



公司研究 | 深度报告 | 万华化学 (600309.SH)

至暗时刻已过，龙头腾飞在即

报告要点

公司股价从 2021 年 2 月以来经历长达 4 年多的下行期，盈利方面，2022-2024 年业绩震荡下行，2025 上半年同比下降 25.1%，目前公司处于业绩与估值的双低位置。展望未来，全球及中国市场大环境或有积极变化；公司主力产品 MDI/TDI 有望迎来景气上行，竞争激烈的石化业务护城河已然建立，资本开支放缓，或将迎来现金流的持续改善。公司采取“聚焦”“经营”的战略，夯实优势的稳健投资，促进公司冬去春来，持续向好。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王明

SAC: S0490521030001

SFC: BVA881

至暗时刻已过，龙头腾飞在即

引子：拐点来临，建议布局

公司股价从 2021 年 2 月以来经历长达 4 年多的下行期，盈利方面，2022-2024 年业绩震荡下行，2025 上半年同比下降 25.1%，目前公司处于业绩与估值的双低位置。展望未来，全球及中国市场大环境或有积极变化；公司主力产品 MDI/TDI 有望迎来景气上行，竞争激烈的石化业务护城河已然建立，资本开支放缓，或将迎来现金流的持续改善。公司采取“聚焦”“经营”的战略，夯实优势的稳健投资，促进公司冬去春来，持续向好。

大环境之变：全球及中国化工龙头迎至暗时刻，供给悄然发生积极转变

海外成本曲线上移，叠加内卷加剧，国内外龙头身处困境。外资经营压力大幅提升，壳牌、朗盛、陶氏化学等企业纷纷退出产能，供给端持续优化。国内化工行业资本开支增速放缓。2024 年以来，政府会议多次提到要综合整治“内卷式”恶性竞争，国内外供给端均望发生积极变化。

MDI：供需改善，有望迎来基本面反转

MDI 主要用于家电和地产保温等领域。展望全球市场，中国的家电需求支撑 MDI 的基本盘，无醛板等新应用可圈可点，美国潜在的降息空间或将促进地产需求改善，欧盟进入降息通道，地产需求逐步恢复，全球 MDI 需求在波动中有望稳健增长。全球 MDI 寡头垄断，海外部分同行经营压力大（陶氏、科思创、亨斯迈 2025 上半年均亏损）。MDI 行业壁垒高企，光气法工艺复杂、行业投资规模巨大，公司 MDI 工艺已迭代到第 7 代，当前聚合 MDI/纯 MDI 价差历史分位分别为 8.8%/12.3%，处于底部位置，随着供需推动，景气度有望触底反弹，中长期上行。

TDI：供给紧缺，价格大幅上涨

TDI 主要用于生产海绵、固化剂等。从大的供需周期来看，TDI 供需关系良好。2025 年以来，下游国内家具行业需求旺盛，对 TDI 需求有明显拉动。供给端，国内外多套装置因为不可抗力、检修等原因停产，造成供给大幅缺失，TDI 价格中枢提高，景气有望持续。

石化：原材料优势打造护城河

2025 年上半年，公司 120 万吨/年第二套乙烯装置一次性开车成功，第一套乙烯装置进行乙烷进料改造。公司在港口资源、超大型乙烷船 (ALEC)、生产环节 (乙烷制乙烯装置) 构建起全产业链一体化优势，未来随着前端资源的逐步导入，公司的石化业务将显现出强大的竞争优势。参考在石化业务领先构筑全产业链一体化的卫星化学，公司石化业务盈利将有明显提升空间。公司在福建拟和外资巨头合作投资石化项目，同时引入战略投资者，保障原料的长期稳定供应。

精细化工及新材料：公司更加聚焦，提升附加值

公司精细化工及新材料板块包括功能化学品分公司、新材料事业部、表面材料事业部、高性能聚合物事业部、氟产品事业部、营养科技有限公司、电池科技有限公司等业务单元。公司各项自研技术加速成果转化，未来发展前景可观。

管理：降本节费，控制资本开支，不断打磨竞争优势

1. 降本：技术改进叠加绿电推进，公司降本不断进步；2. 节费：公司进行内部管理变革，费用率处于下行趋势；3. 扩张：2025 年公司计划投资 252.4 亿元，整体投资规模有明显缩减，随着经营业绩的稳健释放，公司或将迎来现金流的持续改善，预计资产负债率也有望回落。

投资建议：维持“买入”评级

全球及中国化工龙头迎至暗时刻，但供给悄然发生积极转变。公司主业 MDI、TDI、石化、新材料多业务条线或处于拐点向上时刻，随着管理优化，经营形势前景可观。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 141.0、184.5、202.2 亿元。

风险提示

- 1、安全风险；
- 2、行业竞争加剧的风险；
- 3、海外经营环境变化风险；
- 4、技术风险；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	65.60
总股本(万股)	313,047
流通A股/B股(万股)	313,047/0
每股净资产(元)	31.77
近12月最高/最低价(元)	100.40/52.10

注：股价为 2025 年 8 月 21 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《盈利稳健，拐点趋势向上》2025-08-12
- 《边际向好，布局良机》2025-07-24
- 《核心业务稳健运行，减值报废及 BC 有所拖累》2025-04-15



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引子：拐点来临，建议布局	6
大环境之变：全球及中国化工龙头迎至暗时刻，供给悄然发生积极转变	8
MDI：供需改善，有望迎来基本面反转	12
MDI 下游应用广泛，需求稳健增长	12
供给端寡头垄断，进入壁垒高企	17
景气有望逐步向好	20
TDI：供给紧缺，价格大幅上涨	22
石化：原材料优势打造行业护城河	26
精细化工及新材料：公司更加聚焦，提升附加值	29
管理：降本节费，控制资本开支，不断打磨竞争优势	32
降本：技术改进叠加绿电推进，公司降本不断进步	32
节费：费用率处于下行趋势	32
扩张：聚焦经营，资产负债率有望回落	33
投资建议：维持“买入”评级	35
风险提示	36

图表目录

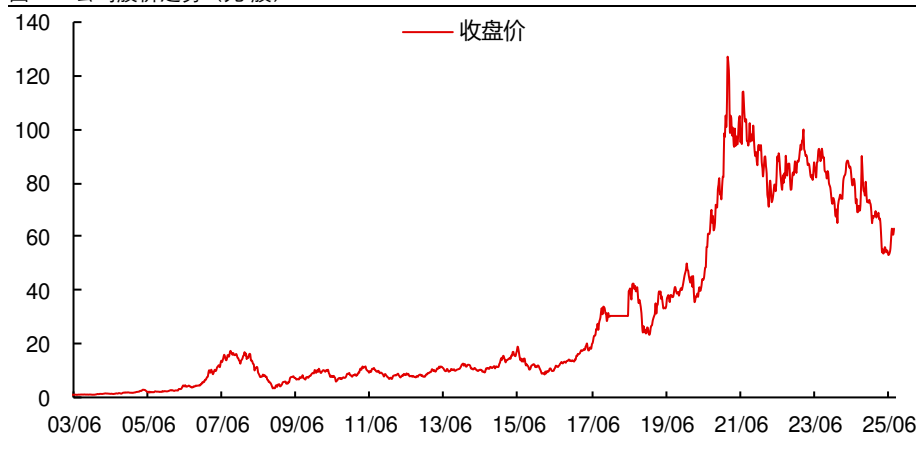
图 1：公司股价走势（元/股）	6
图 2：公司 PE（TTM）历史走势	6
图 3：公司 PB（LF）历史走势	6
图 4：公司上市以来归属净利润及增速	7
图 5：欧盟 27 国非居民用户天然气价格和税费（欧元/千瓦时）	8
图 6：海外化工龙头近些年归属净利润情况（亿美元）	8
图 7：国内化工龙头近年来归属净利润情况（亿元）	8
图 8：化学品（长江）在建工程放缓	10
图 9：化学品（长江）资本开支放缓	10
图 10：全球 MDI 消费结构（2024 年）	12
图 11：全球 MDI 消费量及增速	13
图 12：全球 GDP 实际增速以及预测值	13
图 13：部分国家 GDP 实际增速（%）	13
图 14：国内 MDI 表观消费量及增速	14
图 15：2024 年聚合 MDI 下游消费结构	14
图 16：2024 年纯 MDI 下游消费结构	14
图 17：国内家用电冰箱和冷柜产量累计增速	15
图 18：国内纺织服装出口金额增速	15
图 19：国内冰箱出口量及增速	15
图 20：国内各类无醛刨花板产品产量（万平方米）	15

图 21: 美国房屋销售与建设情况	16
图 22: 美国通胀水平 (%)	16
图 23: 美国房屋空置情况	16
图 24: 美国 30 年期贷款利率	16
图 25: 欧盟 27 国房地产 GDP 环比拉动率	17
图 26: 欧元区 3 个月借款利率	17
图 27: 欧盟委员会预测通胀率 (%)	17
图 28: 欧盟住房负担能力、房屋销售预家居用品消费 (自 2021Q4 以来的百分比变化)	17
图 29: 2024 年全球 MDI 产能分布	18
图 30: 全球 MDI 规划产能投放节奏 (万吨/年)	18
图 31: 全球主要 MDI 企业总收入情况 (亿美元)	19
图 32: 全球主要 MDI 企业归属净利润 (亿美元)	19
图 33: 万华烟台工业园 60 万吨/年 MDI 一体化项目流程图	19
图 34: 国内 MDI 项目单吨投资额比较	20
图 35: 聚合 MDI 价格价差	20
图 36: 纯 MDI 价格价差	20
图 37: 2024 年全球主要国家 MDI 进口量	21
图 38: 2024 年全球主要国家 MDI 出口量	21
图 39: 2024 年我国 TDI 下游消费结构	22
图 40: 全球 TDI 消费量及增速	22
图 41: 我国家具类商品零售额及增速	23
图 42: 我国家具及其零件出口金额及增速	23
图 43: 2024 年全球 TDI 产能分布	23
图 44: 全球 TDI 规划产能投放节奏 (万吨/年)	24
图 45: TDI 价格价差	25
图 46: 万华 C3/C4 产品综合价差	26
图 47: 万华 C2 产品综合价差	26
图 48: 公司石化业务和卫星化学功能化学品业务毛利率对比 (%)	26
图 49: 万融新材料股权图	27
图 50: 公司费用率变化情况 (%)	33
图 51: 公司在建工程和资本开支情况	33
图 52: 公司资产负债率变化	34
图 53: 公司短期借款和长期借款情况 (亿元)	34
表 1: 国内外主要化工龙头 2025H1 归属净利润及增速	8
表 2: 海外企业产能退出	9
表 3: “反内卷”相关政策梳理	10
表 4: TDI 主要装置停产检修情况	24
表 5: 公司当前石化装置产能明细	27
表 6: 公司精细化工新材料板块产能	29
表 7: 公司绿电项目进展	32
表 8: 公司收入和利润敏感性分析 (亿元)	36

引子：拐点来临，建议布局

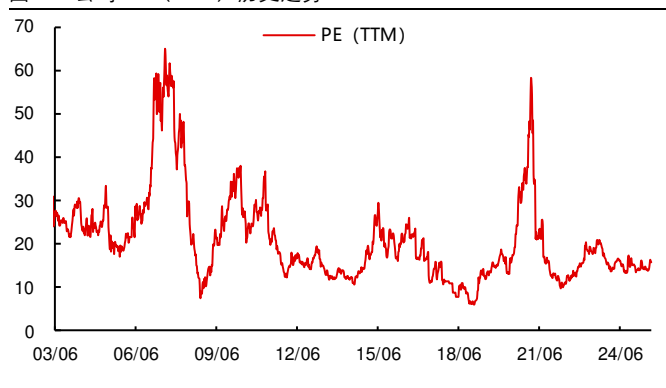
公司股价从 2021 年 2 月以来经历长达 4 年多的下行期，而盈利方面，2022-2024 年业绩震荡下行，2025 上半年同比下降 25.1%，目前公司处于业绩与估值的双低位置。展望未来，全球及中国市场大环境或有积极变化；公司主力产品 MDI/TDI 有望迎来景气上行，竞争激烈的石化业务护城河已然建立，资本开支放缓，或将迎来现金流的持续改善。公司采取“聚焦”“经营”的战略，夯实优势的稳健投资，促进公司冬去春来，持续向好。

