万华化学（600309.SH）

全球MDI厂家纷纷涨价，需求支撑行业景气度上行

优于大市

◆ 公司研究·公司快评 ◆ 基础化工·化学制品 ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 余双雨 021-60375485 yushuangyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523120001

事项：

事件：近期全球主要聚氨酯企业相继上调MDI和TDI产品价格，覆盖多个区域市场。巴斯夫于2025年1月7日对东盟及南亚地区的Lupranate®MDI（MS等级）提价300美元/吨，随后于1月10日对同区域TDI产品同步调涨300美元/吨，原因主要包括可持续商业发展以及运输、能源和监管工作成本的持续增加；2025年1月15日，万华化学宣布上调东盟地区MDI和TDI售价各200美元/吨；亨斯迈则自2025年2月1日起针对欧洲、非洲、中东及印度地区，将MDI及其基于MDI的聚氨酯系统产品价格提高125欧元/吨；韩国锦湖2月份对中国地区聚合MDI最新报盘2200美元/吨CIF，较12月份报价提升100美元/吨。MDI市场价格较年初实现增长，据卓创资讯，2025年2月7日，聚合MDI和纯MDI市场价格分别为18875/19550元/吨，较年初（2025年1月2日）增长750/1150元/吨，涨幅达4%/6%。

国信化工观点：1）行业主要聚氨酯企业集中调价，涨价主要受原材料、能源及物流成本上涨推动，同时行业集中度高、库存低位等因素也支撑了价格上行；2）需求端受益于家装、汽车等以旧换新政策推动，预计聚合MDI景气度支持较强；3）全球拟新增MDI产能主要来自万华化学，公司多个新项目稳步推进中；4）公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，同时新项目稳步推进。我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为147.08/172.72/189.44亿元，对应EPS为4.68/5.50/6.03元，当前股价对应PE为14.7/12.5/11.4 X，维持“优于大市”评级。

评论：

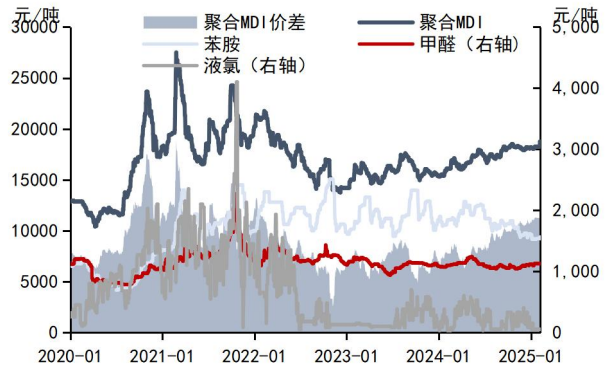
◆ MDI景气度提升，企业相继上调价格

近期全球主要聚氨酯企业相继上调MDI和TDI产品价格，覆盖多个区域市场。巴斯夫于2025年1月7日对东盟及南亚地区的Lupranate® MDI（MS等级）提价300美元/吨，随后于1月10日对同区域TDI产品同步调涨300美元/吨，原因主要包括可持续商业发展以及运输、能源和监管工作成本的持续增加；2025年1月15日，万华化学宣布上调东盟地区MDI和TDI售价各200美元/吨；亨斯迈则自2025年2月1日起针对欧洲、非洲、中东及印度地区，将MDI及其基于MDI的聚氨酯系统产品价格提高125欧元/吨，主要归因于原材料、能源及物流成本攀升；韩国锦湖2月份对中国地区聚合MDI最新报盘2200美元/吨CIF，较12月份报价提升100美元/吨。行业龙头企业集中调价，转嫁成本压力，维护利润空间。MDI市场价格较年初实现增长，据卓创资讯，2025年2月7日，聚合MDI和纯MDI市场价格分别为18875/19550元/吨，较年初（2025年1月2日）增长750/1150元/吨，涨幅达4%/6%。涨价主要受原材料、能源及物流成本上涨推动，同时行业集中度高、库存低位等因素也支撑了价格上行。

