下载日志已记录，仅供内部参考

万华化学（600309.SH）

聚氨酯、石化板块景气回升，1H26归母净利润98-104亿元

优于大市

核心观点

2026年第二季度公司预计实现归母净利润61-67亿元，业绩超预期。公司发布2026年半年度业绩预增公告，预计2026年上半年实现归母净利润98-104亿元，同比增加60%-70%，实现扣非归母净利润96-102亿元，同比增加54%-63%。公司2026年第一季度实现归母净利润37亿元，实现扣非归母净利润36亿元。预计公司第二季度实现归母净利润61-67亿元，同比增长101%-120%，环比增长65%-81%；实现扣非归母净利润60-66亿元，同比增长87%-106%，环比增长67%-83%。公司第二季度业绩同环比大幅增长，一方面受美以伊冲突导致油价上涨，推动公司聚氨酯及石化产品价格上涨；另一方面公司一月份完成乙烯一期装置原料多元化改造，石化板块成本竞争优势提升。

第二季度MDI、TDI价格、价差同环比增长，聚氨酯板块盈利能力大幅改善。2026年3月以来，受中东地缘冲击影响，一方面原油价格上涨推涨原料价格，另一方面中东/日韩等地区MDI、TDI装置出现不可抗力及降负，欧洲地区MDI、TDI装置成本提高，公司聚氨酯板块产品价格大幅上涨。2026年第二季度纯MDI、聚合MDI、TDI均价分别为22563/17863/16722元/吨，同比分别+30%/+14%/+44%，环比分别+19%/+20%/+7%；纯MDI、聚合MDI、TDI平均价差分别为14482/9782/12241元/吨，同比分别+27%/+1%/+56%，环比分别21%/24%/5%。

乙烷制乙烯盈利改善，精细化学品及新材料竞争力持续提升。2026年第一季度公司乙烯一期装置实现原料多元化技术改造，原料结构优化，乙烷制乙烯成本大幅下降，第二季度布伦特原油期货结算价99.0美元/桶，同比+48.4%，环比+26.3%，第二季度乙烷采购均价为21.2美分/加仑，同比-13.9%，环比-9.3%，第二季度C2下游主要产品乙烯/聚乙烯/乙二醇/环氧乙烷/苯乙烯均价分别为8350/9920/4870/8140/9630元/吨，环比分别+35%/+30%/21%/+30%/+16%。此外公司二期120万吨/年乙烯及下游高端装置顺利投产和蓬莱石化项目的全面达产，装置能耗物耗持续降低，规模优势和产业链优势进一步凸显。精细化学品及新材料方面，2025年公司实现VA全产业链投产，MS装置投产，成功切入高端光学材料市场；XLPE、薄荷醇等装置一次性开车成功并稳定运行；开发多个高附加值的POE、聚烯烃等差异化牌号产品。

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。

投资建议：我们维持公司2026-2028年盈利预测为175.2/190.1/208.7亿元，对应EPS为5.60/6.07/6.67元，当前股价对应PE为12.7/11.7/10.7X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	182,069	203,235	224,777	246,806	272,745
(+/-%)	3.8%	11.6%	10.6%	9.8%	10.5%
归母净利润(百万元)	13033	12527	17522	19014	20867
(+/-%)	-22.5%	-3.9%	39.9%	8.5%	9.7%
每股收益（元）	4.15	4.00	5.60	6.07	6.67
EBIT Margin	10.5%	8.4%	11.7%	11.5%	11.3%
净资产收益率（ROE）	13.8%	11.6%	15.3%	15.7%	16.2%
市盈率（PE）	17.1	17.7	12.7	11.7	10.7
EV/EBITDA	13.3	13.2	9.9	9.1	8.6
市净率（PB）	2.36	2.05	1.94	1.83	1.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

