

基础化工

2025 年 10 月 27 日

万华化学 (600309)

——业绩符合预期，聚氨酯板块景气回暖，石化板块经营优化

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 27 日

收盘价 (元)	62.49
一年内最高/最低 (元)	83.59/52.10
市净率	1.9
股息率% (分红/股价)	1.17
流通 A 股市值 (百万元)	195,623
上证指数/深证成指	3,996.94/13,489.40

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	33.59
资产负债率%	64.57
总股本/流通 A 股 (百万)	3,130/3,130
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

陈悦
(8621)23297818x
chenyue@swsresearch.com

投资要点：

- **公司发布 2025 年三季报：**2025 年前三季度实现营业收入 1442.26 亿元 (YoY-2.29%)，归母净利润 91.57 亿元 (YoY-17.45%)，扣非归母净利润 91.01 亿元 (YoY-16.7%)；其中，Q3 实现营业收入 533.24 亿元 (YoY+5.52%, QoQ+11.48%)，归母净利润 30.35 亿元 (YoY+3.96%, QoQ-0.2%)，扣非归母净利润 28.56 亿元 (YoY+0.96%, QoQ-10.85%)，业绩符合预期。
- **三大板块经营情况：**2025 年三季度海外供给扰动，MDI/TDI 景气冲高回落；Q3 石化价差略有修复，蓬莱及乙烯二期项目放量，规模快速提升；新材料板块项目顺利推进，板块规模有望维持增长。
- **2025 年冰箱冷柜整体需求同比增长，7-8 月份出口环比提升。**从国内需求来看，根据产业在线统计，2025 年 1-8 月占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业出口需求进一步增长，累计出口数量达 3626 万台，同比增加 3.4%，1-8 月产量达 6454 万台，同比增加 3.5%。7-8 月出口环比回升，带动累计产量达 1658 万台，同比增加 3.9%。冷柜产销两端同样旺盛，2025 年 1-8 月累计产量达 2788 万台，同比增加 4.8%。其中 7-8 月冰柜累计产量达 702 万台，同比增加 12.1%。2025 年 1-8 月家电行业需求保持稳健，MDI 国内需求基本盘稳固。
- **受海外地缘政治影响，MDI 出口持续承压。**根据海关统计，25Q1-Q3 MDI 出口持续承压，聚合 MDI 出口 61.7 万吨，同比下滑 31.7%，纯 MDI 出口 9.4 万吨，同比增长 3.3%。其中 25Q3 聚合 MDI 出口 20.5 万吨，同比下滑 21.3%，纯 MDI 出口 3.0 万吨，同比增长 0.6%。按照省份数据，25Q1-Q3 山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 45.9 万吨，同比下滑 40.50%，纯 MDI 整体出口 7.8 万吨，同比增长 2.2%。其中 25Q3 山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 15.6 万吨，同比下滑 29.8%，纯 MDI 出口 2.5 万吨，同比增长 1.0%。在美国关税政策影响下，MDI 直接出口和下游制造业出口双双受挫，叠加美国对万华 MDI 反倾销税政策落地，国内 MDI 出口持续承压。从中长期来看，国内 MDI 成本优势仍具备全球竞争力，短期关税及反倾销更多在于产品贸易流向转变，核心竞争力不变。
- **9-10 月 MDI 旺季不旺，后续即将进入检修高峰，预计 MDI 价格逐步企稳。**25 年“金九银十”旺季不旺，叠加海外贸易扰动再起，终端需求持续疲软，拖累产品景气近期回落。四季度来看，国内万华宁波、科思创及巴斯夫装置有检修计划，海外日本东曹 20 万吨装置已进入检修状态，供给端挺价情绪较高。短期来看，MDI 行业预计维持供强需弱格局，景气触底有望修复。长期看，未来新增产能投放仍以万华为主，虽然出口受政策扰动较大，但更多在贸易流向改变，届时万华化学 MDI 全球市占率有望接近 40%，利好规模企业盈利。
- **盈利预测与估值：**维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计分别实现 131.05、169.91、236.88 亿元，当前市值对应 PE 估值分别为 15X、11X、8X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新项目投产不及预期；下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	182,069	144,226	197,794	245,333	301,309
同比增长率 (%)	3.8	-2.3	8.6	24.0	22.8
归母净利润 (百万元)	13,033	9,157	13,105	16,991	23,688
同比增长率 (%)	-22.5	-17.5	0.5	29.7	39.4
每股收益 (元/股)	4.15	2.92	4.19	5.43	7.57
毛利率 (%)	16.2	13.4	14.4	14.6	15.9
ROE (%)	13.8	8.7	12.2	13.6	16.0
市盈率	15		15	12	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

