

恒力石化 (600346)

拟分拆康辉新材上市，发展迈入新阶段

事件：拟分拆康辉新材通过与大连热电重组实现重组上市

6月20日，恒力石化（持有康辉新材66.33%股份）与下属子公司恒力化纤（持有康辉新材33.67%股份）与大连热电、大连洁净能源有限公司签署《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方式购买康辉新材100%股份，康辉新材拟通过与大连热电进行重组的方式实现重组上市，本次拆分完成后，公司股权结构不发生变化，大连热电将成为康辉新材控股股东，恒力石化将成为大连热电控股股东。

康辉新材：恒力石化高端化、差异化布局重点抓手，成长空间广阔

康辉新材是公司实现差异化、绿色新发展的重要抓手，是国内最大的PBT生产商，也是国内唯一、全球第二家能够在线生产12微米涂硅离型叠片式锂电池保护膜的企业，MLCC离型基膜国内产量占比超过65%。

生产基地主要有营口、大连、苏州、南通等地，产品包括：24万吨PBT工程塑料、38.6万吨BOPET功能性薄膜、3.3万吨PBAT；

2023年是康辉新材产能集中投放期，成长空间广阔：大连长兴岛基地45万吨降解塑料项目有序投产中；苏州汾湖年产80万吨功能性薄膜、功能性塑料项目于2023年一季度逐步投产；2023年5月31日，康辉新材年产4.4亿平方米超强锂电池隔膜项目首套生产线于营口全线贯通。

康辉新材：锂电隔膜打开二次成长曲线

锂电隔膜是康辉新材布局新能源、新材料等新兴产业的重要一环，规划基膜产能34.4亿平方米/年，其中湿法系列设计产能28.4亿平米/年，干法系列设计产能6亿平米/年；分区域来看，南通厂区年产湿法锂电池隔膜12亿平方米，年产干法锂电池隔膜6亿平方米，共计18亿平米；营口规划产能达到16亿平方米。

新能源下游动力、储能等领域的持续高景气，带动锂电隔膜需求高速增长，根据高工锂电数据，2022年，中国锂电隔膜出货量达到124亿平，同比增长59%；根据高工锂电预测，2025年中国锂电隔膜出货量有望达330亿平方米，2023年-2025年年均增速达到39%。因隔膜设备受进口限制，隔膜扩能周期较长，2023年隔膜市场供需仍有望保持紧平衡。

盈利预测与评级：维持公司2023/2024/2025年归母净利润预测79/119/163亿，2022年6月21日收盘价对应PE分别为13/8/6倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目进度不及预期风险；交易被暂停、被终止风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	197,996.55	222,372.59	255,728.48	294,087.76	338,200.92
增长率(%)	29.94	12.31	15.00	15.00	15.00
EBITDA(百万元)	33,559.57	21,293.32	24,874.25	31,324.80	38,625.38
归属母公司净利润(百万元)	15,531.08	2,318.30	7,947.27	11,873.84	16,256.33
增长率(%)	15.37	(85.07)	242.81	49.41	36.91
EPS(元/股)	2.21	0.33	1.13	1.69	2.31
市盈率(P/E)	6.46	43.30	12.63	8.45	6.17
市净率(P/B)	1.75	1.90	1.71	1.49	1.24
市销率(P/S)	0.51	0.45	0.39	0.34	0.30
EV/EBITDA	7.48	9.78	8.66	6.88	7.11

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	石油石化/炼化及贸易
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.26元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	7,039.10
流通A股股本(百万股)	7,039.10
A股总市值(百万元)	100,377.56
流通A股市值(百万元)	100,377.56
每股净资产(元)	7.65
资产负债率(%)	77.41
一年内最高/最低(元)	22.41/13.96

作者

张樨樨 分析师
SAC执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《恒力石化-半年报点评:炼化盈利超预期，三大新材料平台助力二次腾飞》
2022-08-16
- 《恒力石化-公司专题研究:依托“大化工”，新材料打开二次成长曲线》
2022-07-10
- 《恒力石化-半年报点评:2021H1点评:炼化盈利良好，关注新材料发展》
2021-08-16

