

巴斯夫新战略:实现高效益运营,与中国化工市场共增长

最近一年行业指数走势



联系信息

虞小波

分析师

SAC 证书编号: S0160518020001

yuxb@ctsec.com

张兴宇

分析师

SAC 证书编号: S0160518120001

zhangxingyu@ctsec.com

莫凯文

联系人

mokw@ctsec.com

021-68592331

相关报告

- 1 《中国进入行业发展快车道,有望迎来 30 年高速发展期:天然气行业深度报告》
2019-01-25
- 2 《万华化学乙烯、国瓷材料陶瓷外壳项目入选山东省重点项目:化工行业事件点评》
2019-01-24
- 3 《“零关税”时代来临,钾肥、磷肥景气有望上行:出口关税调整对化肥行业的影响》
2018-12-27

投资要点:

- 2018 年 11 月 20 日,巴斯夫在德国路德维希港发布了全新的企业战略,其首要目标是实现销售额和销量的增长,于 2019 年开始实施。新战略针对全球战略转型的新形势,制定了提升企业核心竞争力的战略目标,值得中国石油和化工企业学习借鉴,也对我们研究化工行业有着长远的意义。公司提出六大战略目标:1) 实现高于全球化工生产水平的销售额和销量增速;2) 不计特殊项目的 EBITDA 每年提高 3%-5%;3) 每年实现远高于资本成本比率的已动用资本回报率;4) 每年增长每股分红;5) 实现战略产品销售收入 220 亿欧元;6) 到 2030 年碳排放零增长。
- 新战略核心看点一:巴斯夫调整业务结构并启动卓越项目,以追求更高效益运营,成为更透明、灵活和贴近客户的公司。业务结构调整,由 5 个转变成 6 个,市场定位更清晰,重点放在创新型成长性业务和直接面向客户的行业,而非传统化学品本身。新六大业务领域是化学品、材料、工业解决方案、表面处理技术、营养与护理和农业解决方案。另外,巴斯夫正启动一项新的卓越项目 2019-2021,目标从 2021 年底开始,逐年贡献 20 亿欧元 EBITDA。该项目将包含生产、物流、研发、数字化、自动化及组织发展等领域的措施。
- 新战略核心看点二:与中国化工市场共增长,扩张一体化基地版图,发挥成本及技术优势。中国已成为全球最大的化工市场,占全球市场总额 40%,并将继续推动全球化工生产增长;到 2030 年,所占份额将扩大至近 50%。巴斯夫要与其共同增长,因此将在广东湛江新建在华第二个一体化基地,并扩建原有的南京一体化基地。一体化体系中由于生产高度集中,巴斯夫每年可节省超过 10 亿欧元的成本。另外,湛江基地将从根本上运用循环经济理念,以可持续的生产方式,并采用尖端技术,全面落实智能制造理念,为华南地区客户提供支持。
- 投资建议:沿着巴斯夫新战略的发展思路,我们继续推荐万华化学(买入)、华鲁恒升(买入)、玲珑轮胎(买入)、巨化股份(买入)。

风险提示:项目建设进度不达预期,下游需求不及预期

表 1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (02.15)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600309	万华化学	1,145.07	36.47	4.07	4.14	5.57	8.96	8.81	6.55	买入
600426	华鲁恒升	212.77	13.08	0.75	1.97	2.18	17.44	6.64	6.00	买入
601966	玲珑轮胎	183.12	15.26	0.87	1.03	1.36	17.54	14.82	11.22	买入
600160	巨化股份	200.12	7.29	0.34	0.75	0.84	21.44	9.72	8.68	买入

数据来源:Wind,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财,财通天下

内容目录

1、巴斯夫基本及财务状况和大中华区业绩情况.....	4
1.1 新战略发布前业务结构：功能材料与解决方案营收占比最高（32%）	4
1.2 财务状况：18 年前三季度营收增长，净利润有所下滑.....	5
1.3 看好大中华区成长空间.....	6
1.3.1 巴斯夫大中华区 17 年业绩大幅增长.....	6
1.3.2 巴斯夫中国生产基地共 25 个，新增湛江一体化基地.....	7
2、巴斯夫新战略：首要提升销售额，调整业务结构，扩张一体化版图... ..	8
2.1 新战略的提出基于对亚太区化工成长空间的期望.....	8
2.2 巴斯夫六大战略目标：首要目标是实现销售额和销量的增长.....	9
2.3 业务领域调整，转变成一个更灵活、更贴近客户的公司.....	10
2.4 启动卓越项目 2019-2021：2021 起将逐年贡献 20 亿欧元 EBITDA... ..	11
2.5 扩张一体化（Verbund）基地版图，发挥成本及技术优势.....	12
2.6 资本配置重在价值创造.....	14
2.6.1 高效的研发是巴斯夫重要增长引擎.....	15
2.6.2 并购标准.....	16
2.6.3 股息政策.....	16
3、重点推荐标的.....	17
3.1 万华化学.....	17
3.2 华鲁恒升.....	17
3.3 玲珑轮胎.....	18
3.4 巨化股份.....	18

图表目录

图 1：2017 年五大业务领域收入占比.....	4
图 2：巴斯夫年度营业收入.....	5
图 3：巴斯夫年度净利润.....	5
图 4：巴斯夫季度营业收入.....	5
图 5：巴斯夫季度净利润.....	5
图 6：巴斯夫年度净利润、毛利率和净利率水平.....	5
图 7：巴斯夫季度净利润、毛利率和净利率水平.....	5
图 8：巴斯夫大中华区销售业绩.....	6
图 9：17-30 年化工增长各地区占比.....	8
图 10：电池正极材料增长迅速.....	8
图 11：2017 年全球实际化工生产地区占比.....	8
图 12：2030 年预估全球实际化工生产地区占比.....	8
图 13：配方开发中数字化带来的改变.....	12
图 14：巴斯夫全球生产基地分布.....	13
图 15：巴斯夫 2005-2018 年现金使用情况.....	14
图 16：巴斯夫 2009-2023 年资本开支情况.....	14
图 17：巴斯夫研发费用及其占营收比重.....	15
图 18：预期每年研发支出分布.....	16
图 19：巴斯夫每股股息历史情况.....	16
图 20：巴斯夫股息支付率历史情况.....	16

