



公司研究 | 深度报告 | 万华化学 (600309.SH)

静水流深意，长风启锦程

报告要点

公司作为综合性化工龙头，业务比较多元化，涵盖聚氨酯、石化、精细化工及新材料三个板块，产品种类丰富，同时具备显著的成本领先优势。可以说，万华化学像一个缩小版的化工 ETF。我们在《供给优化，气势升腾——基础化工 2026 年度投资策略》报告中，判断化工有望迎来景气上行期，那么万华化学目前哪些产品景气位于底部？有无改善趋势？本篇报告我们详细梳理公司主要产品景气情况，看好公司景气向上的弹性。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王明

SAC: S0490521030001

SFC: BVA881

静水流深意，长风启锦程

引子：化工景气有望上行，万华化学有无转机？

公司是全球领先的综合性化工龙头，业务比较多元化，可以说，万华化学像一个缩小版的化工ETF。展望未来，全球及中国市场大环境或有积极变化，我们在 2026 年度投资策略中，判断化工有望迎来景气上行期，那么公司目前哪些产品景气位于底部？有无改善趋势？

公司主营业务：聚氨酯、石化、精细化工及新材料三足鼎立

公司目前的主营业务分为聚氨酯、石化及精细化工新材料三大板块。**聚氨酯**：公司对行业壁垒极高的 MDI 业务持续耕耘，在规模、技术、成本多维度实现了全球领先。根据公告，公司 MDI 总产能达到 380 万吨/年，TDI 总产能达到 144 万吨/年。**石化**：2020 年，公司乙烯一期项目全面投放；2025 年乙烯二期与蓬莱 PDH 项目投产，石化业务板块规模实现快速增长。**精细化工及新材料**：各项自研技术加速成果转化，电池材料持续加大研发投入，多项技术取得阶段性突破。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。

产品景气：存在分化，普遍位于底部，向上潜力大

化工景气处于底部，预计未来逐步上行，公司产品向上弹性巨大。2026 年 1 月 29 日，IMF 再次上调 2026 年全球 GDP 预期，全球经济增长预计有力带动化工行业消费。同时，国内多部委再提双碳政策，碳排放双控有望成为新的供给侧改革抓手，行业供给端存在放缓、优化的趋势。目前，公司各板块主要产品的价格价差情况存在一定分化，但普遍位于底部，在化工行业有望迎来景气上行的背景下，向上弹性巨大。

- **聚氨酯板块**：截至 2026 年 2 月 1 日，纯 MDI、聚合 MDI 自 2006 年 1 月 1 日以来的价差历史分位分别为 26.6% 和 21.4%，处于相对底部的位置，景气有望上行；TDI 自 2006 年 1 月 1 日以来的价差历史分位数为 37.6%，位于 30-50% 之间，目前价格处于上升通道，随着需求的抬升，TDI 有望保持高景气。
- **石化板块**：2022 年以来，行业产能增长过快，终端需求转弱，石化板块盈利承压。C3/C4 以及 C2 装置综合价差均大幅下滑，到达景气低位。截至 2026 年 2 月 1 日，细分产品中丙烯、乙烯、聚丙烯、聚乙烯自 2015 年以来的价差历史分位分别来到 19.3%、3.0%、6.8%、7.7%；环氧丙烷、丙烯酸、PVC 价差历史分位均在 30% 以下，静待景气修复。
- **精细化工及新材料板块**：六氟磷酸锂价格自 2025 年 8 月底开始上涨，截至 2026 年 2 月 1 日的价格历史分位仍在 50% 以上，供给紧缺下未来有望保持高景气；双酚 A、PC 自 2006 年 1 月 1 日以来的价差历史分位分别为 17.8% 和 26.2%，处于相对底部的位置，下游需求持续增长，景气有望上行。

投资建议：看好公司景气向上的弹性

公司作为综合性化工龙头，业务涵盖聚氨酯、石化、精细化工及新材料三个板块，产品种类丰富。我们在年度投资策略中，判断化工有望迎来景气上行期，当前公司三大业务线主要产品景气历史分位普遍位于底部，我们看好公司景气向上的弹性。维持“买入”评级。

风险提示

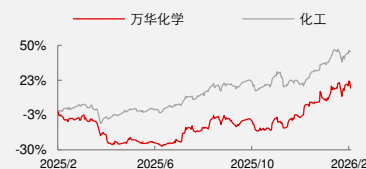
- 1、下游需求恢复不及预期；
- 2、原材料价格大幅波动；
- 3、技术风险；
- 4、安全事故风险；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	84.96
总股本(万股)	313,047
流通A股/B股(万股)	313,047/0
每股净资产(元)	33.59
近12月最高/最低价(元)	89.98/52.10

注：股价为 2026 年 2 月 13 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《底部盘整，蓄势待发》2025-10-30
- 《至暗时刻已过，龙头腾飞在即》2025-08-21
- 《盈利稳健，拐点趋势向上》2025-08-12


 更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引子：化工景气有望上行，万华化学有无转机？	5
公司主营业务：聚氨酯、石化、精细化工及新材料三足鼎立	7
产品景气：存在分化，普遍位于底部，向上潜力大	13
投资建议：看好公司景气向上的弹性	18
风险提示	19

图表目录

图 1：2014 年以来中国化工产品价格指数变化情况	5
图 2：公司股价走势（截至 2026 年 2 月 11 日）	5
图 3：公司估值处于历史底部位置（截至 2026 年 2 月 11 日）	5
图 4：公司上市以来归属净利润及增速	6
图 5：公司聚氨酯产业链	7
图 6：公司石化产业链	8
图 7：2020 年以来，公司持续强化研发投入	10
图 8：2015 年-2025H1 公司各板块营业收入占比	10
图 9：2015 年-2025H1 公司各板块毛利占比	10
图 10：化工价格指数不断波动	13
图 11：化学品（长江）板块毛利率周期波动	13
图 12：IMF 预测全球 GDP 实际增长率	13
图 13：公司聚醚-PO 价差（元/吨）	15
图 14：万华 C3/C4 产品综合价差	16
图 15：万华 C2 产品综合价差	16
图 16：公司主要产品景气象限图（价差 vs 开工）	17
图 17：公司主要产品景气象限图（价格 vs 开工）	17
表 1：公司聚氨酯业务产能明细	10
表 2：公司石化装置产能明细	10
表 3：公司精细化工及新材料板块产能明细	11
表 4：国内多部委再提双碳政策	14
表 5：公司聚氨酯板块主要产品景气情况表	15
表 6：公司石化板块主要产品景气情况表	15
表 7：公司精细化工及新材料板块主要产品景气情况表	16
表 8：公司主要产品业绩弹性（假定产品各上涨 1000 元/吨（含税））	18
表 9：公司收入和利润敏感性分析（亿元）	19

