

密尔克卫(603713)

点评报告

行业公司研究—物流—

证券研究报告

股权激励完成, 彰显长期发展信心

——密尔克卫点评

✎ : 王鹏执业证书编号: S1230514080002 胡阳艳执业证书编号: S1230519080001
☎ : 021-80105904 021-80106035
✉ : wangpeng@stocke.com.cn huyangyan@stocke.com.cn

报告导读

公司股权激励完成, 2019-2022年高速增长彰显公司长期发展信心。

投资要点

□ 限制性股票激励完成, 彰显公司长期发展信心

公司限制性股权激励完成, 向包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员及其他骨干员工在内的52人授予232.5万股, 预留55.50万股, 合计占总股本比例为1.89%, 授予价格为18.41元/股。

解锁条件: 激励计划首次授予的限制性股票在授予日起满12个月后分四期解除限售, 每期解除限售的比例分别为25%、25%、25%、25%; 公司设立业绩考核目标为以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%, 此次股权激励计划有利于激发团队工作积极性; 同时高成长性彰显公司长期发展信心。

激励费用: 按照授予日限制性股票的公允价值测算, 最终确认首次授予的权益费用总额为4,340.78万元, 该等费用总额作为公司本次股权激励计划的激励成本将在本激励计划的实施过程中按照解除限售比例进行分期确认, 2019-2023年分别摊销188.40、2,170.39、1,130.41、602.89、248.69万元, 根据我们的测算, 在不考虑本激励计划对公司业绩的正向作用情况下, 本激励计划成本费用的摊销对有效期内各年净利润有所影响, 但影响程度不大, 占当年净利润10%以内。考虑到本激励计划对公司经营发展产生的正向作用, 由此激发管理、业务团队的积极性, 提高经营效率, 降低经营成本, 本激励计划带来的公司业绩提升将高于因其带来的费用增加。

□ 盈利预测及估值

暂不考虑股权激励的正向积极促进作用, 考虑到费用化的影响, 我们向下微调利润, 我们预测2019-2021年公司营业收入为24.08亿元、31.75亿元、39.88亿元, 维持不变; 归母净利润为1.73亿元、2.58亿元、3.43亿元, 同比增长31.19%、48.96%、32.67%; EPS分别为1.14元、1.69元、2.25元, 对应PE为33倍、33倍和17倍。公司为化工物流一站式物流服务行业领先企业, 行业监管趋严, 我们看好公司未来的发展, 维持“增持”评级。

风险提示: 危化品行业监管政策松动;

财务摘要

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1784	2408	3175	3988
同比	38.16%	35.00%	31.82%	25.61%
归母净利润	132	173	258	343
同比	57.91%	31.19%	48.96%	32.67%
每股收益(元)	0.87	1.14	1.69	2.25
P/E	43.36	33.05	22.19	16.72

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥37.58

单季度业绩

元/股

3Q/2019

0.33

2Q/2019

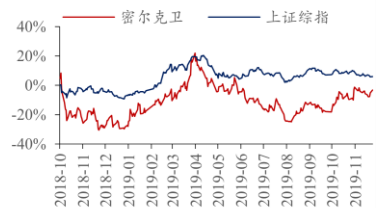
0.34

1Q/2019

0.28

4Q/2018

0.18



公司简介

公司作为专业化工供应链服务商, 提供以货运代理、仓储和运输为核心的 一站式综合物流服务, 以及化工品交易服务。

相关报告

1、《一站式化工物流服务行业引领者——密尔克卫深度报告》20180830

报告撰写人: 王鹏、胡阳艳

数据支持人: 胡阳艳

正文

事件: 公司 12 月 2 日晚发布公司, 公司股权激励完成, 2019-2022 年高速增长彰显公司长期发展信心。

投资要点

1、限制性股票激励完成, 彰显公司长期发展信心

公司限制性股权激励完成, 向包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术(业务)人员及其他骨干员工(不包括独立董事、监事)在内的 52 人授予 232.5 万股, 预留 55.50 万股, 合计占总股本比例为 1.89%, 授予价格按照激励计划草案公布前 1 个交易日的公司股票交易均价的 50% 计算, 为 18.41 元/股。

