

恒力石化 (600346)

康辉分拆价值重估，新材料布局未来可期！

买入 (维持)

2023年07月06日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书: S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	222,373	270,324	308,672	328,270
同比	12%	22%	14%	6%
归属母公司净利润 (百万元)	2,318	7,866	12,895	16,046
同比	-85%	239%	64%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.33	1.12	1.83	2.28
P/E (现价&最新股本摊薄)	44.45	13.10	7.99	6.42

关键词: #兼并重组 #产能扩张 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件:** 2023年7月4日,公司发布康辉新材重组上市预案,大连热电拟通过发行股份认购资产的方式,购买康辉新材100%的股权,本次分拆完成后,大连热电将成为康辉新材的控股股东,恒力石化将成为大连热电的控股股东。
- **康辉新材拟借壳大连热电实现重组上市,交易共分为三个步骤推进:** 1) **重大资产出售,**大连热电将以现金对价方式向大连洁净能源集团(或其指定第三方)出售全部资产负债。2) **发行股份购买资产,**大连热电将以定增方式认购恒力石化和恒力化纤持有的康辉新材100%的股权,发行价格为4.42元/股(不低于公告日前120个交易日均价的80%)。3) **募集配套资金,**大连热电拟向不超过35名特定投资者定向增发募集资金,募资总额不超过前述资产交易价格的100%,发行数量不超过总股本(资产注入后)的30%,所募资金主要用于支付并购整合费用和在建项目投资。4) **前述重大资产出售和发行股份购买资产互为前提,同时生效,而募集配套资金成功与否不影响重组上市的实施。**
- **康辉新材是恒力石化新材料业务的核心载体,重点聚焦功能性膜材料、高性能工程塑料、生物可降解材料三大领域。**1)截至2022年底,康辉新材共建有营口、大连、苏州、南通四大生产基地,合计拥有38.6万吨BOPET、24万吨PBT(国内最大)、3.3万吨PBAT(国内单套最大)产能,实现了从上游原料到中游薄膜、塑料再到下游涂覆、改性的全流程覆盖。2) **2023年起康辉新材进入集中投产期,产业规模有望再上台阶。**在建项目方面,苏州汾湖基地80万吨聚酯薄膜项目(含47万吨高端功能性聚酯薄膜、10万吨特种功能性薄膜、15万吨改性PBT、8万吨改性PBAT)已于23年一季度逐步投产,大连长兴岛基地45万吨可降解塑料项目(PBS/PBAT)已于23年二季度逐步投产,另外营口和南通基地还规划了34.4亿平米的锂电隔膜项目,其中营口基地首条产线已于23年6月投产。
- **锂电隔膜、PET铜箔基膜、光伏背板基膜等产品多点开花,新能源材料布局未来可期。**1) **锂电隔膜:**隔膜是锂电池的四大主材之一,根据GGII数据,2022年中国锂电隔膜出货量达124亿平米,同比增长59%,到2025年有望进一步增长至330亿平米。康辉新材于2020年正式进军锂电隔膜领域,截至6月末,公司规划总产能达34.4亿平米,包括28.4亿平米湿法隔膜(20条产线)和6亿平米干法隔膜(12条产线),其中营口基地首条湿法隔膜产线已于2023年6月产出合格品,公司锂电隔膜业务有望进入放量期。2) **PET铜箔基膜:**集流体是锂电池的另一核心组件,相较于传统的铜箔/铝箔集流体而言,以PET等高分子材料为

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.64
一年最低/最高价	13.96/22.10
市净率(倍)	1.91
流通 A 股市值(百万元)	103,052.42
总市值(百万元)	103,052.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.65
资产负债率(% ,LF)	77.41
总股本(百万股)	7,039.10
流通 A 股(百万股)	7,039.10

相关研究

《恒力石化(600346): 2022 年报 & 2023 年一季报点评: 公司业绩触底反弹, 第二成长曲线空间广阔》

2023-05-02

基膜的复合集流体在能量密度和循环寿命等方面拥有更好的性能。截至6月末，康辉新材下属营口基地拥有三条复合集流体基膜生产线，汾湖基地拥有一条 2-4.5 μm 和两条 4.5 μm 基膜生产线，其中 4.5 μm 复合铜箔基膜已和国内 40 多家相关企业建立联系，试样验证工作正在持续推进。3) **光伏背板基膜**：光伏背板基膜是光伏电池组件的重要封装材料，位于光伏电池板的背面，对电池片起保护和支撑作用。光伏装机量的快速增长，拉动了对于光伏背板基膜的需求，截至6月末，康辉新材营口基地具备 2.4 万吨/年光伏背板基膜产能，现已取得国际权威德国 TÜV 莱茵证书，与赛伍技术、中来股份、回天新材等客户形成紧密的合作关系，未来康辉新材还在南通基地布局了 6 万吨/年的产线，预计将于 2024 年底投产。

