

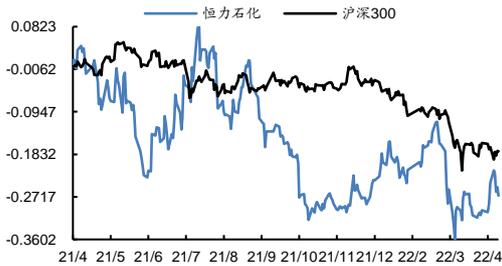
研究所

证券分析师: 李永磊 S0350521080004
15120081690 liyl03@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
15210959531 dongbj@ghzq.com.cn
联系人: 汤永俊 S0350121080058
15606133057 tangyj03@ghzq.com.cn

康辉新材拟分拆上市, 新材料业务将加速发展

——恒力石化(600346)事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恒力石化	7.5%	-10.0%	-25.9%
沪深300	5.1%	-11.4%	-15.4%

市场数据	2022/04/15
当前价格(元)	22.01
52周价格区间(元)	18.47-33.42
总市值(百万)	154,930.59
流通市值(百万)	154,930.59
总股本(万股)	703,909.98
流通股本(万股)	703,909.98
日均成交额(百万)	406.46
近一月换手(%)	0.44

《2021年业绩持续提升, 看好公司项目储备带来的长期成长性(买入)*化学纤维*董伯骏, 李永磊》
——2022-04-07

《——恒力石化(600346)事件点评: 高端新材料逐步落地, 公司开启新一轮成长(买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2022-01-27

《——恒力石化(600346)事件点评: 加速布局高端新材料, 回购计划彰显发展信心(买入)*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2021-11-13

《——恒力石化(600346)三季报点评: 获评能效领跑者标杆企业, 新材料项目持续建设(买入)

事件:

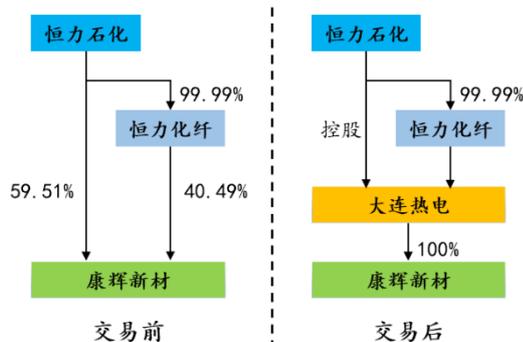
4月15日, 公司发布公告, 公司拟分拆所属于子公司康辉新材通过大连热电进行重组的方式实现重组上市, 本次分拆完成后, 公司股权结构不发生变化, 大连热电将成为康辉新材的控股股东, 恒力石化将成为大连热电的控股股东。

投资要点:

■ 康辉新材分拆上市, 恒力石化持续享受发展收益

康辉新材成立于2011年, 是恒力石化差异化、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。截至2021年末, 康辉新材总资产达85.16亿元, 净资产达29.26亿元, 其中2021年康辉新材实现净利润10.86亿元。4月15日, 公司发布公告, 拟分拆所属于子公司康辉新材通过大连热电进行重组的方式实现重组上市。本次交易前, 恒力石化直接持有康辉新材59.51%的股份, 通过子公司恒力化纤间接持有康辉新材40.49%的股份。本次交易, 大连热电拟进行重大资产重组, 包括大连热电向大连市热电集团有限公司及其指定主体置出全部资产及负债, 及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%的股权。交易完成后, 大连热电持有康辉新材100%的股权, 恒力石化将成为大连热电控股股东, 因此康辉新材仍将为公司控股子公司, 未来恒力石化仍将持续享受康辉新材快速发展带来的业绩和收益。

图1: 交易前后股权结构对比



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

*化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2021-10-28

■ 薄膜领域底蕴深厚，康辉新材产能持续扩张

经过近十年的工艺技术积累，康辉新材在中高端功能性薄膜和塑料新材料领域的竞争力持续提升。公司目前拥有 24 万吨/年 PBT 工程塑料产能、38.5 万吨/年 BOPET 功能性薄膜产能、3.3 万吨/年 PBAT 产能。在中高端产品研发方面，自主研发的高平滑 MLCC 离型基膜已实现量产，在国内产量占比超过 65%；公司开发的 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。公司积极进行产能和业务领域的扩张，大连长兴岛 45 万吨/年可降解塑料项目建设中，预计 2022 年投放产能；苏州汾湖 47 万吨/年高端功能性聚酯薄膜、10 万吨/年特种功能性薄膜、15 万吨/年改性 PBT、8 万吨/年改性 PBAT 也积极建设中；同时，公司还引进日本芝浦和青岛中科华联共 12 条锂电隔膜生产线，产品线不断丰富，综合竞争力持续增强。