1. 三大板块经营情况

2025 年三季度海外供给扰动，MDI/TDI 景气冲高回落。根据科思创公告，科思创德国基地 TDI 30 万吨 7 月 16 日宣布不可抗力停产，同时根据公司公告，7 月 22 日公司匈牙利 BC 40 万吨 MDI、25 万吨 TDI 陆续停产检修 30 天，欧洲 TDI 供给端支撑力度较强，景气明显回暖。根据天天化工统计，主要产品纯 MDI、聚合 MDI、TDI Q3 市场均价分别为 17499、15497、14551 元/吨，环比分别变动+0.6%、-1.4%、+26.4%。产销量来看，公司 Q3 聚氨酯板块产销基本平稳，产、销量分别为 156、155 万吨，同比分别增长 13%、9.9%，环比分别变动+3.3%、-1.9%。25Q3 聚氨酯板块营收 182.55 亿元，同环比分别小幅下滑 2.8%、1.1%。公司是目前全球最大的 MDI 和 TDI 的供应商，后续福建仍有 70 万吨 MDI 项目规划，预计 2026 年落地，巩固公司全球话语权。

Q3 石化价差略有修复，蓬莱及乙烯二期项目放量，引进战略投资保障原料来源。25 年三季度来看，石化成本端明显缓解，根据百川资讯，丙烷、纯苯 25Q3 市场均价分别为 4102、5976 元/吨，环比分别下滑 6.9%、2%，C3 产业链丙烯-1.22*丙烷价差环比明显走扩。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，2025 年万华烟台 120 万吨乙烯二期项目一次开车成功，支撑规模快速提升，Q3 石化业务产、销量环比分别提升 18.8%、15.1%，实现营业收入 243.86 亿元，环比提升 31%。同时烟台石化拟采用增资扩股方式引进拥有丰富 LPG 资源的科威特作为战略投资者，在当前外部环境不确定下，有望保证原料的长期稳定供应。

新材料板块项目顺利推进，板块规模有望维持增长。2022 下半年 48 万吨/年双酚 A 项目、4 万吨/年尼龙 12 项目计划陆续投产，烟台 IPDI 产业链完成中间体配套重启成功。24 年 20 万吨 POE 项目建成，顺利弥补国家产业空白，4.8 万吨/年柠檬醛及其衍生物一体化项目成功投产，不断扩展新兴业务领域。2025 年一季度 1 万吨/年 VA 项目全产业链贯通投产，打破国际技术垄断。2025 年前三季度板块营收同比增长 19.06%至 238.11 亿元，产、销量分别同比增长 30.34%、29.58%。后续来看，25 年 POE 二期 40 万吨项目有望落地，同时加大布局 ADI 类优势产品，规划 10 万吨/年 HDI、2 万吨/年 IPDI 及 2 万吨/年 HMDI，公司有望自身石化平台优势，打造未来新材料平台企业。

