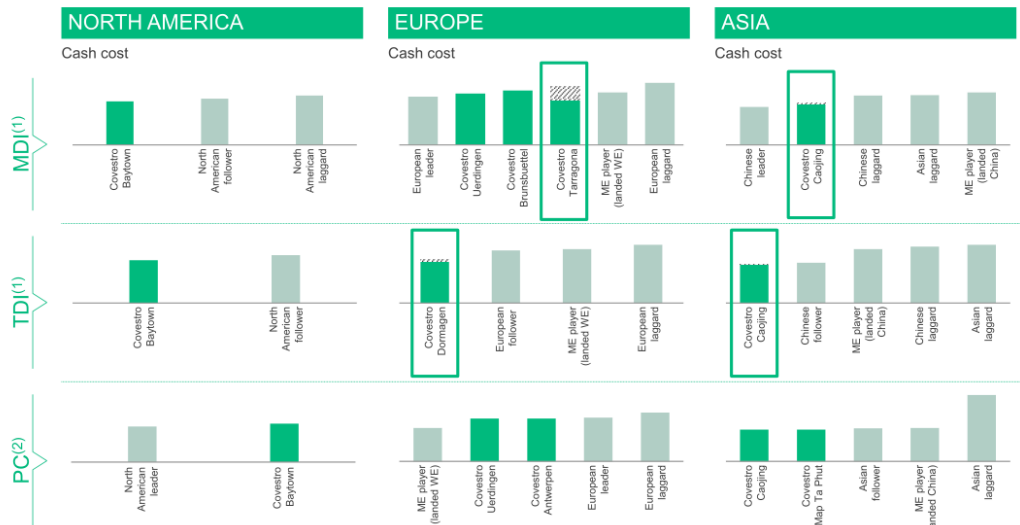


资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

在 MDI、TDI、PC 等领域, 科思创的生产成本也处于全球较低水平。科思创 MDI 在北美、欧洲和亚洲均是低成本生产商之一; 科思创 TDI 的成本在三大地区均处于最低水平, 与全球成本最高的 5 家工厂的平均水平相比, 其成本优势约为 45%; 科思创 PC 是成本领导者之一, 与全球成本最高的 5 家工厂的平均水平相比, 其成本优势约为 60%。

图 43: 2022 年科思创多产品成本均处于全球较低水平

Covestro cash cost positions

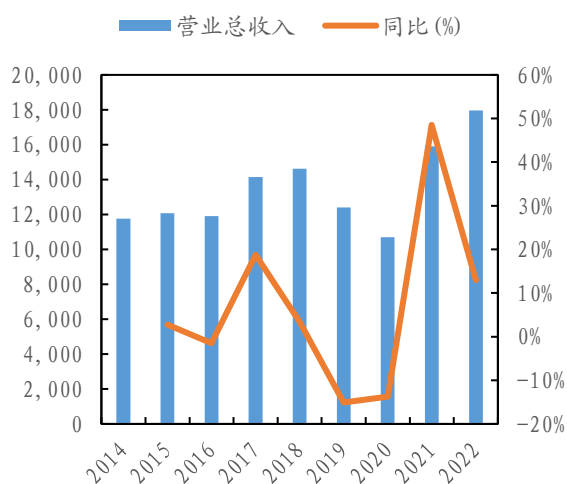


资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

2、业绩情况

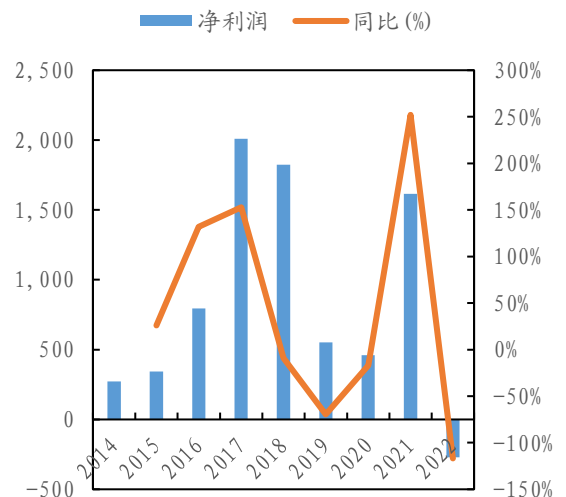
2022 年, 科思创和巴斯夫一样, 都出现了增收不增利的情况。(1) 2022 年科思创收入 179.68 亿欧元, 同比增长 13.0%, 其中销量贡献-5%, 价格上涨贡献 10.1%, 货币汇率贡献 5.9%, 投资收益贡献 2.0%。(2) 2022 年科思创息税折旧摊销减值前净利润 (EBITDA) 16.17 亿欧元, 同比下降 47.6%, 其中销量下降贡献-10.0%, 价格上涨贡献 54.8%, 原材料价格上涨贡献-95.3%, 货币汇率贡献 4.7%, 其他部分贡献了 1.2%。(3) 2022 年科思创净利润-2.72 亿欧元, 相较于 2021 年的 16.16 亿欧元, 净利润大幅减少并亏损。主要是产品价格上涨不足以覆盖原材料价格上涨增加的成本, 同时销量下降, 折旧摊销及减值增多。

图 44: 科思创收入及同比增速 (百万欧元, %)



资料来源: 科思创年报, wind, 信达证券研发中心

图 45: 科思创净利润及同比增速 (百万欧元, %)



