

行业研究/深度研究

2019年06月17日

行业评级:

石油化工 增持(维持)
基础化工 增持(维持)

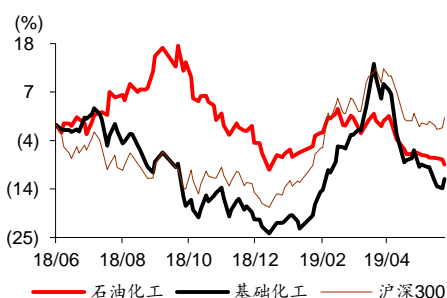
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1《石油化工/基础化工: 行业周报(第二十四周)》2019.06
- 2《有色金属/基础化工: 高科技改变世界, 新材料颠覆科技》2019.06
- 3《基础化工/石油化工: 行业周报(第二十三周)》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

科创板新材料企业解读: 兴欣新材

华泰科创投资手册系列

兴欣新材: 国内领先的哌嗪及衍生物生产企业

兴欣新材主营哌嗪系列、酰胺系列、氢钠等产品, 并以哌嗪为中心建立了循环经济产业链, 产品种类达 20 余种。公司产品可用于电子化学品、环保新材料、聚氨酯材料、医药中间体等, 下游客户包括阿克苏、壳牌、东进、默克等世界知名厂家。公司是国内哌嗪系列品种最齐全、生产规模最大的企业之一, 同时具备较强的技术优势, 根据 Wind 一致预期, 可比公司 2019-2021 年平均 P/E 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。

公司管理层具备丰富的行业经验

公司前身为中港合资企业, 2016 年由管理团队收购原实控人股份, 目前叶汀直接及通过璟丰投资间接持有公司股份 3839.04 万股, 占比总股本 58.17%, 为公司控股股东及实际控制人。公司管理团队对于行业有较为丰富的经验, 主要研发人员大部分出自天津大学、浙江大学等知名院校化工专业, 其中部分人员还曾在安诺芳胺等国内大型化工企业任职, 对于危化品生产流程较为熟悉。

募投项目有望持续扩充公司产品线

公司本次拟公开发行 2200 万股, 募集资金 5 亿元, 按照轻重缓急投入“年产 14000 吨环保类溶剂产品及 5250 吨聚氨酯发泡剂项目”、“研发大楼建设项目”并补充流动资金。募投项目建设地址位于浙江省杭州湾上虞经济技术开发区, 建设期 35 个月, 拟建设的哌嗪类产品可用于电子化学品或环保行业, 聚氨酯发泡剂可应用于硬泡、软泡、弹性体, 符合国家相关优先发展高新技术产业的政策指引, 能够满足下游新应用领域的差异化使用需求和混合复配使用趋势。

哌嗪及其衍生物应用范围广泛

据《哌嗪的生产工艺与市场综述》, 2014 年全球哌嗪需求约为 4 万吨, 按照当前无水哌嗪 2.0-3.0 万元/吨的价格估算, 哌嗪的全球市场容量约为 8-12 亿元, 其中国内市场 2-3 亿元(未考虑衍生物)。若按照公司哌嗪与衍生物销售比例粗略估算, 国内哌嗪及衍生物市场空间约为 10 亿元, 其中医药中间体约占无水哌嗪需求的 70%-80%, 对应喹诺酮类、格列卫等多个重磅产品; 液晶面板需求持续增长且国产化率提升, 利好哌嗪类光刻胶配套试剂需求; 脱硫脱碳、聚氨酯发泡等领域应用前景良好, 亦有望拉动哌嗪需求。

海外企业占据成本优势, 公司具备较强行业竞争力

海外厂家的哌嗪生产工艺多为乙撑胺(乙二胺聚合体)装置联产, 成本优势明显, 但由于哌嗪业务营收利润占比不高, 部分企业将其作为原料外售。国内无水哌嗪及其主要衍生物的产量已居世界前列, 产品质量也达到了进口产品同等水平。与同行业公司相比, 公司实现了联产和连续化生产工艺, 且产品线齐全, 具有较强的行业竞争力。

可比公司估值情况

我们对行业的估值建议为: 1) 关注医药中间体、液晶面板等哌嗪类产品对应下游行业的发展情况, 尤其是格列卫、喹诺酮类等重点药品的市场空间变化; 2) 关注行业最新技术的发展、各主要厂家的品类扩张进度以及行业内主要企业的毛利率变化情况; 3) 估值的核心是未来现金流的折现, 显性标准是净利润增速, 建议采用 PE 估值法。A 股可比公司为中欣氟材、联化科技、美思德, 根据 Wind 一致预期, 2019-2021 年平均 P/E 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。

风险提示: 核心技术失密风险, 原料价格大幅波动风险, 下游需求不及预期风险。

正文目录

兴欣新材：国内领先的哌嗪及衍生物生产企业	4
公司主营哌嗪系列产品	4
公司管理层具备丰富的行业经验	5
生产技术具备一定优势	6
募投项目有望持续扩充公司产品线	8
行业展望：哌嗪系列产品国内市场空间约 10 亿元	9
哌嗪及其衍生物应用范围广泛	9
哌嗪是多个重磅药的关键中间体	9
哌嗪在湿电子化学品等领域需求有望提升	10
海外企业占据成本优势	12
可比公司估值情况	15
风险提示	16

