下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

基础化工

2026 年 08 月 26 日

万华化学 (600309)

——业绩符合预期，石化业绩弹性显现，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 08 月 25 日
收盘价（元）	72.87
一年内最高/最低（元）	97.00/60.60
市净率	2.0
股息率%（分红/股价）	1.72
流通 A 股市值（百万元）	228,117
上证指数/深证成指	3,889.44/13,745.87

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	36.29
资产负债率%	64.27
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 年半年度报告，上半年业绩符合预期，中期分红落地。**上半年实现归母净利润 100.63 亿元（YoY+64.35%），实现扣非归母净利润 96.76 亿元（YoY+54.96%），落于业绩预告区间（归母净利润 98-104 亿元）中枢，符合我们的预期。其中 2026Q2 单季度实现归母净利润 63.45 亿元（YoY+108.7%，QoQ+70.7%），实现扣非归母净利润 60.82 亿元（YoY+89.8%，QoQ+69.2%）。盈利能力显著修复，2026Q2 毛利率 19.0%，同比提升 6.9pct，环比提升 4.3pct；2026 年上半年毛利率 17.1%，同比提升 3.2pct。同时公司公告 2026 年半年度利润分配方案，拟每 10 股派发现金红利 8.10 元（含税），合计派现 25.36 亿元，对应上半年分红率约 25%。
- **26Q2 聚氨酯及石化产业链价差同步改善，盈利能力显著提升。**2026 年上半年，聚氨酯系列实现收入 449.57 亿元（YoY+21.9%），毛利率 27.1%（YoY+1.4pct）；石化系列实现收入 477.38 亿元（YoY+36.7%），毛利率 6.8%（YoY+7.2pct），同比实现扭亏；精细化学品及新材料系列实现收入 225.48 亿元（YoY+44.3%），毛利率 16.3%（YoY+6.7pct）。价差方面，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。
- **利润表层面，**上半年非经常性损益为+3.87 亿元，主要为金融资产公允价值变动及处置收益 3.50 亿元、计入当期损益的政府补助 1.74 亿元。减值方面，上半年资产减值损失计提 4.86 亿元，同比多计提 1.75 亿元；信用减值损失由上年同期转回 0.72 亿元转为计提 3.56 亿元。
- **26Q2 费用端来看，**销售、管理、研发费用环比分别变动+0.44、+1.40、+2.62 亿元，费用投放随收入规模扩大有所增长；财务费用环比减少 0.64 亿元，上半年财务费用 14.25 亿元，同比增加 8.27 亿元，主要系人民币升值背景下汇兑收益减少所致。
- **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 1–6 月占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业需求维持增长，冰箱产量达 5161.8 万台，同比增长 7.6%。冷柜产销两端同样旺盛，2026 年 1–6 月实现产量 2500.4 万台，同比增长 19.8%。2026 年 1–6 月冰箱累计出口 3065.1 万台，同比增长 14.4%；冷柜累计出口 1642.5 万台，同比增长 19.9%。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 出口量显著增长。**根据百川资讯统计，2026 年 1–6 月聚合 MDI 出口 50.5 万吨，同比增长 22.5%，纯 MDI 出口 6.4 万吨，同比减少 0.4%。2026 年 1–6 月，山东+浙江+福建聚合 MDI 出口约 40.7 万吨，同比增长 34.2%；7 月单月聚合 MDI 出口 10.2 万吨，同比增长 59.0%，出口景气延续。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、8X、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	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	203,235	119,316	253,559	306,423	319,049
同比增长率（%）	11.6	31.3	24.8	20.8	4.1
归母净利润（百万元）	12,527	10,063	23,148	30,040	35,160
同比增长率（%）	-3.9	64.4	84.8	29.8	17.0
每股收益（元/股）	3.99	3.21	7.39	9.60	11.23
毛利率（%）	13.6	17.1	16.7	17.3	18.6
ROE（%）	11.6	8.9	18.1	20.0	19.9
市盈率	18		10	8	6

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

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 2026-2027 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受原油拉动，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。

新材料板块收入快速增长，电池材料成为资本开支核心投向。2026 年上半年精细化学品及新材料系列实现收入 225.48 亿元，同比增长 44.3%，毛利率 16.3%，同比提升 6.7pct。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。资本开支方面，2025 年公司资本开支 307.11 亿元，同比下降 51.19 亿元，26H1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 107.40 亿元，同比下降 62.90 亿元，后续投资将更加精细化、质量化。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

