



万华化学 (600309.SH)

买入 (维持评级)

公司研究
证券研究报告

万华化学月报跟踪

公司简介

公司主要业务分为聚氨酯、石化和新材料。

聚氨酯业务未来保持稳定着增长:我们预计公司 MDI 当前产能 350 万吨,未来 3-4 年将提升至 490 万吨,公司产能占比将从 32.62% 提升至 38.72%;TDI 目前产能 95 万吨,3 年内扩产到 142 万吨;聚醚多元醇和聚酯多元醇会持续保持增长。

石化业务的盈利能力进一步增厚:2025 年随着公司乙烯二期的投产,公司 C2 装置产能将达到 220 万吨,C2 原料改成石脑油+乙烷进料,盈利能力会进一步增强。

新材料业务持续有新产品推出:①ADI 部分价格下降,盈利基本触底;②PC/PMMA/SAP 等部分放量,贡献业绩;③尼龙 12、柠檬醛等产品持续投入中;④规划电池材料业务

公司主要产品经营跟踪

MDI 价格跟踪:根据百川盈孚数据,2025 年 1 月纯 MDI 价格为 18611 元/吨,相比较 2024 年 12 月价格下降 145 元/吨,环比涨跌幅为 -0.77%;相比较 2024 年 1 月价格下降 1364.09 元/吨,同比涨跌幅为 -6.83%。2025 年 1 月聚合 MDI 价格为 18122 元/吨,相比较 2024 年 12 月价格上涨 46 元/吨,环比涨跌幅为 0.26%;相比较 2024 年 1 月价格上涨 2595 元/吨,同比涨跌幅为 16.71%。

TDI 价格跟踪:2025 年 1 月,TDI 价格为 13458 元/吨,相比较 2024 年 12 月上涨 494 元/吨,环比涨跌幅为 3.81%,相比较 2024 年 1 月价格下降 3187 元/吨,同比涨跌幅为 -19.15%。

万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法,根据我们的跟踪,2025 年 1 月,公司 PHD 整体毛利率为 5.03%,乙烯毛利率为 5.2%。

万华化学新材料板块主要的产品有 HDI、IPDI、PC、PMMA、SAP、TPU 等产品,2024 年 3 季度,公司精细化学品以及新材料产量为 45 万吨,环比减少 25.09%,同比增加 15.38%;销量为 50 万吨,环比减少 4.17%,同比增加 16.28%。

盈利预测、估值和评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 153.76、180.62、194.85 亿元,对应 EPS 分别为 4.90、5.75、6.21 元/股,当前市值对应的 PE 分别为 13.88X、11.82X、10.95X,维持“买入”评级。

风险提示

原材料剧烈波动风险,需求不足影响销量和产品价格,新项目投放不达预期。

基础化工组

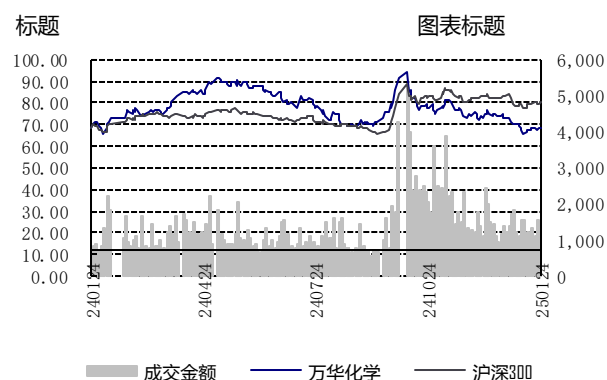
分析师:王明辉 (执业 S1130521080003)

wangmh@gjzq.com.cn

分析师:陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 67.98 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	189,482	216,817	229,352
营业收入增长率	13.76%	5.92%	8.05%	14.43%	5.78%
归母净利润(百万元)	16,234	16,816	15,376	18,062	19,485
归母净利润增长率	-34.14%	3.59%	-8.56%	17.47%	7.88%
摊薄每股收益(元)	5.170	5.356	4.897	5.753	6.206
每股经营性现金流净额	11.49	8.48	9.82	12.44	13.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.13%	18.97%	15.38%	15.85%	15.07%
P/E	17.92	14.34	13.88	11.82	10.95
P/B	3.79	2.72	2.14	1.87	1.65

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司股价分析.....	4
二、公司重要公告.....	4
三、公司项目进展.....	6
四、聚氨酯板块情况.....	8
4.1 MDI 基本面跟踪.....	8
4.2 TDI 基本面跟踪.....	11
五、石化板块情况.....	13
六、新材料板块情况.....	14
七、盈利预测与投资建议.....	16
八、风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 万华化学股价 (元/股) 和基础化工板块走势对比.....	4
图表 2: 公司重要公告汇总 (起始 2024 年 6 月).....	4
图表 3: 公司重要环评汇总 (起始 2024 年 1 月).....	6
图表 4: 公司主要产品价格跟踪 (元/吨).....	8
图表 5: 聚氨酯产品产量和销量.....	8
图表 6: 国内 MDI 产能和产量.....	9
图表 7: MDI 出口量和增速.....	9
图表 8: MDI 价格走势 (元/吨).....	9
图表 9: MDI 产量 (万吨).....	9
图表 10: 美国已开工新建私人住宅/新房销售 (千套).....	10
图表 11: 中国商品房开工/销售/竣工面积增速 (%).....	10
图表 12: 中国冰箱产量.....	10
图表 13: 中国氨纶产量.....	10
图表 14: 2025 国内外 MDI 装置动态.....	10
图表 15: MDI 价格走势因素分析.....	11
图表 16: 中国 TDI 产能 (左轴) -产量 (右轴).....	12
图表 17: 中国 TDI 出口量.....	12
图表 18: TDI、软泡聚醚价格 (元/吨).....	12
图表 19: TDI 成本-毛利.....	12
图表 20: TDI 后市因素预测.....	12
图表 21: 公司 PDH 毛利率和乙烯毛利率跟踪.....	13



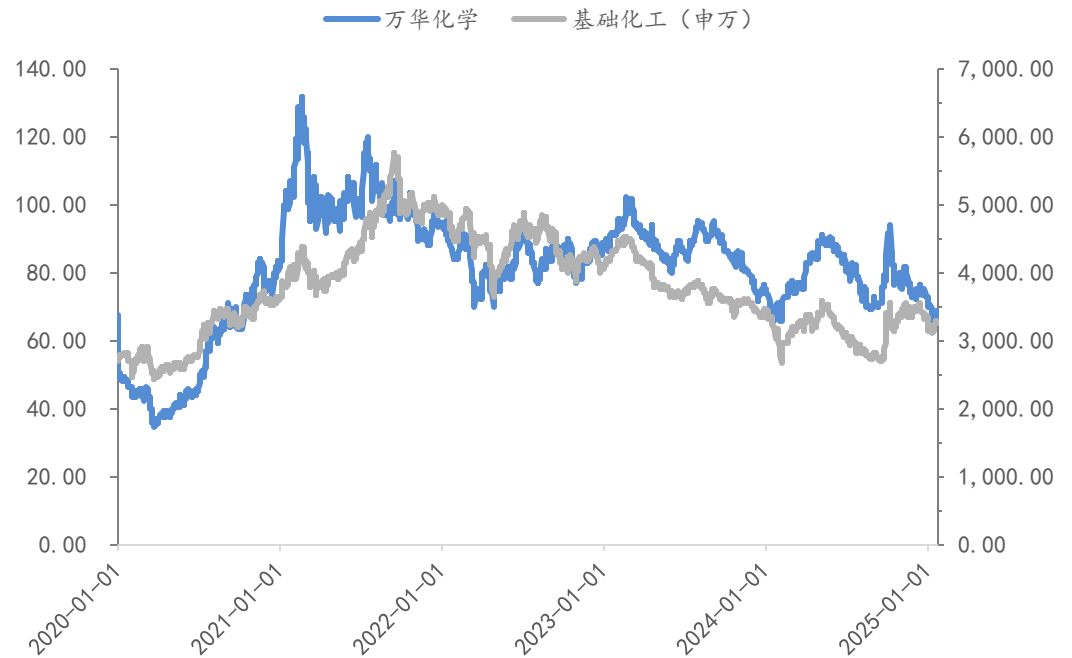
图表 22: 石化的产量	13
图表 23: 丙烷丁烷价格走势	13
图表 24: 丙烯价格走势	14
图表 25: 环氧丙烷价格走势	14
图表 26: 乙烯价格走势	14
图表 27: 环氧乙烷价格走势	14
图表 28: 公司精细化学品以及新材料产量和销量	15
图表 29: HDI 价格跟踪	15
图表 30: IPDI 价格跟踪	15
图表 31: PC 价格跟踪	16
图表 32: PMMA 价格跟踪	16