资料来源: 科思创年报, wind, 信达证券研发中心

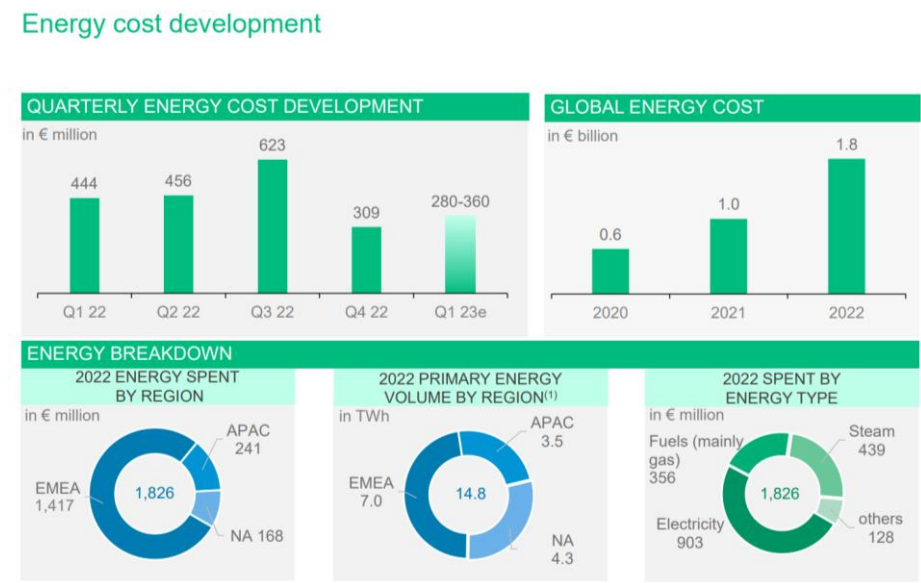
3、俄乌冲突给科思创的影响以及科思创的应对

(1) 受俄乌冲突的影响, 科思创于 2022 年停止了与俄罗斯和白俄罗斯的业务活动, 在前

几年，这些业务只占集团销售额的不到 1%，因此退出俄罗斯和白俄罗斯市场给科思创带来的直接影响较小。

(2) 剧烈波动的能源价格也使得科思创的能源成本在 2022 年有了显著增加，尤其是欧洲地区。从总能耗来看，2022 年科思创全球能源成本为 18 亿欧元，同比增长 80%。分地区来看，EMEA（欧洲中东等地）的能源成本呈现出量大且价高的特点，以 47% 的一次能源消耗量（7.0TWh/14.8TWh）占据了公司能源成本的 78%（1417m€/1826m€）。分季度来看，2022 年第四季度的成本有明显下降，环比下降 50.4%，主要是由于欧洲产量下降；科思创对于 2023 年第一季度的能源成本展望与第四季度相比略有增加，原因是产量增加和塔拉戈纳氯气厂的启动。

图 46：科思创 2022 年能源成本



资料来源：科思创年报，信达证券研发中心

(3) 2022 年科思创天然气消耗量的降幅 (-1.9%) 小于总的能源消耗量的降幅 (-6.7%)，我们认为这是由于科思创对天然气的需求相对刚性。科思创是一家能源密集型公司，在很大程度上依赖天然气，天然气主要用作能源和化学反应中的工艺气体，能够短期替代天然气的其他气体几乎没有。从能源的使用量来看，2022 年科思创总能源使用量为 53,102 万亿焦耳，同比下降 6.7%，其中天然气的使用量为 8,885 万亿焦耳，同比下降 1.92%，天然气使用量占总能源使用量的 16.73%。

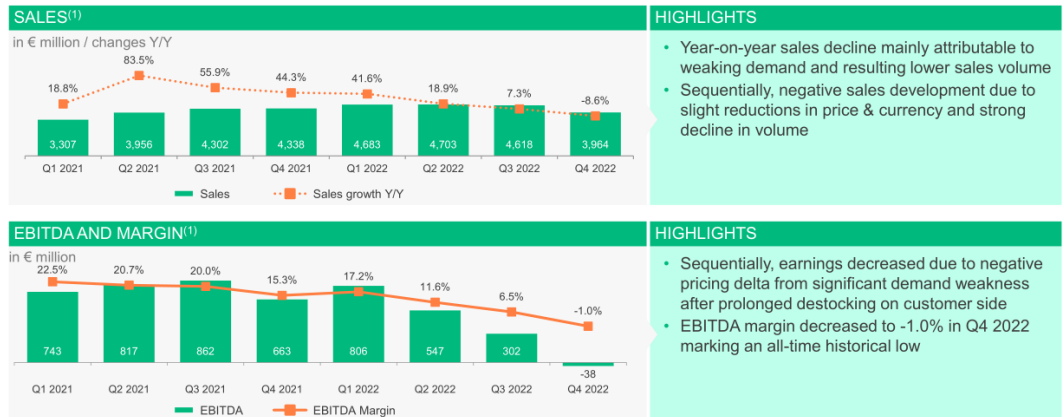
表 3：科思创的能源使用量

内部发电和蒸汽的一次能源使用（万亿焦耳）	2021	2022
天然气	9,059	8,885
煤		
液体燃料	165	186
废物	750	32
其他能源	-1,123	-117

资料来源：科思创年报，信达证券研发中心

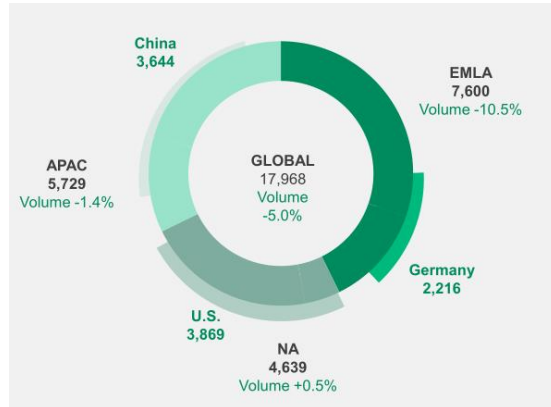
(4) 科思创在 2022 年的业绩也出现了逐季度下跌的情况，也反映了欧洲需求有一定下滑。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 25