下载日志已记录，仅供内部参考

表格区：万华化学产品市场价格变动

分类	产品名称	单位	最新价格及分位数		涨跌幅		季度均价（均价差）										2026Q2均价变动		历史年度均价						历史分位数			
			2026/8/21		一周	一月	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	环比26Q1	同比25Q2	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2025	2024	2023	2022	2021	2020
聚氨酯	纯MDI挂牌	元/吨	23500	48%	0.0%	6.8%	25975	23483	23837	21891	22505	21994	22424	23000	24523	24692	10.6%	-84.6%	22560	23655	23469	23305	23992	19487	43%	49%	48%	47%	52%	23%
	聚合MDI挂	元/吨	19500	38%	0.0%	8.3%	21560	18278	18000	19957	21000	20267	20000	20000	20000	18549	18.0%	-97.3%	19800	19639	18632	20117	22012	16607	39%	39%	35%	40%	48%	26%
	纯MDI市场	元/吨	21400	31%	-0.9%	8.4%	22563	19028	18870	17499	17387	18739	18672	18509	18920	20348	18.6%	-70.2%	18123	19109	19983	20809	22339	17836	19%	23%	26%	29%	35%	18%
	聚合MDI市	元/吨	17150	23%	-1.7%	-1.4%	17863	14946	14595	15497	15723	17918	18178	17446	17086	16097	19.5%	-86.4%	15923	17205	15800	17205	19865	14456	19%	23%	19%	23%	31%	15%
	TDI	元/吨	17250	18%	-1.7%	3.9%	16780	15537	13847	14551	11514	13209	12880	13466	14793	16724	8.0%	-54.3%	13063	14346	17925	18202	14189	11979	8%	11%	19%	20%	11%	6%
	软泡聚醚	元/吨	9950	22%	5.9%	2.6%	10107	9490	8378	7999	7366	8190	8725	8728	9109	9094	6.5%	-62.8%	7982	8910	9867	10497	17026	12829	7%	14%	22%	26%	75%	44%
	硬泡聚醚	元/吨	10500	34%	5.0%	4.5%	10303	9109	8248	8071	8080	8441	8883	9203	9484	9563	13.1%	-72.5%	8205	9279	9880	10294	14402	11158	6%	19%	26%	31%	81%	42%
石化	丙烯	元/吨	8920	68%	4.0%	6.8%	8882	6981	5974	6453	6564	6866	6932	6922	6895	6843	27.2%	-64.7%	(0)	6899	6959	7743	7904	6791	35%	41%	41%	52%	54%	39%
	MTBE	元/吨	7080	69%	6.0%	-2.7%	6429	5583	5019	5149	5343	5973	5593	6393	7142	6752	15.2%	-79.7%	5368	6446	7297	7426	5812	3981	38%	57%	73%	75%	46%	13%
	环氧乙烷	元/吨	7600	17%	0.0%	8.6%	7958	6277	6444	6700	6700	6700	6700	6700	6700	6608	26.8%	-81.2%	6635	6677	6508	7358	7772	7144	9%	9%	8%	15%	18%	13%
	环氧丙烷	元/吨	10150	27%	6.3%	3.6%	10257	9041	8103	7669	7503	7942	8668	8874	9402	9180	13.5%	-63.3%	7804	9030	9604	10365	16904	12278	10%	19%	23%	29%	78%	43%
	丙烯酸	元/吨	7300	20%	1.4%	-0.7%	8893	7367	5913	6295	6878	7397	6740	6330	6486	6002	20.7%	-70.7%	6616	6390	6315	10308	11829	6937	15%	14%	13%	40%	51%	17%
	丙烯酸甲酯	元/吨	9200	28%	-0.5%	2.8%	11016	9009	7425	7899	11252	11028	9726	8127	8590	9134	22.3%	-102.1%	9387	8895	9533	14872	15575	9220	29%	25%	30%	72%	78%	28%