一、公司股价分析

截至 2025 年 1 月 22 日，万华化学收盘价为 67.52 元，2025 年 1 月（截止 1 月 23 日）涨跌幅为-7.49%，2025 年 1 月（截止 1 月 23 日），基础化工(申万)板块涨跌幅为-3.07%。

图表1：万华化学股价（元/股）和基础化工板块走势对比



来源：wind，国金证券研究所

二、公司重要公告

图表2：公司重要公告汇总（起始 2024 年 6 月）

公告日期	标题	内容概要
2024/7/9	万华化学关于持股 5%以上股东部分股份质押公告	公司股东宁波市中凯信创业投资股份有限公司持有万华化学股份 301,808,357 股，占公司总股本比例 9.61%，本次股份质押业务办理完成后，宁波市中凯信创业投资股份有限公司累计质押股份 69,400,000 股，占其持股数量比例 22.99%。
2024/7/10	万华化学烟台产业园 MDI、TDI 等一体化装置停产检修公告	根据化工企业生产工艺特点，为确保生产装置安全有效运行，按照年度检修计划，公司烟台产业园 MDI（110 万吨/年）、TDI（30 万吨/年）等一体化装置及相关配套装置将于 2024 年 7 月 16 日开始停产检修，预计检修 45 天左右。
2024/7/16	万华化学关于子公司匈牙利宝思德化学公司装置停产检修的公告	根据化工企业生产工艺特点，为确保生产装置安全有效运行，按照年度检修计划，本公司子公司匈牙利宝思德化学公司（BorsodChem Zrt.）MDI（40 万吨/年）、TDI（25 万吨/年）等一体化装置及相关配套装置将于 2024 年 7 月 16 日开始陆续停产检修，预计检修 40 天左右。
2024/7/24	万华化学 2024 年第一期中期票据发行结果公告	公司根据自身资金计划安排和银行间市场情况，于 2024 年 7 月 18 日在全国银行间市场发行了 2024 年度第一期中期票据，募集资金已于 2024 年 7 月 22 日到账。



2024/8/2	万华化学关于持股 5%以上股东部分股份质押公告	公司股东 Prime Partner International Limited 持有万华化学股份 172,993,229 股，占公司总股本比例 5.51%，本次股份质押业务办理完成后，Prime Partner International Limited 累计质押股份 113,405,045 股，占其持股数量比例 65.55%。
2024/8/13	万华化学 2024 年半年度主要经营数据公告	2024 年上半年公司聚氨酯系列产品实现销售收入 3,545,534 万元，石化系列产品和 LPG 贸易实现销售收入 3,957,476 万元，精细化学品及新材料系列产品实现销售收入 1,297,868 万元。
2024/8/13	万华化学 2024 年半年度利润分配方案公告	本次利润分配方案：以 2024 年 6 月 30 日总股本 3,139,746,626.00 股为基数，用可供股东分配的利润向全体股东每 10 股派发 5.20 元现金红利（含税），共计分配利润总额为 1,632,668,245.52 元，剩余未分配利润 50,311,228,040.68 元结转以后分配。
2024/8/16	万华化学关于召开 2024 年半年度业绩说明会的公告	万华化学集团股份有限公司已于 2024 年 8 月 13 日发布公司 2024 年半年度报告，为便于广大投资者更全面深入地了解公司 2024 年半年度经营成果、财务状况，公司计划于 2024 年 8 月 23 日下午 16:00-17:00 举行 2024 年半年度业绩说明会，就投资者关心的问题进行交流。
2024/8/21	万华化学 2024 年第二期中期票据（科创票据）发行结果公告	公司根据自身资金计划安排和银行间市场情况，于 2024 年 8 月 15 日在全国银行间市场发行了 2024 年度第二期中期票据（科创票据），募集资金已于 2024 年 8 月 19 日到账。
2024/8/23	万华化学烟台产业园 PDH 装置停产检修公告	根据化工企业生产工艺特点，为确保生产装置安全有效运行，按照年度检修计划，公司烟台产业园 75 万吨/年 PDH 等装置将于 2024 年 8 月 25 日开始停产检修，预计检修 45 天左右。
2024/8/30	万华化学 2024 年半年度权益分派实施公告	公司于 2024 年 4 月 8 日召开的 2023 年度股东大会审议通过了《万华化学集团股份有限公司未来三年股东回报规划（2024 年-2026 年）》，未来三年内，公司将坚持以现金分红为主，保持利润分配政策的连续性和稳定性，在足额提取法定公积金、任意公积金后，每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 30%，并同意公司董事会全权处理未来三年中期分红的一切事宜。
2024/9/3	万华化学关于子公司匈牙利宝思德化学公司装置复产公告	根据公司于 2024 年 7 月 18 日发布的“万华化学集团股份有限公司关于子公司匈牙利宝思德化学公司装置停产检修的公告”，匈牙利宝思德化学公司 MDI（40 万吨/年）、TDI（25 万吨/年）等一体化装置及相关配套装置于 2024 年 7 月 16 日开始陆续停产检修。截至目前，上述装置的停产检修已经结束，恢复正常生产。
2024/9/10	万华化学烟台产业园 MDI、TDI 等一体化装置复产的公告	根据公司于 2024 年 7 月 10 日发布的“万华化学集团股份有限公司烟台产业园 MDI、TDI 等一体化装置停产检修公告”，烟台产业园 MDI（110 万吨/年）、TDI（30 万吨/年）等一体化装置及相关配套装置于 2024 年 7 月 16 日开始停产检修。
2024/9/20	万华化学关于持股 5%以上股东部分股份质押公告	公司股东烟台中诚投资股份有限公司持有万华化学股份 330,379,594 股，占公司总股本比例 10.52%，本次股份质押业务办理完成后，烟台中诚投资股份有限公司累计质押股份 35,890,000 股，占其持股数量比例 10.86%。
2024/9/24	万华化学 2024 年第三期中期票据发行结果公告	公司根据自身资金计划安排和银行间市场情况，于 2024 年 9 月 18 日在全国银行间市场发行了 2024 年度第三期中期票据，募集资金已于 2024 年 9 月 20 日到账。



