

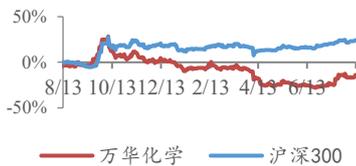
产销量稳步增长，看好旺季聚氨酯价格修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-14

收盘价（元）	62.98
近 12 个月最高/最低（元）	93.75/52.53
总股本（百万股）	3130
流通股本（百万股）	3130
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1972
流通市值（亿元）	1972

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 公司经营稳健，产销量稳步增长 2025-04-21
2. 三季度业绩短期承压，新产能落地持续成长 2024-10-29
3. 二季度业绩符合预期，新产能落地持续成长 2024-08-13

主要观点：

● 事件描述

8月11日，万华化学发布2025年半年报，实现营业收入909.01亿元，同比下降6.35%；实现归母净利润61.23亿元，同比减少25.10%；实现扣非归母净利润62.44亿元，同比减少22.90%；实现基本每股收益1.95元/股。其中，第二季度实现营业收入478.34亿元，同比/环比-6.04%/+11.07%；实现归母净利润30.41亿元，同比/环比-24.30%/-1.34%；实现扣非归母净利润32.04亿元，同比/环比-19.33%/+5.38%。

● 产销量增长抵消产品价格下滑影响，看好旺季聚氨酯价格修复

聚氨酯板块：公司聚氨酯板块营业收入368.88亿元，同比+4.04%；毛利率25.68%，同比-2.32pct。聚氨酯系列产品产量/销量298万吨/303万吨，同比增加15万吨/34万吨。2025年上半年下游需求偏弱，主要产品价格均有所下滑。纯MDI市场均价在18,800元/吨左右。聚合MDI产品方面，2025年上半年冰冷、建筑行业需求不振，外销受到关税政策影响，出口订单下滑，市场均价在16,700元/吨左右。TDI产品方面，上半年汽车行业保持增长态势，家居需求一般，市场均价在12,400元/吨左右。软泡聚醚产品：上半年市场均价在7,800元/吨左右。展望后市，板块产销量有望继续增长，万华福建第二套33万吨/年TDI项目已于2025年7月建成投产；万华福建MDI将技改扩能新增70万吨/年，预计2026年第二季度完成。同时，我们看好下半年旺季产品价格修复。

石化板块：公司石化板块营业收入349.34亿元，同比-11.73%；毛利率-0.37%，同比-4.90pct。石化系列产品产量/销量295万吨/285万吨，同比增加18万吨/10万吨，2024年万华蓬莱一期PDH等项目完成建设并实现一次性开车成功带来部分增量。2025年上半年，石化板块仍处于相对承压状态，产品同比表现分化，山东丙烯/山东正丁醇/山东丙烯酸/山东丙烯酸丁酯/华东NPG加氢法/山东MTBE/华东LLDPE膜级/华东乙烯法PVC均价同比-2.37%/-20.17%/+14.86%/-5.85%/+0.42%/-19.79%/-6.75%/-13.14%。展望后市，新增产能驱动产销量增长，2025年初，万华烟台25万吨/年LDPE装置一次性开车成功；公司参与的合资公司将启动在福建省福州市建设一套特种聚烯烃一体化设施。此外，公司100万吨/年乙烯一期装置将从6月3日开始停产进行技术改造，改造周期5个月，改造完成后装置原料将由丙烷变为乙烷，大大提升盈利能力。

● 聚氨酯+新材料产能逐步落地，业绩成长可期

根据年报，2024年底公司MDI、TDI、聚醚年产能380、111、159万吨。公司有序推进福建MDI以及福建TDI新装置建设及投产，在建项目投产后MDI/TDI产能将达到450/144万吨，进一步巩固规模优势，未来MDI、TDI供给格局有望继续向好，在聚氨酯领域，产能+成本均具有明显优势。

2024 年内，POE 项目、柠檬醛及衍生物项目、尼龙 12 弹性体、MQ 树脂已经投产，未来柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通。公司三位一体布局，多个项目陆续投放，推动公司新材料业务快速发展。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 143.58、164.98、173.70 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13.73、11.95、11.35 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	182069	213769	232134	237850
收入同比 (%)	3.8%	17.4%	8.6%	2.5%
归属母公司净利润	13033	14358	16498	17370
净利润同比 (%)	-22.5%	10.2%	14.9%	5.3%
毛利率 (%)	16.2%	15.1%	15.8%	15.7%
ROE (%)	13.8%	12.8%	13.2%	12.2%
每股收益 (元)	4.15	4.59	5.27	5.55
P/E	17.19	13.73	11.95	11.35
P/B	2.37	1.76	1.58	1.39
EV/EBITDA	9.27	7.62	5.52	6.16