引子：化工景气有望上行，万华化学有无转机？

公司作为综合性化工龙头，业务比较多元化，具备显著的成本领先优势。可以说，万华化学像一个缩小版的化工 ETF。我们在《供给优化，气势升腾——基础化工 2026 年度投资策略》报告中，判断化工有望迎来景气上行期，那么万华化学目前哪些产品景气位于底部？有无改善趋势？

图 1：2014 年以来中国化工产品价格指数变化情况



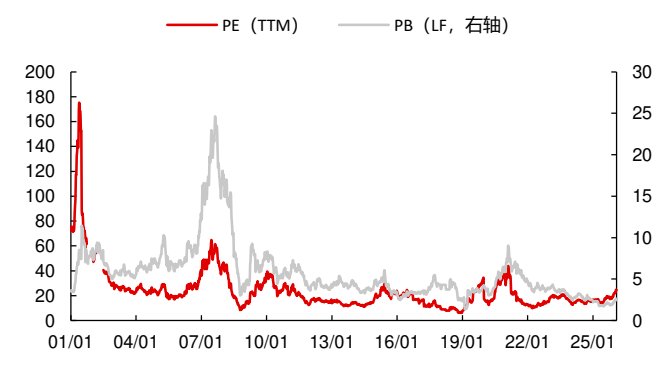
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：公司股价走势（截至 2026 年 2 月 11 日）



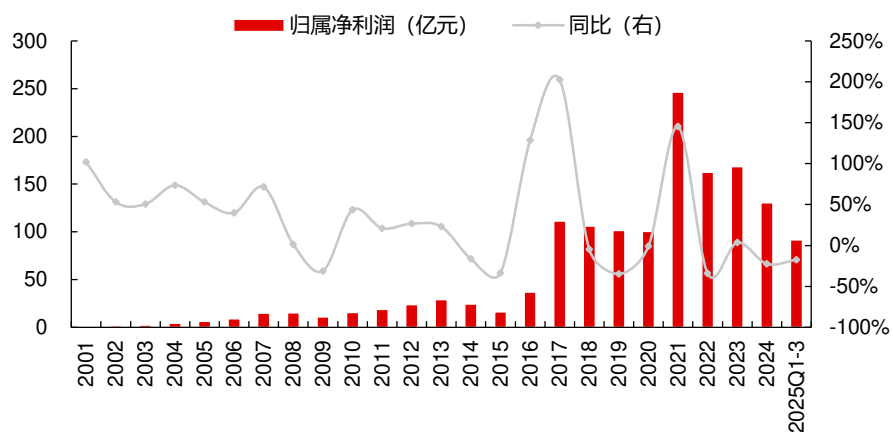
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：公司估值处于历史底部位置（截至 2026 年 2 月 11 日）



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



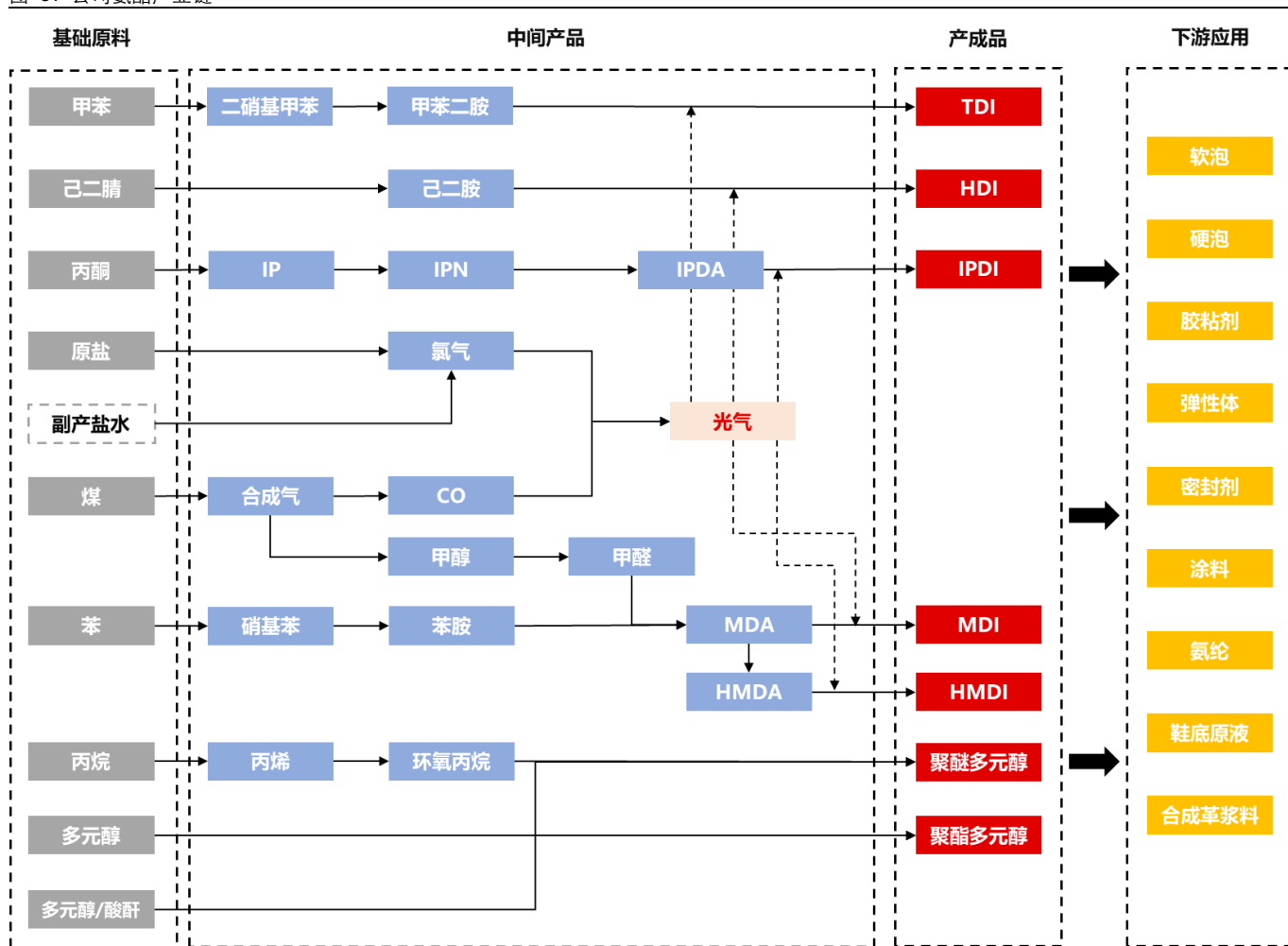
资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司主营业务：聚氨酯、石化、精细化工及新材料三足鼎立