2024/9/26	万华化学关于持股 5%以上股东部分股份质押展期公告	公司股东烟台中诚投资股份有限公司持有万华化学股份 330,379,594 股，占公司总股本比例 10.52%，本次股份质押展期业务办理完成后，烟台中诚投资股份有限公司累计质押股份 35,890,000 股，占其持股数量比例 10.86%。
2024/10/1	万华化学关于持股 5%以上股东部分股份解除质押公告	公司股东 Prime Partner International Limited 持有万华化学股份 172,993,229 股，占公司总股本比例 5.51%，本次股份解除质押业务办理完成后，Prime Partner International Limited 累计质押 98,405,045 股。
2024/10/9	万华化学烟台产业园 PDH 装置复产公告	根据公司于 2024 年 8 月 23 日发布的“万华化学集团股份有限公司烟台产业园 PDH 装置停产检修公告”，烟台产业园 75 万吨/年 PDH 等装置于 2024 年 8 月 25 日开始停产检修。
2024/10/29	万华化学 2024 年三季度主要经营数据公告	2024 年前三季度公司聚氨酯系列产品实现销售收入 5,424,539 万元，石化系列产品和 LPG 贸易实现销售收入 6,197,780 万元，精细化学品及新材料系列产品实现销售收入 1,999,910 万元。
2024/11/22	万华化学关于持股 5%以上股东部分股份质押公告	公司股东 Prime Partner International Limited 持有万华化学股份 172,993,229 股，占公司总股本比例 5.51%，本次股份质押业务办理完成后，Prime Partner International Limited 累计质押股份 102,405,045 股，占其持股数量比例 59.20%。
2024/11/27	万华化学关于召开 2024 年第三季度业绩说明会的公告	万华化学集团股份有限公司已于 2024 年 10 月 29 日发布公司 2024 年第三季度报告，为便于广大投资者更全面深入地了解公司 2024 年第三季度经营成果、财务状况，公司计划于 2024 年 12 月 4 日上午举行 2024 年第三季度业绩说明会，就投资者关心的问题进行交流。
2024/12/14	万华化学关于持股 5%以上股东部分股份质押公告	公司股东烟台中诚投资股份有限公司持有万华化学股份 330,379,594 股，占公司总股本比例 10.52%，本次股份质押业务办理完成后，烟台中诚投资股份有限公司累计质押股份 39,890,000 股，占其持股数量比例 12.07%。

来源：公司公告，国金证券研究所

三、公司项目进展

根据公司官网信息，2025 年 1 月，公司新增环评有《万华化学集团股份有限公司柠檬醛 ISPO 单元技改项目 环境影响报告书征求意见稿公示》、《万华福建工业园 MDI 一体化配套项目 48 万吨年甲醛项目报批前公示》、《万华环保科技（福建）有限公司编组站项目 环境影响报告书（全本）及公众参与说明公示》、《万华化学（海阳）电池材料科技有限公司万华化学绿电产业园一期年产 10 万吨磷酸铁锂项目环境影响报告书征求意见稿公示》等。

图表3：公司重要环评汇总（起始 2024 年 1 月）

公告时间	项目名称	备注	投资额 (亿元)	建设时间 (月)
2024.1.8	万华化学（宁波）码头有限公司新建液体散货码头工程		2.2	18
2024.1.9	年产 1500 吨高折射 PC 项目			
2024.1.11	万华蓬莱产业园污水处理厂项目	项目建成后可处理工业废水 90000m ³ /d。		
2024.1.29	万华福建工业园 MDI 一体化扩能配套项目-气体扩能改造项目			
2024.2.19	3 万吨/年聚氨酯胶粘剂和组合聚醚项目			
2024.1.29	万华化学（福建）有限公司 TDI 一期技改扩能 33 万吨/年项目	产能由 25 万吨/年扩展为 33 万吨/年		
2024.3.1	万华烟台及蓬莱产业园能源配套项目			



2024. 3. 18	催化剂制备二期工程扩建项目			
2024. 3. 29	万华蓬莱产业园污水处理厂项目			
2024. 3. 29	年产 5 万吨 MS 树脂项目			
2024. 3. 29	万华蓬莱工业园天然气分布式能源站项目配套天然气管线	工程线路全长约 1.4km		
2024. 4. 2	万华化学（蓬莱）有限公司副产氢气综合利用项目			
2024. 4. 7	万华化学集团股份有限公司年产 3 万吨甲基异丁基酮（MIBK）项目			
2024. 4. 10	万华化学（蓬莱）有限公司副产氢气综合利用项目	主要建设 18 万吨/年合成氨生产装置		
2024. 4. 23	万华环保科技（福建）有限公司编组站项目			
2024. 4. 23	万华化学（福建）有限公司 TDI 一期技改扩能 36 万吨/年项目			
2024. 5. 20	万华化学集团股份有限公司多功能单体项目			
2024. 5. 24	双酚 A 一体化装置技改扩能项目			
2024. 5. 29	万华烟台产业园聚碳酸酯（PC）扩能改造项目			
2024. 6. 7	电池级硫酸盐装置扩能改造项目			
2024. 6. 11	万华化学 100 万吨/年乙烯装置原料多元化改造项目			
2024. 6. 25	年产 20 万吨 HDI 技改扩能项目		7.7	
2024. 7. 2	IP 扩能项目			
2024. 7. 2	ADI 扩能项目			
2024. 7. 25	万华化学集团股份有限公司万华烟台产业园氯化氢氧化扩能项目	改扩建前总产能为 57.6 万 t/a，改扩建后总产能为 90 万 t/a		
2024. 8. 2	万华化学（烟台）石化有限公司 100 万吨/年乙烯装置原料多元化改造项目			
2024. 8. 20	万华化学集团股份有限公司甲烷-二氧化碳联合重整工业化试验项目			
2024. 9. 20	年产 3800 吨香酮项目			
2024. 9. 26	万华化学（福建）有限公司 48 万吨/年 EDC 改扩建项目			
2024. 10. 24	万华化学集团股份有限公司年产 1 万吨香兰素产业链项目			
2024. 10. 25	万华化学（福建）异氰酸酯有限公司 150 万吨/年 MDI 技改扩能一体化项目			
2024. 11. 8	万华化学新一代电池材料产业园一期年产 10 万吨磷酸铁锂项目			
2024. 11. 13	营养品二期项目			
2024. 12. 18	万华福建工业园 MDI 一体化扩能配套项目-气体扩能改造项目 环境影响报告书（全本）及公众参与说明公示			
2025. 1. 2	万华化学（海阳）电池材料科技有限公司万华化学绿电产业园一期年产 10 万吨磷酸铁锂项目环境影响报告书征求意见稿公示			
2025. 1. 3	万华化学集团股份有限公司柠檬醛 ISPO 单元技改项目 环境影响报告书征求意见稿公示	在柠檬醛项目现有 NM-PLS 装置框架内通过技改设置一条生产线，通过技改获得 2300 吨/年 MPDO 产品		
2025. 1. 14	万华福建工业园 MDI 一体化配套项目 48 万吨年甲醛项目报批前公示			



