

基础化工行业周专题（3.25—3.31）

投资建议：强于大市（维持）
 上次建议：强于大市

海外化工综合巨头和聚氨酯领先企业业绩解读

综合化工巨头：弱需求下23年业绩承压，24年有望改善

巴斯夫和杜邦是全球化工综合性龙头，其业绩能一定程度上反映全球尤其海外化工行业的状况。23年巴斯夫营收和利润均双位数下滑，主要系高通胀和高利率以及经济不确定性抑制行业需求，公司预计24年下半年全球经济有望企稳。23年杜邦受下游去库存影响销量下降，营收和EBITDA分别下滑7%和10%，预计2024年下游库存水平逐渐恢复正常，终端需求尤其电子行业有望改善。

聚氨酯：阶段性下滑拖累业绩，24H2有望迎来利润率回升

科思创和亨斯迈为高性能材料代表性企业，核心产品均为聚氨酯。科思创营收和息税前利润分别下滑20%和33%，主要系核心产品MDI/TDI/PC需求不佳和生产成本上升影响。公司预计聚氨酯和聚醚24H2将迎来利润率回升，长期看MDI供需平衡趋紧，TDI供需趋于平衡。亨斯迈营收和营业利润分别下滑24%和59%，主要是受鹿特丹工厂意外停工影响和聚氨酯等产品价格下跌影响，预计24Q1原材料价格下滑带来利润率环比上升。

投资建议：关注聚氨酯方向

23年海内外化工品需求仍偏弱，且下游去库制约企业产销，大部分化工品价格、价差仍处较低水平。根据海外化工企业对24年的指引，24年化工品价格有望企稳，伴随补库恢复及终端需求复苏，或逐步迎来投资机遇。细分行业方面，结合本篇，我们认为24年聚氨酯行业值得关注，伴随美国房地产景气复苏，聚氨酯需求端和价格端的修复或值得期待，建议关注聚氨酯行业龙头万华化学。

风险提示：下游需求复苏不及预期风险；美联储进一步加息缩表风险；能源和原材料价格上涨风险；环保成本提升风险；安全生产风险；地缘政治风险。

相对大盘走势



作者

分析师：柴沁虎
 执业证书编号：S0590522020004
 邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊
 邮箱：shenqh@glsc.com.cn
 联系人：李绍程
 邮箱：lishch@glsc.com.cn

相关报告

1、《基础化工：海外代表性化工企业2023年经营情况分析》2024.03.25
 2、《基础化工：含氟聚合物高端化转型，氟化液迎国产替代机遇》2024.03.23

正文目录

1. 综合化工巨头：弱需求下 23 年业绩承压，24 年有望改善.....	3
1.1 巴斯夫：弱需求下 23 年业绩承压，24 年有望企稳.....	3
1.2 杜邦：下游去库致 23 年业绩下滑，预计 24 年终端需求改善.....	4
2. 聚氨酯：阶段性下滑拖累业绩，24H2 有望迎来利润率回升.....	6
2.1 科思创：聚氨酯与聚醚利润降幅较大，预计 24 年企稳回升.....	6
2.2 亨斯迈：聚氨酯利润率大幅下滑，预计 24Q1 环比上升.....	8
3. 投资建议：关注聚氨酯方向.....	9
4. 风险提示.....	9

图表目录

图表 1：巴斯夫总体财务情况（亿欧元）.....	3
图表 2：巴斯夫各业务部门营业收入情况（亿欧元）.....	4
图表 3：巴斯夫各业务部门息税前利润情况（亿欧元）.....	4
图表 4：杜邦总体财务情况（亿美元）.....	5
图表 5：杜邦各业务部门净销售收入情况（亿美元）.....	5
图表 6：杜邦各业务部门 EBITDA 情况（亿美元）.....	5
图表 7：科思创 2023 年功能性产品营收结构（百万欧元）.....	7
图表 8：科思创 EBITDA 及增速（十亿欧元）.....	7
图表 9：MDI、TDI、PC 全球需求曲线.....	7
图表 10：公司预计 MDI 供需偏紧.....	8
图表 11：公司预计 TDI 市场趋于平衡.....	8
图表 12：亨斯迈营业收入.....	9
图表 13：亨斯迈 EBITDA.....	9