- **盈利预测与投资评级**：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 79、129 和 160 亿元，按 2023 年 7 月 5 日收盘价计算，对应 PE 分别 13.1、8.0 和 6.4 倍。新能源材料布局打开成长空间，分拆上市推动价值重估，维持“买入”评级。
- **风险提示**：分拆上市进度不及预期、锂电隔膜市场竞争加剧、原材料价格剧烈波动

《恒力石化(600346)：走降油增
化之路，新材料成为公司第二成
长曲线》

2023-02-16

恒力石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	76,344	98,279	113,119	122,123	营业总收入	222,373	270,324	308,672	328,270
货币资金及交易性金融资产	28,681	43,640	53,536	60,759	营业成本(含金融类)	204,078	239,715	269,600	284,105
经营性应收款项	4,657	6,115	6,617	6,867	税金及附加	6,631	10,813	12,347	13,131
存货	37,836	44,443	49,983	52,672	销售费用	393	273	312	332
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,889	2,703	2,855	3,159
其他流动资产	5,170	4,082	2,982	1,824	研发费用	1,185	1,432	1,623	1,738
非流动资产	165,087	174,523	175,681	181,439	财务费用	4,287	6,713	7,216	7,252
长期股权投资	559	559	559	559	加:其他收益	1,596	1,352	1,543	1,641
固定资产及使用权资产	118,806	140,276	144,871	148,594	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	27,287	12,287	7,287	7,287	公允价值变动	(46)	0	0	0
无形资产	8,925	11,900	13,470	15,513	减值损失	3,131	251	201	203
商誉	77	77	77	77	资产处置收益	(3)	(4)	(5)	(5)
长期待摊费用	2,027	2,027	2,027	2,027	营业利润	2,325	9,770	16,056	19,987
其他非流动资产	7,404	7,396	7,389	7,381	营业外净收支	85	61	61	69
资产总计	241,430	272,802	288,801	303,561	利润总额	2,410	9,831	16,117	20,055
流动负债	125,853	145,302	152,549	156,808	减:所得税	92	1,966	3,223	4,011
短期借款及一年内到期的非流动负债	78,666	93,666	93,666	93,666	净利润	2,318	7,865	12,894	16,044
经营性应付款项	29,473	34,620	38,936	41,031	减:少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)
合同负债	12,091	9,589	10,784	11,364	归属母公司净利润	2,318	7,866	12,895	16,046
其他流动负债	5,623	7,428	9,164	10,748	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	1.12	1.83	2.28
非流动负债	62,657	69,657	70,657	71,657	EBIT	8,197	15,387	21,936	25,805
长期借款	58,347	63,347	64,347	65,347	EBITDA	17,740	26,895	34,173	38,945
应付债券	0	2,000	2,000	2,000	毛利率(%)	8.23	11.32	12.66	13.45
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	1.04	2.91	4.18	4.89
其他非流动负债	4,254	4,254	4,254	4,254	收入增长率(%)	12.31	21.56	14.19	6.35
负债合计	188,510	214,959	223,207	228,466	归母净利润增长率(%)	(85.07)	239.30	63.94	24.44
归属母公司股东权益	52,863	57,786	65,539	75,042					
少数股东权益	58	57	55	54					
所有者权益合计	52,920	57,843	65,594	75,096					
负债和股东权益	241,430	272,802	288,801	303,561					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	25,954	23,733	34,882	39,163	每股净资产(元)	7.51	8.21	9.31	10.66
投资活动现金流	(26,297)	(18,890)	(12,163)	(17,656)	最新发行在外股份(百万股)	7,039	7,039	7,039	7,039
筹资活动现金流	10,405	9,916	(12,824)	(14,284)	ROIC(%)	4.38	6.05	7.93	8.94
现金净增加额	10,734	14,759	9,896	7,223	ROE-摊薄(%)	4.39	13.61	19.68	21.38
折旧和摊销	9,543	11,508	12,238	13,140	资产负债率(%)	78.08	78.80	77.29	75.26
资本开支	(25,708)	(18,430)	(11,882)	(17,376)	P/E(现价&最新股本摊薄)	44.45	13.10	7.99	6.42
营运资本变动	7,148	(2,618)	2,282	2,455	P/B(现价)	1.95	1.78	1.57	1.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>