1. 恒力石化：拟分拆康辉新材通过与大连热电重组实现重组上市

6月20日，恒力石化（持有康辉新材66.33%股份）与下属子公司恒力化纤（持有康辉新材33.67%股份）与大连热电、大连洁净能源有限公司签署《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方式购买康辉新材100%股份，康辉新材拟通过与大连热电进行重组的方式实现重组上市，本次拆分完成后，公司股权结构不发生变化，大连热电将成为康辉新材控股股东，恒力石化将成为大连热电控股股东。

本次交易尚处于前期筹划阶段，相关方尚未签署正式交易协议，交易的具体方案和条款由交易各方另行协商并签署正式文件确定。

2. 康辉新材：恒力石化高端化差异化布局重点抓手，产能集中落地

康辉新材于2011年落户营口仙人岛经济开发区，是恒力集团旗下-恒力石化的全资子公司，也是恒力集团实现差异化、绿色新发展的重要抓手，主要产品包括：双向拉伸聚酯薄膜（BOPET）、锂电池隔膜（BSF）、PBT工程塑料、功能性聚酯及PBS/PBAT生物可降解塑料等。

经过多年发展，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，已成为国内最大的PBT生产商，国内唯一、全球第二家能够在线生产12微米涂硅离型叠片式锂电池保护膜的企业，MLCC离型基膜国内产量占比超过65%。

康辉新材生产基地遍布营口、大连、苏州、南通等地，成长空间广阔，2023年有多项产能落地，从具体产品来看：

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，产品应用于汽车配件、聚合物合金、光缆保护套、电子电器等产业领域；年产38.6万吨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；

大连长兴岛基地45万吨可降解塑料项目有序投产中，已产出合格产品；

苏州汾湖年产80万吨功能性薄膜、功能性塑料项目：主要包括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，于2023年一季度逐步投产。

表 1：康辉新材主要产能

	地点	产能	备注
BOPET 功能性薄膜	营口	38.6 万吨	
PBT 工程塑料	营口	24 万吨/年	
PBS 可降解塑料	营口	3.3 万吨	
可降解塑料	大连长兴岛	45 万吨	2023 年一季度逐步投产
功能薄膜、功能塑料	苏州	80 万吨	2023 年一季度逐步投产
锂电隔膜	营口、南通	基膜产能 34.4 亿平方米/年，涂覆产能 14 亿平方米/年	2023 年 5 月首条生产线贯通

资料来源：恒力石化公告，康辉新材公众号等，天风证券研究所

从公司经营情况来看，康辉新材 2022 年总资产 110.46 亿，同比+30%；净资产 61.46 亿元，同比+110%；实现净利润 2.19 亿元，同比-80%，主要系原油等主要原材料价格上涨及终端消费、基建地产等相关的传统需求乏力，导致公司盈利能力承压。

3. 康辉新材：锂电隔膜打开二次成长曲线

锂电隔膜是康辉新材布局新能源、新材料等新兴产业的重要一环，公司计划于辽宁营口及江苏南通打造锂电池隔膜生产基地，规划基膜产能 34.4 亿平方米/年，其中湿法系列设计产能 28.4 亿平米/年，干法系列设计产能 6 亿平米/年；涂覆产能 14 亿平方米/年。

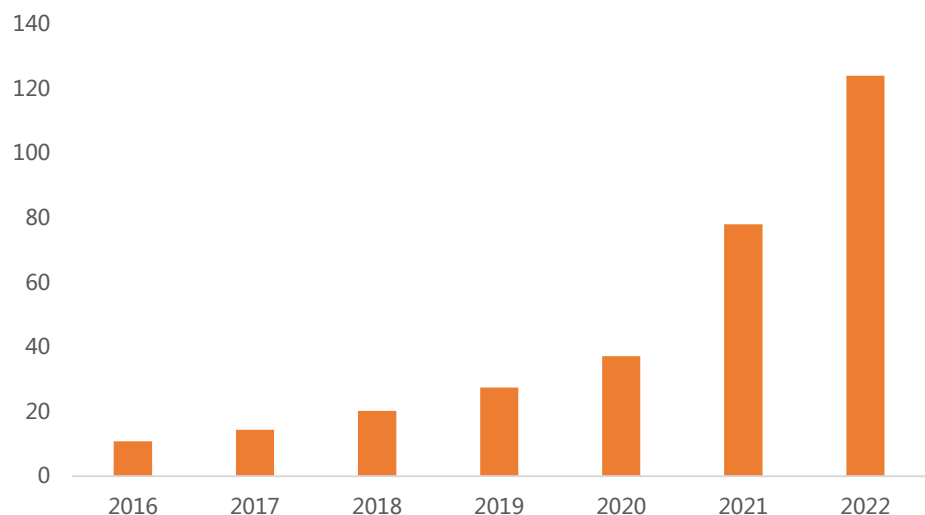
分区域来看，南通厂区年产湿法锂电池隔膜 12 亿平方米，年产干法锂电池隔膜 6 亿平方米，共计 18 亿平米；