1. 综合化工巨头：弱需求下 23 年业绩承压，24 年有望改善

巴斯夫和杜邦是全球化工综合性龙头，其业绩能一定程度上反映全球尤其海外化工行业的状况。

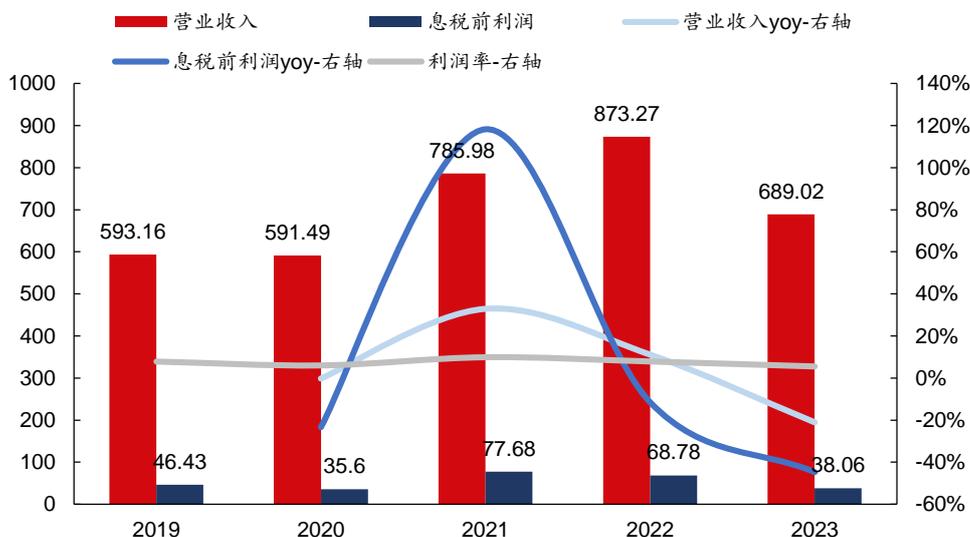
23 年巴斯夫营收和利润均双位数下滑，主要系高通胀和高利率以及经济不确定性抑制行业需求，公司预计 24 年下半年全球经济有望企稳。

23 年杜邦受下游去库存影响销量下降，营收和 EBITDA 分别下滑 7%和 10%，预计 2024 年下游库存水平逐渐恢复正常，终端需求尤其电子行业有望改善。

1.1 巴斯夫：弱需求下 23 年业绩承压，24 年有望企稳

2023 年巴斯夫实现营收 689.02 亿欧元，同比下滑 21.1%，低于公司预期的 730-760 亿欧元；息税前利润（EBIT）38.06 亿欧元，同比下滑 44.7%；主要由于持续的高通胀和高利率以及地缘政治紧张局势导致的经济不确定性，抑制了行业需求，导致销量降低，同时原材料价格下降导致市场价格下降。

图表1：巴斯夫总体财务情况（亿欧元）



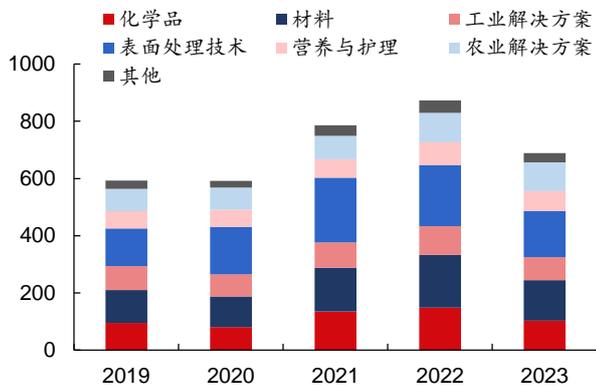
资料来源：巴斯夫年报，国联证券研究所

化学品、材料、工业解决方案、营养与护理业务业绩下滑明显；表面处理技术、农业解决方案业务业绩有所提高。

化学品业务 2023 年营收 103.69 亿欧元，同比下滑 30.4%；息税前利润为 3.61 亿欧元，同比下滑 81.5%；材料业务 23 年营收 141.49 亿欧元，同比下滑 23.3%；息税前利润 8.26 亿欧元，同比下滑 55.1%；工业解决方案业务营收 80.1 亿欧元，同比下滑 19.8%；息税前利润 6.25 亿欧元，同比下滑 42.7%；营养与护理业务营收 68.58 亿欧元，同比下滑 14.98%；息税前利润 1.07 亿欧元，同比下滑 82.7%。