万华化学目前的主营业务分为聚氨酯、石化及精细化工新材料三大板块。公司在各自领域建立起强大的核心竞争优势：

聚氨酯板块：从 90 年代至今，万华化学通过对行业壁垒极高的 MDI 业务的持续耕耘，在规模、技术、成本多维度实现了全球领先，并持续取得明显超越行业的 ROE 回报；公司近年来也着力夯实、提升打造 TDI 的全球竞争力，市场对公司异氰酸酯乃至聚氨酯板块的α认可度高。根据公司公告，公司 MDI 总产能已达到 380 万吨/年，TDI 总产能已达到 144 万吨/年。

图 5：公司氨酯产业链

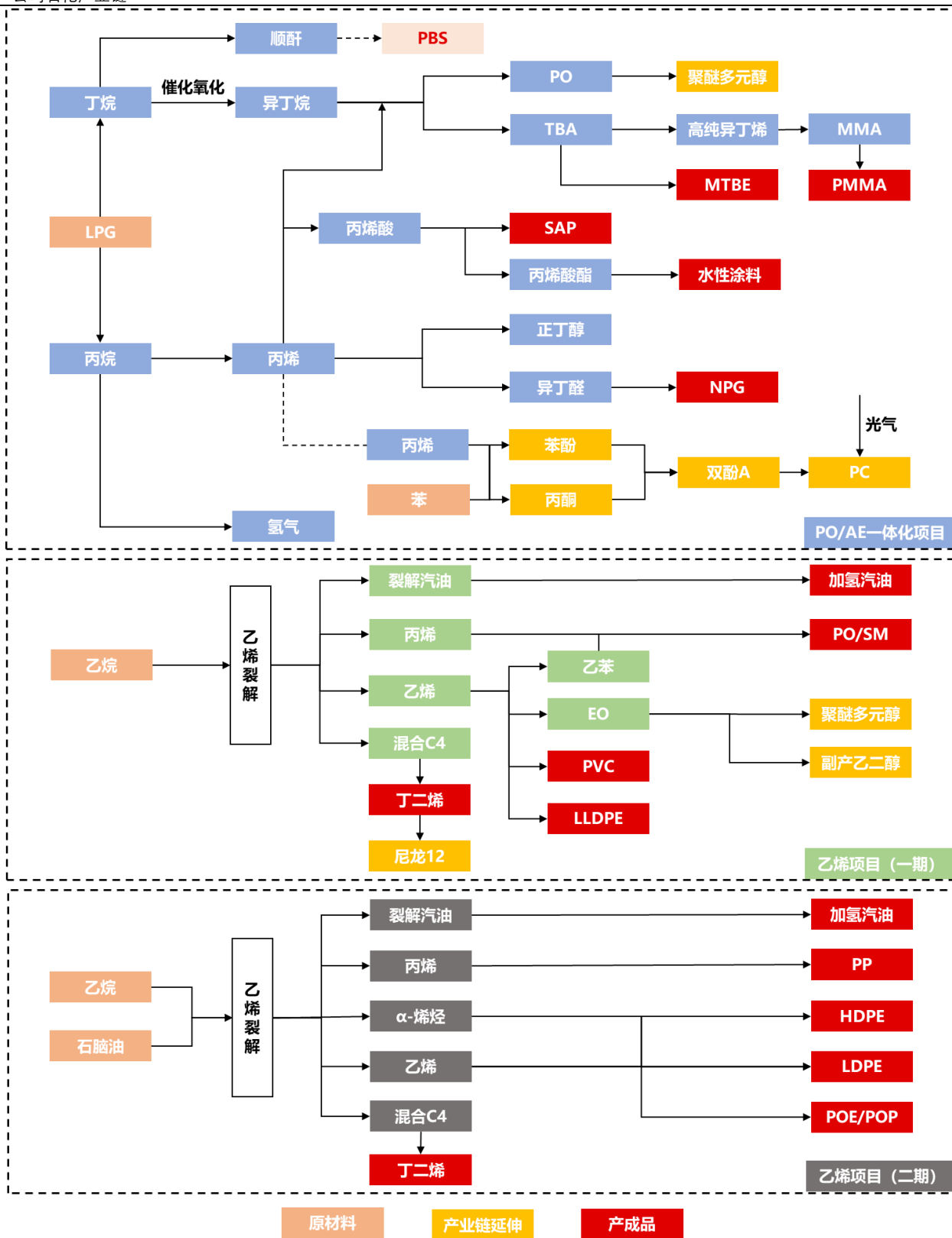


资料来源：公司公告，化工新材料，长江证券研究所

石化板块：2015 年公司 PO/AE 一体化项目全线投产，标志公司开拓进军到石化（大炼化）业务；2020 年乙烯一期项目全面投放；2025 年乙烯二期与蓬莱 PDH 项目投产，石化业务板块规模实现快速增长。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。