图 47: 科思创季度业绩表现


资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

在欧洲地区需求疲软的影响下, 2022 年科思创 EMLA 地区 (欧洲中东等地) 销量同比下降 10.5%; 亚太地区同比下降 1.4%; 北美销量同比增长 0.5%, 是三大地区中唯一正增长的地地区。2022 年四季度, 科思创 EMLA 地区 (欧洲中东等地) 销量的下滑更加明显, 同比下滑 27.3%。

图 48: 科思创 2022 年各地区收入 (百万欧元) 及销量变化情况


资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

图 49: 科思创 2022 年四季度各地区收入 (百万欧元) 及销量变化情况


资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

在俄乌冲突的影响仍或将持续的背景下, 科思创预计全球经济将在 2023 年经历持续高通胀、货币政策进一步收紧以及更弱的经济增长, 科思创集团预测 2023 年全球经济增长 1.5%, 而集团 2023 年 EBITDA 和自由经营性现金流等关键管理指标将比前一年明显下降, 净亏损将显著低于 2022 年, 主要是由于 2023 财年股权投资收益预计较高。

表 4: 科思创 2023 年全球经济增长预测

经济增长	2022	2023 (预期)
世界	3.1%	1.5%
欧洲、中东、拉丁美洲、非洲 (EMLA)	3.6%	0.6%
欧洲	3.3%	0.2%
德国	1.9%	-0.2%
中东	6.0%	2.7%
拉丁美洲	3.7%	0.3%
非洲	3.4%	2.4%
北美 (NA)	2.2%	-0.1%
美国	2.1%	0.0%
亚太 (APAC)	3.3%	3.4%
中国	3.0%	4.5%

资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

表 5: 科思创 2023 年集团关键管理指标预测

关键管理指标	2022	2023 (预期)
EBITDA	16.17 亿欧元	较上年大幅下降
自由经营性现金流	21.38 亿欧元	较上年大幅下降
ROCE 高于 WACC	负 5 个百分点	较上年大幅下降
温室气体排放量	470 万公吨二氧化碳当量	与上年相似

资料来源: 科思创年报, 信达证券研发中心

(三) 赢创: 2022 增收不增利, 公司预计 2023 年能源成本同比略高

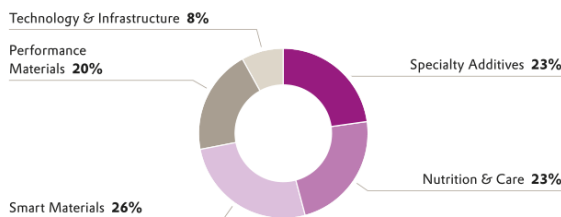
1、主营业务

赢创主营业务可以分为五大板块, 分别是智能材料、特殊添加剂、营养与保健、高性能材料、技术与基础设施, 赢创生产的产品种类超过 4000 种, 用途广泛。

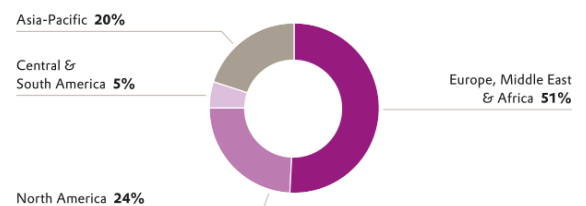
图 50: 赢创的部分产品


资料来源: 赢创年报, 信达证券研发中心

2022 年对收入的贡献由高到低分别是: 智能材料 (26%), 特殊添加剂 (23%), 营养与保健 (23%), 高性能材料 (20%), 技术与基础设施 (8%)。分地区来看, 欧洲中东和非洲地区对赢创的收入贡献最大。2022 年, 欧洲中东非洲地区贡献了收入的 51%, 占比过半, 北美贡献 24%, 亚太贡献 20%, 中南美贡献 5%。

图 51: 赢创 2022 年各业务板块收入占比


资料来源: 赢创年报, 信达证券研发中心

图 52: 赢创 2022 年各地区收入占比


资料来源: 赢创年报, 信达证券研发中心

2、业绩情况

2016 年-2022 年, 赢创总体收入水平波动中上涨, 净利润波动较大, 2022 年同样增收不增利。(1) 2022 年, 赢创实现收入 184.88 亿欧元, 同比增长 23.62%, 其中, 价格上涨贡献 +18%, 销量下降贡献 -4%, 汇率和其他内容分别贡献 5%。(2) 2022 年赢创调整后的息税折旧摊销减值前净利润 (EBITDA) 24.9 亿欧元, 同比增长 4%, 是近十年来的最高水平。

(3) 2022 年赢创实现净利润 5.40 亿欧元, 同比下降 28%, 主要因为原材料及能源价格的上涨, 以及减值损失等的影响。

从地区销售情况来看, 我们认为赢创的业务范围较广并且专注全球布局。赢创的业务遍及 100 多个国家, 84% 的销售额来自德国以外的地区。(1) EMEA 地区的所有部门都实现了增

长，销售额达到 93.6 亿欧元，同比增长 27%，占集团销售额的 51%。其中德国的销售额达 29.04 亿欧元，同比增长 18%。(2) 北美地区的销售额达到 43.92 亿欧元，同比增长 26%，占集团销售额的 24%，主要是由于智能材料、营养与护理和特种添加剂部门的大幅增长。(3) 中南美洲的销售额为 9.52 亿欧元，同比增长 39%，占集团销售额的 5%，该地区的强劲增长主要来自营养和护理部门。(4) 亚太地区的销售额为 37.84 亿欧元，同比增长 11%，该地区最强劲的增长动力是智能材料部门。除此之外，赢创在六大洲 27 个国家的 104 个地点设有生产设施，且产地与市场客户的距离均很近。

