



基础化工

优于大市（维持）

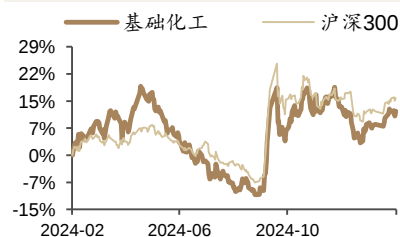
证券分析师

王华炳

资格编号：S0120524100001

邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《春潮涌动！关注化工涨价行情》，2025.2.16
- 2.《春耕有望提振化肥景气，新政赋能生物柴油破局》，2025.2.9
- 3.《春耕来临，关注化肥板块投资机会》，2025.2.9
- 4.《扩产周期步入尾声，新领域引领新需求——有机硅行业深度报告》，2025.2.7
- 5.《春节假期国际油价走跌，关注机器人相关材料应用落地》，2025.2.4

从海外企业财报看未来三年聚氨酯供需格局

——聚氨酯行业深度报告

投资要点：

- **引入：MDI 是化工品种技术壁垒最高的产品之一**，全球呈现寡头垄断格局，主要产能和核心技术基本掌握在四家海外巨头(巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏)和国内企业万华化学手中，五家企业合计产能占比超 90%。本文，我们将从五大聚氨酯生产企业近年的财务情况出发，展望未来三年聚氨酯的供需格局与发展趋势。
- **财务报表角度出发，企业挺价诉求渐强**。通过分析我们发现，仅有万华化学凭借优异的成本控制有效平滑了周期的波动性，其余四家海外聚氨酯生产商近年经营普遍承压，2023 年营收同比下跌 20 至 30%，净利率与 ROE 等指标近三年也呈现显著下滑趋势。此外，海外企业陆续开启的成本节约计划和资产优化措施等也是其财务情况恶化的映照。结合周期角度聚氨酯产品盈利已磨底多时，我们认为本轮企业对于集中挺价修复盈利的诉求或逐步增强，其中以聚氨酯为核心业务的科思创和亨斯迈尤甚。考虑到 MDI/TDI 供给高度集中，企业易形成挺价合力，同时当前部分产品库存见底，有望进一步支撑挺价逻辑，促进盈利改善。
- **基于企业愿景假设，聚氨酯供需或向好**。在几大生产企业对聚氨酯需求的展望中我们发现，短期来看，国内需求在家电、汽车以及无醛板等行业的带动下迎来修复，海外需求特别是建筑业需求仍有承压。长期来看，企业对于聚氨酯需求保持稳定乐观，科思创预测 MDI 和 TDI 市场长期平均增速分别在 6%和 3-4%。基于上述企业的愿景假设，我们对聚氨酯未来三年的供需平衡表进行预测：
 - **①MDI：供给侧**，新增产能十分有限，2025 年关注万华宁波 60 万吨进展，2026 年关注巴斯夫美国 20 万吨的落地。需求侧，聚合 MDI 下游主要应用领域白色家电和汽车有望继续受益国内以旧换新政策和企业积极出海战略，实现同比向上；无醛板、冷藏集装箱等新兴领域在市场推广和行业趋势的演绎下，预计维持较高增速；建筑领域也有望在十四五收官之年迎来复苏。纯 MDI 下游主要集中在纺服领域，有望在促内需政策下需求回暖，且氨纶等仍在扩产周期，也将进一步带动对上游 MDI 的需求。综上，我们预计 2025-2027 年国内 MDI 供需差分别为-16/-2/-32 万吨。
 - **②TDI：供给侧**，趋势上预计呈现海外装置退出、国内龙头扩产的特点，未来三年新增产能中仅有万华福建 36 万吨较有确定性，预计 2025 年建成；而三井化学计划 2025 年将产能缩减约 7.8 万吨。在行业扩产更有序下，集中度有望进一步提高，格局有望得到优化。需求侧，以软泡材料为主，终端集中在软体家具等领域，有望受益软体家具产量的提升，保持需求上涨趋势。我们预计 2025-2027 年国内 TDI 供需差分别为-6/-2/-10 万吨。
 - **从巴斯夫新战略变化，展望行业未来趋势**。在全球化工品需求承压的背景下，据巴斯夫统计，2023 年中国是唯一实现产量正增长的地区，体现出中国市场在市场与成本等方面的比较优势。巴斯夫最新战略中对于自身的定位由此前的“加大力度聚焦客户，为其提供定制化的服务和解决方案”悄然转变为“成为客户首选的化工企业，助力客户实现绿色转型”，强调了绿色低碳化工的重要性。以巴斯夫湛江基地为例，其通过应用绿电、以电加热蒸汽裂解、天然气-二氧化碳重整制合成气等多种手段以实现低减减排。此外，聚氨酯业务也趋向绿色化发展，巴斯夫 2023 年 10 月成功生产全球首个生物质平衡 (BMB) MDI，次年 1 月宣布单体业务部宣布将与旭川化学在合成革应用中开展生物基 MDI 战略合作，持续助力聚氨酯业务绿色转



并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

型。考虑到欧盟碳税的影响，我们认为，未来中国化工有望实现从成本优势到绿色成本优势的跃迁，为企业创造更多超额回报。

- **相关标的：**万华化学、沧州大化等。
- **风险提示：**企业投产进度不及预期、下游需求不及预期、国内外政策变化、能源价格大幅波动等。

内容目录

1. 财务报表角度出发，企业挺价诉求渐强.....	5
1.1. 海外企业经营压力仍存.....	5
1.2. 企业盈利修复诉求渐强.....	8
2. 基于企业愿景假设，聚氨酯供需或向好.....	11
2.1. 供给端：新增产能较为有限，中美增速高于欧洲.....	11
2.2. 需求端：短期结构分化，长期稳定乐观.....	13
2.3. 供需平衡表：中长期供需向好.....	15
3. 从巴斯夫新战略变化，展望行业未来趋势.....	18
4. 相关标的.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：近年四家海外企业净利率显著下滑	7
图 2：近年四家海外企业 ROE 显著下滑	7
图 3：年初以来国内外主流聚氨酯厂商集中提涨	9
图 4：全球 MDI 产能 CR5 超 90%（2023 年）	9
图 5：全球 TDI 产能格局高度集中（2023 年）	9
图 6：纯 MDI 库存整体中位运行（万吨）	10
图 7：聚合 MDI 库存位置极低（万吨）	10
图 8：MDI 历史景气周期间隔约 3-5 年	10
图 9：TDI 历史景气周期间隔约 8-10 年	11
图 10：2023 年除中国地区增长外，其余地区化工品产量有所衰退	19
表 1：五家企业聚氨酯业务所在板块营收同比及占比、EBITDA/毛利同比及占比情况	6
表 2：四家海外企业成本节约及资产优化相关措施	7
表 3：五大海外聚氨酯企业聚氨酯业务财务情况	8
表 4：全球 MDI 新增产能有限，且中美增速显著高于欧洲	12
表 5：全球 TDI 扩产趋向有序，未来新增产能全部位于中国	13
表 6：海外主要生产商对聚氨酯需求端的评述	14
表 7：MDI 供需平衡表	16
表 8：TDI 供需平衡表	17
表 9：巴斯夫战略的“变”与“不变”	18
表 10：众多化工企业加速在中国地区的投资	19
表 11：聚氨酯业务趋向绿色化发展	20
表 12：聚氨酯行业相关标的	20

引入：MDI 是化工品种技术壁垒最高的产品之一，全球呈现寡头垄断格局，主要产能和核心技术基本掌握在四家海外巨头(巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏)和国内企业万华化学手中，五家企业合计产能占比超 90%。本文，我们将从五大聚氨酯生产企业近年的财务情况出发，展望未来三年聚氨酯的供需格局与发展趋势。

