仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

基础化工

2026 年 07 月 07 日

万华化学 (600309)

——业绩超预期，石化展现业绩弹性，聚氨酯全球竞争力凸显

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2026 年 07 月 07 日
收盘价（元）	71.05
一年内最高/最低（元）	97.00/54.01
市净率	2.0
股息率%（分红/股价）	1.76
流通 A 股市值（百万元）	222,420
上证指数/深证成指	3,990.24/15,225.11

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	35.59
资产负债率%	64.32
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
研究支持
丁莹 A0230125070005
dingying@swsresearch.com
联系人
邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2026 年半年度业绩预告**，预计上半年实现归母净利润 98 亿元（YoY+60.05%）至 104 亿元（YoY+69.85%）；实现扣非归母净利润 96 亿元（YoY+53.75%）至 102 亿元（YoY+63.36%）。其中 2026Q2 单季度预计实现归母净利润 60.8 亿元（YoY+100%，QoQ+64%）至 66.8 亿元（YoY+120%，QoQ+80%）；实现扣非归母净利润 60.1 亿元（YoY+87%，QoQ+67%）至 66.1 亿元（YoY+106%，QoQ+84%），Q2 业绩符合我们的预期。2026 年上半年业绩增长的主要原因包括：1）2026 年上半年受地缘冲突及供需格局变化推动化工产品价格上涨，叠加公司乙烯一期乙烷进料改造成本优势释放，化工产品盈利能力显著增强。2）公司紧扣“提质增效年”部署，通过管理优化、技术创新及经营性采购构建全产业链成本优势，推动经营业绩同比大幅增长。
- **26Q2 聚氨酯及石化产业链价差同步改善，盈利能力显著提升。**26Q2 MDI 含税加权价差约为 14199 元/吨，同比提升 14.7%，环比提升 18.7%，价差显著修复；TDI 含税加权价差约为 12199 元/吨，同比提升 55.3%，环比提升 5.3%，盈利空间持续扩大。石化板块主要产品价差同比多有改善，环氧丙烷-丙烯、丙烯酸-丙烯及丙烯酸丁酯-丙烯酸价差同比分别提升约 29.7%、54.1%及 12.0%，产业链成本传导顺畅，板块盈利弹性显现。
- **2026 年上半年冰箱冷柜产量延续增长态势，出口需求实现双位数增长。**从国内需求来看，根据产业在线统计，2026 年 1–5 月占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业需求维持增长，2026 年 1–5 月冰箱产量达 4290.2 万台，同比增长 7.8%。冷柜产销两端同样旺盛，2026 年 1–5 月实现产量 2076.9 万台，同比增长 18.3%。2026 年 1–5 月冰箱累计出口 2524.8 万台，同比增长 13.8%；冷柜累计出口 1336.2 万台，同比增长 18.3%。行业需求保持稳健，MDI 需求基本盘稳固。
- **2026 年上半年，随海外装置扰动加剧，山东+浙江+福建地区 MDI 出口量恢复增长。**根据百川资讯统计，2026 年 1–5 月聚合 MDI 出口 39.6 万吨，同比增长 15.6%，纯 MDI 出口 5.4 万吨，同比减少 2.2%。2026 年 1–5 月，山东+浙江+福建聚合 MDI 出口约 31.9 万吨，同比增长 26.1%，纯 MDI 出口约 4.7 万吨，同比提升 4.2%。我们看好国内 MDI 凭借成本优势，尽管面临海外反倾销及关税政策压力，仍维持较高全球市场份额。
- **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。
- **盈利预测与估值：**维持公司 2026-2028 年盈利预测，预计实现归母净利润 231、300、352 亿元，当前市值对应 PE 估值分别为 10X、7X、6X，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

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	203,235	54,052	253,559	306,423	319,049
同比增长率（%）	11.6	25.5	24.8	20.8	4.1
归母净利润（百万元）	12,527	3,718	23,148	30,040	35,160
同比增长率（%）	-3.9	20.6	84.8	29.8	17.0
每股收益（元/股）	3.99	1.19	7.39	9.60	11.23
毛利率（%）	13.6	14.7	16.7	17.3	18.6
ROE（%）	11.6	3.3	18.1	20.0	19.9
市盈率	18		10	7	6