表 1：六大战略目标	9
表 2：业务领域新旧对比	10
表 3：六大业务领域重点	11
表 4：卓越项目 2019-2021 具体措施	11

1、巴斯夫基本及财务状况和大中华区业绩情况

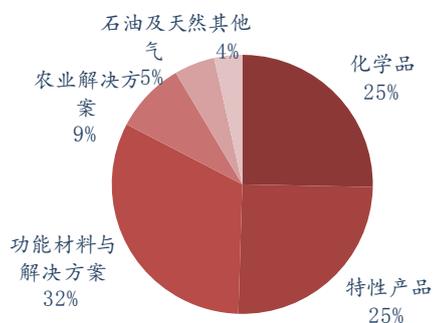
巴斯夫成立于 1865 年，是世界领先的化工公司，总部位于莱茵河畔的路德维希港，它是世界上工厂面积最大的化学产品基地。巴斯夫向客户提供一系列的高性能产品，涵盖化学品、塑料、特性产品、作物保护产品以及原油和天然气。一体化（Verbund）基地是公司的优势所在，生产装置与技术平台智能互联，从而能够高效地使用资源和发挥专长。在全球各地的研发部门拥有约 10,000 名员工，是保障巴斯夫创新能力和竞争力的坚实后盾。公司目标：**进一步优化组织架构，达到更高效率、高效益运营，提升对客户的关注；发挥一体化体系的整合优势以强化产品组合。**

1.1 新战略发布前业务结构：功能材料与解决方案营收占比最高（32%）

在 19 年新战略发布之前，巴斯夫集团共设有五大业务领域，下辖 13 个业务部，在超过 80 个国家设有子公司，全球拥有 6 个一体化（Verbund）基地，347 个其他生产基地。五大业务领域分别是**化学品，特性产品，功能材料与解决方案，农业解决方案，和石油与天然气。**

五大业务中：功能材料与解决方案营收占比最高（32%），其次是化学品（25%）和特性产品（25%）。业务组成分别是：化学品业务由石油化工，单体和中间体部门组成，该业务领域营收占比为 25%；其产品系列包括溶剂，增塑剂和大量单体，胶水和电子化学品，以及洗涤剂，塑料，纺织纤维，油漆和涂料，作物保护和药品的原材料。特性产品业务包括分散体和颜料、护理化学品、营养与健康 and 特性化学品，该业务领域营收占比为 25%。功能材料与解决方案业务包括催化剂、化学建材、涂料和特性材料，该业务领域营收占比最高为 32%。农业解决方案业务提供在作物保护、种子处理和水管理方面以及营养供应和植物压力的解决方案。石油和天然气业务从事勘探、生产和运输。

图 1：2017 年五大业务领域收入占比



数据来源：Bloomberg, 财通证券研究所

1.2 财务状况：18 年前三季度营收增长，净利润有所下滑

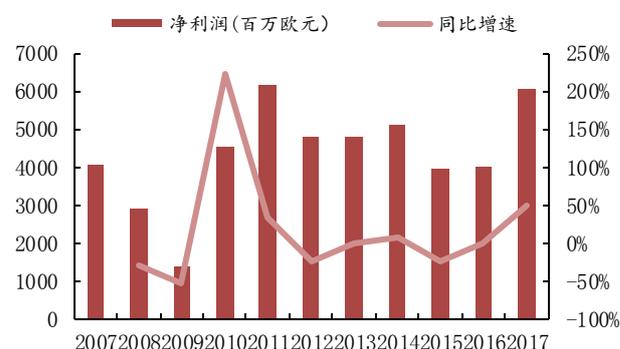
巴斯夫最新三季报披露，18 年前三季度公司实现营收 470.89 亿欧元，同比增长 2%；但净利润同比下降 4%至 43.59 亿欧元，原因是化学品业务业绩下滑和毛利率降低。按年度来看，2017 年实现营收 644.75 亿欧元，同比上升 12.03%；实现净利润 60.78 亿欧元，同比上升 49.85%；毛利润平稳上升。按季度来看，2018 年第三季度实现营收 156.06 亿欧元，同比上升 7.51%，主要原因是销售价格提升；实现净利润 12 亿欧元，同比下降 10.18%，主要原因是化学品业务业绩减少。