	丙烯酸乙酯	元/吨	9750	25%	0.0%	1.0%	11426	9983	8951	9530	10032	9968	9272	9608	9076	9178	14.5%	-86.1%	9617	9284	9871	13263	15402	9390	24%	21%	26%	56%	75%	22%
	丙烯酸丁酯	元/吨	8400	18%	1.2%	4.3%	9476	8670	6924	7490	8218	9201	8796	8834	9199	9336	9.3%	-84.7%	7951	9040	9237	11833	16254	8369	15%	23%	24%	43%	76%	18%
	TBA	元/吨	6700	20%	0.0%	0.0%	6904	5650	4800	5153	5660	6321	6768	7392	7539	6951	22.2%	-78.0%	5478	7136	7227	7363	7559	7353	7%	24%	25%	26%	28%	26%
	NPG	元/吨	9200	19%	3.4%	12.2%	8520	7651	6698	7932	10108	10904	9915	10386	10821	9967	11.4%	-115.7%	8896	10272	9674	13099	16634	8896	17%	27%	22%	46%	70%	17%
	丁二烯	元/吨	12600	39%	10.8%	15.9%	12696	12032	7755	9379	9739	11945	11263	13218	12118	10412	5.5%	-69.6%	9679	11787	8433	8931	8290	6246	26%	35%	21%	23%	20%	11%
	异丁烯	元/吨	10350	52%	6.7%	-4.2%	9680	8564	7824	7996	8802	9836	8733	9963	11613	10620	13.0%	-90.0%	8607	10228	11513	11605	9027	6725	33%	51%	65%	66%	38%	13%
	苯乙烯	元/吨	9130	50%	5.7%	0.6%	9333	8426	6565	7289	7665	8408	8859	9405	9574	8991	10.8%	-78.2%	7469	9212	8415	9306	8896	6074	33%	51%	42%	52%	47%	18%
	LLDPE	元/吨	8550	27%	2.4%	1.8%	7992	7400	7400	7400	7620	8265	8543	8346	8503	8372	8.0%	-95.1%	7643	8441	8184	8589	8531	7192	17%	26%	23%	27%	27%	13%
	乙烯法PVC	元/吨	5140	4%	0.2%	-0.3%	5883	5561	4902	5191	5155	5465	5666	5957	6000	6027	5.8%	-85.9%	5177	5912	6329	7963	9953	6928	4%	11%	14%	29%	47%	20%
精细化工及新材料	PC	元/吨	15250	12%	0.0%	0.7%	16567	14456	12577	12529	13301	14004	14309	14940	15316	14795	14.6%	-75.4%	(0)	14839	15521	19269	25139	15467	3%	10%	13%	27%	49%	12%
	TPU	元/吨	15000	12%	0.0%	4.9%	16549	13472	12576	12678	13463	14318	14525	15511	15700	15555	22.8%	-77.1%	13252	15321	15755	20595	22043	18831	4%	13%	15%	38%	45%	30%
	SAP	元/吨	10150	27%	0.0%	3.0%	11765	9054	8469	8562	8900	8977	8815	8819	8985	8942	29.9%	-67.8%	8727	8890	9541	12570	12054	9919	6%	8%	18%	61%	54%	23%
	MMA	元/吨	11550	24%	0.0%	9.2%	12953	10795	9413	9727	10320	11551	11620	15166	15525	13005	20.0%	-74.5%	10230	13857	11318	11789	19041	10770	17%	37%	23%	25%	32%	20%
	PMMA	元/吨	13500	5%	0.0%	3.8%	16261	13917	13827	13890	15897	18175	18971	19377	18871	16506	16.8%	-97.7%	15431	18435	14910	15679	17137	15658	19%	41%	15%	21%	32%	21%