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

仅供内部参考，请勿外传

1. 三大板块经营情况

2026 年二季度 MDI/TDI 景气持续回暖，MDI、TDI 价差显著扩大。主要产品纯 MDI、聚合 MDI、TDI Q2 市场均价分别为 22563、17863、16780 元/吨，同比分别变动+29.8%、+13.6%、+45.7%，环比分别变动+18.6%、+19.5%、+8.0%，纯 MDI 受出口及检修支撑维持高位，聚合 MDI 及 TDI 受旺季需求回暖及供应端支撑景气上行。盈利能力来看，MDI 价差 Q2 同环比提升，含税加权价差约为 14199 元/吨，同比提升 14.7%，环比提升 18.7%；TDI 盈利能力同环比改善，含税加权价差约为 12199 元/吨，同比提升 55.3%，环比提升 5.3%。随着公司福建 36 万吨/年 TDI 项目于 2025 年顺利投产、70 万吨/年 MDI 项目预计 2026 年投产，板块产销维持高位。

石化板块 Q2 部分产品景气显著改善，乙烷装置成功改造贡献主要增量。根据百川资讯统计，MTBE、环氧丙烷、乙烯法 PVC、丙烯酸、丙烯酸丁酯 Q2 市场均价分别为 6429、10257、5883、8893、9476 元/吨，同比分别变动+20.3%、+36.7%、+14.1%、+29.3%、+15.3%，环比分别变动+15.2%、+13.5%、+5.8%、+20.7%、+9.3%。成本端来看，Q2 主要原料丙烷市场均价环比大幅上涨，市场均价为 6120 元/吨，同比提升 38.8%，环比提升 20.6%，成本压力有所上行，但产品涨价传导顺畅。增量方面，公司乙烷制乙烯项目规模随一期技改落地，实现 180 万吨产能规模，随海外原油成本大幅提升，公司乙烷路线竞争力显著。

新材料板块在建项目有序推进，电池材料成为资本开支核心投向。新材料方面，蓬莱二期 40 万吨 POE 项目正在建设，ADI 系列产品扩能改造持续推进。2025 年公司资本开支 307.11 亿元，同比下降 51.19 亿元，26Q1 资本开支 50.3 亿元，同比下降 40.58 亿元，后续投资将更加精细，更加高质量。电池材料方面，海阳电池材料产业园一期 10 万吨磷酸铁锂装置于 26Q1 投产，公司磷酸铁锂产能达到 32 万吨；四川眉山基地二期 5 万吨磷酸铁锂、3 万吨磷酸铁锂改造项目在建，海阳二期 20 万吨磷酸铁锂、三期 20 万吨磷酸铁锂进入建设阶段，莱州 65 万吨磷酸铁锂项目一期 32 万吨进入建设阶段；预计 2026 年末公司磷酸铁锂产能达到 112 万吨/年；叠加莱州基地其余 33 万吨规划产能，公司磷酸铁锂总产能将达到 145 万吨。未来公司将依托石化平台优势，加速打造千亿级电池材料产业平台。