图 2：巴斯夫年度营业收入



数据来源：Bloomberg, 财通证券研究所

图 3：巴斯夫年度净利润



数据来源：Bloomberg, 财通证券研究所

图 4：巴斯夫季度营业收入



数据来源：Bloomberg, 财通证券研究所

图 5：巴斯夫季度净利润



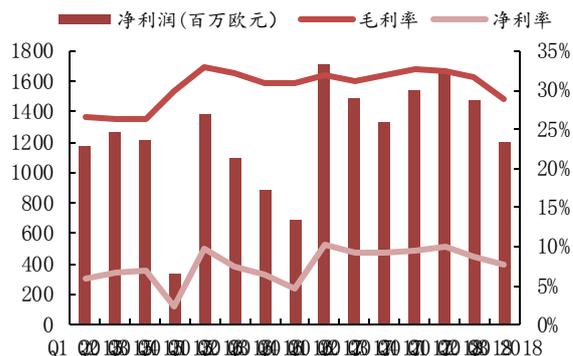
数据来源：Bloomberg, 财通证券研究所

图 6：巴斯夫年度净利润、毛利率和净利率水平

图 7：巴斯夫季度净利润、毛利率和净利率水平



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

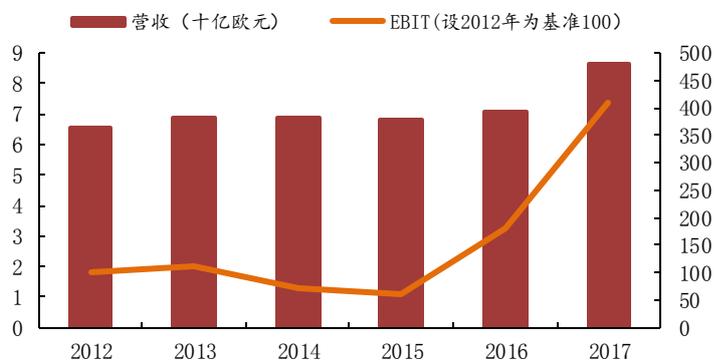
1.3 看好大中华区成长空间

1.3.1 巴斯夫大中华区 17 年业绩大幅增长

在 1885 年, 巴斯夫向中国推销著名的纺织染料品红, 使中国成为巴斯夫品红在德国以外最重要的市场。除了一直向中国提供染料外, 巴斯夫更不断扩宽产品范围。至今, 巴斯夫产品系列已非常广泛, 涵盖塑料、化学纤维中间体、肥料、工业用化学品、精细化学品和纺织及皮革化学品。

2017 年, 巴斯夫大中华区的销售业绩大幅增长, 销售额达到 73 亿欧元(按客户所在地), 占巴斯夫集团总销售额的 10% 以上, EBIT 相比 2012 年翻了 4 倍。目前, 大中华区是巴斯夫全球第三大市场, 仅次于德国和美国。基于中国市场不断增长的需求, 巴斯夫将继续投资现有主要生产基地的本地产能, 同时通过计划中的收购拓展产品组合。

图 8: 巴斯夫大中华区销售业绩



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

1.3.2 巴斯夫中国生产基地共 25 个，新增湛江一体化基地

作为中国化工领域重要的外商投资企业，巴斯夫主要的投资项目位于南京、上海和重庆，生产基地遍布全国，其中巴斯夫亚太创新园（上海）更是全球和亚太地区的研发枢纽。截至 2017 年底，巴斯夫在大中华区共有生产基地 25 个（不包括扬子石化-巴斯夫有限责任公司）。以下罗列出主要生产基地：

上海

1) **巴斯夫浦东基地**拥有八个生产装置和一个废水处理车间，巴斯夫大中华区总部所在地。产品有：新材料包括 Ultramid®（聚酰胺，PA）、Ultradur®（聚对苯二甲酸丁二醇酯，PBT）、聚氨酯组合料、Elastollan®热塑性聚氨酯（TPU）、Cellasto® 微孔聚氨酯弹性体；丙烯酸分散体和聚合物着色剂、清洁剂、金属络合染料、皮革助剂、聚乙烯吡咯烷酮（PVP）。

2) **巴斯夫漕泾基地**位于漕泾的上海化学工业区，主要生产：甲苯二异氰酸酯（TDI）/ 二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）和聚四氢呋喃（PolyTHF®）/ 聚异氰酸酯（Basonat®）。

南京

南京一体化基地是扬子石化—巴斯夫有限责任公司建于 2000 年，是两个世界五百强企业中国石化和巴斯夫以 50：50 的股比强强合作的成果，是中德企业合资合作的成功典范。主要产品有丙烯酸类产品、蒸汽裂解产品和芳烃、醇类和中间体、聚合物和环氧乙烷衍生物。

重庆

巴斯夫重庆基地年产 40 万吨，2015 年 8 月装置开始运行。主要生产：二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI），助力中国西部地区聚氨酯行业。MDI 是聚氨酯的重要原料，聚氨酯是一种用途极其广泛的塑料材料，能提高保温性能，为汽车生产提供更轻质的材料，帮助建筑节能能源。

广东

1) 巴斯夫湛江一体化基地（规划中）

包括一个由巴斯夫全资运营、年产 100 万吨乙烯的蒸汽裂解装置，和数个面向消费市场的产品和解决方案生产装置。项目投资总额计划达 100 亿美元，建成后将成为巴斯夫全球第三大一体化生产基地。整个项目将于 2030 年左右完工，第一批装置最晚将于 2026 年竣工。

2) 茂名基地

巴斯夫与中国石化自 2015 年起在茂名高新技术产业开发区经营世界级异壬醇（INA）生产装置。该装置由巴斯夫与中国石化以 50：50 比例成立的合资企业

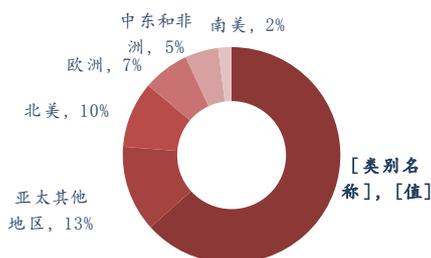
茂名石化巴斯夫有限公司 (BMC) 负责运营。装置年产能为 18 万吨，将满足新一代增塑剂不断增长的市场需求。

