

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

密尔克卫 (603713)

重大事件快评

买入

(调高评级)

2021年02月03日

## 向外扩张步履不止，看好龙头领先优势

证券分析师：姜明

jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010004

证券分析师：黄盈

huangying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010003

## 事项：

密尔克卫公告，公司拟通过公开摘牌方式，收购江苏马龙国华工贸股份有限公司 95.6522%股权，交易价格不低于 1.18 亿人民币。

国信交运观点：1) 本次收购是公司业务边界的进一步延伸，从化工品物流服务品类上看，公司将通过对马龙国华的收购拓展至黄磷相关业务，从服务区域上，公司夯实西南区域布局，加强全国网络协同效应。2) 长期逻辑继续加强：化学品物流行业具有大行业、小公司的特征，第三方化工品物流市场规模约在 3000 亿元左右，行业空间巨大。但整体格局极其分散，密尔克卫 2017-2019 年市占率分别为 0.4%、0.5%与 0.7%，扩张速度快、距离天花板远，且作为行业内唯一一家上市公司，上市后扩张脚步加速，在品牌能力、历史经验上具有优势。3) 投资建议：我们认为公司的长期逻辑顺畅，化工品物流行业正处于由乱到治的拐点，公司作为行业内公司治理优秀、积极进取的领军企业，将继续沿着当前道路进行扩张，预计公司中期业务开发和外延收购将会维持较快增速，给予 2020-2022 年净利润预测为 3.0、4.3 与 6.0 亿，买入评级。

## 评论：

## ■ 按收购底价计算，本次交易 PE 估值不足 10 倍

根据马龙国华公司财务数据，公司于 2019/2020H1 分别实现收入 11.54/5.91 亿，归母净利润 1263.7/485.3 万元，截止 2020 年 6 月 30 日，公司净资产 1.16 亿。本次交易为在云南产权交易所公开摘牌交易，受让底价为 1.18 亿元人民币，若按底价成交，则本次收购对应 2019 年净利润 PE 估值 9.8x，对应 2020H1 PB 估值 1.07x，单从价格考虑，估值合理。

## ■ 化工物流版图扩张至黄磷，增强西南区域布局

根据马龙国华公司官网，公司拥有遍布黄磷主要用户去的装卸点及分销网络。黄磷属于危险化学品，运输存储等方面都需要充足的准备工作，需要严格的密闭操作、远离火种热源等。公司现拥有 80 部 60 吨级、60 部 70 吨级共 140 部具有专利的黄磷自备火车罐车（铁道部批复 70 吨级黄磷火车自备罐车共 150 部指标，尚有 90 部未购买），黄磷年运力达到 12 万吨。同时公司配套拥有 10 辆汽车运输罐车。在国内黄磷销售与物流方面处于领先地位。若本次收购完成，密尔克卫服务的化工品类则将继续扩张，再下一城。与此同时，本次收购有助于密尔克卫为滇桂黔出产的化工资源布局线下分销网络，进一步夯实全国网络布局。

## ■ 大行业小公司，行业整合步履不止

化工品物流行业为典型的大行业小公司，按照化工行业超过 8 万亿产值、15%物流成本、25%第三方物流成本渗透

率计算，第三方化工品物流市场规模约在 3000 亿元左右，行业空间巨大。但格局上，仅有部分央企子公司及以密尔克卫为代表的优质民企具有全国网络能力，整体格局极其分散，密尔克卫 2017-2019 年市占率分别为 0.4%、0.5% 与 0.7%，扩张速度快、距离天花板远，且作为行业内唯一一家上市公司，上市后扩张脚步加速，在品牌能力、历史经验上具有优势。从行业监管层面来看，由于危化品相关事故频发，监管力度逐步趋严，小散乱差退出市场，有利份额向头部集聚，密尔克卫 2020 年分别实施了对湖南瑞鑫化工、大正信（张家港）物流、新能（张家港）能源的收购，同时与阿格蕾雅光电材料共设西南区域子公司，扩张步伐稳扎稳打。