聚合MDI景气度提升，出口较强，库存相对低位。据Wind数据，2024年四季度公司主营产品聚合MDI/纯MDI/TDI市场均价分别为18178/18672/12911元/吨，同比+17%/-11%/-25%，环比+4%/+1%/-4%；价差分别为10470/10964/8826元/吨，同比+61%/-7%/-28%，环比+12%/+6%/+1%。聚合MDI价格及价差同环比均有提升，纯MDI和TDI价格及价差同比下降，但价差环比有所提升。MDI出口量处于较高水平，2024年12月，聚合MDI出口量10.05万吨，同比+87%，环比-2%；纯MDI出口量0.95万吨，同比+41%，环比+19%。

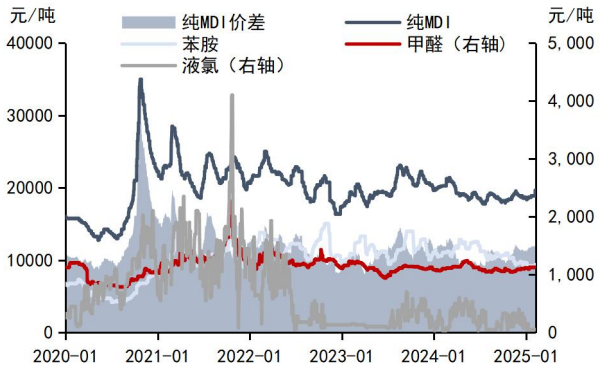
库存方面，MDI 社会库存处于相对低位，尤其是聚合 MDI。

图1：聚合 MDI 价格与价差（元/吨）



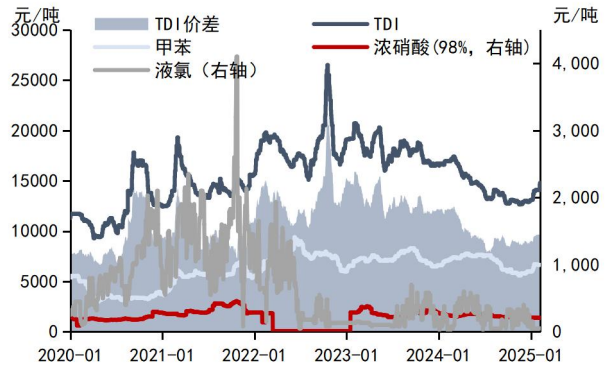
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：纯 MDI 价格与价差（元/吨）



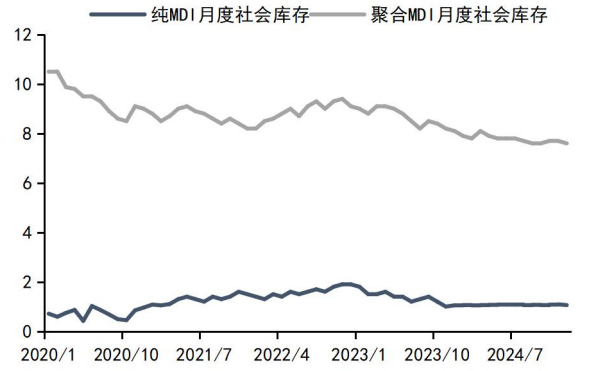
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：TDI 价格与价差（元/吨）



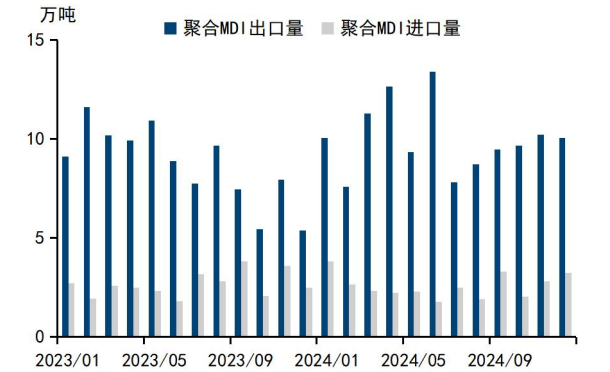
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：聚合及纯 MDI 月度社会库存（万吨）