图 1：公司股价走势（元/股）



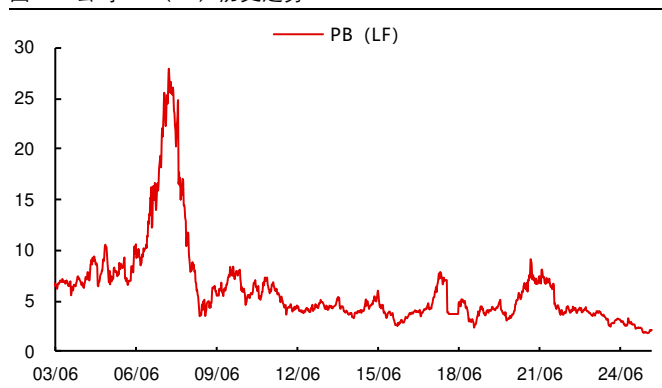
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：公司 PE (TTM) 历史走势



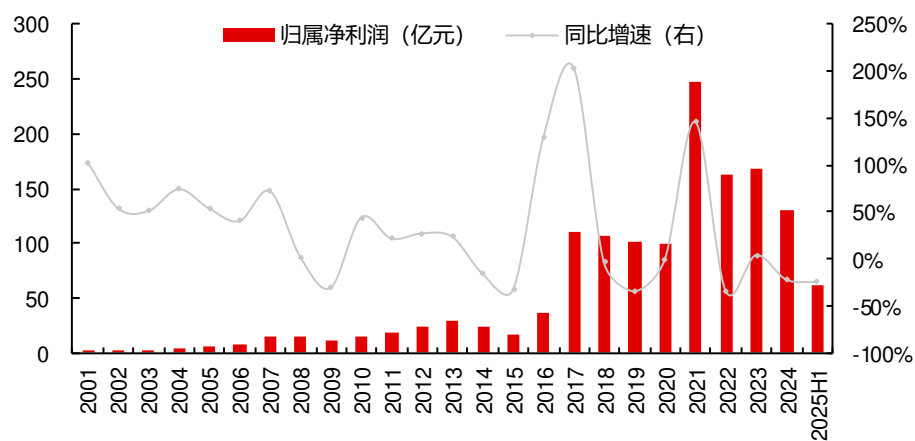
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：公司 PB (LF) 历史走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司上市以来归属净利润及增速

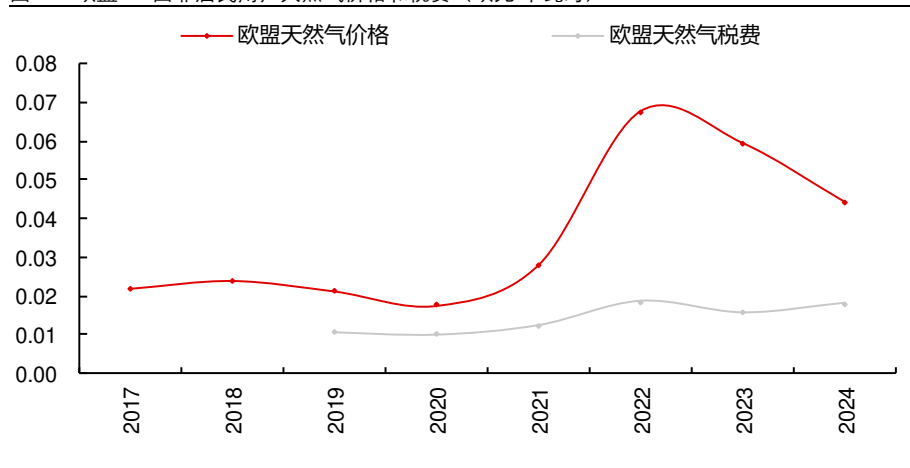


资料来源：Wind，长江证券研究所

大环境之变：全球及中国化工龙头迎至暗时刻，供给悄然发生积极转变

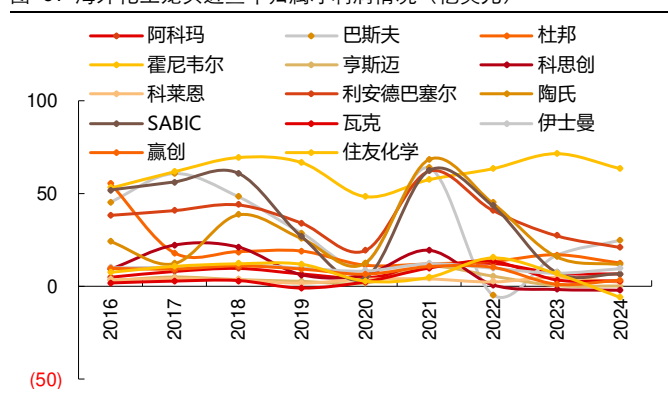
海外成本曲线上移，叠加内卷加剧，全球龙头身处困境。俄乌冲突导致欧洲能源成本提升，身处欧洲的化工龙头成本提高，以陶氏德国博伦乙烯装置为例，其能耗成本占运营支出的 40%，而同类装置在美国得州因页岩气优势成本低 30%。更严峻的是欧盟碳边境调节机制 (CBAM) 将于 2026 年全面实施，高排放产能面临额外关税。近年来，中国化工业大规模投资，导致诸多产品产能过剩，竞争激烈，价格大幅回落。当海外成本曲线上移，外资龙头盈利惨淡，国内龙头亦未能幸免。**2024 年度，国内外主要化工龙头归属净利润明显下滑，亨斯迈、科莱恩同比下滑超 50%，部分企业科思创、住友化学甚至亏损。**

图 5：欧盟 27 国非居民用户天然气价格和税费（欧元/千瓦时）



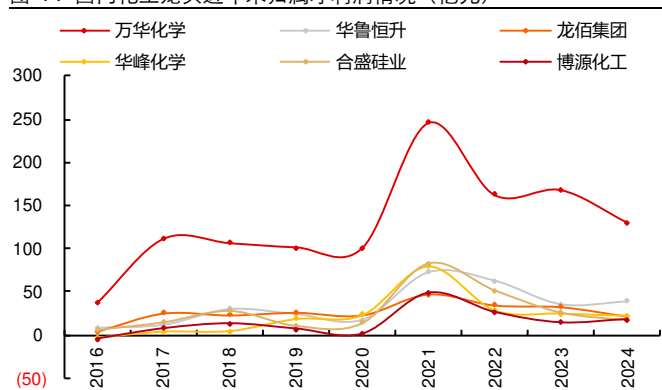
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：海外化工龙头近些年归属净利润情况（亿美元）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 7：国内化工龙头近年来归属净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：国内外主要化工龙头 2025H1 归属净利润及增速

企业	2025H1 归属净利润 (百万美元)	同比增速
阿科玛	235.7	-37.6%
巴斯夫	1,656.3	-33.2%

杜邦	647.0	69.4%
霍尼韦尔	3,262.7	3.8%
亨斯迈	-66.0	亏损扩大
科思创	-239.5	亏损扩大
科莱恩	30.2	-83.8%
利安德巴塞尔	294.3	-74.5%
陶氏	-287.0	由赢转亏
SABIC	-1,406.6	由赢转亏
瓦克	-35.1	由赢转亏
伊士曼	408.0	-8.5%
赢创	414.0	18.5%
住友化学	-84.7	持续亏损
企业	2025H1 归属净利润 (百万人民币)	同比增速
万华化学	6,122.7	-25.1%
龙佰集团	1,385.3	-19.5%
华峰化学	983.3	-35.2%
博源化工	742.7	-38.6%

资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

外资纷纷退场, 供给端持续优化。国际巨头朗盛公布了上半年下滑的业绩后, 决定将全球最大的无机颜料工厂德国克雷费尔德-乌丁根工厂的己烷氧化装置的关闭时间, 从2026年提前至2025年二季度末, 并计划于2026年关闭英国威德尼斯香料化学品工厂。7月, 陶氏化学宣布永久关闭三家成本更高、能耗更高的欧洲工厂, 分别是德国博伦的乙烯裂解装置、施科保的氯碱和乙烯基资产, 以及英国巴里的基础硅氧烷工厂。8月, 陶氏宣布取消与MuraTechnology公司在德国博伦的化学回收项目。该项目是2022年9月提出的, 年产能约12万吨, 预计投资1亿美元以上。**2023年以来, 欧洲化工关闭产能达1100万吨, 波及21个主要生产基地; 过去15年, 欧洲在全球化工市场份额骤降11个百分点, 而中国份额从2000年的2.1%跃升至2024年的15.6%。**

表 2: 海外企业产能退出

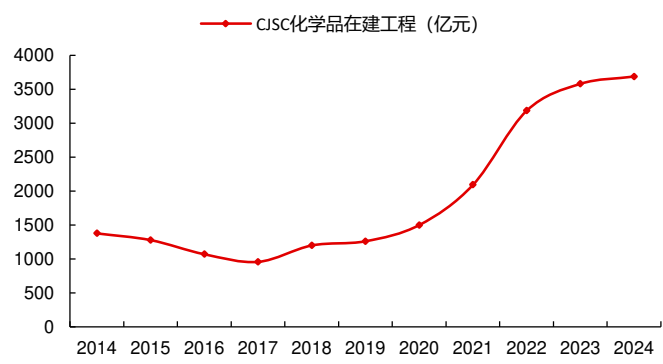
时间	公司	退出装置
2025年3月	壳牌	将重组全球化工业务, 计划为其在美国的化学品组合寻求战略合作伙伴, 在欧洲的化工部门可能面临部分或全部关闭
2025年5月	阿克苏诺贝尔	计划关闭荷兰瓦彭费尔德和比利时马赫伦的生产基地, 并将生产整合至该地区的其他工厂
2025年5月	亨斯迈	宣布关闭德国默尔斯 (Moers) 的马来酸酐工厂。今年2月亨斯迈表示, 由于持续的市场压力, 公司正计划裁员并关闭聚氨酯业务的下游工厂, 还包括评估欧洲马来酸酐业务的战略选择
2025年6月	利安德巴塞尔	宣布拟出售欧洲4家烯烃和聚烯烃资产及相关业务给AEQUITA, 预计于2026年上半年完成
2025年6月	西湖化学	宣布决定停止荷兰佩尔尼斯工厂运营, 将关闭15万吨/年双酚A (BPA) 和10万吨/年液体环氧树脂装置, 并不再重启于2024年7月停产的烯丙基氯和环氧氯丙烷装置
2025年6月	英力士	宣布计划永久关停德国格拉德贝克的苯酚和丙酮生产基地, 直指欧洲高昂能源成本与二氧化碳税使其丧失竞争力。今年1月, 其还关闭了英国仅存的一家合成乙醇工厂

2025年7月	陶氏化学	宣布永久关闭三家成本更高、能耗更高的欧洲工厂，分别是德国博伦的乙烯裂解装置、施科保的氯碱和乙烯基资产，以及英国巴里的基础硅氧烷工厂
2025年8月	陶氏化学	宣布取消与 MuraTechnology 公司在德国博伦的化学回收项目
2025年8月	朗盛	将全球最大的无机颜料工厂德国克雷费尔德-乌丁根工厂的己烷氧化装置的关闭时间，从2026年提前至2025年二季度末，并计划于2026年关闭英国威德尼斯香料化学品工厂
2025年8月	塞拉尼斯	全球领先的先进电子墨水与浆料业务——Micromax®资产剥离程序进入第二轮；有意退出位于瑞士森帕赫的 Elotex®可再分散粉末工厂和位于加拿大萨尼亚（圣克莱尔）的 Engineered Materials Vamac®工厂

资料来源：胶粘剂行业信息，化工新材料，中国化工信息周刊，长江证券研究所

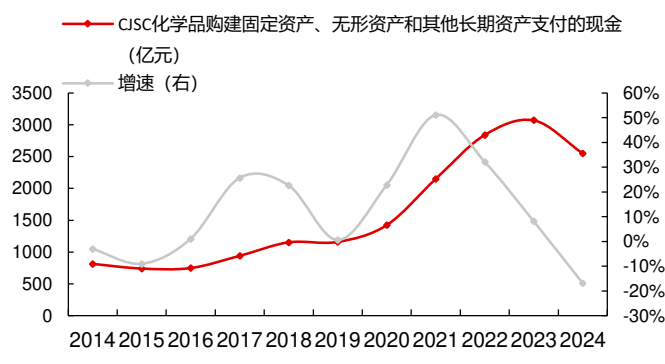
国内化工行业资本开支增速有所放缓。在产能过剩的压力下，化工行业整体景气度明显回落，企业纷纷暂缓或取消新增产能规划，2024年化工行业资本开支增速已经放缓。

图 8：化学品（长江）在建工程放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：化学品（长江）资本开支放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

2024 年以来，政府会议多次提到要综合整治“内卷式”恶性竞争。2024 年 7 月，中央政治局会议明确提出“防止‘内卷式’恶性竞争”，12 月进一步升级为“综合整治‘内卷式’竞争”。2025 年全国两会期间，总书记再度强调持续深化供给侧结构性改革，政府工作报告首次将“综合整治‘内卷式’竞争”纳入关键任务。最新动态来看，中央财经委第六次会议于 2025 年 7 月 1 日召开，会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

