

# 万华化学 (600309. SH)

## MDI 产品景气回暖，锂电材料、新材料加速放量

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林  
证券分析师： 薛聪

### ◆ 基础化工 · 化学制品

010-88005379  
010-88005107  
yanglin6@guosen.com.cn  
xuecong@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520120002  
执证编码：S0980520120001

### 事项：

**事件：**11月下旬以来，全球主要聚氨酯企业相继上调 MDI 和 TDI 产品价格，覆盖多个区域市场。公司 12 月初以来分别上调拉丁美洲、中东、非洲、土耳其、东南亚、南亚地区 MDI 或 TDI 价格 200–300 美元/吨，匈牙利 BC 也宣布对所有 MDI 产品涨价 300 欧元/吨。

### 国信化工观点：

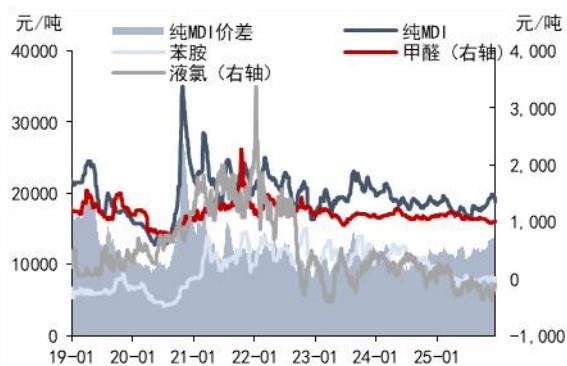
- 1) **受海外、国内多装置减产影响，MDI 价格上行：**截至 12 月 15 日，聚合 MDI 市场价格上涨至 15050 元/吨，较上周上涨 100 元/吨，较上月上涨 500 元/吨；聚合 MDI 市场价格 19300 元/吨，较上周下跌 200 元/吨，较上月上涨 300 元/吨。自 12 月 8 日起，万华化学上调中东、非洲和土耳其纯 MDI、聚合 MDI 价格 350 美元/吨。12 月 9 日沙特 40 万吨 MDI 装置计划 2026 年 1 月初开始停车检修，预计持续时间 1 个月左右；12 月 12 日因上游原料氯气供应短缺及设备检修，巴斯夫位于比利时安特卫普年产 65 万吨的 MDI 装置低负运行，预计将长期低负运行至明年 3 月装置检修结束后。万华福建 MDI 技改扩能项目预计将于 2026 年二季度新增 70 万吨产能，万华福建第二套 33 万吨 TDI 项目预计今年建成投产，届时 MDI 和 TDI 产能将分别达 450 和 144 万吨。
- 2) **美国开启降息周期，有望拉动美国地产需求：**美联储在 2025 年 9 月、10 月、12 月分别降息 25bp，年内合计降息已达 75bp，目前基准利率为 3.50%–3.75% 区间，并且从 12 月 1 日起停止缩表。美联储在 2026 年有望累计降息 50bp，基准利率降至 3.00%–3.25% 区间。美联储降息有望刺激美国住房去库存及销售，开发商重启新房意愿有望增强，带动对于 MDI 的需求拉动。
- 3) **公司 100 万吨/年乙烯一期装置技改即将完成，有望显著降低成产成本：**公司采用乙烷、石脑油混合进料的 120 万吨/年的第二套乙烯装置已在 2025 年 4 月开车成功，采用丙烷进料的第一套乙烯装置 6 月起进行进料改造，改造完成后改原料由丙烷变为乙烷，乙烷的价格相对较低、乙烷裂解制乙烯的收率更高、物耗、能耗及碳排放相对较低，公司使用乙烷作为原料可以显著降低成本，同时公司与科威特 KPC 合资，锁定低成本原料与海外渠道，有望提高石化业务盈利能力。
- 4) **公司大力发展锂电材料，自研成果加速转化：**公司将电池材料业务作为第二增长曲线进行培育，主要聚焦磷酸铁锂、连续石墨化负极业务，第四代磷酸铁锂产品已经实现量产供应，第五代磷酸铁锂产品完成定型首发，2027 年有望实现 100 万吨磷酸铁+100 万吨磷酸铁锂产能规模。精细化工方面，公司 ADI 业务深化全球化布局以提升抗风险能力，MS 树脂装置已实现规模化生产填补国内高端光学级空白，维生素 A 全产业链贯通切入营养健康领域。公司坚持产品差异化战略，受益于新质生产力战略支持及新能源产业需求拉动，高附加值产品矩阵持续完善，为长期增长奠定基础。
- 5) 公司是聚氨酯行业龙头，由于近期聚氨酯价格持续上涨，我们维持公司 2025 年并上调公司 2026、2027 年归母净利润预测为 125.6/158.7/176.2 亿元（原值为 125.6/140.6/143.1 亿元），对应 EPS 为 4.00/5.05/5.61 元，当前股价对应 PE 为 18.9/14.9/13.5X，维持“优于大市”评级。