表 1: 授予的限制性股票的解除限售安排及业绩考核目标

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	获授限制性股票占授予 总量的比例	获授限制性股票占当前 总股本比例
苏辉	董事	5.00	1.74%	0.03%
缪蕾敏	财务总监、董事会 秘书	10.00	3.47%	0.07%
丁慧亚	董事、副总经理	10.00	3.47%	0.07%
王涛	副总经理	10.00	3.47%	0.07%
潘锐	副总经理	10.00	3.47%	0.07%
中层管理人员、核心技术(业务)人员及其他骨 干员工(共 47 人)		187.50	65.10%	1.23%
预留		55.50	19.27%	0.36%
合计		288.00	100.00%	1.89%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

解锁条件: 激励计划首次授予的限制性股票在授予日起满 12 个月后分四期解除限售, 每期解除限售的比例分别为 25%、25%、25%、25%; 公司设立业绩考核目标为以 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%, 此次股权激励计划有利于激励核心技术人员以及中层管理层, 激发团队工作积极性; 同时高成长性彰显公司长期发展信心。

表 2: 授予的限制性股票的解除限售安排及业绩考核目标

解除限售期		解除限售期间	业绩考核目标
首次授予 的限制性 股票	第一个解除限售 期	自首次授予部分限制性股票授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予部分限制性股票授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	以 2018 年净利润为基数, 2019 年净利润增长率不低于 33.00%
	第二个解除限售 期	自首次授予部分限制性股票授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予部分限制性股票授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	以 2018 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 70.24%
	第三个解除限售 期	自首次授予部分限制性股票授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予部分限制性股票授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	以 2018 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 114.50%
	第四个解除限售 期	自首次授予部分限制性股票授予日起 48 个月后的首个交易日起至首次授予部分限制性股票授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	以 2018 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 170.27%
预留授予 的限制性 股票	第一个解除限售 期	自首次授予部分限制性股票授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予部分限制性股票授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	以 2018 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 70.24%
	第二个解除限售 期	自首次授予部分限制性股票授予日起 24 个月	以 2018 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率

期	后的首个交易日起至首次授予部分限制性股票授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	率不低于 114.50%
第三个解除限售期	自首次授予部分限制性股票授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予部分限制性股票授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	以 2018 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 170.27%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

激励费用：按照授予日限制性股票的公允价值测算，最终确认首次授予的权益费用总额为 4,340.78 万元，该等费用总额作为公司本次股权激励计划的激励成本将在本激励计划的实施过程中按照解除限售比例进行分期确认，2019-2022 年分别摊销 188.40、2,170.39、1,130.41、602.89、248.69 万元，根据我们的测算，在不考虑本激励计划对公司业绩的正向作用情况下，本激励计划成本费用的摊销对有效期内各年净利润有所影响，但影响程度不大，占当年利润 10% 以内。考虑到本激励计划对公司经营发展产生的正向作用，由此激发管理、业务团队的积极性，提高经营效率，降低经营成本，本激励计划带来的公司业绩提升将高于因其带来的费用增加。

表 3：授予的限制性股票的解除限售安排及业绩考核目标

限制性股票摊销成本	2019	2020	2021	2022	2023
4,340.78	188.40	2,170.39	1,130.41	602.89	248.69