图表目录

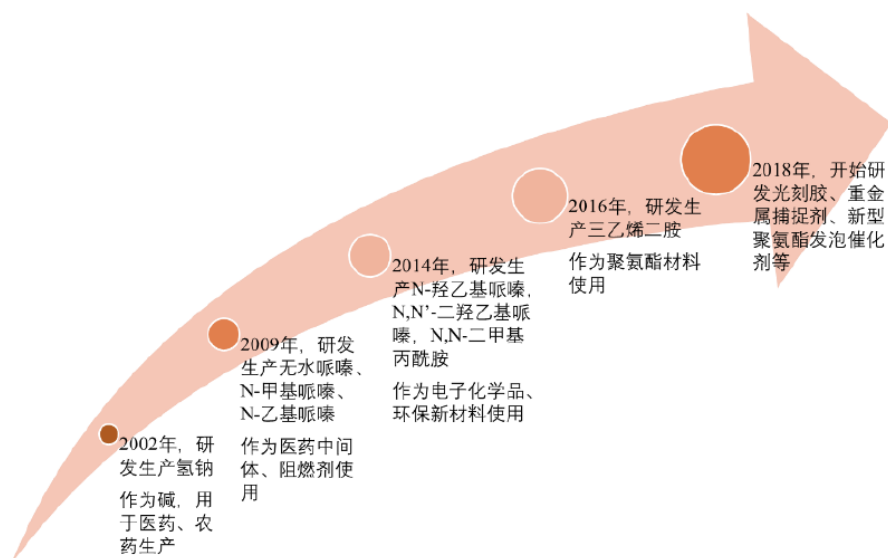
图表 1: 公司业务发展沿革情况	4
图表 2: 2018 年公司主要产品产销情况	4
图表 3: 公司各产品销量变化情况	5
图表 4: 公司产品销售均价变化情况	5
图表 5: 公司各业务营收增长情况	5
图表 6: 公司各业务毛利增长情况	5
图表 7: 公司发行前股权结构	6
图表 8: 兴欣新材主要子公司经营情况	6
图表 9: 公司高管团队及部分核心技术人员简要介绍	6
图表 10: 公司以哌嗪为中心建立了循环产业链	7
图表 11: 公司研发投入及占比营收情况	7
图表 12: 公司研发成果获奖情况	7
图表 13: 公司取得的科技成果和产业融合情况	8
图表 14: 公司 IPO 募投项目情况	8
图表 15: 公司拟新增的产品及产能情况	8
图表 16: 哌嗪在各行业的主要应用及市场情况	9
图表 17: 国内医药制造业企业收入持续增长	9
图表 18: 国内化学原料药企业收入持续增长	10
图表 19: 哌嗪类药物治疗领域及主要产品	10
图表 20: 哌嗪衍生物可作为光刻胶配套试剂应用于面板光刻工艺	11
图表 21: 液晶电视面板出货量持续增长	11
图表 22: 笔记本电脑面板出货量整体平稳	11
图表 23: 平板电脑面板出货量整体平稳	12
图表 24: 液晶显示器面板出货量止跌回升	12
图表 25: 2018-2020 年国内已（将）投产的高世代液晶面板生产线	12
图表 26: 海外主要哌嗪生产企业情况	13
图表 27: 国内哌嗪及衍生物的主要生产企业情况	13
图表 28: 公司与其他主要企业对比情况	14
图表 29: 可比公司估值情况	15

兴欣新材：国内领先的哌嗪及衍生物生产企业

公司主营哌嗪系列产品

绍兴兴欣新材料股份有限公司（下称“兴欣新材”或“公司”）是一家具有自主研发和创新能力的的高新技术企业，公司主营哌嗪系列、酰胺系列、氢钠等产品，并以哌嗪为中心建立了循环经济产业链，产品种类达 20 余种，是国内哌嗪系列品种最齐全、生产规模最大的企业之一。公司产品可用于电子化学品、环保新材料、聚氨酯材料、医药中间体等，下游客户包括阿克苏、壳牌、东进、默克等世界知名化工、电子、医药厂商及京新药业、华海药业等国内重要医药、材料企业。

图表1：公司业务发展沿革情况



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表2：2018年公司主要产品产销情况

产品	产能	产量	销量	产销率	产能利用率	毛利率
无水哌嗪	2250	1513	1657	109.5%	67.3%	29.3%
N-羟乙基哌嗪	3000	2448	1878	108.9%	81.6%	47.3%
N-甲基哌嗪	1250	1516	1257	82.9%	121.3%	37.5%
N-乙基哌嗪	750	664	649	97.8%	88.5%	39.5%
三乙烯二胺	3000	747	849	113.7%	24.9%	13.2%
脱硫脱碳剂	3500	1715	1484	111.1%	49.0%	50.2%
N,N-二甲基丙酰胺	2000	1156	1077	93.2%	57.8%	39.1%
氢钠	1000	441	443	100.5%	44.1%	27.1%

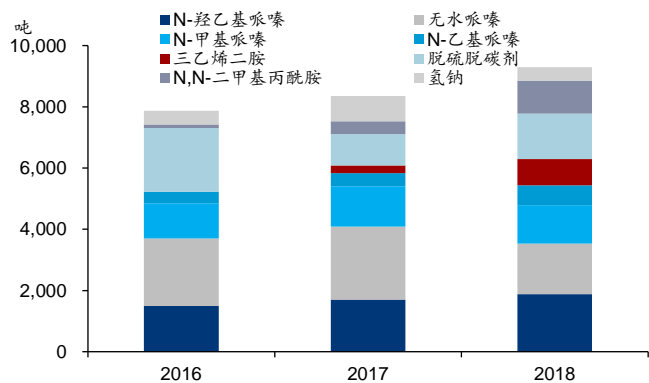
单位：吨

注：N-羟乙基哌嗪、脱硫脱碳剂部分自用；

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

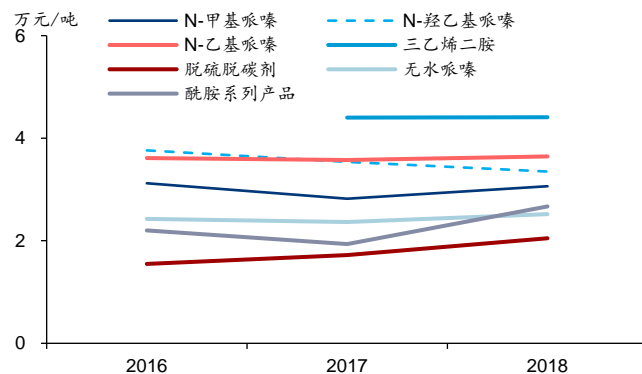
自 2016 年以来，公司逐步扩大哌嗪系列产品产能，且新建的三乙烯二胺生产线于 2017 年正式投产并销售，实现了产品销量的逐年平稳增长。公司产品销售价格主要跟随六八哌嗪（68%哌嗪溶液）原料采购价格浮动，2016-2018 年销售均价总体平稳。