图 1：公司主要产品价格价差

分类	产品名称	单位	最新价格及分位数		涨跌幅	季度均价 (均价差)								环比25Q2 同比24Q3		历史年度均价			历史分位数			
			2025/10/24			一周	一月	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	环比25Q2	同比24Q3	2024	2023	2022	2024	2023	2022
聚氨酯	纯MDI挂牌价	元/吨	23500	48%	0.0%	2.2%	21891	22505	21994	22424	23000	24523	24692	-2.7%	-4.8%	23655	23469	23305	49%	48%	47%	
	聚合MDI挂牌价	元/吨	18000	32%	0.0%	-10.0%	19957	21000	20267	20000	20000	18549		-5.0%	-0.2%	19639	18632	20117	39%	35%	40%	
	纯MDI市场价	元/吨	18350	20%	0.8%	3.4%	17499	17387	18739	18672	18509	20348	20348	0.6%	-5.5%	19109	19883	20809	23%	26%	29%	
	聚合MDI市场价	元/吨	14400	15%	0.0%	-6.2%	15457	15723	17918	18178	17446	17086	16097	-1.4%	-11.2%	17205	15800	17205	23%	19%	23%	
	TDI	元/吨	13300	9%	0.0%	-1.8%	14551	11514	13209	12880	13466	14793	16724	26.4%	8.1%	14346	17925	18202	11%	19%	20%	
	双酚A	元/吨	8300	10%	-2.1%	0.9%	7999	7366	8190	8725	8728	9109	9094	8.6%	-8.3%	8910	8667	10497	14%	22%	26%	
石化	硬泡聚醚	元/吨	8150	5%	-1.8%	0.6%	8071	8080	8441	8883	9203	9484	9563	-0.1%	-12.3%	9279	8880	10294	19%	26%	31%	
	丙烷	元/吨	6015	29%	-2.4%	-7.1%	6453	6564	6866	6932	6922	6895	6843	-1.7%	-6.8%	6899	6959	7743	41%	41%	52%	
	MTBE	元/吨	5010	31%	-1.3%	-2.7%	5149	5343	5973	5593	6393	7142	6752	-3.6%	-19.5%	6446	7297	7426	57%	73%	75%	
	环氧乙烷	元/吨	6700	7%	0.0%	0.0%	6700	6700	6700	6700	6700	6700	6608	0.0%	0.0%	6677	6508	7358	7%	6%	13%	
	环氧丙烷	元/吨	7775	10%	-4.8%	-0.6%	7669	7503	7942	8668	8874	9402	9180	2.2%	-13.6%	9030	9604	10365	19%	23%	29%	
	丙烯酸	元/吨	6200	12%	-5.3%	-3.1%	6295	6878	7397	6740	6300	6486	6002	-8.5%	-0.6%	6300	6315	10308	14%	13%	40%	
	丙烯酸甲酯	元/吨	7200	12%	-1.4%	-6.5%	7899	11252	11028	9726	8127	8590	9134	-29.8%	-2.8%	8895	9533	14872	25%	30%	72%	
	丙烯酸乙酯	元/吨	9100	19%	-0.5%	-0.5%	9530	10032	9968	9272	9608	9076	9178	-5.0%	-0.8%	9284	9871	13263	21%	26%	56%	
	丙烯酸丁酯	元/吨	7025	8%	-4.4%	-9.6%	7490	8218	9201	8796	8834	9199	9336	-8.9%	-15.2%	9040	9237	11833	23%	24%	43%	
	TBA	元/吨	4800	0%	0.0%	0.0%	5153	5660	6321	6768	7392	7539	6951	-9.0%	-30.3%	7136	7227	7363	24%	23%	28%	
	NPG	元/吨	6500	0%	-4.4%	-5.8%	7932	10108	10904	9915	10386	10821	9967	-21.5%	-23.6%	10272	9674	13099	26%	22%	46%	
	丁二烯	元/吨	8390	21%	-2.7%	-8.3%	9379	9739	11945	11263	13218	12118	10412	-3.7%	-29.0%	11787	8433	8931	35%	21%	23%	
	异丁烯	元/吨	7870	25%	-2.7%	-3.1%	7996	8802	9836	8733	9963	11613	10620	-9.2%	-19.7%	10228	11513	11605	51%	65%	66%	
	苯乙烯	元/吨	6545	23%	0.8%	-5.4%	7289	7665	8408	8859	9405	9574	8991	-4.9%	-22.5%	9212	8415	9306	51%	42%	52%	
