

公司研究/季报点评

2019年10月30日

中小市值/中小市值II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 37.08
合理价格区间(元): 45.75~49.41

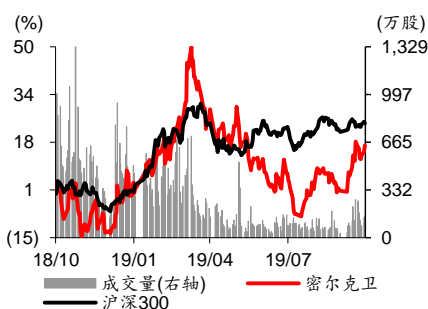
孔凌飞 执业证书编号: S0570517040001
研究员 021-28972083
konglingfei@htsc.com

王涛 021-28972053
联系人 wangtao011711@htsc.com

相关研究

1《密尔克卫(603713 SH,增持): 布局全国的第三方化工供应链龙头》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

服务跨国国企, 实施股权激励

密尔克卫(603713)

2019 年前三季度业绩同比增长 37.97%

公司发布 2019 年三季报, 2019 年前三季度实现营业收入 17.90 亿元 (YoY+46.82%), 实现归母净利润 1.44 亿元 (YoY+37.97%), 扣非净利润达到 1.37 亿元 (YoY+36.46%), 业绩符合预期。我们预计公司 2019-2021 年实现净利润 2.00、2.79、3.84 亿元, 对应 EPS 分别 1.31 元、1.83 元和 2.52 元, 目标价 45.75-49.41 元 (前值 37.44-39.78 元), 维持“增持”评级。

净利率降幅小于毛利率

前三季度综合毛利率 18.15% (-1.44pct), 我们认为毛利率下降主要来自于产品结构的变化; 净利率 8.02% (-0.54pct), 降幅小于毛利率的 1.44pct。销售费用率为 1.97% (YoY-0.37pct), 管理费用率为 4.97% (YoY+0.12pct), 研发费用率为 0.72% (YoY+0.15pct), 财务费用率为 0.52% (YoY+0.15pct), 主要是平台系统研发增加研发费用 (+87.76%)、并购导致的管理费用 (+50.35%) 和财务费用 (+105.81%) 的增长。

布局全国七大集群, 近期获得中冶建工 6445 万元合同

国内布局打造七大集群, 预计在 3-5 年内覆盖国内主要一线城市, 并延伸至大部分二线城市。公司 10 月 21 日与中冶建工集团签订 6445 万元合同, 为客户提供跨国大件门对门一站式物流服务, 办理进出口货物舱位/箱位洽订、代理报关、通关相关事宜、第三国转关、运输、现场货运组织、代付运费及港务、港建、港杂费, 代办与货物相关的其他业务。该合同的签订具有标志性意义, 有助于提升公司服务“一带一路”建设国企的能力, 优化客户结构。

股权激励覆盖广, 彰显管理层经营信心

公司 10 月 29 日晚发布股权激励计划, 拟授予激励对象限制性股票 288 万股, 占总股本的 1.89%, 覆盖中层管理人员、核心技术人员及其他骨干员工 62 人 (占总人数比为 3.52%)。首次授予限制性股票的授予价格为每股 18.41 元, 解锁条件为以 2018 年净利润为基数, 2019-2022 年净利润增长率分别不低于 33.00%、70.24%、114.50%、170.27%, 复合净利润增速约为 28%, 股权激励方案覆盖广, 有助于吸引和留住核心管理人员, 提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力, 也彰显管理层对公司未来经营的信心。

业绩符合预期, 维持“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年实现收入 24.69、35.14/47.92 亿元 (前值 22.61、35.00 及 47.10 亿元), 净利润分别为 2.00、2.79、3.84 亿元 (前值 1.78、2.79 和 3.78 亿元), 对应 EPS 分别 1.31 元、1.83 元和 2.52 元, 对应 PE 为 28、20、15 倍。可比公司 2020 年 PE 均值为 22 倍, 考虑到公司实施股权激励, 有望从地方型企业扩张成全国型企业, 给予公司估值溢价, 给予 2020 年 25-27 倍 PE 估值, 上调目标价 45.75-49.41 元 (前值 37.44-39.78 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 仓储利用率不高的风险; 运输业务产能过剩风险; 并购整合失败风险; 商业模式输出过程中管理风险。