1. 财务报表角度出发，企业挺价诉求渐强

1.1. 海外企业经营压力仍存

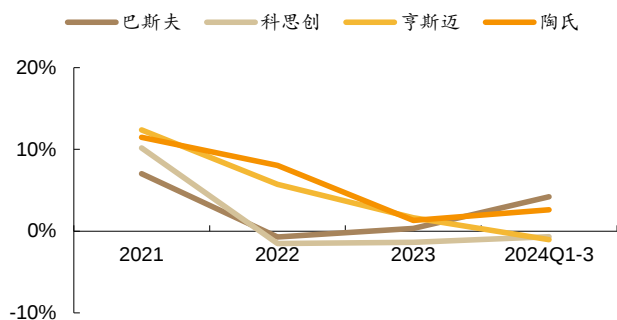
首先从四家海外企业的财报来看，2023 年受地缘政治不确定性加剧、全球经济增速放缓影响，全球化工品需求持续疲软，四家企业营收及盈利同比均大幅下滑，跌幅 20%至 30%。进入 2024 年，终端需求整体演绎弱复苏态势，对应到财务结果上，除亨斯迈 EBITDA 在基数相对较小下实现同比较大程度增长外，其余三家企业（科思创、巴斯夫、陶氏）营收及 EBITDA 同比表现均位于个位数内，整体延续 2023 年以来的弱势基调，企业存在较大的经营压力。这一点也反映在企业经营战略的调整上，科思创、亨斯迈、巴斯夫、陶氏均陆续启动其成本节约计划，另外业务结构相对复杂的巴斯夫和陶氏也在通过资产出售等措施进行资产结构优化，降低运营成本。对比而言，万华化学通过新增产能的释放和优异的成本控制能力，较为有效的平滑了周期的波动性，维持较好的盈利能力，在 2023 年以及 2024H1 公司营收和毛利均保持同比向上。

表 1：五家企业聚氨酯业务所在板块营收同比及占比、EBITDA/毛利同比及占比情况

	营收指标	2022	2023	2024Q1-3	利润指标	2022	2023	2024Q1-3
科思创	营收同比 (%)	13.0%	-20.0%	-2.1%	EBITDA 同比 (%)	-47.6%	-33.2%	-7.2%
	功能材料	11.7%	-24.4%	0.2%	功能材料	-63.0%	-39.4%	-24.3%
	解决方案及特种业务	13.3%	-15.1%	-3.8%	解决方案及特种业务	9.9%	-1.0%	-0.6%
	营收占比 (%)				EBITDA 占比 (%)			
	功能材料	50.6%	47.8%	49.1%	功能材料	58.8%	53.3%	48.2%
亨斯迈	解决方案及特种业务	47.6%	50.5%	49.5%	解决方案及特种业务	51.0%	75.6%	71.4%
	营收同比 (%)	-5.1%	-23.8%	-2.6%	调整后 EBITDA 同比 (%)	-7.3%	-59.1%	25.3%
	聚氨酯	1.0%	-23.7%	-1.3%	聚氨酯	-28.6%	-60.5%	6.0%
	功能材料	15.4%	-31.2%	-7.3%	功能材料	30.6%	-57.1%	-27.4%
	先进材料	6.6%	-14.5%	-2.5%	先进材料	14.2%	-20.2%	2.9%
巴斯夫	营收占比 (%)				调整后 EBITDA 占比 (%)			
	聚氨酯	63.2%	63.2%	63.9%	聚氨酯	54.4%	52.5%	43.3%
	功能材料	21.4%	19.3%	18.6%	功能材料	40.6%	42.6%	28.9%
	先进材料	15.9%	17.9%	17.9%	先进材料	20.2%	39.4%	31.6%
	营收同比 (%)	11.1%	-21.1%	-6.8%	调整后 EBITDA 同比 (%)	-5.2%	-28.7%	-0.1%
巴斯夫	化工品	9.7%	-30.4%	4.7%	化工品	-25.5%	-57.9%	15.7%
	材料	21.2%	-23.3%	-4.9%	材料	-16.3%	-38.6%	13.4%
	--单体	24.7%	-30.1%	-3.4%	--单体			
	工业解决方案	12.6%	-19.8%	2.6%	工业解决方案	7.0%	-32.8%	33.5%
	营养护理	25.2%	-15.0%	-2.3%	营养护理	17.4%	-47.0%	48.2%
	表面技术	-6.1%	-23.9%	-23.5%	表面技术	14.6%	3.8%	-9.9%
	农业解决方案	25.9%	-1.8%	-7.7%	农业解决方案	40.2%	17.7%	-24.6%
	营收占比 (%)				调整后 EBITDA 占比 (%)			
	化工品	17.1%	15.0%	16.8%	化工品	25.8%	15.2%	19.7%
	材料	21.1%	20.5%	20.8%	材料	25.0%	21.5%	22.9%
	--单体	11.3%	10.0%	10.3%	--单体			
	工业解决方案	11.4%	11.6%	12.7%	工业解决方案	13.4%	12.6%	15.1%
	营养护理	9.2%	10.0%	10.3%	营养护理	9.9%	7.4%	10.3%
	表面技术	24.4%	23.5%	19.7%	表面技术	13.6%	19.8%	16.9%
	农业解决方案	11.8%	14.6%	14.7%	农业解决方案	17.9%	29.6%	24.6%
陶氏	营收同比 (%)	3.5%	-21.6%	-3.7%	EBITDA 同比 (%)	-24.5%	-42.4%	1.7%
	包装和特种塑料	4.0%	-20.9%	-5.9%	包装和特种塑料	-31.1%	-27.6%	-3.2%
	工业中间体和基础设施	-1.5%	-24.5%	-5.3%	工业中间体和基础设施	-32.0%	-67.1%	11.7%
	--聚氨酯和建筑化学品	10.6%	-26.0%	-0.7%	--聚氨酯和建筑化学品			
	功能性材料和涂料	11.3%	-21.1%	0.9%	功能性材料和涂料	23.9%	-52.9%	9.7%
万华化学	营收占比 (%)				EBITDA 占比 (%)			
	包装和特种塑料	51.4%	51.9%	50.7%	包装和特种塑料	58.9%	73.9%	70.3%
	工业中间体和基础设施	29.2%	28.1%	27.6%	工业中间体和基础设施	21.1%	12.0%	13.2%
	--聚氨酯和建筑化学品	10.0%	9.4%	9.7%	--聚氨酯和建筑化学品			
	功能性材料和涂料	18.9%	19.0%	20.0%	功能性材料和涂料	22.6%	18.5%	20.0%
万华化学	营收同比 (%)	13.8%	5.9%	10.8%	毛利同比 (%)	-28.2%	7.3%	10.7%
	石化系列	13.4%	-0.4%	9.5%	石化系列	-75.2%	-6.4%	114.9%
	聚氨酯系列	4.0%	7.1%	8.2%	聚氨酯系列	-27.5%	21.4%	4.0%
	精细化学品及新材料系列	30.1%	18.4%	15.2%	精细化学品及新材料系列	69.2%	-8.2%	-11.2%
	营收占比 (%)				毛利占比 (%)			
万华化学	石化系列	42.1%	39.5%	40.8%	石化系列	9.5%	8.3%	11.2%
	聚氨酯系列	38.0%	38.4%	36.5%	聚氨酯系列	56.1%	63.4%	62.3%
	精细化学品及新材料系列	12.2%	13.6%	13.4%	精细化学品及新材料系列	20.3%	17.3%	13.8%

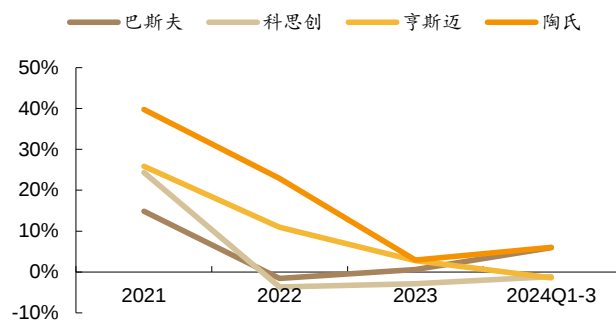
资料来源：Bloomberg、德邦研究所（注：图中深红色字体表示为各企业聚氨酯业务所在其细分板块：科思创（功能材料）、亨斯迈（聚氨酯）、巴斯夫（材料-单体）、陶氏（工业中间体和基础建设-聚氨酯和建筑化学品）、万华化学（聚氨酯））