2、巴斯夫新战略：首要提升销售额，调整业务结构，扩张一体化版图

2.1 新战略的提出基于对亚太区化工成长空间的期望

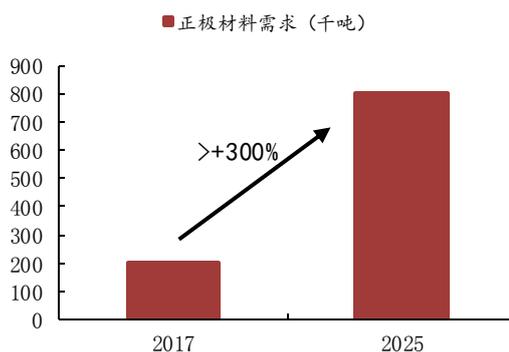
2017-2030 年化工增长主要来自亚太区：中国占比 64%，亚太其他地区占比 13%，北美占比 10%，其他地区占比 14%。另外，电动车的快速发展带动了电池正极材料的需求量，预计 2017-2025 年，正极材料的需求量增长超过 300%。收入的增长、对创新性解决方案和数字化的需求是巴斯夫主要的增长动力。发达市场的发展重点是：多样性的客户需求，人口老龄化和可持续发展。发展中国家的发展重点是：营养、美容保健、添加剂、数字化、电动车、材料与表面强化和化学品。新兴市场的特点是：人口、收入和中产阶级人群的增长。

图 9：17-30 年化工增长各地区占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 10：电池正极材料增长迅速

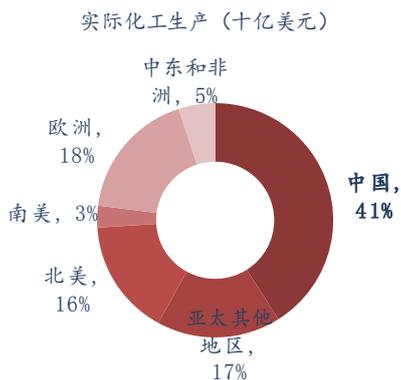


数据来源：公司公告，财通证券研究所

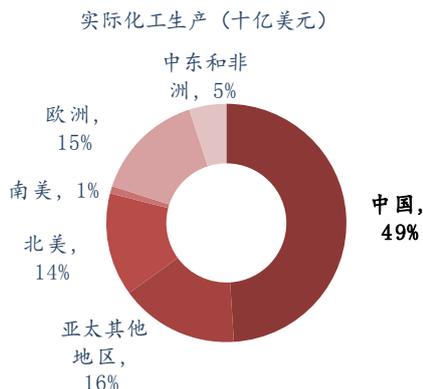
2017 年全球实际化工生产额约 38000 亿美元，中国占比重最大为 41%；预计到 2030 年生产额将达到 57000 亿美元，中国所占比重将达到 49%，复合年增长率将达到 4%；中东、非洲的增速为 3%；北美、南美、其他亚太地区增速为 2%；欧洲增速仅为 1%。

图 11：2017 年全球实际化工生产地区占比

图 12：2030 年预估全球实际化工生产地区占比



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

2.2 巴斯夫六大战略目标: 首要目标是实现销售额和销量的增长

自 2012 年起, 巴斯夫不计特殊项目的 EBITDA 每年平均增长 8%, 高于每年 3% 的固定成本增长。自由现金流水平稳步提升, 已动用资本回报率达 15.4%。不过, 公司销量有机增速 2.3%, 低于全球化工生产销量增速 3.7%, 因此, 公司提出六大战略目标, 首要目标就是实现销售额和销量的增长, 并将重点放在创新型增长性业务, 看好亚太区成长空间。

公司的增长要比市场更快, 旨在实现高于全球化工生产水平的销售额和销量增速。巴斯夫同时希望进一步提高盈利能力, 目标是将不计特殊项目的息税、折旧及摊销前利润每年提高 3 至 5 个百分点。此外, 巴斯夫旨在每年实现远高于资本成本比率的已动用资本回报率, 这意味着实实在在地创造了附加价值。巴斯夫还希望保持在投资者眼中的领先地位, 为其创造高于化工行业平均水平的价值; 因此, 希望保持充足的自由现金流, 每股股息逐年有所增加。

表 1: 六大战略目标

目标	具体内容
1) 销售量的增长:	实现高于全球化工生产水平的销售额和销售增速;
2) 盈利能力的增长:	EBITDA 每年提高 3%-5%;
3) 资本回报率:	每年实现远高于资本成本比率的已动用资本回报率;
4) 分红:	基于强劲的现金流, 实现每股分红的每年增长;
5) 可持续的战略产品 (Accelerator Products):	实现销售收入 220 亿欧元(2017 年为 150 亿欧元);
6) 碳排放:	到 2030 年碳排放零增长。

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

巴斯夫制定了可观的年生产增长目标，并承诺将全球温室气体排放维持在 2018 年的水平，直到 2030 年。这一目标涵盖计划中的重大投资项目，例如将在中国广东建立的一体化生产基地。为实现这一目标，巴斯夫将改善其生产基地的管理流程、提高效率、整合资源，并且在可能的情况下提高可再生能源在电力供应中的比例。另外，巴斯夫将通过投资、创新着力推动内在有机增长，并进行适当的并购。

2.3 业务领域调整，转变成一个更灵活、更贴近客户的公司

进一步调整组织架构，使之更以客户为中心，且更为高效地运转。通过结合巴斯夫在化工行业的独特专长和客户的专业能力，开发更好的解决方案，不仅盈利并造福社会。为了实现这一目标，巴斯夫正采取一系列措施，为客户增强透明度，提升客户服务质量，探索共同发展潜力。巴斯夫将专注于以下领域：产品组合、员工、创新、可持续发展、运营以及数字化。

业务领域结构调整，由 5 个转变成 6 个，每个业务领域的市场定位更清晰。这六大领域分别为：化学品（石油化学品、中间体）、材料（特性材料、单体）、工业解决方案（分散体与颜料、特性化学品）、表面处理技术（催化剂、涂料）、营养与护理（护理化学品、营养与健康）、农业解决方案。每个业务领域包含两个业务部门，只有农业解决方案部仍为一个单独的业务领域。