图 1：公司主要产品价格价差

仅供内部参考，请勿外传

表格区：万华化学产品市场价格变动

分类	产品名称	单位	最新价格及分位		涨跌幅		季度均价（均价差）																		2025Q4均价变		历史年度均价								历史分位数								
			2026/7/3		一周	一月	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	较25Q1	较24Q4	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
聚氨酯	纯MDI挂牌价	元/吨	22000	39%	-10.6%	-18.5%	25975	23483	23837	21891	22505	21994	22424	23000	24523	24692	24500	24067	22747	22533	21946	22332	24448	24536	23729	23104	23607	25556	8.9%	6.3%	22560	23655	23469	23305	23992	19487	23099	27795	25758	43%	49%	48%	47%	52%	23%	46%	75%	63%
	聚合MDI挂牌价	元/吨	18000	32%	0.0%	0.0%	21560	18278	18000	19957	21000	20267	20000	20000	20000	18549	18000	19238	19097	18189	18093	18584	21415	22439	22429	20330	21957	23361	-9.8%	-10.0%	19800	19639	18632	20117	22012	16607	15653	18064	25104	39%	39%	35%	40%	48%	26%	23%	32%	60%
	纯MDI市场价	元/吨	18650	21%	-2.4%	-8.6%	22563	19028	18870	17499	17387	18739	18672	18509	18920	20348	20874	21236	18901	18887	18932	20157	21543	22654	22227	22476	20513	24160	7.8%	1.1%	18123	19109	19983	20809	22339	17836	19738	28551	28436	19%	23%	26%	29%	35%	18%	25%	57%	57%
	聚合MDI市场价	元/吨	15900	19%	0.3%	1.6%	17863	14946	14595	15497	15723	17918	18178	17446	17086	16097	15602	16647	15381	15560	14856	15810	17919	20311	20334	19868	17909	21360	-5.8%	-19.7%	15923	17205	15800	17205	19865	14456	13487	18738	26675	19%	23%	19%	23%	31%	15%	12%	28%	50%
	TDI	元/吨	15400	14%	1.7%	1.0%	16780	15537	13847	14551	11514	13209	12880	13466	14793	16724	17163	18055	18031	19030	19974	17413	17366	18739	14630	14181	14248	14801	-4.8%	7.5%	13063	14346	17925	18202	14189	11979	13101	24539	31788	8%	11%	19%	20%	11%	6%	9%	33%	49%
	软泡聚醚	元/吨	8150	9%	-0.6%	-4.1%	10107	9490	8378	7999	7366	8190	8725	8728	9109	9094	9480	10118	9910	9955	9402	9325	11254	12118	15732	16688	16840	18928	4.7%	-4.0%	7982	8910	9867	10497	17026	12829	10591	12646	11451	7%	14%	22%	26%	75%	44%	27%	42%	33%
	硬泡聚醚	元/吨	8750	13%	-1.1%	-7.4%	10303	9109	8248	8071	8080	8441	8883	9203	9484	9563	9694	9889	10106	9829	9393	9605	10919	11325	13653	14358	14360	15267	2.2%	-7.2%	8205	9279	9880	10294	14402	11158	9823	11333	10679	6%	19%	26%	31%	81%	42%	26%	44%	36%
石化	丙烯	元/吨	7635	50%	10.5%	-14.7%	8882	6981	5974	6453	6564	6866	6932	6922	6895	6843	7019	6807	6656	7365	7367	7264	8209	8168	8025	7790	8101	7701	-7.4%	-13.8%	(0)	6899	6959	7743	7904	6791	7367	8499	7498	35%	41%	41%	52%	54%	39%	47%	62%	49%
	MTBE	元/吨	5389	38%	-0.6%	-13.6%	6429	5583	5019	5149	5343	5973	5593	6393	7142	6752	6957	7725	7478	7010	7027	7645	7863	7149	6329	5838	6005	5050	-2.5%	-10.3%	5368	6446	7297	7426	5812	3981	5562	6034	5338	38%	57%	73%	75%	46%	13%	41%	50%	37%
	环氧乙烷	元/吨	6800	10%	0.0%	0.0%	7958	6277	6444	6700	6700	6700	6700	6700	6700	6608	6576	6286	6490	6686	6963	6865	7965	7653	8322	7502	7651	7609	-3.8%	-3.8%	6635	6677	6508	7358	7772	7144	7749	9927	9498	9%	9%	8%	15%	18%	13%	18%	36%	32%
	环氧丙烷	元/吨	7950	11%	-2.5%	-13.6%	10257	9041	8103	7669	7503	7942	8668	8874	9402	9180	9346	9462	9730	9884	9375	9367	11129	11623	15641	16695	16832	18479	5.7%	-6.5%	7804	9030	9604	10365	16904	12278	10112	11426	10705	10%	19%	23%	29%	78%	43%	27%	37%	32%
	丙烯酸	元/吨	6200	12%	-10.1%	-18.4%	8893	7367	5913	6295	6878	7397	6740	6330	6486	6002	6026	6194	5984	7068	6788	7900	12721	13928	14922	13729	9507	9074	-6.1%	-12.3%	6616	6390	6315	10308	11829	6937	7519	8408	8479	15%	14%	13%	40%	51%	17%	21%	27%	28%
	丙烯酸甲酯	元/吨	8500	22%	-3.4%	-2.3%	11016	9009	7425	7899	11252	11028	9726	8127	8590	9134	9960	8356	8973	10866	11493	12877	17774	17432	17439	17295	15423	12066	-6.0%	-23.7%	9387	8895	9533	14872	15575	9220	9894	11055	9897	29%	25%	30%	72%	78%	28%	33%	42%	33%
