

从 ROE 变化看万华和华鲁的未来

万华和华鲁都是市场公认的优秀企业，但今年这两家公司之间最有意思的变化就是两者 ROE 在迅速趋同，并且华鲁 ROA 已经开始反超万华。从价格趋势看，这种反超甚至未来会成为常态。那么背后原因何在，无疑就很值得分析。

投资要点

- **华鲁 ROA 为何反超：**华鲁能在极为传统的产品上取得不逊色于万华的 ROA，我们分析主要原因在于 1. 煤化工的工艺还远未成熟，优化空间很大，天然就容易建立起成本优势；2. 相比万华都是与国内外巨头竞争，华鲁对手中罕有优秀企业；3. 华鲁优势在于低成本而非产品差异化，可以凭借成本优势不断在低壁垒行业强行做出壁垒，所以避免了万华向低壁垒行业扩张时的 ROE 降低；4. 万华长于原创，华鲁则精于优化，华鲁技术强点在教育层面的不确定性更小。
- **万华的优势与劣势：**万华优势在于主业 MDI 赛道很好，机制上又是国有民营，兼有两者优势，其重点发力的化工新材料也代表了我国产业发展方向。劣势则在于未来投资的乙烯和美国项目壁垒都远低于现有主业，必然会拉低公司 ROE 趋势，且在石化领域面临巨大的周期下行风险。
- **华鲁的优势与劣势：**华鲁优势在于技术优化能力极强，降成本文化已深入骨髓。劣势则在于公司迟迟未解决员工持股问题，导致战略上过于谨慎，屡屡错失发展机遇。且缺乏原创性研究，远期发展空间受限。在没有机制保证的情况下，公司目前极低的三费水平长期看也存在均值回归风险。
- **从投资角度看万华：**从投资角度看，万华最大的风险在于今年主要靠拔估值推动股价上涨，后续其业绩难免大幅波动。如果不能尽快找到可以迅速放量的高端大单品，继续拔估值的难度很大。所以长期看投资万华本质上就是在赌中国化工产业到底还有多大升级空间，能不能出现世界级企业。
- **从投资角度看华鲁：**从投资角度看，华鲁最大的风险在于作为价值股从未证明过自身的分红能力，作为成长股在战略上又过于谨慎。而其机会则在于公司 ROE 相比从前已大幅提升，每年经营性现金流近 40 亿，未来除非让资金闲置，否则就只能选择加快投资或加大分红比例，这两者对股价都是潜在利好。

投资建议

- 由于目前全球经济已进入康波萧条期，主导国在技术上趋于停滞，我国很可能会复制上一轮日本的赶超经验。就我国工业体量而言，完全有能力支撑出现 2-3 家世界级化工企业。万华和华鲁作为技术能力已被历史充分证明的企业都还有很大的发展空间，所以我们长期看好。只不过比较起来，华鲁估值更低，确定性更高，万华则更具未来。

风险提示

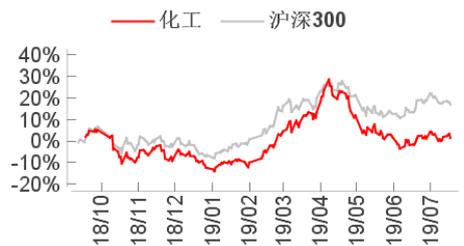
- 油价大幅下跌风险，产能过剩风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国
行业	化工行业
报告发布日期	2019 年 09 月 17 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰
021-63325888-5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 万里扬
021-63325888-2504
wanliyang@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

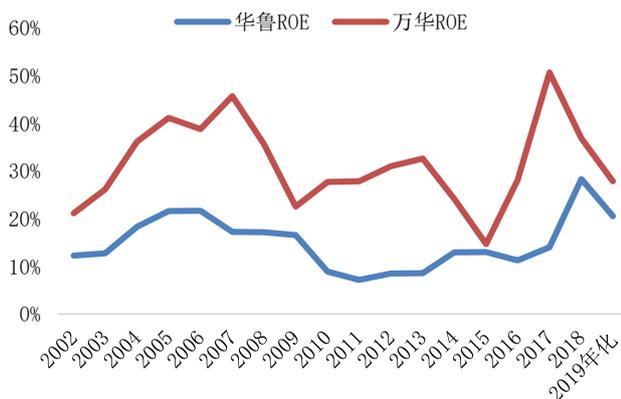
目 录

1. 从 ROE 看万华与华鲁	3
2. 华鲁 ROA 为何反超万华?	4
2.1 工艺路线不同.....	4
2.2 竞争对手不同.....	5
2.3 行业壁垒不同.....	5
2.4 技术禀赋不同.....	7
3. 万华和华鲁的优劣势分析.....	8
3.1 万华的优势与劣势.....	9
3.2 华鲁的优势与劣势.....	10
3.3 从投资角度看万华和华鲁.....	11
4. 风险提示	11