2021 年 12 月，恒力石化年产 16 亿平方米锂电隔膜项目陆续签约落地，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，规划产能达到 16 亿平方米，2023 年 5 月 31 日，康辉新材年产 4.4 亿平方米超强锂电池隔膜项目首套生产线于营口全线贯通。

“碳达峰”、“碳中和”的全球共识推动了全面低碳化和电动化的浪潮，新能源下游动力、储能等领域的持续高景气，带动锂电隔膜需求高速增长，根据高工锂电数据，2022 年，中国锂电隔膜出货量达到 124 亿平，同比增长 59%，产品类型以湿法隔膜为主。根据高工锂电预测，2025 年中国锂电隔膜出货量有望达 330 亿平方米，2023 年-2025 年年均增速达到 39%。

当前隔膜企业扩产加速，但因隔膜设备受进口限制，再经过 3-6 个月的调试周期，隔膜产能爬坡、释放速度较其他锂电材料周期更长，2023 年隔膜市场供需仍有望保持紧平衡。

图 1：锂电隔膜出货量：亿平米



资料来源：高工锂电，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,986.05	28,076.41	20,458.28	23,527.02	27,056.07
应收票据及应收账款	2,643.84	372.45	3,096.29	892.76	3,694.64
预付账款	2,636.92	1,997.47	3,667.41	2,885.62	4,284.50
存货	33,553.00	37,835.51	37,672.07	49,364.24	48,409.86
其他	10,360.23	8,061.93	11,123.75	9,393.31	10,564.14
流动资产合计	65,180.04	76,343.77	76,017.79	86,062.95	94,009.21
长期股权投资	0.00	559.22	559.22	559.22	559.22
固定资产	122,731.05	118,718.59	112,193.46	122,668.32	114,568.18
在建工程	7,782.85	27,287.49	42,287.49	52,287.49	122,287.49
无形资产	7,341.73	8,924.78	8,638.19	8,351.61	8,065.03
其他	7,260.55	9,596.64	6,438.69	6,575.94	6,350.11
非流动资产合计	145,116.18	165,086.71	170,117.05	190,442.58	251,830.03
资产总计	210,296.23	241,430.47	246,134.84	276,505.53	345,839.24
短期借款	55,590.69	69,316.90	79,791.92	87,881.49	136,810.07
应付票据及应付账款	26,739.51	29,473.09	33,993.07	38,263.96	43,713.75
其他	9,319.16	14,971.96	13,824.86	28,353.88	16,550.87
流动负债合计	91,649.36	113,761.95	127,609.85	154,499.32	197,074.69
长期借款	52,122.31	58,347.15	55,970.64	50,657.22	63,825.35
应付债券	0.00	0.00	337.99	112.66	150.22
其他	3,097.28	4,310.00	3,571.68	3,659.66	3,847.11
非流动负债合计	55,219.60	62,657.15	59,880.31	54,429.54	67,822.68
负债合计	152,995.51	188,510.08	187,490.16	208,928.86	264,897.37
少数股东权益	69.34	57.85	63.12	66.91	72.42
股本	7,039.10	7,039.10	7,039.10	7,039.10	7,039.10
资本公积	18,455.84	18,686.52	18,686.52	18,686.52	18,686.52
留存收益	31,976.57	27,185.38	32,855.94	41,784.14	55,143.83
其他	(240.13)	(48.45)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	57,300.72	52,920.39	58,644.68	67,576.66	80,941.87
负债和股东权益总计	210,296.23	241,430.47	246,134.84	276,505.53	345,839.24