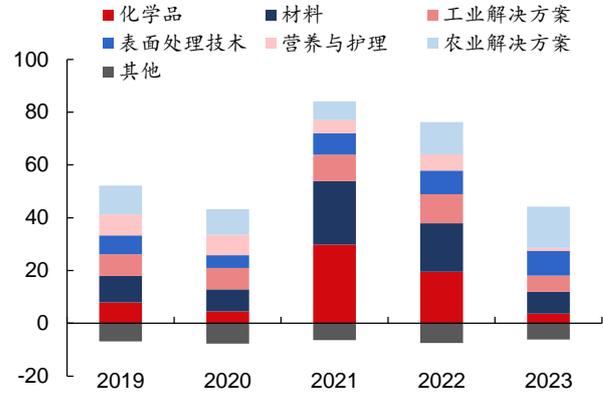
表面处理技术业务 23 年营收 162.04 亿欧元，同比下滑 23.9%；息税前 9.38 亿欧元，同比提升 3.99%；农业解决方案业务营收 100.92 亿欧元，同比下滑 1.83%；息税前利润 15.63 亿欧元，同比提升 28.1%。

图表2：巴斯夫各业务部门营业收入情况（亿欧元）



资料来源：巴斯夫年报，国联证券研究所

图表3：巴斯夫各业务部门息税前利润情况（亿欧元）



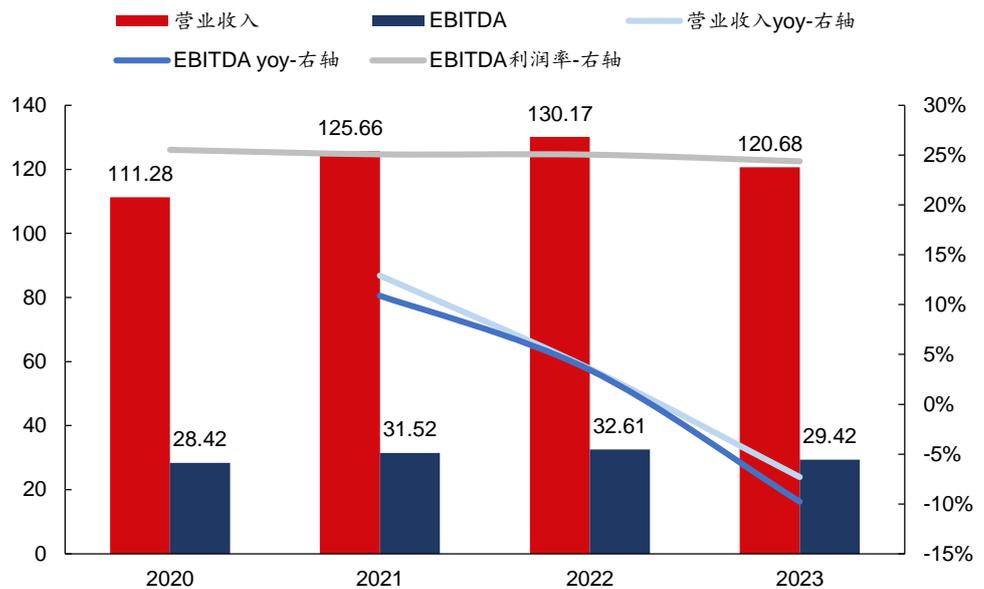
资料来源：巴斯夫年报，国联证券研究所

2024 年全球经济有望企稳，工业生产和化学品生产增速预计提高。公司认为高利率或将持续，预计 2023 年全球经济的疲软将在 2024 年上半年继续，或在 24 年晚些时候略有加速。具体看，公司预计 2024 年全球经济总值增长 2.3%(2023 年+2.6%)。全球工业生产总量上将增长 2.2%(2023 年+1.4%)，全球化学品产量将增长 2.7%(2023 年+1.7%)，主要由于中国化工行业的预期增长推动。