1. 从 ROE 看万华与华鲁

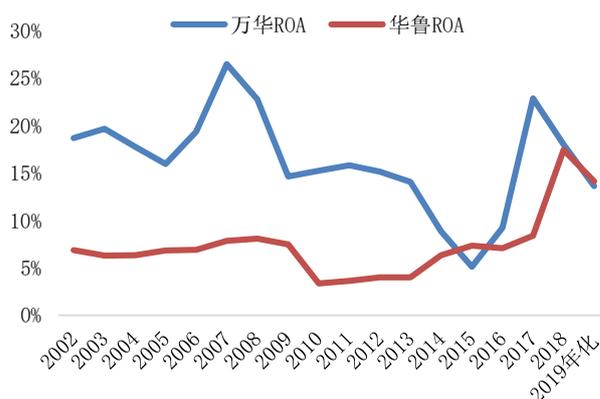
万华和华鲁是化工行业中公认的优秀企业，也是我们化工龙头系列开篇的两家公司报告。但就市场对这两家公司的认知而言，其实还是有很大的差异。万华很早就打破了国内的技术封锁，在 MDI 这个高端化工大单品上实现了快速扩张，并最终做到了全球老大。其产品赛道之好、发展之顺利放眼整个化工行业中都难觅第二家，可谓是衔玉而生的“高帅富”。而华鲁则一直陷于红海苦战，甚至其立足的煤化工行业过去 10 年平均 ROE 接近为零，几乎可以算是最惨的化工子行业。纵观公司的发展史，不但从未享受过 MDI 这类良好格局带来的超额利润，甚至连周期性的利润都不多，可以说挣的完全是从成本端“牙缝里”挤出来了的辛苦钱。但有意思的是，从最能反映企业盈利能力和竞争力的 ROE 指标看，近两年华鲁和万华正在快速接近。而且就我们测算，万华 3 季度盈利环比还会继续下滑，届时 ROE 会和华鲁进一步接轨。另外如果用 ROA 指标来衡量，华鲁已略高于万华，说明相同负债率情况下华鲁的盈利能力已不逊色于万华。最为关键的是，这种盈利能力的趋同并非是建立在周期因素之上，就上半年两者主要产品所处的景气位置看应在伯仲之间。而从未来价格趋势看，华鲁还好于万华，ROA 持续高于万华恐怕将成为常态。

图 1：华鲁和万华的 ROE 比较

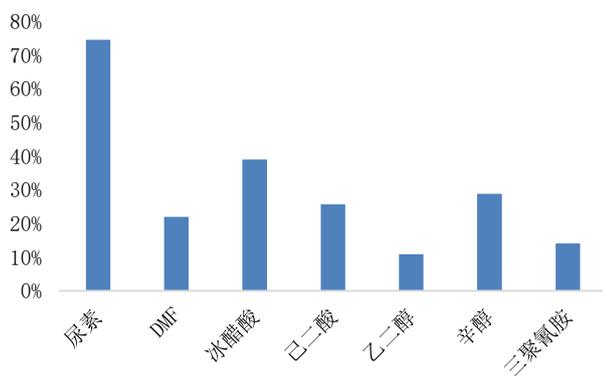


资料来源：Wind，东方证券研究所

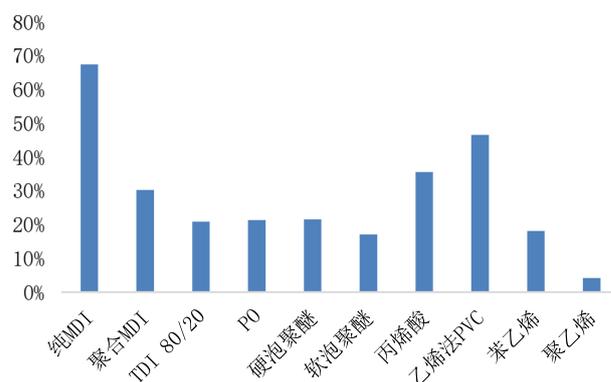
图 2：华鲁和万华的 ROA 比较



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：华鲁的产品价格分位数


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 4：万华的产品价格分位数


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

2. 华鲁 ROA 为何反超万华？

无论是从主要产品的行业格局还是技术等级看，华鲁和万华都差距巨大。就竞争战略而言，华鲁是波特理论中典型的成本领先型企业，而万华则更偏近于差异化竞争企业。所以两家公司虽都是公认的化工行业白马股，但底层致胜逻辑完全不同，更像是光谱上的两极。在目前两家企业主营产品景气都处于历史低位的情况下，华鲁能实现对万华在 ROA 上的反超无疑是一个非常值得探讨的问题。就我们的分析，原因可能有以下几点：

