

2020年能源材料展望：化工新材料精彩纷呈， 交运竞争性板块关注格局变化

2020年01月12日

首席观点 | 年度观点



罗四维 | 东兴证券化工首席分析师

S1480519080002, 010-66554047, luosw@dxzq.net.cn

化工：新材料精彩纷呈，新模式改天换地

1. 2019年回顾：景气回落更显龙头优质成色，细分冠军表现亮眼

1.1 2019年大浪淘沙更显英雄价值

化工行业本身的景气度下行以及优质龙头企业的表现亮眼是化工行业 2019 年最简化的行业图谱。进一步细化而言，大宗化工品行业可称之“夜黑月明”，精细化工品行业则可谓“别有洞天”。

由于外贸环境的不确定性以及相伴随的行业去库存导致的需求不振，叠加部分在景气高景气度下投资建设的新增产能的释放，致使供过于求成为 2019 年化工行业的主要趋势，因此化工产品价格普遍下跌。2019 年 12 月 19 日，中国化学品价格指数 (CCPI) 为 4318，而去年同期为 4808，同比降幅超过 10%。上游大宗化工品跌幅尤其明显，如 MDI 下降超过 20%，涤纶下降约为 19%，甲醇下降超过 15%，价格下跌成为 2019 年化工品的主要趋势，也成为拖累相关企业盈利能力的主要因素，但优质的行业龙头在产品价格大幅下跌的同时，依然保持了较高的盈利水平，呈现“夜黑月明”之势。例如，万华化学 19 年前三季度依然实现了 78.9 亿净利润，与去年同期相比仅下降 12%，桐昆股份 19 年前三季度依然实现了 24.5 亿净利润，与去年同期仅小幅下降 2%，而恒力石化则受益于大炼化项目投产等，前三季度实现了 68.1 亿净利润，甚至比去年同期相比反而大幅增长 86%。优质公司在产品价格大幅下降的情况下表现出了超越行业甚至跨越周期的盈利能力，充分展现了相关龙头企业的优质价值内涵。

于此同时，部分子行业的细分冠军则展现出令人振奋的发展势头，不但完全没有受到宏观经

济的下行影响，更是由于自身实力过硬了享受行业格局改善的红利，产品价差与市占率同时增长，呈现了“量价齐升”的火热局面，可谓是“别有洞天”。例如，我国先进混凝土用材料龙头苏博特，受益于自身新型建筑材料的推出和减水剂行业中小企业永久性退出，19年前三季度扣非净利润增长140%，经营业绩更是做到了同比环比同时高增长。再如，改性塑料生产龙头金发科技，由于在行业内优势显著，虽然原材料价格下行但产品价差显著扩大，并有应用于5G等新兴产业的LCP高端产品，前三个季度实现扣非净利润9.4亿，同比增长87%。此外，还有工业杀菌剂（百傲化学）、纤维素醚（山东赫达）、塑料添加剂（日科化学）等十余个细分冠军实现了前三季度100%以上的扣非增速。这些“世外桃源”般的细分行业冠军，其能够体现出超强的抗风险能力的背后，无一例外都存在着较强的技术壁垒、渠道壁垒或者品牌优势。

1.2 化工行业 2019 年复盘：情绪周期天翻地覆，更念龙头内在价值

2019年（数据截止到2019年12月20日）沪深300指数上涨33.43%，受权重股中国石油下跌17%，以及宏观经济下行压力对化工品价格施压的双重影响下，化工板块仅上涨19.76%，大幅跑输指数，位列申银万国28个一级行业的第17位。不过值得注意的是，化工板块的优质龙头无论市值和估值水平，在2019年均得到了显著提升。例如，万华化学业绩虽然有一定的同比下降，但市值相比年初反而接近翻倍，充分说明了主流投资者对于龙头内在价值的关注已经超过短期业绩波动，市场风格愈加成熟。