公司基本资料

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股) | 152.47 |
| 流通 A 股 (百万股) | 68.02 |
| 52 周内股价区间 (元) | 27.32-47.95 |
| 总市值 (百万元) | 5,654 |
| 总资产 (百万元) | 2,370 |
| 每股净资产 (元) | 9.05 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

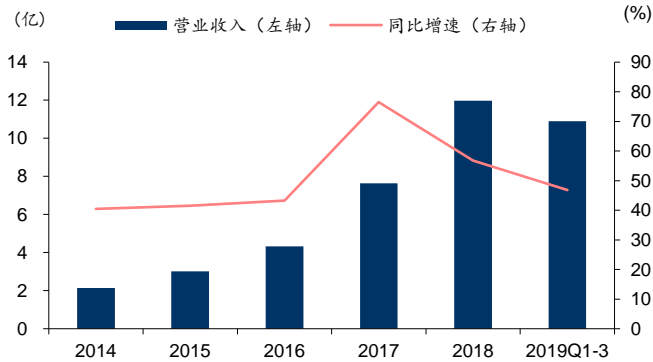
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 1,291 | 1,784 | 2,469 | 3,514 | 4,792 |
| +/-% | 37.53 | 38.16 | 38.43 | 42.29 | 36.39 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 83.69 | 132.16 | 199.63 | 279.00 | 384.34 |
| +/-% | 49.37 | 57.91 | 51.06 | 39.76 | 37.76 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.55 | 0.87 | 1.31 | 1.83 | 2.52 |
| PE (倍) | 67.55 | 42.78 | 28.32 | 20.26 | 14.71 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司营业收入增长 46.82%，净利润增长 37.97%

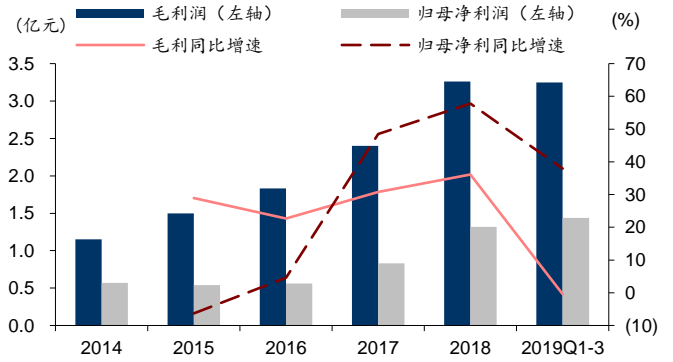
公司 2019 年前三季度实现营业收入 17.90 亿元 (YoY+46.82%)，实现归母净利润 1.44 亿元 (YoY+37.97%)，业绩符合预期。

图表1：2019年前三季度营业收入同比增长 46.82%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：2019年前三季度净利润同比增长 37.97%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

估值

图表3：2020年可比公司 PE 估值均值为 22 倍 (2019/10/29)

| 代码 | 证券简称 | 市盈率 PE | | |
|------------|------|--------|-------|-------|
| | | TTM | 19E | 20E |
| 6031283.SH | 华贸物流 | 23.52 | 20.61 | 17.85 |
| 002120.SZ | 韵达股份 | 25.69 | 27.13 | 22.43 |
| 002010.SZ | 传化智联 | 21.56 | 20.22 | 13.85 |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 30.43 | 31.87 | 26.92 |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 39.77 | 33.90 | 29.85 |
| 均值 | | 28.19 | 26.75 | 22.18 |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 35.45 | 31.73 | 20.23 |

备注 1：可比公司来自 Wind 一致预期，密尔克卫估值来自我们预测

备注 2：怡亚通无 19-20E 数据，换成业务相似的宏川智慧

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

仓储业务拓展不达标风险：公司仓储业务全国扩张，下游订单不能及时跟上，导致仓储利用率低于预期。

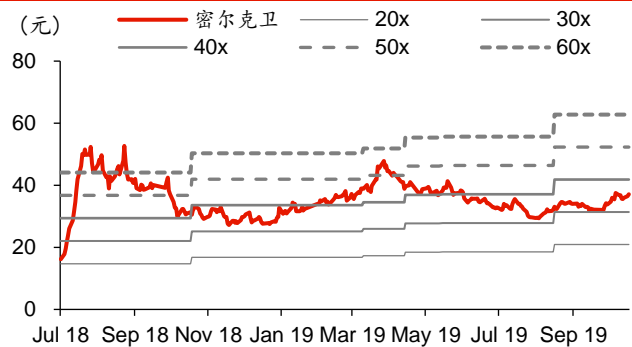
运输业务不达预期风险：公司运输业务需要专业的车队和罐装工具，存在运输产能过剩的风险。