2.1 工艺路线不同

华鲁几乎所有产品都是基于煤化工，而万华产品除 MDI 外主要都是基于丙烷的石化产品。从历史数据看，PDH 的 ROA 长期高于煤化工，但就我们的分析，煤化工路线相比气头化工在企业层面上更容易做出超额收益。这是因为气头化工原料组分纯度很高，工艺又很成熟，所以产品收率很高，普遍都在 90% 左右。另外气头化工反应流程短，一般也不涉及碳链变化，例如丙烷只要通过一步脱氢反应就可以制丙烯，能耗和单位投资都很低。所以即使强如万华，这么多年来在丙烷脱氢行业中也并没有建立起明显的相对成本优势。核心还是气头工艺本身可优化的空间太小，企业与企业之间很难拉开差距。而煤化工则不同，原料煤炭不但杂质含量高，而且各地煤种成分差异还很大，处理难度极大，对炉型的匹配度要求也很高，不少大型煤化工企业都屡屡倒在这个环节，轻则装置报废，重则企业都被拖垮。而且煤化工反应流程相比气化工要长的多，污染物也多的多，因此在能耗、单位投资强度和副产品综合利用上可做的文章也要更多，企业之间很容易就在成本端拉开差距。

更为关键的是，欧美发达国家长期不发展煤化工，造成该领域技术进步很慢，在工艺成熟度上远不及气化工。随着我国大力发展煤化工，技术进步才开始加速。以历史悠久的氨醇联产工艺为例，近几十年工艺都出现了几次跃升。先是于上世纪 90 年代，通过水煤浆工艺实现了用低成本烟煤对高成本无烟煤的替代；再是通过多喷嘴和水冷壁实现了水煤浆技术的升级；三是气化炉日投煤量不断放大，从 08 年的 750 吨到 14 年的 3000 吨，最大单套造气规模已经近百万吨，这些技术进步都带来了成本的大幅下降。而对新型煤化工来说，第一套神华煤制烯烃距今也不过 10 年，煤制乙二

醇则更是近两年才有成熟装置投产，成熟度还要更逊色于氨醇联产。整体而言煤化工无论是在煤种适应性、催化剂活性和寿命、装置大型化、能耗电耗和设备长周期运行等方面都还有巨大的提升空间，成本优化远未到极致。因此华鲁作为煤化工技术最为领先的企业，又身处于这个技术优化空间很大、竞争对手实力参差不齐的行业，天然就容易建立起阿尔法。

2.2 竞争对手不同

护城河是一个相对的概念，自己优秀固然重要，但对手实力强弱也很关键。万华 MDI 格局虽好，但是与其同场竞技的都是世界级化工巨头，即使在 MDI 单点技术上万华近两年建立起了一定的优势，但如果考虑下游产品的综合技术实力，万华优势就并不明显了。就成本而言，万华相比国内外企装置确实具备配套优势，这点在我们前期公司报告中曾有较为详细的测算。但这个优势也不绝对，至少没有纸面上测算出来的这么大。这是因为外企 MDI 并非没有配套，而是通过合作企业实现的配套。最为典型的就是与外企同在上海化工园区的氯碱化工，仅仅依靠销售氯气、烧碱等初级化工品，每年利润就可以接近 10 亿元，其中很大一部分其实是外企 MDI 让渡出来的利润，其兑价可以认为是换取地方政府支持或者与上游高污染原料实现切割。假如 MDI 真走到拼成本的阶段，作为一个共生体系，国内 MDI 上游配套企业还是要降低售价，与下游共渡时艰。这恐怕也是万华为何坐拥巨大成本优势，也很少轻易挑起价格战的根本原因，因为全产业链看彼此成本差距并不大。所以如果万华激进扩产抢夺份额的话，目前的垄断利润也很难维持。

而万华目前占比很大的石化业务，未来则要面临民营大炼化的强力冲击。这些装置投资动辄上千亿，相比万华总计 360 亿的八角两期投资要大上数倍。虽然两者在下游细分产品上有所不同，但整体上产业重叠部分占比还是不少。如果说过去万华相比其他规模较小、下游配套不完善的石化企业还具备较为明显的规模优势，并由此带来不少超额收益的话，未来和这些大石化企业竞争，规模优势甚至会变为劣势。而且就其立足的丙烷脱氢产业而言，未来也面临着翻倍扩能的压力，其中不乏同样具备丙烯下游产品优势，且很有实力的企业。虽然和这些企业相比万华优势尚在，但竞争格局的恶化也是毋庸置疑。最后不容忽视的就是，煤化工近两年也在大幅扩张，例如宝丰能源的煤制烯烃，华鲁恒升的煤制乙二醇和万华的气头聚烯烃和环氧乙烷本质上都是竞争性产品。因为万华在石化赛道上的对手可谓强者如云，竞争格局不容乐观。