来源：万华化学官网、国金证券研究所

四、聚氨酯板块情况

公司主要产品、原材料的价格以及价格分位数如下：

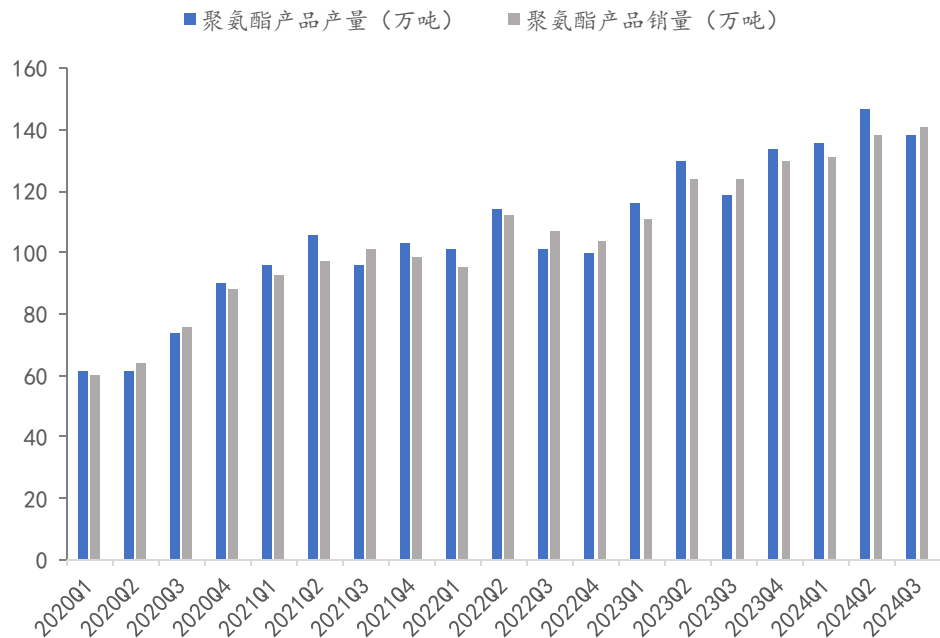
图表4：公司主要产品价格跟踪（元/吨）

	2025/1/24	分位数	周环比	季度环比	季度同比	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1
纯 MDI	18900	22.2%	1.1%	-0.1%	-8.3%	18657	18676	18508	18923	20352
聚合 MDI	18250	26.1%	0.3%	-0.2%	12.8%	18150	18178	17446	17086	16097
TDI	14100	10.5%	0.7%	5.9%	-18.6%	13688	12925	13496	14961	16808
HDI	29250	0.3%	0.0%	0.0%	-17.2%	29250	29250	29087	30368	35330
IPDI	37000	0.0%	0.0%	0.0%	-19.6%	37000	37000	37000	40444	46022
TPU	14500	0.0%	0.7%	-0.2%	-5.6%	14500	14525	15352	15500	15359
硬泡聚醚	8150	4.0%	-0.6%	-13.2%	-33.5%	9474	10917	11288	13815	14257
软泡聚醚	8531	10.7%	-0.7%	-3.8%	-7.7%	8391	8725	8728	9109	9094
煤炭	664	28.8%	-0.9%	-7.0%	-15.1%	671	722	748	750	791
纯苯	7570	61.3%	0.5%	0.3%	-8.7%	7442	7420	8524	8962	8155
丙烷	633	43.9%	-0.5%	0.7%	4.6%	631	627	597	571	604

来源：wind，百川盈孚，国金证券研究所

根据公司公告，2024 年 3 季度，公司聚氨酯板块整体实现产量 138 万吨，环比-6.12%，同比+15.97%；销量 141 万吨，环比+2.17%，同比+13.71%。

图表5：聚氨酯产品产量和销量



来源：公司公告，国金证券研究所

4.1 MDI 基本面跟踪

MDI 产能和产量跟踪：根据百川盈孚数据，2024 年，我国 MDI 产能共计 436 万吨/年，产量 345 万吨/年，产能利用率约 79%。从出口数据来看，2024 年 1-11 月，我国 MDI 出口量共计 121.02 万吨，同比增长 9.59%。从单月数据来看，2024 年 12 月 MDI 产量为 27.91

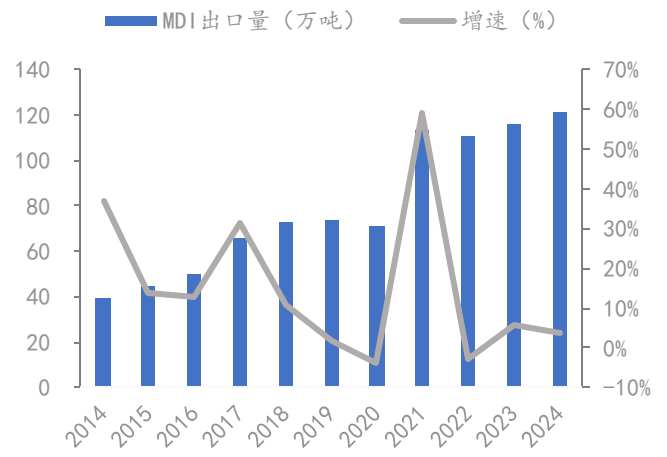
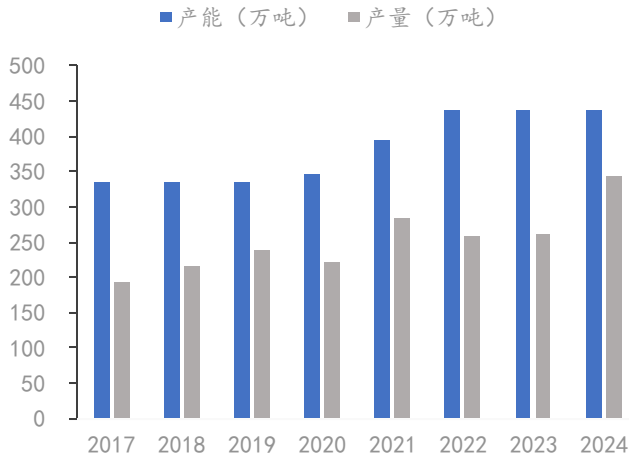


万吨/月，环比下降 3.69%。MDI 的新增产能释放节奏较为稳定，行业龙头企业在扩张产能时更加谨慎，避免了供给过剩对价格的强烈冲击，出口方面，MDI 整体维持了一定的出口增长。

MDI 价格跟踪（截止 2025 年 1 月 24 日）：根据百川盈孚数据，2025 年 1 月纯 MDI 价格为 18611 元/吨，相比较 2024 年 12 月价格下降 145 元/吨，环比涨跌幅为 -0.77%；相比较 2024 年 1 月价格下降 1364.09 元/吨，同比涨跌幅为 -6.83%。2025 年 1 月聚合 MDI 价格为 18122 元/吨，相比较 2024 年 12 月价格上涨 46 元/吨，环比涨跌幅为 0.26%；相比较 2024 年 1 月价格上涨 2595 元/吨，同比涨跌幅为 16.71%。

图表6：国内 MDI 产能和产量

图表7：MDI 出口量和增速

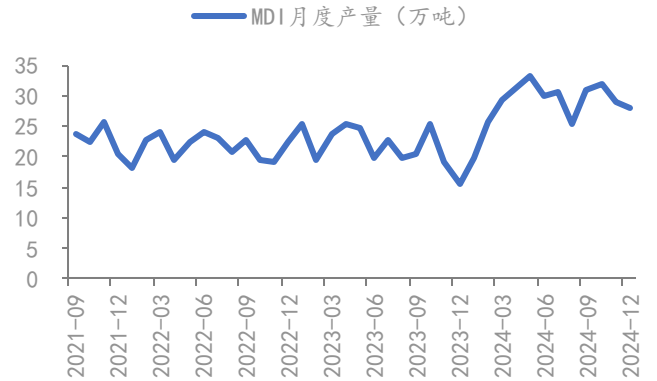
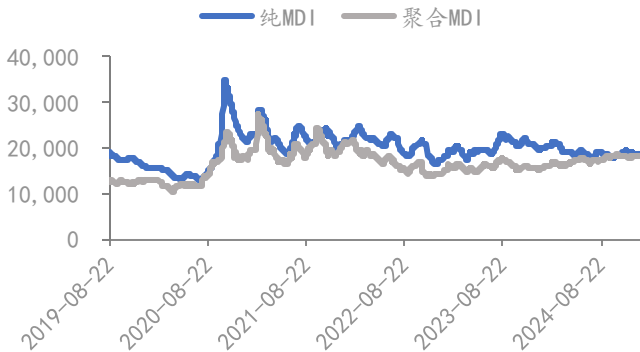


来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所；备注：2024 年数据统计到 11 月份

图表8：MDI 价格走势（元/吨）

图表9：MDI 产量（万吨）



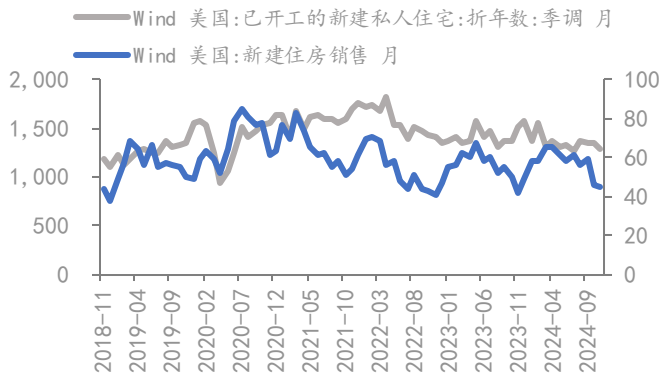
来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