图表3: 公司各产品销量变化情况



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

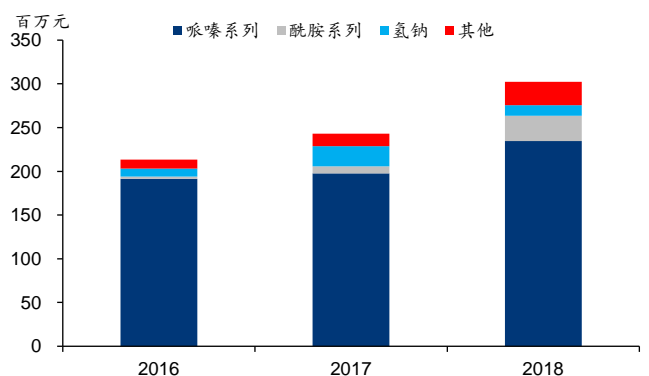
图表4: 公司产品销售均价变化情况



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

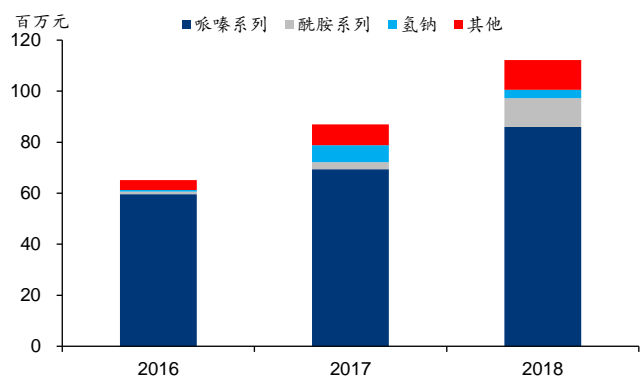
哌嗪及其衍生物目前是公司最主要的产品类别,2018年实现业务营收2.35亿元,毛利0.86亿元,占比公司营收/毛利分别为77.8%/76.6%。2016-2018年,公司合计实现营收2.14亿元、2.43亿元(+13.6%)、3.02亿元(+24.3%),净利3246万元、3830万元(+18.0%)、6142万元(+60.4%),综合毛利率亦由30.5%逐年提升至37.2%。此外,公司于2016、2018年进行了现金分红,金额分别为3000万元、2508万元,分红率为92%、41%。

图表5: 公司各业务营收增长情况



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表6: 公司各业务毛利增长情况



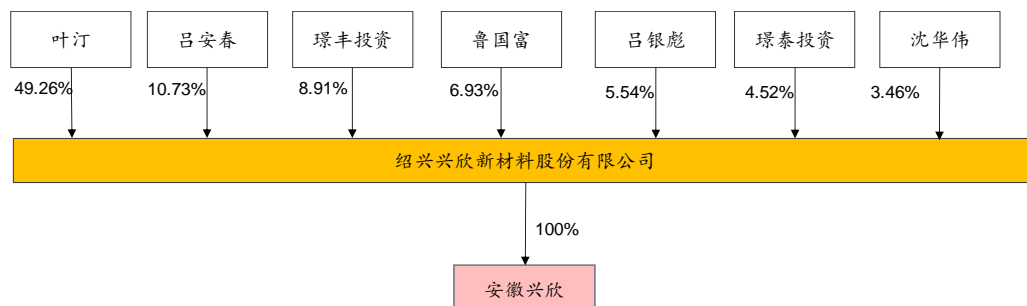
资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

公司管理层具备丰富的行业经验

公司前身为兴欣有限,成立于2002年,是由中方吕国兴、叶汀、俞庆祥与外方嘉宇香港共同出资设立的合资公司,2006年7月原股东嘉宇香港退出,李良超成为公司实际控制人,并聘用叶汀等人负责公司管理。2016年11月,李良超因自身投资战略调整出让公司股权,公司管理层收购其持有股份,实际控制人变更为叶汀。目前叶汀直接及通过璟丰投资间接持有公司股份3839.04万股,占比总股本58.17%,为公司控股股东及实际控制人。

截至招股说明书签署日,公司拥有1家全资子公司安徽兴欣,主要经营范围为聚氨酯材料、三乙烯二胺、哌嗪等,公司于2015年4月将其收购至旗下,收购价格为1700万元。公司最后一轮融资发生于2017年12月,璟丰投资、璟泰投资分别以562.89万元、285.69万元增资公司,增资后其持股比例分别为8.91%、4.52%,对应市值为6318万元。

图表7： 公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表8： 兴欣新材主要子公司经营情况

公司名称	主要产品或服务	持股比例	总资产	净资产	2018年净利润
安徽兴欣	聚氨酯材料、三乙烯二胺	100%	7959	1831	-492

单位：万元

注：截至2018年12月31日

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司管理团队较为稳定，董事长叶汀、总经理吕安春等人均自创立之初便在公司任职，对于公司业务及行业情况有较为丰富的经验；主要研发人员大部分出自天津大学、浙江大学等知名院校化工专业，部分人员还曾在安诺芳胺等国内大型化工企业任职，对于危化品生产较为熟悉。

图表9： 公司高管团队及部分核心技术人员简介

姓名	职位	年龄	背景
叶汀	董事长	53	毕业于浙江大学化学工程系，本科学历。1989年8月至2002年6月，担任杭州龙山化工有限公司技术人员；2002年7月至2009年12月，担任昌九化工总经理；2002年6月至2004年12月，担任公司副董事长、总经理；2004年12月至今，担任公司董事长。
吕安春	董事、总经理	56	毕业于绍兴文理学院经济管理专业，大专学历。1979年至1994年，担任新昌丝织总厂员工；1994年至2001年，担任浙江京新药业股份有限公司采购经理职务；2002年至2004年11月，担任公司副总经理职务；2004年12月至今担任公司董事、总经理职务。
鲁国富	董事、副总经理、董事会秘书	43	毕业于中央广播电视大学行政管理专业，大专学历；1996年至2001年担任上虞热电厂办公室科员；2002年2003年自由职业；2004年1月至2011年12月，担任兴欣有限副总经理职务；2011年12月至2018年7月，担任公司董事、副总经理职务；2018年7月至今，担任公司董事、副总经理、董事会秘书职务。
严利忠	财务总监	41	毕业于浙江财经学院会计学专业，本科学历。2000年3月至2002年5月，担任杭州顶益食品有限公司会计；2003年12月至2008年5月，担任立信会计师事务所浙江分所审计经理；2008年6月至2018年2月，担任中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计高级经理、授薪合伙人；2018年3月至今，担任发行人财务总监。
刘帅	研发总监	34	天津大学应用化学专业，博士学历。2012年4月至今，担任发行人研发总监职务。
方旺旺	研发经理	30	天津大学应用化学专业，硕士学历。2015年6月至今，担任公司研发经理职务。
孙东岳	研发人员	35	浙江大学化学工程专业，硕士学历。2008年8月至2016年10月，任兴欣有限研发人员；2016年10月至2019年3月，任安徽兴欣生产副总；2019年3月至今，担任公司研发人员。
孔明	研发人员	34	湖北民族学院化学工程与工艺专业，本科学历。2007年10月至2016年7月，担任浙江安诺芳胺化学品有限公司生产调度、工艺工程师等职务；2016年7月至2017年4月，担任四川之江高新材料股份有限公司生产部部长；2017年4月至今，担任安徽兴欣研发人员。