表 2：业务领域新旧对比

旧业务结构	新业务结构（19 年起）
1. 化学品 石油化学品、中间体、单体	1. 化学品 石油化学品、中间体
2. 特性产品 分散体和颜料、护理化学品、营养与健康、特性化学品	2. 材料 特性材料、单体
3. 功能材料与解决方案 催化剂、化学建材、涂料、特性材料	3. 工业解决方案 分散体与颜料、特性化学品
4. 农业解决方案	4. 表面处理技术 催化剂、涂料
5. 石油与天然气	5. 营养与护理 护理化学品、营养与健康
	6. 农业解决方案

数据来源：公司公告，财通证券研究所

巴斯夫找准每个业务的市场定位，明确竞争优势，并设计了不同分部的产能扩张

和发展。公司会优化产品组合，使资金分配更集中于增长型业务。巴斯夫新的业务领域结构将使业务前进方向、价值链的重要性以及一体化(Verbund)的作用更为清晰透明。同时，巴斯夫也在逐渐将重点转移到直接面向客户的行业，而非传统化学品本身。

表 3：六大业务领域重点

业务领域	1. 化学品	2. 材料	3. 工业解决方案	4. 表面处理技术	5. 营养与护理	6. 农业解决方案
17 年 EBITDA 占比	25%	35%	12%	10%	9%	12%
核心	一体化	先进材料	添加剂平台	表面改性平台	成分	种子、植保、数字一体化
创新点	新工艺流程	应用、生物材料	配方	电池材料、表面效应	生物科技、配方	植保、种子和数字农业
可持续发展	化学循环	生物基材料	以少得多	降低机动车尾气排放	生物基、纯天然、可追溯	以少得多
资本开支	扩建南京基地、新建湛江一体化基地、升级发达市场的价值链	扩张工程塑料产能、北美亚洲关注异氰酸盐和多元醇、卓越运营	扩张高成长领域、一体化	增加电池材料、中国机动车尾气排放催化剂产能	选择性扩张、卓越运营、多样性	选择性扩张植保产品产能
增长驱动力	新兴市场、一体化	新兴市场、电动车、客户满意度	资源效率、城市化及数字化、产品组合提升	亚洲汽车增长、低尾气排放、电动车带来的电池材料需求	健康生活、老龄化、中产阶级增加	自然资源限制，食品质量要求、人口增长

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.4 启动卓越项目 2019-2021：2021 起将逐年贡献 20 亿欧元 EBITDA

为实现这些远大目标，巴斯夫正启动一项新的卓越项目，于 2019 年至 2021 年实施，目标从 2021 年底开始，逐年贡献 20 亿欧元 EBITDA。该项目将包含生产、物流、研发、数字化、自动化及组织发展等领域的措施。

表 4：卓越项目 2019-2021 具体措施

1) 卓越运营	将专注于生产、物流和计划；
2) 数字化和自动化	智能供应链和智能制造是主要贡献者；
3) 组织发展	目标是在服务、研发和治理领域建立更精简的结构；
4) 资本支出	估算有 8 亿欧元的一次性支出和 10 亿欧元资本支出（已包含在目前的资本支出计划）。

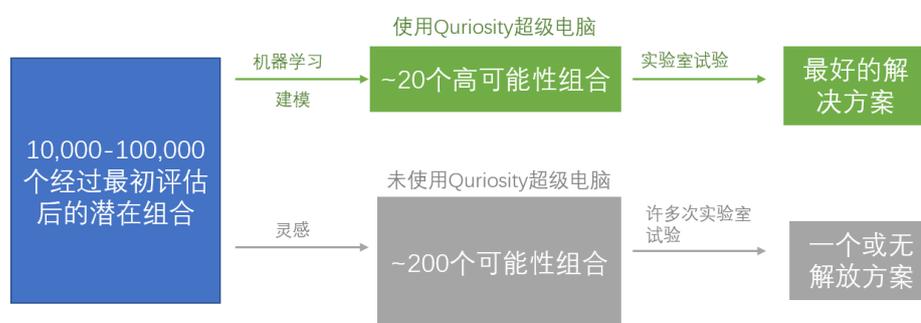
数据来源：公司公告，财通证券研究所

卓越运营一直是巴斯夫的主要优势之一——做到安全、高效、可靠地运行生产以按

具体要求和时间交付产品。要做到这一点，巴斯夫将提高装置的可靠性和灵活性。因此，巴斯夫将用以提高卓越运营的专项预算增加到每年4亿欧元，这远高于近年来的平均水平。

数字化进程在不断地推进中：巴斯夫的目标是到2022年在全球超过350座生产装置实现数字化。数字化的应用可以在计算机上模拟不同的工艺或投资组合来减少成本。巴斯夫将通过数字化为客户创造额外价值，发展业务并提高效率。数字化还将增强研发部门的创造力，尤其当超级计算机Curiosity被赋予更多的运算任务后，数字化将发挥更大的作用。巴斯夫将在数字化的进程中提升速度、深化影响、扩大范围，从而领先于化工行业的同行。

图 13：配方开发中数字化带来的改变



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.5 扩张一体化 (Verbund) 基地版图，发挥成本及技术优势

一体化理念诞生于德国路德维希港，并在不断优化推广到其他基地。一体化包含四个方面：生产、技术、市场和数字。一体化体系创造了从基础化学品到涂料和作物保护产品等高附加值产品的高效价值链。此外，一个生产装置的副产品可被另一个生产装置用作原料。在这个系统中，化学工艺能够以更低的能耗生产更多的产品，从而保护资源。以这样的方式节约原料和能源，降低排放和物流成本，充分发挥协同效应。这些解决方案使巴斯夫得以在世界各地保持竞争力的同时帮助客户更加成功。