MDI 主要用于硬质聚氨酯泡沫塑料的生产，广泛应用于建筑保温材料、冰箱冷柜、汽车等领域。2024 年建筑行业需求复苏力度较弱，汽车行业增长有限，终端需求对价格的拉动作用较小，但 MDI 总体格局较好，无新增产能，价格保持平稳趋势。



图表10: 美国已开工新建私人住宅/新房销售 (千套)



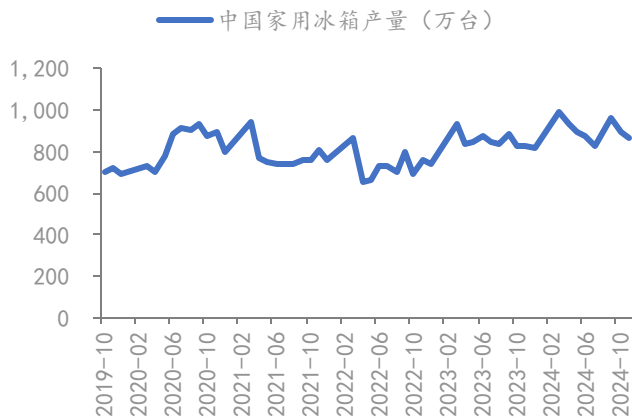
图表11: 中国商品房开工/销售/竣工面积增速 (%)



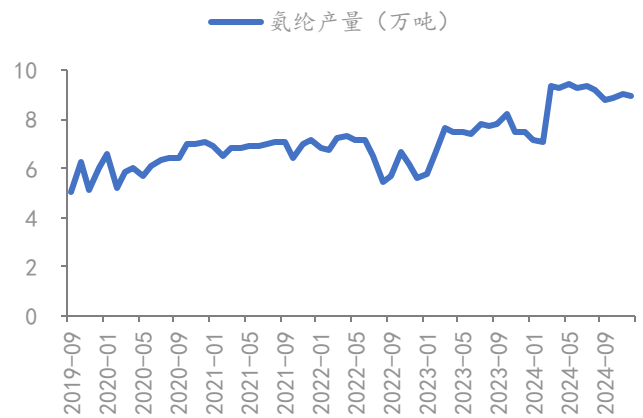
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 中国冰箱产量



图表13: 中国氨纶产量



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

全球主要 MDI 装置跟踪: 根据百川盈孚数据, 2025 年 1 月份, 北方大厂宁波基地二期 80 万吨 MDI 装置停车检修中, 1 月 20 日恢复开车; 重庆 B 工厂 40+13 万吨 MDI 装置于本月 15 日恢复开车。

图表14: 2025 国内外 MDI 装置动态

厂家	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波某工厂	120	宁波基地二期 80 万吨 MDI 装置停车检修中
北方某工厂	110	装置正常运行
福建某工厂	80	装置正常运行
上海 H 工厂	40	装置正常运行
上海 B 工厂	19	装置正常运行
上海 C 工厂	60	装置正常运行
重庆 B 工厂	40	装置正常运行
浙江某工厂	7	装置正常运行
匈牙利某工厂	40	因原料供应受限, 装置低负荷运行
德国 C 工厂	20	装置低负荷运行



德国 C 工厂	40	装置低负运行
西班牙 C 工厂	17	装置低负运行
美国 C 工厂	33	装置低负运行
日本 C 工厂	7	装置正常运行
美国 B 工厂	40	装置正常运行
比利时 B 工厂	65	装置低负运行
韩国 B 工厂	25	装置正常运行
美国 H 工厂	50	三套装置，其中一套停车，现阶段维持 7 成开工负荷
荷兰 H 工厂	47	47 万吨/年 MDI 装置于当地时间 24 年 8 月 13 日解除不可抗力，该 MDI 工厂曾于 8 月 5 日被宣布不可抗力
美国 D 工厂	34	装置正常运行
德国 D 工厂	19	装置低负运行
葡萄牙 D 工厂	18	装置正常运行
沙特 D 工厂	40	装置正常运行
日本某工厂	40	装置低负运行
韩国某工厂	61	新增 20 万吨/年 MDI 装置投产成功，投产后产能共计 61 万吨/年
伊朗某工厂	4	装置正常运行

来源：百川盈孚，国金证券研究所

MDI 后市预期。根据百川盈孚数据，聚合 MDI：春节前装置检修集中，厂家控量发货，市场现货仍维持紧张局面，持货商低出意愿不高。国内下游进入传统淡季，对于原材料的采购热情不高。此外，美国宣布将对中国商品额外征收 10% 的关税，对于聚合 MDI 出口市场存利空预期，供需面博弈下，预计 25 年 1 月聚合 MDI 市场价格或偏弱整理运行，价格存 200-500 元/吨的下跌空间。纯 MDI：目前市场维持弱侧走势，业者待市情绪趋于茫然，持货商承压局面仍存。利空气氛围绕下，市场整体需求的消耗能力呈下滑趋势。考虑到供方仍存控量发货措施，场内现货流通短线难有填充，因而此轮跌幅预计有限。预计下个月纯 MDI 市场维持区间盘整为主，预计调价幅度 500-1000 元/吨。

图表 15：MDI 价格走势因素分析

影响因素	影响评价	重点提示
产量	★★★★★	工厂装置低负运行
下游需求	★★★★★	刚需逐步转淡
库存	★★★★★	社会库存低
进出口	★★★★★	出口订单仍有支撑
市场情绪	★★★★★	出货情绪增加
成本利润	★★★	成本存减少预期，利润存减少预期

来源：百川盈孚，国金证券研究所

4.2 TDI 基本面跟踪

供给端：2024 年全球范围内 TDI 新增产能投放过多，尤其是中国、东南亚和中东地区新装置的集中上线，导致供给端压力显著增加。市场供应充足甚至过剩，削弱了生产商的议价能力。根据百川盈孚数据，2024 年，我国 TDI 产能 163 万吨/年，同比 2023 年增加 14 万吨/年，产能增长 9.4%；从产量来看，截止 2024 年 12 月份，我国 TDI 产量 142 万吨/年，相较于 2023 年同期增加 20 万吨/年，产量增长 16.4%。

需求端：TDI 主要用于软质和硬质聚氨酯泡沫的生产，广泛应用于家具、建筑保温、汽车等行业。2024 年，全球宏观经济增长放缓，尤其是房地产和汽车行业复苏乏力，对聚氨酯

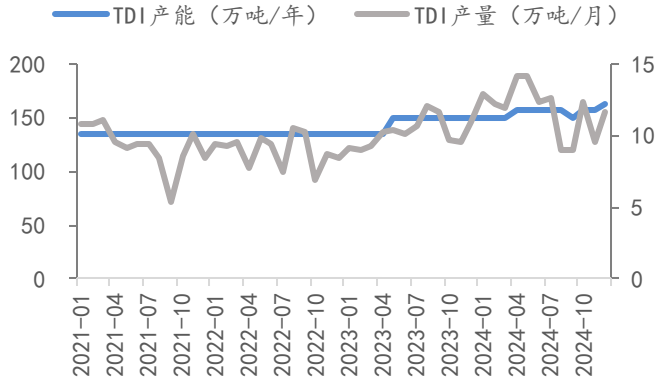


酯材料的需求不足。

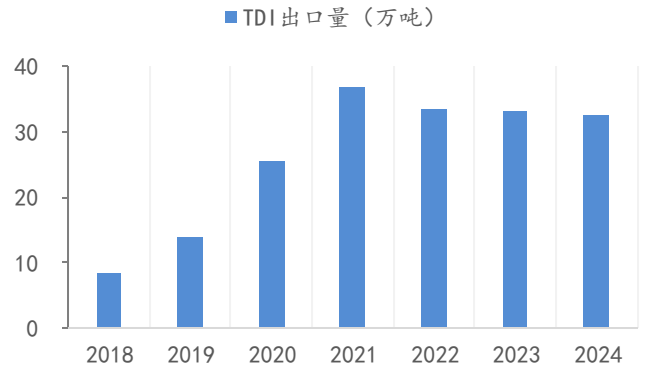
TDI 价格跟踪：2025 年 1 月，TDI 价格为 13458 元/吨，相比较 2024 年 12 月上涨 494 元/吨，环比涨跌幅为 3.81%，相比较 2024 年 1 月价格下降 3187 元/吨，同比涨跌幅为-19.15%。