图 6：公司石化产业链



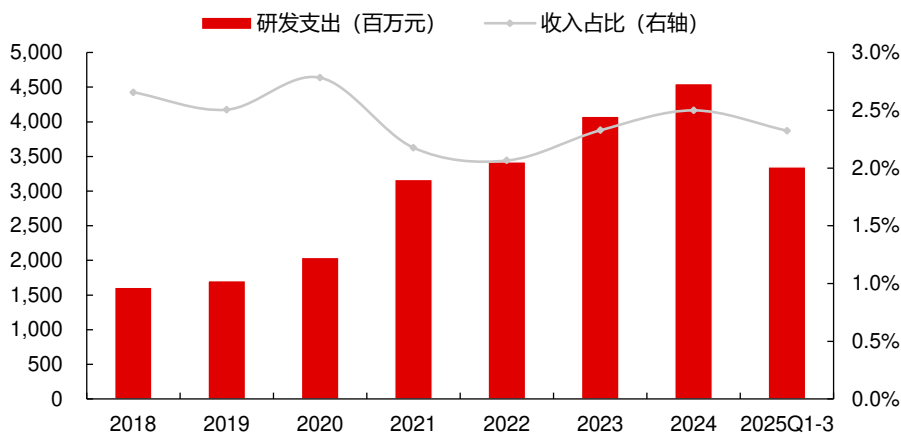
资料来源：公司公告，化工新材料，长江证券研究所

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。

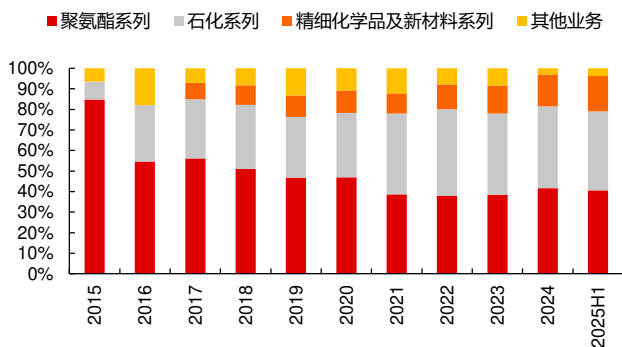
公司持续研发投入，实现新材料业务的快速扩张。根据 2025 年中报，公司各项自研技术加速成果转化，MS 装置一次性开车成功，丰富了光学业务产品线；砜聚合物已产出合格品，完善了万华工程塑料的解决方案；生物基 1,3-丁二醇成功导入化妆品客户。电池材料持续加大研发投入，多项技术取得阶段性突破，第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发。公司坚持产品差异化战略，开发多个高附加值 POE、聚烯烃、尼龙 12、改性材料新品，拓展细分市场，助力新业务能力提升。

图 7: 2020 年以来, 公司持续强化研发投入



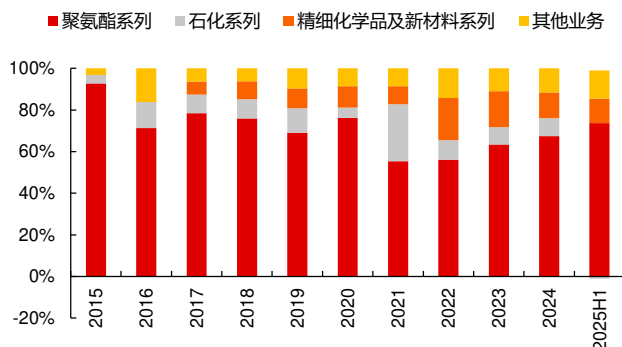
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8: 2015 年-2025H1 公司各板块营业收入占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 9: 2015 年-2025H1 公司各板块毛利占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 1: 公司聚氨酯业务产能明细

产品	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	核心用途
MDI	380	70	364	聚氨酯核心原料, 主要用于聚氨酯硬泡(保温)、半硬泡(弹性体), 应用于冰箱冷柜、纺织服装、建筑行业等等
TDI	144		124	聚氨酯基础原料, 主要用于聚氨酯软泡(缓冲), 应用于软体家具(坐垫、沙发、汽车座椅等)、吸音材料和玩具等行业
聚醚	159		159	可分为硬泡、软泡、POP、高回弹和弹性体, 主要用途为配合黑料制成聚氨酯(PU)树脂产品

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所 (截至 2025 年底)

表 2: 公司石化装置产能明细

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)
丙烷脱氢制丙烯 (PDH)	75	乙烯	100	乙烯	120	丙烷脱氢制丙烯 (PDH)	90
LPG 精制	80	环氧丙烷/苯乙烯 (PO/SM)	30/65	加氢汽油	70	聚醚多元醇	50
MTBE	76	LLDPE	45	聚丙烯	50	环氧丙烷	40

						(PO)	
丁烷异构化	65	聚氯乙烯 (PVC)	40	芳烃	42	环氧乙烷 (EO)	30
丙烯酸酯	42	环氧乙烷 (EO)	15	高密度聚乙烯 (HDPE)	35	聚丙烯	30
丙烯酸	30	丁二烯	5	低密度聚乙烯 (LDPE)	25	EOD	30
聚醚多元醇	30			聚烯烃弹性体 (POE)	20	丙烯酸及酯	16
正丁醇	25			丁二烯	19		
环氧丙烷 (PO)	24						
新戊二醇	4						

资料来源：公司公告，长江证券研究所（截至 2025 年底）

表 3：公司精细化工及新材料板块产能明细

业务单元	产品	地点	现有产能 (万吨/年)	计划扩产 (万吨/年)	
高分子材料	PC	烟台	60	0.15	
	双酚 A	烟台	48		
	PVC		烟台	40	
			匈牙利 BC	40	
			福建	40	96
	水性树脂		珠海	30	
			烟台	10	
			宁波	5	5
			眉山		10
	改性树脂 (PC/PP)	眉山	25		
	POE		烟台	20	
			蓬莱		40
	顺酐	烟台	20		
	TPU	烟台	18.5	5	
	EOD、HEMA	烟台	17		
	MMA	烟台	17		
	PMMA	烟台	16		
	HDI		宁波	10	
			烟台	3	
	NPG	烟台	10		
改性塑料	眉山	10			
NMP	眉山	8			
可降解塑料	眉山	6	7.5		
SAP	烟台	6	3		
TMP	烟台	5			

	尼龙 12	烟台	4	0.2
	聚醚胺	烟台	4	
	异氰酸酯加合物	烟台	3	
	IPDI	烟台	3	
	聚氨酯固化剂 AD	烟台	3	
	有机硅 MQ 树脂	烟台	2	2
	HMDA/HMDI	烟台	2	
	PTBP	烟台	1.2	0.8
	异氰酸酯三聚体	烟台	1	
	PDMS	烟台	0.9	
	RO 膜	烟台	800 万 m ³	
	ABS	烟台		40
	α -烯烃	烟台		10
	MS 树脂	烟台		5
	MIBK	烟台		3
	间苯二甲胺	烟台		2
	聚矾	烟台		0.15
	IPAM	烟台		0.05
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
	润肤剂	烟台		3
	营养品	烟台		2.2
	增香剂	烟台		0.42
新能源材料	磷酸铁	眉山	5	7
	锂电三元正极材料	眉山	1	
		眉山	5	5
	磷酸铁锂正极材料	海阳		50
		烟台		65
	人造石墨负极材料	海阳		30
	负极粘合剂	宁波		5
	六氟磷酸锂	烟台		1