图 1：近年四家海外企业净利率显著下滑



资料来源：Bloomberg、德邦研究所（注：陶氏 2024 年数据口径为全年）

图 2：近年四家海外企业 ROE 显著下滑



资料来源：Bloomberg、德邦研究所（注：陶氏 2024 年数据口径为全年）

表 2：四家海外企业成本节约及资产优化相关措施

企业名称	成本节约计划	资产优化措施
科思创	科思创 2024 年 6 月推出了全球转型计划 STRONG，该计划使公司更加高效，并推动数字化向前发展。到 2028 年底，科思创计划在材料和人员成本方面实现每年 4 亿欧元的全球节约。其中 1.9 亿欧元将在德国。	
亨斯迈	亨斯迈正在其全球聚氨酯业务中实施 5000 万美元的成本削减计划。	
巴斯夫	截至 2024 年 9 月底，巴斯夫已经实现了约 8 亿欧元的成本削减，相关的一次性费用约为 5 亿欧元。到 2024 年底预计将实现超过 8 亿欧元的成本削减，相关一次性成本约为 5.5 亿欧元，有望在 2026 年底前实现 21 亿欧元的年度成本节约目标。	2024 年 9 月巴斯夫宣布新战略“Winning Ways”，明确区分其核心业务和独立业务，进行差异化管理，旨在优化资产结构，降低运营成本。在 2024 年，巴斯夫已陆续出售多项非核心业务，关停了多家工厂，包括 6 月出售生物能源酶业务，7 月计划停止德国克那普萨克地区和法兰克福工厂草铵膦活性成分的生产，以及放弃在智利投资锂矿资产的计划，9 月转让勘探与生产业务，11 月剥离絮凝剂采矿业务，12 月出售食品与健康功能配料业务等。
陶氏	陶氏拟通过裁员和优化运营实现每年 10 亿美元的成本削减。该计划主要包括两项关键措施：一是降低购买服务和第三方合同用工成本，预计这将减少 5-7 亿美元的年度开支；二是通过全球范围内削减约 1500 个工作岗位，进一步降低劳动力成本。	2024 年以来，陶氏关闭了位于台湾南岗工业区的聚醚多元醇/烷氧基化工厂，以 1.5 亿美元出售了包装与特种塑料部门内的软包装复合粘合剂业务，并签署协议出售美国墨西哥湾沿岸部分基础设施资产的 40% 股权，预计现金收入约为 30 亿美元。

资料来源：涂界、英为财经、澎湃新闻、慧聪化工网、慧正资讯、慧聪涂料网、中外涂料网、德邦研究所

具体到聚氨酯业务上，从季度变化的角度来看，聚氨酯业务向下的拐点出现在 2022Q3，尤其在四家海外企业中更为突出，分析其原因，一方面高企的能源成本（尤其欧洲）持续压缩企业的盈利空间，另一方面下游需求不断走弱，从量和价两个方面均为企业的经营带来考验。反映到 2023 年的报表上，四家海外企业（科思创、亨斯迈、巴斯夫、陶氏）聚氨酯相关业务营收及 EBITDA 均呈现两位数以上的跌幅；万华化学则通过以量补价实现营收的逆势增长。2024 年以来，五家企业聚氨酯业务主要呈现量增价减的特点，其中万华再次通过福建 MDI 等新产能的释放，前三季度实现营收同比增长 8.3%，另外四家海外企业则整体呈现营收同比持平或略降的态势，利润水平也逐步趋稳。

向后展望，巴斯夫和陶氏因体量较大，聚氨酯业务在其营收与利润中的占比相对较小，或并非是其优化财务报表的重点所在，换言之，聚氨酯业务经营业绩的提升对其整体财务改善带来的效果是很有限的。科思创、亨斯迈及万华化学

的聚氨酯业务占比相对较大，其中科思创和亨斯迈聚氨酯业务近年显著承压，因此对于产品涨价修复自身资产负债表的诉求是很强的。我们认为，当行业景气逐步修复时，其有望通过减产挺价等措施，维护行业盈利。

表 3：五大海外聚氨酯企业聚氨酯业务财务情况

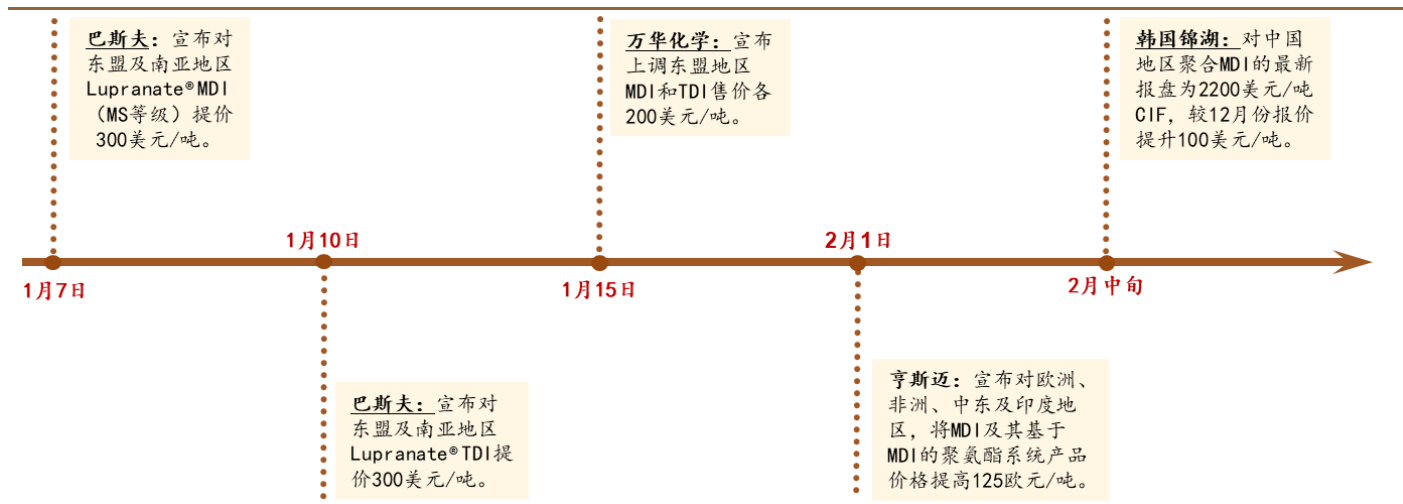
	财务指标	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2021	2022	2023	2024
陶氏-工业中间体和基础设施	营业收入（百万美元）	4524	4370	4059	3653	3378	3177	3035	2948	3008	2951	2962	2948	16851	16606	12538	11869
	YoY	25.4%	3.7%	-9.4%	-19.7%	-25.3%	-27.3%	-25.2%	-19.3%	-11.0%	-7.1%	-2.4%	0.0%		-1.5%	-24.5%	-5.3%
	销量同比	-1%	-4%	-5%	-5%	-2%	-1%	-1%	0%	-1%	-1%	0%	0%	-2%	-7%	-9%	1%
	价格同比	2%	14%	5%	-1%	-6%	-15%	-17%	-17%	-14%	-7%	0%	-1%	40%	11%	-14%	-6%
	EBITDA（百万美元）	811	562	299	296	251	94	155	148	234	148	102	240	2894	1968	648	724
	YoY	68.3%	-31.1%	-65.6%	-59.2%	-69.1%	-83.3%	-48.2%	-50.0%	-6.8%	57.4%	-34.2%	62.2%		-32.0%	-67.1%	-3.2%
	EBITDA 利润率	17.9%	12.9%	7.4%	8.1%	7.4%	3.0%	5.1%	5.0%	7.8%	5.0%	3.4%	8.1%	17.2%	11.9%	5.2%	6.1%
	其中：																
	聚氨酯&建筑化学品营收（百万美元）	3005	2919	2636	2347	2234	2090	2019	1973	1977	1909	1919	1870	11700	10907	8316	7675
	聚氨酯&建筑化学品YoY	17.6%	-3.1%	-15.0%	-22.5%	-25.7%	-28.4%	-23.4%	-15.9%	-11.5%	-8.7%	-5.0%	-5.2%		-6.8%	-23.8%	-7.7%
科思创-功能材料	营业收入（百万欧元）	2388	2461	2330	1916	1792	1789	1707	1588	1689	1834	1777		8142	9095	6876	5300
	YoY	37.2%	25.8%	6.6%	-15.2%	-25.0%	-27.3%	-26.7%	-17.1%	-5.7%	2.5%	4.1%			11.7%	-24.4%	0.2%
	销量同比	6%	2%	-6%	-18%	-19%	-10%	-2%	8%	17%	15%	9%		2%	-5%	-7%	
	价格同比	26%	18%	5%	-1%	-7%	-15%	-20%	-22%	-21%	-12%	-4%		48%	11%	-16%	
	EBITDA（百万欧元）	620	367	53	-89	173	302	85	16	103	196	125		2572	951	576	424
	YoY	-2.8%	-44.4%	-93.0%	-115.1%	-72.1%	-17.7%	60.4%	-118.0%	-40.5%	-35.1%	47.1%			-63.0%	-39.4%	-24.3%
	EBITDA 利润率	26.0%	14.9%	2.3%	-4.6%	9.7%	16.9%	5.0%	1.0%	6.1%	10.7%	7.0%		31.6%	10.5%	8.4%	8.0%
	营业收入（百万美元）	1386	1353	1257	1071	991	1012	967	895	926	1001	1003		5019	5067	3865	2930
	YoY	29.8%	17.1%	-10.4%	-23.1%	-28.5%	-25.2%	-23.1%	-16.4%	-6.6%	-1.1%	3.7%			1.0%	-23.7%	-1.3%
	销量同比	4%	-4%	-16%	-22%	-21%	-10%	-12%	-1%	9%	9%	5%		4%	-10%	-10%	
亨斯迈-聚氨酯	营业收入（百万美元）	224	229	138	57	66	37	81	13	39	80	76		879	628	248	195
	YoY	8.2%	10.1%	-43.9%	-83.0%	-70.5%	-83.8%	-41.3%	-64.9%	-40.9%	116.2%	-6.2%			-28.6%	-60.5%	6.0%
	调整后 EBITDA（百万美元）	16.2%	16.9%	11.0%	3.5%	6.7%	3.7%	8.4%	1.5%	4.2%	8.0%	7.6%		17.5%	12.4%	6.4%	6.7%
	YoY	16.2%	16.9%	11.0%	3.5%	6.7%	3.7%	8.4%	1.5%	4.2%	8.0%	7.6%		17.5%	12.4%	6.4%	6.7%
	营业收入（百万欧元）	4821	4862	4715	4045	3844	3608	3349	3348	3441	3415	3413		15214	18443	14149	10269
	YoY	39.9%	29.0%	18.7%	-0.2%	-20.3%	-25.8%	-29.0%	-17.2%	-10.5%	-5.3%	1.9%			21.2%	-23.3%	-4.9%
	销量同比	4%	-2%	-9%	-14%	-17%	-9%	-6%	25%	6%	1%	4%		12%	-6%	-7%	
	价格同比	31%	25%	20%	11%	-4%	-15%	-19%	23%	-14%	-5%	-1%		30%	21%	-14%	
	调整后 EBITDA（百万欧元）	954	874	489	369	448	462	360	380	508	448	484		3208	2686	1650	1440
	YoY	10.5%	-11.3%	-41.2%	-30.1%	-53.0%	-47.1%	-26.4%	3.0%	13.4%	-3.0%	34.4%			-16.3%	-38.6%	13.4%
巴斯夫-材料	调整后 EBITDA 利润率	19.8%	18.0%	10.4%	9.1%	11.7%	12.8%	10.7%	11.4%	14.8%	13.1%	14.2%		21.1%	14.6%	11.7%	14.0%
	其中：																
	单体业务营收（百万欧元）	2657	2684	2453	2083	1894	1765	1584	1662	1683	1675	1707		7922	9877	6905	5065
	单体业务YoY	54.9%	39.0%	16.8%	-4.3%	-28.7%	-34.2%	-35.4%	-20.2%	-11.1%	-5.1%	7.8%			24.7%	-30.1%	-3.4%
	单体业务销量同比	6%	-1%	-17%		-21%	-10%	-4%	29%	10%	-1%	7%		10%	-9%	-7%	
	单体业务价格同比	44%	33%	26%		-8%	-22%	-27%	35%	-19%	-3%	1%		45%	28%	-21%	
	营业收入（百万美元）	15635	17611	15618	14032	15696	17075	17310	17305	17502	17953	18790		60492	62896	67386	54245
	YoY	13.6%	20.1%	-0.4%	-14.4%	0.4%	-3.0%	10.8%	23.3%	11.5%	5.1%	8.5%			4.0%	7.1%	8.3%
	销量同比	-3%	18%	-4%	-3%	7%	12%	0%	5%	1%	5%	2%		2%	7%	17%	14%
	价格同比	-2%	-4%	-7%	-8%	5%	-3%	1%	-5%	0%	-3%	2%		23%	-3%	-8%	-5%
万华化学-聚氨酯系列	营业收入（百万美元）	15635	17611	15618	14032	15696	17075	17310	17305	17502	17953	18790		60492	62896	67386	54245
	YoY	13.6%	20.1%	-0.4%	-14.4%	0.4%	-3.0%	10.8%	23.3%	11.5%	5.1%	8.5%			4.0%	7.1%	8.3%
	销量同比	-3%	18%	-4%	-3%	7%	12%	0%	5%	1%	5%	2%		2%	7%	17%	14%

