

公司研究

康辉新材分拆上市未来发展可期，公司有望长期受益

——恒力石化（600346.SH）子公司拟分拆上市点评

买入（维持）

当前价：22.53元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	70.39
总市值(亿元):	1585.91
一年最低/最高(元):	18.47/33.42
近3月换手率:	32.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.85	5.60	-8.89
绝对	10.06	-6.48	-22.12

资料来源：Wind

相关研报

行业景气 21 年业绩稳步提升，夯实全产业链发展未来成长可期——恒力石化

(600346.SH) 2021 年年报点评

(2022-04-07)

推出近百亿元员工持股计划，持续看好民营大炼化龙头——恒力石化 (600346.SH) 22 年员工持股计划点评 (2022-03-04)

“平台化+新材料”模式升级，加快完善下游精细化工新材料产业链——恒力石化 (600346.SH) 拟投资建设两大项目公告点评 (2022-01-28)

要点

事件：

2022年4月14日，恒力石化、恒力化纤与大连热电、热电集团签署《重大资产重组意向协议》。公司拟向大连热电出售公司直接及间接持有的康辉新材 100% 股权。大连热电拟通过发行股份的方式购买恒力石化、恒力化纤合计持有的康辉新材 100% 的股份。

点评：

1、全资子公司康辉新材拟分拆上市，重组后康辉新材仍并表于公司主体

截至 2022 年 4 月 14 日，公司持有康辉新材 59.5124% 的股份，公司全资控股子公司恒力化纤持有康辉新材 40.4858% 的股份，因此公司实际持有康辉新材 100% 的股份。公司拟向大连热电出售公司直接及间接持有的康辉新材 100% 股权，大连热电拟通过发行股份的方式购买恒力石化、恒力化纤合计持有的康辉新材 100% 的股份。本次分拆完成后，公司股权结构不会发生变化，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。

总体看，本次重组完成后不会导致公司丧失对康辉新材的控股权，康辉新材业绩仍并表于公司主体，康辉新材未来业绩增厚公司仍然受益。也不会对公司其他业务板块的持续经营运作构成实质性影响，不会损害公司独立上市地位和持续盈利能力。

2、重组后康辉新材将专注于新材料领域，拥有独立融资能力保障未来发展

康辉新材是上市公司差异化、高性能绿色环保薄膜与塑料新材料的主要发展平台和国家高新技术企业。经过近十年的工艺技术积累与业务快速发展，康辉新材在中高端功能性薄膜和塑料新材料领域的行业竞争力持续提升，跻身国内一流水平。2021 年，康辉新材实现净利润 10.86 亿元。截至 2021 年末，康辉新材在营口基地拥有年产 24 万吨 PBT 工程塑料产能，是国内最大的 PBT 生产商，主要应用于汽车配件、聚合物合金、光缆保护套、电子电器等产业领域；拥有年产 38.5 万吨 BOPET 功能性薄膜产能，应用于 BOPET 的光学器材、离型保护、电子电器、车用装饰、建筑领域、包装领域等高附加值环节；拥有基于自主技术国内单套最大的年产 3.3 万吨 PBAT 产能，应用于 PBS/PBAT 的食品级购物袋、餐具和吸管领域等绿色环保应用。此外，康辉新材自主研发的高平滑 MLCC（片式多层陶瓷电容器）离型基膜已实现量产；超平滑 MLCC 离型基膜工艺定型，并完成了日韩企业对样品的认证，开始小批量生产；超高平滑 MLCC 离型基膜通过日韩企业技术验证，正在加速推进中，以期快速实现量产。康辉新材开发的 12 微米在线涂硅离型膜成功实现量产并出口，成为国内唯一、全球第二家能够生产出该厚度产品的企业，月生产能力超过 6000 万平方米。

未来康辉新材在建年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、塑料项目，45 万吨可降解塑料，16 亿平方米锂电隔膜等。1) 年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目：建设地位于江苏汾湖长三角生态绿色一体化发展示范区内，总投资 111.2 亿元，建设内容包括高端功能性聚酯薄膜 47 万吨、特种功能性薄膜 10 万吨、改性 PBT15 万吨、改性 PBAT8 万吨。本项目生产国内紧缺、具有差别化、高附加值的产品，满足客户对中高端聚酯薄膜及功能性塑料的需求。2) 年产 45 万吨 PBS 类生物降解塑