	丙烯酸乙酯	元/吨	9400	22%	-2.1%	-2.1%	11426	9983	8951	9530	10032	9968	9272	9608	9076	9178	10239	9517	9543	10189	10250	11162	16449	15270	15615	16137	16529	13292	-6.1%	-3.5%	9617	9284	9871	13263	15402	9390	10342	11088	10898	24%	21%	26%	56%	75%	22%	30%	37%	35%
	丙烯酸丁酯	元/吨	6800	7%	-8.1%	-17.6%	9476	8670	6924	7490	8218	9201	8796	8834	9199	9336	9053	9508	8602	9792	9079	9811	13594	14933	15575	18353	16624	14429	-7.5%	-21.3%	7951	9040	9237	11833	16254	8369	8959	10186	9946	15%	23%	24%	43%	76%	18%	22%	31%	30%
	TBA	元/吨	5700	9%	-5.0%	-14.9%	6904	5650	4800	5153	5660	6321	6768	7392	7539	6951	7072	7690	7462	6675	7065	7744	7686	6953	7070	7800	7868	7380	-6.8%	-29.1%	5478	7136	7227	7363	7559	7353	7806	8218	8468	7%	24%	25%	26%	28%	26%	31%	35%	38%
	NPG	元/吨	7400	7%	0.0%	1.4%	8520	7651	6698	7932	10108	10904	9915	10386	10821	9967	9423	9317	9726	10242	9383	9921	16184	17029	15942	19762	17982	12779	-15.6%	-32.4%	8896	10272	9674	13099	16634	8896	8997	12070	14073	17%	27%	22%	46%	70%	17%	18%	39%	53%
	丁二烯	元/吨	8575	22%	-2.6%	-24.9%	12696	12032	7755	9379	9739	11945	11263	13218	12118	10412	9103	7868	7710	9079	7310	9398	10743	8174	6385	10693	8105	7807	-17.3%	-31.1%	9679	11787	8433	8931	8290	6246	9372	11232	12402	26%	35%	21%	23%	20%	11%	25%	33%	38%
	异丁烯	元/吨	7800	25%	-0.6%	-16.6%	9680	8564	7824	7996	8802	9836	8733	9963	11613	10620	11094	12302	11718	10914	11174	12180	12132	10883	9887	9254	9355	7917	-2.2%	-10.4%	8607	10228	11513	11605	9027	6725	9354	9241	8398	33%	51%	65%	66%	38%	13%	41%	40%	31%
	苯乙烯	元/吨	7375	32%	0.7%	-17.0%	9333	8426	6565	7289	7665	8408	8859	9405	9574	8991	8509	8641	8026	8477	8328	9469	10202	9215	8752	9061	9652	8082	-9.9%	-25.9%	7469	9212	8415	9306	8896	6074	8248	10728	10078	33%	51%	42%	52%	47%	18%	41%	66%	60%
	LLDPE	元/吨	7150	12%	0.7%	-13.3%	7992	7400	7400	7400	7620	8265	8543	8346	8503	8372	8143	8264	8087	8253	8270	8136	8934	9088	9101	8409	8193	8413	0.0%	-13.4%	7643	8441	8184	8589	8531	7192	8012	9556	9550	17%	26%	23%	27%	27%	13%	21%	37%	37%
	乙烯法PVC	元/吨	4910	2%	-1.8%	-7.7%	5883	5561	4902	5191	5155	5465	5666	5957	6000	6027	6218	6468	6099	6534	6350	6865	9108	9574	11340	10019	9604	8822	-5.6%	-13.5%	5177	5912	6329	7963	9953	6928	7045	7105	7012	4%	11%	14%	29%	47%	20%	21%	21%	21%
精细化工及新材料	PC	元/吨	14100	7%	-3.4%	-9.3%	16567	14456	12577	12529	13301	14004	14309	14940	15316	14795	15164	15720	15064	16145	17076	16710	21057	22319	25245	27455	26991	20790	0.4%	-12.1%	(0)	14839	15521	19269	25139	15467	17013	26162	22891	3%	10%	13%	27%	49%	12%	18%	53%	41%
	TPU	元/吨	14500	9%	-2.0%	-11.0%	16549	13472	12576	12678	13463	14318	14525	15511	15700	15555	15403	15571	15610	16448	17789	19698	21459	23506	24522	21646	20684	20268	-0.8%	-13.4%	13252	15321	15755	20595	22043	18831	22746	24895	27759	4%	13%	15%	38%	45%	30%	49%	59%	72%
	SAP	元/吨	10100	26%	-1.5%	-8.2%	11765	9054	8469	8562	8900	8977	8815	8819	8985	8942	9188	9373	9712	9892	9942	12161	14462	13625	13404	12161	11962	10567	-1.1%	-3.9%	8727	8890	9541	12570	12054	9919	11032	11186	10793	6%	8%	18%	61%	54%	23%	39%	42%	36%
	MMA	元/吨	10200	17%	-12.8%	-17.7%	12953	10795	9413	9727	10320	11551	11620	15166	15525	13005	11365	11970	11603	10294	10605	11413	12869	12283	12662	13806	12660	12987	-3.2%	-19.0%	10230	13857	11318	11789	13041	10770	12765	19505	19561	17%	37%	23%	25%	32%	20%	31%	67%	68%
	PMMA	元/吨	13600	6%	-3.5%	-8.1%	16261	13917	13827	13890	15897	18175	18971	19377	18871	16506	15679	14941	14595	14409	15005	15237	16202	16291	17194	16918	17493	16942	-0.5%	-27.1%	15431	18435	14910	15679	17137	15658	21611	24820	0	19%	41%	15%	21%	32%	21%	64%	88%	0%