	HDI	元/吨	28500	3%	0.0%	-9.5%	42764	27233	26543	29226	29250	29250	29250	29087	30368	35330	57.0%	-53.8%	28562	30999	41366	71015	85616	54454	3%	6%	18%	51%	67%	32%
	IPDI	元/吨	43500	8%	-2.2%	-1.1%	50626	38167	48826	54000	50500	37833	37000	37000	40429	46022	32.6%	-99.7%	47837	40096	49710	69745	76000	69654	13%	4%	15%	38%	46%	38%
原材料	丙烷	元/吨	5709	62%	8.9%	1.5%	6120	5074	4020	4102	4408	4562	4601	4696	4576	4470	20.6%	-61.2%	4271	4586	4479	5057	4360	2832	41%	46%	44%	53%	43%	21%
	烟煤	元/吨	865	19%	-0.6%	4.8%	819	719	764	673	643	737	837	854	858	914	14.0%	-72.7%	704	866	981	1246	1012	576	11%	19%	24%	37%	26%	5%
	动力煤	元/吨	685	19%	0.0%	7.0%	643	547	579	532	498	564	650	661	663	701	17.6%	-71.0%	543	669	744	957	795	457	11%	18%	23%	35%	26%	6%
	纯苯	元/吨	8320	71%	5.6%	-0.8%	8085	6601	5424	5976	6099	7358	7432	8504	9030	8246	22.5%	-67.4%	6208	8301	7251	8102	7114	3964	45%	70%	58%	68%	56%	19%
主要产品价差	MDI加权价	元/吨	13183	18%	-4.0%	2.8%	14199	11967	12458	12334	12375	13526	13660	12421	11947	12160	18.7%	-85.3%	12671	12547	12487	13182	16125	12973	17%	16%	16%	18%	28%	18%
	MDI加权价	元/吨	9193	14%	-4.4%	-1.4%	11140	9075	9846	10379	10421	11260	10885	9758	8417	8975	22.8%	-93.1%	10482	9534	8359	9265	12432	11044	19%	15%	11%	14%	26%	21%
	TDI-0.65	元/吨	12619	13%	-3.7%	5.4%	12199	11582	10422	10976	7855	9039	9031	8943	9830	12076	5.3%	-44.7%	9386	9872	13205	13358	10520	9502	6%	7%	15%	15%	9%	6%
	丙烯-1.22	元/吨	975	46%	-23.8%	87.2%	348	(197)	405	737	410	528	489	391	523	662	-276.1%	-115.3%	520	516	723	698	1806	2795	39%	38%	42%	41%	58%	74%
	环氧丙烷-0	元/吨	3014	10%	12.0%	-3.4%	3241	3519	3295	2498	2266	2451	3159	3330	3876	3684	-7.9%	-57.0%	2628	3512	4055	4184	10493	6951	7%	14%	19%	20%	74%	44%
	丙烯酸-0.7	元/吨	967	5%	-13.0%	-32.0%	2623	2442	1641	1703	2207	2513	1843	1413	1578	1134	7.4%	-81.1%	2016	1492	1374	4802	6332	2121	14%	10%	9%	37%	49%	15%
	丙烯酸甲酯	元/吨	2703	26%	-4.9%	12.2%	3110	2457	2161	2280	5118	4459	3730	2504	2820	3763	26.6%	-139.2%	3499	3207	3913	5698	5047	3046	36%	32%	41%	63%	55%	30%
	丙烯酸乙酯	元/吨	3764	34%	-2.1%	3.9%	4130	3964	4110	4362	4410	3911	3732	4416	3781	4230	4.2%	-106.4%	4193	4044	4693	4811	5702	3702	40%	38%	46%	47%	58%	34%
	丙烯酸丁酯	元/吨	4093	13%	1.0%	10.2%	4220	4306	3439	3767	4156	4833	4820	5086	5387	5781	-2.0%	-98.5%	4047	5270	5512	5751	9275	4276	12%	25%	27%	30%	67%	14%