软泡聚醚价格跟踪：2025 年 1 月，软泡聚醚市场价格为 8403 元/吨，相比较 2024 年 12 月下跌 289 元/吨，环比涨跌幅为-3.33%，相比较 2024 年 1 月价格下降 773 元/吨，同比涨跌幅为-8.43%。

图表16: 中国 TDI 产能 (左轴) -产量 (右轴)



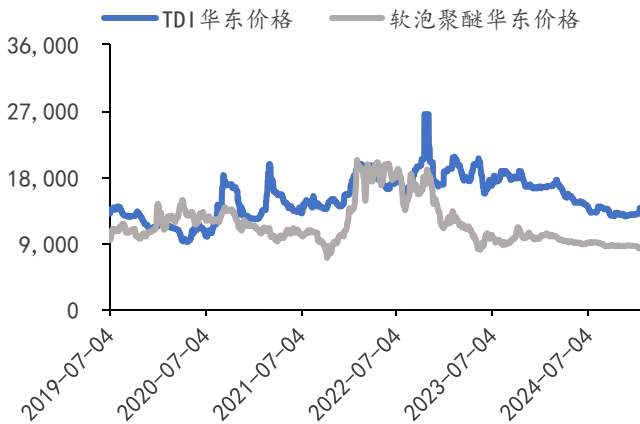
图表17: 中国 TDI 出口量



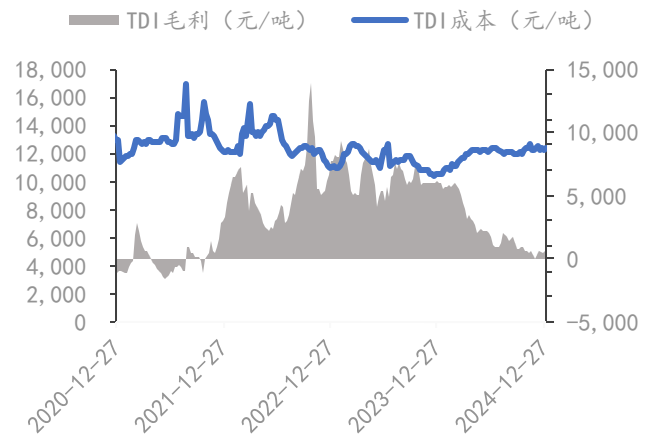
来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所；备注 2024 年数据截止到 11 月份

图表18: TDI、软泡聚醚价格 (元/吨)



图表19: TDI 成本-毛利



来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

TDI 后市预测：根据百川盈孚数据，2025 年 1 月，从供应端来看，目前工厂开工平稳，但市场供应货源偏紧，且部分工厂控量发货，促使持货商挺价意愿较强。从需求端来看，下游目前仍在消化前期订单，但随着社会库存不断消耗，下游或将考虑年前备货。从市场心态来看，供应端短时难以得到有效缓解，且多数业者认为月底或将有高结算，看涨后市。各方因素影响下，预计 TDI 市场走势上行，价格波动在 100-500 元/吨之间。

图表20: TDI 后市因素预测

影响因素	影响评价	重点提示
产量	★★★★	企业检修结束，供应量增加
下游需求	★★★★★	终端行业进入淡季，需求减弱
库存	★★★★	行业库存较高，终端海绵厂备货充足



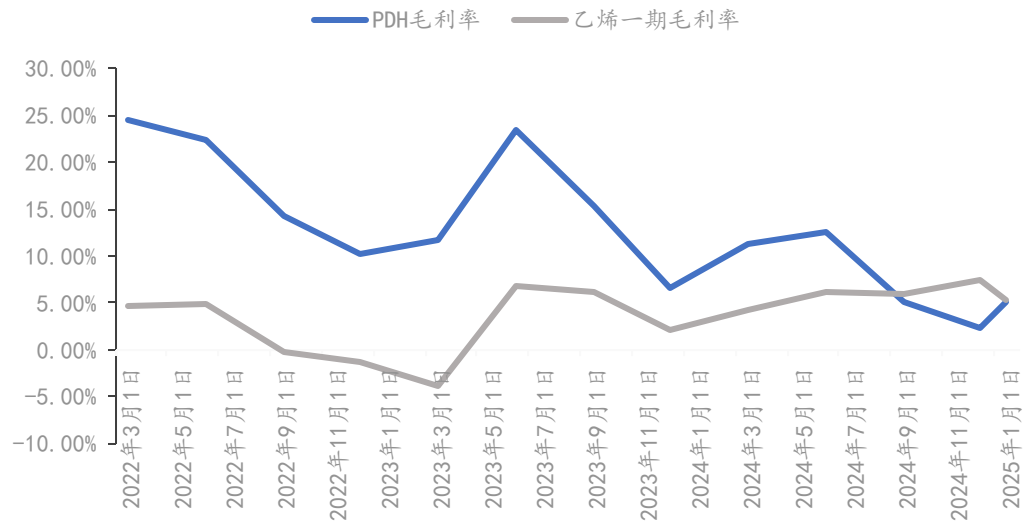
市场情绪	★★★	整体心态偏弱
成本利润	★★	利润水平降低
出口	★★★★	出口受海运费下降影响

来源：百川盈孚，国金证券研究所

五、石化板块情况

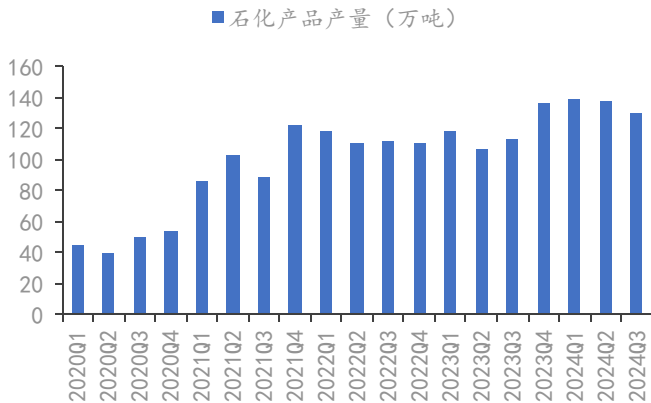
万华化学石化板块价差指数计算采用大进大出方法，价格方面，我们采用wind和百川盈孚等公开报价的价格；我们结合公司环评产能来计算各个产品的产能，销量方面，我们假设公司满产满销；费用率等方面，我们主要参考公司的环评报告和投资报告。根据我们的跟踪，2025年1月，公司PHD整体毛利率为5.03%，乙烯毛利率为5.2%。