	HDI	元/吨	36500	12%	-9.9%	-15.1%	42764	27233	26543	29226	29250	29250	29250	29087	30368	35330	37457	35141	38714	54406	62815	69005	74176	78256	84022	88261	107363	62556	-9.2%	-9.3%	28562	30999	41366	71015	85616	54454	55500	55500	55500	3%	6%	18%	51%	67%	32%	34%	34%	34%
	IPDI	元/吨	44000	8%	-13.7%	-18.5%	50626	38167	48826	54000	50500	37833	37000	37000	40429	46022	47000	48538	50874	52500	55043	67674	79000	77533	76000	76000	76000	76000	-9.6%	-32.0%	47837	40096	49710	69745	76000	69654	70000	70000	70000	13%	4%	15%	38%	46%	38%	39%	39%	39%
原材料	丙烷	元/吨	4376	43%	5.4%	-27.4%	6120	5074	4020	4102	4408	4562	4601	4696	4576	4470	4853	4529	3784	4746	4683	4780	5426	5348	5172	4633	3685	3935	-2.0%	-12.6%	4271	4586	4479	5057	4360	2832	3334	3664	3255	41%	46%	44%	53%	43%	21%	28%	33%	27%
	烟煤	元/吨	830	17%	-2.9%	-3.5%	819	719	764	673	643	737	837	854	858	914	965	873	935	1154	1426	1254	1217	1083	1289	1147	861	742	13.5%	-8.8%	704	866	981	1246	1012	576	592	652	644	11%	19%	24%	37%	26%	5%	6%	9%	8%
	动力煤	元/吨	640	17%	-3.8%	-5.9%	643	547	579	532	498	564	650	661	663	701	735	662	716	868	1080	973	916	830	1021	907	673	575	8.8%	-10.9%	543	669	744	957	795	457	450	506	514	11%	18%	23%	35%	26%	6%	5%	9%	9%
	纯苯	元/吨	6890	54%	5.0%	-10.0%	8085	6601	5424	5976	6099	7358	7432	8504	9030	8246	7569	7590	6818	7016	7025	8323	9148	7919	7323	7991	7546	5562	-9.2%	-27.0%	6208	8301	7251	8102	7114	3964	5077	5931	6721	45%	70%	58%	68%	56%	19%	32%	42%	52%
主要产品价差	MDI加权价-0.63*纯苯	元/吨	12384	16%	-2.4%	1.1%	14199	11967	12458	12334	12375	13526	13660	12421	11947	12160	12416	13214	12215	12160	11527	11936	13267	16058	16112	15654	13968	18865	1.0%	-8.8%	12671	12547	12487	13182	16125	12973	12164	17946	22969	17%	16%	16%	18%	28%	18%	15%	34%	52%
	MDI加权价-0.75*苯酸	元/吨	9525	15%	-3.3%	-2.8%	11140	9075	9846	10379	10421	11260	10885	9758	8417	8975	8116	9322	8042	7932	6792	8431	10138	11638	11585	12553	10687	14810	-5.1%	-9.5%	10482	9534	8359	9265	12432	11044	10418	15225	19805	19%	15%	11%	14%	26%	21%	18%	35%	52%
	TDI-0.65*苯	元/吨	11484	11%	1.8%	6.7%	12199	11582	10422	10976	7855	9039	9031	8943	9830	12076	12575	12925	13316	14394	14689	12427	12120	14396	10707	10389	10579	11748	-5.0%	15.4%	9386	9872	13205	13358	10520	9502	9529	20814	28262	6%	7%	15%	15%	9%	6%	6%	32%	49%
	丙烯-1.22*丙烷	元/吨	1546	34%	36.2%	#####	348	(197)	405	737	410	528	489	391	523	662	262	457	1380	792	803	638	640	726	839	1298	2968	2223	-45.1%	-17.3%	520	516	723	698	1806	2795	2726	3413	2973	12%	11%	16%	16%	40%	62%	61%	76%	66%
	环氧丙烷-0.8*丙烯	元/吨	1842	0%	-29.7%	-9.7%	3241	3519	3295	2498	2266	2451	3159	3330	3876	3684	3748	4018	4422	4030	3460	3600	4618	5118	8935	10486	10411	12441	31.9%	4.3%	2628	3512	4055	4184	10493	6951	4235	4930	4678	7%	14%	19%	20%	74%	44%	20%	26%	24%
	丙烯酸-0.71*丙烯	元/吨	779	4%	-60.9%	-37.4%	2623	2442	1641	1703	2207	2513	1843	1413	1578	1134	1048	1358	1266	1822	1457	2773	6919	8220	8931	8371	3709	3764	-3.6%	-11.0%	2016	1492	1374	4802	6332	2121	2290	2378	3143	14%	10%	9%	37%	49%	15%	16%	17%	23%
	丙烯酸甲酯-0.89*丙烯酸	元/吨	2982	30%	12.1%	54.0%	3110	2457	2161	2280	5118	4459	3730	2504	2820	3763	4585	2931	3552	4567	5454	5852	6434	4992	4395	4920	6948	4072	-5.2%	-42.0%	3499	3207	3913	5698	5047	3046	3202	3571	2351	36%	32%	41%	63%	55%	30%	32%	37%	22%
	丙烯酸乙酯-0.82*丙烯酸	元/吨	4316	41%	9.5%	28.1%	4130	3964	4110	4362	4410	3911	3732	4416	3781	4230	5271	4516	4583	4432	4637	4751	5981	3790	3575	4723	8765	5964	-5.8%	10.1%	4193	4044	4693	4811	5702	3702	4176	4194	3945	40%	38%	46%	47%	58%	34%	39%	40%	37%
	丙烯酸丁酯-0.59*丙烯酸	元/吨	3142	3%	-5.6%	-16.6%	4220	4306	3439	3767	4156	4833	4820	5086	5387	5781	5486	5921	5076	5578	5057	5144	6100	6818	6634	10117	10987	9263	-8.7%	-28.6%	4047	5270	5512	5751	9275	4276	4522	5225	4943	12%	25%	27%	30%	67%	14%	17%	24%	21%