一体化体系将继续为巴斯夫的成功发挥核心作用，价值链只有在一体化体系里才能真正高效地运作。一体化体系中由于生产高度集中，巴斯夫每年可节省超过10亿欧元的成本。与此同时，公司还能因一体化生产而避免可能导致的大量排放。巴斯夫将通过建设和发展一体化体系，实现高度集中化生产，运营更少但更

高效的基地，继续成为行业领导者。

巴斯夫目前已有六个一体化基地：两个在欧洲（德国路德维希港、比利时安特卫普），两个在北美（美国德克萨斯自由港、美国路易斯安那盖斯马），两个在亚洲（中国南京、马来西亚关丹）。巴斯夫在中国南京的一体化基地建于2000年，与中国石化合资经营（50:50）。其在马来西亚关丹的一体化基地则建于1997年，与马来西亚石油公司（Petronas）合资经营（60:40）。

图 14：巴斯夫全球生产基地分布



数据来源：公司官网，财通证券研究所

亚洲市场已经成为巴斯夫的重点市场，对实现公司的增长战略也非常重要。中国已经成为全球最大的化工市场，占40%的全球市场总额，并将继续推动全球化工生产增长。到2030年，中国在全球市场的份额将扩大至近50%，巴斯夫要与其共同增长，因此将在广东湛江新建的一体化基地，并扩建南京基地。

投资100亿美元建在华第二个一体化基地，落户广东湛江：广东一体化基地将是巴斯夫迄今最大的投资项目，由巴斯夫独立运营。2019年1月10日，巴斯夫欧洲公司董事执行会主席与广东省副省长在路德维希港签署框架协议，进一步明确巴斯夫在中国广东建立智慧一体化基地的规划细节。该基地将从根本上运用循环经济理念，以可持续的生产方式，并采用尖端技术，全面落实智能制造理念，为华南地区客户提供支持；也将受益于当地丰富的自然资源、深水良港、高效交通枢纽和充足劳动力。

该项目将占地约9平方公里。新建基地将包括一个由巴斯夫全资运营、年产100万吨乙烯的蒸汽裂解装置，和数个面向消费市场的产品和解决方案生产装置。项

目投资总额计划达 100 亿美元，建成后将成为继德国路德维希港、比利时安特卫普后巴斯夫全球第三大一体化生产基地。整个项目将于 2030 年左右完工，第一批装置最晚将于 2026 年竣工。

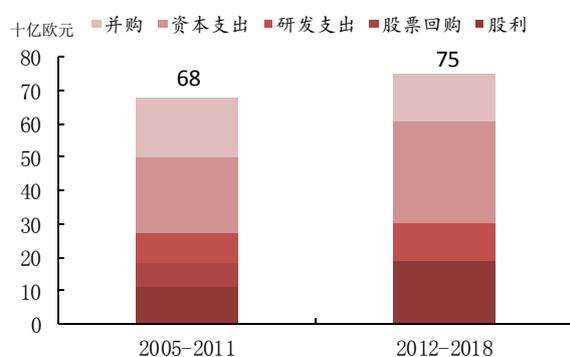
2.6 资本配置重在价值创造

现金使用主要在以下四个方面：

- 1) 有机增长：通过创新和资本开支超越其他化工公司；
- 2) 渐进的股利政策：旨在每年增长每股股息；
- 3) 业务升级：通过选择性收购，为不同的成长型业务或部门增加具有变革性质的服务，并通过持续的精简措施，以增强巴斯夫的业务组合；
- 4) 股票回购：将现金返还给股东，从而维持一个有效的资本结构。

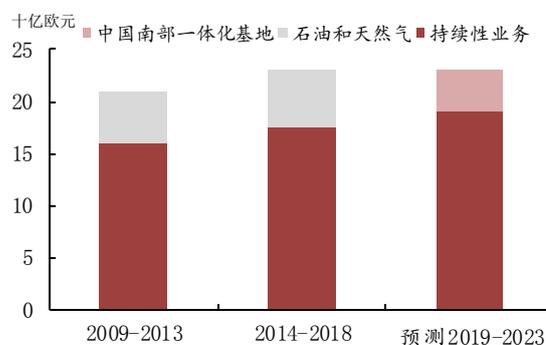
巴斯夫在 2005-2011 年，使用部分现金用做股票回购，也用于大量并购。在 2012-2018 年，公司分配股利、研发费用和资本开支相比上一阶段均增加，而并购所用的资金相比上一阶段减少。2019-2023 年，新增的资本开支将主要来自中国南部的一体化基地。

图 15：巴斯夫 2005-2018 年现金使用情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 16：巴斯夫 2009-2023 年资本开支情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

湛江新一体化基地和扩建的南京一体化基地将给巴斯夫中国的业绩带来客观的增长。2000-2018 年，巴斯夫在中国的生产基地面积是 7 平方公里，资本开支为 110 亿美元；湛江新一体化基地的面积是 9 平方公里，资本开支为 100 亿美元；作为对比，两大基地-德国路德维希港的基地面积为 10 平方公里，比利时安特卫普面积为 6 平方公里。可见，湛江新基地的规模之大，落成后对巴斯夫的业绩增

