

# BASF：异氰酸酯和乙烯裂解利润下降导致业绩大幅下滑

## ——海外石化化工龙头半年报系列之三

行业专题报告

BASF 是一家大型国际化工公司，在 39 个国家设有 350 多个分厂和公司，是世界上工厂面积最大的化学产品基地。公司主要经营化学品、高性能的产品、功能材料和解决方案、农业解决方案以及石油和天然气。化学品部门由石油化工、单体和中间体部门组成。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、作物保护和药品原材料。性能产品部分包括分散体和颜料、护理化学品、营养和健康以及高性能化学品部门。功能材料和解决方案部门包括建筑化学品、涂料和高性能材料部门。农业解决方案部门包括作物保护部门。石油和天然气部门从事勘探和生产业务。

### 分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

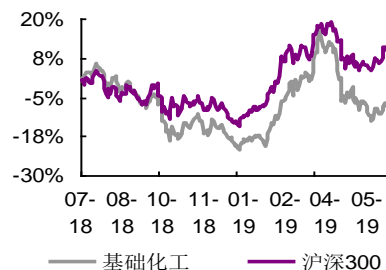
[giuxf@ebsecn.com](mailto:giuxf@ebsecn.com)

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)

010-58452072

[zhaogc@ebsecn.com](mailto:zhaogc@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### ◆外部经营环境恶化，上半年 EBIT 同比大幅下滑

2019 年上半年全球工业生产增速同比放缓约 1.5 个百分点，导致企业增长率远低于年初预期。公司欧洲市场的化学品产量下降约 0.5%，其中德国市场下降幅度高达 3.5%。受到北美地区恶劣天气的影响，公司农业解决方案业务表现不佳。中美贸易摩擦尚未出现缓和，对公司业绩影响深远。2019 年上半年异氰酸酯的利润率持续走低，同时 BASF 的蒸汽裂解装置利润率显著低于预期假设。尽管 2019H1 销售收入同比维持稳定，约为 313 亿欧元，但外部环境恶化下 EBIT 同比大幅下滑 35% 至 28 亿欧元。

### ◆异氰酸酯和乙烯裂解利润下滑超过预期，乙烷原料成本未来持续走低

异氰酸酯和裂解利润下滑超过预期，导致公司盈利能力大打折扣。2019 年上半年材料和化学品部门业绩不佳，是造成企业整体业绩不理想的主要原因，导致其他业务的收益增加难以抵消经济下行对公司总体利润影响。北美地区其他化工巨头产能释放超过预期，将价格和利润率推至 30 年来的最低点。产能过剩恰逢持续不断的贸易冲突以及不断施加的出口压力，致使目前全球乙烯衍生品利润率下降，并且短时间内无改善迹象。

### ◆预测全年利润率仍保持低位

鉴于地缘政治发展以及近期全球经济风险的持续增加，BASF 预计 2019 年全球销量下滑接近 4.5%，EBIT 下降幅度可达 30%；相较 2018 年同期，2019 年的 ROCE 也将大幅下降。下游需求仍然低迷，公司对未来市场仍持谨慎态度，预计后期异氰酸酯和裂解业务的利润率将保持低位。除外部因素影响外，BASF 在路德维希港的小型蒸汽裂解装置的停车检修工作将对其第三季度的销量和盈利产生负面影响。