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	23500				
	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	19500				
	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. 2026 年半年报分析

利润表层面，上半年非经常性损益为+3.87 亿元，主要为金融资产公允价值变动及处置收益 3.50 亿元、计入当期损益的政府补助 1.74 亿元。减值方面，上半年资产减值损失计提 4.86 亿元，同比多计提 1.75 亿元；信用减值损失由上年同期转回 0.72 亿元转为计提 3.56 亿元。

26Q2 费用端来看，销售、管理、研发费用环比分别变动+0.44、+1.40、+2.62 亿元，费用投放随收入规模扩大有所增长；财务费用环比减少 0.64 亿元，上半年财务费用 14.25 亿元，同比增加 8.27 亿元，主要系人民币升值背景下汇兑收益减少所致。

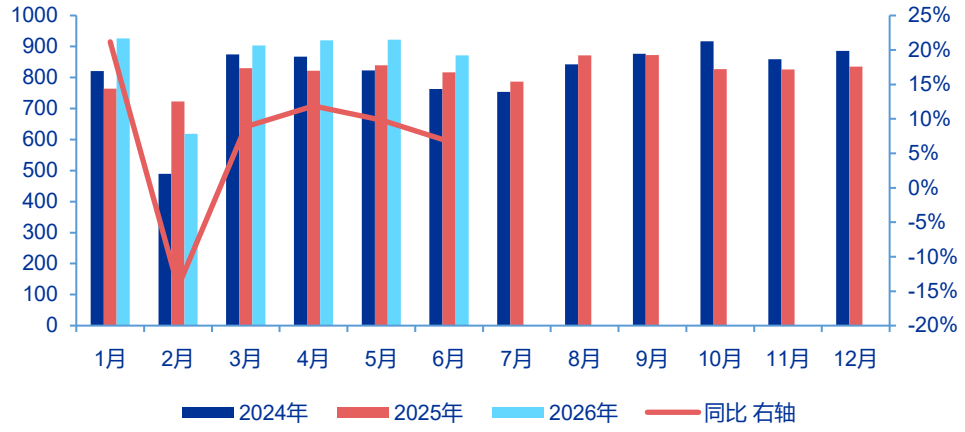
下载日志已记录，仅供内部参考

根据公司披露的子公司 2026 年上半年经营情况，万华宁波上半年净利润 25.67 亿元，同比增长 9.5%；BC 上半年净利润 4.21 亿元，同比实现扭亏；万华福建上半年净利润 24.16 亿元，同比增长 213.7%；万华烟台氯碱热电上半年净利润 4.18 亿元，同比下降 27.8%；万华宁波氯碱上半年净利润 1.96 亿元，同比下降 33.5%；万华烟台烯烃上半年净利润 15.26 亿元，乙烯一期乙烷进料改造投产后盈利显著释放。

3． 冰箱及出口数据

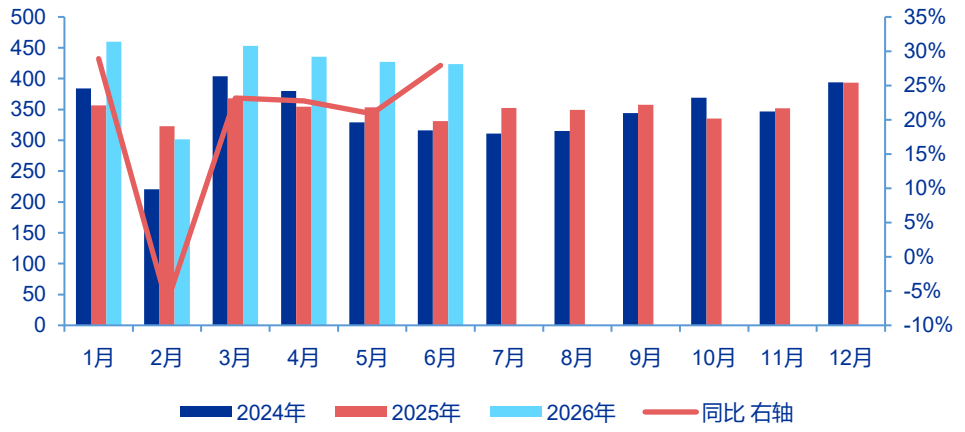
2026 年上半年冰箱冷柜产量延续增长态势，出口需求实现双位数增长。从国内需求来看，根据产业在线统计，2026 年 1–6 月占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业需求维持增长，冰箱产量达 5161.8 万台，同比增长 7.6%。冷柜产销两端同样旺盛，2026 年 1–6 月实现产量 2500.4 万台，同比增长 19.8%。2026 年 1–6 月冰箱累计出口 3065.1 万台，同比增长 14.4%；冷柜累计出口 1642.5 万台，同比增长 19.9%。行业需求保持稳健，MDI 需求基本盘稳固。