并购整合风险：公司收购拥有竞争力的行业内公司，存在人员和业务整合风险。

管理风险：公司复制商业模式至全国七大集群，存在管理层交接和人才缺失的风险，以及快速整合不达预期的风险。

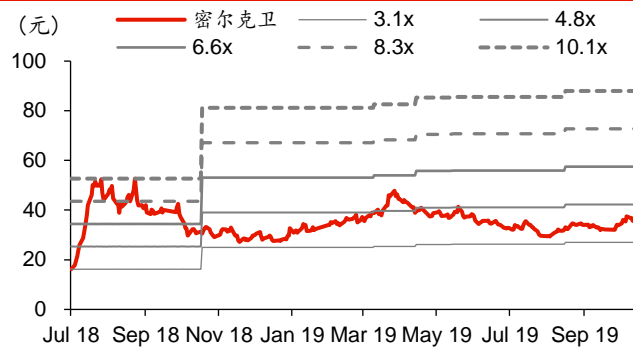
PE/PB - Bands

图表4: 密尔克卫历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 密尔克卫历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 689.84 | 1,105 | 1,239 | 1,667 | 2,233 |
| 现金 | 188.03 | 134.40 | 303.37 | 358.53 | 472.89 |
| 应收账款 | 354.75 | 500.37 | 699.49 | 986.73 | 1,349 |
| 其他应收账款 | 19.88 | 38.02 | 47.70 | 70.21 | 94.69 |
| 预付账款 | 19.54 | 39.21 | 53.18 | 72.91 | 102.12 |
| 存货 | 20.81 | 5.33 | 19.49 | 26.78 | 33.39 |
| 其他流动资产 | 86.82 | 387.20 | 115.47 | 151.79 | 180.67 |
| 非流动资产 | 447.46 | 752.60 | 1,009 | 1,239 | 1,425 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 108.10 | 320.69 | 551.15 | 739.47 | 885.11 |
| 无形资产 | 142.41 | 187.77 | 227.45 | 266.77 | 306.53 |
| 其他非流动资产 | 196.95 | 244.14 | 230.82 | 232.88 | 233.53 |
| 资产总计 | 1,137 | 1,857 | 2,248 | 2,906 | 3,658 |
| 流动负债 | 346.32 | 432.09 | 538.57 | 763.95 | 933.42 |
| 短期借款 | 90.00 | 80.00 | 80.00 | 141.91 | 115.62 |
| 应付账款 | 193.84 | 260.51 | 363.87 | 521.24 | 710.50 |
| 其他流动负债 | 62.48 | 91.57 | 94.71 | 100.81 | 107.30 |
| 非流动负债 | 54.46 | 159.65 | 272.63 | 424.35 | 622.91 |
| 长期借款 | 12.00 | 121.78 | 241.78 | 391.78 | 591.78 |
| 其他非流动负债 | 42.46 | 37.87 | 30.85 | 32.57 | 31.13 |
| 负债合计 | 400.79 | 591.73 | 811.20 | 1,188 | 1,556 |
| 少数股东权益 | 13.62 | 13.17 | 12.75 | 12.02 | 11.03 |
| 股本 | 114.35 | 152.47 | 152.47 | 152.47 | 152.47 |
| 资本公积 | 297.10 | 648.16 | 648.16 | 648.16 | 648.16 |
| 留存公积 | 292.94 | 425.10 | 604.90 | 883.91 | 1,268 |
| 归属母公司股东权益 | 722.89 | 1,252 | 1,424 | 1,706 | 2,091 |
| 负债和股东权益 | 1,137 | 1,857 | 2,248 | 2,906 | 3,658 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 143.44 | 130.14 | 430.92 | 203.64 | 311.51 |
| 净利润 | 83.46 | 131.70 | 199.21 | 278.27 | 383.35 |
| 折旧摊销 | 24.16 | 32.77 | 71.76 | 114.81 | 157.94 |
| 财务费用 | 9.73 | 7.12 | 13.10 | 21.30 | 30.82 |
| 投资损失 | (1.94) | 15.95 | (1.00) | (2.00) | (3.00) |
| 营运资金变动 | 12.82 | (74.19) | 140.90 | (209.11) | (256.28) |
| 其他经营现金 | 15.19 | 16.80 | 6.94 | 0.36 | (1.31) |
| 投资活动现金 | (151.36) | (644.27) | (340.88) | (341.66) | (340.95) |
| 资本支出 | 119.63 | 163.83 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 9.73 | (1.83) | 0.30 | 0.16 |
| 其他投资现金 | (31.72) | (470.71) | (42.72) | (41.36) | (40.80) |
| 筹资活动现金 | 98.98 | 456.18 | 78.93 | 193.18 | 143.80 |
| 短期借款 | 90.00 | (10.00) | 0.00 | 61.91 | (26.29) |
| 长期借款 | 12.00 | 109.78 | 120.00 | 150.00 | 200.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 38.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 11.11 | 351.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (14.14) | (32.78) | (41.07) | (18.72) | (29.91) |