证券分析师：薛聪
010-88005107
xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	71.02元
总市值/流通市值	222326/222326百万元
52周最高价/最低价	97.00/53.93元
近3个月日均成交额	2889.86百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《万华化学（600309.SH）-第一季度归母净利润同比增长20.6%，看好聚氨酯景气回升》 ——2026-04-21

《万华化学（600309.SH）-2025年盈利韧性凸显，看好2026年聚氨酯、乙烯盈利提升》 ——2026-03-17

《万华化学（600309.SH）-MDI产品景气回暖，锂电材料、新材料加速放量》 ——2025-12-19

《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

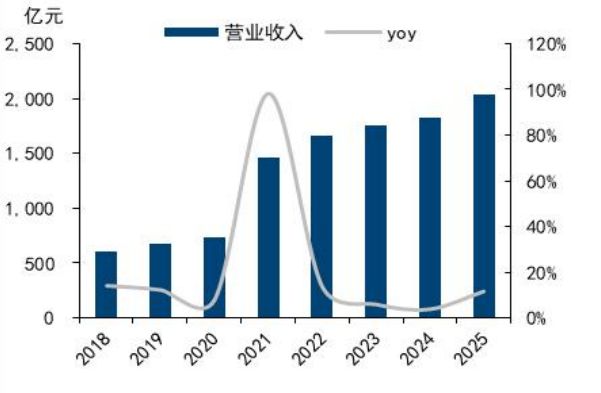
《万华化学（600309.SH）-二季度扣非归母净利环比提升，费用控制显效》 ——2025-08-12

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年第二季度公司预计实现归母净利润 61-67 亿元，业绩超预期。公司发布 2026 年半年度业绩预增公告，预计 2026 年上半年实现归母净利润 98-104 亿元，同比增加 60%-70%，实现扣非归母净利润 96-102 亿元，同比增加 54%-63%。公司 2026 年第一季度实现归母净利润 37 亿元，实现扣非归母净利润 36 亿元。预计公司第二季度实现归母净利润 61-67 亿元，同比增长 101%-120%，环比增长 65%-81%；实现扣非归母净利润 60-66 亿元，同比增长 87%-106%，环比增长 67%-83%。

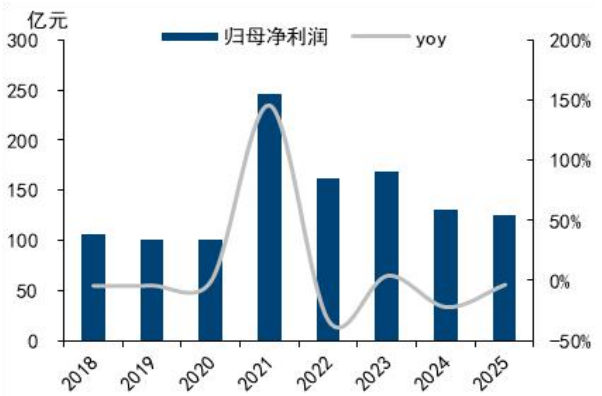
公司第二季度业绩同环比大幅增长，一方面受美以伊冲突导致油价上涨，推动公司聚氨酯及石化产品价格上涨；另一方面公司一月份完成乙烯一期装置原料多元化改造，石化板块成本竞争优势提升。

图1：万华化学营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：万华化学归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：万华化学单季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

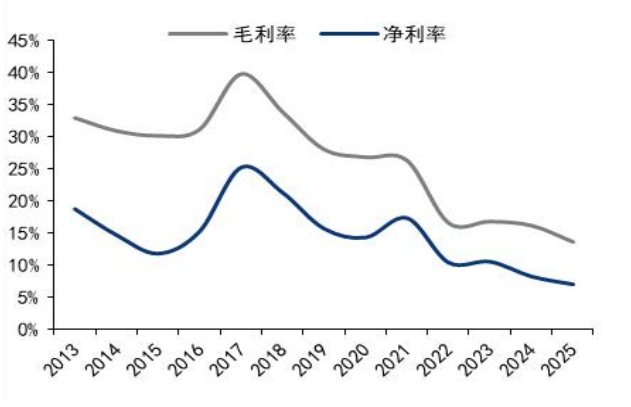
图4：万华化学单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：2026Q2 业绩取业绩预增中值）