图 53: 赢创收入及同比增速 (百万欧元, %)

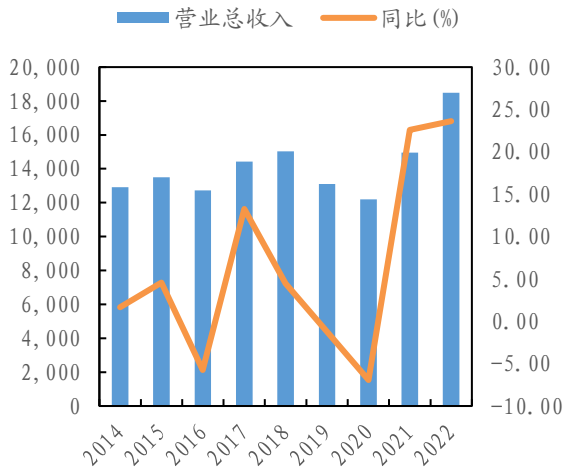
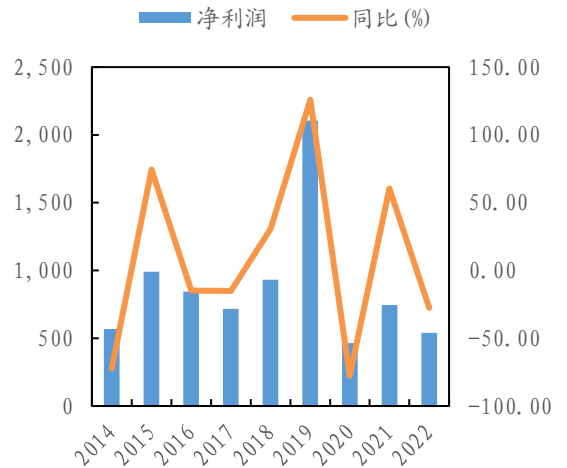


图 54: 赢创净利润及同比增速 (百万欧元, %)



资料来源: 赢创年报, wind, 信达证券研发中心

资料来源: 赢创年报, wind, 信达证券研发中心

3、俄乌冲突给赢创的影响以及赢创的应对

(1) 2022 年, 赢创由于俄乌冲突和由此产生的贸易限制的阻碍, 受到各种供应瓶颈和物流限制的制约。能源成本大幅上涨, 原材料和包装材料的价格也随之大幅上涨。然而, 由于对原材料和物流服务的需求下降, 以及欧洲能源价格下跌, 供应量和价格最初在第四季度趋于稳定。2022 年, 赢创面临较大成本压力, 在原材料和供应品、技术产品、服务、能源和其他运营用品上花费了 136 亿欧元, 同比增长 30.77%。从地区来看, 欧洲占赢创采购支出的大部分, 约为 60%, 美洲和亚洲各占 20% 左右。从项目来看, 原材料占总采购量的 53%, 其中, 赢创采购的化石原料主要来自石油化工 (约占总支出的 20%)、合成有机 (约占总支出的 12%) 和无机 (约占总支出的 11%) 市场。赢创采取了削减 2.5 亿欧元成本的短期应急措施。

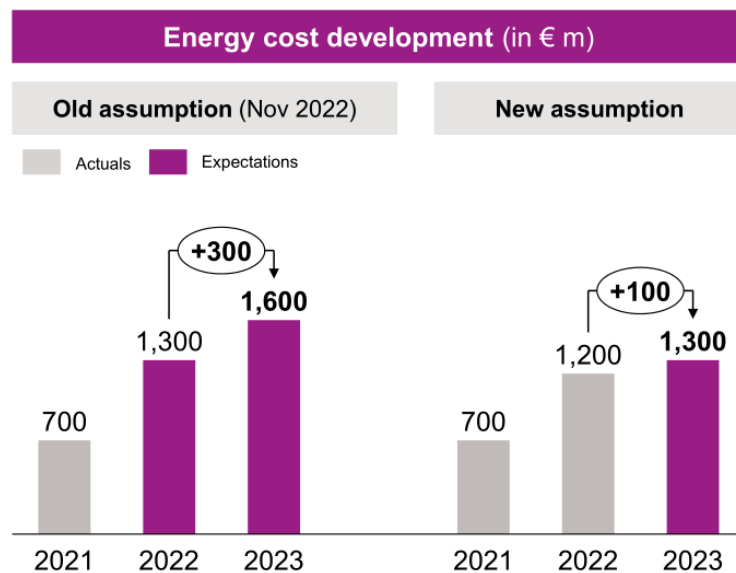
(2) 赢创的主要燃料是天然气和煤炭, 面对目前俄乌冲突造成的能源短缺, 赢创的目标是进一步提高可再生原材料的比例。按重量计算, 2022 年该比例增加到原材料基础的 11%, 同比上涨 10%。未来, 在德国马尔 (Marl) 的新燃气和蒸汽轮机发电厂投入使用后, 用液化石油气 (LPG) 作为天然气的替代品来发电, 进而赢创可以加快实现在全球范围内完全退出燃煤发电的目标。另外, 赢创还尝试将废气返回生产过程, 对热值高的残余气体进行热处理, 以作为天然气的替代品, 并利用金融衍生品对冲与天然气和煤炭有关的采购价格风险。

表 6: 赢创能源供给

项目 (拍焦)	2021	2022
总燃料	55.46	50.38
采购电力和蒸汽	25.10	25.45
向第三方供应的电力和蒸汽	-11.71	-11.57
总能量输入	80.55	75.83
净能量输入	68.84	64.26
百万公吨的产量	9.54	8.81
每百万公吨产量的比净能量输入 (以拍焦为单位)	7.22	7.29