◆风险分析：（1）全球经济和工业生产增速放缓；（2）中美贸易摩擦未出现缓和；（3）其他肥料巨头产能释放超出预期。

## 1、BASF：全球市场挑战不断，致使公司盈利能力下降

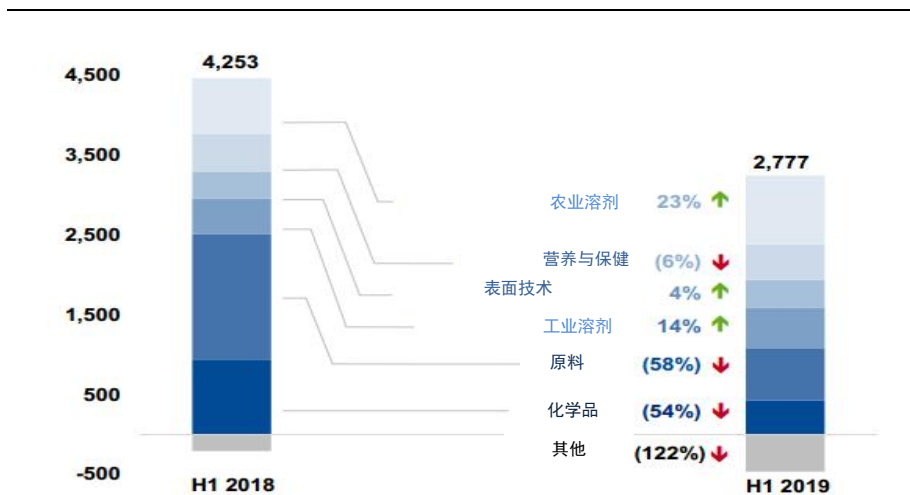
BASF 是一家大型国际化工公司，在 39 个国家设有 350 多个分厂和公司，是世界上工厂面积最大的化学产品基地。公司主要经营化学品、高性能的产品、功能材料和解决方案、农业解决方案以及石油和天然气。化学品部门由石油化工、单体和中间体部门组成。其产品系列包括溶剂、增塑剂和大量单体、胶水和电子化学品以及洗涤剂、塑料、纺织纤维、油漆和涂料、作物保护和药品原材料。性能产品部分包括分散体和颜料、护理化学品、营养和健康以及高性能化学品部门。功能材料和解决方案部门包括建筑化学品、涂料和高性能材料部门。农业解决方案部门包括作物保护部门。石油和天然气部门从事勘探和生产业务。

### 外界宏观环境恶劣，公司业绩表现低于预期

2019 年全球政治与经济环境具有高度不确定性。根据数据显示，2019 年上半年全球工业生产增速同比放缓约 1.5 个百分点，各个行业盈利能力均受挫。公司主要客户所处行业，特别是汽车行业的增长率远低于年初预期，全球 2019 年上半年汽车产量下降了约 6%，中国市场产量下降幅度高达 13%。相较于去年同期，公司欧洲市场的化学品产量下降约 0.5%，德国市场下跌尤为显著，产量减少高达 3.5%。其次，北美地区产能过剩对全球各个相关行业产生显著溢出效应。除此之外，由于受到北美地区恶劣天气的影响，公司农业解决方案业务表现不佳。最后，中美贸易摩擦未如预期假设发展，目前尚未出现缓和，对公司业绩影响深远。

基于上述原因，BASF 上游行业实际表现与年初预测均存在差距。2019 年上半年异氰酸酯的利润率差强人意，同时公司蒸汽裂解装置利润率显著低于 2 月份作出的预期假设。

图 1：BASF2019H1 调整前 EBIT 同比变化（单位：百万欧元）



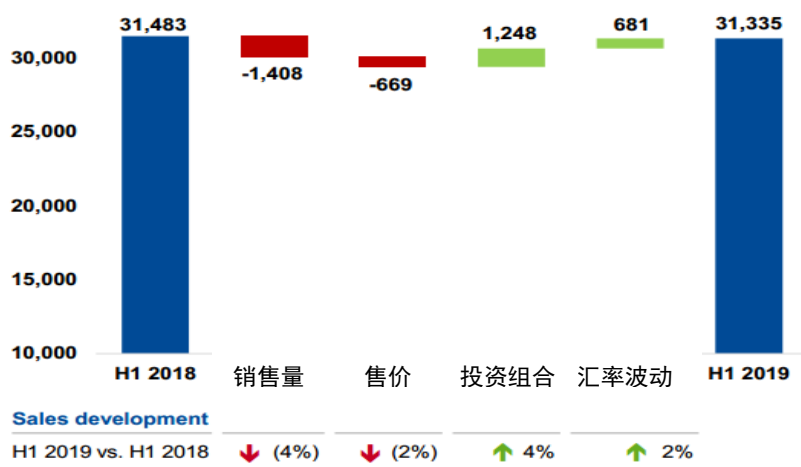
资料来源：BASF

### 外部因素协同效应凸显，各业务盈收存在差异

公司 2019 年上半年销售额与 2018 年同期持平，达到 313 亿欧元。受到市场动荡的影响，公司客户订购决策主要以规避风险为导向，未出现需求复苏。以下为各个业务具体情况：