	LLDPE	元/吨	7400	15%	0.0%	0.0%	7400	7620	8265	8543	8346	8503	8372	-2.9%	-11.3%	8441	8184	8589	26%	23%	27%	
乙烯进PVC	元/吨	5039	0%	-0.2%	-2.2%	5191	5155	5465	5666	5957	6000	6027	0.7%	-12.9%	5912	6329	7963	8%	12%	27%		
精细化工及新材料	PC	元/吨	12400	1%	-1.2%	0.8%	12529	13301	14004	14309	14940	15316	14795	-5.8%	-16.1%	14839	15521	19269	10%	13%	27%	
	TPU	元/吨	12600	0%	0.0%	0.0%	12678	13463	14318	14525	15511	15700	15555	-5.8%	-18.3%	15321	15755	20595	13%	15%	38%	
	SAP	元/吨	8500	3%	0.0%	0.6%	8562	8900	8977	8815	8819	8985	8942	-3.8%	-2.9%	8890	9541	12570	8%	18%	61%	
	MMA	元/吨	9800	15%	-2.0%	-5.5%	9727	10320	11551	11620	15166	15525	13005	-5.7%	-35.9%	13857	11318	11789	37%	23%	25%	
	PMMA	元/吨	14130	4%	0.0%	3.1%	13890	15897	18175	18971	19377	18871	16506	-12.6%	-28.3%	18435	14910	15679	37%	10%	16%	
	HDI	元/吨	27000	0%	0.0%	-7.7%	29226	29250	29250	29250	29087	30368	35330		0.1%	0.5%	30999	41366	71015	5%	16%	50%
	IPDI	元/吨	54000	20%	0.0%	0.0%	54000	50500	37833	37000	37000	40429	46022	6.9%	45.9%	40096	49710	69745	4%	15%	38%	
	丙烷	元/吨	3814	36%	1.0%	-10.1%	4102	4408	4562	4601	4696	4576	4470	-6.9%	-12.6%	4586	4479	5057	47%	45%	54%	
	烟碱	元/吨	765	14%	2.7%	7.7%	673	643	737	837	854	858	914	4.6%	-21.2%	866	981	1246	19%	24%	37%	
	动力电池	元/吨	585	13%	1.7%	7.3%	532	498	564	650	661	663	701	6.8%	-19.5%	669	744	957	18%	23%	35%	
主要产品价格	纯苯	元/吨	5345	38%	-1.4%	-5.5%	5976	6099	7358	7432	8504	9030	8246	-2.0%	-29.7%	8301	7251	8102	70%	58%	68%	
	MDI加股份-0.63*纯苯	元/吨	12092	15%	0.8%	-2.3%	12334	12375	13526	13660	12421	11947	12160	-0.3%	-0.7%	12547	12407	13182	16%	16%	18%	
	MDI加股份-0.75*纯苯	元/吨	9461	15%	0.5%	-6.1%	10379	10421	11260	10885	9758	8417	8975	-0.4%	6.4%	9534	8359	9265	15%	11%	14%	
	TDI-0.65*甲苯	元/吨	9953	7%	0.5%	-1.2%	10976	7855	9039	9031	8943	9830	12076	39.7%	22.7%	9872	12020	13358	7%	15%	15%	
	丙烷-1.22*丙烷	元/吨	719	27%	-20.2%	25.2%	737	410	528	489	391	523	662	79.5%	88.6%	516	723	698	23%	27%	27%	
	环氧丙烷-0.8*丙烷	元/吨	2955	9%	-8.7%	11.7%	2498	2266	2451	3159	3330	3876	3684	10.2%	-25.0%	3512	4055	4184	14%	19%	20%	
	丙烯酸-0.71*丙烷	元/吨	1922	13%	-11.7%	6.6%	1703	2207	2513	1843	1413	1578	1134	-22.8%	20.5%	1492	1374	4802	10%	9%	37%	
	丙烯酸甲酯-0.89*丙烷	元/吨	1682	14%	14.4%	-16.1%	2280	5118	4459	3730	2504	2820	3763	-55.5%	-9.0%	3207	3913	5698	32%	41%	63%	
	丙烯酸乙酯-0.82*丙烷	元/吨	4016	37%	6.3%	2.9%	4362	4410	3911	3732	4416	3781	4230	-1.1%	-1.2%	4044	4693	4811	38%	46%	47%	
	丙烯酸丁酯-0.59*丙烷	元/吨	3367	20%	-3.4%	-15.8%	2322	2578	3134	3271	3630	3898	4399	-9.9%	-36.0%	5270	5512	5751	43%	46%	48%	