## 评论：

### ◆ 受海外、国内多装置减产影响，MDI 价格上行

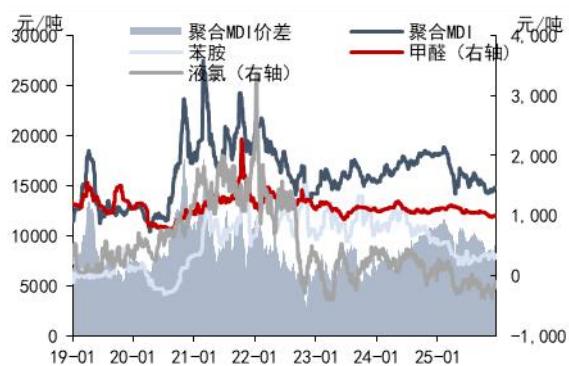
截至 12 月 15 日，聚合 MDI 市场价格上涨至 15050 元/吨，较上周上涨 100 元/吨，较上月上涨 500 元/吨；聚合 MDI 市场价格 19300 元/吨，较上周下跌 200 元/吨，较上月上涨 300 元/吨。自 12 月 8 日起，万华化学上调中东、非洲和土耳其纯 MDI、聚合 MDI 价格 350 美元/吨。12 月 9 日沙特 40 万吨 MDI 装置计划 2026 年 1 月初开始停车检修，预计持续时间 1 个月左右；12 月 12 日因上游原料氯气供应短缺及设备检修，巴斯夫位于比利时安特卫普年产 65 万吨的 MDI 装置低负运行，预计将持续低负运行至明年 3 月装置检修结束后。万华福建 MDI 技改扩能项目预计将于 2026 年二季度新增 70 万吨产能，万华福建第二套 33 万吨 TDI 项目预计今年建成投产，届时 MDI 和 TDI 产能将分别达 450 和 144 万吨。

图1：聚合 MDI 价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：纯 MDI 价格与价差（元/吨）



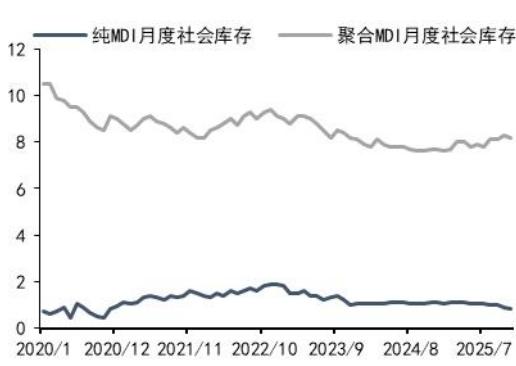
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：TDI 价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：聚合及纯 MDI 月度社会库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图5: 聚合MDI月度进出口量(万吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图6: 纯MDI月度进出口量(万吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图7: 聚合及纯MDI月度产量(万吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图8: 聚合及纯MDI月度表观消费量(万吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 美国开启降息周期，有望拉动美国地产需求