料项目：建设地位于大连长兴岛，总投资 17.98 亿元，主要建设 45 万吨的 PBS/PBAT 可降解新材料产能。3) 年产 16 亿平方米锂电隔膜项目：康辉新材引进日本芝浦机械株式会社和青岛中科华联新材料股份有限公司的湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米，自 2022 年 1 月起开始建设，预计 18 个月内完成交付。

康辉新材分拆重组上市后，融资渠道进一步拓宽，为康辉新材后续做大做强提供坚实的资金基础，能够更好地专注于功能性薄膜、PBT 工程塑料、和 PBS/PBAT 生物可降解新材料和锂电隔膜领域的专业化经营发展。加快推动康辉新材在高端功能性薄膜、生物可降解新材料等国内紧缺的化工新材料产品的瓶颈突破，增强在核心技术研发和高端产能布局方面的发展能力。康辉新材拥有独立融资能力后，项目建设和研发投入资金有保障，未来业绩有望快速增长，也将进一步增厚公司的合并报表利润。

3、康辉新材业绩和估值有望提升，公司有望长期受益

我们认为，一方面康辉新材业务处于起步阶段，目前康辉新材利润占公司总体利润比例较小，公司估值主要基于大炼化等业务，因此康辉新材分拆上市后不会影响公司现有的估值逻辑。另一方面，康辉新材主要聚焦于高附加值的新材料业务，拆分上市后市场有望给予更高的估值，从而充分反映康辉新材的价值。康辉新材分拆上市后，拥有独立融资能力保障未来发展，业绩有望快速增长。未来随着康辉新材业绩快速增长以及估值水平的提升，公司持有的康辉新材股权将从非流动资产转变为高质量高流动性的上市公司股票资产，上市公司的财务状况也将更加健康。

4、夯实全产业链发展未来成长可期，看好“低估值+高成长性”的民营大炼化龙头

依托上游“炼化+乙烯+煤化”的大化工平台，全产业链模式协同效应显著。公司于大连长兴岛石化产业园区建设完成了 2000 万吨/年炼化一体化项目、500 万吨/年现代煤化工装置、150 万吨/年全球单体最大乙烯项目和 5 套单体合计 1160 万吨/年的 PTA 装置共四大产能集群。公司持续强化上游“大化工”平台支撑的同时，加快布局下游高端新材料，使得公司上游丰富的“化工原料库”得到充分利用，同时上游“油煤化”融合的原料产品产出将为下游高附加值产品持续赋能。

加速转型布局下游新材料，当前时点看具备“低估值+高成长”特点。在“碳中和”背景下，公司目前正处于加速向下游高附加值领域延伸的阶段，我们认为公司作为民营大炼化龙头，自身原有业务的业绩表现有望持续亮眼，同时下游产业链的完善布局也将带来可观的业绩增量并降低业绩波动性，未来依旧具备较高成长性。从估值角度看，截至 2022 年 4 月 14 日，公司 22 年 PE 仅 10 倍，估值处于历史底部区间，我们认为在当前时点，公司兼具“低估值+高成长性”特点，具备较高的投资价值。

5、公司盈利预测、估值与评级

考虑到目前分拆上市并未实施，仅处于规划阶段，因此我们维持公司 22-24 年盈利预测，预计 2022-2024 年的公司净利润分别为 166.77 亿元/181.60 亿元/207.00 亿元，对应 EPS 分别为 2.37 元/2.58 元/2.94 元，维持“买入”评级。

6、风险提示

新增产能投放进度不及预期，全球经济复苏不及预期，国际原油价格波动，重组失败风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	152,373	197,970	227,378	249,191	273,138
营业收入增长率	51.19%	29.92%	14.85%	9.59%	9.61%
净利润 (百万元)	13,462	15,531	16,677	18,160	20,700
净利润增长率	34.28%	15.37%	7.38%	8.89%	13.99%
EPS (元)	1.91	2.21	2.37	2.58	2.94
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.70%	27.14%	22.56%	21.06%	20.58%
P/E	12	10	10	9	8
P/B	3.4	2.8	2.1	1.8	1.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-04-14

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	152,373	197,970	227,378	249,191	273,138
营业成本	124,116	167,518	194,193	213,029	232,667
折旧和摊销	6,763	8,268	7,614	8,004	8,458
税金及附加	2,628	3,440	3,951	4,331	4,747
销售费用	177	291	335	367	402
管理费用	1,716	1,985	2,280	2,499	2,739
研发费用	826	1,019	1,171	1,283	1,407
财务费用	5,029	4,916	5,380	5,856	6,195
投资收益	-397	19	19	19	19
营业利润	18,051	19,791	21,287	23,173	26,407
利润总额	18,037	19,828	21,291	23,182	26,424
所得税	4,543	4,290	4,606	5,016	5,717
净利润	13,495	15,538	16,684	18,167	20,707
少数股东损益	33	7	7	7	7
归属母公司净利润	13,462	15,531	16,677	18,160	20,700
EPS(元)	1.91	2.21	2.37	2.58	2.94