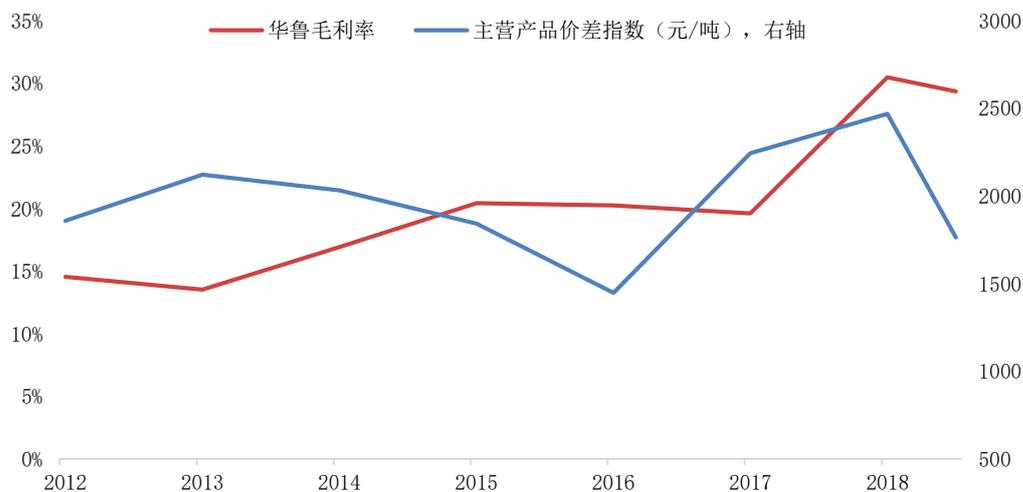
从华鲁竞争对手看，其选择的产品都是以低能耗的氨醇联产为根基，产品单价和附加值很低，所以一直以来都是产能高度分散且严重过剩，过去 10 年整个行业的平均 ROE 接近为 0，几乎可算是化工最差的赛道之一。但是周期规律就是福兮祸所倚、祸兮福所伏。正是因为这条赛道太差，大多数企业都没赚到钱，自然也无力投入研发，甚至连设备更新都很困难，以至于目前我国 70-80 年代投产的固定床尿素占比还有 50%。而且由于自身造血能力不强，新增产能很多都是来自于行业外毫无化工经验的企业。尤其是 12 年以前煤炭行业持续暴利造成企业在投资决策上非常随意，大量国有煤炭企业为了做大规模，盲目通过兼并收购和新建产能的方式大举进入煤化工行业，同期也有很多民企为了拿到煤炭配套也大手笔投资煤化工。这些资源型企业普遍对化工行业毫无敬畏之心，根本没有意识到自己踏入的是整个人类工业体系中最复杂的领域之一，缺乏技术底蕴和准备，自然也毫无竞争力可言。因此我国传统煤化工企业虽多，但真正有实力的却很少。而从全球看，煤化工又几乎都集中于我国，华鲁作为我国煤化工的龙头基本也就是世界的龙头了。

2.3 行业壁垒不同

万华最大的优势就是起步之初就占据了整个化工行业最好的赛道，主业 MDI 一直维持在 30%左右的 ROE，不依赖融资就可以持续扩产。但万华的问题恰恰也在于 MDI 的成功确实是可遇而不可求，后续进入任何行业都难免会出现 ROE 下滑。16 年投产的八角一期虽然过往几年盈利很好，但石化本质上是一个强贝塔行业，企业自身的阿尔法并不明显，万华自然也不例外。就石化行业稳态利润中枢而言，平均 ROE 预计约为 8-10%，即使考虑到公司上下游一体化和园区化优势，预计稳态 ROE 中值仍会显著低于 MDI，后续投产的乙烯一体化项目大体稳态 ROE 也是在同样的水平。而且从景气看，未来乙烯大周期向下应无悬念，丙烷脱氢行业三年后投产规模也接近翻倍，尤其是万华丙烯下游占比最高的 PO 又是本轮投资热点。所以未来几年，公司乙烯和原有丙烷脱氢产业链都将相继步入景气寒冬，实际情况预计会大幅低于正常的 ROE 中枢水平。而在石化之外，公司另一大主要投资方向美国 MDI 项目，虽然行业景气端风险不大，但是单位投资基本是公司在国内同类项目的两倍。即使不考虑折旧和人工成本更高的因素，假设盈利与国内接近，其投资回报率也会显著低于国内。如果我们假设其盈利中枢预计与国内石化项目相当，从公司固定资产比重看，在上述这些项目投产后，类石化的低 ROE 项目占比将达到 50%以上，对应公司的 ROE 中枢也会在过去今年均值 30%的水平上有所降低。

华鲁在产品选择上和万华完全不同，公司的产业链延伸之路几乎就是不断地从一个低端产品进入另一个低端产品。即使公司目前产品序列中有些品种曾经享受过技术扩散前的阶段性红利，但公司也是选择在这些产品技术已经完全扩散，国内可以很轻易的买到成熟工艺包后才大手笔进入这些行业。这种不做原创性研发的后发战略，使得公司节省了不少研发投入，也不会因技术不成熟而付出什么惨痛代价，但同时也没有享受过万华 MDI 这类高端产品的超额利润，只能挣成本端的辛苦钱。但问题是仅靠成本优势，公司居然也能在看似平庸的产品线上，获得了并不逊色于万华的 ROA。这背后的核心就在于公司从 12 年至今在行业景气并没有太大变化的情况下居然将毛利率硬生生的提高了 15%。华鲁在如此传统的产品上能够实现如此幅度的成本下降，其降成本能力已经可以用恐怖来形容了。