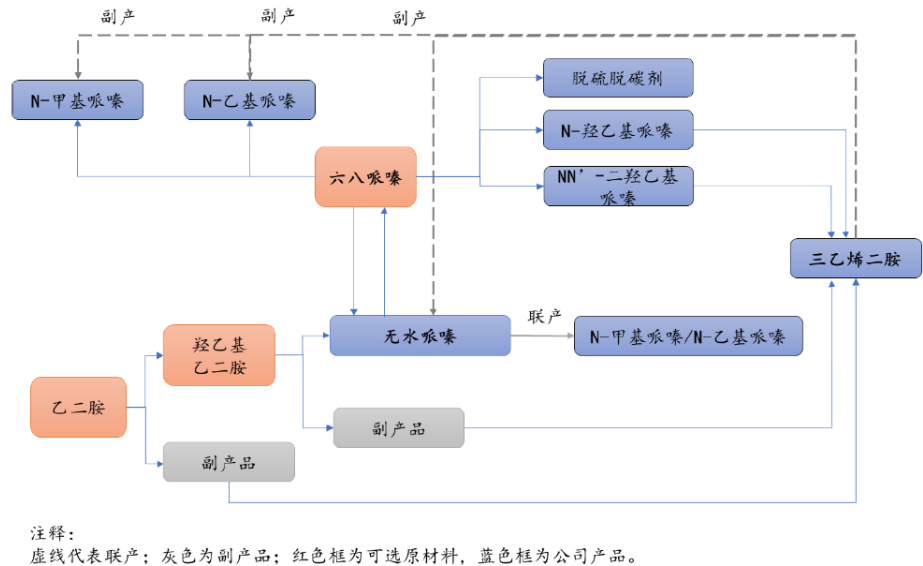
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

生产技术具备一定优势

公司为国家级高新技术企业，拥有浙江省“有机胺”省级高新技术企业研究开发中心，截至目前公司共有12项专利，其中发明专利6项。公司的技术优势主要体现在：1) 自主研发多种纳米复合催化剂，使得原料转化率达到99%以上，哌嗪系列产品的选择性高达95%以上，同时酸碱双功能催化剂实现了三乙烯二胺的连续化生产，使得原子利用率大幅提高；2) 公司是国内极少数实现哌嗪系列产品连续化生产的企业，使得原材料消耗降低了10%以上，在行业中具备较强的竞争优势。

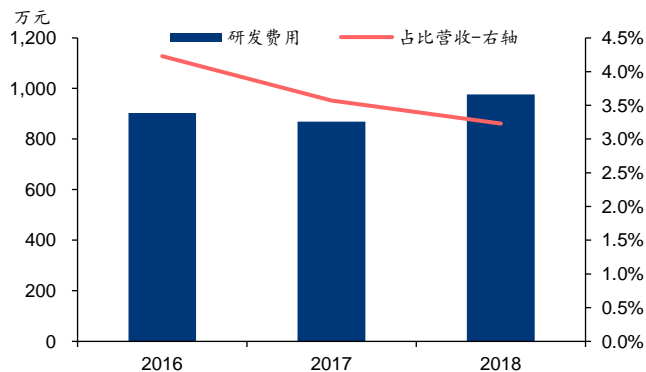
除技术优势外，公司还具备 1) 环保和循环经济优势；2) 系列化产品布局和规模化优势；3) 同主要供应商、客户长期稳定合作的的优势；4) 产品质量和过程控制优势；5) 管理优势。

图表10：公司以哌嗪为中心建立了循环产业链



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表11：公司研发投入及占比营收情况



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表12：公司研发成果获奖情况

序号	所获荣誉	颁发部门	取得时间
1	“N-羟乙基哌嗪”被登记为浙江省科学技术成果	浙江省科技厅	2013年
2	“哌嗪与N-烷基哌嗪联产新工艺”被登记为浙江省科学技术成果	浙江省科技厅	2013年
3	浙江省科技型中小企业证书	浙江省科技厅	2015年
4	“催化氢解制备哌嗪和烷基哌嗪”被登记为浙江省科学技术成果	浙江省科技厅	2017年
5	“NN'-二甲基丙酰胺的连续生产技术”被登记为浙江省科学技术成果	浙江省科技厅	2017年
6	“NN'-二(2-羟乙基)哌嗪连续生产技术”被登记为浙江省科学技术成果	浙江省科技厅	2017年

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司原料六八哌嗪主要向阿克苏、巴斯夫等全球知名企业进行采购，已建立起了长期稳定的合作关系。六八哌嗪是上述供应商生产乙二胺时的副产品，而公司是国内少数能够消化相关产品的厂家。客户方面，公司凭借先进的专业生产技术、系列化的产品、良好的产品质量、稳定的供应和快速响应的营销服务，与东进、阿克苏、京新药业、默克、壳牌等知名企业建立了紧密的战略合作关系并已进入其全球采购体系。

图表13: 公司取得的科技成果和产业融合情况

序号	核心技术	应用产品	应用领域	主要应用客户列举
1	催化胺化生产哌嗪联产 N-烷基哌嗪工艺技术	无水哌嗪、N-甲基哌嗪、N-乙基哌嗪、N-羟乙基哌嗪	电子化学品、生物医药、阻燃剂、特种工程塑料	东进、Taiwan HOPAX; Sigma-Aldrich; 嵊州捷尔思阻燃材料; 聚石化学; 阿克苏
2	催化胺解生产三乙烯二胺技术	三乙烯二胺	医药中间体、聚氨酯材料	京新药业、华海药业、日本东曹、华峰新材料
3	酰基化生产 N,N-二甲基丙酰胺技术	N,N-二甲基丙酰胺	电子化学品	东进
4	脱硫脱碳剂生产技术	脱硫脱碳剂	环保新材料	康索夫、长沙华时捷环保科技
5	专用催化剂的制备技术	哌嗪系列产品、三乙烯二胺、脱硫脱碳剂	电子化学品、环保新材料、聚氨酯材料、医药中间体	

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

募投项目有望持续扩充公司产品线

公司本次拟公开发行人 2200 万股, 募集资金 5 亿元, 按照轻重缓急投入“年产 14000 吨环保类溶剂产品及 5250 吨聚氨酯发泡剂项目”、“研发大楼建设项目”并补充流动资金。

图表14: 公司 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金	建设期	建设主体
1	年产 14000 吨环保类溶剂产品及 5250 吨聚氨酯发泡剂项目	31250	31250	35 个月	母公司
2	研发大楼建设项目	3750	3750	12 个月	母公司
3	补充流动资金	15000	15000	-	-