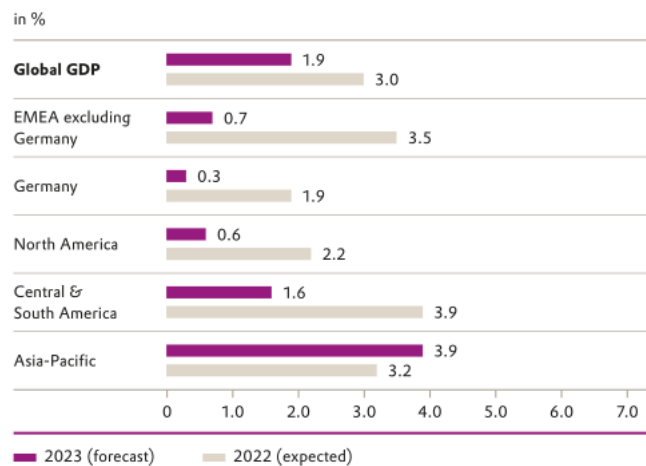
资料来源: 赢创年报, 信达证券研发中心

(3) 由于 2022 年年底能源价格快速下跌, 2022 年赢创能源成本比预期降低 (为 12 亿欧元而不是 13 欧元); 由于欧洲能源价格水平下降, 2023 年能源成本低于此前预期 (16 亿欧元 vs 13 亿欧元); 能源成本同比增长比 2022 年 11 月的假设低 2 亿欧元 (+1 亿欧元 vs +3 亿欧元)。

图 55: 赢创能源成本发展


资料来源: 赢创年报, 信达证券研发中心

(4) 赢创对 2023 年全球经济形势的预测中, 德国及欧洲的 GDP 增速处于全球较低水平, 亚洲最高, 中南美洲次之。赢创预计, 2023 年全球 GDP 增速为 1.9%, 其中亚太增速为 3.9%, 中南美洲增速为 1.6%, 北美增速为 0.6%, 欧洲中东非洲等 EMEA 地区 (除德国) 增速为 0.7%, 德国增速为 0.3%。赢创预计公司 2023 年收入在 170 亿欧元-190 亿欧元之间 (2022 年 185 亿欧元)。赢创认为 2023 年的产品售价有望维持稳定或略有下降, 整体销量可能略有下降, 预计能源成本将略高于 2022 年。

图 56: 赢创对 2023 年全球经济的预测


资料来源: 赢创年报, 信达证券研发中心

(四) 拜耳: 2022 收入利润均增长, 能源成本占比低

1、主营业务

拜耳主要有三大业务板块, 第一是作物科学部门 (CropScience), 2022 年占集团销售收入的 49.6%, 同比增长 15.1%; 第二是药物部门 (Pharmaceuticals), 2022 年占集团销售收入的 37.9%, 同比增长 4.9%; 第三是消费者健康部门 (ConsumerHealth), 2022 年占集团销售收入的 12.0%, 同比增长 14.9%。

表 7: 拜耳主营业务构成

销售额 (亿欧元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总收入	350.15	395.86	435.45	414	440.81	507.39
对账调整	11.58	16.23	2.89	-1.63	2.32	2.45
作物科学	95.77	142.66	198.32	188.47	202.07	251.69
医药产品	168.47	167.46	179.62	172.90	183.49	192.52
消费保健	58.62	54.50	54.62	50.54	52.93	60.80
动物保健品	15.71	15.01				

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们认为拜耳集团也拥有全球战略布局, 截至 2022 年 12 月 31 日, 拜耳集团在 83 个国家拥有 354 家合并公司。拜耳按照作物科学、药物和消费者健康三大业务板块, 分别在美国、德国、瑞士、法国、印度、墨西哥等国家设立研发基地和生产基地。从地区销售情况来看, 拜耳所有地区的业务都有所增长, 其中德国的销售收入为 24.77 亿欧元, 拉丁美洲和欧洲、中东、非洲取得了两位数的百分比增长, 北美和亚太地区也取得了显著增长。

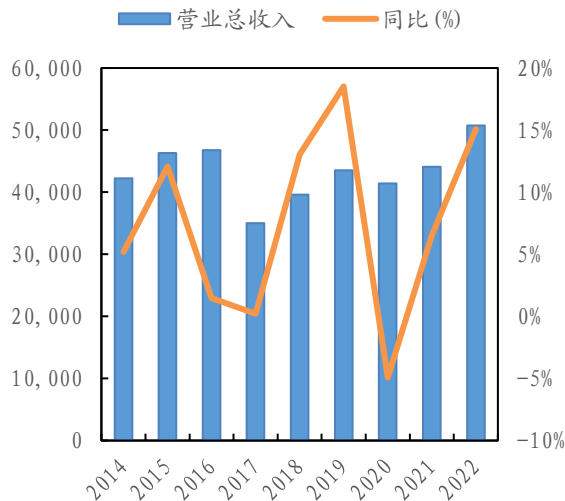
2、业绩情况

2022 年, 拜耳集团的营业总收入和净利润实现了双增长。(1) 拜耳集团总销售额达到 507.39

亿欧元，同比增长 15.10%。其中价格上涨贡献了 7.9%，汇率变化贡献了 6.8%，销量增长贡献了 0.8%，投资组合贡献了-0.4%。按地区来看，拉丁美洲销售额同比增长 40.0%，北美销售额同比增长 17.5%，亚太销售额同比增长 6.8%，欧洲中东非洲销售额同比增长了 5.7%。