1.2 杜邦：下游去库致 23 年业绩下滑，预计 24 年终端需求改善

2023 年杜邦公司实现营业收入为 120.68 亿美元，同比下滑 7%；实现 EBITDA（息税折旧摊销前收入）29.42 亿美元，同比下滑 10%；实现利润率（EBITDA/营收）24.4%，同比下滑 0.7pct。主要系终端市场需求受去渠道库存影响下降，致公司业绩下滑。

图表4：杜邦总体财务情况（亿美元）

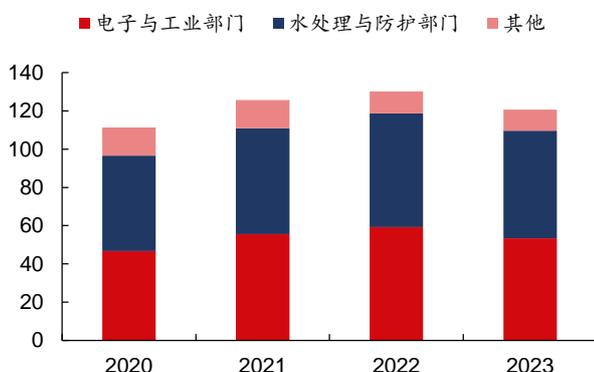


资料来源：杜邦年报，国联证券研究所

下游半导体、消费电子产销不佳致公司电子与工业部门业绩下滑。2023 年公司电子与工业部门营业收入 53.37 亿美元，同比下滑 10%；EBITDA 为 14.72 亿美元，同比下滑 20%；利润率 27.6%，同比下滑 3.5pct。主要受到 23 年下游半导体工厂产能利用率下降以及消费电子产销下滑影响，值得注意的是，其中 OLED 材料需求有所增加。

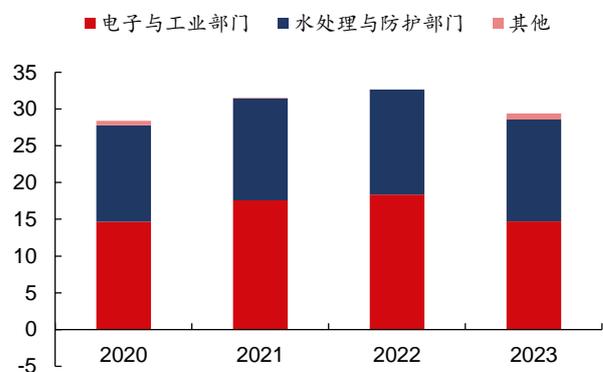
水处理与防护部门受去库影响业绩有所承压。该板块 2023 年营业收入为 56.33 亿美元，同比下滑 5%；EBITDA 为 13.88 亿美元，同比下滑 3%；利润率 24.6%，同比提升 0.6pct。其中建筑楼宇解决方案业务高个位数下降，安全解决方案业务中个位数下降，水处理业务低个位数下降。

图表5：杜邦各业务部门净销售收入情况（亿美元）



资料来源：杜邦年报，国联证券研究所

图表6：杜邦各业务部门 EBITDA 情况（亿美元）



资料来源：杜邦年报，国联证券研究所

2024 年库存水平逐渐恢复正常，终端市场需求改善，但恢复时间因终端市场而异。公司预计 2024 年电子市场复苏，包括半导体工厂产能利用率的提高，以及随着

库存水平正常，终端市场有望改善。工业和水资源的终端市场去渠道库存情况预计将持续到 2024 年，恢复时间因终端市场而异。

财务方面公司预计 2024Q1 实现营业收入 28 亿美元，经营性 EBITDA 6.1 亿美元；全年营业收入 119-123 亿美元，经营性 EBITDA 23-30 亿美元。