| 现金净增加额 | 85.33 | (57.87) | 168.96 | 55.16 | 114.36 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,291 | 1,784 | 2,469 | 3,514 | 4,792 |
| 营业成本 | 1,051 | 1,458 | 2,023 | 2,892 | 3,950 |
| 营业税金及附加 | 3.41 | 4.39 | 6.16 | 8.81 | 11.96 |
| 营业费用 | 32.77 | 38.31 | 49.39 | 68.52 | 91.05 |
| 管理费用 | 81.53 | 82.65 | 111.13 | 151.09 | 196.49 |
| 财务费用 | 9.73 | 7.12 | 13.10 | 21.30 | 30.82 |
| 资产减值损失 | 0.27 | 0.46 | 0.27 | 0.33 | 0.33 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 1.94 | (15.95) | 1.00 | 2.00 | 3.00 |
| 营业利润 | 111.06 | 169.11 | 257.79 | 362.90 | 502.77 |
| 营业外收入 | 6.83 | 11.36 | 9.17 | 9.51 | 9.71 |
| 营业外支出 | 1.90 | 1.18 | 1.35 | 1.39 | 1.34 |
| 利润总额 | 115.99 | 179.28 | 265.61 | 371.03 | 511.14 |
| 所得税 | 32.53 | 47.58 | 66.40 | 92.76 | 127.78 |
| 净利润 | 83.46 | 131.70 | 199.21 | 278.27 | 383.35 |
| 少数股东损益 | (0.23) | (0.45) | (0.42) | (0.73) | (0.99) |
| 归属母公司净利润 | 83.69 | 132.16 | 199.63 | 279.00 | 384.34 |
| EBITDA | 144.96 | 208.99 | 342.66 | 499.02 | 691.53 |
| EPS (元, 基本) | 0.73 | 0.87 | 1.31 | 1.83 | 2.52 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 37.53 | 38.16 | 38.43 | 42.29 | 36.39 |
| 营业利润 | 41.60 | 52.27 | 52.44 | 40.77 | 38.54 |
| 归属母公司净利润 | 49.37 | 57.91 | 51.06 | 39.76 | 37.76 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 18.56 | 18.29 | 18.09 | 17.70 | 17.58 |
| 净利率 | 6.48 | 7.41 | 8.08 | 7.94 | 8.02 |
| ROE | 11.58 | 10.55 | 14.02 | 16.36 | 18.38 |
| ROIC | 13.19 | 9.71 | 13.89 | 15.18 | 17.12 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 35.24 | 31.86 | 36.08 | 40.89 | 42.54 |
| 净负债比率 (%) | 25.45 | 34.10 | 39.67 | 44.91 | 45.45 |
| 流动比率 | 1.99 | 2.56 | 2.30 | 2.18 | 2.39 |
| 速动比率 | 1.93 | 2.54 | 2.26 | 2.15 | 2.36 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.30 | 1.19 | 1.20 | 1.36 | 1.46 |
| 应收账款周转率 | 4.00 | 4.17 | 4.11 | 4.16 | 4.09 |
| 应付账款周转率 | 6.46 | 6.42 | 6.48 | 6.53 | 6.41 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.55 | 0.87 | 1.31 | 1.83 | 2.52 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.94 | 0.85 | 2.83 | 1.34 | 2.04 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.74 | 8.21 | 9.34 | 11.19 | 13.71 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 67.55 | 42.78 | 28.32 | 20.26 | 14.71 |
| PB (倍) | 7.82 | 4.51 | 3.97 | 3.31 | 2.70 |
| EV_EBITDA (倍) | 39.32 | 27.27 | 16.64 | 11.42 | 8.24 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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