纵观全年，化工板块经历了市场情绪上的大起大落。19年一季度受益于宏观政策逆周期调节的预期强化，叠加春节后补库存周期带来的短期供需平衡修复所带来的触底预期，化工板块迎来了板块性快速上涨行情。江苏“321”特别重大安全事故，引发了市场对于化工行业对于基于安全整治的2.0版供给侧改革的强烈预期，市场情绪进一步急剧升温。但很快随着外部宏观环境的变化导致的对于需求的担心，化工行业市场情绪迅速降至冰点。虽然市场情绪波动剧烈，但是企业的经营业绩以及其背后对于企业价值的折现，始终是左右整个板块市值中枢的根本因素。

分板块而言，化工板块中偏下游的制品和材料行业表现显著好于偏上游的石化和原料板块，其原因主要在于偏上游板块受宏观经济的下行压力更大，业绩承压更为明显。在化工行业六个子板块中石油化工/化学原料/化学制品/化学纤维/塑料/橡胶分别上涨-2.07%/14.85%/25.05%/27.55%/37.57%/29.93%。（塑料板块数据为剔除*ST康德的数据。）这样的分化表现符合我们去年年底的预期。

2. 2020 年行业展望：新材料精彩纷呈，新模式改天换地

2020年化工行业建议重点关注蓬勃发展的新材料板块和渐行渐近的新模式板块。新材料是先进制造等高科技行业的基石，同时终端需求的增长是带动新材料从化学实验室走向工业化生产的根本驱动力。下游产业的发展趋势是影响新材料产业的核心因素。目前，不论是在半导体制造等已成型高科技产业还是5G等新兴高科技产业，中国在增量市场上均呈现出显著优势，为新材料的发展带来了重大发展机遇。

除了产品本身从无到有所带来的发展机遇外，新的模式所带来的新的商业机会以及其对于相关公司内在价值的提升同样造就了新的投资机遇，新的商业模式已经为相关公司打开了进一步发展的广阔空间。新的模式的产生以及发展，其本质往往是产业链的进一步专业分工，

是符合商业逻辑的必然趋势，这也使得相关企业的行业天花板大大升高，并为其技术能力提供了切实可行的变现通道，显著增加企业价值，带来了新的发展机遇。

3. 细分领域投资机会

3.1 新材料板块：推荐在全球视野下具有高性价比和先发优势的细分冠军

我国新材料产业主要分为两类，第一类则是国内突破了技术垄断等壁垒，从而实现了进口替代的材料，第二类是原始创新类的材料，此类主要是由于新的应用带来的对于新的具备特殊合成物质的需求。第一类的进口替代新材料主要包括电子化学品（光刻胶等）、特殊聚酯材料（高性能多元共聚材料）等，其应用则已经相对明确，且具有已经成型的产业链体系，但缺点则是盈利能力或存在下降压力。第二类的原始创新新材料主要包括特种纤维材料（高性能碳纤维等）、特种通讯设备材料（5G等）、特种建筑材料（抗开裂添加剂等）等，其发展空间更为广阔，盈利能力更强，但现在的绝对营收体量较小，产业链的风险也更高。目前我国的新材料产业以第一类的进口替代新材料为主，这类行业中我们推荐在全球视野下具有高性价比的细分冠军，比如电子化工材料（昊华科技、国瓷材料、万润股份、飞凯材料、晶瑞股份、巨化股份、南大光等）。此外，也有部分具有原始创新的新材料企业已经崭露头角，这类行业中我们推荐在全球视野下具有先发优势的龙头企业，例如苏博特、金发科技、万华化学、华峰氨纶等。

终端需求的增长是带动新材料从化学实验室走向工业化生产的根本驱动力，因此下游产业的发展趋势是影响新材料产业的核心因素。半导体制造业等下游高科技产业向中国大陆转移的序幕已经拉开，本地化配套具备很强的与客户快速互动迭代升级，并能降本增效的显著优势，这为第一类的进口替代新材料的大发展提供了重大发展机遇。同时，由于我国综合实力的增强，工程师红利的释放，已经在世界上处于领先地位的5G产业等新兴产业，共享经济等新兴模式，港珠澳大桥等高难度的世界级工程，更是为第二类原始创新的新材料带来前所未有的发展空间。