■ 分拆上市拓宽融资渠道，新材料业务加快发展

康辉新材的分拆上市，体现了恒力石化加速发展新材料业务的战略决心。分拆上市后，康辉新材进一步拓宽融资渠道，可根据自身业务发展进行独立融资，资本实力将得到有效提升。而资本实力的提升，有助于康辉新材更好地专注于功能性薄膜、PBT 工程塑料、生物降解材料和锂电隔膜等领域的专业化发展，加快新材新项目的研发与建设，推动公司在高端功能性薄膜等国内紧缺化工新材料领域实现瓶颈突破，增强核心创新力和高端产业发展力。而康辉新材的快速发展，在提升自身盈利能力的同时，也将给控股股东恒力石化带来高业绩贡献。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司历史业绩，未来产能规划，以及疫情可能带来的影响，我们调整公司盈利预测，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 160.27、201.25、261.76 亿元，EPS 为 2.28、2.86、3.72 元/股，对应 PE 为 10、8、6 倍，给予“买入”评级。

■ **风险提示** 重组上市交易的不确定性；下游需求不及预期；新建项目进度不及预期；经济波动风险；原油价格大幅波动；

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	197997	205333	232438	272647
增长率 (%)	30	4	13	17
归母净利润 (百万元)	15531	16027	20125	26176
增长率 (%)	15	3	26	30
摊薄每股收益 (元)	2.21	2.28	2.86	3.72
ROE (%)	27	22	22	22
P/E	10.39	9.67	7.70	5.92
P/B	2.83	2.11	1.66	1.30
P/S	0.82	0.75	0.67	0.57
EV/EBITDA	7.69	8.05	6.37	4.74

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恒力石化盈利预测表

证券代码:	600346				股价:	22.01				投资评级:	买入				日期:	2022/04/15			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	27%	22%	22%	22%	EPS	2.21	2.28	2.86	3.72										
毛利率	15%	16%	20%	20%	BVPS	8.13	10.41	13.27	16.98										
期间费率	4%	4%	4%	4%	估值														
销售净利率	8%	8%	9%	10%	P/E	10.39	9.67	7.70	5.92										
成长能力					P/B	2.83	2.11	1.66	1.30										
收入增长率	30%	4%	13%	17%	P/S	0.78	0.75	0.67	0.57										
利润增长率	15%	3%	26%	30%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.94	0.89	0.91	0.95	营业收入	197997	205333	232438	272647										
应收账款周转率	74.89	4.06	4.06	4.06	营业成本	167518	172356	186826	217720										
存货周转率	5.90	9.66	10.09	10.16	营业税金及附加	3440	3655	4068	4908										
偿债能力					销售费用	291	411	697	818										
资产负债率	73%	68%	63%	58%	管理费用	1985	2053	2789	3544										
流动比	0.67	0.91	1.18	1.47	财务费用	4916	5386	5386	5386										
速动比	0.30	0.67	0.93	1.19	其他费用/(-收入)	1019	2053	8135	8179										
					营业利润	19791	20651	25932	33727										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业外净收支	37	0	0	0										
现金及现金等价物	16800	7547	29366	55049	利润总额	19828	20650	25931	33727										
应收款项	2644	50630	57313	67228	所得税费用	4290	4543	5705	7420										
存货净额	33553	21249	23033	26842	净利润	15538	16107	20226	26307										
其他流动资产	12183	13954	14935	16579	少数股东损益	7	81	101	132										
流动资产合计	65180	93381	124648	165698	归属于母公司净利润	15531	16027	20125	26176										
固定资产	122731	115059	107386	99714															
在建工程	7783	7833	7883	7933	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	14602	14601	14600	14600	经营活动现金流	18670	-4020	27024	30849										
长期股权投资	0	1	2	3	净利润	15531	16027	20125	26176										
资产总计	210296	230875	254519	287947	少数股东权益	7	81	101	132										
短期借款	55591	55591	55591	55591	折旧摊销	9023	7674	7674	7674										
应付款项	26740	35416	38389	44737	公允价值变动	-356	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-9729	-32982	-6031	-8246										
其他流动负债	15446	11241	11686	12458	投资活动现金流	-13098	153	180	220										
流动负债合计	97776	102247	105665	112786	资本支出	-13383	-51	-51	-51										
长期借款及应付债券	52122	52122	52122	52122	长期投资	499	-1	-1	-1										
其他长期负债	3097	3097	3097	3097	其他	-214	205	232	273										
长期负债合计	55220	55220	55220	55220	筹资活动现金流	-7388	-5386	-5386	-5386										
负债合计	152996	157467	160885	168006	债务融资	4362	0	0	0										
股本	7039	7039	7039	7039	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	57301	73408	93634	119942	其它	-11749	-5386	-5386	-5386										
负债和股东权益总计	210296	230875	254519	287947	现金净增加额	-1905	-9253	21818	25684										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。