2. 聚氨酯：阶段性下滑拖累业绩，24H2 有望迎来利润率回升

科思创和亨斯迈为高性能材料行业的代表性企业，其核心业务板块均为聚氨酯。**科思创**营收和息税前利润分别下滑 20%和 33%，主要系核心产品 MDI、TDI 和 PC 阶段性需求不佳和生产成本上升所致。公司预计聚氨酯和聚醚 24H2 会迎来利润率回升，长期看公司认为 MDI 供需平衡趋紧，TDI 供需趋于平衡。**亨斯迈**营收和营业利润分别下滑 24%和 59%，主要是受鹿特丹工厂意外停工影响和聚氨酯等核心产品价格下跌影响，预计 24Q1 会迎来销量的同比上升，且原材料价格的下滑带来利润率环比上升。

2.1 科思创：聚氨酯与聚醚利润降幅较大，预计 24 年企稳回升

需求疲软叠加能源和原材料价格高位，公司营收和利润承压。23 年科思创公司营收 143.77 亿欧元，同比下降 20%；息税前利润 10.8 亿欧元，同比下降 33.2%；利润率（EBITDA/营收）7.51%，同比下降 1.5pct；营业收入下滑主要是由于地缘政治危机带来的全球需求疲软，公司整体销售量下降 6.8%，且销售价格总体下降 11%。利润率下降主要是由于全球尤其是欧洲的能源和原材料价格仍处于历史较高水平，产品价格变动与成本变动存在错位。预计 2024 年息税前利润在 10-16 亿欧元，核心产品需求有望在弱行情后迎来快速反弹。

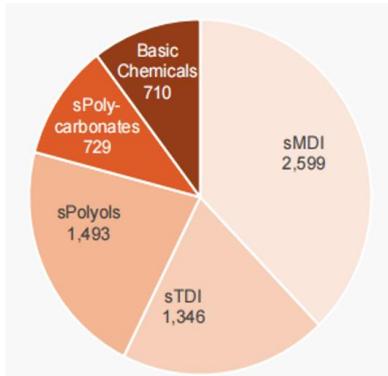
科思创 2021 年起改用两业务部门管理架构，分别为包含 MDI、TDI、PC、聚醚和基础化学品等产品的功能材料部门与包含工程塑料、涂料与粘结剂、特种聚氨酯、TPU、特种薄膜和弹性体等产品的解决方案和特殊化学品部门。

MDI 与聚醚产品营收降幅较大。23 年功能材料部门营收 68.76 亿欧元，同比下降 24.4%；营业利润 5.76 亿欧元，同比下降 39.4%；实现利润率 8.38%，同比下降 2.1pct。其中 MDI 产品实现营收 25.99 亿欧元，同比下降 21%；聚醚产品实现营收 14.93 亿欧元，同比下降 33%；TDI 产品实现营收 13.46 亿欧元，同比下降 14%。部门预计 2024 年下半年会迎来利润率回升。

定制化产品利润率提升。23 年解决方案和特殊化学品部门营收 72.67 亿欧元，同比下降 15.1%；营业利润 8.17 亿欧元，与 22 年相对持平；营业利润率 11.2%，同比上升 1.6pct，主要系原材料价格下降。部门预计未来 5 年工程塑料行业将保持 5% 的 CAGR，同时部门特种薄膜销量保持 13% 的较高 CAGR。部门预计未来销量上升带来

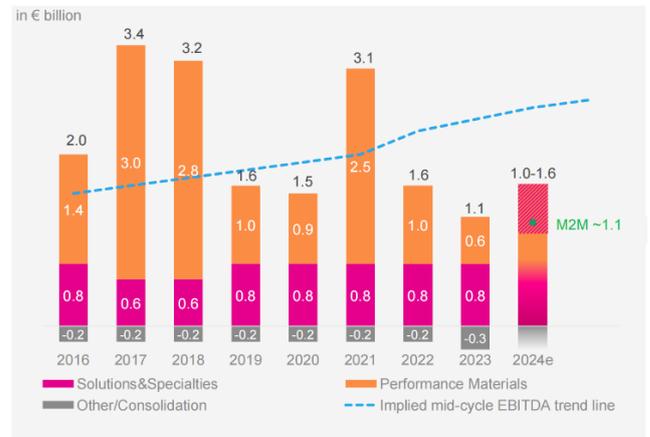
的固定成本摊薄会进一步提高产品利润率。

图表7: 科思创 2023 年功能性产品营收结构 (百万欧元)



资料来源: 科思创年报, 国联证券研究所

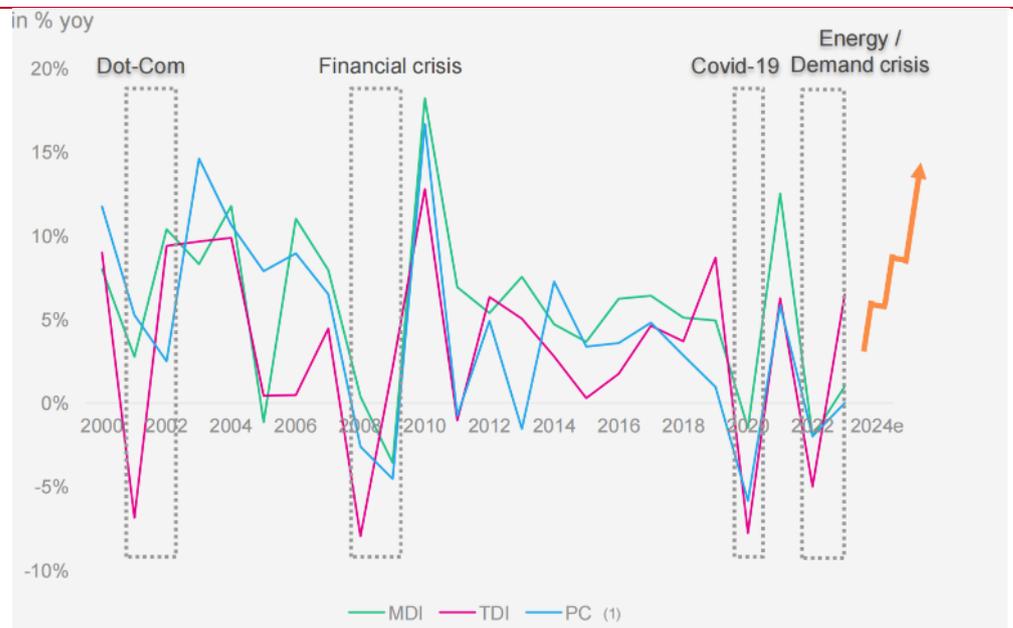
图表8: 科思创 EBITDA 及增速 (十亿欧元)



资料来源: 科思创年报, 国联证券研究所

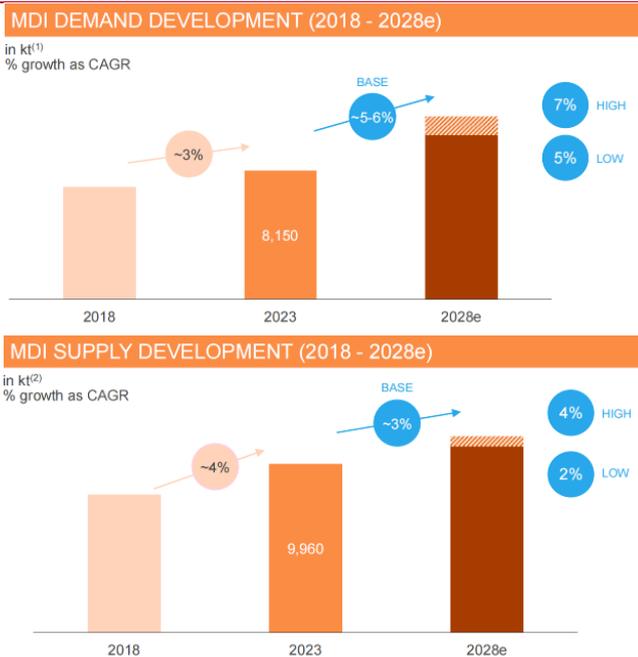
公司对其核心产品 MDI、TDI 和 PC 前景仍保持乐观态度。从这三种产品全球需求曲线来看, 历史上在经历经济衰退之后能够迅速恢复, 这种反弹通常也会补偿之前衰退期间的负增长。长期来看, 公司预计 MDI、TDI 和 PC 全球需求长期 CAGR 分别为 6%、3-4% 和 4%, MDI 供需平衡趋紧, TDI 供需趋于平衡。此外, MDI 和 PC 有望受益于绝热材料的使用和电动汽车的发展。