单位: 万元

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表15: 公司拟新增的产品及产能情况

序号	产品名称	产品品类	产能	主要用途
1	N-羟乙基哌嗪	环保类溶剂	3000	脱硫脱碳
2	N,N'-二羟乙基哌嗪	环保类溶剂	1000	脱硫脱碳
3	40% (wt%) 哌嗪-1,4-双二硫代羧酸二钾盐水溶液	环保类溶剂	10000	重金属捕获, 用于水体重金属污染, 垃圾焚烧的重金属回收
合计			14000	
4	五甲基二乙烯三胺	聚氨酯发泡剂	2000	用于聚氨酯发泡, 性能稳定
5	双(2-甲氨基乙基)醚	聚氨酯发泡剂	2000	用于聚氨酯发泡, 性能稳定
6	二甲氨基乙氧基乙醇	聚氨酯发泡剂	1000	用于聚氨酯发泡, 性能稳定
7	N-甲基吗啉	聚氨酯发泡剂	250	用于聚氨酯发泡, 性能稳定
合计			5250	

单位: 吨

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

本次募投项目中的“年产 14000 吨环保类溶剂产品及 5250 吨聚氨酯发泡剂项目”由兴欣新材负责实施, 项目建设地址位于浙江省杭州湾上虞经济技术开发区, 拟建设的哌嗪类产品可用于电子化学品或环保行业, 聚氨酯发泡剂可应用于硬泡、软泡、弹性体, 符合国家相关优先发展高新技术产业的政策指引, 能够满足下游新应用领域的差异化使用需求和混合复配使用趋势。若后续顺利实施投产, 相关产品有望进一步改善公司产品结构, 奠定公司中期成长基础。

行业展望：哌嗪系列产品国内市场空间约 10 亿元

哌嗪及其衍生物应用范围广泛

哌嗪，又名胡椒嗪、六氢吡嗪，是两个氮原子处于对位的六元氮杂环，工业上来自于乙二胺（乙撑胺）生产的副产物。哌嗪起初主要作为医药中间体使用，下游产品包括抗菌药喹诺酮类、抗结核药利福平、降血压药哌唑嗪等，伴随国内外对哌嗪及衍生物研发的不断深入，其在电子、环保、新材料等领域的新用途亦不断开发，目前已广泛应用于脱硫酸碳剂、光刻胶剥离液、聚氨酯发泡剂等细分领域。

图表16：哌嗪在各行业的主要应用及市场情况

应用行业	产品在行业内的主要用途	市场情况
电子	光刻胶剥离液的重要成分	2018年半导体、液晶面板、晶硅太阳能三大产业对电子化学品需求量超过70万吨，到2020年产值可破680亿元
环保	脱硫酸碳	2016-2020年间，火电行业烟气脱硫市场年均市场容量约为201.6亿元。
	重金属捕获	2017年中国重金属污水排放总量约为80亿立方，市场规模约145亿元。
材料	聚氨酯发泡催化剂	2016年，我国聚氨酯产销量约为1,060万吨，占全球总量超过45%。
	阻燃剂	2018年我国阻燃剂消费量达到88.7万吨，接近全球阻燃剂消费总量的三分之一，市场价值达到22.45亿美元
	特种工程塑料	特种工程塑料广泛应用于通用机械制造、通信设备制造、铁路运输设备制造、汽车制造、仪器仪表制造及防腐管道制造等领域。
医药	喹诺酮、镇定剂奋乃静、抗肿瘤药物	2016年全球抗菌药物市场规模约为438亿美元，喹诺酮类抗感染药物约占全球抗感染药物市场份额的15%；奋乃静普遍用于治疗偏执性精神病、反应性精神病、症状性精神疾病等，是抗肿瘤药伊马替尼的重要中间体，2017年格列卫销售额为19.43亿美元。
生物制药	生物缓冲液	生物缓冲液有阻碍实验溶液PH值变化的作用，在生命科学研究领域有广泛应用

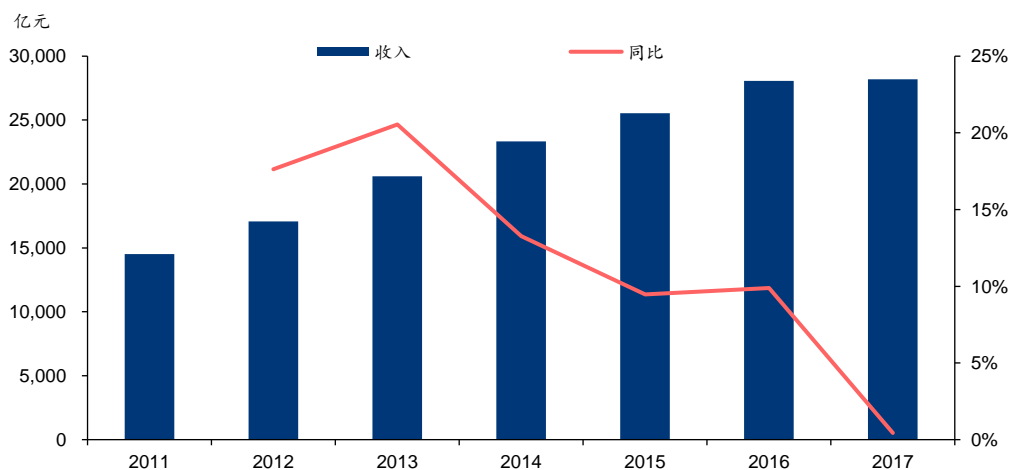
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

据《哌嗪的生产工艺与市场综述》，2014年全球哌嗪需求约为4万吨，其中国内需求约为1万吨，近几年来哌嗪市场需求增长较缓，按照当前无水哌嗪2.0-3.0万元/吨的价格估算，哌嗪的全球市场容量约为8-12亿元，其中国内市场2-3亿元（未考虑衍生物）。若按照公司哌嗪与衍生物销售比例粗略估算，国内哌嗪及衍生物市场空间约为10亿元左右。医药中间体是哌嗪的最主要应用领域，目前约占无水哌嗪需求的70%-80%，其他主要下游应用还包括电子化学品、聚氨酯助剂等，哌嗪需求与上述行业的发展关系较为密切。

哌嗪是多个重磅药的关键中间体

医药中间体行业是医药行业产业链中的重要环节，各类医药中间体产品的市场规模及发展趋势主要取决于下游相应的合成药物的发展状况。我国制药行业正处于快速发展阶段，根据国家统计局数据，从2011年至2017年，全国医药制造业收入从14522亿元增至28186亿元，CAGR（2012-2017）为11.7%。