资料来源：百川资讯价格模块，卓创资讯价格模块，申万宏源研究

图 2：公司 MDI 挂牌价变化

MDI挂牌价(元/吨)	年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
纯MDI	2025年	20500	21500	22500	22500	22500	22500	20500	22000	23000	23500		
	2024年	24500	24500	25200	25200	25200	23000	23000	24000	24000	21500	22000	22000
	2023年	20500	22500	24500	22000	22800	23300	23300	24300	24500	24500	24500	24500
	2022年	22500	23800	26800	25800	24800	22800	23800	22300	21000	23000	23000	20000
	2021年	24000	24000	28000	28000	23000	21800	21800	23800	23800	23800	23800	23800
	2020年	18700	18700	18700	16700	15800	16500	16500	17000	18000	19800	28000	28000
	2019年	23700	23700	24700	26200	27200	23700	20000	20700	21700	21700	22000	22000
	2018年	29000	30000	31700	31700	31200	30700	30700	31200	31200	29200	26200	24400
	2017年	22200	23200	25700	28200	28200	27200	25700	25700	27700	29800	29800	29800
	2016年	16600	16600	17600	18600	19200	19400	19400	19400	17700	18500	19800	20800
聚合MDI（直销）	2025年	20000	20000	21000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	18000		
	2024年	18000	18000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	20000
	2023年	16800	17800	19800	19800	18800	18800	18800	19500	19500	18000	18000	18000
	2022年	21500	22800	22800	22800	21800	19800	19800	18500	17500	19800	17800	16800
	2021年	20500	20500	28000	25500	22000	19600	19600	20600	20600	23000	23000	21500
	2020年	14000	14000	14000	14000	14000	14500	14500	15500	17000	19600	25000	25000
	2019年	12800	13500	15500	18300	19500	15000	15000	15000	15500	16000	16000	16000
	2018年	28800	26000	24500	22500	23000	23500	21500	22500	20000	16000	14500	13500
	2017年	22000	24000	27000	26000	23000	23000	23000	24000	28500	35000	29800	28800
	2016年	12000	10500	11500	12500	13500	14200	14200	13500	15000	17300	20000	20000

资料来源：公司公告，百川资讯，申万宏源研究

2. 2025 年三季报分析

资本开支方面：公司 2025 年前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 237.53 亿元，同比减少 60.01 亿元。当前大额资本开支周期接近尾声，现金流压力有望缓解。

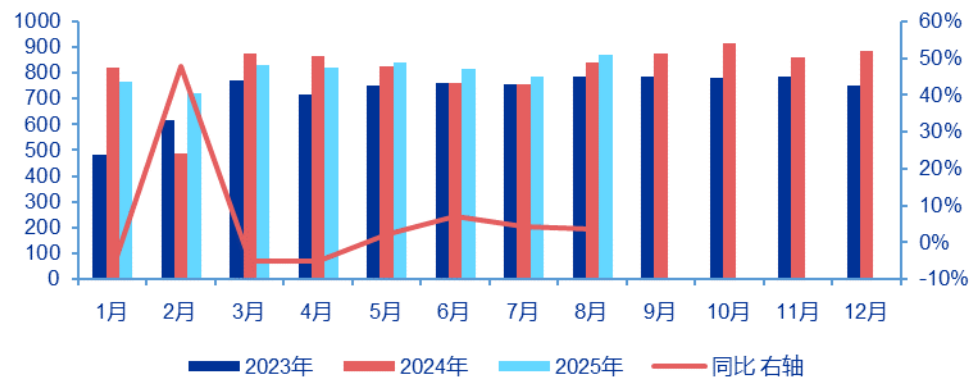
现金流方面：公司 2025 年前三季度经营性现金流净流入 170.22 亿元，其中 Q3 经营性现金流净流入 64.93 亿元，现金流保持良好水平。