量之可观。

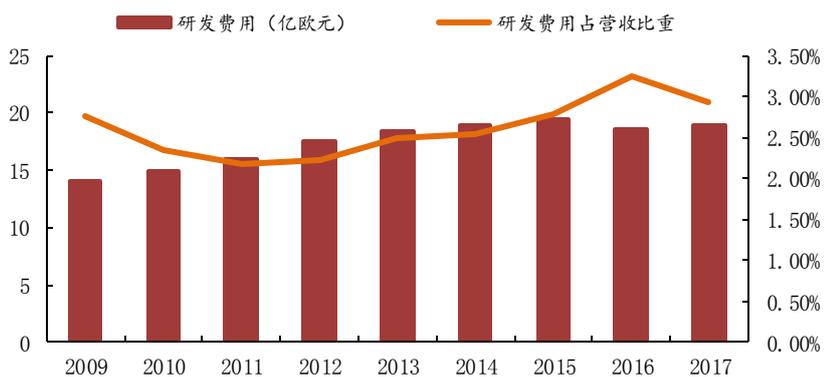
2.6.1 高效的研发是巴斯夫重要增长引擎

有效和高效的研究和开发是创新的先决条件，也是巴斯夫重要的增长引擎。公司在跨学科团队中致力于创新流程和产品，以追求可持续的未来。巴斯夫在全球拥有 10000 多名研发人员，致力于化学领域的创新。员工分布在近 70 个城市，目前正从事约 3,000 个研发项目。依靠与全球科学界、商界众多合作伙伴的紧密合作，巴斯夫建立了一个跨国、跨学科的专业知识一体化网络。

巴斯夫三大研究平台：先进材料及系统研究全球平台的总部位于上海的巴斯夫亚太创新园。我们为汽车、建筑、包装、涂料、家庭和个人护理、制药、水和风能行业的广泛客户开发新型结构材料、分散体、功能性材料以及有机和无机添加剂。**生物科学研究总部**位于美国北卡罗莱纳州的三角研究园。我们通过释放生物科学的潜力帮助创造更好的生活和环境，为农业、食品和工业应用提供可持续的解决方案。**工艺研究与化学工程平台**总部位于德国路德维希港。研究对象包括原料原油的替代品，以及能源转换和储存等新技术。

巴斯夫研发费用高于同行：2017 年的研发费用为 18.88 亿欧元，远高于同行业其他公司；研发费用占营收比重为 2.93%。

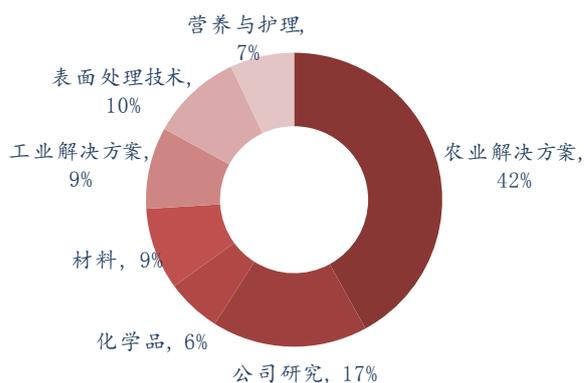
图 17：巴斯夫研发费用及其占营收比重



数据来源：公司公告，财通证券研究所

预期的每年研发支出中有 42% 用于农业解决方案这一业务领域，其他 5 个业务领域研发支出较平均。巴斯夫所用的创新力提升措施有：将研发资源集中于成长型企业，加强客户需求和研发项目的一致性，和利用人工智能。

图 18：预期每年研发支出分布



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.6.2 并购标准

巴斯夫有着清晰的并购标准：1) 战略性：为一体化体系带来新的价值，具有创新性活技术性差异化，有新的并且可持续的商业模式。2) 财务性：整合后资本应用回报率高于 WACC，每股收益最迟在第三年会增加，有助于特殊项目前的 EBITDA 增长。

2.6.3 股息政策

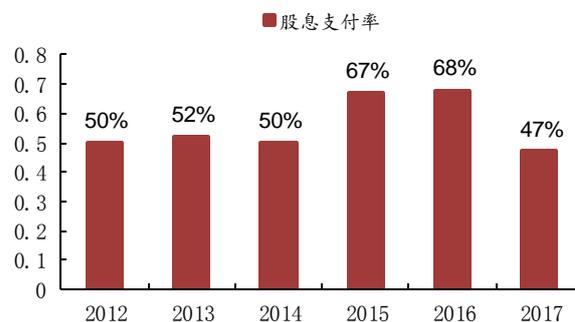
巴斯夫具有行业领先的渐进式股息政策，每股股息逐年平稳升高。2012-2017 年的平均股息升息率为 3.7%（每年最后一个交易日收盘股价计算得出），是化工领域最高的。

图 19：巴斯夫每股股息历史情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 20：巴斯夫股息支付率历史情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3、重点推荐标的

沿着巴斯夫新战略的发展思路，一体化体系造就成本优势，全球化布局把握市场机会，我们继续推荐 1) 万华化学：30 万吨/年 TDI 项目顺利投产，未来 MDI、乙烯、新材料等项目有望继续扩张；欧洲 BC 及美国持续布局，全球扩张进程加速，有望成为世界级化工巨头。2) 华鲁恒升：产业链一体化优势及费用精细控制将有助于公司在周期下行中保持较强的行业竞争力。3) 玲珑轮胎：公司作为国内轮胎行业龙头，原材料价格趋稳下盈利逐步改善，品牌及配套优势明显，产能持续扩张助力公司未来业绩稳定增长。4) 巨化股份：氟化工是我们 2019 年仍然看好的化工子行业。巨化股份是全球氟化工龙头，在产业链配套、设备稳定性、废酸处理和产能上均具有显著优势。