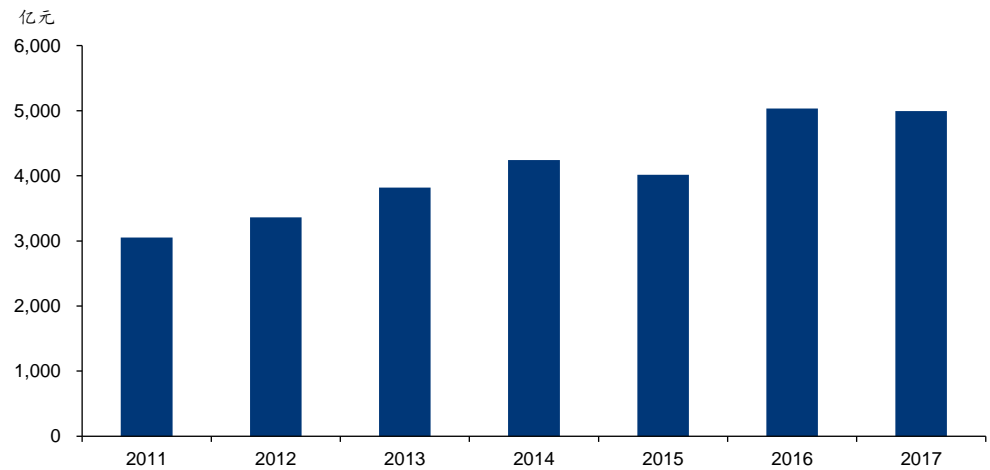
图表17：国内医药制造业企业收入持续增长



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

细分到与医药中间体市场直接相关的化学药品原料药制造行业，据 Zion Research 数据，2015 年全球原料药的需求为 1482.2 亿美元，至 2021 年，相关需求将达到 2138.4 亿美元，CAGR（2016-2021）为 6.3%。据工信部统计，2017 年国内化学原料药企业合计实现收入 4991.7 亿元，同比增长 14.7%。

图表18：国内化学原料药企业收入持续增长



注：2017 年统计范围变动，因此绝对数值略有下降

资料来源：招股说明书，工信部，国家统计局，华泰证券研究所

哌嗪类是最常见的含氮杂环化合物，据金智创新发表于 2019 年 3 月的报告《哌嗪作为医药中间体的应用领域及主要产品分析》，哌嗪中间体制备的哌嗪利福霉素主要用来生产利福平、利福喷汀和利福定等药品，多应用于治疗结核病和麻疯病；利用哌嗪合成的己二酸哌嗪、磷酸哌嗪及枸橼酸哌嗪等制成抗蛔虫、蛲虫药，哌嗪与有机酸生成的有机盐类驱虫药主要用于人体，而无机哌嗪盐则多用作兽药，例如全球最大的药物公司之一的德国拜耳所生产的驱虫药就是使用的哌嗪类药物。除了这些应用哌嗪较多的药物外，哌嗪及其衍生物还可以制备精神疾病药物、心脑血管疾病药物、抗肿瘤药物、镇静类药物、降血压药物等。

图表19：哌嗪类药物治疗领域及主要产品

药物类型	主要产品	原材料
喹诺酮类抗生素	诺氟沙星、环丙沙星、巴罗沙星、氧氟沙星、左氧沙星、哌嗪、N-甲基哌嗪、N-乙基哌嗪 氟罗沙星、芦氟沙星、司帕沙星	
哌嗪利福霉素类	利福平、利福喷汀、利福定	哌嗪利福霉素
驱虫药	驱蛔灵、拜宠清	己二酸哌嗪、磷酸哌嗪、枸橼酸哌嗪
精神疾病药物	盐酸氟奋乃静、癸氟奋乃静、盐酸羟嗪	盐酸维拉佐酮、三氟拉嗪
心脑血管疾病药物	桂利嗪、氟桂利嗪、洛美利嗪	二苯哌嗪、双苯氟嗪
抗肿瘤药物	哌泊溴烷、格列卫	1,4-二哌嗪、哌嗪类季铵盐、N-甲基哌嗪
降血压类药物	哌唑嗪、茶碱乙酸盐哌嗪	-

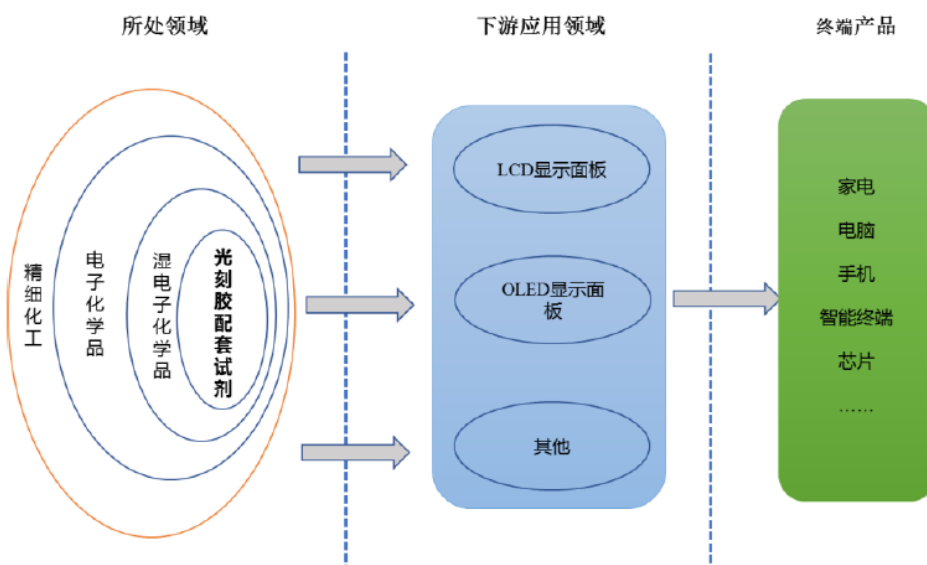
资料来源：《哌嗪作为医药中间体的应用领域及主要产品分析》，华泰证券研究所

上述以哌嗪为主要原料的药物中不乏重磅产品，根据 Visiongain 发布的《抗菌药物：全球市场预测 2012-2022》，抗菌类药物 2016 年全球市场空间合计 438 亿美元，其中喹诺酮类约占 15%，即 65.7 亿美元；哌嗪还是抗肿瘤药格列卫的重要中间体，后者是慢性粒白血病的主要治疗手段之一，据 NIH，2017 年格列卫的全球销售额约 30-40 亿美元。

哌嗪在湿电子化学品等领域需求有望提升

在电子化学品领域，哌嗪衍生物 N-羟乙基哌嗪、N, N-二甲基丙酰胺因稳定性高、不易挥发、低毒、较强的溶解性等优异特性，是新一代光刻胶剥离液的重要组分，去除效果优良且能够最小化对下层金属薄膜层的腐蚀，目前广泛应用于 LCD/OLED 面板光刻工艺中。