表 3：“反内卷”相关政策梳理

时间	会议	反内卷相关政策/文件
2024/7/30	7 月中央政治局会议	要强化行业自律， 防止“内卷式”恶性竞争 ，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道
2024/12/12	12 月中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争 ，规范地方政府和企业行为。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业
2025/3/5	第十四届全国人民代表大会第三次会议	加快建立健全基础制度规则破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点， 综合整治“内卷式”竞争
2025/5/20	5 月发改委新闻发布会	整治“内卷式”竞争，优化产业布局 ，遏制落后产能无序扩张

2025/7/1 第二十届中央财经 纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，**依法依规**
委员会第六次会议 **治理企业低价无序竞争**，规范政府采购和招投标，规范地方
招商因子，着力推动内外贸一体化发展

资料来源：中国政府网，新华社，长江证券研究所

万华化学有哪些积极变化呢？我们如下分析公司核心主业之聚氨酯产品如 MDI、TDI，盈利位于底部的石化业务以及附加高的精细化工及新材料有哪些变化；此外，我们也重点分析了公司成本、费用及资本开支等存在的变化情况。

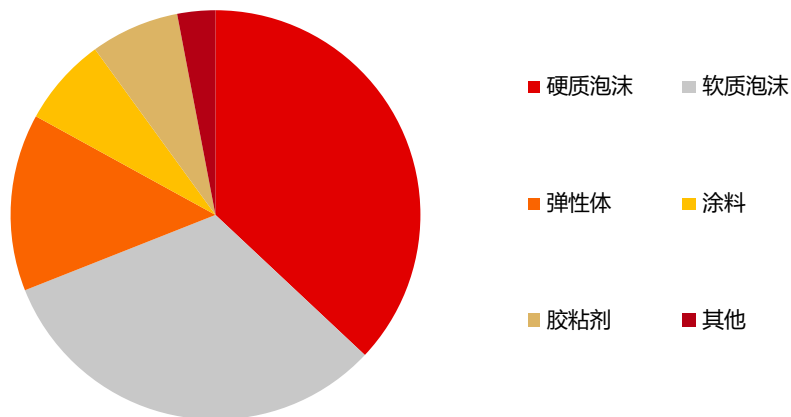
MDI：供需改善，有望迎来基本面反转

MDI 下游应用广泛，需求稳健增长

MDI 下游应用广泛：

- **硬质泡沫**：2024 年约占全球 MDI 市场总量的 37%。由 MDI 制造的硬质聚氨酯泡沫因其卓越的隔热性能而被重视，有助于降低建筑和汽车行业供暖和制冷成本，同时节省建筑物和基础设施的能源。全球主要国家对节能建筑的日益关注和严格的建筑规范促进了更高的隔热标准，继续推动对硬质泡沫的需求。此外，MDI 市场还受益于不断扩大的冷链基础设施以及商业和工业建筑中对隔热板不断增长的需求；
- **软质泡沫**：是 MDI 第二大应用，高回弹性使其在家具、床上用品、汽车内饰和包装领域应用广泛；
- **涂料**：在各种工业和商业应用中具有卓越的耐用性和耐候性；
- **弹性体**：服务于汽车零部件、工业部件和鞋类制造的关键应用，可用于制造汽车内饰件及隔音减震材料，提升舒适性和耐用性；
- **胶粘剂**：利用 MDI 在建筑、汽车和木工行业强大的粘合性能，不含甲醛，环保性能突出；
- **其他**：包括水性聚氨酯分散体和反应注射成型等特殊用途，有助于各种最终用途行业的市场多元化和技术进步。

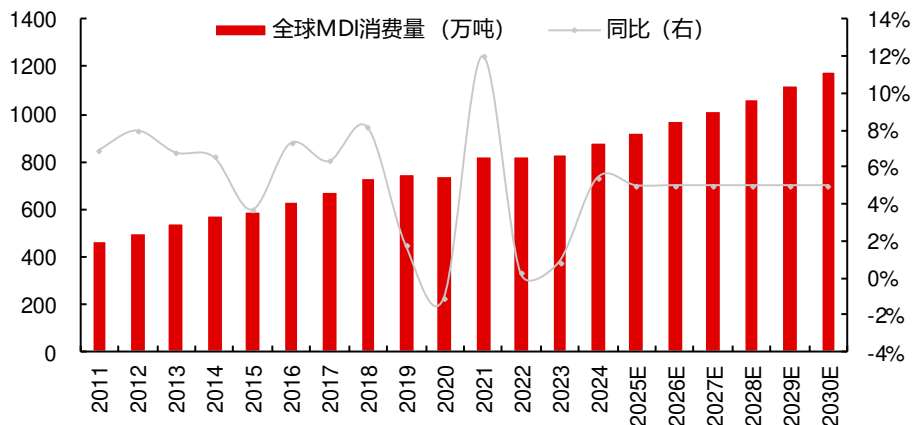
图 10：全球 MDI 消费结构（2024 年）



资料来源：Mordor Intelligence，长江证券研究所

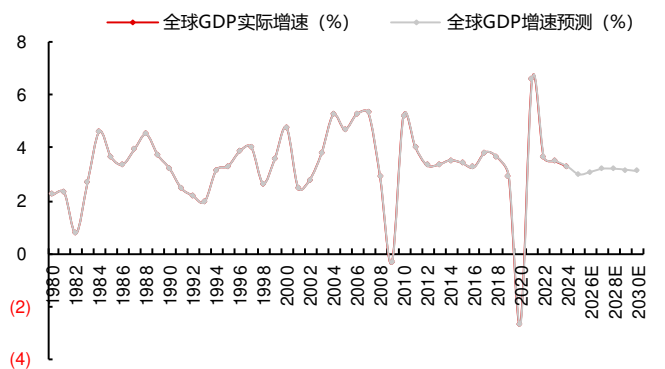
全球 MDI 需求在波动中有望稳健增长。历史上，随着全球经济的发展，MDI 保持了长周期的消费增长。而在 2020 年受流行事件影响需求下降，在全球放水拉动下 2021 年需求大幅提升，2022 年以来在全球主要央行加息影响下，MDI 需求回落，其后 2 年全球 GDP 维持增长，特别是一些发展中国家比如印度、越南、马来西亚等国家发展速度较快，共同推动全球 MDI 需求处于修复通道，未来随着全球 GDP 的稳健增长，MDI 的消费量将保持稳步增长态势。

图 11: 全球 MDI 消费量及增速



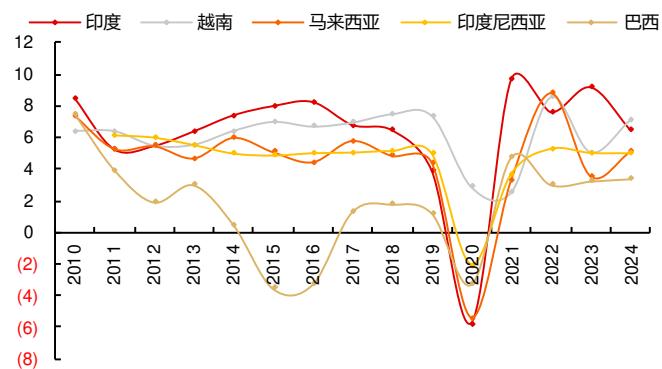
资料来源: HIS, 天天化工网, Statista, mordorIntelligence, 长江证券研究所

图 12: 全球 GDP 实际增速以及预测值



资料来源: Wind, 国际货币基金组织, 长江证券研究所

图 13: 部分国家 GDP 实际增速 (%)

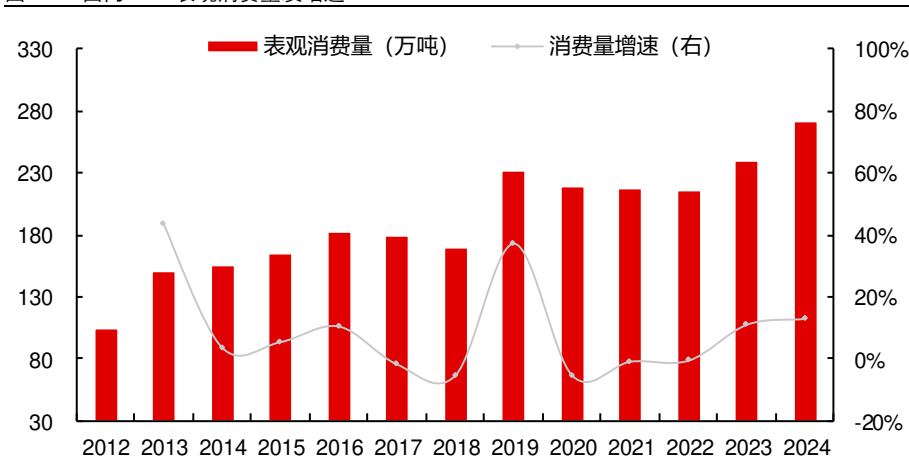


资料来源: Wind, 世界银行, 长江证券研究所

中国: 家电需求支撑 MDI 的基本盘, 新应用可圈可点

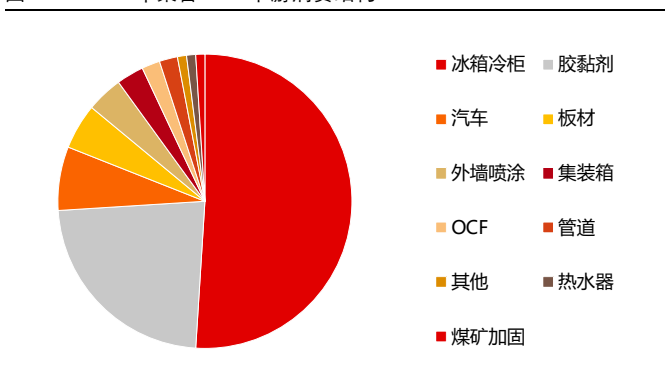
我国 MDI 需求增长强劲。2012-2024 年, 我国 MDI 表观消费量从 105 万吨增长至 271 万吨, 年均复合增速达到 8.2%。从下游消费结构看, 聚合 MDI 主要用于冰箱冷柜的隔热保温以及胶粘剂领域; 纯 MDI 主要用于 TPU、氨纶、合成革浆料和鞋底原液。目前市售品主要以聚合 MDI 和纯 MDI 为主, 其中聚合 MDI 约占市场需求总量的 80%。

图 14: 国内 MDI 表观消费量及增速



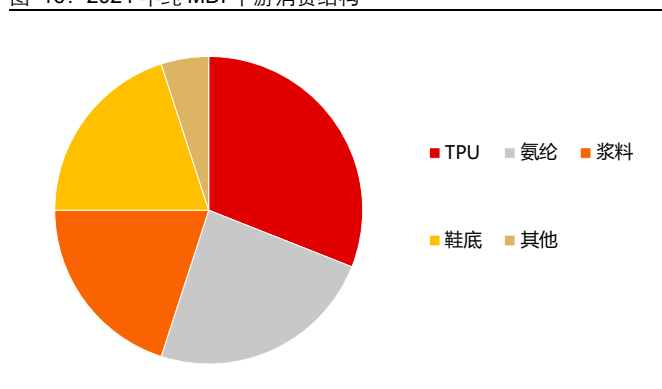
资料来源: 卓创资讯, 海关总署, 长江证券研究所

图 15: 2024 年聚合 MDI 下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

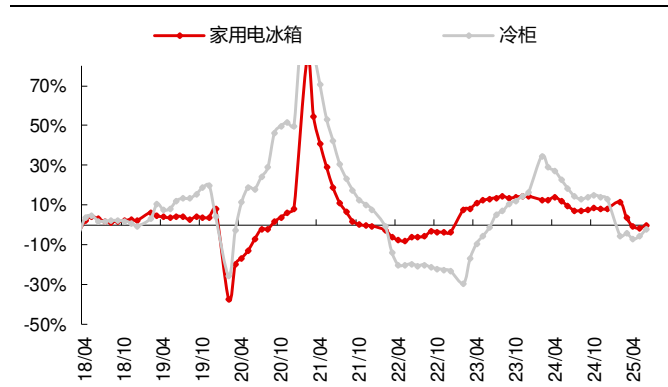
图 16: 2024 年纯 MDI 下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