图表9: MDI、TDI、PC 全球需求曲线



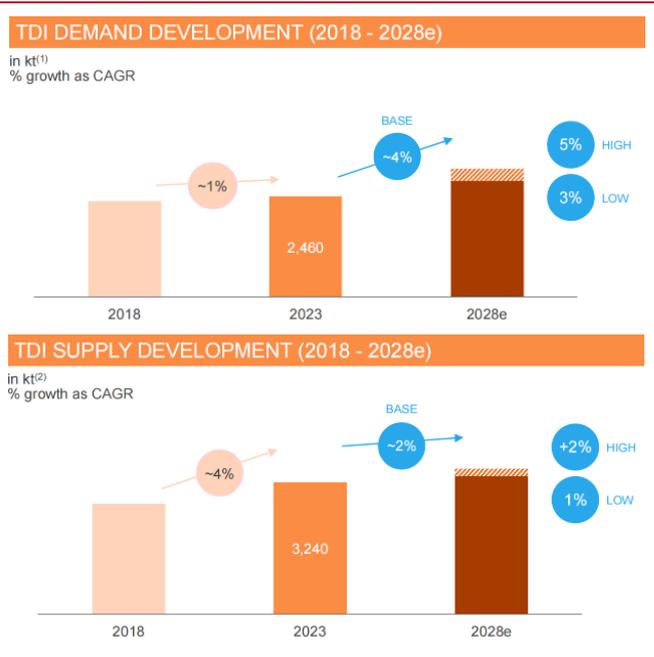
资料来源: 科思创年报, 国联证券研究所

图表10: 公司预计 MDI 供需偏紧



资料来源: 科思创年报, 国联证券研究所

图表11: 公司预计 TDI 市场趋于平衡



资料来源: 科思创年报, 国联证券研究所

2.2 亨斯迈: 聚氨酯利润率大幅下滑, 预计 24Q1 环比上升

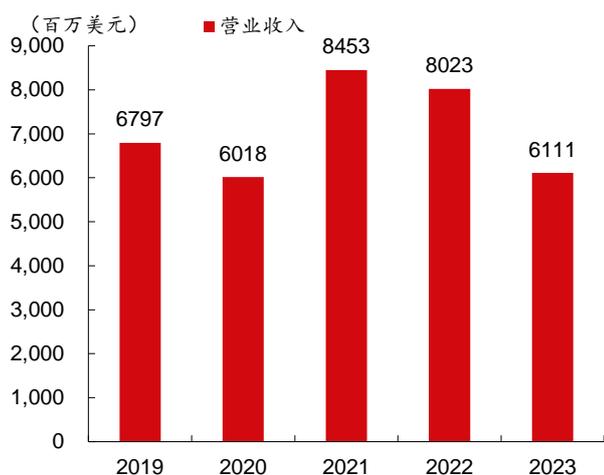
23 年亨斯迈公司实现营收 61.11 亿美元, 同比下降 24%; 营业利润 4.72 亿美元, 同比下降 59%; 实现营业利润率 7.72%, 同比下降 6.7pct。

聚氨酯产品利润率持续下行。聚氨酯事业部全年实现 38.65 亿美元营收, 同比下降 24%; 实现利润率 6.42%, 同比下降 5.98pct; 虽然产品销量同比降幅逐渐缩小, 但 MDI 价格下跌导致聚氨酯产品的滚动 12 个月利润率从 22Q4 的 12% 持续下行至 23Q4 的 6%。23Q4 的销量下滑则主要是受鹿特丹工厂意外停工影响, 预计 24Q1 会迎来销量的同比上升, 且原材料价格的下滑带来利润率环比上升。