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2、盈利预测及估值

暂不考虑股权激励的正向积极促进作用，考虑到费用化的影响，我们向下微调利润，我们预测 2019-2021 年公司营业收入为 24.08 亿元、31.75 亿元、39.88 亿元，维持不变；归母净利润为 1.73 亿元、2.58 亿元、3.43 亿元，同比增长 31.19%、48.96%、32.67%；EPS 分别为 1.14 元、1.69 元、2.25 元，对应 PE 为 33 倍、33 倍和 17 倍。公司为化工物流一站式物流服务行业领先企业，行业监管趋严，我们看好公司未来的发展，维持“增持”评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1104.53	1249.18	1408.23	1755.69	营业收入	1783.91	2408.25	3174.60	3987.52
现金	134.40	285.70	149.16	170.54	营业成本	1457.61	1938.56	2552.99	3205.87
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	4.39	6.50	8.57	10.77
应收账款	513.34	683.24	902.76	1132.93	营业费用	38.31	60.94	80.33	101.20
其它应收款	38.02	55.48	63.22	85.42	管理费用	82.65	124.90	127.40	136.47
预付账款	39.21	44.09	63.37	76.25	研发费用	10.43	13.97	18.41	23.13
存货	5.33	10.64	21.01	39.58	财务费用	7.12	18.33	24.82	33.71
其他	374.23	170.04	208.70	250.99	资产减值损失	0.46	0.72	0.95	1.20
非流动资产	752.60	1036.09	1335.75	1620.30	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-15.95	-7.00	-11.48	-9.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营收益	2.12	1.46	1.95	1.78
固定资产	320.69	528.52	764.22	997.33	营业利润	169.11	238.79	351.60	467.72
无形资产	187.77	228.16	266.82	306.93	营业外收支	10.17	7.22	7.44	8.28
在建工程	96.35	117.61	139.20	146.40	利润总额	179.28	246.01	359.04	476.00
其他	147.79	161.79	165.50	169.64	所得税	47.58	72.53	100.62	133.35
资产总计	1857.14	2285.27	2743.97	3375.99	净利润	131.70	173.47	258.43	342.65
流动负债	432.09	589.61	686.45	877.16	少数股东损益	-0.45	0.10	0.17	0.00
短期借款	80.00	42.50	53.13	66.41	归属母公司净利润	132.16	173.37	258.26	342.65
应付款项	260.51	351.57	465.67	584.50	EBITDA	222.95	289.69	424.21	566.63
预收账款	4.49	96.33	47.65	76.46	EPS (最新摊薄)	0.87	1.14	1.69	2.25
其他	87.08	99.21	120.00	149.78	主要财务比率				
非流动负债	159.65	256.79	360.23	458.89	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	121.78	221.78	321.78	421.78	成长能力				
其他	37.87	35.01	38.45	37.11	营业收入增长率	38.16%	35.00%	31.82%	25.61%
负债合计	591.73	846.39	1046.67	1336.04	营业利润增长率	52.27%	41.20%	47.25%	33.03%
少数股东权益	13.17	13.27	13.43	13.43	归属于母公司净利润	57.91%	31.19%	48.96%	32.67%
归属母公司股东权益	1252.24	1425.61	1683.87	2026.52	获利能力				
负债和股东权益	1857.14	2285.27	2743.97	3375.99	毛利率	18.29%	19.50%	19.58%	19.60%
现金流量表					净利率	7.38%	7.20%	8.14%	8.59%
单位: 百万元					ROE	13.20%	12.82%	16.47%	18.34%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	9.60%	10.68%	13.11%	14.34%
经营活动现金流	130.14	445.17	131.82	295.16	偿债能力				
净利润	131.70	173.47	258.43	342.65	资产负债率	31.86%	37.04%	38.14%	39.57%
折旧摊销	32.77	31.44	46.78	63.72	净负债比率	34.10%	31.22%	35.82%	36.54%
财务费用	7.12	18.33	24.82	33.71	流动比率	2.56	2.12	2.05	2.00
投资收益	-15.95	-7.00	-11.48	-9.24	速动比率	2.54	2.10	2.02	1.96
营运资金变动	-417.44	220.76	-199.82	-136.21	营运能力				
其它	391.94	8.18	13.09	0.55	总资产周转率	1.19	1.16	1.26	1.30
投资活动现金流	-644.27	-337.92	-354.21	-353.38	应收账款周转率	4.17	4.12	4.08	4.00
资本支出	-209.74	-256.48	-300.00	-300.00	应付账款周转率	6.47	6.37	6.29	6.14
长期投资	-3.71	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
其他	-430.82	-81.44	-54.21	-53.38	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.14	1.69	2.25
筹资活动现金流	456.18	44.05	85.85	79.59	每股经营现金流(最	0.85	2.92	0.86	1.94
短期借款	-10.00	-37.50	10.63	13.28	每股净资产(最新摊	8.21	9.35	11.04	13.29
长期借款	109.78	100.00	100.00	100.00	估值比率				
其他	356.40	-18.45	-24.77	-33.70	P/E	43.36	33.05	22.19	16.72
现金净增加额	-57.95	151.30	-136.54	21.37	P/B	4.58	4.02	3.40	2.83
					EV/EBITDA	19.32	19.80	14.10	10.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市场高南路 729 弄陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>