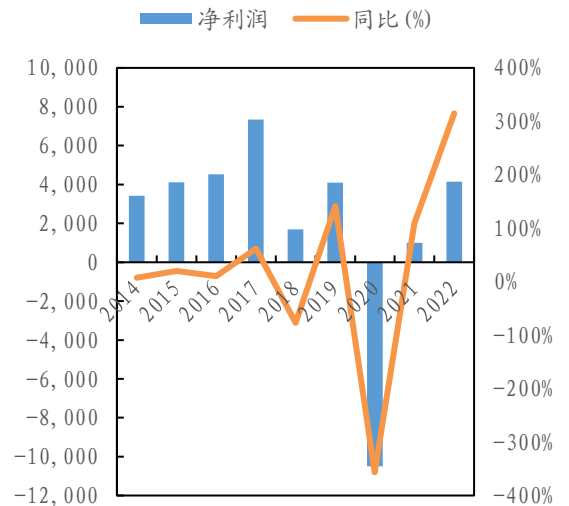
(2) 2022 年拜耳集团的息税折旧摊销减值前净利润 (EBITDA) 为 135.15 亿欧元，同比增长 110.9%，主要是由于拜耳集团 Eylea™、放射业务以及新产品 Nubeqa™ 和 Kerendia™ 的强劲表现减缓了中国额外招标程序等因素造成的下降。(3) 拜耳集团 2022 年的净利润为 41.5 亿欧元，同比增长 315%，基本追回 2020 年以前的利润水平。

图 57: 拜耳收入及同比增速 (百万欧元, %)



资料来源: 拜耳年报, wind, 信达证券研发中心

图 58: 拜耳净利润及同比增速 (百万欧元, %)



资料来源: 拜耳年报, wind, 信达证券研发中心

3、俄乌冲突给拜耳的影响以及拜耳的应对

(1) 俄乌冲突主要使拜耳集团面临包括采购替代能源以及维持稳定的供应链，以确保向农民和医疗保健系统供应产品等特殊挑战。

(2) 俄罗斯和乌克兰合计占拜耳集团 2022 年销售额的 3% 左右。由于冲突，能源供应和全球供应链也可能继续受到干扰。2022 年，能源成本达到 1.62 亿欧元，同比上涨约 36%，不过拜耳的能源成本仅占 2022 年销售商品总成本的 3% 左右。为了减轻任何潜在的天然气短缺的影响，减少对天然气的依赖，拜耳已经部分转向替代能源，并启动了节能计划。

(3) 拜耳表示俄乌冲突在 2022 年全年没有对拜耳产生重大的财务影响，未来发展前景良好。拜耳公司预计 2023 年业绩同比持平或微增。

(4) 拜耳预计 2023 年全球经济增速将有所下降。由于持续的高通胀可能会进一步削弱消费，拜耳预计各国央行还将继续去年采取的政策，进一步提高基准利率，以遏制通胀，但这反过来可能会抑制投资活动。具体来看，拜耳预计欧洲由于俄乌冲突导致的能源危机恶化所面临的衰退风险会有所减弱，新兴市场的增长可能会保持在去年的水平，而中国经济预计将在 2022 年底调整对 COVID-19 的措施后再次回升。

表 8：拜耳 2023 年全球经济前景预测

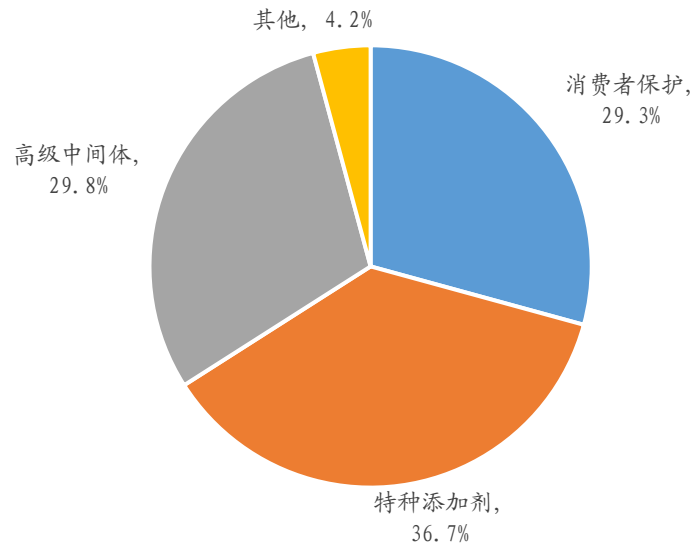
经济增长	2022	2023 (预期)
世界	3.0%	1.9%
欧洲	3.5%	0.2%
其中：德国	1.9%	0.3%
美国	2.0%	0.5%
新兴市场	3.5%	3.5%

资料来源：拜耳年报，信达证券研发中心

（五）朗盛：2022 年收入利润均增长，公司预计 2023 年收益同比下滑

1、主营业务

朗盛集团主要有三大业务板块，第一是特种添加剂部门（Specialty Additives），2022 年占集团销售收入的 36.7%；第二是高级中间体部门（Advanced Intermediates），2022 年占集团销售收入的 29.8%；第三是消费者保护部门（Consumer Protection），2022 年占集团销售收入的 29.3%，其他业务主要涉及聚氨酯系统业务部门。