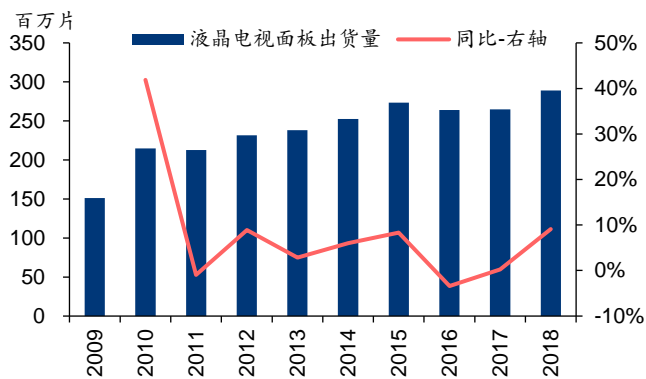
图表20： 哌嗪衍生物可作为光刻胶配套试剂应用于面板光刻工艺



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

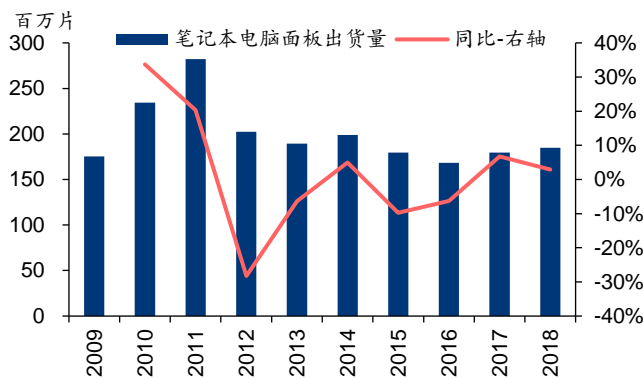
从液晶面板的各主要下游领域需求变化来看，电视面板需求仍在持续增长，2018年全球合计出货量为2.89亿片，同比增长9%，笔记本电脑、平板电脑、显示器面板出货量近年来整体平稳，2018年全球出货量分别为1.85、0.99、1.50亿片，同比分别增长3%、8%、7%。

图表21： 液晶电视面板出货量持续增长



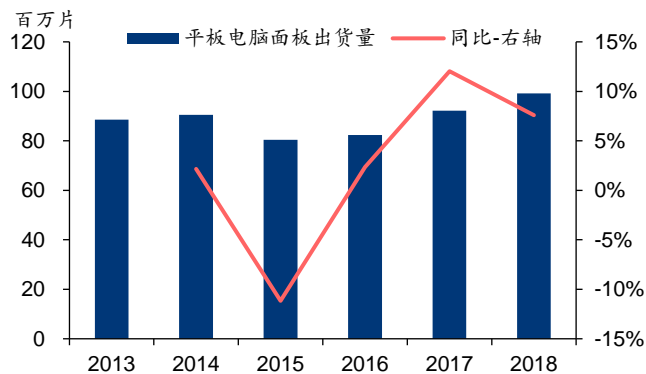
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22： 笔记本电脑面板出货量整体平稳



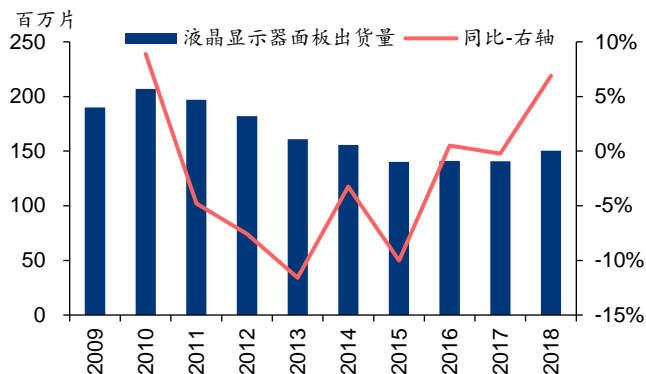
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23: 平板电脑面板出货量整体平稳



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 液晶显示器面板出货量止跌回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

另一方面, 国内 LCD 产线逐年增加, 2018 年国内京东方合肥 10.5 代线、中电熊猫 8.6 代线投产, 合计增加产能超过 2000 万平米。从各面板厂家披露的扩产情况来看, 高世代液晶面板的新产线大部分位于国内, 仅 2019-2021 年还将有 8 条产线陆续投产, 合计产能达 7066.36 万平方米, 我们预计液晶面板产能未来仍将进一步向国内集中。根据 IHS 预测, 至 2023 年国内 LCD 产能将占全球的 55%。

液晶面板国产化率的提升亦有望带动相关湿电子化学品需求快速提升, 据中国电子材料行业协会, 2016 年国内湿电子化学品需求总量为 58.1 万吨, 其中用于平板显示的占比达 50%, 据该协会预测, 至 2020 年湿电子化学品需求总量将达到 100 万吨, CAGR (2017-2020) 达 14.5%, 届时国内市场空间超过 60 亿元, 亦有利于拉动吸喷需求。

图表25: 2018-2020 年国内已(将)投产的高世代液晶面板生产线

名称	项目位置	投产时间	设计产能 (万片/月)	产能 (万平方米)
京东方 10.5 代线	合肥	2018Q2	12	1426.72
京东方 10.5 代线	武汉	2019Q4	12	1426.72
华星光电 11 代线	深圳	2019Q1	9	1075.68
华星光电 11 代线	深圳	2021Q1	9	1075.68
信利 5 代线	眉山	2019Q1	14	240.24
中电熊猫 8.6 代线	成都	2018Q3	12	792.00
惠科 8.6 代线	滁州	2019Q1	15	990.00
惠科 8.6 代线	重庆	2019H2	6	396.00
惠科 8.6 代线	绵阳	2020H2	12	792.00
富士康 10.5 代线	广州	2019H2	9	1070.04
合计			110	9285.08

资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

在环保领域, 吸喷及衍生物还可以作为脱硫脱碳剂使用, 相对传统的石灰石-石膏法而言, 吸喷类产品具有脱硫技术流程相对简单、效率高、可循环利用等优势, 能有效解决烟气制酸过程中生产的稳定性和连续性等特点, 具有广阔的应用前景。

在材料领域, 由吸喷加工制得的三乙烯二胺是聚氨酯行业用量最大的发泡催化剂之一, 其特点是高活性、强发泡, 同时可用于平衡整体发泡和凝胶反应。据中国聚氨酯工业协会预计, 至 2020 年国内聚氨酯泡沫产量将达 500-550 万吨, 按照发泡剂平均添加比例 0.5%-1% 计算, 其理论需求为 3-5 万吨。

海外企业占据成本优势

吸喷的工业化生产技术曾长期掌握在少数发达国家手中, 国外生产商主要分布在美国、西欧和日本等地区, 由于海外厂家的吸喷生产工艺多为乙撑胺(乙二胺聚合体)装置联产, 其成本优势较为明显。另一方面, 海外相关企业多为综合性化工巨头, 吸喷业务营收利润占比不高, 因此部分企业也直接将其副产的六八吸喷作为原料外售。