#### ■ 投资建议

我们认为公司的长期逻辑顺畅，化工品物流正处于由乱到治的拐点，公司作为行业内公司治理优秀、积极进取的领军企业，将继续沿着当前道路进行扩张，预计公司中期业务开发和外延收购将会维持较快增速，给予 2020-2022 年净利润预测为 3.0、4.3 与 6.0 亿，买入评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	137	258	177	191
应收款项	740	977	1511	2321
存货净额	10	25	39	60
其他流动资产	222	432	761	966
<b>流动资产合计</b>	<b>1129</b>	<b>1793</b>	<b>2607</b>	<b>3658</b>
固定资产	674	802	1015	1113
无形资产及其他	338	324	411	497
投资性房地产	428	428	428	428
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2569</b>	<b>3347</b>	<b>4461</b>	<b>5695</b>
短期借款及交易性金融负债	120	608	990	1187
应付款项	339	465	718	1115
其他流动负债	268	140	218	337
<b>流动负债合计</b>	<b>726</b>	<b>1213</b>	<b>1926</b>	<b>2640</b>
长期借款及应付债券	291	291	291	291
其他长期负债	76	94	111	112
<b>长期负债合计</b>	<b>367</b>	<b>384</b>	<b>401</b>	<b>403</b>
<b>负债合计</b>	<b>1093</b>	<b>1598</b>	<b>2328</b>	<b>3042</b>
少数股东权益	41	41	41	42
股东权益	1435	1708	2091	2611
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2569</b>	<b>3347</b>	<b>4461</b>	<b>5695</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.27	1.94	2.77	3.85
每股红利	0.24	0.17	0.30	0.50
每股净资产	9.27	11.04	13.52	16.87
ROIC	13%	13%	15%	17%
ROE	14%	18%	21%	23%
毛利率	18%	19%	19%	18%
EBIT Margin	11%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	15%	13%	13%	12%
收入增长	36%	33%	55%	54%
净利润增长率	48%	53%	43%	39%
资产负债率	44%	49%	53%	54%
息率	0.7%	0.5%	0.8%	1.4%
P/E	27.6	18.1	12.6	9.1
P/B	3.8	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	18.3	16.2	12.1	9.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2419</b>	<b>3227</b>	<b>4989</b>	<b>7662</b>
营业成本	1978	2615	4053	6261
营业税金及附加	10	13	20	31
销售费用	47	65	100	153
管理费用	109	185	278	420
财务费用	16	18	27	42
投资收益	7	14	2	2
资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
其他收入	(26)	14	14	14
营业利润	239	359	526	771
营业外净收支	11	16	14	9
<b>利润总额</b>	<b>250</b>	<b>375</b>	<b>540</b>	<b>780</b>
所得税费用	54	75	111	183
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>196</b>	<b>300</b>	<b>429</b>	<b>596</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>196</b>	<b>300</b>	<b>429</b>	<b>596</b>
资产减值准备	5	1	1	1
折旧摊销	81	85	100	115
公允价值变动损失	0	(0)	(0)	(0)
财务费用	16	18	27	42
营运资本变动	16	(446)	(527)	(517)
其它	(5)	(1)	(1)	(1)
<b>经营活动现金流</b>	<b>294</b>	<b>(61)</b>	<b>2</b>	<b>195</b>
资本开支	(335)	(200)	(400)	(300)
其它投资现金流	(21)	(79)	(20)	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(355)</b>	<b>(279)</b>	<b>(420)</b>	<b>(300)</b>
权益性融资	42	0	0	0
负债净变化	169	0	0	0
支付股利、利息	(37)	(27)	(46)	(77)
其它融资现金流	(240)	488	382	196
<b>融资活动现金流</b>	<b>64</b>	<b>461</b>	<b>336</b>	<b>119</b>
<b>现金净变动</b>	<b>3</b>	<b>121</b>	<b>(82)</b>	<b>14</b>
货币资金的期初余额	134	137	258	177
货币资金的期末余额	137	258	177	191
企业自由现金流	(21)	(271)	(388)	(81)
权益自由现金流	(93)	203	(28)	82

## 相关研究报告

- 《密尔克卫-603713-2020年三季报业绩点评：业绩符合预期，客户业务同步发力》 ——2020-10-31
- 《密尔克卫-603713-2020年半年报业绩点评：盈利超预期，内生外延成长显著》 ——2020-08-10
- 《密尔克卫-603713-2020年半年报业绩预告点评：业绩超预期，向一站式供应商迈进》 ——2020-07-13
- 《密尔克卫-603713-重大事件快评：收购瑞鑫化工，延伸供应链深度和广度》 ——2020-05-27
- 《密尔克卫-603713-2019年年报点评：化工物流供应链优秀企业，维持快速成长》 ——2020-04-07

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032