万华化学 20260903

万华化学：MDI 供需反转在即，乙烷改造与成本优势筑 200 亿利润底

摘要

- MDI 供需错配加剧：沙特 40 万吨产能停产且复产周期长，未来 5 年全球仅科思创 66 万吨规划且审批受阻，供给近乎零增长 vs 需求随海外降息预期展现高弹性。
- 成本护城河极深：欧盟天然气路线 MDI 成本达 9,000 元/吨，万华煤化工路线成本不足 2000 元/吨；MDI 每上涨 3,000 元/吨，万华利润弹性达 80-90 亿元。
- 石化业务贡献底部增量：240 万吨乙烯产能将于 2027 年全切换为美国乙烷进料，参考卫星化学 2000 元/吨底部利润，预计该板块将贡献 60 亿元稳定利润。
- TDI 维持高景气：受益于软体家居向东南亚转移拉动的出口需求，且 2027 年底前无新增产能投放，行业寡头垄断格局下盈利将保持稳健。
- 新材料与估值支撑：尼龙 12 已导入全球龙头客户；预计 2027 年公司整体底部利润达 200 亿元，当前 2,300 亿市值处于历史低位，向下空间有限且向上弹性大。

Q&A

当前化工行业整体处于怎样的周期阶段，未来的趋势如何？

化工行业自 2021 年年底以来，整体处于供需过剩、景气下滑的通道。经过长达四五年的下行周期，许多细分行业已达到全行业亏损的底部位置。在此背景下，行业资本开支收紧。同时，海外市场也出现积极变化：欧盟因成本问题，在过去三年间退出了 10%的产能；中东地区受战争影响，存量及增量项目均受到较大冲击。在供给端收缩的背景下，行业反转主要等待需求端的催化。目前，全球宏观层面仍处于加息周期的尾声，若后续海外利率出现向好的降息预期，整体需求有望展现较好的向上弹性。因此，化工行业大的反转趋势正在逐步推进，预
板块可能在 2027 年，甚至整体行业在 2028 年看到全面反转。



万华化学核心产品 MDI 的当前市场基本面如何，包括需求、供给、成本结构以及短期价格走势的展望？

MDI 市场的基本面呈现出需求端稳中有升、供给端利好因素增多的态势，预计在旺季具备较好的价格弹性。从需求端看，全球 MDI 需求约一半应用于建筑领域，其余用于冰箱冷柜等。具体到中国市场，聚合 MDI 约一半的需求来自冰箱冷柜，因此国内冰箱冷柜的产销数据是核心关注点。2026 年以来，国内冰箱产量增长 12%，冷柜产量增长超过 20%，主要得益于出口拉动，因为国内产量的八成用于出口，海外市场正处于补库周期。纯 MDI 的下游主要为鞋材和氨纶，其中氨纶 2026 年上半年的表观销量增长超过 10%。海外市场，MDI 主要用于欧美地区的外墙保温，与地产景气度高度相关。尽管美国 30 年期房贷利率接近 7%的高位，导致新建住房和成屋销售处于历史偏低水平，但自 2022 年以来该数据一直处于平稳震荡状态，并未继续恶化。若后续出现降息，美国房地产市场有望迎来较大逆转。总体而言，MDI 需求在国内需求的拉动下呈现小幅提升状态。从供给端看，MDI 行业呈现寡头垄断格局，主要由万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏、东曹和三井等少数企业主导。在这种格局下，企业在经营压力较大时有默契地控制供给以维持盈利。万华化学作为全球最大的 MDI 生产商，年产能 380 万吨，实际产销量约 300 万吨，近年来也在主动控制供应。此外，近期供给端出现几个积极变化：首先，沙特一套 40 万吨的 MDI 有效产能因园区受袭而全面停产，复产周期预计较长。其次，欧盟地区天然气价格持续上行，受美伊冲突影响，目前已接近 7 元/立方米，而国内仅为 2 元/立方米。海外 MDI 生产商多采用天然气路线，单吨 MDI 消耗约 1,300 立方米天然气，仅此项成本就高达 9,000 元。相比之下，万华化学采用煤化工路线，单吨消耗约 2.5 吨煤炭，成本不足 2000 元，两者成本差异巨大。欧盟天然气库存处于历史偏低水平，后续补库需求可能进一步推高价格，从而抬升欧盟地区的 MDI 生产成本和产品价格。综合来看，在需求稳中有升、供给格局优化、海外成本高企的背景下，随着九、十月份旺季的到来，MDI 具备较强的价格上涨潜力。近期国内外企业已陆续发布涨价函，也印证了海外厂商盈利艰难的现状。MDI 价格每上涨 3,000 元/吨，将为万华化学带来八九十亿元的利润弹性。