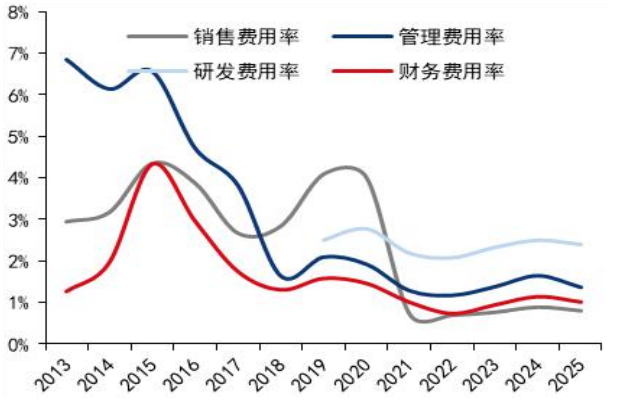
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：万华化学毛利率、净利率



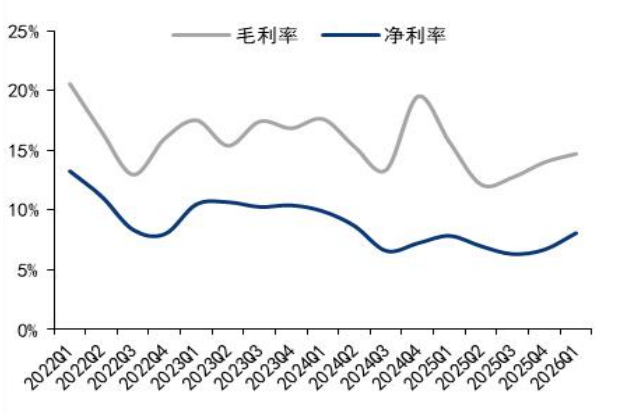
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：万华化学销售、管理、研发、财务费用率



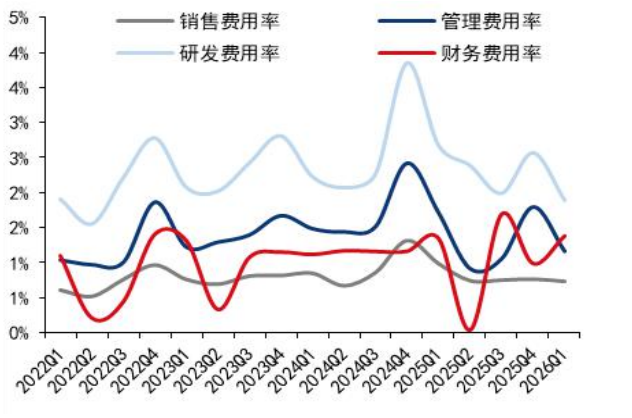
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：万华化学季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：万华化学季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

第二季度 MDI、TDI 价格、价差同环比增长，聚氨酯板块盈利能力大幅改善。2026 年 3 月以来，受中东地缘冲击影响，一方面原油价格上涨推涨原料价格，另一方面中东/日韩等地区 MDI、TDI 装置出现不可抗力及降负，欧洲地区 MDI、TDI 装置成本提高，公司聚氨酯板块产品价格大幅上涨。2026 年第二季度纯 MDI、聚合 MDI、TDI 均价分别为 22563/17863/16722 元/吨，同比分别+30%/+14%/+44%，环比分别+19%/+20%/+7%；纯 MDI、聚合 MDI、TDI 平均价差分别为 14482/9782/12241 元/吨，同比分别+27%/+1%/+56%，环比分别 21%/24%/5%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：万华化学分板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：万华化学分板块毛利（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：聚合 MDI 价格与价差（元/吨）