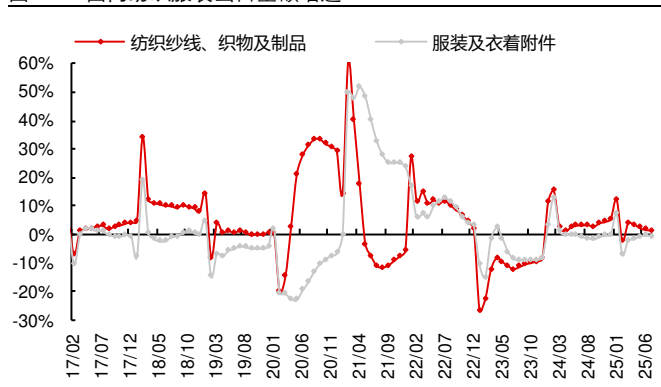
我国 MDI 后续消费增长仍有稳健支撑。国内 MDI 需求集中在冰箱冷柜和纺织服装等领域, 进入 2024 年, 消费信心的提振, 加之各项促消费政策的落地, 如家电“以旧换新”中央财政补贴政策等, 使得我国家电市场需求被有效激活, 冰箱冷柜需求强劲增长, 2025 年国补延续, 冰箱冷柜需求有支撑, 而中长期出口依然有望拉动增长。纺织行业 2025 年以来虽受到国际贸易摩擦影响, 但依托出口市场结构变化, 纺织产品出口金额前 7 月仍实现小幅增长, 服装及衣着附件出口金额同比基本持平。近些年 MDI 无醛生态胶为家居板材赋予了“无醛添加”的环保特性, 还显著提升了板材的物理性能, 使得消费者能够享受到高质量、高环保性的家居体验, 行业需求持续提升。2022 年无醛人造板产品产量约为 810 万 m³ (无醛胶合板 160 万 m³, 无醛纤维板 20 万 m³, 无醛刨花板 630 万 m³), 同比增长 36.4%。

图 17: 国内家用电冰箱和冷柜产量累计增速



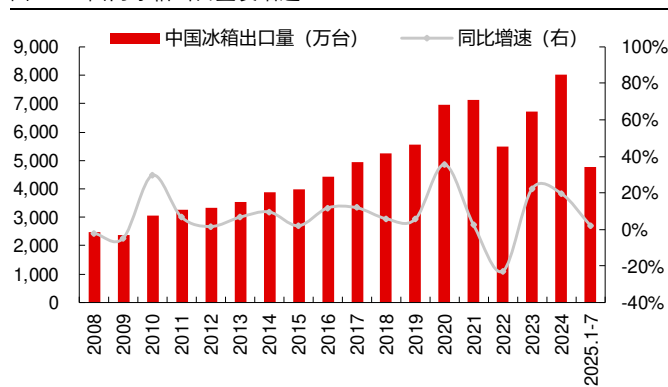
资料来源: Wind, 长江证券研究所 (2021 年 2 月增速过高数据未显示)

图 18: 国内纺织服装出口金额增速



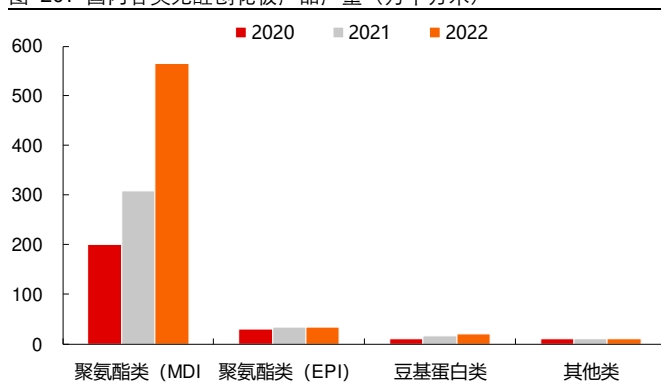
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 国内冰箱出口量及增速



资料来源: Wind, 海关总署, 长江证券研究所

图 20: 国内各类无醛刨花板产品产量 (万平方米)

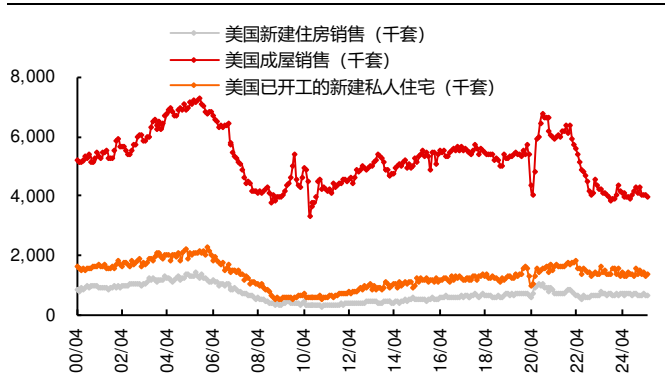


资料来源: 中国木材与木制品流通协会, 长江证券研究所

➤ 美国: 潜在的降息空间或将促进地产需求改善

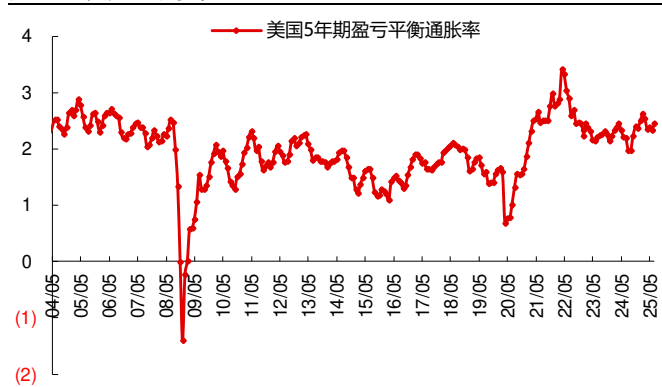
2022 年以来, 面对居高不下的通胀压力, 美联储选择了激进的加息策略, 持续高企的抵押贷款利率对美国新房和成屋销售造成明显负面影响, 目前这两项数据均处于底部区间震荡。美联储在 2025 年 7 月为期两天的例行会议后, 将目标联邦基金利率维持在 4.25%-4.50% 的区间, 意在使通胀率更接近 2% 的目标。但 8 月发布的就业报告显示劳动力市场急剧放缓, 这可能促使美联储降低借贷成本, 以避免经济放缓。

图 21: 美国房屋销售与建设情况



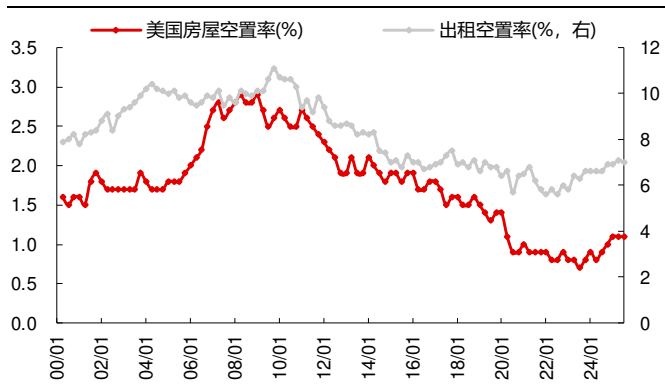
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 美国通胀水平 (%)



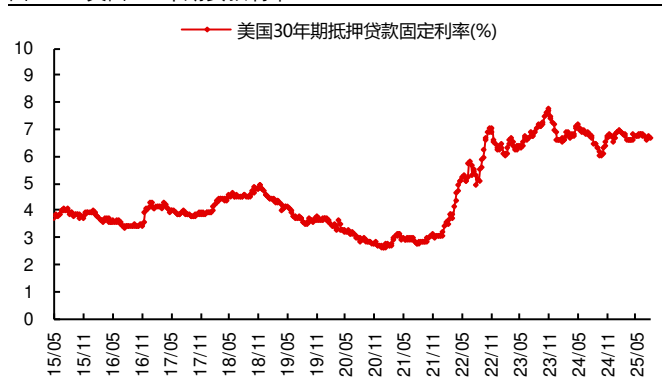
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 美国房屋空置情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 24: 美国 30 年期贷款利率

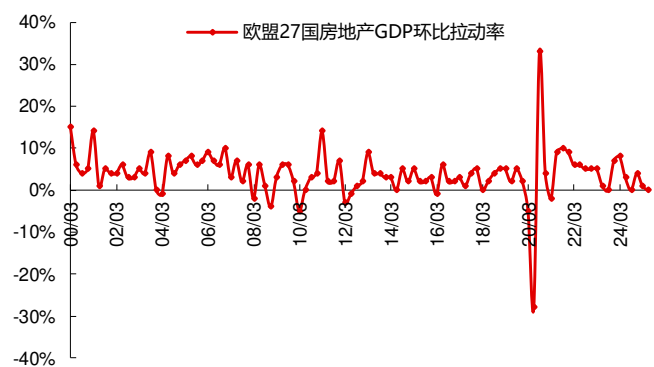


资料来源: Wind, 长江证券研究所

➤ 欧盟：已进入降息通道，地产需求逐步恢复

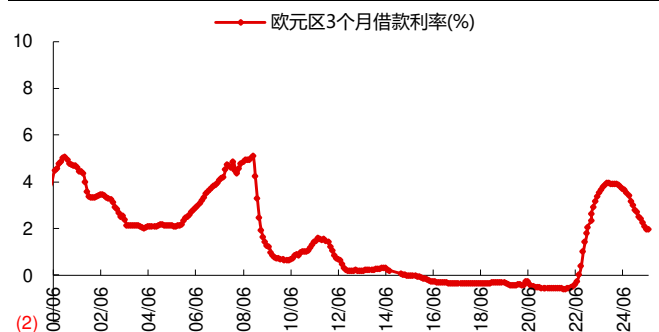
2022-2023 年中，为了应对不断上升的通胀并恢复经济稳定，欧洲央行以前所未有的速度提高了基准利率，之后随着通胀逐渐缓解，欧洲央行开始降息。在 2022 年和 2023 年的大部分时间，随着住房负担能力的恶化，房屋销售大幅下滑。与此同时，2022 年和 2023 年家居用品消费也迅速下降。自 2024 年起，随着住房负担能力先趋于稳定并逐渐改善，住房销售也触底回升。这些因素导致家居用品消费自 2024 年第二季度以来趋于稳定，2025 年第二季度开始出现初步复苏。

图 25: 欧盟 27 国房地产 GDP 环比拉动率



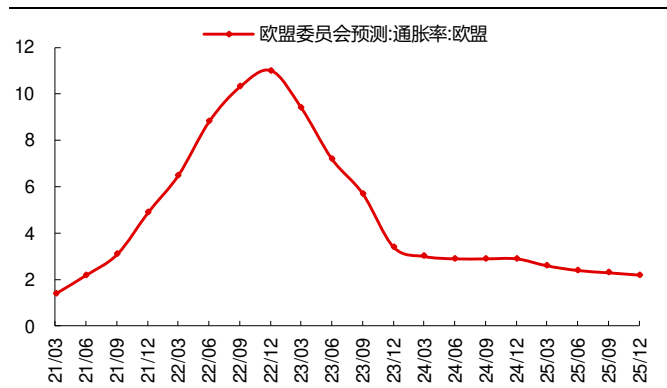
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 26: 欧元区 3 个月借款利率



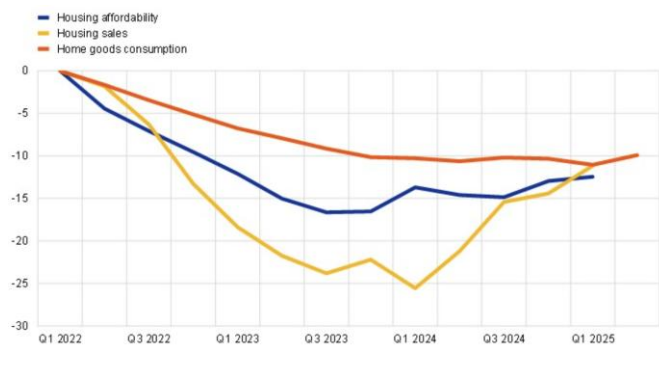
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 欧盟委员会预测通胀率 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 28: 欧盟住房负担能力、房屋销售预家居用品消费 (自 2021Q4 以来的百分比变化)

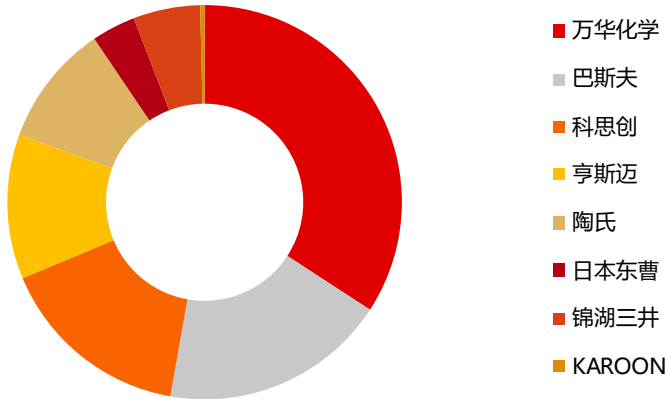


资料来源: EUROPEAN CENTRAL BANK, 长江证券研究所

供给端寡头垄断，进入壁垒高企

全球 MDI 寡头垄断，海外部分同行经营压力大。全球 MDI 供应商只有八家企业，近十年以来除万华外，行业几乎没有新进入者，CR5 约为 91%，未来几年行业产能扩增主要是万华，从供需增长来看平衡式演进，MDI 供需关系良好。**企业间对比来看，万华化学和巴斯夫依托产品多元化以及全产业链一体化的竞争优势，在近几年行业处于景气低迷期下仍保持盈利稳健，而陶氏、科思创、亨斯迈 2025 上半年均亏损，经营压力大。**