3.2 新模式板块：将传统制造“点石成金”

除了产品本身从无到有所带来的发展机遇外，新的模式所带来的新的商业机会以及其对于相关公司内在价值的提升同样造就了新的投资机遇。例如下面这三种在发生的新的商业模式已经为相关公司打开了进一步发展的广阔空间。

(1) “网红带货”带来的对于日化行业代加工模式的需求：“网红”强大的“带货”能力使得相关公司深刻的认识到日化产品的消费属性远大于产品属性的影响，因此聚焦销售环节，将生产环节进一步分包，从而实现轻资产、快周期的模式成为日化行业的发展趋势，因此此前专注于表面活性剂等日化原材料的龙头企业，有望进一步向下游的洗涤剂终端产品延伸，承接下游的代工需求，延长产业链并发挥出工业化管理经营方面的能力，创造增量价值。推荐表面活性剂龙头赞宇科技。

(2) 医药和农药巨头研发环节的外包和合作带来的发展机遇：随着医药和农药巨头新药开发难度的提高，以及对于控制成本、效率提升的需求，其对于在研发环节进行外包和合作的内在动力愈发强烈，医药中间体生产企业的业务模式也开始了从CMO（定制加工）到CDMO（定制开发加工）的转变，因此化学合成能力领先的公司由于专注于化学合成，在合成具备特定

分子结构的工艺开发中具备独特优势，其发展空间大大扩展。推荐化学合成的专家联化科技。

(3) 从“产品提供商”到“解决方案提供商”：在添加剂等行业中，有添加剂生产企业提供“解决方案”而不仅仅是特定产品的模式正在逐渐发展起来。最终使用的添加剂往往是由多种具备不同特点的单一添加剂复合而成的“配方型产品”，由于添加剂生产企业更加了什么样的新性能是可能被开发出来的，并在满足不同客户的产品需求的过程中积累了大量的配方经验，因此由其提供“解决方案”更加高效、可靠、便宜，而“解决方案”的模式也为相关企业进一步延伸业务，增加技术附加值提供了机遇。推荐高分子抗老剂的细分冠军利安隆。

4. 相关推荐标的

2020年投资主线围绕新材料中在全球视野中具有竞争优势，新模式中直接受益于产业链分工方式改变的龙头企业的推荐逻辑，建议配置组合如下：新材料板块（华峰氨纶、苏博特）合计权重 50%，新模式板块（联化科技、利安隆）合计权重 50%。

华峰新材注入后公司现已将成为聚氨酯材料类的龙头企业。其原有的氨纶业务是聚氨酯纤维材料，公司技术和成本全球领先，华峰新材则主要是聚氨酯原液，以及上游的己二酸和聚酯多元醇，公司在此领域也是全球具有行业定价能力的优质龙头。此外，公司积极发展新型聚氨酯材料，并持续有新产品推出，远期发展空间广阔。

苏博特是混凝土外加剂的龙头企业，公司拥有行业内唯一的“高性能土木工程材料国家重点实验室”，以及仅有的两个国家级企业技术中心之一。公司创始人是工程院院士，研发带头人为国际知名专家，并拥有由 100 多名博士及硕士组成的研发团队，具有强大的技术能力和持续研发能力。公司推出的适用于西部极干旱条件下的外加剂，以及高潮高腐蚀环境下的桥梁涂料为自主原始创新材料，应用前景广阔。

联化科技是化学合成的大师，公司具备极其强大的合成能力。联化科技目前合成的产品上百种，以庞大的网状产品构造了极其富有的化学合成平台。近年来，公司依靠自身原材料的优势，不断扩充自身的化学业务范围，目前已经从 CMO（定制加工）逐渐升级到 CDMO（定制开发加工）模式，发展空间进一步打开。