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	24,143	18,670	27,604	30,539	33,771
净利润	13,462	15,531	16,677	18,160	20,700
折旧摊销	6,763	8,268	7,614	8,004	8,458
净营运资金增加	5,180	13,319	4,399	3,114	3,411
其他	-1,262	-18,448	-1,087	1,261	1,203
投资活动产生现金流	-22,411	-13,098	-15,119	-15,206	-15,181
净资本支出	-23,929	-13,383	-15,200	-15,200	-15,200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1,518	285	81	-6	19
融资活动现金流	-1,021	-7,388	-7,598	-13,331	-16,392
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5,888	4,531	-2,277	-1,680	-3,887
无息负债变化	477	4,460	4,905	3,617	3,739
净现金流	701	-1,905	4,887	2,002	2,198

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	18.5%	15.4%	14.6%	14.5%	14.8%
EBITDA 率	21.0%	17.0%	14.9%	14.7%	14.9%
EBIT 率	16.1%	12.4%	11.6%	11.5%	11.8%
税前净利润率	11.8%	10.0%	9.4%	9.3%	9.7%
归母净利润率	8.8%	7.8%	7.3%	7.3%	7.6%
ROA	7.1%	7.4%	7.3%	7.4%	8.0%
ROE (摊薄)	28.7%	27.1%	22.6%	21.1%	20.6%
经营性 ROIC	12.0%	11.2%	11.2%	11.6%	12.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	75%	73%	68%	65%	61%
流动比率	0.61	0.67	0.85	1.02	1.26
速动比率	0.38	0.32	0.42	0.50	0.62
归母权益/有息债务	0.43	0.51	0.67	0.79	0.96
有形资产/有息债务	1.66	1.77	1.98	2.14	2.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	191,029	210,296	229,609	243,874	258,074
货币资金	15,671	15,986	20,873	22,875	25,074
交易性金融资产	1,650	814	814	1,171	1,527
应收账款	1,364	2,644	3,006	3,311	3,629
应收票据	4	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	803	852	978	1,072	1,175
存货	19,691	33,553	38,896	42,669	46,602
其他流动资产	10,927	8,694	8,988	9,206	9,446
流动资产合计	52,105	65,180	76,613	83,657	91,115
其他权益工具	200	200	200	200	200
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	121,850	122,731	122,700	123,797	125,578
在建工程	3,908	7,238	13,303	17,853	21,264
无形资产	7,189	7,342	7,393	7,443	7,492
商誉	0	77	77	77	77
其他非流动资产	2,262	4,002	4,297	4,297	4,297
非流动资产合计	138,924	145,116	152,996	160,217	166,959
总负债	144,004	152,996	155,624	157,561	157,413
短期借款	49,879	55,591	43,314	31,634	17,747
应付账款	15,005	10,689	12,391	13,593	14,846
应付票据	7,805	16,050	18,606	20,411	22,292
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	719	1,386	1,817	2,136	2,486
流动负债合计	85,800	97,776	90,345	82,239	72,043
长期借款	53,883	52,122	62,122	72,122	82,122
应付债券	1,014	0	0	0	0
其他非流动负债	3,175	3,074	3,133	3,177	3,225
非流动负债合计	58,205	55,220	65,278	75,322	85,370
股东权益	47,024	57,301	73,985	86,312	100,661
股本	7,039	7,039	7,039	7,039	7,039
公积金	19,093	19,314	20,982	21,975	21,975
未分配利润	21,121	31,118	46,128	57,455	71,796
归属母公司权益	46,905	57,231	73,909	86,229	100,570
少数股东权益	119	69	76	84	91

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.12%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
管理费用率	1.13%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
财务费用率	3.30%	2.48%	2.37%	2.35%	2.27%
研发费用率	0.54%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%
所得税率	25%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.77	0.00	0.83	0.90	1.03
每股经营现金流	3.43	2.65	3.92	4.34	4.80
每股净资产	6.66	8.13	10.50	12.25	14.29
每股销售收入	21.65	28.12	32.30	35.40	38.80

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	12	10	10	9	8
PB	3.4	2.8	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.1	8.0	7.6	7.0	6.2
股息率	3.7%	0.0%	4.0%	4.3%	4.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE