



基础化工行业研究

买入（维持评级）
行业点评
 证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）

yangyiyong@gjzq.com.cn

TDI 行业再次出现不可抗力，价格阶段性上行

事件简介

7 月 16 日，科思创对 TDA/TDI、基于 OTDA 的产品、聚醚多元醇产品宣布不可抗力。7 月 12 日，位于多尔马根化工园区 L26 号楼的一座外部变电站发生火灾，导致园区内部分区域突发且不可预见的停电，除过程控制系统外，科思创的 PUD 与聚醚多元醇装置以及氯气工厂也受到波及，被迫安全停车。而氯气是园区内众多下游装置的关键基础化学品，缺失的氯气在短期内既无法由其他工厂调拨，也无法通过外购完全弥补，因此下游生产装置包括 TDI 在内的众多工厂受到影响中断，预计所有受影响产品将出现显著的交货延迟、减量甚至中断。

投资逻辑

TDI 行业集中度相对较高，产品不可抗力会阶段性产生一定的影响。TDI 和 MDI 有一定的相似性，行业的壁垒相对较高。TDI 反应过程相对较长，对生产工艺、流程管控的要求有所提升，而又和一般的精细化工产品不同，TDI 的市场规模相对较大，产品需要满足规模化生产的连续稳定状态，技术上具有较高要求。在此之上，TDI 的常规规模化生产过程需要使用到光气，而光气是剧毒气体，我国对于光气的管理极其严格，光气指标的申请相对较难，因而 TDI 在生产技术工艺要求之上，还存在光气的审批制约，TDI 形成相对更高的产品壁垒，使得行业内的企业数量多年维持在较少水平。在欧洲 TDI 的生产企业相对集中，在巴斯夫关闭了欧洲 TDI 产能后，欧洲目前的 TDI 装置仅有两套，科思创此次受影响的 30 万吨装置和万华化学 BC 基地的生产装置，而此次科思创的不可抗力对于欧洲市场的供应影响相对较大，短期将直接拉动海外 TDI 市场价格，形成阶段性的产品盈利改善。

国内 TDI 供给处于相对集中状态，阶段性的供给减少有望带动产品盈利小幅改善。虽然国内 TDI 生产企业数量相比国外有所提升，但仍然是非常明显的高度集中状态，能够实现有效供给的企业数量约为 5 家，行业处于高度集中状态。自 2024 年 TDI 的技改新增产能逐步兑现落地，行业供给压力有所提升，但需求消化能力不足，导致国内供给压力明显提升，TDI 产品盈利开始进入明显收缩状态，今年 4 月份 TDI 已经进入 10 年内的盈利低点，行业供给开始出现一定程度的缩量，连续 4-6 月行业的开工同比下行，带动产品盈利出现一定程度的回升。进入 7 月，海外装置出现不可抗力影响，国内企业也陆续开始对装置进行检修，带动国内供给出现阶段性减弱，TDI 价格开始小幅回升，截止 7 月 17 日，TDI 价差较 4 月低点提升超过了 90%，产品盈利获得改善。

国内装置后续还将有新增产能投放，长期看行业还需要时间消化产能。2024 年行业技改的新增产能逐步投放，行业供给压力稍有提升，后期预估还将有万华福建基地的新增装置计划投产，此次海外不可抗力叠加国内集中检修预估将对 TDI 形成阶段性支撑，从中长期看，行业的产能消化还需要较长时间。

投资建议

TDI 此前受到供给压力影响，产品盈利相对较差，企业阶段性不盈利，此次海外不可抗力叠加国内集中检修影响，国内外出现盈利的修复和改善，带动相关企业盈利回暖，建议关注万华化学等。

风险提示

不可抗力持续时间较短；行业供给增长超预期；需求消化能力不及预期；产品关税出现较大程度调整等。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究