从中长期来看，全球 MDI 市场未来的新增产能情况如何？

从全球范围看，未来几年 MDI 的新增产能非常有限。国内目前很难批准新的 MDI 产能。在未来五年维度内，全球仅有科思创规划了在上海建设一套 66 万吨的新产能。科思创原计划在上海和中东各建一套装置，但由于中东地区的局势影响，该项目已基本搁置。其上海项目目前尚未获得批文，考虑到国内对 MDI 项目的审批非常严格，该项目在审批环节可能面临诸多阻碍，即便顺利，预计也需要三年才能投产。若剔除此项目，未来几年全球几乎没有新的资本开支，仅有小幅的技术改造。与此同时，全球 MDI 需求预计将保持稳定上行，若美国进入降息周期，需求弹性会更大。在产能几乎没有扩张的背景下，MDI 的景气度有望达到非常不错的水平。

TDI 业务目前的盈利状况和未来产能格局是怎样的？

TDI 业务近两年的景气度维持在较好水平，在 2026 年第三季度也保持了稳健的盈利。这主要得益于良好的供需格局。从需求端看，TDI 下游主要应用于软体家居，由于相关产业已大量布局至东南亚，拉动了中国的出口需求，使得 TDI 景气度偏强。从供给端看，行业格局集中度较高，企业间能形成一定的默契来控制价格。未来几年，TDI 的主要产能扩张仅有华鲁恒升规划的一套 30 万吨装置，但该项目目前也未获得批文，预计可能要到 2027 年底或 2028 年才能投产。因此，近两年内 TDI 市场仍将维持相对不错的盈利状态。

万华化学石化业务，特别是乙烷制乙烯装置的盈利前景和对公司整体利润的贡献如何？

石化业务中的乙烷制乙烯装置将为公司贡献可观的底部利润。万华化学拥有两套乙烷制乙烯装置，虽然 PDH 业务因前期产能扩张较多而处于行业底部，但乙烷制乙烯项目具备显著的成本优势。参考同类企业卫星化学的经验，依靠美国乙烷的原料优势，即使在行业底部，乙烷裂解装置仍可实现约 2000 元/吨的利润。万华的第一套乙烷制乙烯装置已全部改为乙烷进料并稳定运行，第二套装置预计在 2026 年年底完成改造，从乙烷加石脑油的进料方式转为全部使用乙烷。到 2027 年，公司 240 万吨乙烯产能将全部使用美国乙烷作为原料。按底部利润 2000 元/吨计算，这部分业务将贡献约 60 亿元的底部利润。若短期内油价继续上行，其价差优势将进一步扩大。

综合各项业务分析，万华化学当前的估值水平和未来的盈利增长点在哪里？

万华化学当前 2,300 亿的市值处于非常偏低的位置，向下空间有限，而向上弹性可观。公司的盈利增长主要来自几个方面： 首先，在底部利润方面，MDI 业务本身具备约 40 亿元的超额利润，TDI 和新材料业务贡献约 20 亿元。到 2027 年，随着乙烷制乙烯装置全部切换为美国乙烷进料，石化业务将贡献约 60 亿元的底部利润，届时公司整体的底部利润将达到 200 亿元。 其次，在盈利弹性方面，短期核心关注点是 MDI 的涨价。若 MDI 价格上涨，将为公司带来巨大的利润弹性。中长期来看，MDI 行业供给增长停滞而需求稳定增长，景气度具备持续提升的逻辑。 最后，在新材料业务方面，公司主要布局新能源领域，包括磷酸铁锂、尼龙 12 以及 PC、HDA、特种胺等产品。该业务板块整体发展稳健，其中尼龙 12 已导入全球几大龙头客户，未来发展空间可观，市场也在等待新业务方向何时能孕育出较大的增长机会。