图 5：公司综合毛利率与主营产品价差指数（截至 2019H1）



资料来源：Wind，东方证券研究所

对此市场往往将其归因于公司水煤浆工艺优势或费用控制能力强，但一则华鲁实现水煤浆工艺突破是在 20 年前，其技术早已完全扩散，再则公司 12 年三费比例就已经控制在 5% 以内，继续优化的空间有限，且毛利率本身也和费用率无关。可见公司成本下降并非是一两项技术领先，如水煤浆工艺或柔性联产，而是植根于其在运营（销售&管理）、财务、人工、折旧和以及能耗物耗等诸多方面的持续优化，本质上这是一种体系性的能力，背后需要强大的精益管理文化和方法论层面的支持，极难被复制。而这在以成本竞争为主的大化工领域又是一种普适的必杀技，因此公司在很多看似没有壁垒的行业，都可以凭借成本优势强行做出壁垒。就其目前极低的市占率而言，未来公司哪怕仅仅是复制现有低端产品，ROE 中枢预计也不会有明显下移。

表 1：华鲁各产品（现有和已规划）产能和市占率及华鲁产能空间远期展望（万吨）

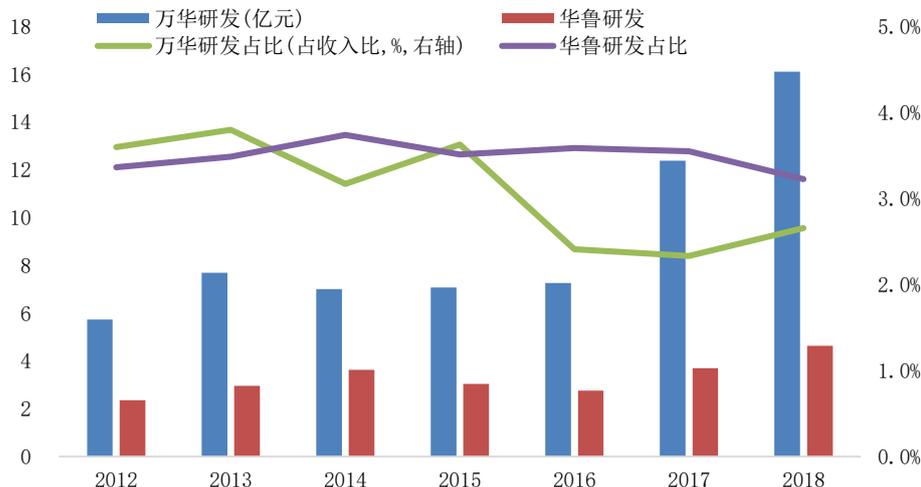
产品	华鲁产能	中国产能	全球产能	华鲁/中国	中国/全球	华鲁展望
尿素	180	6800	22300	3%	30%	180
DMF	25	97	190	26%	51%	25
三聚氰胺	10	218.2	310	5%	70%	10
丁辛醇	20	514	1000	4%	51%	20
醋酸	50	880	1550	6%	57%	100
己二酸 2022E	32	300	500	11%	60%	64
乙二醇	55	414（煤）	4000	13%（煤）	25%	155
己内酰胺 2022E	30	600	1000	5%	60%	210

注：华鲁未来产能展望是我们假设在现有产能和规划的基础上，华鲁若再造一个 300 万吨氨醇规模以上的煤气化平台，结合公司自身在各产品上的优势，可配套再建醋酸、乙二醇、己二酸和己内酰胺分别 50、100、32 和 180 万吨。该展望仅仅基于我们的判断，存在较大不确定性，实际情况以公司披露的信息为准。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.4 技术禀赋不同

就禀赋而言，万华和华鲁最核心的竞争力都源于技术，但其在技术上的强点却又有所不同。万华的能力在于当年用一个并不完美的工艺包实现了我国在 MDI 上零的突破，并且不断优化将其 MDI 的技术水平提高到了全球领先的程度，同时在生产管理和成本控制上也做到了国内企业中比较优秀的水平。华鲁则是所有产品都从成熟工艺包起步，因此相比万华其技术实力经常被市场习惯性低估。但从研发投入看，公司 12 年至今累计高达 23 亿元，其占营业收入的比重还高于万华。尤其考虑到公司产品极为传统，理论上根本就不需要太多研发。那么其在研发上的巨大投入也就指向了公司最为核心的竞争力，即对技术的极致优化能力。目前我国大多数依赖外购工艺包的化工企业，其实对外购技术的内在原理都是知其然不知其所以然，所能做的无非就是通过严格的生产管理尽可能提高装置开工负荷来降低成本，而没有能力对反应流程进行优化。本质上还是纯粹的生产型企业，内在技术含量并不高。