- 1) 与 2018 年同期相比，产品销量下滑导致公司利润下降 4%；
- 2) 材料、化学品、营养和护理等业务所处市场持续低迷，产品售价低于同期，致使公司利润下降 2%；
- 3) 受益于投资组合决策和收购拜耳的农业解决方案业务，公司营收增加 4%。但从目前表现来看，公司纸和水化学品业务部门与 Solenis 的合并行为对投资组合收益产生了消极影响；
- 4) 汇率波动导致美元升值，销售收入增加 2%。

**图 2：销量、售价、投资组合以及汇率波动对 2018 年、2019 年营业收入影响对比（单位：百万欧元）**



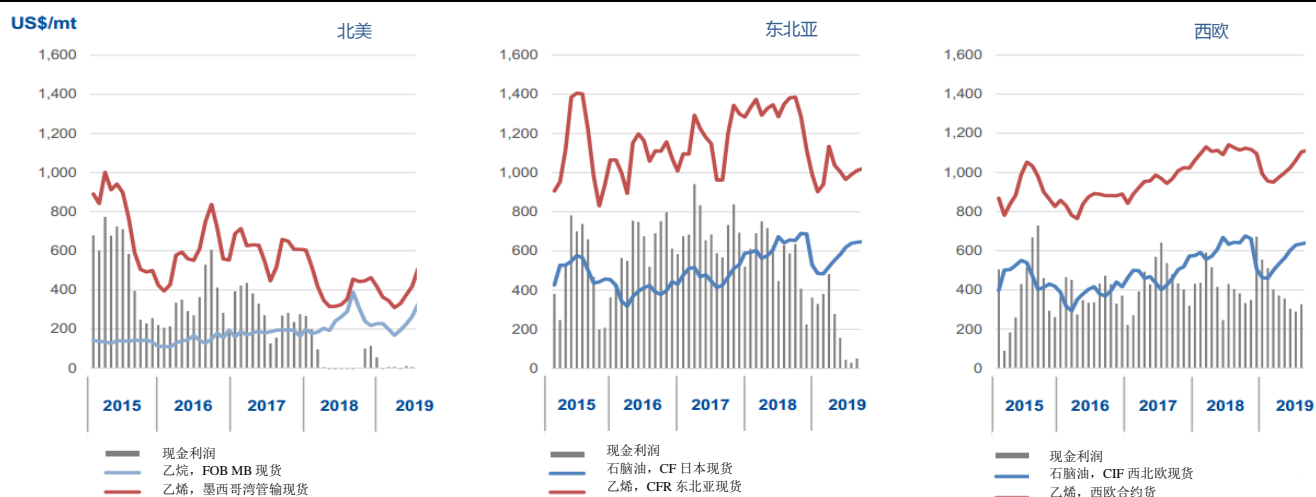
资料来源：BASF

### 异氰酸酯和裂解利润下滑超过预期，乙烷原料成本未来持续走低

除产量下降外，异氰酸酯和裂解利润下滑导致公司盈利能力大打折扣。根据材料和化学品部门的业绩表现，公司曾经预计上半年销售收入会小幅下降。但实际结果表明，异氰酸酯和裂解差价的利润率下滑超过预期假设。2019 年上半年材料和化学品业务收入的减少占总收入跌幅的 97%。即使农业解决方案和工业解决方案的收益大幅增加，同时 Surface Technologies 的收益略高于同期水平，也只能部分抵消材料和化学品部门对公司总体利润的影响。