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69990	62552	130818	86301	营业收入	182069	213769	232134	237850
现金	24533	15232	74489	32685	营业成本	152643	181384	195563	200450
应收账款	12319	11099	14532	12253	营业税金及附加	1084	1272	1382	1416
其他应收款	1316	991	1698	1079	销售费用	1619	1901	2064	2115
预付账款	2124	2313	2722	2712	管理费用	3023	3549	3854	3949
存货	24107	25624	28630	27771	财务费用	2094	3790	4365	3773
其他流动资产	5592	7293	8748	9802	资产减值损失	-740	-150	-140	-166
非流动资产	223343	235564	247420	257239	公允价值变动收益	-76	0	0	0
长期投资	9651	9651	9651	9651	投资净收益	709	832	904	926
固定资产	118828	147924	158205	166669	营业利润	17966	18645	21423	22556
无形资产	11971	13300	14407	15614	营业外收入	96	0	0	0
其他非流动资产	82892	64689	65156	65304	营业外支出	1137	0	0	0
资产总计	293333	298116	378238	343540	利润总额	16924	18645	21423	22556
流动负债	126083	111086	176151	121680	所得税	2133	2350	2700	2843
短期借款	35557	59664	59664	59664	净利润	14791	16295	18724	19713
应付账款	26612	12193	32045	15571	少数股东损益	1758	1937	2226	2343
其他流动负债	63913	39228	84442	46444	归属母公司净利润	13033	14358	16498	17370
非流动负债	63750	63992	64325	64384	EBITDA	32817	41158	46110	48102
长期借款	48176	48176	48176	48176	EPS (元)	4.15	4.59	5.27	5.55
其他非流动负债	15574	15815	16149	16208					
负债合计	189833	175077	240476	186064					
少数股东权益	8874	10811	13037	15380					
股本	3140	3130	3130	3130					
资本公积	1806	1315	1315	1315					
留存收益	89680	107782	120280	137650					
归属母公司股东权益	94626	112228	124726	142096					
负债和股东权益	293333	298116	378238	343540					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	30053	-4652	99385	-5851
净利润	14791	16295	18724	19713
折旧摊销	13022	19452	21135	22585
财务费用	2884	4035	4518	4518
投资损失	-709	-832	-904	-926
营运资金变动	-333	-43613	55822	-51856
其他经营现金流	15523	59920	-37008	71684
投资活动现金流	-37078	-30769	-32001	-31436
资本支出	-35360	-31490	-32794	-32204
长期投资	-2185	-110	-110	-157
其他投资现金流	467	831	903	924
筹资活动现金流	6186	22977	-4127	-4517
短期借款	-7969	24107	0	0
长期借款	8365	0	0	0
普通股增加	0	-9	0	0
资本公积增加	-10	-491	0	0
其他筹资现金流	5800	-630	-4127	-4517
现金净增加额	-821	-12443	63257	-41804

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.8%	17.4%	8.6%	2.5%
营业利润	-11.9%	3.8%	14.9%	5.3%
归属于母公司净利润	-22.5%	10.2%	14.9%	5.3%
获利能力				
毛利率 (%)	16.2%	15.1%	15.8%	15.7%
净利率 (%)	7.2%	6.7%	7.1%	7.3%
ROE (%)	13.8%	12.8%	13.2%	12.2%
ROIC (%)	8.3%	7.4%	8.1%	7.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	64.7%	58.7%	63.6%	54.2%
净负债比率 (%)	183.4%	142.3%	174.6%	118.2%
流动比率	0.56	0.56	0.74	0.71
速动比率	0.31	0.26	0.52	0.39
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.72	0.69	0.66
应收账款周转率	16.97	18.26	18.11	17.76
应付账款周转率	7.34	9.35	8.84	8.42
每股指标 (元)				
每股收益	4.15	4.59	5.27	5.55
每股经营现金流)	9.60	-1.49	31.75	-1.87
每股净资产	30.14	35.85	39.84	45.39
估值比率				
P/E	17.19	13.73	11.95	11.35
P/B	2.37	1.76	1.58	1.39
EV/EBITDA	9.27	7.62	5.52	6.16

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。