

公司研究/事件点评

2019年12月03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): 37.91  
合理价格区间(元): 45.75~49.41

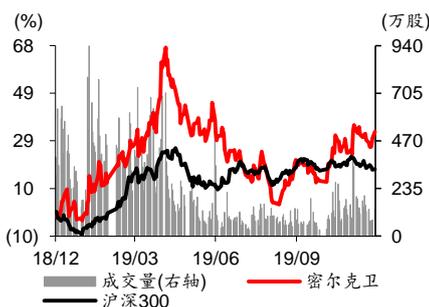
孔凌飞 执业证书编号: S0570517040001  
研究员 021-28972083  
konglingfei@htsc.com

王涛 执业证书编号: S0570519110001  
研究员 021-28972053  
wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1 《密尔克卫(603713 SH,增持): 服务跨国国企, 实施股权激励》2019.10
- 2 《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

# 股权激励覆盖广, 解锁条件要求高

## 密尔克卫(603713)

### 限制性股票激励员工, 彰显管理层经营信心

公司 2019 年 12 月 2 日晚发布限制性股票激励计划公告, 拟以 18.41 元/股的价格向激励对象授予限制性股票 288.00 万股, 其中首次授予限制性股票 232.50 万股, 预留 55.50 万股。此次股权激励覆盖面广, 包括公司董事、中高级管理人员、核心技术和骨干人员等 52 人。限制性股票激励计划有助于吸引和留住核心管理人员、核心技术/业务人员, 有效地将股东、公司和核心团队三方利益结合在一起。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.31、1.83、2.52 元, 对应目标价 45.75-49.41 元, 维持“增持”评级。

### 股权激励覆盖广, 解锁条件要求高

本次授予限制性股票的授予价格为 18.41 元/股, 拟授予的 288.00 万股股票占计划草案公布日公司总股本的 1.89%, 首次授予的 232.50 万股占总股本的 1.52%, 占此次激励股份的 80.73%。首次授予的和预留的限制性股票在授予日起满 12 个月后分四期(每期 25%)和三期(解除比例 30%、30%和 40%)解除限售, 解锁条件均以 2018 年净利润为基数, 分别为 2019-2022 年净利润增长率分别不低于 33.00%、70.24%、114.50%、170.27%和 2020-2022 年净利润增长率分别不低于 70.24%、114.50%、170.27%。股权激励解锁条件 2019-2022 年复合增速 28%, 考核指标具有一定挑战性。

### 2020 年摊销成本占 2018 年净利润的 16.43%

首次授予的权益费用总额为 4340.78 万元, 2019-2023 年 5 年摊销。2019-2023 年分别摊销 188.40、2170.39、1130.41、602.89、248.69 万元, 摊销分别占 2018 年净利润 1.32 亿元的 1.43%、16.43%、8.56%、4.57%和 1.88%。

### 业绩符合预期, 维持“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年实现净利润分别为 2.00、2.79、3.84 亿元, 对应 EPS 分别 1.31 元、1.83 元和 2.52 元, 对应 PE 为 29、21、15 倍。维持目标价 45.75-49.41 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)	27.63-47.95
总市值 (百万元)	5,780
总资产 (百万元)	2,370
每股净资产 (元)	9.05

资料来源: 公司公告

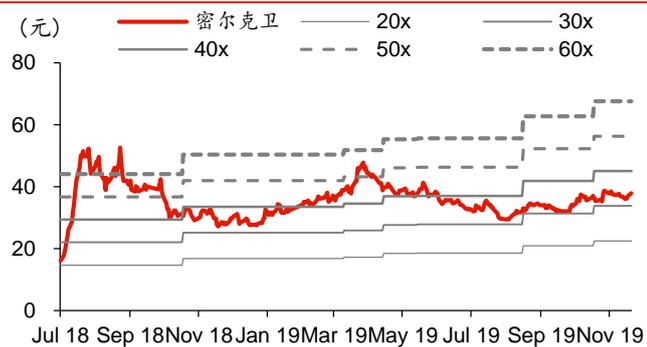
## 经营预测指标与估值

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	278.92	384.18
+/-%	49.37	57.91	51.05	39.72	37.74
EPS (元, 最新摊薄)	0.55	0.87	1.31	1.83	2.52
PE (倍)	69.07	43.74	28.96	20.72	15.05

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

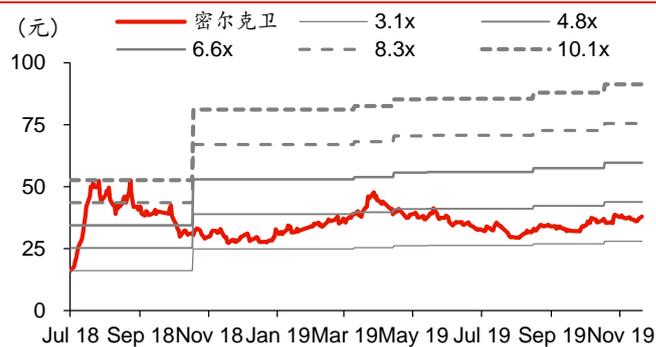
**PE/PB - Bands**

图表1: 密尔克卫历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 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	1,236	1,667	2,233
现金	188.03	134.40	301.06	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	2,246	2,906	3,658
流动负债	346.32	432.09	536.27	764.04	933.66
短期借款	90.00	80.00	80.00	145.28	119.61
应付账款	190.25	260.51	361.56	517.95	706.75
其他流动负债	66.07	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	808.90	1,188	1,557
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	883.82	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	2,246	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	428.62	202.67	311.12
净利润	83.46	131.70	199.21	278.19	383.19
折旧摊销	24.16	32.77	71.76	114.81	157.94
财务费用	9.73	7.12	13.11	21.41	31.04
投资损失	(1.94)	15.95	(1.00)	(2.00)	(3.00)
营运资金变动	12.82	(74.19)	138.60	(210.09)	(256.74)
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	196.45	144.20
短期借款	90.00	(10.00)	0.00	65.28	(25.67)
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)	(18.83)	(30.13)
现金净增加额	85.33	(57.87)	166.66	57.47	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	13.11	21.41	31.04
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	362.80	502.55
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	370.92	510.92
所得税	32.53	47.58	66.40	92.73	127.73
净利润	83.46	131.70	199.21	278.19	383.19
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	278.92	384.18
EBITDA	144.96	208.99	342.66	499.02	691.53
EPS (亿元, 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	40.74	38.52
归属母公司净利润	49.37	57.91	51.05	39.72	37.74
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	16.35	18.38
ROIC	13.19	9.71	13.87	15.16	17.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.24	31.86	36.02	40.89	42.55
净负债比率 (%)	25.45	34.10	39.78	45.19	45.70
流动比率	1.99	2.56	2.31	2.18	2.39
速动比率	1.93	2.54	2.27	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	6.53	6.47	6.50	6.58	6.45
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	2.81	1.33	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)	69.07	43.74	28.96	20.72	15.05
PB (倍)	8.00	4.62	4.06	3.39	2.76
EV_EBITDA (倍)	40.19	27.88	17.00	11.68	8.43

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，需在允许的范围内使用，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