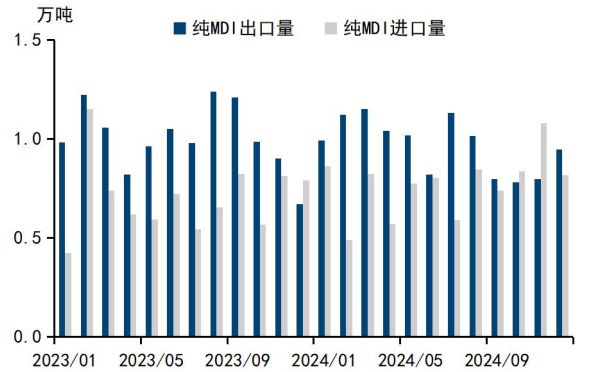
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：聚合 MDI 月度进出口量（万吨）



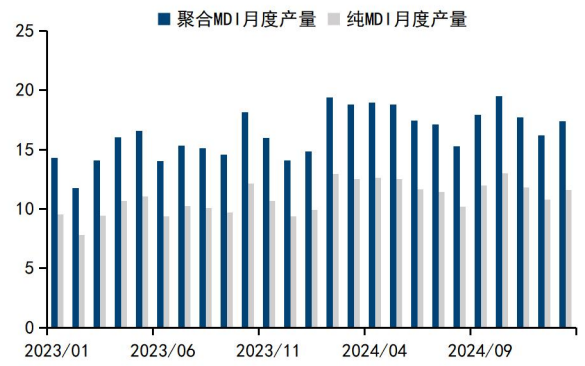
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：纯 MDI 月度进出口量（万吨）



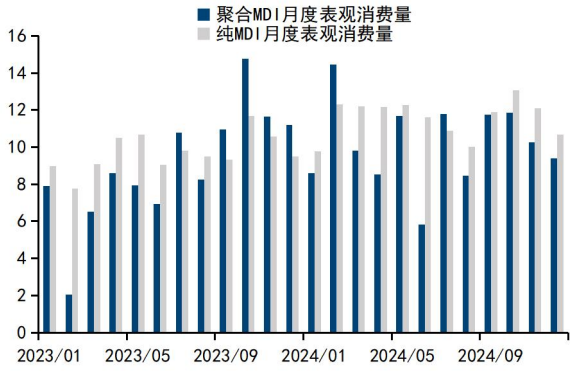
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：聚合及纯 MDI 月度产量（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：聚合及纯 MDI 月度表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求端受益于家装、汽车等以旧换新政策推动，预计聚合 MDI 景气度支持较强。2024 年 12 月，我国冷柜产量同比提升 4.9%，家用电冰箱产量同比增加 10.3%；出口冰箱数量 636 万台，同比增加 10.7%。下游冰箱冷柜产量延续同比提升态势，且出口市场较好，支撑聚合 MDI 景气度。2025 年 1 月 5 日，国家发展改革委、财政部发布了《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，提出加力支持家电产品以旧换新，积极支持家装消费品换新，完善汽车置换更新补贴标准等。政策助力之下，预期聚合 MDI 景气度得以延续。

图9：中国家用电冰箱、冷柜产量当月同比（%）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国冰箱出口数量当月同比（%）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

近期亚洲地区 MDI 部分装置停车检修。日本东曹 40 万吨/年装置 1 月 17 日因故临时停车，暂停报价；韩国锦湖 41 万吨/年装置计划 2 月初起检修一个月（另 20 万吨/年装置正常运转）；韩国巴斯夫 MDI 装置计划于 2 月 9 日检修一个月左右；日本科思创 7 万吨/年装置将于 3 月展开为期一个月的计划检修。

◆ 全球拟新增 MDI 产能主要来自万华化学

目前全球主要 MDI 厂商总产能约为 1076 万吨，拟新增产能约为 173 万吨，其中万华化学拟新增产能 130 万吨，为产能增长主力。近期万华化学（宁波）180 万吨/年 MDI 技改项目发布竣工环境保护验收公示，即今年将新增 60 万吨 MDI 产能。2024 年 10 月 25 日，万华化学（福建）150 万吨/年 MDI 技改扩能一体化项