资料来源：Bloomberg、 、德邦研究所

1.2. 企业盈利修复诉求渐强

国内外主流聚氨酯厂商集中调涨。巴斯夫 1 月 7 日对东盟及南亚地区 MDI 提价 300 美元/吨，TDI 同步调涨 300 美元/吨；万华化学 1 月 15 日对东盟地区 MDI/TDI 各提价 200 美元/吨；亨斯迈 2 月 1 日对欧洲、非洲、中东、印度地区 MDI 提价 125 欧元/吨。此外，韩国锦湖 2 月份对中国地区聚合 MDI 最新报盘 2200 美元/吨，较 12 月份报价提升 100 美元/吨。

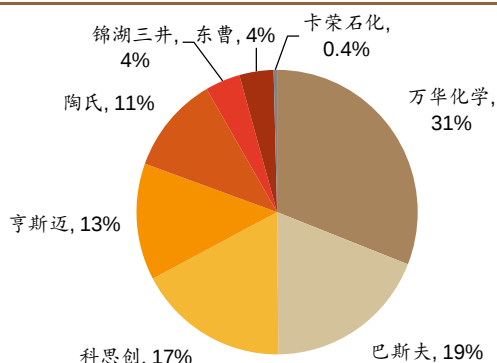
图 3：年初以来国内外主流聚氨酯厂商集中提涨



资料来源：天天化工网、e 公司、德邦研究所

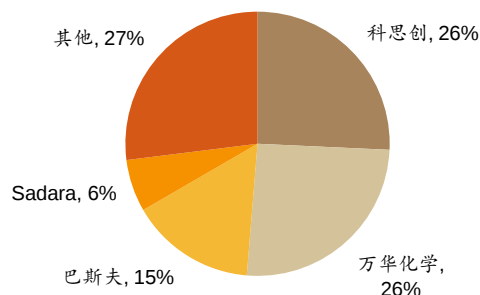
高寡占格局是挺价前提。全球 MDI 和 TDI 供给侧均呈现高度集中的格局，在企业集中挺价时易形成合力，进而推动挺价的实现。

图 4：全球 MDI 产能 CR5 超 90% (2023 年)



资料来源：观研天下、德邦研究所

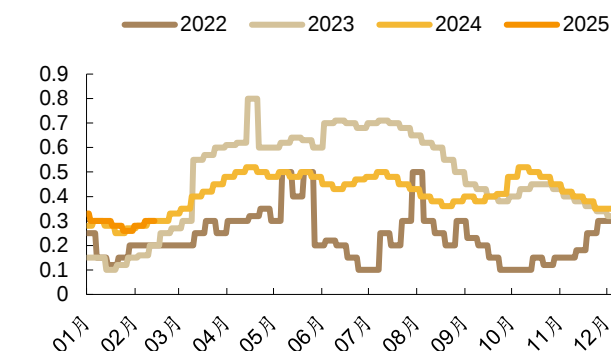
图 5：全球 TDI 产能格局高度集中 (2023 年)



资料来源：观研天下、德邦研究所

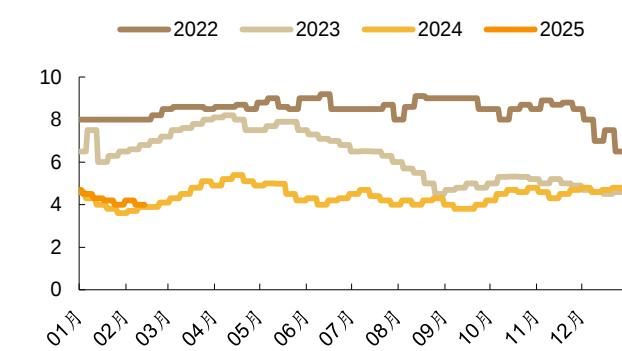
低位库存支撑挺价逻辑。2024 年以来，聚合 MDI 在厂方定价和低库存管理模式，市场上的流通货源始终保持在低位水平。同时近期供给侧存在较多扰动，包括日本东曹 40 万吨/年 MDI 装置 1 月 17 日突发停车，韩国锦湖 41 万吨/年 MDI 产线拟 2 月开启为期 1 个月的检修，日本科思创 7 万吨/年 TDI 计划 3 月停产维护，亚洲地区三大巨头的同步缩产，使得亚太地区 MDI/TDI 月均供应减少 12 万吨(占全球产能的 7%)，现货库存进一步去化。根据钢联，截至 2 月 13 日，聚合 MDI 场内库存仅 4 万吨，较年初减少 7000 吨，已位于 2022 年以来的 7.1%分位。