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	2026年	24000	24000	22000	25500	27000	24600	22000					
	2025年	20500	21500	22500	22500	22500	22500	20500	22000	23000	23500	24000	24000
	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）	2026年	18000	18000	18000	23000	23000	24000	18000					
	2025年	20000	20000	21000	20000	20000	20000	20000	20000	20000	18000	18000	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

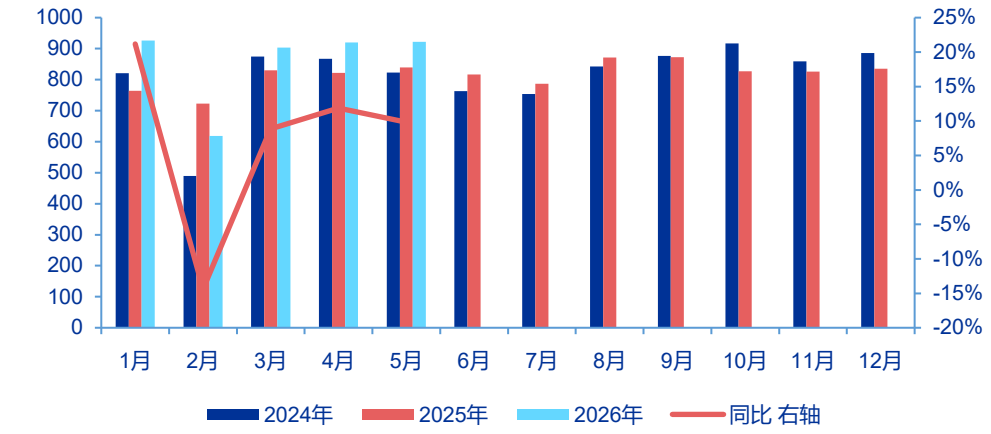
资料来源：公司公告，百川资讯，申万宏源研究

2. 冰箱及出口数据

2026 年上半年冰箱冷柜产量延续增长态势，出口需求实现双位数增长。从国内需求来看，根据产业在线统计，2026 年 1–5 月占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业需求维持增长，2026 年 1–5 月冰箱产量达 4290.2 万台，同比增长 7.8%。冷柜产销两端同样旺盛，2026 年 1–5 月实现产量 2076.9 万台，同比增长 18.3%。2026 年 1–5 月冰箱累计出口 2524.8 万台，同比增长 13.8%；冷柜累计出口 1336.2 万台，同比增长 18.3%。行业需求保持稳健，MDI 需求基本盘稳固。