目环境影响评价第一次公示，项目建成后将新增 70 万吨 MDI 产能。

表1：全球主要厂商 MDI 产能

公司	地址	产能（万吨）	拟新增产能（万吨）	公司	地址	产能（万吨/年）	拟新增产能（万吨）
万华化学	中国-宁波	120	60	亨斯迈 Huntsman	美国-Geismar，LA	50	
	中国-烟台	110			荷兰-Rotterdam	47	
	中国-福建	80	70		中国-上海(联恒)	40	
	匈牙利-Kazincbarcika (BC 公司)	40			合计	137	
	合计	350	130	陶氏 Dow	沙特	40	
巴斯夫 BASF	比利时-Antwerpen	65			美国-Freeport，TX	34	
	中国-重庆	40	13		葡萄牙-Estarreja	18	
	美国-Geismar，LA	40	20		德国-Stade	19	
	韩国-여수시(丽水)	25			合计	111	
	中国-上海(联恒)	19		日本东曹 Tosoh	日本-南陽	40	
	合计	189	33		中国-浙江瑞安	7	
科思创 Covestro	中国-上海漕泾	60			合计	47	10（越南）
	德国-Brunsbuettel	40		锦湖三井 MITSUI	韩国-여수시(丽水)	41	
	美国-Baytown，TX	33				20	
	德国-Uerdingen	20			合计	61	
	西班牙-Tarragona	17		KAROON	伊朗-Tehran	4	
	日本-新居浜	7					
	合计	177		全球主要厂商总产能		1076	173

资料来源：公司公告，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

公司多个新项目稳步推进中。公司除了聚氨酯技改扩能项目之外的规模较大的在建项目中，二期 120 万吨乙烯预期将于 2025 年一季度建成投产，另外，二期 40 万吨 POE、高端α-烯烃(1-辛烯、1-己烯)、一期 100 万吨乙烯技术改造项目有望于 2025 年投产。

公司年产 1 万吨香兰素产业链项目及营养品二期项目获环评批复，精细化学品及新材料业务板块再获新进展。香兰素是一种广泛使用的食品添加剂，主要作为香精和调味剂。年产 1 万吨香兰素产业链项目投资额 17.4 亿元，项目新建 3 个生产单元，分别为 50000 吨/年苯二酚单元(BP 单元)、12000 吨/年邻甲氧基苯酚/邻乙氧基苯酚单元(MP 单元)及 10000 吨/年甲基香兰素/乙基香兰素单元(VN 单元)及配套公辅工程。营养品二期项目投资额 1.5 亿元，主要建设内容为新建类胡萝卜素合成(CRS)单元和类胡萝卜素制剂(CRP)单元，项目产品总产能为营养品晶体 236.2 吨/年，副产三苯基氧膦(TPPO)349.9 吨/年，营养品制剂 1250 吨/年。

◆ 投资建议

公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，同时新项目稳步推进。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 147.08/172.72/189.44 亿元，对应 EPS 为 4.68/5.50/6.03 元，当前股价对应 PE 为 14.7/12.5/11.4 X，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（百万元）	EPS 2023	EPS 2024E	EPS 2025E	PE 2023	PE 2024E	PE 2025E	PB (MRQ)
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	21.13	44,864.62	1.68	1.88	2.16	12.6	11.2	9.8	1.5
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	9.03	91,433.49	0.11	0.20	0.44	82.1	45.2	20.5	2.1
600309.SH	万华化学	优于大市	68.81	216,045.97	5.36	4.68	5.50	12.8	14.7	12.5	2.3

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理　注：数据截至 2025 年 2 月 7 日。

◆ 风险提示

项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

相关研究报告：

《万华化学（600309.SH）-三季度归母净利下滑，新项目稳步推进》 ——2024-10-29
《万华化学（600309.SH）-二季度盈利同环比略降，新项目稳步推进》 ——2024-08-13
《万华化学（600309.SH）-建设特种聚烯烃项目，乙烷原料保障经济性》 ——2024-07-26
《万华化学（600309.SH）--一期 POE 装置开车成功，国产化进程加速》 ——2024-07-03
《万华化学（600309.SH）-乙烯装置原料升级，提升碳二项目竞争力》 ——2024-06-17