鉴于美国乙烷原料成本较低，北美地区产能释放超过预期，将价格和利润率推至 30 年来的最低点。产能过剩恰逢持续不断的贸易冲突以及不断施加的出口压力，致使目前全球乙烯衍生品（如亚洲和欧洲的乙二醇）利润率下降。据估计，未来这一趋势将持续，各行业营收均受挫并且不能快速恢复至以前的盈利状态。TDI 的价格（红色）和 MDI 的价格（蓝色）将短暂维持 2018 年初高位水平，但过高的价格导致多个下游行业（尤其是运输和工业）的需求下降，市场情绪较为消极。尽管 4 月底时亚洲的异氰酸酯价格出现短暂上升，但是在 5 月和 6 月贸易冲突升级之后，MDI 价格再次回落。

图 3：北美乙烯价格和裂解利润创造历史最低，为全球造成不利影响



资料来源：BASF

### 预测利润率仍保持低位，行业前景不容乐观

鉴于地缘政治发展以及近期全球经济风险的持续增加，美国与其贸易伙伴之间持续的贸易冲突预计短时间内无法缓和。G20 峰会表明，贸易冲突只是美国与中国未来关系的众多展现形式之一，但对双方均造成不可逆转的冲击，尤其是中国整体经济增长速度明显放缓。不过目前普遍观点认为，2020 年时贸易冲突问题将会得到解决。此外，公司调整了全年的宏观经济假设。其中：1) 公司将全球工业生产和全球化学品生产预期水平显著降低至接近 1.5%；2) 作为 BASF 重要客户来源行业，汽车行业整体预计 2019 年不再增长甚至在下半年会出现负增长。综上所述，BASF 预计 2019 年全球销量下滑接近 4.5%。

现阶段，各行业的下游客户都秉持以规避风险为导向的订购态度。公司对未来产品需求的预测具有一定的局限性，预计后期异氰酸酯和裂解业务的利润率将保持低位。

宏观经济环境充满挑战，前景不容乐观。除外部因素影响外，BASF 在路德维希港的小型蒸汽裂解装置的停车检修工作将对其第三季度的销量和盈利产生负面影响。公司及时调整 2019 年下半年基本假设，预计销售额在后期略有下滑，EBIT 下降幅度可达 30%；相较 2018 年同期，2019 年的 ROCE 也将大幅下降。

## 2、风险分析

- (1) 全球经济和工业生产增速放缓；
- (2) 中美贸易摩擦未出现缓和；
- (3) 其他肥料巨头产能释放超出预期。

## 3、附录：BASF2019 年第二季度业绩说明会问答环节纪要部分摘录

1) 能否透露部分业务和项目重组的进展？重组之后对 2019 年下半年和 2020 年的利润有何影响？

BASF 自去年 11 月开始实施战略计划，但无法提供具体的细节。不过公司致力于执行这些战略计划，认为其有助于支持公司重回正轨。此外，公司在 11 月份已经宣布把“在 2021 年底之前消除 6000 个岗位”纳入卓越计划的一部分。公司认为这项举措是团队工作建设的核心，可以提升员工的危机感，让员工意识到现阶段宏观环境已经发生翻天覆地的变化。

**2) 公司预测 EBIT 利润将同比下降 30%，相对于化工行业整体来看，这一预测是否较为保守？大众认为美国和欧洲需求下降（尤其是 6 月份）会对行业整体造成冲击，如何看待化工行业的第二季度表现？**

公司 2019 第二季度销售量大幅下降 17%。其主要归因于第二季度时德克萨斯州的亚瑟港和比利时的安特卫普 2 套裂解装置处于停车检修状态。不可否认，化工领域现阶段前景不容乐观，特别是裂解价差方面；同时亚洲和欧洲的市场也表现不佳。2018 年北美投产新乙烯产能约 400 万吨，造成该地区产能过剩，但预计 2019 年期间投产的新乙烯产能无较大波动。