图 29: 2024 年全球 MDI 产能分布



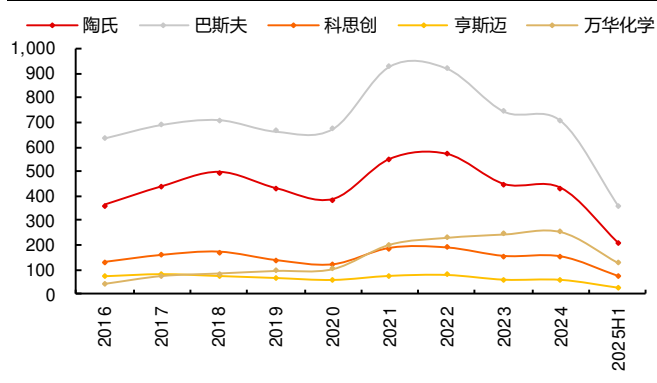
资料来源: 各公司官网, 长江证券研究所

图 30: 全球 MDI 规划产能投放节奏 (万吨/年)

公司	装置地点	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
万华化学	宁波	30	60	60	90	100	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	150	180	180	180	
	烟台	20	20	20	20	20	60	60	60	60	60	60	60	60	110	110	110	110	120	150	150
	匈牙利			14	24	24	26	30	30	30	30	30	30	30	35	35	40	40	40	40	40
	福建															40	40	80	80	80	150
	美国																				
	新疆巨力																				
巴斯夫	重庆							40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	53	53	53	53
	比利时	56	56	56	56	56	56	56	56	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	
	美国	26	26	26	26	26	26	26	26	30	30	30	30	40	40	40	40	40	40	40	
	韩国	19	19	19	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	
	上海						21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	30	30	30	30	
科思创	上海								45	45	49	50	50	50	60	60	60	60	60	60	
	日本								7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7		
	德国	145	123	123	130	130	144.5	144.5	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20		
	德国								20	20	20	20	40	40	40	40	40	40	40		
	西班牙								17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17		
	美国								33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33		
亨斯迈	荷兰	40	40	40	40	40	40	40	40	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47		
	美国	44	44	45	45	45	45	48	45	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50		
	上海																35	38.5	38.5		
陶氏	上海	11.3	12	12	15	15	15	15	16	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42		
	美国								34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34		
	德国	94	70	70	73	73	73	73	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19			
	葡萄牙								18	18	18	18	18	18	18	18	18	18			
日本东曹	沙特								40	40	40	40	40	40	40	40	40	40			
	日本	33	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40			
上海联恒	中国瑞安								7	7	7	7	7	7	7	7	7	7			
	上海	24	24	24	24	24	24	24	35	59	59	59	59	59	59	59	0	0			
锦湖三井	韩国						21	20	24	35	35	35	41	41	41	41	61	61			
KAROON	伊朗								4	4	4	4	4	4	4	4	4	4			
合计 (未计入精细装置产能)		531	522	537	593	603	701	747	754	858	862	863	889	954	1004	1009	1112	1172	1202	1272	

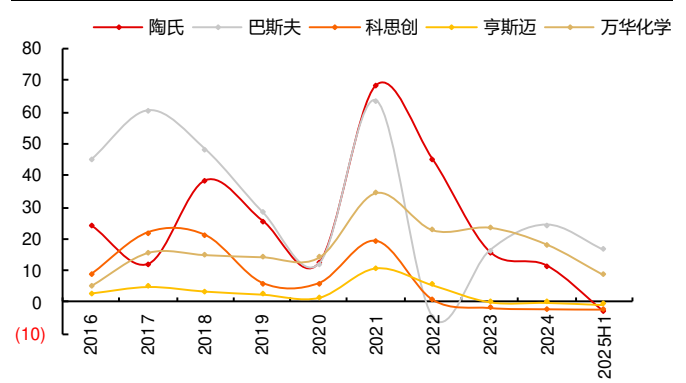
资料来源: 各公司官网, 长江证券研究所 (深色为 MDI 行业新增或扩产产能)

图 31: 全球主要 MDI 企业总收入情况 (亿美元)



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

图 32: 全球主要 MDI 企业归属净利润 (亿美元)

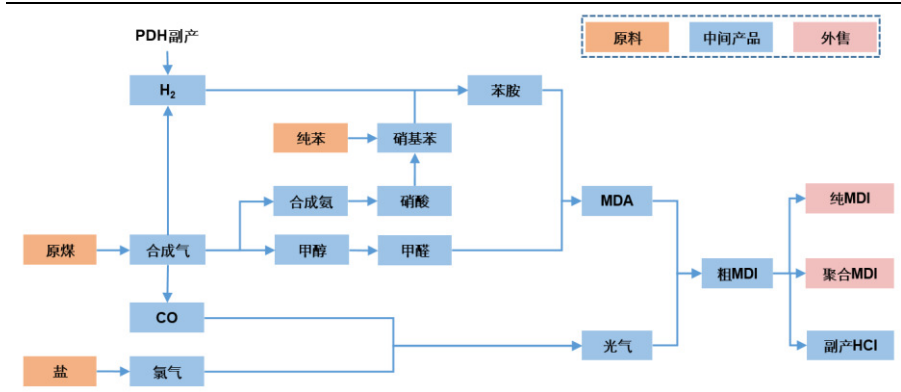


资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

MDI 壁垒高企, 进入门槛高。近年来, 市场担心 MDI 会否有新的进入者。我们认为, 从技术壁垒、准入政策和护城河三个层面来看, 可能在不短的时期, 国内较难有新的企业从 0 开始进入 MDI 行业。

(1) **液相光气法为 MDI 主流生产方法, 工艺复杂危险性大。** MDI 工艺中最重要的环节是解决氨基向异氰酸根的转化, 而目前仅有光气法能够实现工业化生产。国内外企业主要采用液相光气法生产 MDI, 苯胺与甲醛在酸性条件下加热到 100°C 进行缩合反应, 生成的二苯基甲烷二胺 (MDA) 用溶剂溶解后, 与光气反应生成粗 MDI, 蒸馏精制后得到纯 MDI, 而蒸馏残液则是多亚甲基多苯基多异氰酸酯 (PAPI) 含量较高的聚合 MDI。由于光气法的生产装置复杂且存在毒性较大、副产物盐酸过多、污染相对严重等问题, 人们一直在寻找更经济安全的工艺路线, 其中包括三光气法、尿素法和碳酸二甲酯 (DMC) 法, 但在生产成本、单套产能放大和工业化应用等方面均无法与光气法比肩, 因此目前仅停留在小试及中试阶段, **预计中短期内 MDI 的主流工业生产方法仍将是光气法。**

图 33: 万华烟台工业园 60 万吨/年 MDI 一体化项目流程图

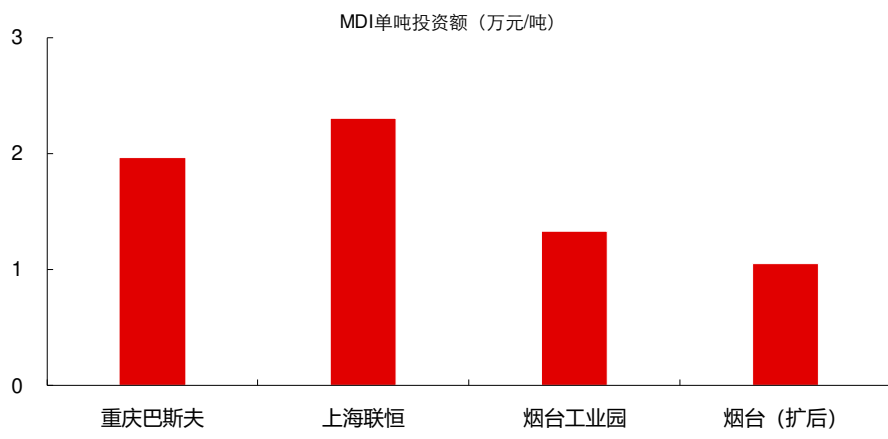


资料来源: 公司公告, 环境影响报告书, 长江证券研究所

(2) **MDI 行业投资规模巨大, 万华投资折旧优势明显。** 工信部《异氰酸酯 (MDI/TDI) 行业准入条件》要求新建 MDI 装置单套起始规模必须达到 30 万吨/年及以上, 按照 2 万元/吨投资额来算, 单套 MDI 装置投资规模在 60 亿元以上, 中小企业难以企及。国内其它 MDI 厂商设备大多采用进口, 根据各项目的环评报告, 重庆巴斯夫及上海联恒的 MDI 单吨投资额都在 2 万元/吨左右。而万华拥有自主知识产权的 MDI 技术, 设备大多在本地制造, 烟台也有着相对较为便宜的土地成本和人工成本, 因此单吨投资额相对较低, 宁波

万华由于产能更大，因此单吨投资额比烟台更低。我们测算，相对于国内平均水平，万华的 MDI 折旧成本优势大约为 300~500 元/吨。

图 34：国内 MDI 项目单吨投资额比较



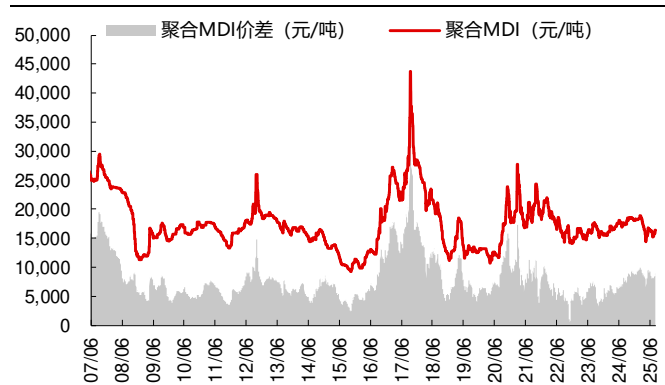
资料来源：各项目环评报告，公司公告，中国化工报，长江证券研究所

(3) 公司持续工艺打磨，MDI 技术已经进入第七代。二十年来，万华化学始终致力于 MDI 制造技术突破，先后主持了 MDI 技术 6 次升级换代，采用第 7 代技术的 MDI 装置，单套产能达 120 万吨/年，规模是国际同行的 2 倍以上，并在本质安全、单耗能耗、产品质量等各方面实现领先。

景气有望逐步向好

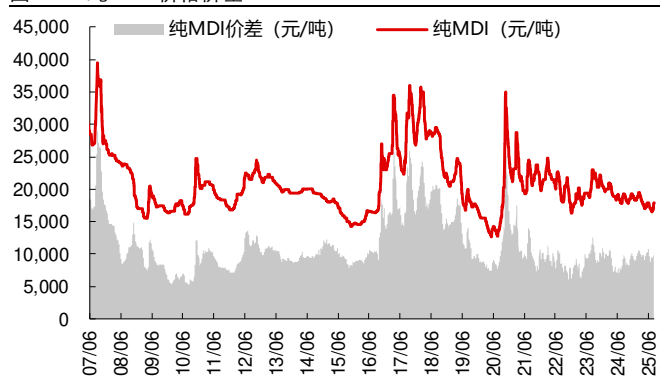
MDI 目前景气低迷，主要是因为年初以来中美贸易摩擦影响，以及全球产业链处于重构阶段，而这些影响目前都有改善趋势（全球 MDI 贸易体量巨大，个别国家进出口限制影响较小）。公司面对关税政策引发的市场波动，科学决策、坚定策略，有效稳定市场，在海外深入下沉渠道布局，将全球营销机构扩充至 28 个，全球供应链和技术服务网络实现高效本土化运营。当前聚合 MDI/纯 MDI 价差历史分位分别为 8.8%/12.3%，处于底部位置，随着供需双重推动，MDI 景气度有望触底反弹。从中长期来看，MDI 行业格局稳固，公司作为行业龙一，依然有望在未来占得良机。