图 6：纯 MDI 库存整体中位运行（万吨）



资料来源：钢联、德邦研究所

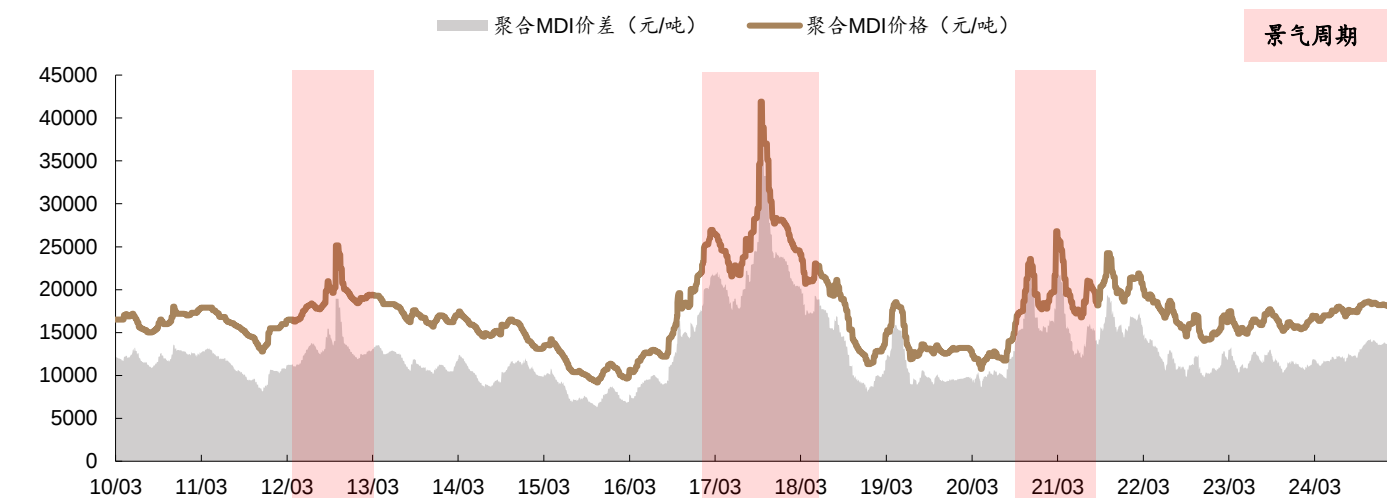
图 7：聚合 MDI 库存位置极低（万吨）



资料来源：钢联、德邦研究所

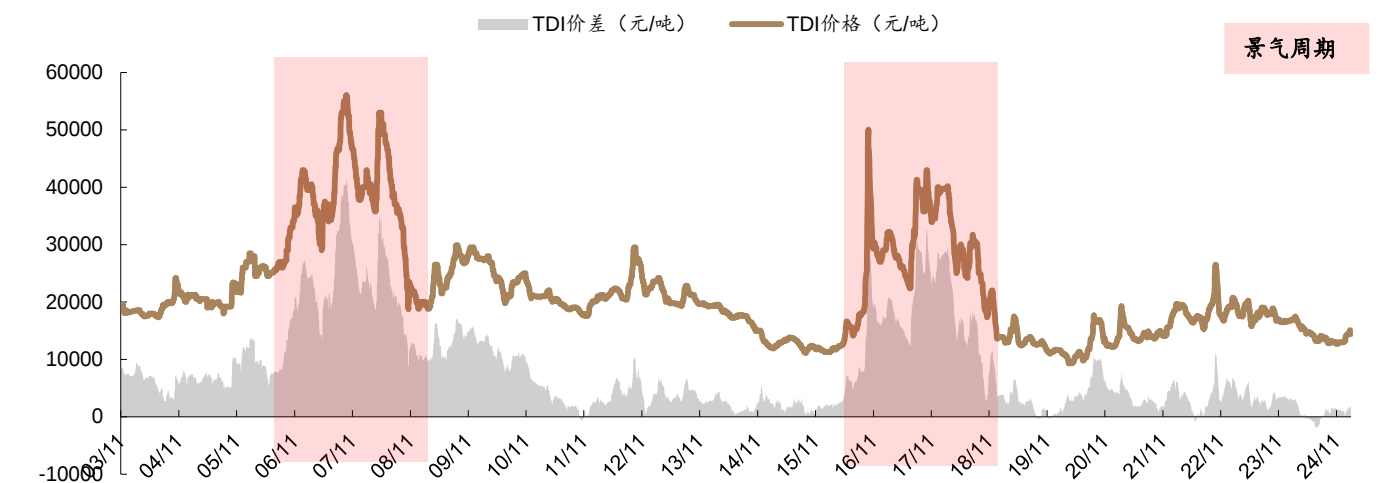
产品盈利拐点或已渐行渐近。MDI 产品盈利周期呈现 3-5 年一循环的特点，在经历 2021 年的景气高点后，低迷态势已持续近三年。与 MDI 相比，TDI 盈利周期的间隔更长，约为 8-10 年，前两轮高景气周期分别出现在 2006-2008、2016-2018 年。此外，过去几年 TDI 的盈利显著弱于 MDI，2024 年内一度出现价差为负的情况。由此，无论从历史盈利周期时间间隔的角度，还是企业改善盈利诉求的角度来看，聚氨酯产品的拐点或已渐行渐进。

图 8：MDI 历史景气周期间隔约 3-5 年



资料来源：、德邦研究所

图 9：TDI 历史景气周期间隔约 8-10 年



资料来源：、德邦研究所

2. 基于企业愿景假设，聚氨酯供需或向好

2.1. 供给端：新增产能较为有限，中美增速高于欧洲

通过分析近年聚氨酯企业产能扩张的节奏以及后续新增产能的规划，我们发现具备以下几个特点：

1) 新增产能较为有限。MDI：2024 年全球 MDI 新增装置包括三套，分别为 4 月万华福建扩产的 40 万吨和 9 月韩国锦湖三井扩产的 20 万吨，以及年底巴斯夫试运行的 13 万吨/年 MDI 精制装置。目前看，未来三年全球 MDI 整体扩产规模有限，实际建设仍具备不确定性，以科思创为例，其西班牙 Tarragona 基地原计划扩建的 5 万吨/年 MDI 产能现正重新评估最佳时机，拟投建的 50 万吨/年 MDI 世界级工厂，也经历多次延期，目前尚无最新定论。**TDI：**海外装置部分关停，包括巴斯夫德国 30 万吨(2023/02)、日本东曹 2.5 万吨(2023/04)、拉丁美洲 Petroquímica 2.8 万吨(2024/10)等，日本 MCNS 也规划在今年 5 月将 TDI 产能缩减至 5 万吨。与此同时，TDI 扩产更偏向有序，未来新增产能仅有万华福建 36 万吨较有确定性。

2) 中美增速高于欧洲。MDI：中美区域的 MDI 新增规划产能增速明显快于欧洲。中国方面，包括万华宁波 60 万吨、万华福建 70 万吨、亨斯迈上海 3.5 万吨等，是未来全球 MDI 产能增长最主要的区域；美国方面，则主要是巴斯夫盖斯马规划的 20 万吨；欧洲方面，暂无明确新增规划，唯一一套科思创西班牙扩产 5 万吨项目目前已处于重新评估状态。根据率捷咨询预估，2020-2026 年全球各地区 MDI 产能增速预计呈现：中国(+55%)>美洲(+39%)>>欧洲(+4%)的态势。**TDI：**海外 TDI 装置部分退出，日本供应预计进一步萎缩；未来几年全球拟在建项目全部在中国。

