

美企发起对华 MDI 双反，对万华影响预计有限

2025 年 02 月 17 日

➤ **事件。**巴斯夫和陶氏化学在北美发起对原产中国的 MDI 双反请愿。当地时间 2 月 12 日，巴斯夫和陶氏化学向国际贸易委员会和美国商务部提交了针对来自中国的 MDI 反倾销和反补贴的请愿书。根据请愿人估算的 MDI 倾销幅度在 305.81%到 507.13%，请愿人未提供具体的补贴幅度计算。目前调查时间表预计安排如下：2025 年 3 月 4 日，美国商务部启动调查；2025 年 7 月 12 日，美国商务部反补贴初步裁决；2025 年 9 月 10 日，美国商务部对反倾销初步裁决；2026 年 1 月 23 日，美国商务部反倾销/反补贴最终裁决。

➤ **万华向美国出口 MDI 约占公司出口总量 26%，占公司 MDI 产能低于 8%。**中国是全球 MDI 市场主要来源出口地，以聚合 MDI 为主。2022-2024 年，中国聚合 MDI 出口量分别为 98.84、104.39、120.40 万吨，离岸人民币均价（不含税，下同）为 14335、11269、11895 元/吨。以山东、浙江、福建三省（万华装置所在地）数据为基础估算，2022-2024 年万华对美国出口量分别约为 21.02、21.69、26.27 万吨，离岸均价为 13817、9663、10361 元/吨。2022-2024 年，万华对美出口量约占到公司总出口量的 26.53%、25.17%、25.89%。公司对美 MDI 出口量占公司产能比例低于 8%。另据美国海关数据，2021-2023 年美国聚合 MDI 进口量为 40.26、41.83、27.17 万吨，来自中国货源占美国进口量比重在 50%-76%之间。

➤ **MDI 全球贸易流向或将重塑，但对万华化学整体利润影响有限。**自特朗普第一个任期以来，MDI 对美出口关税被提升至 25%，万华凭借成本优势，2022 年以来仍保持每年 20 万吨以上的对美出口。但受较高的关税和运费影响，对美出口价格较其他市场和国内市场偏低较多。2022-2024 年，万华聚合 MDI 出口至北美的离岸人民币价格比公司出口均价低分别 598、1349、1171 元/吨；比国内内贸市场均价分别低 1609、4502、5035 元/吨。鉴于对北美市场出口价较低，我们预计北美市场对公司整体利润贡献比例较低。假设最终双反关税落地，东亚地区锦湖三井（61 万吨/年）、韩国巴斯夫（25 万吨/年）等地装置或将加大对美国出口力度，将导致亚太地区外贸市场货源趋紧，万华产品有望填补亚太地区的市场。且公司在欧洲拥有 40 万吨产能，有望通过加大欧洲装置对美出口，对冲相关风险。以上或将导致 MDI 贸易流向重塑，但并不会改变全球 MDI 近年来处于偏紧状态的格局，事件对公司利润影响预计有限。

➤ **投资建议：**公司是国内化工行业龙头，美国双反影响预计有限。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 148.46、176.74、205.19 亿元，对应 PE 分别为 15x、13x、11x。我们看好公司发展趋势，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 反倾销和反补贴关税对公司的不利影响超预期；2) 其他区域市场的关税争端影响；3) 下游需求增长不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	175,361	198,801	235,412	286,792
增长率 (%)	5.9	13.4	18.4	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	16,816	14,846	17,674	20,519
增长率 (%)	3.6	-11.7	19.0	16.1
每股收益 (元)	5.36	4.73	5.63	6.54
PE	13	15	13	11
PB	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 02 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