图 35：聚合 MDI 价格价差



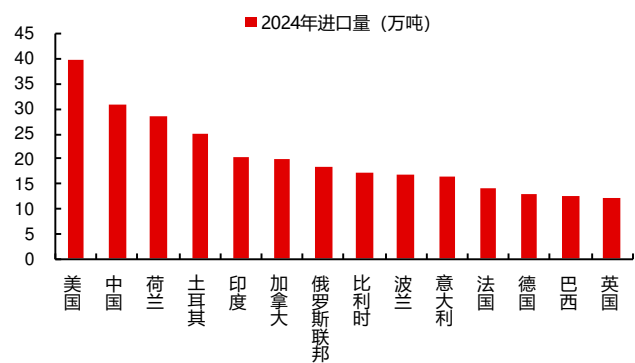
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 36：纯 MDI 价格价差



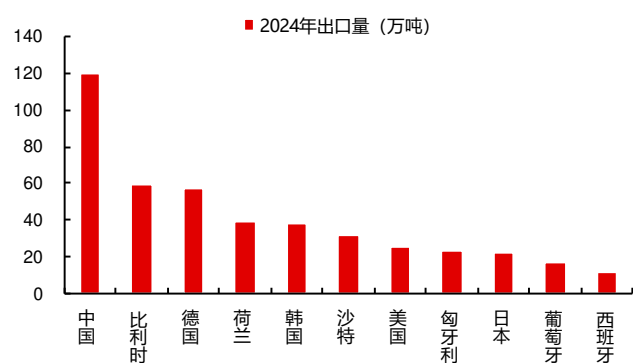
资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 37: 2024 年全球主要国家 MDI 进口量



资料来源: Trademap, 长江证券研究所

图 38: 2024 年全球主要国家 MDI 出口量

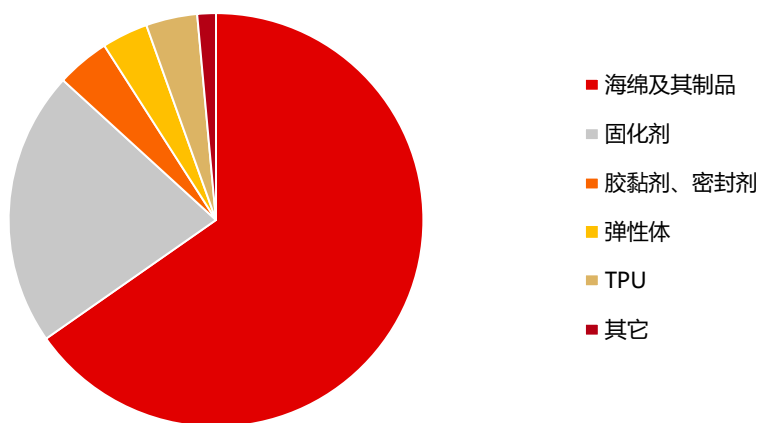


资料来源: Trademap, 长江证券研究所

TDI：供给紧缺，价格大幅上涨

TDI 主要用于生产海绵、固化剂等。TDI（甲苯二异氰酸酯）为常用的多异氰酸酯中重要的一种，主要应用于海绵、固化剂、胶粘剂、密封剂等领域，其中 TDI 在海绵中的应用占据了 65% 的需求，主要终端应用于家具及运输领域。根据 2,4-TDI 与 2,6-TDI 两种异构体的比例，TDI 可被分为 TDI-65、TDI-80 以及 TDI-100 等，聚氨酯领域最常用的是 TDI-80。

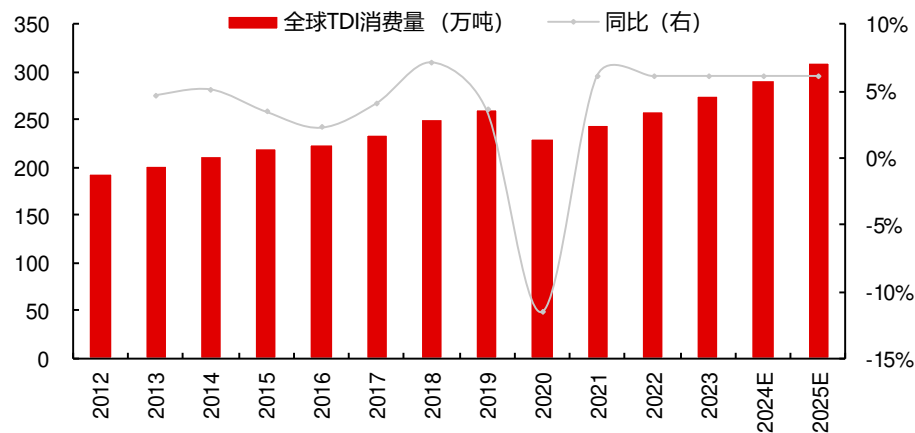
图 39：2024 年我国 TDI 下游消费结构



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

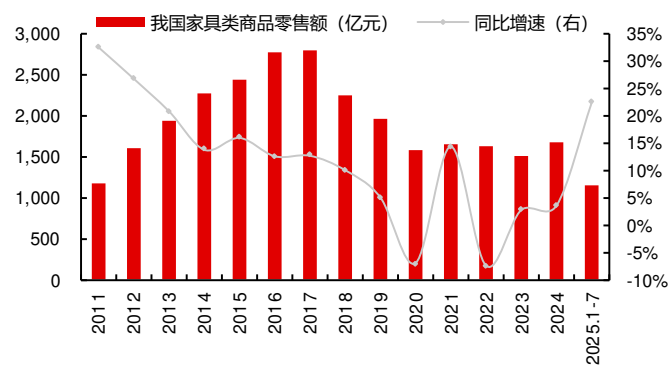
从大的供需周期来看，TDI 供需基本平衡。随着下游家具等市场扩大，全球以及中国 TDI 市场保持较快增长，2020 年受流行性事件冲击，TDI 下游需求萎缩，2021 年以来全球经济进入快速恢复阶段，TDI 又开启了快速增长通道。根据科思创预计，随着下游家具、汽车需求的稳步增长，全球 TDI 未来几年需求量有望保持 6% 左右的复合增速。由于 2017-2019 年全球 TDI 行业的大幅扩产，导致行业供给过剩，虽寡头垄断，但是盈利长期处于低位，经历了这几年的产能消化，TDI 行业进入拐点，盈利企稳。

图 40：全球 TDI 消费量及增速



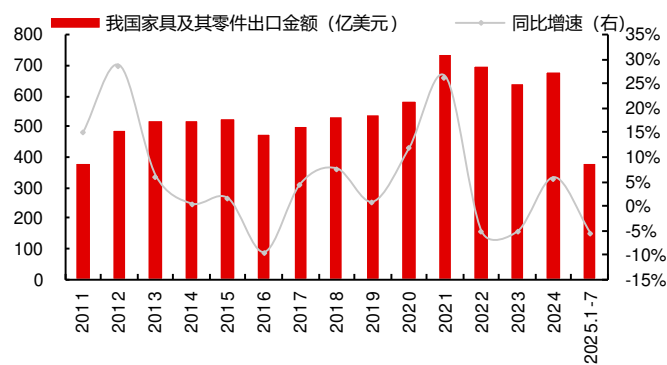
资料来源：HIS，天天化工网，Covestro，长江证券研究所

图 41: 我国家具类商品零售额及增速



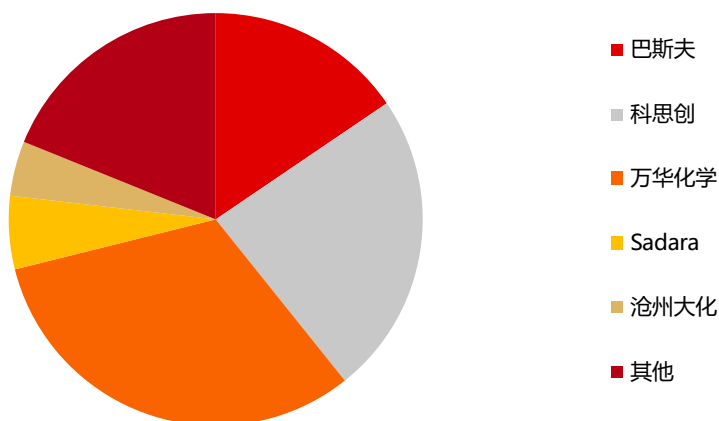
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 42: 我国家具及其零件出口金额及增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 43: 2024 年全球 TDI 产能分布



资料来源: 各公司官网, 长江证券研究所

公司一方面推动 TDI 产品扩能, 另外一方面持续开展各园区装置优化和技术迭代, 开发并投用超低盐酸比等多项新技术, 逐步突破装置运行瓶颈, 在显著降本的同时实现产品质量再提升, 保持 TDI 产品全球领先优势。同行 TDI 企业竞争处于劣势, 产能呈现持续退出态势, 例如巴斯夫在 2023 年退出了德州 30 万吨/年 TDI 产能, 三井化学决定将大牟田工厂 12 万吨/年 TDI 产能缩减至 5 万吨/年。

图 44：全球 TDI 规划产能投放节奏（万吨/年）

万吨/年	公司	地点	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
欧洲	巴斯夫	德国	8	38	38	38	30	30	30	30	0	0	0	0	0
	科思创	德国	46.5	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	BC公司（万华）	匈牙利	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	Vencorex	法国	12.6	0											
美洲	巴斯夫	美国	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
	科思创	美国	20	20	20	20	20	22	22	22	22	22	22	22	22
	Petroquimica Rio Tercero	阿根廷	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
亚洲	巴斯夫	韩国丽水	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
	OCI	韩国群山	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
	KPX（韩华）	韩国丽水	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	MCNS（三井、SKC合资）	鹿岛、大牟田	24.5	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	5	5	5
	NPU	日本南阳	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	Karoon	伊朗	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	GNFC	印度	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
	Sadara	沙特	0	0	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
	沧州大化	河北	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	东南电化（万华福建）	福建	10	10	10	10	10	10	10	10	25	36	69	69	69
	甘肃银光	甘肃	10	10	10	10	10	12	12	12	12	12	12	12	12
	和山巨力（万华收购）	烟台/新疆	8	8	8	8	23	23	23	23	15	20	20	20	20
	上海巴斯夫	上海	16	16	16	16	16	16	16	22	22	22	22	22	22
	上海科思创	上海	25	25	25	25	31	31	31	31	31	31	31	31	31
	连石化工	辽宁				5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
	华鲁恒升														30
	万华化学	烟台				30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
合计			288.6	277.8	297.8	332.8	345.8	349.8	349.8	355.8	332.8	348.8	374	374	404

资料来源：各公司公告，天天化工网，百川盈孚，长江证券研究所（深色为 TDI 行业新增或扩产产能）

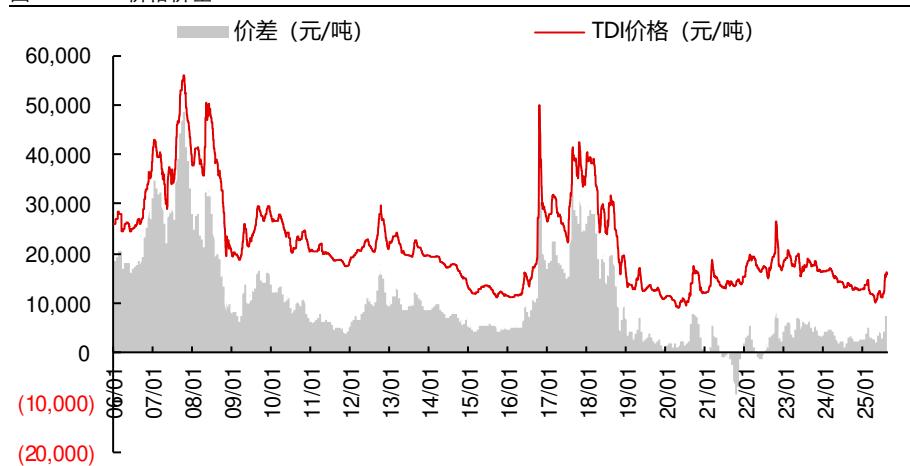
TDI 供需逆转，价格明显上涨。2025 年以来，下游国内家具行业需求旺盛，对 TDI 需求有明显拉动。供给端，全球多套装置停产叠加需求拉动，TDI 价格仍处于上升通道。中期来看，2027 年华鲁恒升新产能投产前行业产能相对稳定，随着需求的抬升，TDI 价格有望保持高景气。