利安隆是生产高分子抗老剂的龙头企业，公司通过精确聚焦下游客户差异化需求，发挥利用自身技术技术和经验优势，为全球高分子材料制造商提供一站式抗老化助剂产品服务（U-PACK 产品）。U-PACK 产品采用不同于传统产品的“以销定产”的生产模式，提供给顾客更多的技术附加值。公司通过 U-PACK 业务进一步提升了客户黏着度，并拉开了与其他企业间的产品差异性，形成新的业务壁垒。

5. 风险提示

下游需求低于预期、技术突破进度低于预期。



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 010-66554032, caoyifengwx@163.com

交运：基建板块关注业绩兑现，竞争性板块关注格局变化

1. 交运板块 2019 年复盘：业绩预期修复，估值提升先行

复盘 2019 年，我们认为交运行业的投资收益主要集中在两个方面：1. 对于稳定经营类的行业来说，业绩预期修复带来的戴维斯双击是超额收益的主要来源；2. 细分行业龙头估值溢价凸显，在竞争性行业这一点表现的更为明显。

1.1 戴维斯双击的典型是机场板块

19 年机场板块在交运行业中涨幅遥遥领先，上海与白云机场皆获得较高收益。但这很大程度上还要归功于 18 年末的大跌，消费板块估值整体下杀，市场对免税行业的业绩预期陷入低谷，市场对机场免税收入的预测贴近保底收入。随着 19 年一季度上海机场免税销售额大超预期，市场对免税行业的预期显著修复，并带来盈利预期与估值水平的双重提升。

1.2 细分行业龙头溢价的典型在快递与航空板块中都有体现

在宏观经济增速下行，需求增速整体下移的背景下，竞争性行业普遍承压，行业内部分化加剧，由此带来了细分行业龙头估值层面的溢价。我们认为龙头溢价对去年表现较好的春秋航空、韵达股份、顺丰控股等个股都有一定的解释能力。行业内部的分化是竞争性行业在需求增速下行时的普遍现象，我们认为这一趋势在中长期成立。

简单总结 19 年，资金配置向优质赛道的龙头集中。这一趋势不仅仅在交运行业成立，而是一个普遍的现象。超额收益方面，估值层面获得的收益高于业绩增长贡献的收益。

2. 展望 2020 上半年：基建板块关注业绩兑现，竞争性板块关注格局变化

展望 2020 年，交运作为一个偏防守型的行业，在较为乐观的市场环境下缺少能够长期持有并且获得显著相对收益的板块，也就是很难复制去年机场的逻辑。这是交运板块今年配置策略上最大的挑战。但另一方面，交运不乏能够获得稳定的绝对收益的板块，这个是交运行业本身的性质所决定的。

2.1 基建板块：业绩兑现关键期，估值提升空间有限，利润增长是硬道理

基建板块市场最关注的是机场。我们认为相比去年，今年的行业进入业绩兑现关键期，估值提升空间有限，利润增长是硬道理

从现在这个时点向后看，我们认为机场业绩的中等速度增长还能够维持较长的时间，巨大的免税回流空间以及我国居民不断提升的物质需求都为免税行业的长期增长提供了充足的保障。但另一方面，我们认为机场估值层面的提升空间较为有限。去年一整年，机场板块的业绩预测不存在太大变化，但股价大幅提升，主要的提升都在于估值层面。但随着免税行业体量的扩大以及机场本身利润体量的提升，行业利润增速大概率逐渐放缓，并对机场行业估值形成一定压力。

从中期来看，我们认为我国机场的估值与国外机场，特别是部分发达国家机场的估值也并没有直接的可比性。现阶段大部分发达国家机场处于饱和状态，业绩缺乏增长，估值还能维持在 25-30 倍，这主要源于西方国家的基础建设投资逐渐停滞，大类资产回报率整体下滑，甚至还出现“负利率”现象。在这种大背景下，稳定产生收益且分红率相对较高的机场获得高