70.42 元


分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 费晨洪

执业证书：S0100524080004

邮箱：feichenhong@mszq.com

相关研究

- 1.万华化学 (600309.SH) 2024 年三季报点评：当期业绩承压，长期成长趋势不改-2024/10/29
- 2.万华化学 (600309.SH) 跟踪点评：美联储开启降息周期，或利好 MDI 出口-2024/09/19
- 3.万华化学 (600309.SH) 2024 年半年报点评：三大业务销量稳步增长，重点项目顺利推进-2024/08/13
- 4.万华化学 (600309.SH) 深度报告：一年好景君须记，又是橙红橘绿时-2024/05/23
- 5.万华化学 (600309.SH) 2023 年年报点评：销量和利润双增，新一轮增长蓄力待发-2024/03/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	175,361	198,801	235,412	286,792
营业成本	145,926	169,745	200,861	246,351
营业税金及附加	960	1,193	1,412	1,721
销售费用	1,346	1,789	2,119	2,581
管理费用	2,450	2,783	3,296	4,015
研发费用	4,081	4,175	4,944	6,023
EBIT	21,376	19,856	23,657	27,170
财务费用	1,676	1,760	2,172	2,266
资产减值损失	-135	-234	-248	-304
投资收益	621	596	706	860
营业利润	20,389	18,458	21,944	25,460
营业外收支	-379	-110	-100	-100
利润总额	20,010	18,348	21,844	25,360
所得税	1,710	2,385	2,840	3,297
净利润	18,300	15,963	19,004	22,064
归属于母公司净利润	16,816	14,846	17,674	20,519
EBITDA	32,766	32,712	38,879	44,896

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,710	25,865	22,804	21,150
应收账款及票据	9,144	10,839	12,835	15,636
预付款项	2,203	1,697	2,009	2,464
存货	20,650	20,718	24,516	30,068
其他流动资产	6,157	7,358	7,925	8,721
流动资产合计	61,864	66,478	70,089	78,038
长期股权投资	7,046	9,046	10,046	11,046
固定资产	98,764	114,251	128,808	143,216
无形资产	10,786	11,746	12,645	13,055
非流动资产合计	191,176	219,138	239,303	258,829
资产合计	253,040	285,617	309,392	336,867
短期借款	43,526	63,526	63,526	63,526
应付账款及票据	45,594	32,554	38,521	47,245
其他流动负债	19,537	28,713	30,962	34,228
流动负债合计	108,657	124,793	133,009	144,999
长期借款	39,811	43,811	45,811	45,811
其他长期负债	10,118	13,134	13,634	14,134
非流动负债合计	49,929	56,945	59,445	59,945
负债合计	158,586	181,738	192,454	204,944
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	5,798	6,915	8,246	9,790
股东权益合计	94,454	103,879	116,937	131,922
负债和股东权益合计	253,040	285,617	309,392	336,867

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.92	13.37	18.42	21.83
EBIT 增长率	3.77	-7.11	19.14	14.85
净利润增长率	3.59	-11.72	19.05	16.10
盈利能力 (%)				
毛利率	16.79	14.62	14.68	14.10
净利率	9.59	7.47	7.51	7.15
总资产收益率 ROA	6.65	5.20	5.71	6.09
净资产收益率 ROE	18.97	15.31	16.26	16.80
偿债能力				
流动比率	0.57	0.53	0.53	0.54
速动比率	0.33	0.32	0.30	0.29
现金比率	0.22	0.21	0.17	0.15
资产负债率 (%)	62.67	63.63	62.20	60.84
经营效率				
应收账款周转天数	19.03	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	51.65	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.77	0.74	0.79	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	5.36	4.73	5.63	6.54
每股净资产	28.24	30.88	34.62	38.90
每股经营现金流	8.53	5.81	12.33	14.34
每股股利	1.60	1.89	2.25	2.62
估值分析				
PE	13	15	13	11
PB	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.25	9.27	7.80	6.75
股息收益率 (%)	2.27	2.69	3.20	3.71

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	18,300	15,963	19,004	22,064
折旧和摊销	11,389	12,856	15,222	17,726
营运资金变动	-5,351	-13,386	1,233	2,004
经营活动现金流	26,797	18,237	38,725	45,023
资本开支	-43,070	-41,624	-34,456	-36,322
投资	-1,870	-2,330	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-44,830	-40,041	-34,780	-36,491
股权募资	76	0	0	0
债务募资	33,887	28,231	2,500	500
筹资活动现金流	22,809	23,959	-7,006	-10,186
现金净流量	4,684	2,155	-3,061	-1,654

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048