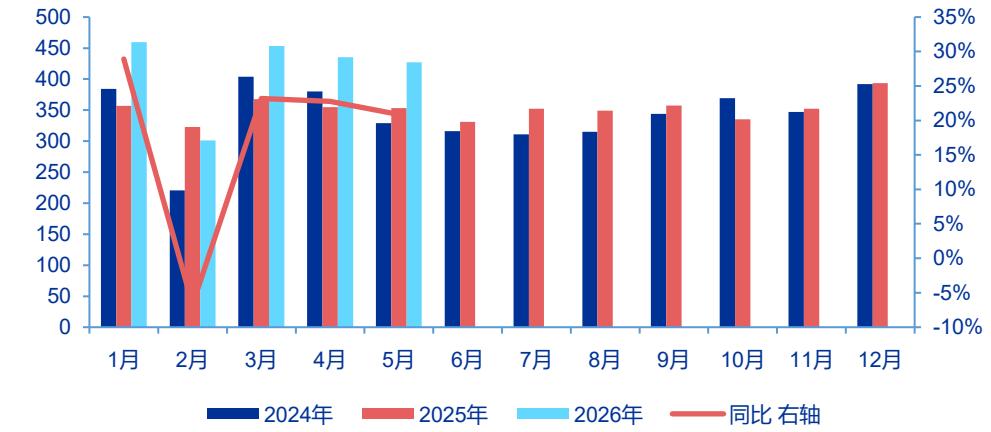
仅供内部参考，请勿外传

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）

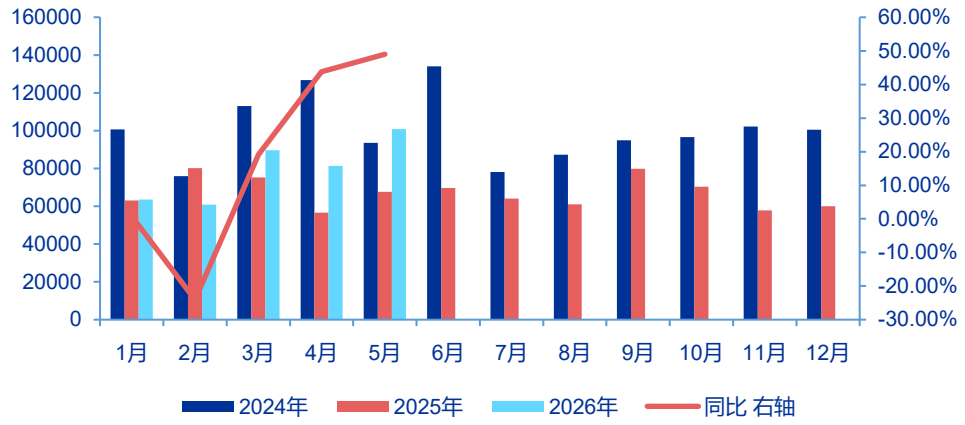


资料来源：产业在线，申万宏源研究

2026 年上半年，随海外装置扰动加剧，山东+浙江+福建地区 MDI 出口量恢复增长。根据百川资讯统计，2026 年 1–5 月聚合 MDI 出口 39.6 万吨，同比增长 15.6%，纯 MDI 出口 5.4 万吨，同比减少 2.2%。2026 年 1–5 月，山东+浙江+福建聚合 MDI 出口约 31.9 万吨，同比增长 26.1%，纯 MDI 出口约 4.7 万吨，同比提升 4.2%。我们看好国内 MDI 凭借成本优势，尽管面临海外反倾销及关税政策压力，仍维持较高全球市场份额。