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	15,538.18	2,318.04	7,947.27	11,873.84	16,256.33
折旧摊销	8,992.72	9,509.17	8,811.72	9,811.72	9,886.72
财务费用	4,125.96	4,444.20	5,434.02	5,707.83	7,086.47
投资损失	(19.23)	0.32	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(9,916.87)	9,216.74	(10,339.93)	10,932.09	(10,879.29)
其它	(50.58)	465.51	(94.68)	56.68	6.31
经营活动现金流	18,670.17	25,953.97	11,758.39	38,382.16	22,356.53
资本支出	13,177.20	25,250.40	17,738.32	29,912.03	71,312.54
长期投资	0.00	559.22	0.00	0.00	0.00
其他	(26,274.93)	(52,106.68)	(34,738.32)	(59,912.03)	(142,812.54)
投资活动现金流	(13,097.72)	(26,297.07)	(17,000.00)	(30,000.00)	(71,500.00)
债权融资	(385.38)	19,589.47	(146.14)	(2,366.52)	55,570.35
股权融资	(6,895.83)	422.35	(2,230.37)	(2,946.89)	(2,897.83)
其他	(106.37)	(9,606.41)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(7,387.59)	10,405.42	(2,376.52)	(5,313.42)	52,672.52
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,815.14)	10,062.32	(7,618.13)	3,068.74	3,529.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	197,996.55	222,372.59	255,728.48	294,087.76	338,200.92
营业成本	167,518.09	204,077.60	230,411.36	262,326.28	297,616.81
营业税金及附加	3,440.43	6,631.02	5,165.72	5,940.57	6,831.66
销售费用	291.37	392.77	451.68	294.09	338.20
管理费用	1,985.40	1,889.30	2,172.69	2,498.60	2,873.39
研发费用	1,019.45	1,184.71	1,362.42	1,566.78	1,801.80
财务费用	4,916.21	4,287.37	5,434.02	5,707.83	7,086.47
资产/信用减值损失	(171.95)	(3,131.11)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	356.14	(45.68)	(102.08)	51.65	(0.41)
投资净收益	19.23	(0.32)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,168.49)	4,762.01	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	19,790.68	2,324.93	10,628.52	15,805.26	21,652.19
营业外收入	58.63	105.33	0.00	54.65	53.33
营业外支出	21.25	20.68	22.30	21.41	21.46
利润总额	19,828.06	2,409.58	10,606.22	15,838.50	21,684.05
所得税	4,289.88	91.54	2,651.55	3,959.63	5,421.01
净利润	15,538.18	2,318.04	7,954.66	11,878.88	16,263.04
少数股东损益	7.10	(0.27)	7.39	5.03	6.71
归属于母公司净利润	15,531.08	2,318.30	7,947.27	11,873.84	16,256.33
每股收益(元)	2.21	0.33	1.13	1.69	2.31

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	29.94%	12.31%	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润	9.64%	-88.25%	357.15%	48.71%	36.99%
归属于母公司净利润	15.37%	-85.07%	242.81%	49.41%	36.91%
获利能力					
毛利率	15.39%	8.23%	9.90%	10.80%	12.00%
净利率	7.84%	1.04%	3.11%	4.04%	4.81%
ROE	27.14%	4.39%	13.57%	17.59%	20.10%
ROIC	14.60%	4.34%	7.94%	9.30%	11.80%
偿债能力					
资产负债率	72.75%	78.08%	76.17%	75.56%	76.60%
净负债率	169.54%	205.85%	207.76%	180.71%	223.92%
流动比率	0.67	0.61	0.60	0.56	0.48
速动比率	0.32	0.31	0.30	0.24	0.23
营运能力					
应收账款周转率	98.71	147.45	147.45	147.45	147.45
存货周转率	7.44	6.23	6.77	6.76	6.92
总资产周转率	0.99	0.98	1.05	1.13	1.09
每股指标(元)					
每股收益	2.21	0.33	1.13	1.69	2.31
每股经营现金流	2.65	3.69	1.67	5.45	3.18
每股净资产	8.13	7.51	8.32	9.59	11.49
估值比率					
市盈率	6.46	43.30	12.63	8.45	6.17
市净率	1.75	1.90	1.71	1.49	1.24
EV/EBITDA	7.48	9.78	8.66	6.88	7.11
EV/EBIT	9.92	16.70	13.40	10.02	9.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com