

基础化工行业周专题（4.15—4.21）

投资建议： 强于大市（维持）
 上次建议： 强于大市

TMA 价格上涨弹性、持续性如何？

► TMA 为耐高温 PVC 制品的刚需添加剂

偏苯三酸酐（TMA）是一种重要的精细化工原料，主要用于生产 PVC 增塑剂偏苯三酸三辛酯（TOTM）。后者为高端 PVC 制品的刚需添加剂，独特的低挥发性、低移行性、良好的电子抵抗及耐热性，使其用在电缆料上可通过美国 UL62 105℃ 级的检查。PVC 线缆等产品中 TMA 质量占比约 3.5%。

► TMA 产能加速出清致寡头格局凸显

TMA 产能集中美国英力士、意大利柏林、正丹股份、百川股份、泰达新材五家企业手中，23 年产能分别为 7 万吨、3 万吨、8.5 万吨、4 万吨、3 万吨，合计约 25.5 万吨。24 年行业进一步出清，4 月 3 日英力士宣告永久停产。TMA 行业总产能减少 27.5% 来到 18.5 万吨，行业寡头垄断格局凸显。供给收紧致 TMA 价格较年初上涨 89%，国内厂商盈利能力显著提升。

► TMA 价格向上颇具弹性和持续性

我们测算出全球 TMA 需求量约在 18.1 万吨。而由于高温液相氧化装置危险系数高，产能负荷难达 100% 且必需定期检修，行业此前开工率从未突破 80%，24 年实际有效产能约 14.8 万吨。而下游刚需企业存保供担忧，并结合市场库存新低的现状以及采购人员的买涨行为，24 年实际需求约可量化为 21.1 万吨，供给缺口达 6.3 万吨，约占实际总需求的 30%。叠加 TMA 的刚需属性且短期无新增产能投放，TMA 高景气周期有望持续较长时间。

► 投资建议：关注 TMA 相关标的

随着海外产能的加速退出，TMA 供给格局进一步优化。伴随海外需求向国内转移，TMA 供需格局较为紧张，行业景气度持续上行，价格向上突破至更高水平亦属合理，产品盈利能力大幅提升。结合本篇，我们认为 TMA 相关标的值得关注。

风险提示： TMA 新产能投产风险；安全生产风险；行业需求疲软风险；需求测算偏差风险。

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：海外农化企业龙头 2023 年经营情况分析》2024.04.12
 2、《基础化工：海外轮胎龙头企业 23 年经营情况分析》2024.04.04

正文目录

1. TMA 寡头垄断，涨价颇具弹性、持续性	3
1.1 TMA 为耐高温 PVC 制品的刚需添加剂	3
1.2 产能加速出清致 TMA 寡头格局凸显	3
1.3 TMA 价格上涨弹性、持续性如何?	5
2. 投资建议：关注 TMA 相关标的	5
3. 风险提示	6

图表目录

图表 1：TMA 国内下游的需求结构（吨）	3
图表 2：TOTM 增塑剂的应用实例	3
图表 3：2023 年 TMA 的产能格局	4
图表 4：TMA 价格变动情况数据	4
图表 5：TMA 的行业开工率情况	4
图表 6：TMA 工厂库存处于历史最低位	5
图表 7：24 年 TMA 实际供给缺口较大（万吨）	5

1. TMA 寡头垄断，涨价颇具弹性、持续性

2024 年 4 月，美国英力士 7 万吨 TMA 产能退出，TMA 行业产能加速出清，寡头格局进一步凸显。市场供需紧张大幅抬升了 TMA 价格，国内相关厂商盈利能力得到快速提升。本篇有意解答 TMA 价格上涨的弹性和持续性问题。