图 59：朗盛主要产品


资料来源：朗盛年报，信达证券研发中心

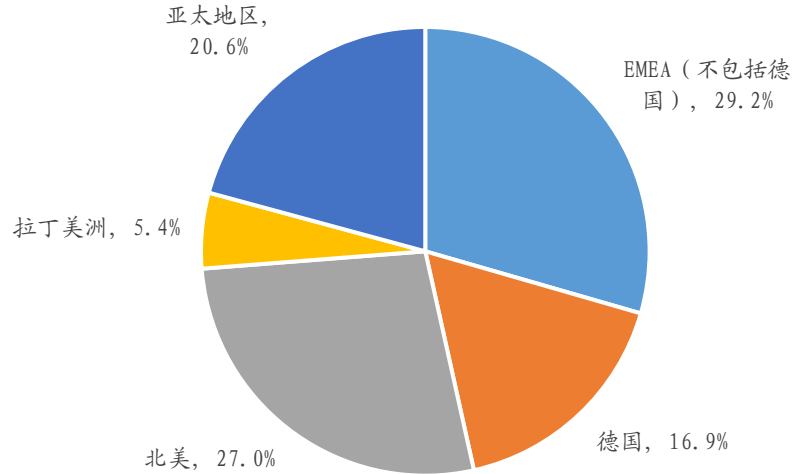
表 9：朗盛主营业务构成

销售额 (亿欧元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总收入	96.64	71.97	68.02	61.04	61.01	80.88
对账调整	0.56	0.85	0.86	-0.24		
特殊添加剂	16.04	19.80	19.65	17.39	22.95	29.70
橡胶	32.30					
中间体	19.70	22.07	22.49	20.38	19.49	24.13
消费者保护计划				11.61	15.79	23.66
高性能化学品	14.38	13.49	10.52			
工程材料	13.66	15.76	14.50	11.90		
其他					2.78	3.39

资料来源：Wind，信达证券研发中心

从收入按照地区的分布情况来看，EMEA 市场以及德国在朗盛的占比较重。2022 年 EMEA 地区收入 23.6 亿欧元，占比 29.2%；其次是北美地区收入 22.5 亿欧元，占比 27.0%；亚太地区收入 16.6 亿欧元，占比 20.6%；拉丁美洲地区收入 4.4 亿欧元，占比 5.4%。

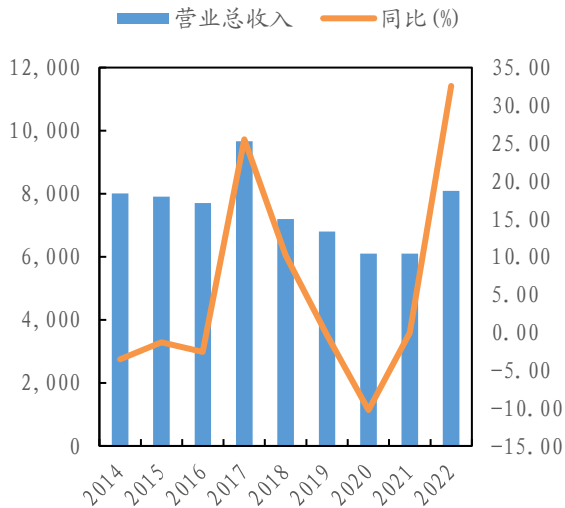
图 60：2022 年朗盛各地区收入分布



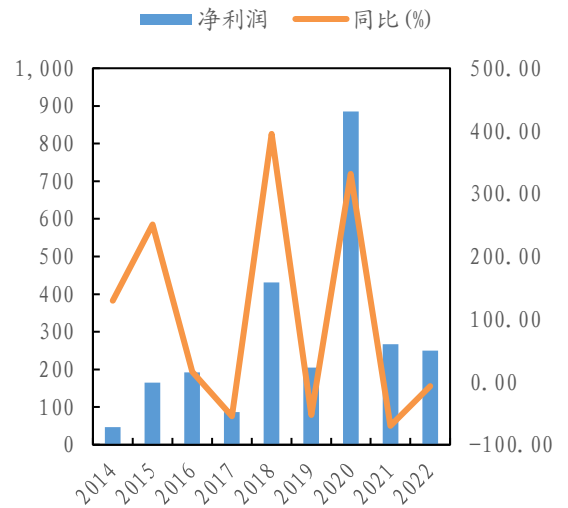
资料来源：朗盛年报，信达证券研发中心

2、业绩情况

2022 年，朗盛的销售收入和净利润均有所增长。（1）2022 年，朗盛集团的销售总额达 80.88 亿欧元，同比增长 32.6%，价格上涨贡献 23.9%，货币汇率贡献 6.0%，投资收益贡献 8.6%，销量贡献-5.9%。（2）2022 年朗盛息税折旧摊销减值前净利润（EBITDA）9.3 亿欧元，同比增长 14.1%。（3）2022 年科思创净利润 2.5 亿欧元，同比下降 6.4%。主要是原材料和能源价格大幅上涨同时销量下降，除此之外，特殊项目对 EBITDA 的影响总计 1.04 亿欧元，主要来自与战略 IT 项目、数字化项目以及与最近完成的收购相关的并购和整合活动相关的费用。朗盛 2022 年因微生物控制业务和 Emerald Kalama 化学公司等收购事项对 2021 年业绩进行了追溯调整。

图 61: 朗盛收入及同比增速 (百万欧元, %)


资料来源: 朗盛年报, wind, 信达证券研发中心

图 62: 朗盛净利润及同比增速 (百万欧元, %)