图表21：公司PDH毛利率和乙烯毛利率跟踪



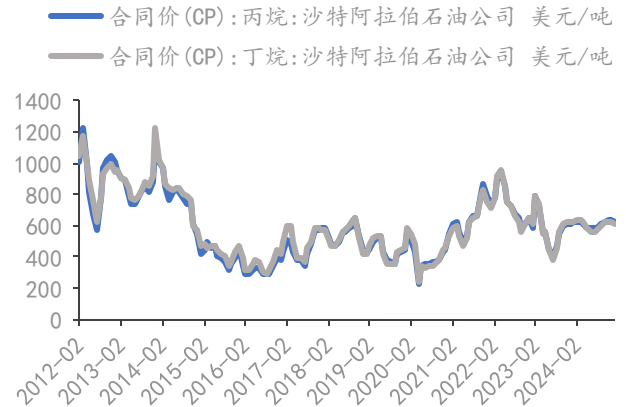
来源：wind，公司环评报告，公司公告，国金证券研究所

图表22：石化的产量



来源：公司公告，国金证券研究所

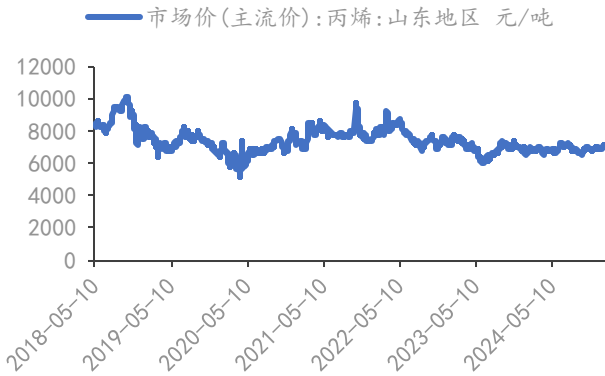
图表23：丙烷丁烷价格走势



来源：wind，国金证券研究所



图表24: 丙烯价格走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表25: 环氧丙烷价格走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表26: 乙烯价格走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表27: 环氧乙烷价格走势



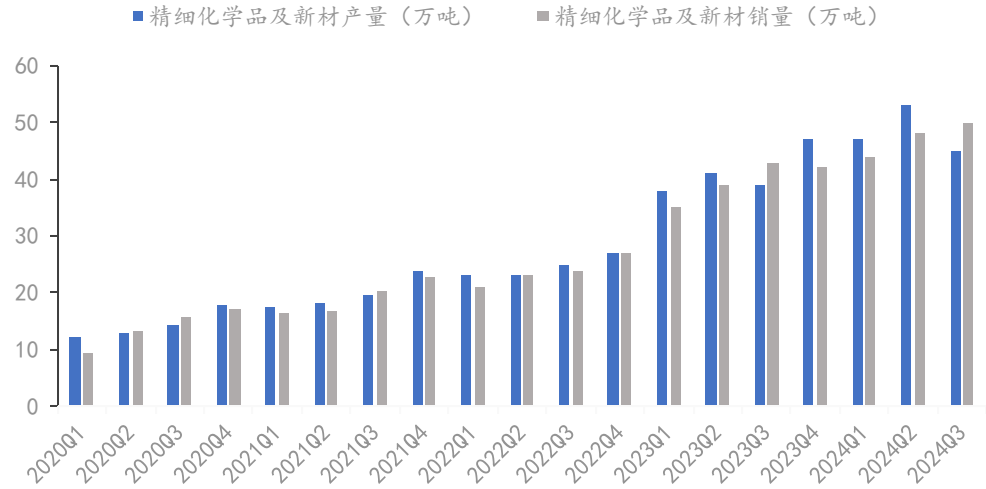
来源: wind, 国金证券研究所

六、新材料板块情况

万华化学新材料板块主要的产品有 HDI、IPDI、PC、PMMA、SAP、TPU 等产品, 2024 年 3 季度, 公司精细化学品以及新材料产量为 45 万吨, 环比减少 25.09%, 同比增加 15.38%; 销量为 50 万吨, 环比减少 4.17%, 同比增加 16.28%。



图表28: 公司精细化学品以及新材料产量和销量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

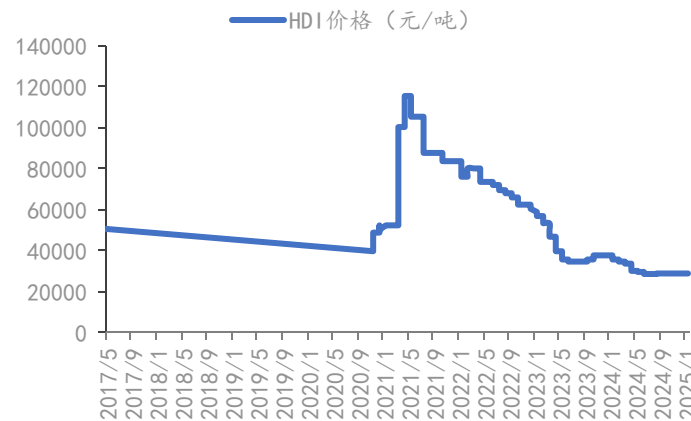
HDI 价格跟踪: 2025 年 1 月, HDI 价格为 29250 元/吨, 相比较 2024 年 12 月保持稳定, 相比较 2024 年 1 月价格下降 6750 元/吨, 同比涨跌幅为-18.75%。

IPDI 价格跟踪: 2025 年 1 月, IPDI 价格为 37000 元/吨, 相比较 2024 年 12 月保持稳定, 相比较 2024 年 1 月价格下降 9000 元/吨, 同比涨跌幅为-19.57%。

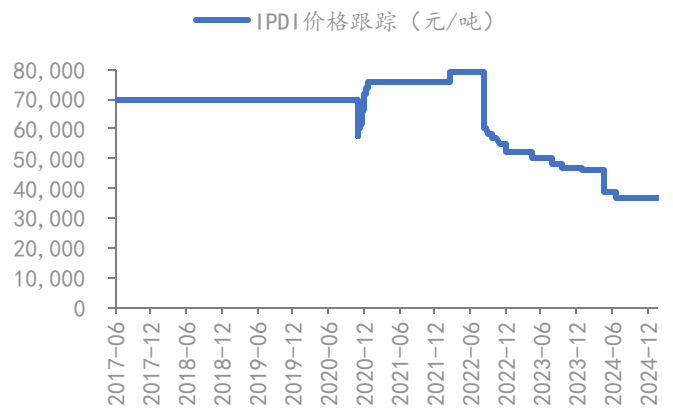
PC 价格跟踪: 2025 年 1 月, PC 价格为 15219 元/吨, 相比较 2024 年 12 月上升 8.85 元/吨, 环比涨跌幅为 0.06%, 相比较 2024 年 1 月价格下降 85 元/吨, 同比涨跌幅为-0.56%。

PMMA 价格跟踪: 2025 年 1 月, PMMA 价格为 18241 元/吨, 相比较 2024 年 12 月下降 212 元/吨, 环比涨跌幅为-1.15%, 相比较 2024 年 1 月价格增加 1997 元/吨, 同比涨跌幅为 12.29%。

图表29: HDI 价格跟踪



图表30: IPDI 价格跟踪

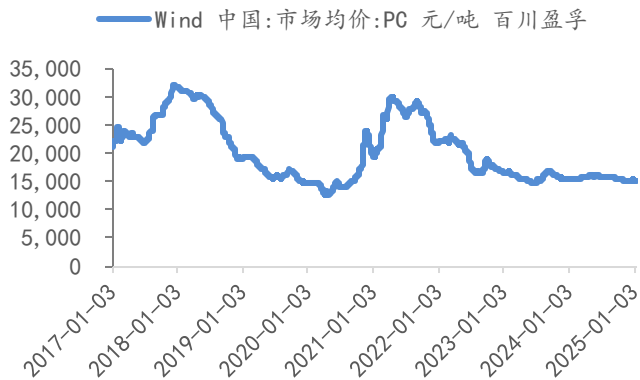


来源: wind, 国金证券研究所

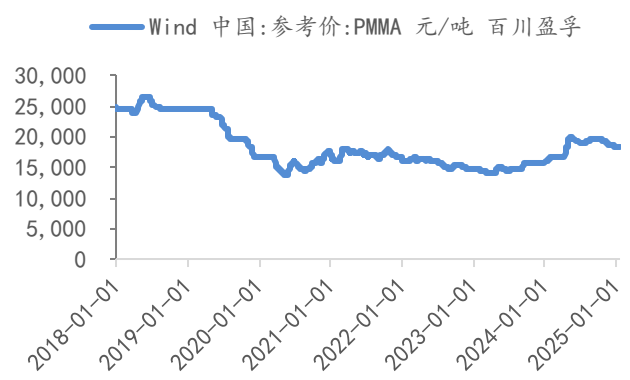
来源: wind, 国金证券研究所



图表31: PC 价格跟踪



图表32: PMMA 价格跟踪



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

七、盈利预测与投资建议

综合考虑公司主要产品价格价差，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 153.76、180.62、194.85 亿元，对应 EPS 分别为 4.90、5.75、6.21 元/股，当前市值对应的 PE 分别为 13.88X、11.82X、10.95X，维持“买入”评级。