1.1 TMA 为耐高温 PVC 制品的刚需添加剂

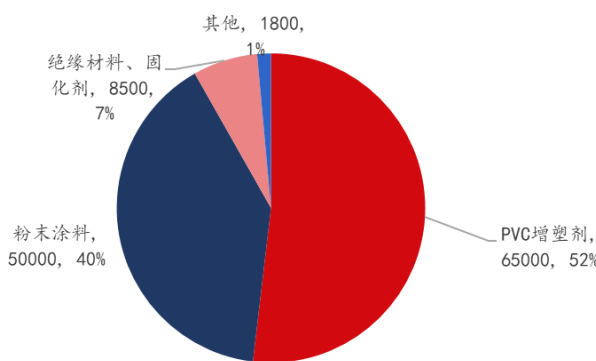
TMA，即偏苯三酸酐，由偏三甲苯高温氧化脱水制备，产品无毒环保，是重要的精细化工原料。下游用于 PVC 增塑剂、粉末涂料、绝缘漆和固化剂等，其中最主要的用途是用于生产 PVC 增塑剂偏苯三酸三辛酯（TOTM）。

TOTM 为高端 PVC 制品的刚需添加剂。独特的低挥发性、低移行性、良好的电子抵抗及耐热性，使其用在电缆料上可通过美国 UL62 105°C 级的检查。因此 TOTM 长作为主增塑剂用于 105°C 级耐热电线电缆料，以及其他要求耐热、耐久的板材、片材、密封垫等制品。

参考《一种柔性耐油阻燃耐霉菌防水防鼠咬混合 PVC 电缆料及其制备方法》《一种具有长效耐热水性能的 PVC 线缆及应用》、《一种耐油耐高低温抗 UV 的电缆护套材料及其制备方法》等文献研究数据，TOTM 占 PVC 塑料比重约 5-20%，中间值约为 10%。TOTM 的 TMA 单耗约为 0.35，则终端 PVC 线缆等产品的 TMA 质量占比约 3.5%。

根据百川盈孚数据，2022 年国内 TMA 国内消费量约 12.5 万吨。

图表1：TMA 国内下游的需求结构（吨）



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表2：TOTM 增塑剂的应用实例



资料来源：NAN YA PLASTICS，国联证券研究所

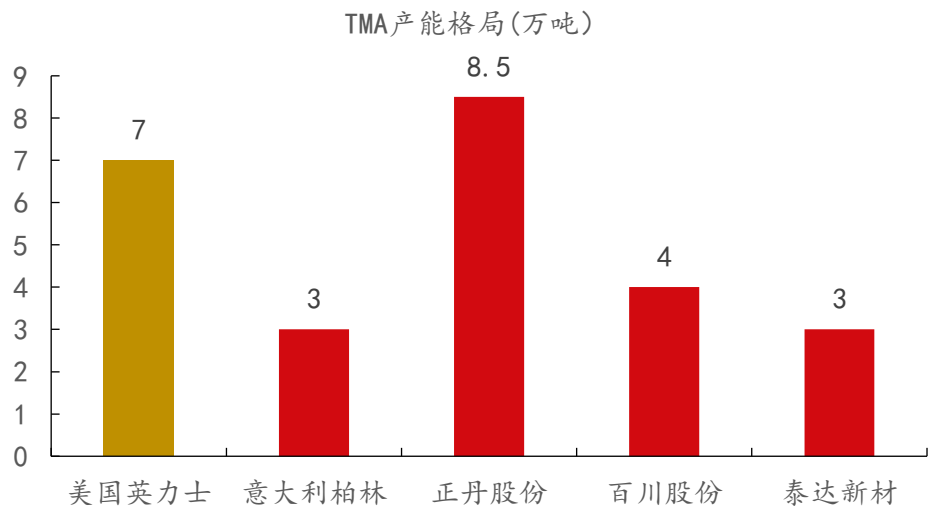
1.2 产能加速出清致 TMA 寡头格局凸显

过去 TMA 产品产能过剩严重，历经多年的价格战和产能出清，供给格局逐渐走向集中，2023 年 TMA 产能已集中在头部 5 家企业，寡头垄断格局逐渐凸显。根据买塑网数据，2023 年英力士约有 TMA 产能约 7 万吨、意大利柏林 3 万吨、正丹股份 8.5