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）

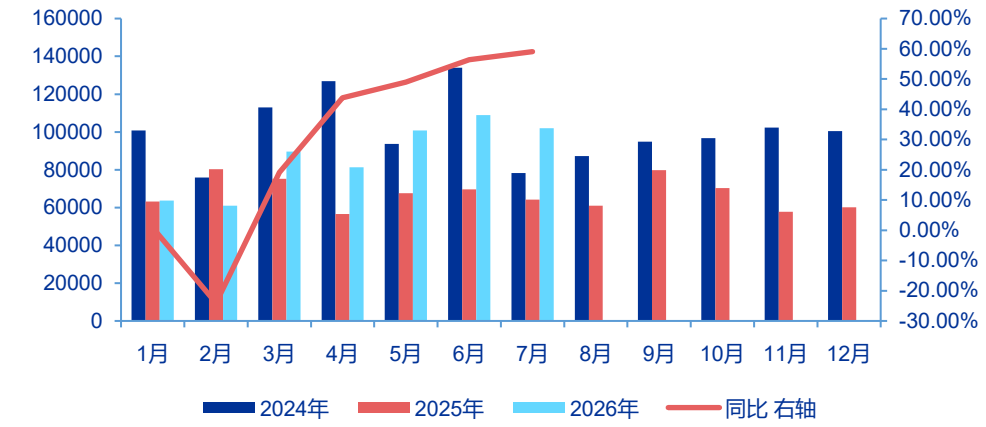


资料来源：产业在线，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

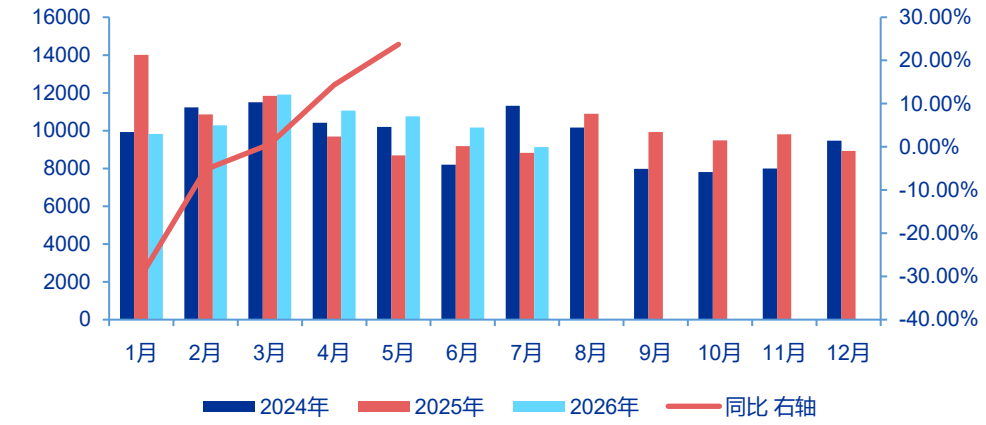
2026 年上半年，随海外装置扰动加剧，山东+浙江+福建地区 MDI 出口量显著增长。根据百川资讯统计，2026 年 1–6 月聚合 MDI 出口 50.5 万吨，同比增长 22.5%，纯 MDI 出口 6.4 万吨，同比减少 0.4%。2026 年 1–6 月，山东+浙江+福建聚合 MDI 出口约 40.7 万吨，同比增长 34.2%；7 月单月聚合 MDI 出口 10.2 万吨，同比增长 59.0%，出口景气延续。我们看好国内 MDI 凭借成本优势，尽管面临海外反倾销及关税政策压力，仍维持较高全球市场份额。

图 5：聚合 MDI 出口数据（吨）



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

4. 展望

MDI 挂牌价触底回升，海内外装置检修集中，预计 MDI 景气维持高位。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，万华化学烟台 110 万吨/年装置 8 月 10 日起停车检修，福建 80 万吨/年装置平稳运行；东曹瑞安浙江瑞安 8 万吨

下载日志已记录，仅供内部参考

/年装置 7 月 28 日起停车检修，预计持续 1 个月；日本东曹南阳 20 万吨/年装置计划 9 月 5 日左右停车检修，预计检修 45 天。欧洲地区，巴斯夫比利时 65 万吨/年装置、亨斯迈荷兰 47 万吨/年装置低负荷运行，当前全球 MDI 检修产能 118 万吨、不可抗力产能 40 万吨、待检修产能 20 万吨，供给端支撑力度较强。7 月公司纯 MDI/聚合 MDI（直销）挂牌价分别回落至 22000、18000 元/吨后，8 月均上调 1500 元/吨至 23500、19500 元/吨，旺季临近叠加 MDI 出口回暖，预计 MDI 景气维持高位。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

	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	0%	烟台MDI装置于8月10日开始停车检修，预计检修45天左右
		福建	80	100%	
	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	0%	7月28日起装置停车检修，检修将持续1个月
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%	计划将于9月5日左右停车检修，预计检修45天或以上
	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	118	不可抗力产能	40	待检修产能	20

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，2025 年 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。2026 年 1 月，公司公告拟对全资子公司万华烯烃公司增资 191 亿元，将 120 万吨/年乙烯一体化相关资产注入，实现碳二产业在同一法人主体集中运营管控，两套百万吨级乙烯装置完成一体化整合。同时，公司乙烯一期装置乙烷进料改造于 2026 年 1 月顺利完成并一次开车成功，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，石化板块盈利能力明显提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

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，通过子公司万华电池 11.59 亿收购新桥矿业 30%股权，2026 年 3 月与兴发集团合资设立湖北华兴新能源布局 24 万吨/年铁法磷酸铁项目，携手大中矿业合作建设年产 20 万吨锂盐项目，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，公司全球竞争力凸显。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，但乙烯价格随油价中枢上行，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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。