

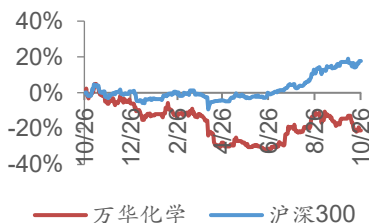
TDI 供需趋紧价格上涨，聚氨酯及新材料产能逐步落地

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-26

收盘价（元）	61.45
近 12 个月最高/最低（元）	81.56/52.53
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）	1924
流通市值（亿元）	1924

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. 产销量稳步增长，看好旺季聚氨酯价格修复 2025-08-14
2. 公司经营稳健，产销量稳步增长 2025-04-21
3. 三季度业绩短期承压，新产能落地持续成长 2024-10-29

主要观点：

● 事件描述

10 月 24 日，万华化学发布 2025 年三季报，实现营业收入 1442.58 亿元，同比下降 2.29%；实现归母净利润 91.57 亿元，同比减少 17.45%；实现扣非归母净利润 91.01 亿元，同比减少 16.72%；实现基本每股收益 2.92 元/股。其中，第三季度实现营业收入 533.24 亿元，同比/环比 5.52%/+11.48%；实现归母净利润 30.35 亿元，同比/环比+3.96%/-0.20%；实现扣非归母净利润 28.56 亿元，同比/环比+0.96%/-10.85%。

● TDI 供应紧张价格上涨，石化板块产销量延续增长

聚氨酯板块：公司 25Q3 聚氨酯系列产品产量/销量 156 万吨/155 万吨，环比+3.31%/-1.90%，产销量窄幅波动。2025 年三季度聚氨酯系列产品整体价格呈现震荡趋势，纯 MDI 和聚合 MDI 波动较小，TDI 和软泡聚醚价格较大幅度上涨，对业绩形成拉动。具体来看，纯 MDI 方面，三季度下游需求总体平稳，供应端进口货源增加，市场均价在 18,300 元/吨左右。聚合 MDI 方面，三季度冰冷、建筑市场需求不及预期，市场均价在 15,200 元/吨左右。TDI 方面，三季度受部分装置不可抗力、检修等因素影响，供应偏紧，市场均价在 14,700 元/吨左右。软泡聚醚方面，三季度家居行业需求平稳，汽车行业保持增长，市场均价在 8,000 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，逐步释放增量；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。

石化板块：公司 25Q3 石化系列产品产量/销量 183 万吨/175 万吨，环比+18.83%/+15.13%，产销量增长明显，对冲价格价差下跌影响。25Q3，石化板块仍处于相对承压状态，石化产品整体需求一般，价格以下跌为主，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-6.83%/-20.57%/+0.40%/-15.64%/-24.21%/-19.87%/-12.35%/-12.97%。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。公司 100 万吨/年乙烯一期装置从 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 2024 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。新材料方面，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 129.06、164.22\180.60 亿元（原值为 143.58、164.98、173.70 亿元），当前股价对应 PE 分别为 14.91、11.71、10.65 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	207668	229416	236175
收入同比 (%)	3.8%	14.1%	10.5%	2.9%
归属母公司净利润	13033	12906	16422	18060
净利润同比 (%)	-22.5%	-1.0%	27.2%	10.0%
毛利率 (%)	16.2%	14.6%	15.9%	16.2%
ROE (%)	13.8%	11.7%	13.3%	12.8%
每股收益 (元)	4.15	4.12	5.25	5.77
P/E	17.19	14.91	11.71	10.65
P/B	2.37	1.74	1.56	1.36
EV/EBITDA	9.27	7.91	5.47	5.98

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	58590	129491	83069	营业收入	182069	207668	229416	236175
现金	24533	13184	72435	31200	营业成本	152643	177448	193048	197935
应收账款	12319	10430	14900	11697	营业税金及附加	1084	1236	1366	1406
其他应收款	1316	926	1732	1025	销售费用	1619	1847	2040	2100
预付账款	2124	2263	2687	2678	管理费用	3023	3448	3809	3921
存货	24107	24543	29011	26680	财务费用	2094	3790	4386	3793
其他流动资产	5592	7244	8726	9789	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	809	893	920
固定资产	118828	147924	158205	166669	营业利润	17966	16759	21324	23452
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	294154	376911	340307	利润总额	16924	16759	21324	23452
流动负债	126083	108772	176559	119399	所得税	2133	2112	2687	2956
短期借款	35557	59664	59664	59664	净利润	14791	14647	18637	20497
应付账款	26612	11351	32318	14701	少数股东损益	1758	1741	2215	2436
其他流动负债	63913	37757	84577	45034	归属母公司净利润	13033	12906	16422	18060
非流动负债	63750	63992	64325	64384	EBITDA	32817	39297	46043	49026
长期借款	48176	48176	48176	48176	EPS (元)	4.15	4.12	5.25	5.77
其他非流动负债	15574	15815	16149	16208					
负债合计	189833	172763	240884	183783					
少数股东权益	8874	10615	12831	15267					
股本	3140	3130	3130	3130					
资本公积	1806	1315	1315	1315					
留存收益	89680	106329	118751	136811					
归属母公司股东权益	94626	110775	123197	141257					
负债和股东权益	293333	294154	376911	340307					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	30053	-6675	99391	-5275	成长能力				
净利润	14791	14647	18637	20497	营业收入	3.8%	14.1%	10.5%	2.9%
折旧摊销	13022	19452	21135	22585	营业利润	-11.9%	-6.7%	27.2%	10.0%
财务费用	2884	4035	4518	4518	归属于母公司净利润	-22.5%	-1.0%	27.2%	10.0%
投资损失	-709	-809	-893	-920	获利能力				
营运资金变动	-333	-44013	55903	-52070	毛利率 (%)	16.2%	14.6%	15.9%	16.2%
其他经营现金流	15523	58673	-37175	72683	净利率 (%)	7.2%	6.2%	7.2%	7.6%
投资活动现金流	-37078	-30794	-32012	-31443	ROE (%)	13.8%	11.7%	13.3%	12.8%
资本支出	-35360	-31491	-32794	-32204	ROIC (%)	8.3%	6.9%	8.1%	8.0%
长期投资	-2185	-110	-110	-157	偿债能力				
其他投资现金流	467	807	892	918	资产负债率 (%)	64.7%	58.7%	63.9%	54.0%
筹资活动现金流	6186	22977	-4127	-4517	净负债比率 (%)	183.4%	142.3%	177.1%	117.4%
短期借款	-7969	24107	0	0	流动比率	0.56	0.54	0.73	0.70
长期借款	8365	0	0	0	速动比率	0.31	0.24	0.51	0.38
普通股增加	0	-9	0	0	营运能力				
资本公积增加	-10	-491	0	0	总资产周转率	0.67	0.71	0.68	0.66
其他筹资现金流	5800	-630	-4127	-4517	应收账款周转率	16.97	18.26	18.11	17.76
现金净增加额	-821	-14491	63252	-41235	应付账款周转率	7.34	9.35	8.84	8.42

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。