万吨、百川股份 4 万吨，泰达新材 3 万吨，合计约 25.5 万吨。

尽管行业集中度已来到较高水平，2024 年 TMA 产能进一步出清，全球龙头英力士决定永久关停 TMA 产能。根据百川盈孚资讯，美国英力士 3 月既停止向市场供货，4 月 3 日英力士正式宣告永久停产。TMA 行业总产能减少 27.5% 来到 18.5 万吨。

图表3：2023 年 TMA 的产能格局

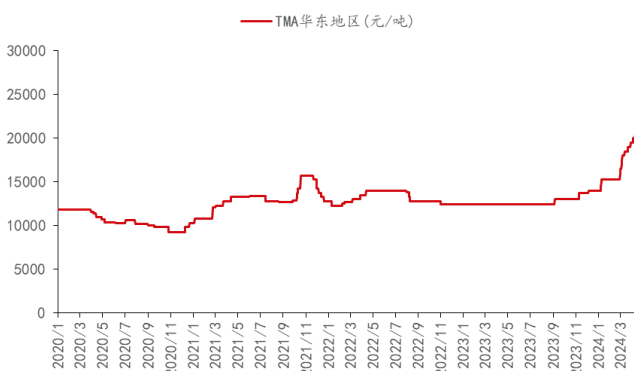


资料来源：买塑网研究院，国联证券研究所

英力士退出以来，市场供给骤然收紧致 TMA 价格大幅提升。根据百川盈孚数据，截至 2024 年 4 月价格已从年初 1.40 万元/吨上涨至 2.65 万元/吨，相较 23 年同期价格提升约 114%。国内 TMA 产品和相关企业盈利能力随之大幅提升。

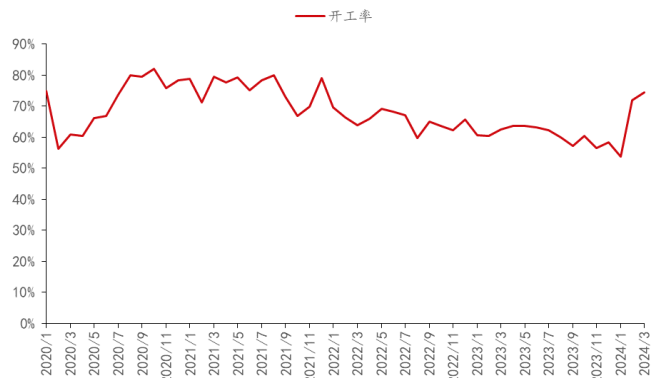
根据正丹化学工业股份有限公司公告，其 24 年一季度“受市场供给变化影响，偏苯三酸酐产品销售数量及销售单价均较上年同期有较大增幅，市场份额稳步攀升，收入同比稳健增长；随着公司偏苯三酸酐产能的持续释放，规模效应逐渐显现，成本费用率稳定下降，使得归属于上市公司股东的净利润大幅增长”。

图表4：TMA 价格变动情况数据



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表5：TMA 的行业开工率情况



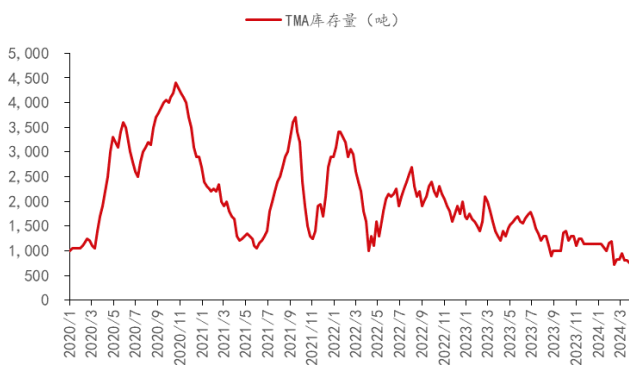
资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