表 4：全球 MDI 新增产能有限，且中美增速显著高于欧洲

公司	地区	MDI 产能（万吨/年）	未来规划
万华化学	烟台	110	
	宁波	120	扩建 60 万吨
	福建	80	扩建 70 万吨
	匈牙利	40	
	合计	350	
巴斯夫	中国重庆	53	新增一套 13 万吨/年的 MDI 精制装置及配套公用工程，2024 年 12 月试生产
	中国上海	19	
	韩国丽水	25	
	比利时安特卫普	65	
	美国盖斯马	40	将 MDI 产能扩建至 60 万吨/年，预计 2026 年前完成。
	合计	202	
科思创	德国 Brunsbüttel	30	
	德国 Uerdingen	30	
	西班牙 Tarragona	17	原规划在 2025 年将现有的 17 万吨/年产能扩建至 22 万吨/年，现正在重新评估最佳时机。
	美国 Baytown	33	在美国或中国新建 50 万吨/年世界级 MDI 工厂，原计划 2024 年投产，2021 年宣布延期至 2026 年投产，2022 年 11 月再次宣布延期
	中国上海	60	
	日本	7	
亨斯迈	合计	177	
	美国 Geismar	50	
	荷兰 Rozenburg	47	
	中国上海	35	计划将上海基地的 MDI 产能从 35 万吨/年提升至 38.5 万吨/年
陶氏	合计	132	
	美国 Freeport	44	
	德国 Stade	20	
	葡萄牙 Estarreja	19	
锦湖三井	沙特 Sadara	40	
	合计	123	
	韩国丽水	61	
日本东曹	合计	61	
	日本	40	
	中国浙江	8	
	越南	-	规划新建一套 MDI 精馏装置，预计 2024 年 11 月开工建设，2026 年 6 月完工
卡荣石化	合计	48	
	伊朗	4	
卡荣石化	合计	4	
	合计	1097	

资料来源：流程工业、现代化工、巴斯夫 23Q1 季报、COVESTRO、中国胶粘剂和胶粘带工业协会官网、plasteurope、天天化工网、慧正资讯、上海化学工业区管理委员会、率捷咨询、WELINK 化工、亚洲聚氨酯联盟、观研天下、中化新网、流程工业、ECHEMI 等，德邦研究所（注：统计口径截至 2024 年底）

表 5：全球 TDI 扩产趋向有序，未来新增产能全部位于中国

公司	地区	TDI 产能（万吨/年）	未来规划
万华化学	烟台	30	万华福建二期 36 万吨计划 25 年 5 月份投产
	福建	36	
	匈牙利	25	
	新疆巨力	20	
	合计	111	
巴斯夫	上海	16	新增 6 万吨产能暂不明确投产进展
	美国盖斯马	16	
	韩国丽水	16	
	合计	48	
科思创	上海	31	新增 6 万吨产能暂不明确投产进展
	德国多尔马根	30	
	美国德克萨斯	22	
	合计	83	
Sadara	沙特	20	新增 25 万吨产能暂不明确投产时间
沧州大化	河北	16	
韩华	韩国 Yosu	15	
甘肃银光	甘肃	15	
三井（MCNS）	日本 Omuta	12.8	2025 年 5 月装置产能将缩减至 5 万吨
GNFC	印度 Bharuch	6.7	
OCI	韩国 Kunsan	5	
Karoon	伊朗 Bandarlma	4	
华鲁恒升	湖北		拟新增产能 30 万吨，2024 年获发改委审批，暂不明确投产时间
合计		337	

资料来源：中国聚氨酯联盟网、百川盈孚、天天化工网、化工在线、德邦研究所（注：统计口径截至 2024 年底）

2.2. 需求端：短期结构分化，长期稳定乐观

通过分析近年聚氨酯企业对行业需求端的评述，我们发现具备以下几个特点：

1) 下游需求有所分化。国内下游需求在冰箱冷柜、汽车、无醛板、氨纶等行业的带动下稳步复苏。海外需求方面，建筑领域有所承压，科思创早在 2023Q4 就对 2024 年建筑业 MDI 需求做出萎靡 2.5% 的增速预测，实际表现看，陶氏在 2024Q2 和亨斯迈在 2024Q3 均表示，当前建筑领域处于低谷期，且低迷状况预计延续至 2024 年年底。未来的需求增量主要关注电子、家居等领域。

2) 长期保持稳定乐观。科思创在 2023Q1 和 2024Q1 对于长期 MDI 需求增速预测值均为 6%，认为其有望受益于建筑保温和新能源汽车等行业，整体保持稳定乐观。

表 6：海外主要生产商对聚氨酯需求端的评述

	当下	短期	长期
23Q1	亨斯迈： 汽车需求有所改善；欧洲和美洲的非建筑业需求也在持续改善中。更低的固定成本部分抵消了 MDI 产品销售利润同比下滑的压力。	科思创： 高效节能材料的发展，可为未来的 MDI 需求市场贡献 1-2 个百分点的增速。 亨斯迈： 展望 2023 年，全球尤其北美的建筑领域需求仍将继续承压；欧洲地区面临高企和不稳定的能源成本。高通胀压力抑制消费支出，需求市场受挫。	科思创： 预计 MDI 和 TDI 市场长期平均增速分别在 6% 和 3%-4%。 陶氏： 全球多个市场面临通胀压力，这种情况将在更长时间内持续。全球汽车产量有望稳定增长，公司高价值聚氨酯系统和三元乙丙橡胶技术助力于车辆的轻量化。
23Q2	科思创： 二季度经济持续疲软，全球需求疲弱。 亨斯迈： 市场需求疲软，尤其在美洲市场。中国和欧洲市场的需求正在不断改善。 万华化学： 上半年全球聚氨酯市场需求同比基本持平，环比处于回升态势；受欧美需求放缓、国内房地产不景气等因素影响，全球聚氨酯需求整体处于恢复之中。		
23Q3	亨斯迈： 市场需求疲软，美洲市场尤为明显。	亨斯迈： 中国房地产利率在下滑，通常意味着随后中国 MDI 需求会有回升，但我们不会过度依赖这个点。 巴斯夫： 在当前的利率政策环境以及地缘政治风险增加的情况下，宏观经济前景仍然极具不确定性。尤其是原材料价格的上涨可能拖累需求和利润率。	
23Q4	亨斯迈： 欧洲四季度价格获得一些温和增长；有迹象表明 MDI 价格已经触底或已经很接近触底。 科思创： 2023 年建筑业下滑最为突出，家具领域同比总体持平，电子领域同比略有下降，汽车领域实现正增长。 万华化学： 2023 年全球聚氨酯及其原料产品市场依然面临国内需求逐渐恢复、外需依然疲软的复杂局面，但下游需求在冰箱冷柜、汽车行业、无醛板、氨纶行业带动下，全年依然实现小幅增长。	陶氏： 预计第一季度工业和耐用品需求将继续疲软，但建筑、汽车和消费电子等领域早期释放积极信号。 科思创： 展望 2024，预计电动汽车行业增长率接近 29%，预计建筑业再次萎靡 2.5%；预计电子行业增长率 1.5%。 亨斯迈： 预计 2024 年 Q1 产品价格和销量都将逐步同比改善，增幅可能在个位数；亚洲销量由汽车领域驱动，欧洲汽车和保温材料行业正在逐步复苏；北美主要仍将围绕住房。	科思创： 未来焦点会是可再生的 TDI 和气候中性的 MDI。
24Q1	科思创： EMLA 及亚太地区销量增长，其中 EMLA 在建筑、家具和电器行业需求增长强劲，亚太地区在家具、汽车和建筑领域显著增长。北美地区建筑行业销量略增，但家具、汽车和电器行业销量仍在下滑。 亨斯迈： 需求适度改善，美洲&欧洲地区市场份额增加。美洲 MDI 需求恢复至 2022 年同期水平。	亨斯迈： 当前大多数 MDI 下游应用领域厂家的 MDI 库存水平都处于低位，预计在接下来的几个季度里将继续看到复苏和适度增长，特别是在建筑领域。日本和中东对喷涂的需求增长强劲。	科思创： 预测长期 MDI 市场需求量年均增速 6%，MDI 和 PC 材料需求量增长将受益于建筑保温和新能源汽车行业。
24Q2	陶氏： 本季度显著把握住了包装、电子、家居和个人护理领域需求增长的机会。建筑和耐用消费品市场在 2024 年不太可能有显著变化。 万华化学： 上半年全球聚氨酯行业需求保持增长态势，特别是冰冷、汽车等市场需求保持增长，海外建筑行业投资需求好转，部分海外装置出现供应波动，纯苯价格持续高位，对聚氨酯产品价格产生推涨效应。		
24Q3	亨斯迈： 建筑和工业市场处于较稳定的低谷期。建筑和工业市场低迷状况预计将持续到淡季第四季度。		亨斯迈： 中长期来看，美联储和欧洲央行的降息，加上中国政府的刺激政策，全球业务组合产生积极影响（主要是建筑市场）。

资料来源：各公司季度报告、天天化工网、德邦研究所

2.3. 供需平衡表：中长期供需向好

MDI:

供给侧：全球格局高度寡占，产能主要集中在万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏等几家企业手中，根据化工 707，2023 年行业 CR5 超 90%。且未来新增产能较少，目前 2025 年关注万华宁波 60 万吨进展，2026 年及以后关注巴斯夫美国盖斯马 20 万吨的落地。