3.1 万华化学

TDI 顺利投产，万华跻身全球前三大 TDI 生产厂家。TDI 的生产技术壁垒高，全球能够生产的企业并不多，与 MDI 一样同属于寡头垄断格局。2017 年国内产能约 84 万吨，全球约有 TDI 产能 269.3 万吨，其中科思创和巴斯夫合计占全球产能的 57%，全球前五大 TDI 企业产能占比超过 77%，竞争格局较为稳定。此前国内 TDI 最大单体装置规模为科思创的 25 万吨/年，本土企业均在 10 万吨以下，而万华 TDI 单体装置规模达到 30 万吨/年，成为国内规模最大的 TDI 单体装置。单体装置的规模效应叠加工业园产业链一体化优势，有望为公司带来显著的成本优势。

北美建厂意义重大，万华全球化布局有望更进一步。公司拟通过下属子公司在美国路易斯安那州建立年产 40 万吨 MDI 装置及一体化配套工厂，项目投资额预计 12.5 亿美元。项目基础设施建设预计将持续 36 个月，预计 2021 年 10 月底完成竣工。北美地区 MDI 供不应求。据统计，美国 MDI 产能 148 万吨/年，其需求量每年增速在 5%-10%。目前美国 MDI 产能无法满足增长的 MDI 需求，2017 年美国自中国进口聚合 MDI 约 16 万吨。

盈利预测及投资评级：公司 30 万吨/年 TDI 项目顺利投产，未来 MDI、乙烯、新材料等项目有望继续扩张；欧洲 BC 及美国持续布局，全球扩张进程加速，有望成为世界级化工巨头。维持“买入”评级，维持盈利预测，预计 2018-2020 年 EPS 为 4.14、5.57、7.33，对应目前 PE 为 8.81、6.55、4.98 倍。

3.2 华鲁恒升

景气下行周期下，公司仍具备产业链带来的低成本核心优势，关注公司中长期成长。由于掌握了将质低价廉的烟煤直接气化并用于化工生产的洁净煤气化技术，

公司原料综合利用率大大提高，产品单位总氨煤耗、电耗、汽耗等指标均大大低于行业平均水平，产业链一体化优势及费用精细控制将有助于公司在周期下行中保持较强的行业竞争力。中期看，公司 50 万吨/年乙二醇产能在四季度顺利投产，目前已达到较高负荷稳定运行，将为 2019 年业绩贡献增量。长期来看，公司已经成功被纳入山东省化工园区，园区占地面积 5.89 平方公里，而目前公司占地仅约 3.6 平方公里。公司目前仍具有足够的土地资源及现金流支撑下一轮的产能扩张，未来业绩中枢有望再上台阶。

盈利预测及投资评级：由于公司产品价格下跌及检修影响，公司 Q4 业绩低于预期，周期下行趋势下仍看好公司中长期成长，维持买入评级，预计 18-20 年 EPS 为 1.97、2.18、2.30 元，对应 PE 为 6.64、6.00、5.69 倍。

3.3 玲珑轮胎

“5+3 战略”稳步推进，新产能建设持续进行，公司成长性强。公司在国内除了招远、德州、柳州三个生产基地外，将再建立两个生产基地，其中湖北荆门项目 18 年 7 月开工奠基，将形成 1200 万套半钢、240 万套全钢、6 万套工程胎产能；同时国际化布局稳步推进，泰国玲珑三期项目 18 年 3 月份启动，塞尔维亚规划投资 9.9 亿美元建设年产 1362 万条高性能子午线轮胎项目。公司现有半钢胎年产能 4714 万套、全钢胎年产能 800 万套，2020 年底规划年产能扩张至半钢胎 7404 万套，全钢胎 1220 万套，未来产能持续投产放量，助力业绩持续高增长。

盈利预测及投资评级：公司作为国内轮胎行业龙头，原材料价格趋稳下盈利逐步改善，品牌及配套优势明显，产能持续扩张助力公司未来业绩稳定增长。预计 2018-2020 年 EPS 为 1.03/1.36/1.75 元，对应 PE 14.82/11.22/8.72 倍，给予“买入”评级。

3.4 巨化股份

氟化工是我们 2019 年仍然看好的化工子行业。巨化股份是全球氟化工龙头，在产业链配套、设备稳定性、废酸处理和产能上均具有显著优势。

R22、R134a 维持高景气。由于 R22 配额限制以及 R134a 竞争格局良好，两个产品全年盈利保持高位。我们测算 2018 年 R22、R134a 价差相比 2017 年分别上涨 40%、21%。公司拥有 7.2 万吨 R22 外售配额（国内第二）和 6.8 万吨 R134a 产能（全球第一），充分受益行业高景气。

提前布局 R32、R125 抢占先机。2018 年下半年 R410a 受空调库存较高影响需求偏弱，R32、R125 价格弱势运行，但已触及部分产能成本线，继续下降空间不大。公司正在进行 3 万吨 R32 扩产，后续仍有大量 R32 和 R125 扩产规划。公司拥有

完善的氯甲烷、氯乙烯配套和废酸处理能力，单套装置产能领先，综合成本优势明显，有望进一步强化龙头优势。此外，2020-2022年是基加利修正案发展中国家 HFCs 削减的基准年，公司有望凭借产能优势占据先机。

加快向含氟聚合物领域扩张。含氟聚合物附加价值高，高端产品进口替代需求强。公司近年来加快氟聚合物布局，未来三年将进入收获期。公司 2017 年新建 2500 吨 PVDF、2018 年完成 1.27 万吨悬浮 PTFE 技改扩能，此外还有 3000 吨 FKM 和 7000 吨 FEP 在建，上述产能有望于 2019、2020 年逐步释放。

盈利预测及投资评级：我们预测公司 2018/19/20 年归母净利润 20.61/22.98/26.01 亿元，EPS 0.75/0.84/0.95 元，对应现价 PE 9.72/8.68/7.67 倍，维持“买入”评级。

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。