1.3 TMA 价格上涨弹性、持续性如何？

全球 TMA 需求量数据是相对模糊的，未有精确统计。根据百川盈孚数据，22 年国内的需求量 TMA 需求量是 12.5 万吨，当年产量是 11.1 万吨，约 1.4 万吨或为进口补充。假设海外美国英力士和意大利波林产能利用率在 70% 水平，则海外产量约 7.0 万吨，则测算出全球 TMA 需求量约在 18.1 万吨。

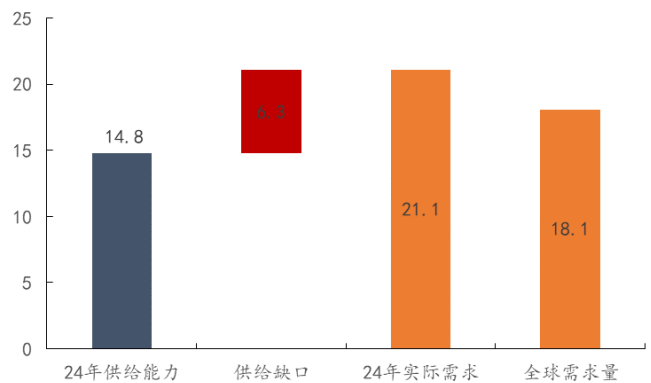
而美国英力士退出以后，全球 TMA 生产能力仅有 18.5 万吨，由于高温液相氧化装置危险系数高，负荷较难达到 100%，且必需进行定期检修，行业此前开工率几乎从未突破过 80%，实际有效产能约在 14.8 万吨。

图表6：TMA 工厂库存处于历史最低位



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表7：24 年 TMA 实际供给缺口较大 (万吨)



资料来源：百川盈孚，买塑网研究院，国联证券研究所测算

与此同时，考虑到英力士退出后下游刚需企业对保供的担忧，并结合市场库存新低现状以及采购人员的买涨行为，市场积极备库进一步提高全球市场 TMA 的实际需求量。假设 24 年下游多采购 2 个月的安全库存，则 24 年 TMA 的实际需求有望达到 21.1 万吨，供给缺口达到 6.3 万吨，约占实际总需求的 30%。

考虑到 TMA 具有一定的刚需属性，且有着近 30% 的供给缺口，我们对 TMA 价格和盈利能力继续向上持乐观态度，认为价格向上突破至更高水平亦属合理。至于价格向上的持续性，我们参考正丹股份募投项目的建设规划，新建 1 套 TMA 装置至少需要 2 年时间。若在先前装置基础上扩建 TMA 产能可能更快，但至少也许 1 年时间，TMA 景气周期有望持续较长时间。

2. 投资建议：关注 TMA 相关标的

随着海外产能的加速退出，TMA 供给格局进一步优化。伴随海外需求向国内转移，TMA 供需格局较为紧张，行业景气度持续上行，产品盈利能力大幅提升。结合本篇，

我们认为 TMA 相关企业值得关注。

3. 风险提示

1) TMA 新产能投产风险

尽管我们考虑到 TMA 行业新产能投放致使需要 1 年以上时间，但不排除有产能意外投放的可能，如果行业有产能意外投放，可能对 TMA 行业的景气度和价格造成冲击。

2) 安全生产风险

TMA 的制备需要高温氧化反应，存在发生爆炸等安全事故的可能，如果生产管理不当导致发生安全事故，会对事故公司的盈利能力造成较大冲击。

3) 行业需求疲软风险

如果 TMA 下游需求萎靡，可能会导致 TMA 价格上涨空间和持续性不及预期，并对行业内公司的盈利能力产生不利影响。

4) 需求测算偏差风险

TMA 全球需求量数据较为模糊，没有明确统计数据，我们根据行业经验开工水平测算的全球需求量数据或存在偏差的可能。

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/或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/或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