需求侧：

1) 聚合 MDI：下游主要应用于家电、建筑、无醛板、汽车等领域，2024 年其主要的的需求增量来源于白色家电（+10%/+6.5 万吨）、无醛板（+14%/+3.5 万吨）、汽车（+32%/+3.1 万吨）和冷藏集装箱（+32%/+1.0 万吨），而建筑需求有所萎缩（-1%/-0.5 万吨）。其中白色家电领域的快速增长得益于国内以旧换新政策以及家电龙头企业积极出海战略下冰箱冷柜等产销提升所致。展望后续，我们认为无醛板、冷藏集装箱等新兴领域在市场推广和行业趋势的演绎下，预计维持较高增速；家电和汽车领域也有望在更大力度的国补和促内需促消费的政策刺激下，持续贡献需求增量。主要变化的点在于建筑领域，随着步入十四五收官之年，在国家持续释放稳楼市的信号之下，建筑领域需求有望迎来修复。

2) 纯 MDI：下游主要应用于 TPU、氨纶、浆料、鞋底原液等领域，终端与纺织等密切相关。TPU 方面，我国是全球最大的 TPU 消费市场，2017-2021 年 CAGR 为 13%，预计到 2026 年消费量将进一步扩大；氨纶近年受益运动类弹力面料消费的增长而需求有所增长，且未来几年仍有新增产能释放，进而带动对上游纯 MDI 需求量的提升；浆料和鞋底原液等也有望在促内需政策的刺激下需求稳步复苏。

综上，我们预测 2025-2027 年国内 MDI 供需差分别为-16/-2/-32 万吨。

表 7: MDI 供需平衡表

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球产能 (万吨)		1009	1082	1142	1162	1162
	YoY		7%	6%	2%	0%
全球消费量 (万吨)		834	854	880	906	933
	YoY		2%	3%	3%	3%
国内产能 (万吨)		429	482	542	542	542
国内产能利用率		93%	90%	82%	90%	90%
国内产量 (万吨)		400	436	446	488	488
	YoY		9%	2%	9%	0%
进口量 (万吨)		32	32	32	32	32
出口量 (万吨)		117	132	132	132	132
表观消费量		316	335	362	389	420
	YoY		6%	8%	8%	8%
其中:						
聚合MDI						
白色家电		64.7	71.1	76.8	83.0	89.6
	消费占比	36%	36%	36%	36%	36%
	YoY		10%	8%	8%	8%
建筑领域		50.0	49.5	51.0	52.5	54.1
	消费占比	28%	25%	24%	23%	22%
	YoY		-1%	3%	3%	3%
无醛板		25.0	28.5	32.5	37.0	42.2
	消费占比	14%	15%	15%	16%	17%
	YoY		14%	14%	14%	14%
汽车		9.6	12.7	14.0	15.4	16.9
	消费占比	5%	6%	7%	7%	7%
	YoY		32%	10%	10%	10%
冷藏集装箱		3.1	4.1	5.4	7.2	9.5
	消费占比	2%	2%	3%	3%	4%
	YoY		32%	32%	32%	32%
其他		28.6	30.4	32.3	34.3	36.5
	消费占比	16%	15%	15%	15%	15%
	YoY		6%	6%	6%	6%
合计消费量		181.0	196.4	212.0	229.4	248.9
	YoY		8%	8%	8%	8%
纯MDI						
TPU		23.4	34.1	38.5	43.5	49.2
	消费占比	30%	37%	37%	38%	39%
	YoY		46%	13%	13%	13%
氨纶		16.0	19.1	21.9	23.7	25.6
	消费占比	21%	21%	21%	21%	20%
	YoY		19%	15%	8%	8%
浆料		16.7	16.7	17.2	17.7	18.2
	消费占比	22%	18%	17%	16%	15%
	YoY		0%	3%	3%	3%
鞋底原液		14.9	13.9	14.3	14.7	15.2
	消费占比	19%	15%	14%	13%	12%
	YoY		-7%	3%	3%	3%
其他		5.9	8.9	11.6	13.9	16.7
	消费占比	8%	10%	11%	12%	13%
	YoY		51%	30%	20%	20%
合计消费量		76.9	92.7	103.6	113.6	124.9
	YoY		21%	12%	10%	10%
改性MDI等						
合计消费量		57.6	46.1	46.1	46.1	46.1
	YoY		-20%	0%	0%	0%
国内供需差 (万吨)		0	0	-16	-2	-32

资料来源: 百川盈孚、广州化工交易中心公众号、化工智库公众号、天天化工网、慧聪化工网、石油和化工园区、德邦研究所测算

TDI:

供给侧: 与 MDI 类似, 全球 TDI 格局也呈现高度集中的特点, 主要生产商包括万华化学、科思创、巴斯夫等。未来新增产能趋向有序, 主要集中在大厂手中, 目前较有确定性的仅有万华福建 36 万吨产能, 预计 2025 年 5 月投产; 日本供应预计进一步缩减, 三井化学计划缩减 TDI 产能至 5 万吨/年。行业集中度预计进一步提高, 格局有望持续优化。

需求侧: TDI 下游应用以软泡材料为主, 终端集中在软体家具等领域。我国目前已是软体家具最大的生产国和消费国, 未来 TDI 消费有望受益于软体家具产量的提升, 保持上涨趋势。

综上, 我们预测 2025-2027 年国内 MDI 供需差分别为-6/-2/-10 万吨。

表 8: TDI 供需平衡表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球产能 (万吨)	313	350	376	376	376
YoY		12%	7%	0%	0%
全球消费量 (万吨)	270	278	287	296	305
YoY		3%	3%	3%	3%
国内产能 (万吨)	149	163	184	199	199
国内产能利用率	82%	87%	82%	84%	86%
国内产量 (万吨)	123	142	151	167	171
YoY		16%	6%	11%	2%
进口量 (万吨)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
出口量 (万吨)	33.3	36.7	39.6	41.6	42.8
表观消费量 (万吨)	91.3	107.2	119.2	129.1	139.7
YoY		17%	11%	8%	8%
其中:					
软泡	54.8	59.6	65.6	70.8	76.5
消费占比	60%	56%	55%	55%	55%
YoY		9%	10%	8%	8%
涂料	10.9	11.5	12.1	12.8	13.5
消费占比	12%	11%	10%	10%	10%
YoY		6%	6%	6%	6%
胶粘剂、密封剂等	10.5	11.4	12.5	13.5	14.6
消费占比	11%	11%	11%	10%	10%
YoY		9%	10%	8%	8%
弹性体、塑胶跑道等	6.1	6.5	7.2	7.9	8.7
消费占比	7%	6%	6%	6%	6%
YoY		7%	10%	10%	10%
其他	9.0	18.2	21.9	24.1	26.5
消费占比	10%	17%	18%	19%	19%
YoY		102%	20%	10%	10%
国内供需差 (万吨)			-6	-2	-10

资料来源: 百川盈孚、天天化工网、观研天下、广州化工交易中心公众号、WELINK 化工公众号、中国化工信息周刊公众号、德邦研究所测算 (注: 2024 年全球产能口径截至 2024 年 3 月; 2024 年全球消费量为预测值)

3. 从巴斯夫新战略变化，展望行业未来趋势

巴斯夫战略的“变”与“不变”。2024 年 9 月巴斯夫发布企业新战略（Winning Ways），较上一版企业战略（2018 年）相比：

本次战略延续了此前对于中国市场重要性的判断，目前广东湛江一体化基地核心装置正稳步推进建设，预计 2025 年年底投产。广东湛江基地作为巴斯夫三大化工基地之一，预计项目总投资额超过 100 亿元，而其另外两大化工基地德国和比利时均位于欧洲，足以见中国在其战略中的重要地位。此外，扬子扬巴轻烃综合利用项目也于 2024 年 8 月正式开工。

主要的不同点在于，一是在开篇定论的战略目标的表述上由此前的“加大力度聚焦客户，为其提供定制化的服务和解决方案”转变为“成为客户首选的化工企业，助力客户实现绿色转型”，从企业自身定位的角度上进一步补充强调了绿色转型的重要性。二是在业务布局的调整上明确划分核心业务（化学品、材料、工业解决方案、营养与护理）和独立业务（环境催化剂和金属解决方案、电池材料、涂料、农业解决方案），并对于两类业务各有侧重，实现差异化管理。对于核心业务，将通过有机增长和战略收购等进一步加强其运营；对于独立业务，给予更大的战略灵活性，包括可能的剥离。