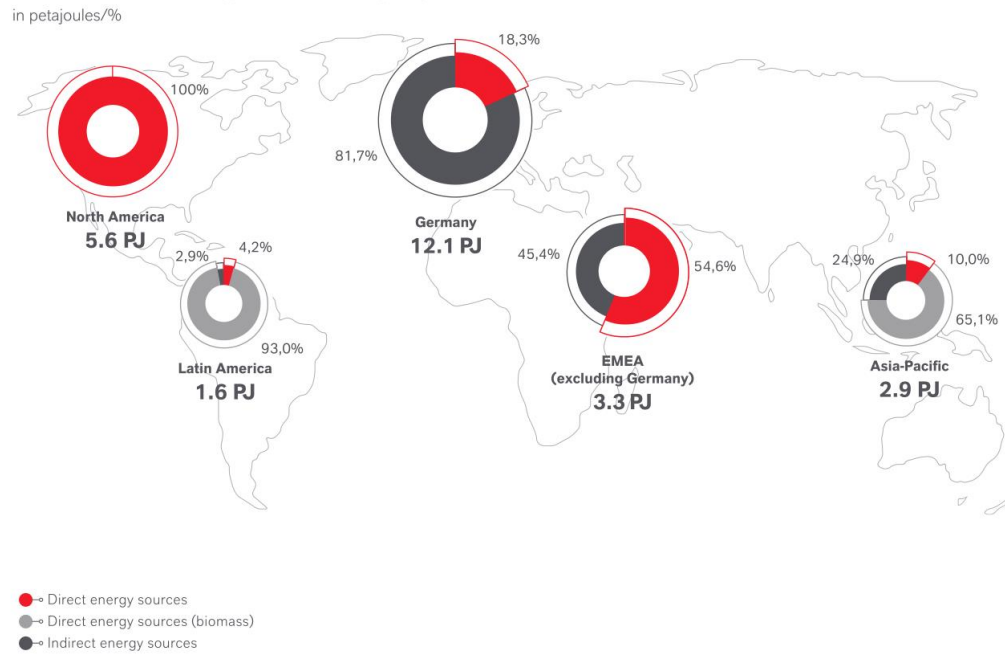
资料来源: 朗盛年报, wind, 信达证券研发中心

3、俄乌冲突给朗盛的影响以及朗盛的应对

(1) 受地缘政治形势影响, 世界经济发展仍存在不确定性。**俄乌冲突和通货膨胀的进一步发展、原材料和能源价格的变化对朗盛集团的业务来说是较大的不确定性因素。**朗盛集团预计 2023 年收益同比下滑, 预计 2023 年上半年商业环境将出现衰退, 客户将进一步减少库存, 从去年第四季度开始的持续较高的能源价格也将对 2023 年初产生影响。

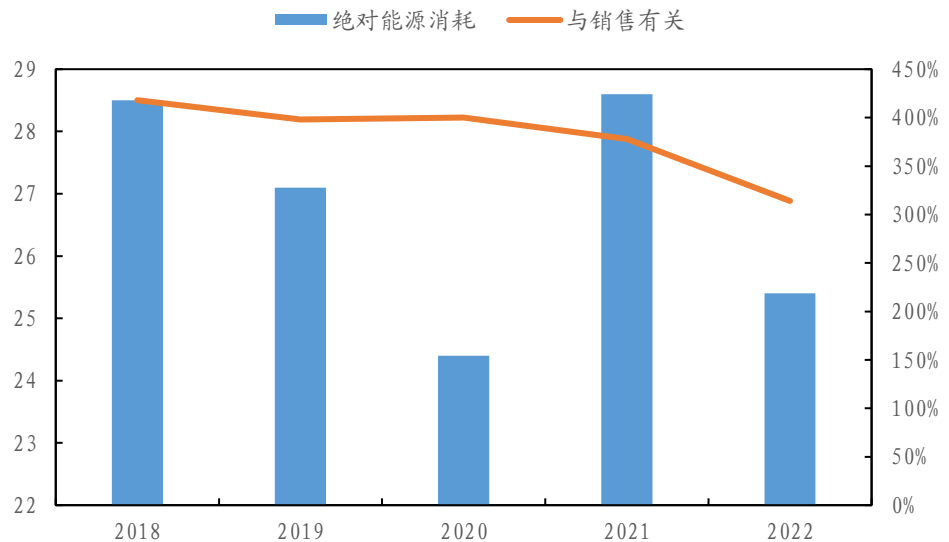
(2) 朗盛通过**消费者保护、特种添加剂和高级中间体三个部门, 正在建立一个平衡的投资组合, 以一定的弹性和灵活性来应对市场的动荡。**近年来为向特种化学品制造商转型而采取的广泛投资组合措施已基本完成, 得益于高性能材料业务部对与 Advent International 计划成立的高性能工程塑料合资企业的贡献, 朗盛预计其流动性和财务状况不迟于 2023 年 4 月初得到改善。

(3) 从地区能源消费来看, 在**能源数量和能源类型方面, 各地区存在明显差异。**德国工厂的产量占比最大, 因此消耗的能源也最多。美国的工厂只使用直接能源; 欧洲、中东和非洲工厂直接和间接能源的使用比例是平衡的; 在拉丁美洲和亚太区域, 以生物质为基础的直接能源的份额较大。

图 63: 2022 年朗盛分地区直接和间接能源消耗情况


资料来源: 朗盛年报, 信达证券研发中心

2022 年, 朗盛的绝对能源消耗和具体能源消耗都有所下降。除了改变投资组合的影响外, 降低产量和提高效率的措施也有助于朗盛降低能源消耗。

图 64: 2022 年朗盛能源消耗 (千焦耳, 千欧元的销售额)


资料来源: 朗盛年报, 信达证券研发中心

投资建议

我们认为，在欧洲能源危机的背景下，欧洲化工品的供应因为能源供应难、能源价格高而存在收窄趋势，可能会给其他地区企业带来出口机会。但同时，欧洲化工品的价格随之上涨，欧洲消费需求可能会被高价而抑制。我们认为应同时关注欧洲化工品供应和需求的变化，建议关注欧洲化工企业停产减产情况，关注欧洲化工品需求变化情况。

风险因素

- 1、产能建设不如预期的风险
- 2、下游需求大幅下降的风险
- 3、原材料价格大幅上涨的风险

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

尹柳，中山大学高分子材料学士，中央财经大学审计硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。