美联储在2025年9月、10月、12月分别降息25bp，年内合计降息已达75bp，目前基准利率为3.50%-3.75%区间，并且从12月1日起停止缩表。美联储在2026年有望累计降息50bp，基准利率降至3.00%-3.25%区间。美联储降息有望刺激美国住房去库存及销售，开发商重启新房意愿有望增强，带动对于MDI的需求拉动。

### ◆ 公司100万吨/年乙烯一期装置技改即将完成，有望显著降低生产成本

公司采用乙烷、石脑油混合进料的120万吨/年的第二套乙烯装置已在2025年4月开车成功，采用丙烷进料的第一套乙烯装置6月起进行进料改造，改造完成后改原料由丙烷变为乙烷，乙烷的价格相对较低、乙烷裂解制乙烯的收率更高、物耗、能耗及碳排放相对较低，公司使用乙烷作为原料可以显著降低成本，同时公司与科威特KPC合资，锁定低成本原料与海外渠道，有望提高石化业务盈利能力。

### ◆ 公司大力发展锂电材料，自研成果加速转化

公司将电池材料业务作为第二增长曲线进行培育，主要聚焦磷酸铁锂、连续石墨化负极业务，第四代磷酸铁锂产品已经实现量产供应，第五代磷酸铁锂产品完成定型首发，2027年有望实现100万吨磷酸铁+100万吨磷酸铁锂产能规模。精细化工方面，公司ADI业务深化全球化布局以提升抗风险能力，MS树脂装置已

实现规模化生产填补国内高端光学级空白，维生素 A 全产业链贯通切入营养健康领域。公司坚持产品差异化战略，受益于新质生产力战略支持及新能源产业需求拉动，高附加值产品矩阵持续完善，为长期增长奠定基础。

### ◆ 投资建议

公司是聚氨酯行业龙头，由于近期聚氨酯价格持续上涨，我们维持公司 2025 年并上调公司 2026、2027 年归母净利润预测为 125.6/158.7/176.2 亿元(原值为 125.6/140.6/143.1 亿元)，对应 EPS 为 4.00/5.05/5.61 元，当前股价对应 PE 为 18.9/14.9/13.5X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(百万元)	EPS			PE			PB(MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	29.69	63,038.40	1.84	1.60	1.89	16.1	18.6	15.7	1.9
002493.SZ	荣盛石化	无评级	9.66	96,498.01	0.08	0.19	0.35	120.8	50.2	27.4	2.2
600309.SH	万华化学	优于大市	75.54	236,475.83	4.15	4.00	5.05	18.2	18.9	14.9	2.2

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 12 月 18 日，荣盛石化盈利预测及估值来自 Wind 一致预期）