由此，预计 2020 年北美地区化工行业市场环境不会出现本质改善。此外，市场需要很长时间才能消化这些额外的产量和产能，预计第三季度和现阶段情况大致相同，不过第四季度的发展目前仍然有待观察。

**3) 相比较第二季度初，6 月份时下游业务是否出现明显变化？**

企业发展取决于其下游行业是否蓬勃。整体而言，在整个第二季度，甚至直到第三季度，汽车等运输业将持续面对高压。但是因为马上将进入欧洲的假期高峰，目前还不清楚会发生什么，但期待能为行业带来生机。但是由于顾客的谨慎订购行为，订购意向不太明确，因此难以预测。

**4) 鉴于市场情况以及对上游业务的综合考量，对于资本支出的打算是什么？是否考虑给予一定灵活性？**

资本支出方面，今年资本支出主要为去年或前一年推出的在建项目，公司预计在未来五年将达到约 213 亿欧元。BASF 做出的投资计划是一项长期规划，因此必须谨慎，应该拥有技术和进行一定规划后，再做出正确的决定，这也将对公司后期利润产生影响。

同时，BASF 增加了卓越运营计划的支出。不仅为了提高其可靠性，同时为了能够消除障碍，为未来的进一步发展做铺垫。完成这些可能需要推迟一下中期规划，例如建立工厂，或者取消一些较小的项目。还有一些较小的项目可能取消计划，这是运营部门的工作。预计今年的资本支出较前期不会出现显著差异，假设宏观经济环境无较大改善，将导致投资项目推迟，从而降低资本支出项目的成本。

长远来看，作为公司战略的一部分，必须关注明星业务和现金牛业务，这也是做出资本分配的依据，将资金分配给具有良好发展前景、可以提升 BASF 竞争力和技术的投资项目。

**5) 第二季度时，汽车涂料市场活力显著下降，与整个催化剂行业趋势形成对比。据此，是否可以假设汽车催化剂出现大幅下降？**

根据市场，公司已经做出了运输业务的预期，认为会出现与总产量正相关的下降。除此之外，轻型车辆行业表现不佳，不过柴油车领域的表现却十分强劲，超过市场预期。

#### 6) 关于莱茵河的潜在干旱风险有任何想法?

公司位于路德维希港的团队在过去 12 个月一直在为此努力。首先需要与外部合作进行大量预测,但是 BASF 也建立了自己的预测模型,帮助公司进行水位预测。这意味着在物流方面,公司有更多时间可以做出反应和采取相关措施。

除此之外, BASF 在物流方面有所限制,在莱茵河上的商品贸易也存在限制,因为它取决于莱茵河的水量和水温。旨在解决这些问题,公司建立了数字化的传感器,可以更好地了解水流的来源以及它们的温度。同时公司还建造冷却设施。至于物流方面,因为 2018 年这一问题对公司核心产品利润产生巨大影响,现已充分吸取经验教训,绝不再犯。公司已经对船舶的排水设施进行了灵活的调整同时改变了运输理念,租赁了德国现有的所有船舶,因为船舶的水位要求较低,可以在低水位上驾驶和运输,但这也导致运输时间过长。

从目前的情况来看,预测未来几周水位会略微降低,但未达到临界水平,公司将进行进一步观察。

#### 7) 不难发现公司预测的 EIBT 利润还是较为客观的,因此公司在预测时是否考虑到了众多的负面因素?

公司已就预测是否过于夸大或保守在二月份的电话会议中给出回答。但巴斯夫团队基于现实做出了最合适的假设。

之前的路演活动中公司曾经预测中美冲突可能会持续较长一段时间,但在预测过程中却采用了普遍的看法。但是这才是问题的关键所在,贸易战对几乎所有的事情都产生了负面影响,无论是消费心理还是整体认知。不可否认,无论是工业生产还是化工生产,都需要调整现状。