资料来源：公司公告，化工新材料，中国化工信息周刊，长江证券研究所（截至 2025 年底）

产品景气：存在分化，普遍位于底部，向上潜力大

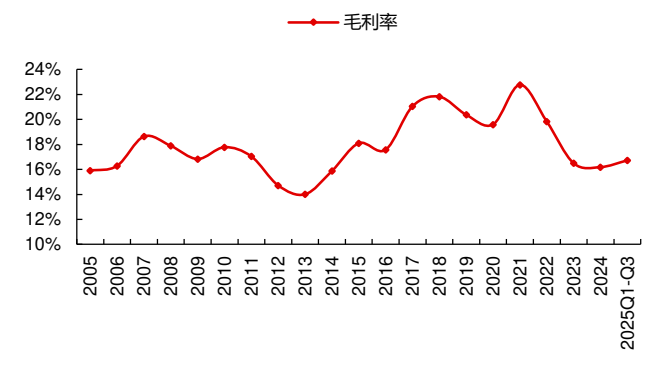
化工景气处于底部，预计未来逐步上行。周期性是化工行业的固有属性，随着供需的博弈，尤其是供给的周期波动，化工行业经历着数年一轮的周期往复。目前，化工板块整体景气处于底部，展望未来，预计化工景气将逐步上行。

图 10：化工价格指数不断波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

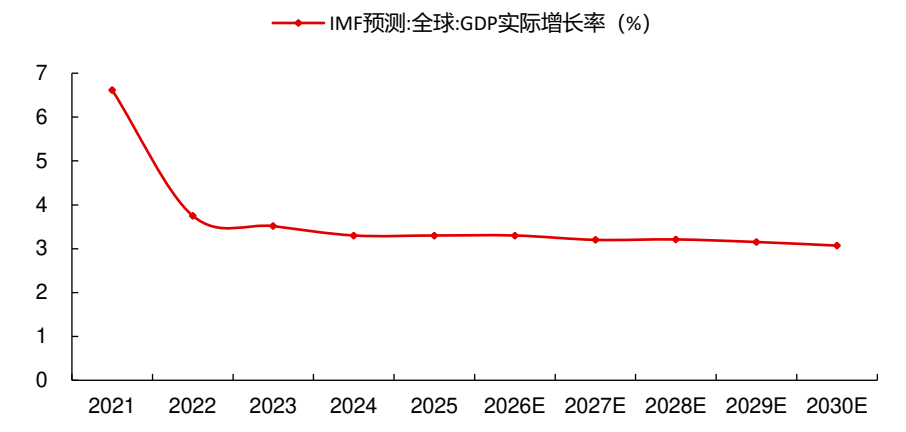
图 11：化学品（长江）板块毛利率周期波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

需求端，2026 年 1 月 29 日，IMF 再次上调了 2026 年全球 GDP 预期，预计 2026 年全球经济增长率为 3.3%，较去年 10 月预测值上调 0.2 个百分点，原因是企业和各国经济体正在逐步适应近月有所缓和的美国关税政策，以及人工智能投资热潮的持续增长，这推高了资产财富和对生产率提高的预期。化工行业消费和全球经济增长直接相关，全球经济增长预计能有力带动化工行业消费。

图 12：IMF 预测全球 GDP 实际增长率



资料来源：Wind，长江证券研究所

供给端，我们发布的 2026 年度策略中提到（1）外资生产线加速关停；（2）国内化工行业资本开支下降；（3）国家强调“反内卷”背景下，行业供给面临优化。同时，“十五五”开局多部门多次提到双碳政策，碳排放双控有望成为新的供给侧改革抓手，存量产

能也可能受到上述政策影响。我们预计化工增量及存量未来均面临“双碳”政策的强力约束，供给端存在放缓、优化的趋势，化工行业的景气趋势有望持续比较长的周期。

表 4：国内多部委再提双碳政策

时间	部门	内容
2026 年 1 月	工信部、发改委、生态环境部、国资委和国家能源局	2026 年，遴选一批零碳工厂，到 2030 年将零碳工厂建设逐步拓展至钢铁、有色金属、石化化工、建材、纺织等行业领域
2025 年 12 月	财政部	2026 年财政工作重点任务之一是推动经济社会发展全面绿色转型，加快建设美丽中国，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，增强绿色发展动能
2025 年 9 月	生态环境部	持续推进绿色低碳转型面临挑战，产业转型升级难度加大，部分地方盲目上马“两高”项目问题有所抬头，下一步需要有力有效管控“两高”项目，加快淘汰落后低效产能，深入实施节能降碳改造、重大技术改造升级和大规模设备更新工程，建设一批零碳园区、零碳工厂

资料来源：工信部，发改委，生态环境部等，长江证券研究所

公司产品景气普遍位于底部，向上弹性巨大。公司作为综合性化工龙头，产品涉及多个业务板块，可以说，万华化学像一个缩小版的化工 ETF。目前，公司各板块主要产品的价格价差情况存在一定分化，但普遍位于底部位置，在化工行业有望迎来景气上行的背景下，向上弹性巨大。

- **聚氨酯板块：**MDI 目前景气低迷，截至 2026 年 2 月 1 日，纯 MDI、聚合 MDI 自 2006 年 1 月 1 日以来的价差历史分位分别在 26.6%和 21.4%，均处于相对底部的位置。从中长期来看，MDI 行业格局较为稳固，进入门槛高，在不短的时期内，国内较难有新的企业从 0 开始进入 MDI 行业。随着需求逐步恢复，格局改善，MDI 景气度有望逐步向上。TDI 价差历史分位数为 37.6%，位于 30-50%之间。供给端，全球多套装置停产，TDI 目前价格处于上升通道，随着需求的抬升，TDI 有望保持高景气。聚醚产品价格价差历史分位数均处于较为底部位置，公司作为行业龙一，有望在未来占得良机。
- **石化板块：**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。截至 2026 年 2 月 1 日，细分产品中丙烯、乙烯自 2015 年 7 月 28 日以来的价差历史分位分别来到 19.3%、3.0%；聚丙烯、聚乙烯自 2015 年 7 月 28 日以来的价差历史分位分别为 6.8%、7.7%；环氧丙烷、丙烯酸、PVC 自 2006 年 1 月 1 日以来的价差历史分位均在 30%以下，在未来“反内卷”背景、“双碳”政策加持下，潜在具备向上的价格弹性，景气有望迎来修复。2025 年上半年，公司 120 万吨/年第二套乙烯装置一次性开机成功，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。
- **精细化工及新材料板块：**公司布局高分子材料、高性能塑料、新能源材料等领域。其中，锂电池材料六氟磷酸锂价格自 2025 年 8 月底开始上涨，2026 年 1 月中旬已经上涨至 15 万元/吨以上，当前价格有所回落，但价格历史分位仍维持在 50%以上，行业供给紧缺下未来有望保持高景气。截至 2026 年 2 月 1 日，双酚 A、PC 自 2006 年 1 月 1 日以来的价差历史分位分别为 17.8%和 26.2%，处于相对底部的位置；其他产品如 TPU、HDI 等的价格历史分位均处于 30%以下，随着未来下游需求持续增长，公司精细化工及新材料产品景气有望上行。