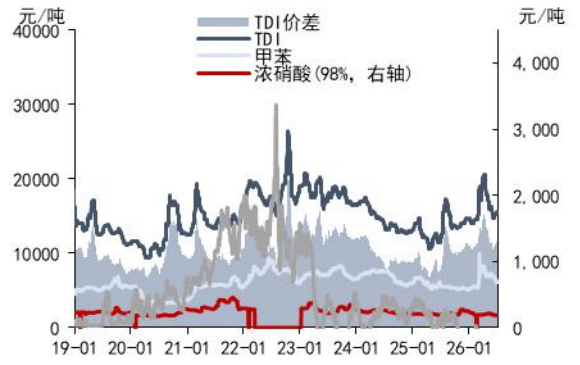
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：纯 MDI 价格与价差（元/吨）



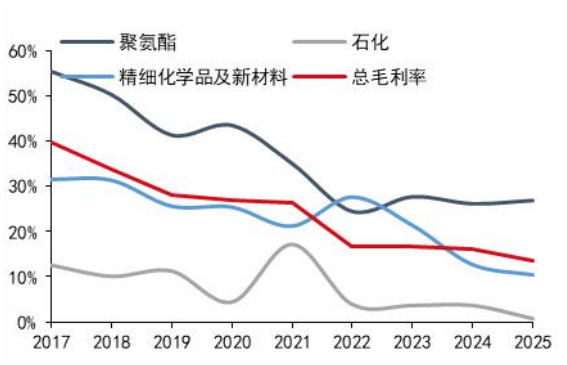
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：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14：万华化学分板块毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

乙烷制乙烯盈利改善，精细化学品及新材料竞争力持续提升。2026 年第一季度公司乙烯一期装置实现原料多元化技术改造，原料结构优化，乙烷制乙烯成本大幅下降，第二季度布伦特原油期货结算价 99.0 美元/桶，同比+48.4%，环比+26.3%，第二季度乙烷采购均价为 21.2 美分/加仑，同比-13.9%，环比-9.3%，第二季度 C2 下游主要产品乙烯/聚乙烯/乙二醇/环氧乙烷/苯乙烯均价分别为 8350/9920/4870/8140/9630 元/吨，环比分别+35%/+30%/21%/+30%/+16%。此外公司二期 120 万吨/年乙烯及下游高端装置顺利投产和蓬莱石化项目的全面达产，装置能耗物耗持续降低，规模优势和产业链优势进一步凸显。精细化学品及新材料方面，2025 年公司实现 VA 全产业链投产，MS 装置投产，成功切入高端光学材料市场；XLPE、薄荷醇等装置一次性开车成功并稳定运行；开发多个高附加值的 POE、聚烯烃等差异化牌号产品。

