

2026年02月27日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 聚氨酯涨价风起，万华化学核心受益

## —万华化学（600309.SH）公司事件点评报告

### 买入（维持）事件

分析师：卢昊 S1050526020001  
luhao@cfsc.com.cn  
联系人：高铭谦 S1050124080006  
gaomq@cfsc.com.cn

根据百川盈孚，我国华东、华北、华南地区 MDI 价格在 2 月 27 日均出现窄幅上涨，市场均价在 14100 元/吨，较上一交易日上涨 200 元/吨，涨幅 1.44%。TDI 价格为 14981 元/吨，较上一交易日上涨 100 元/吨，涨幅 0.67%，同比上月+6.34%。

### 基本数据

2026-02-27

当前股价（元）	93
总市值（亿元）	2911
总股本（百万股）	3130
流通股本（百万股）	3130
52 周价格范围（元）	52.53-93
日均成交额（百万元）	2163.09

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《万华化学（600309）：业绩短期承压，多元化布局提升竞争力》2025-08-15
- 《万华化学（600309）：聚氨酯龙头产销持续增长，盈利能力下滑拖累业绩》2025-04-25
- 《万华化学（600309）：公司 Q3 业绩承压，迈入国际化新篇章》2024-11-12

### 投资要点

#### ■ 海内外联动涨价，聚氨酯产品价格边际改善

海外聚氨酯头部企业已经明确部署涨价安排，亨斯迈 2 月 17 日起对美国市场 MDI 涨价 260 美元/吨、聚醚涨价 110 美元/吨；巴斯夫自 2 月 25 日起在东盟国家 MDI 涨价 200 美元/吨；科思创 3 月 1 日起上调北美地区 MDI 价格 220.5 美元/吨。海外聚氨酯龙头企业带头涨价，再叠加 4 月韩国锦湖 MDI 装置将开始例行检修、巴斯夫比利时装置低负荷运行，带动国内聚氨酯产品价格修复。截至 2 月 27 日，国内聚合 MDI 市场均价 14100 元/吨；纯 MDI 市场均价 17600 元/吨；TDI 市场均价 14981 元/吨，相较春节前（2 月 14 日）涨幅分别为 200 元、100 元、406 元/吨，国内聚氨酯产品涨价趋势确立，但涨价幅度较国外龙头仍有较大差距。

#### ■ 万华化学核心受益聚氨酯产品涨价

全球 MDI 供给格局高度寡头集中，长期少数跨国巨头垄断。近年来中国以万华为代表的龙头在政策支持与产业链完备的条件下推进扩产，成为未来几年全球新增有效供给的绝对主力。据华经产业研究院等机构数据，万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈和陶氏五大企业 MDI 产能合计占据 91% 的市场份额，其中万华化学凭借 380 万吨/年的产能规模稳居全球首位，同时是 TDI 全球最大供应商，是本轮聚氨酯产品涨价的最核心收益标的。此外，万华福建技改扩能项目新增 MDI 产能 70 万吨，预计将于 2026 年二季度完成，届时万华化学 MDI 产能将达到 450 万吨，实现聚氨酯产品量价齐升。

#### ■ 成本优势构筑坚实护城河

万华化学凭借其独特的“煤化工-MDI”一体化产业链，相较于国内外竞争对手普遍采用的天然气路线，具有显著的成本优势。国内煤化工路线的 MDI 生产成本在 9500-10500 元/吨，比天然气路线低 1000-1500 元/吨。在同一全球价格体系下，

万华的成本曲线在行业盈利线以下仍可保持利润，涨价周期中利润弹性放大，而下行周期中的抗压能力也显著更强。

## ■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 135.11、168.69、194.78 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21.5、17.3、14.9 倍，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