费用方面：公司 25Q3 销售/管理/研发/财务费用分别为 4/5.63/10.6/9 亿元，环比分别变动+0.45/+1.25/-0.8/+8.8 亿元。其中，财务费用受美元贬值影响，环比提升较多；管理费用虽然环比有一定提升，但随降本增效体现，整体回落。

3. 冰箱及出口数据

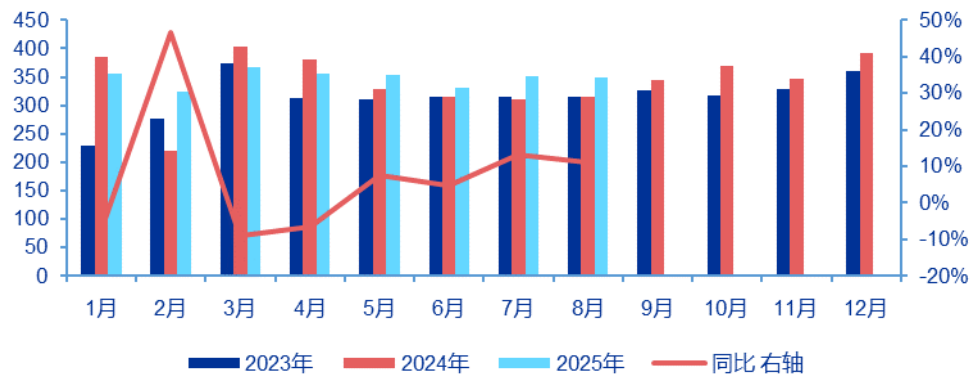
2025 年冰箱冷柜整体需求同比增长，7-8 月份出口环比提升。从国内需求来看，根据产业在线统计，2025 年 1-8 月占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业出口需求进一步增长，累计出口数量达 3626 万台，同比增加 3.4%，1-8 月产量达 6454 万台，同比增加 3.5%。7-8 月出口环比回升，带动累计产量达 1658 万台，同比增加 3.9%。冷柜产销两端同样旺盛，2025 年 1-8 月累计产量达 2788 万台，同比增加 4.8%。其中 7-8 月冰柜累计产量达 702 万台，同比增加 12.1%。2025 年 1-8 月家电行业需求保持稳健，MDI 国内需求基本盘稳固。

图 3：国内冰箱月度产量（万台）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

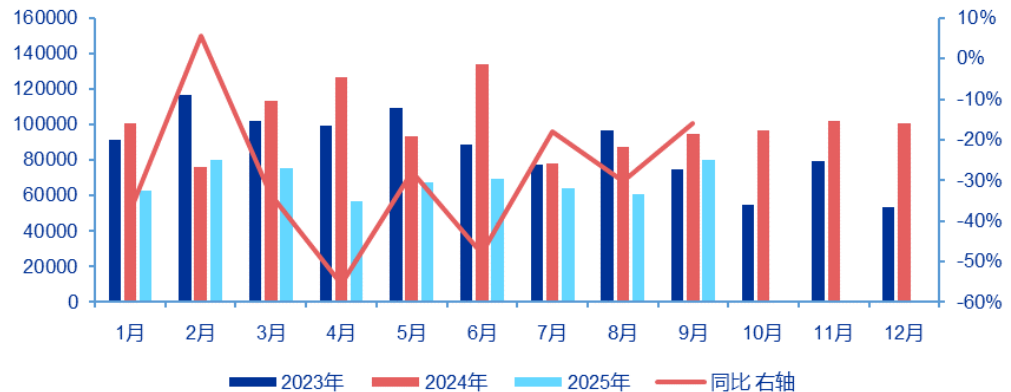
图 4：国内冷柜月度产量（万台）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