八、风险提示

新项目建设和盈利不及预期：POE、柠檬醛、三元正极、磷酸铁锂等新材料产品市场推广和盈利低于预期；

市场大幅度波动：MDI、TDI 等公司产品市场发生较大波动的风险；

同行业竞争加剧：TDI、HDI 等行业竞争加剧的风险；

原材料价格大幅上涨：原材料煤炭、丙烷、纯苯等价格大幅上涨的风险；

终端需求低于预期：终端房地产、家电行业等需求受整体宏观经济影响不及预期的风险波动。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	145,538	165,565	175,361	189,482	216,817	229,352
增长率		13.8%	5.9%	8.1%	14.4%	5.8%
主营业务成本	-107,317	-138,132	-145,926	-159,298	-181,473	-191,611
%销售收入	73.7%	83.4%	83.2%	84.1%	83.7%	83.5%
毛利	38,221	27,433	29,435	30,185	35,344	37,741
%销售收入	26.3%	16.6%	16.8%	15.9%	16.3%	16.5%
营业税金及附加	-880	-913	-960	-1,137	-1,301	-1,376
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,052	-1,153	-1,346	-1,478	-1,691	-1,789
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-1,892	-1,966	-2,450	-2,804	-3,209	-3,394
%销售收入	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-3,168	-3,420	-4,081	-4,415	-5,095	-5,436
%销售收入	2.2%	2.1%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	31,230	19,981	20,598	20,350	24,048	25,746
%销售收入	21.5%	12.1%	11.7%	10.7%	11.1%	11.2%
财务费用	-1,479	-1,235	-1,676	-2,748	-3,117	-3,161
%销售收入	1.0%	0.7%	1.0%	1.5%	1.4%	1.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	7	173	82	120	0	0
投资收益	492	408	621	600	600	600
%税前利润	1.7%	2.1%	3.1%	3.2%	2.7%	2.5%
营业利润	29,425	19,839	20,389	19,047	22,284	23,938
营业利润率	20.2%	12.0%	11.6%	10.1%	10.3%	10.4%
营业外收支	-274	-298	-379	-97	-180	-190
税前利润	29,151	19,541	20,010	18,950	22,104	23,748
利润率	20.0%	11.8%	11.4%	10.0%	10.2%	10.4%
所得税	-4,112	-2,499	-1,710	-2,160	-2,542	-2,731
所得税率	14.1%	12.8%	8.5%	11.4%	11.5%	11.5%
净利润	25,039	17,042	18,300	16,790	19,562	21,017
少数股东损益	391	808	1,484	1,414	1,500	1,532
归属于母公司的净利润	24,649	16,234	16,816	15,376	18,062	19,485
净利率	16.9%	9.8%	9.6%	8.1%	8.3%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	25,039	17,042	18,300	16,790	19,562	21,017
少数股东损益	391	808	1,484	1,414	1,500	1,532
非现金支出	8,161	9,354	11,389	12,986	15,055	16,855
非经营收益	785	864	2,280	5,807	3,572	3,707
营运资金变动	-7,323	8,821	-5,351	-4,739	871	291
经营活动现金净流	26,662	36,081	26,619	30,844	39,060	41,871
资本开支	-26,845	-32,614	-43,070	-32,000	-32,197	-31,512
投资	-1,996	-2,144	-1,870	-80	-256	-100
其他	83	434	110	500	479	447
投资活动现金净流	-28,758	-34,325	-44,830	-31,580	-31,974	-31,165
股权募资	305	850	76	0	0	0
债权募资	24,925	-6,310	33,887	24,187	6,473	-202
其他	-7,683	-11,753	-11,246	-7,486	-8,076	-8,202
筹资活动现金净流	17,546	-17,214	22,717	16,701	-1,603	-8,404
现金净流量	15,451	-15,458	4,506	15,966	5,483	2,302

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	34,216	18,989	23,710	39,676	45,159	47,460
应收款项	16,670	11,314	11,828	17,806	20,078	21,239
存货	18,282	18,185	20,650	30,550	34,803	36,747
其他流动资产	3,123	3,045	5,676	6,630	7,074	7,277
流动资产	72,291	51,532	61,864	94,662	107,113	112,723
%总资产	38.0%	25.7%	24.4%	31.3%	32.3%	32.0%
长期投资	5,270	7,717	8,690	8,990	9,367	9,620
固定资产	94,585	115,622	149,218	175,928	191,792	204,977
%总资产	49.7%	57.6%	59.0%	58.2%	57.8%	58.2%
无形资产	9,275	11,302	12,972	14,890	16,368	18,012
非流动资产	118,018	149,311	191,176	207,365	224,707	239,430
%总资产	62.0%	74.3%	75.6%	68.7%	67.7%	68.0%
资产总计	190,310	200,843	253,040	302,027	331,820	352,152
短期借款	58,095	47,218	52,060	74,782	81,910	82,557
应付款项	21,656	25,605	47,294	43,872	49,980	52,774
其他流动负债	18,251	22,194	9,304	24,643	26,318	27,100
流动负债	98,002	95,017	108,657	143,297	158,209	162,430
长期贷款	15,644	15,968	39,811	39,311	40,656	39,807
其他长期负债	4,968	8,521	10,118	12,257	10,313	10,337
负债	118,614	119,506	158,586	194,865	209,177	212,574
普通股股东权益	68,499	76,845	88,656	99,950	113,931	129,334
其中：股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
未分配利润	60,848	69,232	81,025	92,319	106,300	121,703
少数股东权益	3,197	4,492	5,798	7,212	8,712	10,244
负债股东权益合计	190,310	200,843	253,040	302,027	331,820	352,152

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	7.851	5.170	5.356	4.897	5.753	6.206
每股净资产	21.817	24.475	28.237	31.834	36.287	41.193
每股经营现金净流	8.492	11.492	8.478	9.824	12.440	13.336
每股股利	2.000	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
回报率						
净资产收益率	35.98%	21.13%	18.97%	15.38%	15.85%	15.07%
总资产收益率	12.95%	8.08%	6.65%	5.09%	5.44%	5.53%
投入资本收益率	18.40%	12.01%	10.07%	8.12%	8.65%	8.68%
增长率						
主营业务收入增长率	98.19%	13.76%	5.92%	8.05%	14.43%	5.78%
EBIT增长率	148.07%	-36.02%	3.09%	-1.20%	18.17%	7.06%
净利润增长率	145.47%	-34.14%	3.59%	-8.56%	17.47%	7.88%
总资产增长率	42.28%	5.53%	25.99%	19.36%	9.86%	6.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.8	19.5	18.9	24.0	24.0	24.0
存货周转天数	45.9	48.2	48.6	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	35.0	32.3	35.1	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	163.6	173.2	205.6	205.1	182.4	171.1
偿债能力						
净负债/股东权益	54.16%	54.18%	72.01%	69.31%	63.00%	53.56%
EBIT利息保障倍数	21.1	16.2	12.3	7.4	7.7	8.1
资产负债率	62.33%	59.50%	62.67%	64.52%	63.04%	60.36%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	11	28	66	128
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.03	1.01	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 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