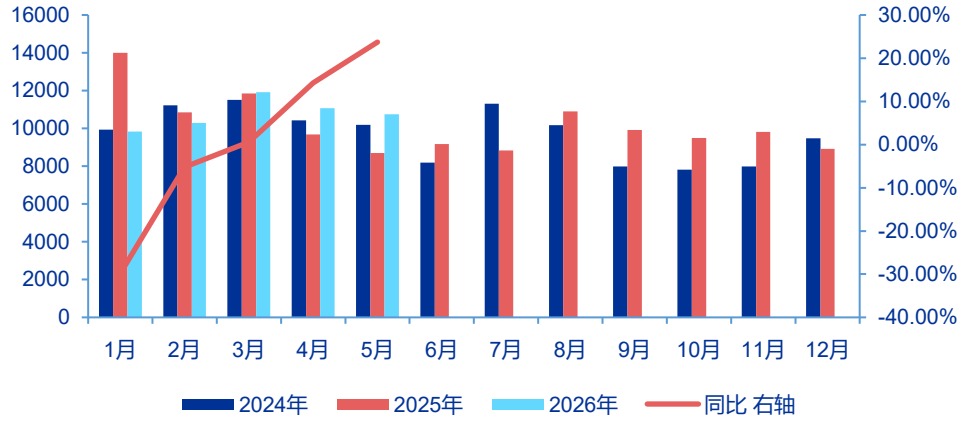
图 5：聚合 MDI 出口数据（吨）

仅供内部参考，请勿外传



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

3. 展望

短期步入传统淡季，但海外装置开工受限，供给端支撑底部价格。全球来看，受中东地区地缘政治局势紧张影响，海外 MDI 及相关产品供应明显收缩：中东陶氏位于沙特朱拜勒的 40 万吨/年 MDI 装置因 Sadara 大型石化联产装置供应链中断而停车，出口严重受阻；伊朗 KARUN 德黑兰 8 万吨/年装置出口不畅。国内方面，万华化学福建 80 万吨/年装置 6 月 23 日起停车检修，预计检修 20 天左右；东曹瑞安浙江瑞安 8 万吨/年装置仅精馏运行，开工率约 81%。欧洲地区，巴斯夫比利时 65 万吨/年装置低负荷运行，亨斯迈荷兰 47 万吨/年装置亦低负运行，全球多套装置处于检修或降负期间，合计检修产能 80 万吨、不可抗力产能 40 万吨。随着终端冰箱空调传统旺季来临，叠加 MDI 出口回暖，预计 MDI 景气持续走高。长期看，截至 2026 年新产能投放以万华为主，万华化学匈牙利 40 万吨/年装置已正常运行，届时万华化学 MDI 全球市占率有望接近 34%，利好规模企业盈利。

图 7：当前全球各 MDI 装置开工情况

仅供内部参考，请勿外传

	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%	
		山东烟台	110	100%	
		福建	80	0%	6月23日起停车检修，预计检修20天左右
	科思创	上海	60	100%	
	巴斯夫	重庆	40	100%	
		上海	24	100%	
	亨斯迈	上海	35	100%	
	东曹瑞安	浙江瑞安(仅精馏)	8	81%	
亚洲其他	中东陶氏	沙特朱拜勒	40	0%	Sadara大型石化联产装置因供应链中断而停车，MDI停车
	日本东曹	日本南阳	7	100%	
		日本南阳	13	100%	
		日本南阳	20	100%	
	锦湖三井	韩国丽水	61	100%	
	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	低负运行	低负荷运行，持续到2026年3月份
	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	低负运行	
	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	80	不可抗力产能	40	待检修产能	0

资料来源：天天化工，隆众资讯，申万宏源研究

联合科威特，改造乙烯项目，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长期供应的安全稳定性，另一方面助力科威特“油转化”，实现双向共赢。同时，公司乙烯一期项目技改正式投产，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，叠加近期海外原油价格大幅走高，公司能源套利空间加大，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。

海外供应链冲击加大，石化能源套利空间提升，公司时点盈利快速提升。随地缘政治持续，中东、日韩等主要 MDI/TDI 装置均出现降负、不可抗力等，海外供给端支撑力度加强，国内出口需求回暖。同时，石化板块盈利 26 年有望展现业绩弹性，乙烷价格遵循北美当地供需情况，其景气独立于地缘冲突影响，预期乙烷价格全年仍将维持底部震荡，但乙烯价格受到国际油价冲高影响大幅上涨，带动乙烷制乙烯利润大幅增长，同时公司 C3 下游部分产品供需存在收紧趋势，C3 板块有望实现良好盈利表现。

仅供内部参考，请勿外传

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	182,069	203,235	253,559	306,423	319,049
其中：营业收入	182,069	203,235	253,559	306,423	319,049
减：营业成本	152,643	175,570	211,266	253,474	259,654
减：税金及附加	1,084	1,287	1,388	1,677	1,746
主营业务利润	28,342	26,378	40,905	51,272	57,649
减：销售费用	1,619	1,630	1,947	2,353	2,450
减：管理费用	3,023	2,802	3,543	4,281	4,458
减：研发费用	4,550	4,865	5,900	7,131	7,424
减：财务费用	2,094	2,080	2,592	2,546	2,414
经营性利润	17,056	15,001	26,923	34,961	40,903
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-203	43	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-740	-511	0	0	0
加：投资收益及其他	1,852	2,134	1,831	1,880	1,862
营业利润	17,966	16,666	28,755	36,842	42,766
加：营业外净收入	-1,042	-398	0	0	0
利润总额	16,924	16,268	28,755	36,842	42,766
减：所得税	2,133	2,228	4,022	5,183	6,034
净利润	14,791	14,040	24,733	31,659	36,732
少数股东损益	1,758	1,513	1,585	1,619	1,572
归属于母公司所有者的净利润	13,033	12,527	23,148	30,040	35,160

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



仅供内部参考，请勿外传

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

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”）在中华人民共和国内地（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。