估值顺理成章。但很明显的，这个逻辑在我国暂时还不适用。

因此，今年配置机场赚的主要是业绩确定性增长的钱，和机场逻辑类似的还有高速公路。利润为王，一定要看到业绩兑现。

2.2 周期板块：航空关注供给持续收缩带来的业绩弹性

我们认为明年周期板块主要的关注点在航空，特别是供给端 737MAX 停飞带来的持续影响。

737MAX 的停飞对于行业的影响不可忽视，然而去年上半年就发酵的事件对于航空板块的股价与盈利暂时还未产生实质性影响，这主要是因为航空公司内部本就存在较强的调节能力：通过停航部分边缘航线，提升飞机使用小时数，延后飞机退役等方式可以一定程度上缓解供给缺口。当时只有存量的 737max 受到影响，737max 又是新飞机，占比很小，导致供需关系的改善不及市场预期。

时间延续到今年，737MAX 停飞造成的供给缺失持续积累，而航空公司的内部调节能力不是无限的，当航司内部的运力调节空间逐渐耗尽，供给缺口将加速扩大，对于票价的影响也会开始凸显。也就是说，737MAX 停飞的影响会随时间延续而逐渐扩大，而且不是线性曲线，是一条加速上扬的曲线。

由于美国宣布 737 复飞推迟到今年下半年，我们认为 737MAX 的复飞在中国大概率延迟到今年末甚至 21 年。今年只要需求端维持稳定增长，停飞带来的供给缺口就很可能带来旺季的票价提升。三大航将借此获得很大的盈利弹性，值得关注。

2.3 快递板块：格局变化是重中之重，做好利润增速下台阶的心理准备

今年的快递板块注定不会平静。去年快递上市公司增速普遍超越行业增速 10 个百分点以上，被认为是上市快递公司向中小快递发起的总攻。中小快递也不出意外的纷纷缴械，今年年初至今，基本每月都有快递企业不支倒下，行业不断集中。

但 CR8 刚刚超过 82%格局显然还远不足以让一个行业中的各个参与者脱离囚徒困境。快递行业微观集中度低（难以形成区域垄断），结果同质化且弱过程感知（你只知道快递送到了，但不知道这过程中公司为了保证快递准时和完整做过什么样的努力），一次性服务（这次用 A 快递，下次可以用 B 快递）的特点导致行业现阶段还不足以通过行业格局获得超额收益。在行业中小型竞争者基本出局的情况下，剩下大体量快递企业间的竞争并不会趋于缓和。去年下半年，顺丰特惠件的加入使得行业的变数进一步扩大，其业务量增速超越通达系，达到接近 50%左右的水平，足以体现顺丰发力特惠件的决心。

快递行业盈利现在来看主要靠两方面的红利，一是前期电商行业快速增长带来的行业红利，二是快递总部相对于加盟商处于强势地位，在保证加盟商合理利润的情况下，剩余的利润大部分汇集到总部。但在竞争逐渐加剧的情况下，这两个红利都在逐步缩减，并向行业的龙头汇聚。

今年快递行业的竞争更加激烈，企业在盈利与市场份额之间优先会保证份额，盈利的增长在价格战背景下容易出现波动。因此我们认为明年快递行业的竞争格局与市场份额变化会比利润的变化更加值得关注。越是激烈的竞争，越是考验一家公司管理层的能力与判断力，经过明年的激烈竞争，快递行业的竞争格局会逐步明晰，行业龙头的优势将更加凸显，市场竞争

力的确立才是第一位的。但另一方面，也要做好盈利增速下台阶的心理准备。

3. 推荐标的

各板块的推荐标的以行业龙头为主。机场板块我们推荐上海机场与首都机场；快递行业我们重点关注韵达股份。此外，高分红率型标的主要推荐宁沪高速与皖通高速。

4. 风险提示

政策变化；宏观经济持续下行；价格战强度超预期；油价汇率等外部因素的大幅变动。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526