表 4：TDI 主要装置停产检修情况

公司	产能规模 (万吨/年)	装置运行情况
万华福建	72	TDI 装置因原料端问题，一期装置临时停车，二期装置低负荷运行
万华新疆	20	装置于 7 月 15 日开始检修，即将恢复重启
甘肃银光	12	2025 年 7 月 27 日开始检修，因工厂事故原因，重启推迟至 8 月下旬
万华烟台	30	8 月 15 日前后停车检修 45 天
德国科思创	30	7 月 12 日火灾影响，导致多马根 TDI 生产线暂停，复产时间未知
BC 公司	25	装置及相关配套装置于 2025 年 7 月 23 日开始陆续停产检修，预计检修 30 天左右
日本三井	5	7 月 27 日突发意外，该工厂 TDI 产能将按此前公布的调整计划，从 12 万吨/年永久性缩减至 5 万吨/年，目前装置暂时停车
韩国韩华	15	因设备故障暂时停产

资料来源：百川盈孚，长江证券研究所

图 45: TDI 价格价差



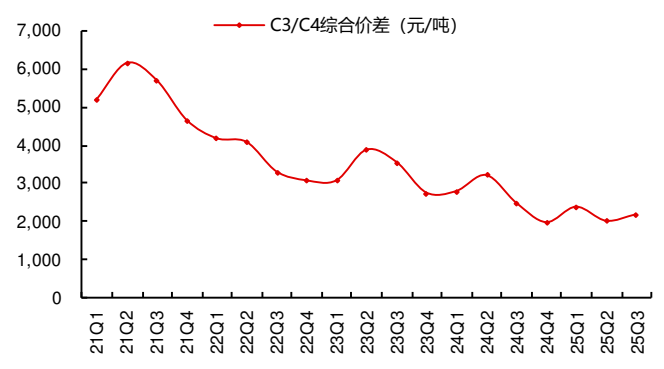
资料来源: 百川盈孚, 长江证券研究所

石化：原材料优势打造行业护城河

2021年，公司百万吨乙烯项目的全面达产，叠加景气上移，石化板块规模大幅增长。2022年以来，由于行业产能的过快增长，终端需求转弱，石化板块盈利承压，**我们跟踪的C3/C4（丙烷/丁烷产业链）以及C2（乙烷产业链）装置综合价差均大幅下滑，到达景气低位，2025Q3以来有所修复。**2025年上半年，公司120万吨/年第二套乙烯装置一次性开车成功，第一套乙烯装置进行乙烷进料改造，改造完成后预计将显著降低生产成本，提高盈利能力。

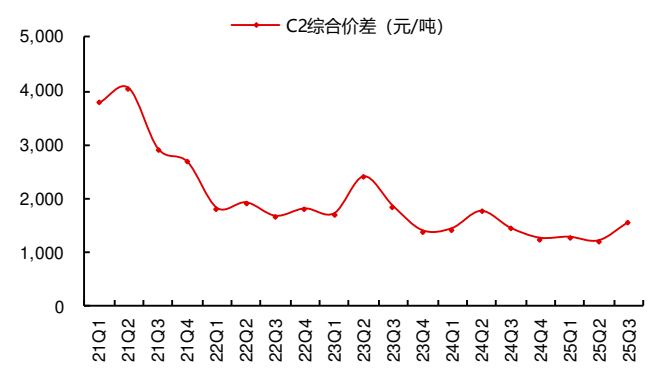
根据我们发布的深度报告《乙烷船加速落地，石化价值有望重估》，公司在港口资源、超大型乙烷船（ALEC）、生产环节（乙烷制乙烯装置）构建起全产业链一体化优势，未来随着前端资源的逐步导入，公司的石化业务将显现出强大的竞争优势。参考在石化业务领先构筑全产业链一体化的卫星化学，公司石化业务盈利将有明显提升空间。

图 46：万华 C3/C4 产品综合价差



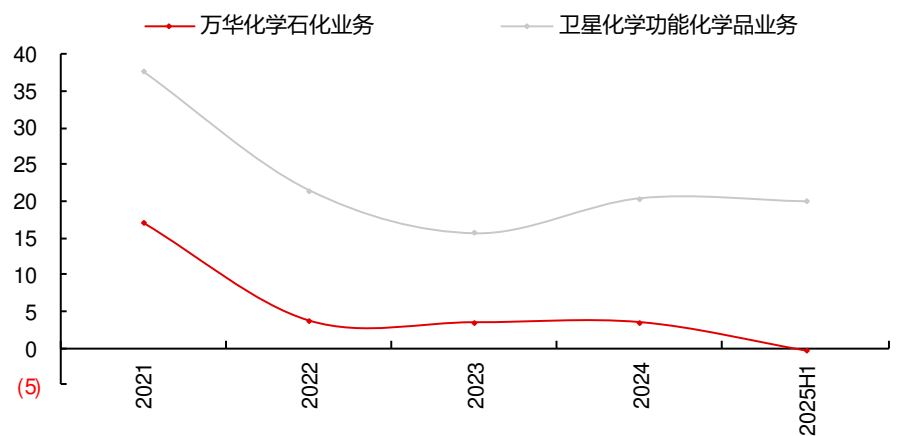
资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2025.8.17）

图 47：万华 C2 产品综合价差



资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2025.8.17）

图 48：公司石化业务和卫星化学功能化学品业务毛利率对比（%）

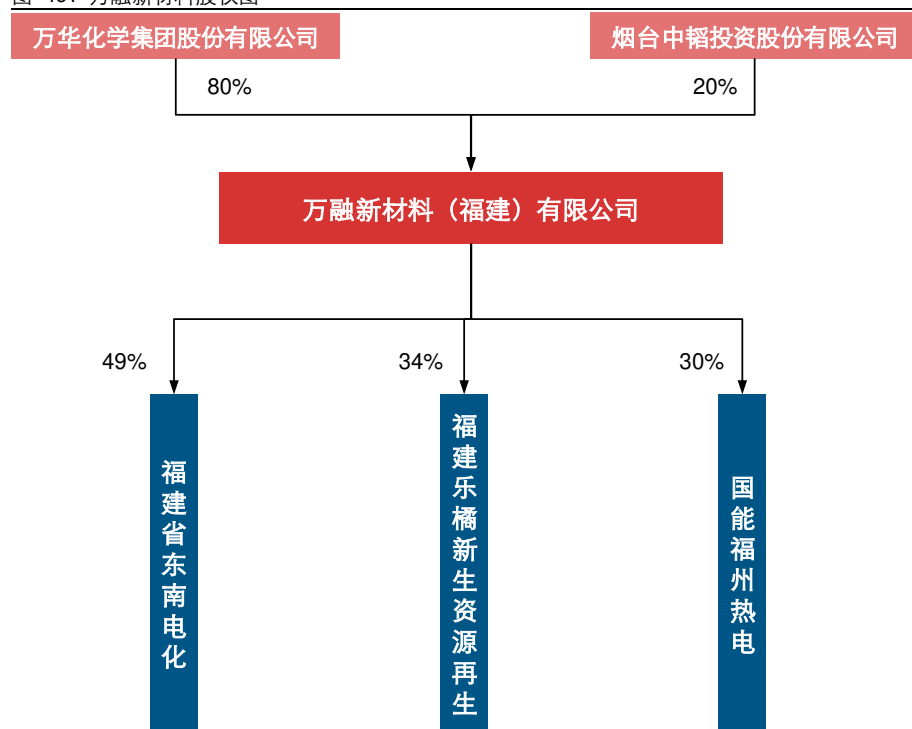


资料来源：Wind，长江证券研究所

公司引入战略投资者，加强石化业务竞争力。2024年1月，福建省自然资源厅发布福清万融新材料一体化项目用海获国务院批复，用海总面积218.7公顷。万融新材料一体化项目选址福清市江阴半岛东南侧，建设丙烷脱氢等生产设施及配套设施。该项目建成后，将利用进口丙烷资源，以国际先进的丙烷脱氢（PDH）技术为龙头，发展一体化产业，项目采用Lummus工艺，主攻高端聚烯烃产品，引领聚烯烃行业发展方向，并为丙

烯下游新材料产业的大力发展创造条件,推动石化行业高质量发展。2024年7月23日,万华化学、万融新材料(福建)有限公司与阿布扎比国家石油公司(ADNOC)、北欧化工(Borealis)、博禄化学(Borouge)签署《项目合作协议》。ADNOC、Borealis、Borouge组成投资联合体和万融新材料按照50%:50%持股比例组建中外合资公司,共同启动在福建省福州市建设一套160万吨/年特种聚烯烃一体化设施。另外,万华化学(烟台)石化有限公司拟采用增资扩股方式引进拥有丰富LPG资源的境外化工企业作为战略投资者,以保证LPG原料的长期稳定供应。

图 49: 万融新材料股权图



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 5: 公司当前石化装置产能明细

PDH (烟台)	产能 (万吨/年)	乙烯一期 (烟台)	产能 (万吨/年)	乙烯二期 (烟台)	产能 (万吨/年)	PDH (蓬莱)	产能 (万吨/年)
丙烷脱氢	75	乙烯	100	乙烯	120	丙烷脱氢	90
丙烯酸	30	聚氯乙烯	40	加氢汽油	70	环氧丙烷	40
丙烯酸酯	42	环氧乙烷	15	芳烃	42	环氧乙烷	30
LPG 精制	80	LLDPE	45	丁二烯	19	聚丙烯	30
丁烷异构化	65	PO/SM	30/65	HDPE	35	丙烯酸及酯	16
PO	24	丁二烯	5	LDPE	25	聚醚多元醇	50
MTBE	76			POE	20	EOD	30
正丁醇	25			聚丙烯	50		
新戊二醇	4						

聚醚多元醇 30

资料来源：公司公告，长江证券研究所

精细化工及新材料：公司更加聚焦，提升附加值

公司精细化工及新材料板块包括功能化学品分公司、新材料事业部、表面材料事业部、高性能聚合物事业部、氯产品事业部、营养科技有限公司、电池科技有限公司等业务单元。

- **功能化学品分公司**拥有特种异氰酸酯、特种胺及中间体等多个产品系列，致力于为下游客户提供高性能、质量稳定的原材料和解决方案，推动复合材料、涂料、聚氨酯、橡胶助剂等产业绿色可持续发展。
- **新材料事业部**主要产品包括热塑性聚氨酯弹性体（TPU）、聚烯烃弹性体（POE）、尼龙弹性体（PEBA）、聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）、水处理膜等，广泛应用于光伏、汽车、鞋服等领域，为客户提供定制化材料解决方案。
- **表面材料事业部**致力于环保型涂料&粘合剂原材料、SAP、有机硅中间体及终端胶粘剂的研发、生产、销售和服务，下游市场涵盖建筑和工业涂料、汽车涂料、水性粘合剂、电子胶粘剂、织物涂层和合成革、个人和家庭护理、离型剂以及生物基产品等领域。
- **高性能聚合物事业部**业务主要包括聚碳酸酯、生物降解材料、尼龙 12、改性塑料等高端聚合物以及产业链相关化学品，产品广泛应用于新能源、医疗健康、电子电器、高端光学、绿色包装等领域，为客户提供高品质、差异化、绿色可持续聚合物产品及服务解决方案。
- **氯产品事业部**业务涵盖 PVC、烧碱、特种 PVC 及其他氯产品，主要应用于建筑材料、工业制品、日用品等领域。基于公司在异氰酸酯产业链的优势，做大做强氯碱 MDI/TDI/PVC 产业链。
- **营养科技公司**产品主要包括香料、营养品及高端中间体，下游应用覆盖营养与健康、日化香精、食品香精、个人护理等多个领域。通过优质、健康、绿色、低碳的产品推动行业健康可持续，提升用户生活品质。
- **电池科技有限公司**专注于电池材料及相关化学品领域，产品涵盖磷酸铁锂、硅碳负极、N-甲基吡咯烷酮（NMP）、聚丙烯酸（PAA）等，广泛应用于新能源汽车、储能、消费电子等领域。通过持续技术创新、产品迭代和产业链整合，为客户提供定制化、差异化、绿色低碳的电池材料解决方案。

根据公司 2025 年中报，在新材料开发方面，公司各项自研技术加速成果转化，MS 装置一次性开车成功，丰富了光学业务产品线；叔丁胺产业化成功，不断延伸特种胺的产业链。砜聚合物已产出合格品，完善了万华工程塑料的解决方案。生物基 1,3-丁二醇成功导入化妆品客户。电池材料持续加大研发投入，多项技术取得阶段性突破，第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发。公司坚持产品差异化战略，开发多个高附加值 POE、聚烯烃、尼龙 12、改性材料新品，拓展细分市场，助力新业务能力提升。