功能产品销量与价格下滑。功能产品事业部 (包含应用于聚氨酯泡沫、建筑材料等领域的胺类产品, 以及应用于生产不饱和聚酯树脂的马来酸酐) 全年实现 11.78 亿美元营收, 同比下降 31%, 主要由于建筑活动放缓以及其他工业市场需求减少, 整体销量下降 24%; 实现利润率 17%, 同比下降 10pct, 主要由于低需求市场下的价格竞争压缩了利润空间。

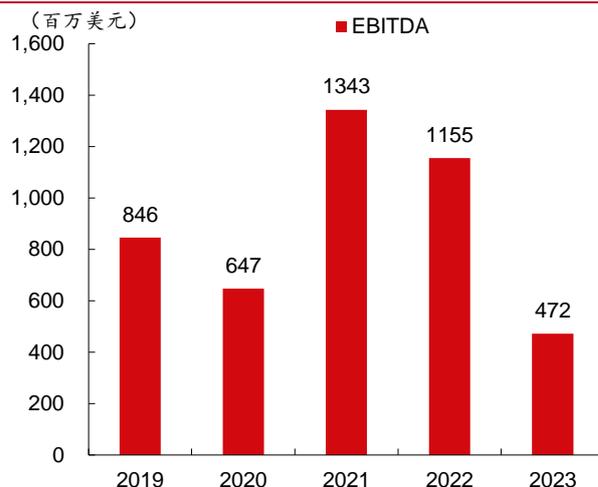
先进材料产品销量下滑。先进材料事业部 (包含应用于航空航天和建筑等领域的环氧树脂等高性能先进产品) 全年实现 10.92 亿美元营收, 同比下降 14.5%, 主要由基建市场需求减少与对于低利润率业务的淘汰导致; 实现利润率 17%, 同比下降 1.2pct。

图表12: 亨斯迈营业收入



资料来源: 亨斯迈年报, 国联证券研究所

图表13: 亨斯迈 EBITDA



资料来源: 亨斯迈年报, 国联证券研究所

3. 投资建议: 关注聚氨酯方向

23年海内外化工品需求仍偏弱,且下游去库制约企业产销,大部分化工品价格、价差仍处较低水平。根据海外化工企业对24年的指引,24年化工品价格有望企稳,伴随补库恢复及终端需求复苏,或逐步迎来投资机遇。细分行业方面,结合本篇,我们认为24年聚氨酯行业值得关注,伴随美国房地产景气复苏,聚氨酯需求端和价格端的修复或值得期待,建议关注聚氨酯行业龙头万华化学。

4. 风险提示

1) 下游需求复苏不及预期的风险

2023年海外高通胀、高利率以及经济不确定性抑制行业需求,24年以来海内外需求持续修复,但在居民资产负债表经历三年恶化后,疫后大众消费能力存疑,24年内外需复苏仍可能弱于预期。

2) 美联储进一步加息缩表的风险

美联储有望在24年进入降息周期,但如果美联储鹰派态度超预期,甚至推出进一步加息计划,会对美国经济及海外市场的化工品需求造成不利冲击,甚至导致欧美经济面料衰退风险。

3) 能源和原材料价格上涨的风险

化工行业是一个能源密集型行业,尤其依赖于原油、天然气等能源,原材料价格亦显著影响生产成本。若能源价格和原材料价格上涨,特别是在欧洲,相关企业的盈

利能力可能会受到负面影响。

4) 环保成本提升风险

海内外持续推进制造业绿色化发展，化工行业能耗和污染相对较重，环保既是机遇也是挑战，在此过程中部分企业的业务会由于环保成本的提升而盈利能力下滑，竞争力下降。

5) 安全生产风险

安全生产于化工行业企业来说始终是第一要义，化工行业许多反应装置和加工装置具有一定的危险性，若发生安全事故可能会对企业甚至行业造成冲击。

6) 地缘政治风险

地缘政治冲突可能导致全球化工供应链出现干扰，影响行业稳定运行。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