原材料、产品价格波动；宏观经济不及预期；行业竞争加剧；产能投放不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入（百万元）	182,069	210,394	232,023	245,280
增长率（%）	3.8%	15.6%	10.3%	5.7%
归母净利润（百万元）	13,033	13,511	16,869	19,478
增长率（%）	-22.5%	3.7%	24.9%	15.5%
摊薄每股收益（元）	4.15	4.32	5.39	6.22
ROE（%）	12.6%	12.6%	15.1%	16.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	24,533	42,067	59,967	77,523
应收款	13,634	15,755	17,375	18,367
存货	24,107	28,348	30,981	32,512
其他流动资产	7,716	8,916	9,833	10,395
流动资产合计	69,990	95,086	118,156	138,797
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	118,828	146,956	151,578	147,241
在建工程	60,082	24,033	9,613	3,845
无形资产	11,971	11,372	10,774	10,205
长期股权投资	9,651	9,651	9,651	9,651
其他非流动资产	22,810	22,810	22,810	22,810
非流动资产合计	223,343	214,822	204,427	193,753
资产总计	293,333	309,909	322,583	332,550
<b>流动负债:</b>				
短期借款	35,557	35,557	35,557	35,557
应付账款、票据	69,136	81,297	88,850	93,240
其他流动负债	16,196	16,196	16,196	16,196
流动负债合计	126,083	139,051	147,222	151,990
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	51,576	51,576	51,576	51,576
其他非流动负债	12,174	12,174	12,174	12,174
非流动负债合计	63,750	63,750	63,750	63,750
负债合计	189,833	202,802	210,972	215,740
<b>所有者权益</b>				
股本	3,140	3,130	3,130	3,130
股东权益	103,500	107,107	111,610	116,810
负债和所有者权益	293,333	309,909	322,583	332,550

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	14791	15333	19145	22106
少数股东权益	1758	1823	2276	2628
折旧摊销	11835	8520	10366	10644
公允价值变动	-76	-76	-76	-76
营运资金变动	1745	5407	3000	1683
经营活动现金净流量	30053	31007	34710	36983
投资活动现金净流量	-37078	7922	9797	10105
筹资活动现金净流量	24558	-11726	-14641	-16906
现金流量净额	17,534	27,202	29,866	30,183

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	182,069	210,394	232,023	245,280
营业成本	152,643	178,239	194,787	204,400
营业税金及附加	1,084	1,252	1,381	1,460
销售费用	1,619	1,871	2,063	2,181
管理费用	3,023	3,493	3,852	4,072
财务费用	2,094	2,565	2,064	1,573
研发费用	4,550	5,258	5,799	6,130
费用合计	11,287	13,187	13,778	13,956
资产减值损失	-740	-740	-740	-740
公允价值变动	-76	-76	-76	-76
投资收益	709	709	709	709
营业利润	17,966	18,586	22,947	26,335
加:营业外收入	96	96	96	96
减:营业外支出	1,137	1,137	1,137	1,137
利润总额	16,924	17,544	21,905	25,293
所得税费用	2,133	2,211	2,761	3,187
净利润	14,791	15,333	19,145	22,106
少数股东损益	1,758	1,823	2,276	2,628
归母净利润	13,033	13,511	16,869	19,478

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	3.8%	15.6%	10.3%	5.7%
归母净利润增长率	-22.5%	3.7%	24.9%	15.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	16.2%	15.3%	16.0%	16.7%
四项费用/营收	6.2%	6.3%	5.9%	5.7%
净利率	8.1%	7.3%	8.3%	9.0%
ROE	12.6%	12.6%	15.1%	16.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	64.7%	65.4%	65.4%	64.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	13.4	13.4	13.4	13.4
存货周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	4.15	4.32	5.39	6.22
P/E	22.4	21.5	17.3	14.9
P/S	1.6	1.4	1.3	1.2
P/B	3.1	3.0	3.0	2.9

## ■ 化工组介绍

卢昊：华中科技大学本科 IE 专业，上海交通大学工商管理硕士。5 年实业经营和投资经验，10 年证券从业经历。曾担任国海证券/中信建投证券化工&新材料首席分析师。擅长产业研究和战略咨询，曾担任多家一二级企业和机构顾问、央视财经特邀嘉宾。2026 年加入华鑫证券研究所，担任化工新材料行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。