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18989	23710	25638	22779	24042
应收款项	10059	10125	11729	13298	14358
存货净额	18185	20650	22474	25107	27570
其他流动资产	4299	7380	6736	7637	8973
流动资产合计	**51532**	**61864**	**66577**	**68821**	**74944**
固定资产	115622	149218	171036	191687	211195
无形资产及其他	9980	10786	10354	9923	9492
投资性房地产	17480	24126	24126	24126	24126
长期股权投资	6229	7046	8604	10162	11473
资产总计	**200843**	**253040**	**280698**	**304719**	**331230**
短期借款及交易性金融负债	47218	52060	65881	71481	78971
应付款项	24205	45594	40172	44877	53248
其他流动负债	23594	11004	20234	22625	21363
流动负债合计	**95017**	**108657**	**126286**	**138983**	**153582**
长期借款及应付债券	16168	39811	39811	39811	39811
其他长期负债	8321	10118	12693	15268	17584
长期负债合计	**24489**	**49929**	**52504**	**55079**	**57395**
负债合计	**119506**	**158586**	**178790**	**194062**	**210977**
少数股东权益	4492	5798	6417	7140	7933
股东权益	76845	88656	95491	103517	112320
负债和股东权益总计	**200843**	**253040**	**280698**	**304719**	**331230**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	5.17	5.36	4.68	5.50	6.03
每股红利	3.34	2.87	2.51	2.94	3.23
每股净资产	24.47	28.24	30.41	32.97	35.77
ROIC	11.95%	11.18%	9%	9%	10%
ROE	21.13%	18.97%	15%	17%	17%
毛利率	17%	17%	16%	16%	16%
EBIT Margin	12%	12%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	17%	18%	18%	19%	19%
收入增长	14%	6%	13%	13%	9%
净利润增长率	-34%	4%	-13%	17%	10%
资产负债率	62%	65%	66%	66%	66%
股息率	4.9%	4.2%	3.6%	4.3%	4.7%
P/E	13.3	12.8	14.7	12.5	11.4
P/B	2.8	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.9	12.2	11.4	9.8	9.2

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**165565**	**175361**	**197966**	**224452**	**244429**
营业成本	138132	145926	166727	188436	205271
营业税金及附加	913	960	1088	1232	1342
销售费用	1153	1346	1441	1658	1782
管理费用	1966	2450	2490	2849	3036
研发费用	3420	4081	4271	4844	5235
财务费用	1235	1676	4147	4595	4910
投资收益	408	621	507	512	547
资产减值及公允价值变动	(19)	(54)	(36)	(36)	(42)
其他收入	(2717)	(3180)	(4271)	(4844)	(5235)
营业利润	19839	20389	18273	21315	23357
营业外净收支	(298)	(379)	(317)	(331)	(343)
利润总额	**19541**	**20010**	**17956**	**20983**	**23014**
所得税费用	2499	1710	1916	2155	2363
少数股东损益	808	1484	1332	1556	1707
归属于母公司净利润	**16234**	**16816**	**14708**	**17272**	**18944**

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	16234	16816	14708	17272	18944
资产减值准备	(883)	(56)	83	28	26
折旧摊销	8275	10136	12746	16385	18861
公允价值变动损失	19	54	36	36	42
财务费用	1235	1676	4147	4595	4910
营运资本变动	9934	(1718)	3681	4597	4591
其它	1169	746	536	695	767
经营活动现金流	**34747**	**25977**	**31791**	**39013**	**43232**
资本开支	0	(43122)	(34252)	(36669)	(38006)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**(2299)**	**(43939)**	**(35810)**	**(38227)**	**(39317)**
权益性融资	(26)	76	0	0	0
负债净变化	325	23842	0	0	0
支付股利、利息	(10490)	(9002)	(7874)	(9246)	(10141)
其它融资现金流	(27318)	(7074)	13821	5600	7490
融资活动现金流	**(47675)**	**22683**	**5947**	**(3646)**	**(2651)**
现金净变动	**(15227)**	**4721**	**1928**	**(2859)**	**1263**
货币资金的期初余额	34216	18989	23710	25638	22779
货币资金的期末余额	18989	23710	25638	22779	24042
企业自由现金流	0	(15866)	1783	7135	10357
权益自由现金流	0	902	11900	8612	13442

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032