另一方面,各地区业务增长不均衡,现阶段增长重心来自中国,占市场的 40%;做出最高增长假设的也是在中国。由于国内生产总值(GDP)只有 6 个百分点,化工市场的这一比例高于 4%,BASF 在欧洲市场份额仍占 40%,因此不应低估我们的能力。但是如果参考整体 PMI,制造业指数在所有地区基本上都在下降。对于欧洲整体来说,公司现阶段处于不利的地位。

#### 9) 如何看待现在的宏观环境? 公司做出预测认为 2020 年总体趋势会出现缓和,这些都是因为中美贸易摩擦么?

中美贸易是一个很敏感的问题,中国人都认为是美方越界,触及了中国的底线,因此他们已经做好了奋力抗衡的准备。基于此,公司认为后期中国将大力发展科技,进一步取得独立性。但另一方面,这一切不仅归因于中美摩擦,来自伊朗的冲突也有很大的可能给市场带来不确定性,甚至事态会从军事的角度进一步恶化,石油价格将受到冲击。另一个原因便是欧盟,现阶段欧盟定位较为模糊。所有行业都在等待欧盟发出一个更清晰的信号,表明他们的需求。英国脱欧的问题也存在不确定性,不知道近期新首相上任后,情况是否好转。以上都是影响因素,但可能中国和美国的问题才是关键。

#### 10) 请提供维生素生产的最新情况以及营养产品业务在下半年可能遭遇的困境? 是否可以讨论哪些产品受到的冲击最为严重,以及这些问题何时可以解决?

关于维生素E的问题,公司在维生素A的生产过程中遇到的是技术问题。现阶段已经处于生产的最后阶段,因此只影响两种维生素A动物饲料衍生物,合成本身不受影响。公司可以随时向所有合同客户供货,但也不认为这会对下半年利润产生有意义的影响。

现在遇到的问题最有可能在10月底11月初的时候完全得到解决。

**11) 在过去的12个月里,即使是长期保持快速增长的中国,其需求增长也开始下降了。如果维持在当前的宏观经济条件下,或者仅出现一点缓和,广东工厂的回报率会不会有所好转达到预期?**

公司相信中国市场的长期发展。2013年已经指出,未来中国将占市场份额的50%。至于广东省,全省有1.1亿人口,每年需要进口价值200亿美元的2000万种化学品,这是一个潜在的巨大市场,大家的投资目光都锁定了这块市场。但是在广东投资必须建立一项长期计划,因为我们40%的业务都集中在欧洲。相对于欧洲市场,广东市场的投资存在一定风险,但是回报是巨大的。

**12) 农业解决方案业务的库存情况,特别是在北美,在上半年需求低迷之后对库存水平的有何想法?是否有可能在今年下半年进行补库存?**

我将从你对北美库存水平的问题开始。我们与经销商看到了什么?我们在经销商层面看到了相当多的去库存。所以尽管现在得出最终结论还为时尚早,但是分销渠道应该在季节结束时低于历史平均水平。但正如我所说,我们还没有最终数据。以种子业务为例,它不应该在下半年产生影响,因为目前仍在合理的范围内。

**13) 能否谈谈下游的价格管理?相对于业界同行,公司现在做的努力是否合时宜?举一个例子,作为汽车原始设备制造商,公司会在世界各地提高价格吗?**

公司现阶段必须集中精力在核心业务上,但不得不承认,公司拥有的下游产业在困难中业绩表现出色。实际上,同行很多企业其下游部分利润率都非常高,因此关键在于销量。但是定价机制并不是简单的公式,而需要综合上游和下游不断调整,这样才具有价值。从利润率角度来看,公司的表现也并不是一无是处。大多数的投资组合都存在其差异化,也拥有通用化的部分,因此销量才是重点。后期销售态度可能更具激进,因为后期有两个裂解厂将要重启,增强了公司的信心。

BASF管理团队完全了解公司所处形势,因此已经就现阶段关注重点和措施密切商讨。后期公司将加快发展速度,以客户为导向,迈上更高的发展轨道,迎接一个全新的BASF。

## 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