图 6：万华和华鲁研发费用对比


资料来源：Wind，东方证券研究所

华鲁虽然也是靠外购工艺包起步，但却具备很强的消化吸收能力，能结合自身特点对其做大幅优化，做到从源头上降低成本，这种工程化能力在国内企业中是非常罕见的。例如醋酸，华鲁最初引进的就是一套 20 万吨工艺包，但经过不断技改居然将产能提升至 60 万吨。相当于在主反应装置未变的情况下，将反应速度提高了 4 倍。这背后应该是公司在催化剂、分离、精馏等方面对原有工艺包都做出了重大改善，甚至可以认为华鲁醋酸的新工艺包已经和市场主流的常规工艺包有了质的区别，在技术层面完全不在一个维度。仅从设备投资和人员等成本节省看，两者差距就在 10% 以上。而且这并非个案，华鲁乙二醇也是在引进 5 万吨技术后，通过消化吸收最终上马了 50 万吨产能。实现了国内规模最大、单位建设成本最低、唯一自供催化剂且开工负荷最高，即使用东部高成本煤炭都比西北企业成本低 10% 以上。再辅之以公司堪称极致的生产管理和三费控制能力，相比同行的 ROE 差距拉大到 15% 左右也就不足为奇。就技术禀赋而言，万华是原创工艺包研发能力+顶级的工程化能力和生产管理的能力；华鲁在后两者能力上不逊色于万华，但缺乏原创性工艺突破的能力和魄力。本质上万华是从 0 到 1，华鲁则是从 1 到 n，万华更擅长做增量市场，华鲁则是存量市场中的王者。在我国化工产业新旧动能转换期，华鲁技术强点的应用层面的不确定性更小，但万华在新技术方向上如果能取得突破，远期上限则要高于华鲁。

3. 万华和华鲁的优劣势分析

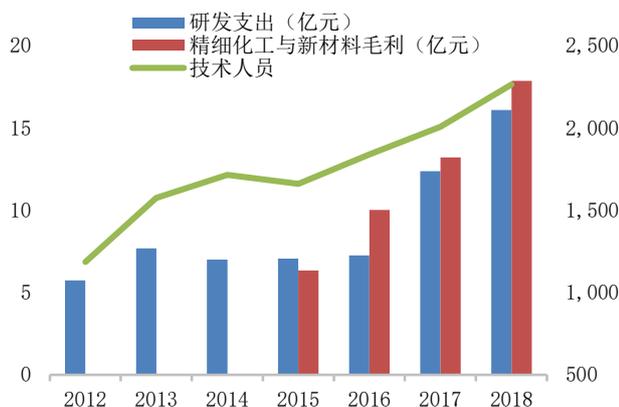
就化工行业的核心竞争力而言，大体可以分为以成本控制为根本的过程化工，和以多产品线研发和市场开发能力为根本的解决方案化工。前者是我们国家最强的要素禀赋之所在，过去几十年的发展也一再证明了这一点。就成本控制而言，华鲁基本是国内最强的企业，其能力应该还在万华之上。而解决方案虽是我国的短板，向上攀升难度很大，但是却代表了未来的方向。从历史经验看，后发国家要想跨越产业壁垒有几个必要条件：1. 国家资本主义：后发国家在技术升级中必然会面临专利和供应链的双重封锁，即使突破往往也会伴随着产品盈利能力的大幅下滑，投入产出比并不高，没有国家政策层面的扶植，单靠私营资本很难推进，2. 战争催化：战争因为可以做到无视成本的

去研发新技术，所以一直以来都是技术进步最大的温床。虽然目前全球不大可能出现大国之间的热战，但近两年的贸易战客观上还是加速了我国产业升级、自主替代的步伐。3. 康波萧条期：这个阶段领导国技术趋于停滞，给了后发国家追赶的机会。上一轮借机完成产业腾飞的是日本，而本轮我们判断最大概率就是我国。目前我国化工新材料企业中发展战略最清晰、投入力度最大、技术水平最高的就是万华化学，其自然也最有望成为本轮化工产业升级的领军企业。

3.1 万华的优势与劣势

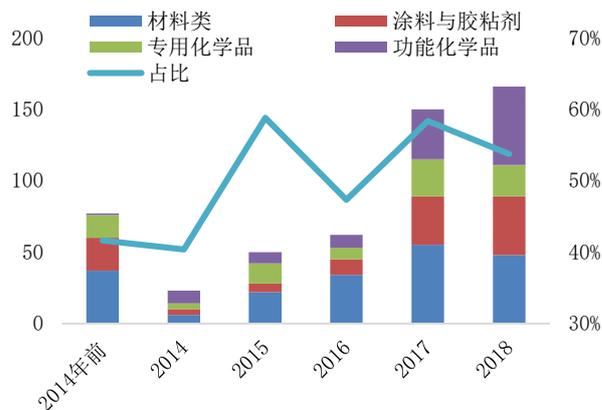
从万华发展历程看，在国内化工行业中可谓占尽了天时地利人和，起步之初 MDI 赛道之好自不必说，两大基地烟台与宁波也都是地处我国经济最发达的华东地区，但最为关键的还是公司在很早就实现了集团层面的员工持股，今年整体注入更是使管理层直接持有上市公司股份，是化工行业中极为罕见的真正意义上做到了国有民营混合所有制的企业。这就使得万华既有国有企业融资便利、不惧强周期波动抗风险能力强的优势，也有民营经济决策效率高、激励到位且费用控制好的优势。良好的治理结构也使得公司在战略上极具魄力，既敢于异地扩张建设宁波第二基地，也敢于在景气低谷时大手笔投资石化，近两年更是斥巨资用于补齐上游原料短板、高端产品研发和海外扩张。虽然这些最新的投资领域如我们前文分析在短期内会拉低公司的 ROE，但是长期看，公司做的都是一个千亿市值公司在这个阶段必须要做的事情，战略层面没有犯任何错误，后续只是执行层面和兑现时间的问题了。

图 7：万华研发投入与精细化工新材料板块毛利



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：万华专利数量分类统计



资料来源：公开信息，东方证券研究所

前文我们所述万华未来可能会面临的诸多问题其实也正是我国化工产业的缩影。经过了 30 余年的发展，我国大多数基础化工原材料的全球市场占有率都已经接近 50%，还能提升的空间非常有限。如果继续在原有领域投资，在做大收入规模的同时必然会伴随 ROE 下滑。这点在 09 年以后的上一轮扩产中已经体现的非常明显。万华作为化工行业的龙头企业也更早就面临了需求天花板的制约，因此估值持续下杀，股价在 08-16 年间更是被腰斩。公司近年来战略也可以认为是对未来可能方向的三种尝试：1. 高进口依存度的石化行业：该行业本身壁垒不高，万华起步虽早，但后续进入的几大民营炼化规模手笔都更大，并没有给万华留下太大的市场空间。可以说万华已经错过了这轮炼化放开的时间窗口，未来也很难再成为该行业的头部玩家了；2. 海外扩产：虽然还能借此继续抢占市场份额，但脱离了国内的低成本要素，ROE 降低也是不可避免；3. 产业升级：即填补我国目前

还大量依赖进口的高端化工品,目前看这是唯一还有可能在降低 ROE 的情况下做大收入的方式。只不过技术突破需要时间的沉淀,短期内恐怕还是很难撑住因前两项扩产带来的公司 ROE 下跌。

3.2 华鲁的优势与劣势

相比万华,华鲁在天时地利人和上都差距明显。其从事的煤化工行业因产能过剩,几乎是历史盈利最差的化工子行业,可以说完全不占天时。公司所在的德州市既无煤矿,也不临海,没有港口码头优势,而且作为距离北京最近的煤化工基地,在用煤指标和环保标准上也严格受限,自然也无地利。更为关键的是公司一直以来都没有实现管理层大比例持股,激励很不充分。可以说煤化工行业中无论是产品择时能力、还是资源禀赋、亦或是机制灵活比华鲁好的企业都不在少数,但问题是在技术和管上却没有一家能接近华鲁的水平,甚至与华鲁的差距都可以用难望其项背来形容。可见华鲁必然作对了什么,而且是做的很对,那么问题就是华鲁到底作对了什么呢?

从纸面看,华鲁就是一群很普通的人在一个很普通的地方,做了一些普通的不能再普通的产品。但华鲁不普通之处则在于其能够在这样一个如此普通的事上做到了几十年如一日的精益求精,将能耗、物耗和费用控制等都降到了可能的极致。更关键的是这一切还都是在没有太多物质激励情况下做到的,好到都让人觉得不真实。从管理学看,人性都是好逸恶劳,如果不依靠外力强迫,再好的组织到最后都会流于平庸。就如热力学第二定律描述的,在封闭条件下系统总会不可避免的走向熵增。华鲁能不依赖于外部刺激仅凭文化就对抗住了人性的弱点,确实可以称得上是一家好到根子里的企业。自古物以类聚人以群分,华鲁能在煤化工领域呈现出这么完美的经营绩效,公司肯定是有着一群专心做事的人。但尧尧者易折,佼佼者易污,太纯粹于做事的人往往很难见容于平庸的组织,所以这群人背后肯定还有一种能保护他们心无旁骛的把事情做好的文化。但这种文化也容易过于鼓励埋头做事,而忽略了远期战略规划。因此公司迟至今日都没有解决员工持股问题,这也给公司治理埋下了重大隐患。由于公司不是自己的,管理层在做决策时必然会受到很大的掣肘,这也直接导致公司战略制定上过于谨慎,远没有发挥出其全部潜力,具体体现在以下几个方面:

1. 加杠杆过于谨慎: 09 年华鲁与鲁西固定资产相当,但 19 年中报鲁西却已经是华鲁的 2 倍,而这 10 年间华鲁的 ROA 还比鲁西高约 6%,公司之谨慎可见一斑。但问题在于华鲁虽然证明了自己有极强的阿尔法,但大化工毕竟还是以规模取胜。如果未来华鲁还是这样佛系扩产,鲁西远期产能早晚达到华鲁的 3 倍、甚至 4 倍。届时我无论如何都不相信华鲁能在尿素、甲醇这样的产品上净利率做到鲁西的 3-4 倍,所以就利润总量而言,华鲁如果依然如故,被鲁西超越只是时间问题。曾几何时,华鲁还是可以和万华比肩的企业,现在市值却仅仅是万华的一个零头。如果未来再被鲁西甩在身后,就不得不让人反思为什么如此优秀的企业却一再错失发展机遇,完全辜负了我国过去 30 年昂扬向上的奔腾时代。
2. 缺乏原创性研发: 纵观全球大市值化工企业,除炼化外几乎全都以科技创新见长,产品结构也以高端化为主。公司却一直都只是做微创新,极少从事原创性研发,产品选择也都是我国早已实现技术突破的成熟型产品。虽然公司凭借成本优势,还能在红海竞争中获利,但本质上还是在国内存量市场的内战之王。没法像万华那样在增量市场上开疆扩土,为我国整个化工产业拓展生存空间,产业格局与抱负上确实相差甚远。
3. 管理存在下滑风险: 华鲁管理静态看确实堪称优秀,但反过来其均值回归的风险也很大。毕竟在几乎没有任何股权机制保障的情况下,让公司管理层未来一直保持勤勉尽职,将三费长期控

制在如此之低的水平，确实有些反人性。毕竟历史上人亡政息的例子比比皆是，公司这种近乎极致的精细化管理到底还能保持多久，至少在逻辑上是没有任何保证的。

虽然华鲁存在着上述诸多不足，但其技术底蕴之深还是远超一个 200 多亿市值公司的正常范畴。公司不但将每个单点技术都做到了极致，而且还具备体系性降成本的技术能力。在我国最具全球比较优势的成本竞争领域，可以称得上是化工行业中最强的存在。化工大国中美国有陶氏、杜邦；德国有 BASF、拜耳，都至少呈现双子星布局。我国工业能力相当于欧美的总和，体量上应足以支撑出现 2-3 家世界级化工企业。从技术禀赋看，万华和华鲁的工程化能力是少数久经历史考验，被充分证明过的企业。因此相比万华的如日中天，华鲁发展的滞后才让人有一种深深的“哀其不幸、怒其不争”的惋惜感。当然如果未来华鲁能改变现有过于谨慎的风格，其发展潜力无疑也更大。

3.3 从投资角度看万华和华鲁

从投资角度看，万华最大的风险是今年在盈利下滑的情况下股价依然大幅上涨，估值提升非常明显，体现出作为“核心资产”的信仰溢价。从历史经验看，优秀企业做到阶段性高增长或长周期稳定增长都不是太难，但却鲜有企业能做到恒时稳定高增长，万华自然也不例外。从周期角度看，未来几年公司盈利难免会大幅波动，甚至不排除会暂时下滑，届时市场能否为了远期的未来而容忍眼前的业绩不佳很难判断。毕竟万华从未在精细化工领域证明过自己，资本市场又最是凉薄，今年拔估值应该更多还是受市场偏好科创的风格影响，而非真的是为了万华产业升级的情怀买单。就公司目前的市值而言，如果未来几年不能找到可以迅速放量的高端大单品，继续拔估值的难度恐怕会比较大。相比万华，华鲁的问题则在于作为价值股从来没有证明过自己的分红能力，作为成长股也没有那种“虽千万人吾往矣”的气魄，所以只能凭借低估值体现配置价值，很难出现值得强烈推荐买点。长期看投资万华本质上就是赌中国化工产业还有没有向上升级的空间，到底能不能出现杜邦、BASF 这样的世界级企业。而投资华鲁则在于其 ROE 确实太高了，每年经营性现金流 40 亿，以这种现金积累速度，明年底前就可以还清全部有息负债，4 年左右就可以再造一个华鲁。那么未来公司除非让资金闲置，否则就只能选择加快投资或加大分红比例。无论哪种情况发生，对股价应该都有潜在利好。所以整体而言，华鲁恒升(600426, 买入)确定性更高，万华化学(600309, 买入)则更具未来。

4. 风险提示

1. 油价大幅下跌风险：若油价大幅下跌，化工品价格存在大幅下跌风险。
2. 产能过剩风险：若化工产能大量扩张导致供需失衡，行业景气具有下行风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华鲁恒升(600426.SH)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