表 5: 公司聚氨酯板块主要产品景气情况表

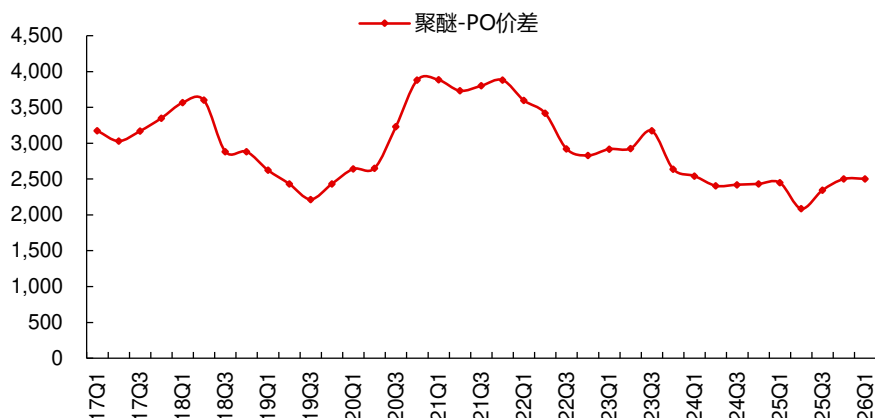
产品	当前价格 (元/吨)	2006 年以来 价格分位	当前价差 (元/吨)	2006 年以来 价差分位	2025A 开工率	未来景气判断
TDI	14200	25.2%	5293	37.6%	73.4%	全球多套装置停产叠加需求抬升, TDI 有望保持高景气
纯 MDI	17500	20.5%	8953	26.6%	75.7%	随着供需双重推动, MDI 景气度有望逐步上行
聚合 MDI	13950	18.8%	5403	21.4%	76.3%	
软泡聚醚	8350	6.5%	-	-	57.7%	需求复苏, 景气有望上行
硬泡聚醚	7750	4.1%	-	-	-	

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 长江证券研究所

注 1: 价格、价差分位为 2006 年 1 月 1 日至 2026 年 2 月 1 日

注 2: 开工率数据为各产品 2025 年产量与产能之比

图 13: 公司聚醚-PO 价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (截至 2026 年 2 月 1 日)

表 6: 公司石化板块主要产品景气情况表

产品	当前价格 (元/吨)	2006 年以来 价格分位	当前价差 (元/吨)	2006 年以来 价差分位	2025A 开工率	未来景气判断
丁二烯	9550	59.0%	-	-	69.8%	C3/C4 以及 C2 装置综合价差均到达低位, 未来景气有望修复
正丁醇	6640	28.0%	-	-	75.7%	
丙烯	5023	15.1%	3549	19.3%	72.5%	
MTBE	7400	13.0%	-	-	40.0%	
聚乙烯	8800	10.6%	5009	7.7%	80.2%	
环氧丙烷	8340	9.0%	3144	7.0%	62.7%	
丙烯酸	5800	8.7%	1570	17.9%	68.8%	
丙烯酸甲酯	6220	5.7%	-	-	-	
乙二醇	7150	4.8%	-	-	67.6%	
新戊二醇	3835	4.7%	-	-	68.6%	
聚丙烯	7000	4.6%	3903	6.8%	82.2%	
乙烯	700	2.8%	2974	3.0%	78.0%	

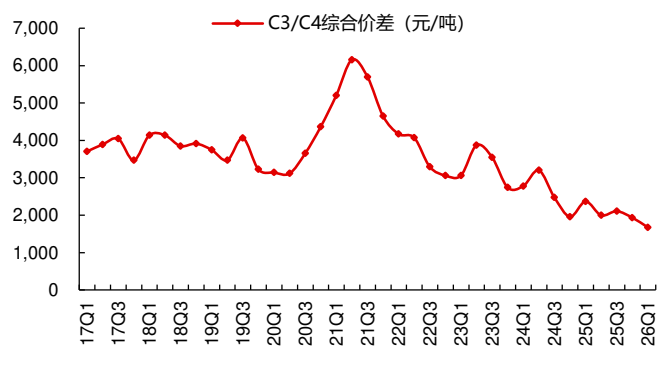
LLDPE	7000	2.6%	-	-	-
电石法 PVC	4658	2.4%	336	6.1%	81.7%
乙烯法 PVC	4980	1.0%	2187	27.1%	79.5%
环氧乙烷	5650	0.0%	-	-	66.0%

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，长江证券研究所

注 1：价格、价差分位为 2006 年 1 月 1 日至 2026 年 2 月 1 日（丁二烯、正丁醇、MTBE、丙烯酸、新戊二醇价格价差分位分别从 2013/6/3、2009/1/4、2009/1/5、2009/12/14、2014/1/2 开始计算，丙烯、乙烯、聚丙烯、聚乙烯价格价差分位从 2015/7/28 开始计算）

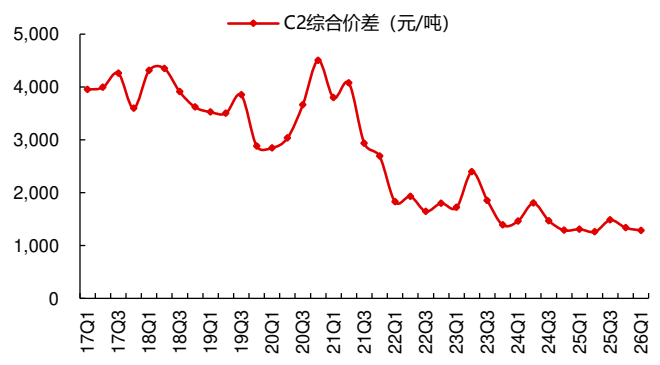
注 2：开工率数据为各产品 2025 年产量与产能之比（电石法、乙烯法 PVC 开工率数据为 2025 年 1 月至 2025 年 12 月取平均）

图 14：万华 C3/C4 产品综合价差



资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2026 年 2 月 1 日）

图 15：万华 C2 产品综合价差



资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2026 年 2 月 1 日）

表 7：公司精细化工及新材料板块主要产品景气情况表

产品	当前价格 (元/吨)	2006 年以来价格分位	当前价差 (元/吨)	2006 年以来价差分位	2025A 开工率	未来景气判断
六氟磷酸锂	138000	58.0%	-	-	59.5%	供给紧缺，未来有望保持高景气
HDI	25250	11.6%	-	-	-	
双酚 A	7850	6.7%	1124	17.8%	73.1%	
PC	13650	4.9%	6585	26.2%	79.1%	下游应用广阔，随着需求持续增长，景气有望上行
PMMA	12910	2.6%	-	-	47.9%	
TPU	12500	0.0%	-	-	-	