图表26： 海外主要哌嗪生产企业情况

地区	主要企业
美国	联碳化学、陶氏、杰弗森化学
西欧	巴斯夫比利时分公司、拜耳、诺贝尔化学、荷兰德拉明
日本	住友、东曹、日本乳化剂、川研精细化学品

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

国内对哌嗪及其衍生物的研究起步较晚，但近年来发展较快，在1998年建成了第一条1000吨的无水哌嗪生产线后，在此基础上逐步建立了哌嗪系列化合物的工业化路线。经过20年的发展，国内无水哌嗪及其主要衍生物的产量已居世界前列，产品质量也达到了进口产品同等水平，能够满足下游产品的生产需求。其中，公司和新乡巨晶化工是国内最大的2家无水哌嗪及其N-取代衍生物生产和供应商，所采用的技术先进，产品种类多，市场占有率高。

图表27： 国内哌嗪及衍生物的主要生产企业情况

产品	主要企业	产能	生产工艺
无水哌嗪	绍兴兴欣化工	2250	N-β-羟乙基乙二胺分子内环合
	新乡巨晶化工	2000	N-β-羟乙基乙二胺分子内环合
	扬子-巴斯夫	1000	乙醇胺分子间环合
	山东联盟化工	500	乙醇胺分子间环合
N-甲基哌嗪	绍兴兴欣化工	1250	哌嗪与甲醛或甲醇
	扬子-巴斯夫	500	哌嗪与甲醛或甲醇
	浙江中欣氟材	500	哌嗪与甲醛或甲醇
	山东国邦药业	400	哌嗪与甲醛或甲醇
N-乙基哌嗪	绍兴兴欣化工	750	哌嗪与乙醛或乙醇
	山东国邦药业	500	哌嗪与乙醛或乙醇
	扬子-巴斯夫	200	哌嗪与乙醛或乙醇
N-羟乙基哌嗪	绍兴兴欣化工	3000	哌嗪与环氧乙烷
	新乡巨晶化工	2000	哌嗪与环氧乙烷
三乙烯二胺	石家庄合汇化工	2500	乙二胺分子间环合
	绍兴兴欣化工	3000	N-羟乙基哌嗪分子内环合
	新乡巨晶化工	1000	N-羟乙基哌嗪分子内环合

单位：吨

注：产能截至最新

资料来源：《哌嗪及其N-取代衍生物的合成与生产》，华泰证券研究所

与行业中的主要企业相比，一方面，公司哌嗪系列产品已实现联产工艺以及连续化生产工艺，具有相对竞争优势；另一方面，公司通过对哌嗪系列产品多年的研究和生产，已形成包括N-羟乙基哌嗪、无水哌嗪、N-甲基哌嗪、N-乙基哌嗪、三乙烯二胺、脱硫脱碳剂在内的哌嗪系列产品，产品线最为齐全。

图表28： 公司与其他主要企业对比情况

公司名称	与公司相同的产品	采用的生产工艺	对比情况
赢创特种化学	三乙烯二胺	乙二胺脱氨环合	公司以 N 羟乙基哌嗪为原料生产三乙烯二胺，而且使反应中只生成水，更加环保
陶氏杜邦	无水哌嗪、N-羟乙基哌嗪	无水哌嗪为副产物	发行人生产的哌嗪为主要产品，且采用联产工艺可灵活调控哌嗪及 N-烷基哌嗪的产出比例
石家庄合汇化工	无水哌嗪、三乙烯二胺	无水哌嗪为副产物，三乙烯二胺采用乙二胺脱氨环合方法生产，实现连续化	发行人生产的哌嗪为主要产品，且采用联产工艺可灵活调控哌嗪及 N 烷基哌嗪的产出比例；发行人以 N 羟乙基哌嗪为原料生产三乙烯二胺，而且使反应中只生产水，更加环保
新乡巨晶化工	无水哌嗪、N 羟乙基哌嗪、三乙烯二胺	间歇化生产工艺为主	发行人实现了哌嗪联产 N 烷基哌嗪生产工艺，且实现了连续化生产
中欣氟材	N-甲基哌嗪	间歇化生产工艺为主	发行人实现了哌嗪联产 N 烷基哌嗪生产工艺，且实现了连续化生产
山东国邦药业	N-甲基哌嗪、N-乙基哌嗪、氨基钠	间歇化生产工艺为主	发行人实现了哌嗪联产 N 烷基哌嗪生产工艺，且实现了连续化生产

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

可比公司估值情况

公司 2017、2018 年度扣除非经常性损益前后孰低的归属母公司净利润分别为 3830、6142 万元，符合科创板上市条件中的“预计市值不低于 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于 5000 万元”或“预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元”。

A 股上市公司中暂无和公司业务高度重合的企业，因此我们选取了 3 家与兴欣新材业务或下游应用具有一定相似性的公司，分别为中欣氟材（氟精细化工，氟系系列），联化科技（农药、医药中间体）、美思德（聚氨酯匀泡剂），根据 Wind 一致预期，上述公司 2019-2021 年的平均 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。

我们对行业的估值建议为：1) 关注医药中间体、液晶面板等氟系类产品对应下游行业的发展情况，尤其是格列卫、唑诺酮等重点药品的市场空间变化；2) 关注行业最新技术的发展、各主要厂家的品类扩张进度以及行业内主要企业的毛利率变化情况；3) 估值的核心是未来现金流的折现，显性标准是净利润增速，建议采用 PE 估值法。

图表29：可比公司估值情况

上市公司	最新价	EPS (元)			PE (倍)			BPS	PB (LF)
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
中欣氟材	21.07	0.95	1.35	1.84	22	16	12	4.3	4.9
联化科技	10.55	0.52	0.75	0.96	20	14	11	6.3	1.7
美思德	15.80	1.02	-	-	15	-	-	7.4	2.1
平均					19	15	12		2.9

注：股价为 6 月 14 日收盘价，所有公司 EPS 来自 Wind 一致预期，BPS 截至 2019 年 3 月 31 日；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

核心技术失密风险

公司拥有较强的自主创新能力，实现了哌嗪系列产品联产及连续化生产工艺，具备较强行业竞争力，但因此亦存在核心技术失密风险，导致行业竞争加剧。

原料价格大幅波动风险

公司原料六八哌嗪主要来自于海外企业副产，尽管公司已具备由其他工艺路线直接制备哌嗪的能力，但相关产品大幅波动仍有可能显著影响公司盈利水平。

下游需求不达预期风险

公司哌嗪及衍生物产品主要应用于医药中间体、湿电子化学品、环保处理、聚氨酯发泡剂等，若相关领域需求下降，可能导致公司产品销售不及预期，进而影响公司业绩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com