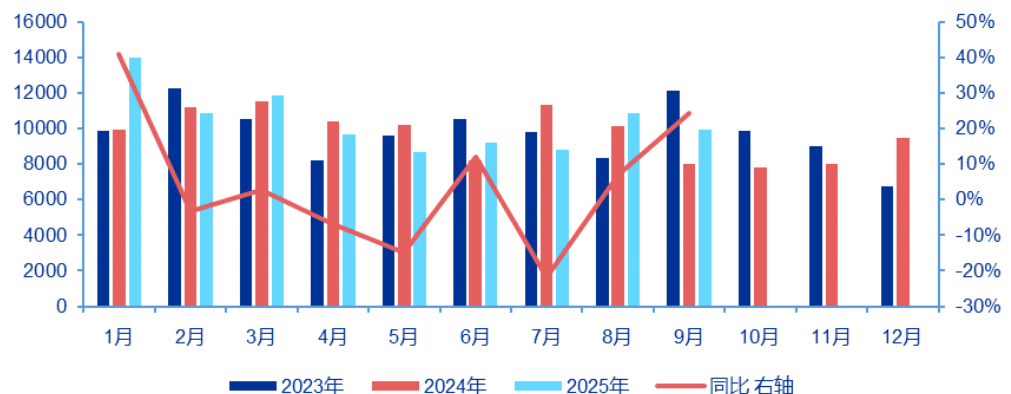
受海外地缘政治影响，MDI 出口持续承压。根据海关统计，25Q1-Q3 MDI 出口持续承压，聚合 MDI 出口 61.7 万吨，同比下滑-31.7%，纯 MDI 出口 9.4 万吨，同比增长 3.3%。其中 25Q3 聚合 MDI 出口 20.5 万吨，同比下滑 21.3%，纯 MDI 出口 3.0 万吨，同比增长 0.6%。按照省份数据，25Q1-Q3 山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 45.9 万吨，同比下滑 40.50%，纯 MDI 整体出口 7.8 万吨，同比增长 2.2%。其中 25Q3 山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 15.6 万吨，同比下滑 29.8%，纯 MDI 出口 2.5 万吨，同比增长 1.0%。在美国关税政策影响下，MDI 直接出口和下游制造业出口双双受挫，叠加美国对万华 MDI 反倾销税政策落地，国内 MDI 出口持续承压。从中长期来看，国内 MDI 成本优势仍具备全球竞争力，短期关税及反倾销更多在于产品贸易流向转变，核心竞争力不变。

图 5：聚合 MDI 出口数据（吨）



资料来源：百川资讯进出口模块，申万宏源研究

图 6：纯 MDI 出口数据（吨）



资料来源：百川资讯进出口模块，申万宏源研究

4. 展望

9-10月MDI旺季不旺，后续即将进入检修高峰，预计MDI价格逐步企稳。25年“金九银十”旺季不旺，叠加海外贸易扰动再起，终端需求持续疲软，拖累产品景气近期回落。四季度来看，国内万华宁波、科思创及巴斯夫装置有检修计划，海外日本东曹20万吨装置已进入检修状态，供给端挺价情绪较高。短期来看，MDI行业预计维持供强需弱格局，景气触底有望修复。长期看，未来新增产能投放仍以万华为主，虽然出口受政策扰动较大，但更多在贸易流向改变，届时万华化学MDI全球市占率有望接近40%，利好规模企业盈利。

图 7：当前全球各 MDI 装置检修及低负运行情况

	企业	装置位置	产能 (万吨)	开工情况	检修计划及其他情况
国内	万华化学	浙江宁波	150	100%	据悉11月中旬有例行检修计划
		山东烟台	110	100%	
		福建	80	低负运行	装置低负运行
	科思创	上海	60	95%	据悉12月有例行检修计划
	巴斯夫	重庆	40	100%	计划12月装置检修
		上海	24	100%	
	亨斯迈	上海	35	100%	
	东曹瑞安	浙江瑞安(仅精馏)	8	80%	装置降负运行
亚洲其他	中东陶氏	沙特朱拜勒	40	正常运行	今年无检修计划
	日本东曹	日本南阳	7	100%	
		日本南阳	13	100%	
		日本南阳	20	0%	9月13日~11月初装置检修
	锦湖三井	韩国丽水	61	70%	20万吨/年产线9月上旬开始处于检修中，时长约20-30天左右。剩余产线运行正常
	科思创	日本新居滨	7	100%	
	巴斯夫	韩国丽水	25	100%	
	KARUN	伊朗德黑兰	8	60%	
美洲	巴斯夫	盖思马	40	100%	
	科思创	贝墩	33	正常运行	
	陶氏	自由港	44	正常运行	
	亨斯迈	盖思马	50	正常运行	
欧洲	巴斯夫	比利时	65	正常运行	
	科思创	德国	42	正常运行	
		德国	20	正常运行	
		西班牙	17	正常运行	
	亨斯迈	荷兰	47	正常运行	
	陶氏	葡萄牙	19	正常运行	
		德国	20	正常运行	
	万华化学	匈牙利	40	正常运行	
检修产能	40	不可抗力产能	0	待检修产能	250