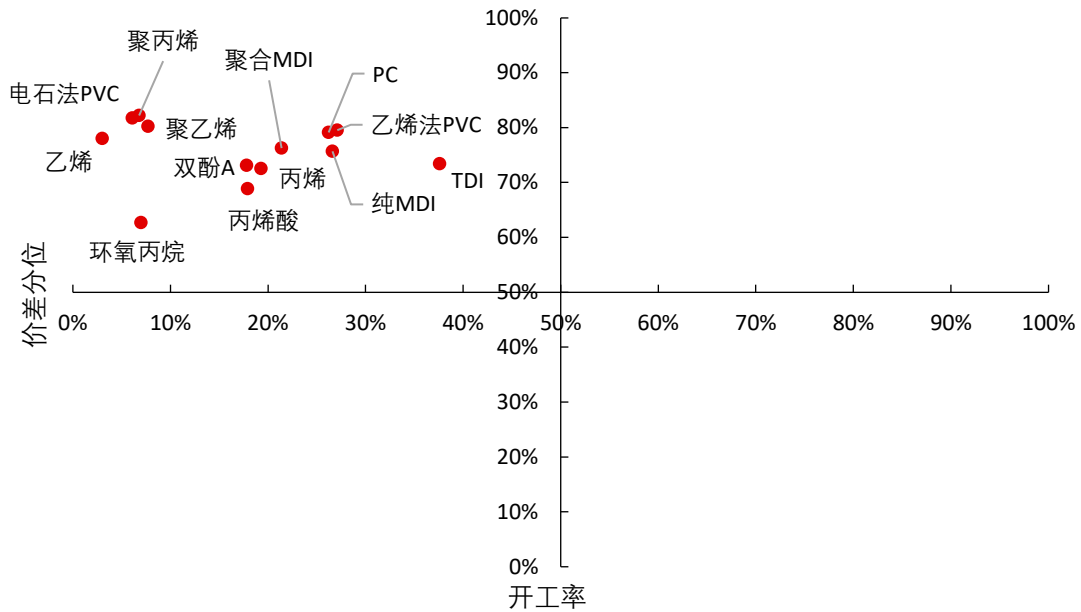
资料来源：百川盈孚，卓创资讯，长江证券研究所

注 1：价格、价差分位为 2006 年 1 月 1 日至 2026 年 2 月 1 日（六氟磷酸锂、HDI、PMMA、TPU 价格分位分别从 2020/1/1、2022/12/7、2011/7/27、2020/1/1 开始计算）

注 2：开工率数据为各产品 2025 年产量与产能之比

公司主要产品景气位于底部，未来向上弹性巨大。目前行业产能经过多年消化，开工率逐步提升，后续扩产速度降低，需求持续增长，行业供需格局逐步向好，公司作为综合性化工龙头，未来大有可为。

图 16：公司主要产品景气象限图（价差 vs 开工）

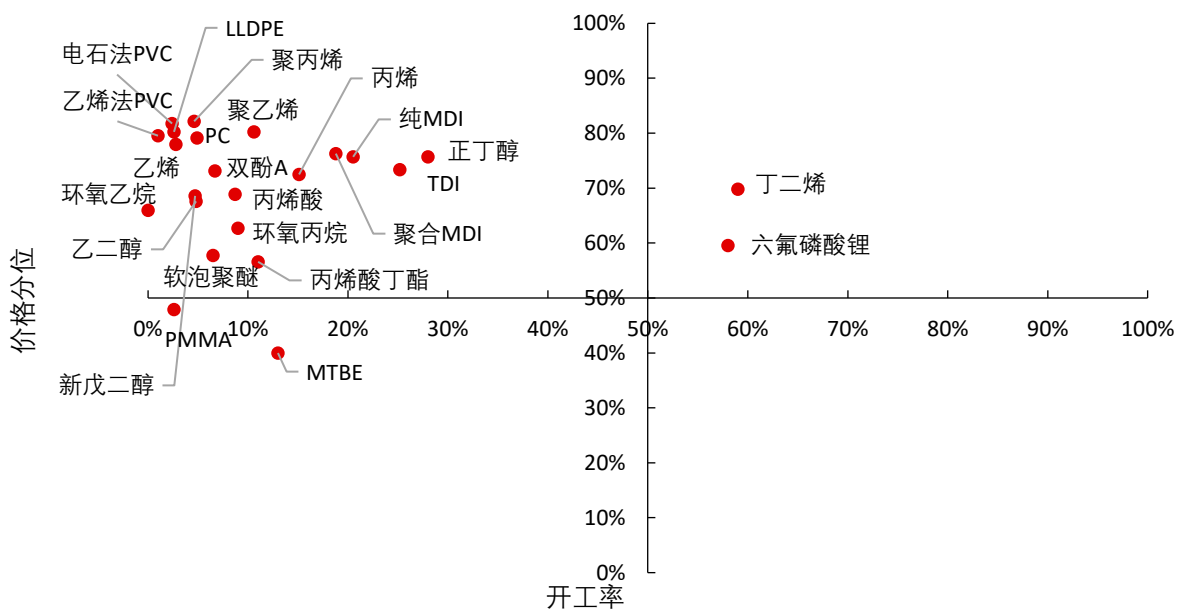


资料来源：百川盈孚，卓创资讯，长江证券研究所

注 1：价格、价差分位为 2006 年 1 月 1 日至 2026 年 2 月 1 日（丁二烯、正丁醇、MTBE、丙烯酸、新戊二醇价格价差分位分别从 2013/6/3、2009/1/4、2009/1/5、2009/12/14、2014/1/2 开始计算，丙烯、乙烯、聚丙烯、聚乙烯价格价差分位从 2015/7/28 开始计算）

注 2：开工率数据为各产品 2025 年产量与产能之比（电石法、乙烯法 PVC 开工率数据为 2025 年 1 月至 2025 年 12 月取平均）

图 17：公司主要产品景气象限图（价格 vs 开工）



资料来源：百川盈孚，卓创资讯，长江证券研究所

注 1：价格、价差分位为 2006 年 1 月 1 日至 2026 年 2 月 1 日（丁二烯、正丁醇、MTBE、丙烯酸、新戊二醇价格价差分位分别从 2013/6/3、2009/1/4、2009/1/5、2009/12/14、2014/1/2 开始计算，丙烯、乙烯、聚丙烯、聚乙烯价格价差分位从 2015/7/28 开始计算）