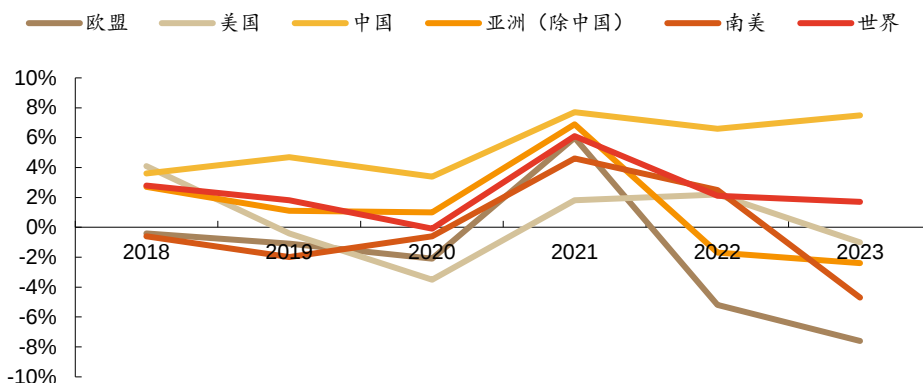
表 9：巴斯夫战略的“变”与“不变”

	2018 年	2024 年
部分核心布局区域	中国	中国
战略定位	加大力度聚焦客户、为其提供定制化的服务和解决方案	成为客户首选的化工企业，助力客户实现绿色转型
组织架构	将公司业务规划为六大领域，除农业解决方案为一个单独业务领域外，另外五个领域均各自包含两个业务部分，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）。	明确划分核心业务（化学品、材料、工业解决方案、营养与护理）和独立业务（环境催化剂和金属解决方案、电池材料、涂料、农业解决方案），强化核心业务运营，而给予独立业务更大的战略灵活性。

资料来源：巴斯夫中国官网、中国化工报、石油和化工园区公众号、Cultivar、德邦研究所

以中国区域为战略重心的方向不变。究其原因，在全球经济增速放缓的背景下，全球化工品需求面临挑战。根据巴斯夫统计，2023 年除中国地区外，其余区域化工品产量均陷入不同程度的衰退。此外，俄乌战争以来高额的能源成本严重制约了欧洲地区化工企业的发展，根据巴斯夫最新的 2024 年三季报，路德维希港的合成氨、化肥、纯碱、己内酰胺、己二酸、TDI 等与合成气高度相关的装置目前已关停或正在推进关停中。如此，加快具备市场和成本优势的中国地区布局，就显得尤为重要。

图 10：2023 年除中国地区增长外，其余地区化工品产量有所衰退



资料来源：巴斯夫各年度报告、德邦研究所

众多化工企业加速在中国的投资。除巴斯夫外，我们可以看到中国市场作为亚太地区乃至全球经济的增长引擎，其庞大的市场规模和持续的增长潜力也在不断吸引着其他化工企业的投资。科思创截至目前在中国的投资总额已经超过 40 亿欧元，其在珠海高栏港经济区的 TPU 生产基地正在建设中，一期投资额数千万欧元，预计 2025 年机械完工。此外，科思创表示计划在未来三年，将亚太地区四分之三的投资落地中国。赢创在南京启动特种胺工厂扩建项目，并计划到 2030 年将中国业务的占比从 10%提到 15%。埃克森美孚惠州一期乙烯项目于 2024 年 12 月实现中交、进入全面调试阶段等。

表 10：众多化工企业加速在中国地区的投资

企业名称	相关内容
巴斯夫	2024 年 1 月，巴斯夫湛江一体化基地项目首批装置将生产工程塑料及热塑性聚氨酯，满足华南地区及整个亚洲市场多个增长行业的客户需求。 - 截止目前，巴斯夫累计在华投资已超过 100 亿欧元，建立了具有竞争力的本土生产、市场营销、销售、技术服务和创新网络。巴斯夫在中国南部湛江的第一家工厂已于 2022 年 9 月中上旬开始投入运营，这是巴斯夫迄今为止最大的海外投资项目，投资总额达 100 亿欧元。
科思创	- 截止目前，科思创在中国投资总额已超过 40 亿欧元，其中 37 亿欧元用于上海一体化基地，这是科思创全球最大的综合性生产基地。 2024 年 9 月，科思创宣布将在广州建设新的热塑性聚氨酯（TPU）亚太应用开发中心，计划于 2024 年底开工建设，2025 年投入运营。 - 目前，科思创在珠海高栏港经济区的 TPU 生产基地正在建设中，该基地总占地面积约 4.5 万平方米。项目分三期建设，一期投资额为数千万欧元，预计于 2025 年完成机械竣工。 - 科思创计划在未来三年，将亚太区四分之三的投资落地中国，显示了对中国市场的信心。
赢创	2024 年 11 月，赢创在南京正式启动特种胺工厂扩建项目，进一步巩固公司在聚氨酯和环氧市场的地位。 - 赢创计划到 2030 年将中国业务占比从 10%提升至 15%，亚洲业务占比从 20%提升至 30%，显示了对中国市场的长期承诺和信心。
埃克森美孚	2024 年 12 月，埃克森美孚惠州乙烯一期项目的 160 万吨乙烯装置实现中交，全面进入调试阶段。2023 年 2 月，埃克森美孚惠州乙烯项目大亚湾研发中心动工，目前为止，惠州乙烯一期项目投资已超过 300 亿元人民币，2024 年还将投资 100 亿元人民币。 2024 年 12 月，埃克森美孚官网发布消息称，埃克森美孚中国裂解装置将增加 250 万吨/年的 PE、PP 产能，其中 PE 和 PP 分别为 165 万吨/年和 85 万吨/年。

资料来源：雅式橡塑网 AdsaleCPRJ 公众号，各公司公告、官网等，德邦研究所

重视聚氨酯业务绿色低碳转型。巴斯夫最新战略中对于自身的定位由此前的“加大力度聚焦客户，为其提供定制化的服务和解决方案”悄然转变为“成为客户首选的化工企业，助力客户实现绿色转型”，强调了绿色低碳化工的重要性。以巴斯夫湛江基地为例，其通过应用绿电、以电加热蒸汽裂解、天然气-二氧化碳重整制合成气等多种手段以实现低碳减排。此外，聚氨酯业务也趋向绿色化发展，巴斯夫 2023 年 10 月成功生产全球首个生物质平衡（BMB）MDI，次年 1 月宣布单体业务部宣布将与旭川化学在合成革应用中开展生物基 MDI 战略合作，持续助力聚氨酯业务绿色转型。考虑到欧盟碳税的影响，我们认为，未来中国化工有望实现从成本优势到绿色成本优势的跃迁，为企业创造更多超额回报。

表 11：聚氨酯业务趋向绿色化发展

企业名称	相关内容
巴斯夫	2023 年 10 月巴斯夫成功生产出全球首个生物质平衡（BMB）MDI。 2024 年 1 月，巴斯夫单体业务部宣布将与旭川化学在合成革应用中开展生物基 MDI 的战略合作。
科思创	2023 年 11 月科思创签订其在亚太区的首份经 ISCC PLUS 认证的基于质量平衡方法、含部分生物质原料份额的低碳足迹 MDI 商业订单。 2024 年 12 月，科思创宣布与全球建筑材料分销商波兰 Selena 集团共同推出创新型产品——Tytan Professional 砌砖粘合剂，该产品采用科思创的生物基 MDI 生产。

资料来源：观研天下、德邦研究所

4. 相关标的

表 12：聚氨酯行业相关标的

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600309.SH	万华化学	2196.57	168.16	152.83	192.25	226.45	13.06	14.37	11.43	9.70	2.36
600230.SH	沧州大化	44.46	1.90	0.52	1.59	2.46	23.35	85.50	27.96	18.07	1.12

资料来源： 、德邦研究所（注：盈利预测取自 wind 一致预期；收盘价取自 2025/2/18）

5. 风险提示

企业投产进度不及预期。若企业根据市场环境等原因调整项目建设进度，则会导致供给侧产能的释放存在不确定性。

下游需求不及预期。MDI 下游应用涉及家电、建筑、交通、纺服等众多领域，若下游需求复苏不及预期，则将对需求侧预测造成影响。

国内外政策变化。聚合 MDI 消费主要集中在白电等市场，2024 年显著受益于国内以旧换新政策的推动。若后续国内促内需消费政策不及预期，将会对需求侧预测造成影响。

能源价格大幅波动。能源价格对化工企业的成本影响较大，若天然气、原油等能源价格大幅波动，将会对企业盈利带来影响，进而影响企业的产能的开工率等。

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。