资料来源：天天化工，隆众资讯，申万宏源研究

联合科威特，携手阿布扎比，石化业务边际将明显改善。根据公司公告，8月28日万华石化正式完成工商变更，科威特石化工业公司取得子公司25%股权，一方面提升公司石化原料供应的安全稳定性，另一方面助力科威特“油转化”，实现双向共赢。同时，公司与阿布扎比合资福建规划160万吨乙烷项目，短期乙烷或受海外贸易环境扰动，但长期来看乙烷原料价格相比丙烷、石脑油及CTO工艺均有明显的成本优势，叠加后续高端牌号烯烃产品占比有望提升，公司未来石化板块盈利有望得到明显改善。

新能源领域全产业布局，第二成长曲线布局逐步完善。公司第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发。回收方面，公司废旧电池拆解、黑粉资源化及5万吨负极粘合剂项目环评公示，打造新能源全产业链布局；资源方面，收购安纳达及六国化工，同时年

内通过子公司万华电池 11.59 亿收购新桥矿业 30%股权，不断完善上游原料产业链，第二成长曲线培育路线日渐清晰。

高研发投入支撑长期发展，看好万华全面发展成为全球化工行业领军者。公司未来成长目标清晰，各大基地 5 年维度的规划陆续浮出水面，烟台、福建基地将持续打造一体化园区，眉山基地新能源材料技术研发顺利推进；公司每年 40 亿级别研发投入做强劲技术支撑，长期看好万华全面发展成为平台型化工新材料公司，成长为全球化工行业领军者。

表 1：公司重要项目投产时间表及中枢利润测算（25-26 年）

预估投产时间	计划产品	计划产能(万吨)	已有产能(万吨)	投资额(亿元)	单吨中枢利润(元/吨)	预计利润(亿元)	扩建地点
2025	乙烯二期	120	100	176	700	8.4	烟台
2025	VA	1	0	14.9	5000	0.5	烟台
2025	TDI	36	91	42	2500	9	福建
2025	POE	40	20	包含在乙烯二期项目中	2000	8	烟台
2026	乙烯一期技改	100	220	未披露	1500	15	烟台
2026	MDI	70	350	2.2	4000	28	福建
2026	HDI	10	13	12	6000	6	宁波
2026	IPDI	2	3	10	8000	1.6	烟台
合计				488		77	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	175,361	182,069	197,794	245,333	301,309
其中：营业收入	175,361	182,069	197,794	245,333	301,309
减：营业成本	145,926	152,643	169,232	209,472	253,300
减：税金及附加	960	1,084	1,187	1,343	1,649
主营业务利润	28,475	28,342	27,375	34,518	46,360
减：销售费用	1,346	1,619	1,780	1,884	2,313
减：管理费用	2,450	3,023	3,362	4,171	4,210
减：研发费用	4,081	4,550	4,945	5,709	7,012
减：财务费用	1,676	2,094	1,852	2,007	1,948
经营性利润	18,922	17,056	15,436	20,747	30,877
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-43	-203	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-135	-740	0	0	0
加：投资收益及其他	1,564	1,890	1,543	1,309	83
营业利润	20,389	17,966	17,018	22,096	30,960
加：营业外净收入	-379	-1,042	0	0	0
利润总额	20,010	16,924	17,018	22,096	30,960
减：所得税	1,710	2,133	2,145	2,813	4,072
净利润	18,300	14,791	14,873	19,283	26,888
少数股东损益	1,484	1,758	1,768	2,292	3,200
归属于母公司所有者的净利润	16,816	13,033	13,105	16,991	23,688

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。