投资建议：我们维持公司 2026-2028 年盈利预测为 175.2/190.1/208.7 亿元，对应 EPS 为 5.60/6.07/6.67 元，当前股价对应 PE 为 12.7/11.7/10.7X，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
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	(MRQ)
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	26.00	54,998.86	1.84	1.60	2.23	14.1	16.3	11.7	1.6
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	12.27	122,570.46	0.07	0.14	0.23	175.3	87.6	53.3	2.6
600309.SH	万华化学	优于大市	71.02	222,326.09	4.15	5.60	6.07	17.1	12.7	11.7	2.1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理　注：数据截至 2026 年 7 月 6 日。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	24533	27662	25302	25832	26265
应收款项	13634	17008	17821	19568	22025
存货净额	24107	26014	28162	30758	33787
其他流动资产	7716	10953	10820	11880	13652
流动资产合计	**69990**	**81637**	**82105**	**88039**	**95729**
固定资产	181987	191531	209894	222994	233354
无形资产及其他	11971	12771	12261	11750	11239
投资性房地产	19734	24185	24185	24185	24185
长期股权投资	9651	12885	15804	18724	21748
资产总计	**293333**	**323009**	**344249**	**365692**	**386255**
短期借款及交易性金融负债	46739	44605	49495	51295	49074
应付款项	69136	76324	81669	89199	98356
其他流动负债	10208	11590	12206	13339	14788
流动负债合计	**126083**	**132519**	**143370**	**153834**	**162218**
长期借款及应付债券	51576	53329	53329	53329	53329
其他长期负债	12174	17032	20490	23947	27871
长期负债合计	**63750**	**70361**	**73819**	**77276**	**81200**
负债合计	**189833**	**202880**	**217189**	**231110**	**243418**
少数股东权益	8874	11823	12570	13381	14270
股东权益	94626	108305	114490	121201	128567
负债和股东权益总计	**293333**	**323009**	**344249**	**365692**	**386255**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	4.15	4.00	5.60	6.07	6.67
每股红利	3.60	2.15	3.62	3.93	4.31
每股净资产	30.14	34.60	36.57	38.72	41.07
ROIC	8.29%	6.80%	10%	10%	11%
ROE	13.77%	11.57%	15%	16%	16%
毛利率	16%	14%	17%	17%	16%
EBIT Margin	11%	8%	12%	11%	11%
EBITDA Margin	17%	16%	20%	20%	20%
收入增长	4%	12%	11%	10%	11%
净利润增长率	-22%	-4%	40%	9%	10%
资产负债率	68%	66%	67%	67%	67%
股息率	5.1%	3.0%	5.1%	5.5%	6.1%
P/E	17.1	17.7	12.7	11.7	10.7
P/B	2.4	2.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.3	13.2	9.9	9.1	8.6

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**182069**	**203235**	**224777**	**246806**	**272745**
营业成本	152643	175570	187285	206083	228424
营业税金及附加	1084	1287	1424	1563	1728
销售费用	1619	1630	1798	1974	2182
管理费用	3023	2802	2848	3169	3417
研发费用	4550	4865	5170	5677	6273
财务费用	2094	2080	3551	3724	3703
投资收益	709	754	695	719	723
资产减值及公允价值变动	(816)	(244)	(244)	(244)	(244)
其他收入	(3533)	(3709)	(5170)	(5677)	(6273)
营业利润	17966	16666	23153	25090	27497
营业外净收支	(1042)	(398)	(398)	(398)	(398)
利润总额	**16924**	**16268**	**22755**	**24692**	**27099**
所得税费用	2133	2228	3117	3382	3712
少数股东损益	1758	1513	2116	2296	2520
归属于母公司净利润	**13033**	**12527**	**17522**	**19014**	**20867**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	13033	12527	17522	19014	20867
资产减值准备	605	(229)	142	41	34
折旧摊销	11835	15239	18308	21488	23746
公允价值变动损失	816	244	244	244	244
财务费用	2094	2080	3551	3724	3703
营运资本变动	22497	230	6732	6758	7307
其它	(373)	928	605	770	855
经营活动现金流	**48413**	**28940**	**43554**	**48315**	**53054**
资本开支	0	(23650)	(36547)	(34363)	(33873)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**(2606)**	**(26883)**	**(39466)**	**(37282)**	**(36898)**
权益性融资	17	5339	0	0	0
负债净变化	8365	(2347)	0	0	0
支付股利、利息	(11312)	(6738)	(11337)	(12303)	(13502)
其它融资现金流	(39108)	13904	4890	1801	(2221)
融资活动现金流	**(44984)**	**1072**	**(6448)**	**(10502)**	**(15723)**
现金净变动	**823**	**3129**	**(2360)**	**531**	**433**
货币资金的期初余额	23710	24533	27662	25302	25832
货币资金的期末余额	24533	27662	25302	25832	26265
企业自由现金流	0	6560	11151	18341	23693
权益自由现金流	0	18116	12976	16928	18276

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