### ◆ 风险提示

项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

### 相关研究报告：

《万华化学（600309.SH）-三季度归母净利同比提升，聚氨酯产能有序扩张》——2025-10-27

《万华化学（600309.SH）-二季度扣非归母净利环比提升，费用控制显效》——2025-08-12

《万华化学（600309.SH）-业绩短期承压，聚氨酯龙头有序扩张》——2025-04-15

《万华化学（600309.SH）-全球 MDI 厂家纷纷涨价，需求支撑行业景气度上行》——2025-02-08

《万华化学（600309.SH）-三季度归母净利下滑，新项目稳步推进》——2024-10-29

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	23710	24533	22411	23551	23498	营业收入	175361	182069	197727	217104	235580
应收款项	10125	13634	13111	14396	16295	营业成本	145926	152643	167574	180891	195767
存货净额	20650	24107	24604	26080	28608	营业税金及附加	960	1084	1177	1292	1402
其他流动资产	7380	7716	8350	9168	9960	销售费用	1346	1619	1440	1604	1717
<b>流动资产合计</b>	<b>61864</b>	<b>69990</b>	<b>68476</b>	<b>73196</b>	<b>78361</b>	管理费用	2450	3023	2535	2817	2989
固定资产	149218	181987	203478	222592	237536	研发费用	4081	4550	4266	4686	5046
无形资产及其他	10786	11971	11492	11013	10534	财务费用	1676	2094	4002	4746	5093
投资性房地产	24126	19734	19734	19734	19734	投资收益	621	709	579	636	642
长期股权投资	7046	9651	11363	13074	15084	资产减值及公允价值变动	(54)	(816)	(435)	(435)	(562)
<b>资产总计</b>	<b>253040</b>	<b>293333</b>	<b>314543</b>	<b>339609</b>	<b>361249</b>	其他收入	(3180)	(3533)	(4266)	(4686)	(5046)
短期借款及交易性金融负债	52060	46739	66285	79229	82343	营业利润	20389	17966	16878	21270	23645
应付款项	45594	69136	62920	66693	76234	营业外收支	(379)	(1042)	(573)	(665)	(760)
其他流动负债	11004	10208	11645	12361	13039	<b>利润总额</b>	<b>20010</b>	<b>16924</b>	<b>16305</b>	<b>20605</b>	<b>22885</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>108657</b>	<b>126083</b>	<b>140850</b>	<b>158283</b>	<b>171616</b>	所得税费用	1710	2133	2055	2597	2884
长期借款及应付债券	39811	51576	51576	51576	51576	少数股东损益	1484	1758	1694	2141	2378
其他长期负债	10118	12174	14101	16028	17998	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16816</b>	<b>13033</b>	<b>12556</b>	<b>15868</b>	<b>17623</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>49929</b>	<b>63750</b>	<b>65677</b>	<b>67604</b>	<b>69574</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>158586</b>	<b>189833</b>	<b>206527</b>	<b>225887</b>	<b>241190</b>	<b>净利润</b>	<b>16816</b>	<b>13033</b>	<b>12556</b>	<b>15868</b>	<b>17623</b>
少数股东权益	5798	8874	9411	10089	10843	资产减值准备	(56)	605	439	126	100
股东权益	88656	94626	98604	103632	109216	折旧摊销	10136	11835	15309	19511	22118
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>253040</b>	<b>293333</b>	<b>314543</b>	<b>339609</b>	<b>361249</b>	公允价值变动损失	54	816	435	435	562
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	1676	2094	4002	4746	5093
每股收益	5.36	4.15	4.00	5.05	5.61	营运资本变动	(1718)	22497	(3022)	2964	7071
每股红利	2.87	3.60	2.73	3.45	3.83	其它	746	(373)	98	552	653
每股净资产	28.24	30.14	31.41	33.01	34.79	<b>经营活动现金流</b>	<b>25977</b>	<b>48413</b>	<b>25815</b>	<b>39456</b>	<b>48127</b>
ROIC	11.18%	8.29%	7%	8%	9%	资本开支	0	(43842)	(37195)	(38708)	(37244)
ROE	18.97%	13.77%	13%	15%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	16%	15%	17%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(817)</b>	<b>(46447)</b>	<b>(38906)</b>	<b>(40419)</b>	<b>(39254)</b>
EBIT Margin	12%	11%	10%	12%	12%	权益性融资	(92)	957	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	18%	21%	22%	负债净变化	23842	8365	0	0	0
收入增长	6%	4%	9%	10%	9%	支付股利、利息	(9002)	(11312)	(8578)	(10840)	(12039)
净利润增长率	4%	-22%	-4%	26%	11%	其它融资现金流	(50029)	3793	19546	12944	3113
资产负债率	65%	68%	69%	69%	70%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(20439)</b>	<b>(1143)</b>	<b>10968</b>	<b>2104</b>	<b>(8926)</b>
股息率	3.8%	4.8%	3.6%	4.6%	5.1%	<b>现金净变动</b>	<b>4721</b>	<b>823</b>	<b>(2123)</b>	<b>1141</b>	<b>(53)</b>
P/E	14.1	18.2	18.9	14.9	13.5	货币资金的期初余额	18989	23710	24533	22411	23551
P/B	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2	货币资金的期末余额	23710	24533	22411	23551	23498
EV/EBITDA	12.9	13.8	12.3	10.2	9.4	企业自由现金流	0	7227	(6785)	6328	16991
						权益自由现金流	0	19386	9264	15124	15653

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032