注 2：开工率数据为各产品 2025 年产量与产能之比（电石法、乙烯法 PVC 开工率数据为 2025 年 1 月至 2025 年 12 月取平均）

投资建议：看好公司景气向上的弹性

公司作为综合性化工龙头，业务涵盖聚氨酯、石化、精细化工及新材料三个板块，产品种类丰富。我们在《供给优化，气势升腾——基础化工 2026 年度投资策略》报告中，判断化工有望迎来景气上行期，当前公司三大业务线主要产品价差历史分位普遍位于底部，我们看好公司景气向上的弹性。维持“买入”评级。

表 8：公司主要产品业绩弹性（假定产品各上涨 1000 元/吨（含税））

业务板块	主要产品	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	权益产能/市值 (吨/万元*年)	EPS 增厚	业绩弹性 (亿元)
聚氨酯	MDI	380	364	0.13	0.87	27.38
	TDI	144	124	0.05	0.30	9.34
	聚醚	159	159	0.06	0.38	11.96
石化	乙烯	220	220	0.08	0.53	16.55
	丙烯	277	259	0.09	0.62	19.48
	丙烯酸	62	62	0.02	0.15	4.66
	环氧丙烷	154	142	0.05	0.34	10.68
精细化工及新材料	POE	20	10.2	0.00	0.02	0.77
	PVC	120	112	0.04	0.27	8.42
	PC	60	60	0.02	0.14	4.51
	HDI	20	20	0.01	0.05	1.50

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（截至 2026 年 2 月 1 日）

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期。主要产品 MDI/TDI 由于下游需求地产、家电国内外需求恢复不及预期，导致的产品价格、盈利回落，对公司经营造成影响。
- 2、原材料价格大幅波动：公司上游原材料主要包括原油、乙烷、丙烷、动力煤等大宗商品，且原材料在下游产品生产成本中占比较高，若原材料价格出现大幅波动，或导致公司经营难度加大。
- 3、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。
- 4、安全事故风险。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。
- 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 1897.6/1962.9/2043.4 亿元，同比增速分别为 4.23%/3.44%/4.10%，归属净利润分别为 120.6/161.0/197.6 亿元，同比增速分别为-7.47%/33.49%/22.77%。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 4%/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-8.47%/3.00%/2.00%。

表 9：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	1897.6	1962.9	2043.4	1820.7	1893.5	1950.3	1989.3
——yoy	3.83%	4.23%	3.44%	4.10%	3.83%	4.00%	3.00%	2.00%
毛利率	16.16%	15.77%	17.98%	19.64%	16.16%	14.50%	14.50%	14.50%
归母净利润	130.3	120.6	161.0	197.6	130.3	119.3	122.9	125.3
——yoy	-22.49%	-7.47%	33.49%	22.77%	-22.49%	-8.47%	3.00%	2.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	182069	189764	196287	204336	货币资金	24533	5000	5000	5000
营业成本	152643	159846	160994	164209	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	29427	29918	35293	40127	应收账款	12319	12840	13281	13826
%营业收入	16%	16%	18%	20%	存货	24107	26276	26465	26993
营业税金及附加	1084	1328	1374	1430	预付账款	2124	2224	2240	2284
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	6907	7151	7205	7271
销售费用	1619	2277	2355	2452	流动资产合计	69990	53491	54190	55374
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	9651	9851	10051	10251
管理费用	3023	3795	3926	4087	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	118828	148371	178514	209256
研发费用	4550	5693	5889	6130	无形资产	11971	13671	15371	17071
%营业收入	2%	3%	3%	3%	商誉	2196	2196	2196	2196
财务费用	2094	3424	3367	3151	递延所得税资产	3648	3648	3648	3648
%营业收入	1%	2%	2%	2%	其他非流动资产	77048	79148	81248	83348
加：资产减值损失	-740	-5	-5	-5	资产总计	293333	310376	345218	381145
信用减值损失	-203	0	0	0	短期贷款	35557	28236	24680	16706
公允价值变动收益	-76	0	0	0	应付款项	26612	26276	26465	26993
投资收益	709	759	785	817	预收账款	0	0	0	0
营业利润	17966	15482	20536	25119	应付职工薪酬	1005	3197	3220	3284
%营业收入	10%	8%	10%	12%	应交税费	990	2846	2944	3065
营业外收支	-1042	-344	-344	-344	其他流动负债	61918	49777	50049	50811
利润总额	16924	15138	20192	24775	流动负债合计	126083	110332	107359	100859
%营业收入	9%	8%	10%	12%	长期借款	48176	48176	48176	48176
所得税费用	2133	1892	2524	3097	应付债券	3400	3400	3400	3400
净利润	14791	13246	17668	21678	递延所得税负债	805	805	805	805
归属于母公司所有者的净利润	13033	12054	16078	19727	其他非流动负债	11369	11369	11369	11369
少数股东损益	1758	1192	1590	1951	负债合计	189833	174082	171109	164610
EPS (元)	4.16	3.85	5.14	6.30	归属于母公司所有者权益	94626	126227	162453	202928
					少数股东权益	8874	10066	11657	13608
现金流量表 (百万元)					股东权益	103500	136294	174109	216535
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	293333	310376	345218	381145
经营活动现金流净额	30053	15319	30856	35027	基本指标				
取得投资收益收回现金	349	759	785	817		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-2606	-200	-200	-200	每股收益	4.16	3.85	5.14	6.30
资本性支出	-21250	-22000	-22000	-22000	每股经营现金流	9.60	4.89	9.86	11.19
其他	-13572	-2444	-2444	-2444	市盈率	20.41	22.06	16.54	13.48
投资活动现金流净额	-37078	-23885	-23859	-23827	市净率	2.81	2.11	1.64	1.31
债券融资	3400	0	0	0	EV/EBITDA	10.79	13.22	11.07	9.55
股权融资	957	0	0	0	总资产收益率	4.4%	3.9%	4.7%	5.2%
银行贷款增加(减少)	396	-7322	-3555	-7975	净资产收益率	13.8%	9.5%	9.9%	9.7%
筹资成本	-11312	-3646	-3442	-3226	净利率	7.2%	6.4%	8.2%	9.7%
其他	12745	0	0	0	资产负债率	64.7%	56.1%	49.6%	43.2%
筹资活动现金流净额	6186	-10968	-6997	-11201	总资产周转率	0.62	0.61	0.57	0.54
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-838	-19533	0	0					

资料来源：公司公告，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。