表 6：公司精细化工新材料板块产能

业务单元	产品	地点	目前产能（万吨/年）	计划扩产（万吨/年）
高分子材料	SAP	烟台	6	3
	TPU	烟台	16	5
		烟台	2.5	/

PVC	烟台	40	/
	蓬莱	40	40
	福建	/	96
异氰酸酯加合物	烟台	3	/
异氰酸酯三聚体	烟台	1	/
PC	烟台	60	0.15
双酚 A	烟台	48	/
MMA	烟台	17	/
PMMA	烟台	16	/
MS 树脂	烟台	/	5
MIBK	烟台	/	3
尼龙 12	烟台	4	0.2
α -烯烃	烟台	/	10
POE	烟台	20	/
可降解塑料	眉山	6	7.5
NMP	眉山	8	/
顺酐	烟台	20	/
改性树脂 (PC/PP)	眉山	25	/
改性塑料	眉山	10	/
ABS	烟台	/	40
HDI	宁波	10	/
	烟台	3	/
IPDI	烟台	3	/
HMDA/HMDI	烟台	2	/
聚氨酯固化剂 AD	烟台	3	1
间苯二甲胺	烟台	/	2
水性树脂	烟台	10	/
	宁波	5	5
	珠海	30	/
	眉山	/	10
有机硅 MQ 树脂	烟台	2	2
PDMS	烟台	0.9	/
聚醚胺	烟台	4	/
EOD、HEMA	烟台	17	/
IPAM	烟台	/	0.05
聚矾	烟台	/	0.15
RO 膜	烟台	800 万 m ²	/
PTBP	烟台	1.2	0.8

	NPG	烟台	10	/
	TMP	烟台	5	/
催化剂	催化剂一期项目	烟台	0.21	0.03
	催化剂二期项目	烟台	0.21	/
	催化剂三期项目	烟台	/	0.16
香精香料	柠檬醛及衍生物	烟台	4.8	/
	合成香料	烟台	0.67	1.2
	增香剂	烟台	/	0.42
	营养品	烟台	/	2.2
	润肤剂	烟台	/	3
新能源材料	锂电三元正极材料	眉山	1	/
	磷酸铁正极材料	眉山	5	7
	磷酸铁锂正极材料	眉山	/	10
		海阳	/	10
	六氟磷酸锂	烟台	/	1
	碳酸酯	烟台	/	15
	负极粘合剂	宁波	/	5

资料来源：万华化学公告，长江证券研究所

管理：降本节费，控制资本开支，不断打磨竞争优势

据 2025 年半年报，2025 年下半年公司将继续在“变革年”管理主题的指引下，围绕六大重点领域开展工作：一是推进精益生产，提升公司运营效能；二是强化低成本采购，优化供应链管理；三是实施高质量投资，培育增长动能；四是打造卓越营销，提升市场竞争力；五是加快拓展布局，培育新增长点；六是深化可持续发展，践行社会责任。通过系统推进“观念变革、组织变革、预算管理变革和激励体系变革”和六大重点工作，持续提升公司核心竞争力。

降本：技术改进叠加绿电推进，公司降本不断进步

公司持续技术创新实现成本优化。公司持续开展各园区装置优化和技术迭代，开发并投用超低盐酸比等多项新技术，逐步突破装置运行瓶颈，在显著降本的同时实现产品质量再提升，保持万华 MDI、TDI 产品全球领先优势；POCHP 装置单套产能达到世界最大；多元醇新工艺投用，各项指标位居行业领先；开发多款高端聚烯烃产品，产品竞争力显著提升。公司绿电项目进展顺利，推动能源升级。

表 7：公司绿电项目进展

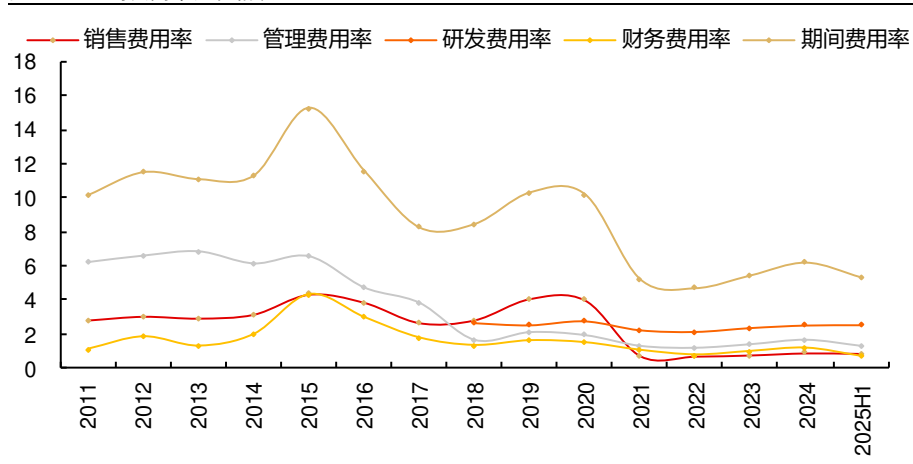
序号	具体内容
1	万华化学与华能集团建设海阳渔光互补项目，已于 2024 年 9 月份并网 70MW，该项目计划装机容量 200MW，年上网电量 2.53 亿度，相当于减少 14 万吨碳排放
2	万华化学与国能集团合资成立的连江龙源万华新能源有限公司于 2023 年登记注册，双方共同建设位于福建省最大岛屿的马祖列岛主岛上的 310MWp 海上风电项目，规划安装 23 台单机容量 13.6MW 的风电机组，实现年发电量达 14.5 亿度，年二氧化碳减排量 80 万吨
3	万华成功入股招远核电，获得 14% 的电量权益，未来总装机 720 万 KW “华龙一号”将给万华带来约 70 亿度的清洁电力，年二氧化碳减排量 376 万吨
4	2024 年，万华化学在清洁能源投资、市场化合作方面不断寻求突破，通过与三门核电合作并
	获得其全部市场化电量，公司成为浙江省唯一一个核电直签用户，预计 2025 年，宁波生产基地的清洁电力占比将由 4% 提升至 40%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

节费：费用率处于下行趋势

公司成立集团财务共享中心，深化战略财务、业务财务、共享财务的三支柱模式，完成生产基地阿米巴体系推广，推行预算管理变革，提升全员经营意识，持续完善“合规、高效、智慧”的财务管理体系。截至 2025 上半年，公司期间费用率为 5.3%，相比 2024 年已有一定下降，公司对内进行组织和预算管理变革，未来费用端优化仍有持续进步空间。

图 50：公司费用率变化情况（%）

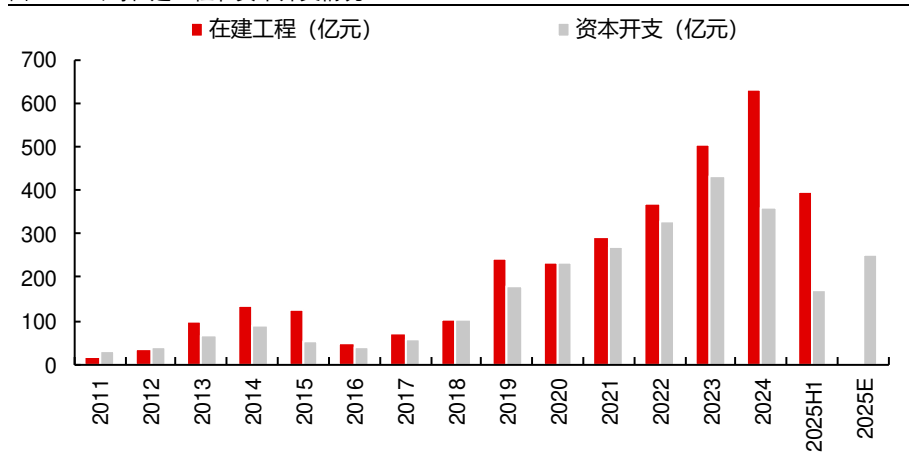


资料来源：Wind，长江证券研究所

扩张：聚焦经营，资产负债率有望回落

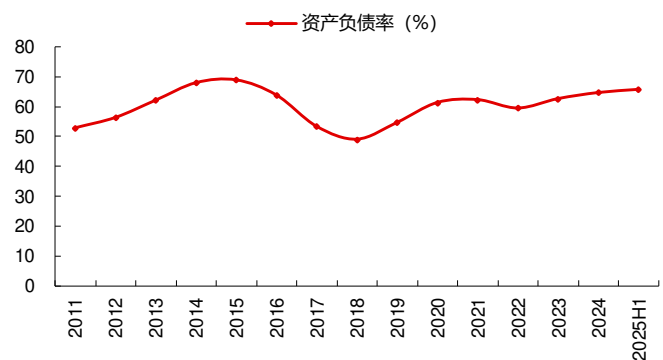
资本开支放缓，公司有望迎来现金流改善。公司 2023 年实际完成投资额 416.4 亿元，2024 年实际投资额 401.5 亿元，特别是大型石化项目的投资拉高整体投资规模，截至 2025Q2，公司资产负债率为 65.8%。2025 年公司计划投资 252.4 亿元，整体投资规模有明显缩减，随着经营业绩的稳健释放，公司或将迎来现金流的持续改善，预计资产负债率也有望回落。公司采取“聚焦”“经营”的战略，夯实优势的稳健投资，促进公司冬去春来，持续向好。

图 51：公司在建工程和资本开支情况



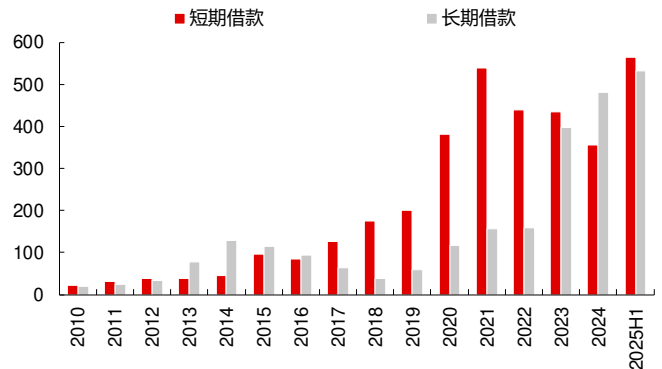
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52: 公司资产负债率变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 53: 公司短期借款和长期借款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资建议：维持“买入”评级

全球及中国化工龙头迎至暗时刻，但供给悄然发生积极转变。公司主业 MDI、TDI、石化、新材料多业务条线或处于拐点向上时刻，随着管理优化，经营形势前景可观。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 141.0、184.5、202.2 亿元。

风险提示

1、安全风险。化工生产安全是公司生存发展的生命线，关乎员工生命安全与社会稳定大局。公司始终将安全生产置于首位，严格落实主体责任健全责任体系与标准规范，强化重点领域风险管控，深化智能化技术应用，持续提升本质安全水平。

2、行业竞争加剧的风险。近年来石化行业产能持续扩张，但需求增长乏力，导致供需失衡。煤化工及乙烷产业链凭借成本优势加剧市场竞争，石油基大宗化学品普遍亏损。受此影响，国际多家企业已关停或退出相关产能。公司采用乙烷、石脑油混合进料的第二套乙烯装置已在上半年开车成功，采用丙烷进料的第一套乙烯装置正在进行乙烷进料改造，改造完成后将获得成本优势，从根源上提高公司石化业务盈利能力。

3、海外经营环境变化风险。近年来，国际经营环境复杂多变，部分国家和地区贸易保护措施频出，对企业出口业务造成冲击。公司积极应对全球贸易环境变化，充分发挥海外生产基地供应优势，保障全球市场稳定供应。同时，进一步深化全球市场布局，加快新兴市场拓展速度，以更加分散化的全球布局，应对全球贸易的不确定性影响。

4、技术风险。化工新材料行业技术不断变革，如果新工艺新技术路线发现，并具备明显竞争优势，或对传统工艺造成冲击。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预计随着 MDI/TDI 景气提升，公司业务有望稳健运行。基于以上假设，我们预测 2025-2027 年营收分别为 2106.6/2197.7/2253.5 亿元，同比增速分别为 15.70%/4.33%/2.54%，归属净利润分别为 141.0/184.5/202.2 亿元，同比增速分别为 8.19%/30.87%/9.60%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若聚氨酯景气下行，则公司未来收入/业绩增速可能会有所下滑。假设悲观情况下，2025-2027 年公司营业收入同比增速分别降低至 5%/3%/2%，毛利率分别降低至 14.5%/14.5%/14.5%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至-7.59%/3.00%/2.00%。

表 8：公司收入和利润敏感性分析（亿元）

	基准情形				悲观情形			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1820.7	2106.6	2197.7	2253.5	1820.7	1911.7	1969.1	2008.5
——yoy	3.83%	15.70%	4.33%	2.54%	3.83%	5.00%	3.00%	2.00%
毛利率	16.16%	14.78%	16.76%	17.32%	16.16%	14.50%	14.50%	14.50%
归母净利润	130.3	141.0	184.5	202.2	130.3	120.4	124.1	126.5
——yoy	-22.49%	8.19%	30.87%	9.60%	-22.49%	-7.59%	3.00%	2.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。