

证券研究报告—动态报告

基础化工

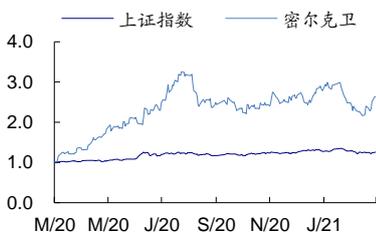
化学原料

密尔克卫(603713)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	164/69
总市值/流通(百万元)	21,235/8,855
上证综指/深圳成指	3,457/13,888
12 个月最高/最低(元)	160.90/48.60

相关研究报告:

《密尔克卫-603713-重大事件快评: 向外扩张步履不止, 看好龙头领先优势》——2021-02-03
 《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

证券分析师: 姜明

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 黄盈

 E-MAIL: huangying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010003

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期, 化工品物流龙头成长持续

● **2020 年持续高增长:** 公司全年实现营收 34.27 亿元 (+41.68%), 归母净利润 2.88 亿元 (+47.15%), 扣非归母净利润 2.73 亿元 (+44.80%)。2020 年, 公司加权平均 ROE 为 18.34%, 同比 2019 年增加 3.72 个百分点。2020 年圆满收官, 公司在过去几年体现出了持续的成长能力, 盈利能力逐年提升。

● **拆分公司 2020 年收入, 可看到各细分项中:** 货代与运输业务稳步增长, 同比分别为 26%与 32%; 2020 年公司自有仓储产能投入有限, 公司仓储收入增长 9.4%至 5.05 亿, 我们判断增量可能来自于周转提速、单价上升等原因; 化工品交易是公司增长最快的部门, 同比增速达到 222.1%, 收入增至 6.91 亿, 主因为公司 20 年主力推广物贸一体化的化工品服务。

● **毛利方面, 由于毛利率较低的贸易板块收入占比扩大, 整体毛利率下降 1.5 个百分点至 16.71%。但分项来看, 公司各版块毛利率均同比提升, 其中货代毛利率 12.5%, 同比提升 0.3 个百分点; 仓储业务毛利率 48.2%, 同比提升 1.1 个百分点; 运输业务毛利率 12.0%与 19 年持平; 化工品贸易方面, 由于更有效率的交付模式, 公司毛利率大幅提升至 7.1%, 同比增加 5.1 个百分点。**

● **外延扩张战略执行顺利, 步履不止, 20 年增长主要为内生动能。**2020 年公司延续了内生外延并举的成长路径, 外延方面共有 7 项重大股权投资, 其中烟台密尔克卫与大正信张家港项目均带有危化品仓库资产, 但两个项目均处于技改过程中, 暂未贡献收入利润; 此外公司其他并购项目主要在三四季度并表。总体而言, 2020 年公司来自于收购并表的利润较少, 公司的收入利润增长主要来源于内生成长。

● **风险提示:** 内生成长能力低于预期; 行业整合进度低于预期。

● **投资建议: 维持“买入”评级。**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, 公司正在不断扩大自身能力范围, 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, 我们维持公司 2021-2022 年 4.3、6.0 亿的归母净利润不变, 给予 2023 年 8.1 亿利润预测, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,419	3,427	5,314	7,979	11,597
(+/-%)	35.6%	41.7%	55.1%	50.2%	45.4%
净利润(百万元)	196	288	431.06	600.25	806.52
(+/-%)	48.4%	47.1%	49.4%	39.2%	34.4%
摊薄每股收益(元)	1.27	1.75	2.62	3.65	4.90
EBIT Margin	11.4%	11.2%	10.1%	9.5%	8.8%
净资产收益率(ROE)	13.7%	16.9%	20.7%	23.2%	24.7%
市盈率(PE)	101.9	73.6	49.3	35.4	26.3
EV/EBITDA	59.1	47.8	39.1	29.4	23.3
市净率(PB)	13.92	12.41	10.19	8.21	6.50

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

事件: 密尔克卫披露 2020 年年报, 公司全年实现营收 34.27 亿元 (+41.68%), 归母净利润 2.88 亿元 (+47.15%), 扣非归母净利润 2.73 亿元 (+44.80%)。2020 年, 公司加权平均 ROE 为 18.34%, 同比 2019 年增加 3.72 个百分点。2020 年圆满收官, 公司在过去几年体现出了持续的成长能力, 盈利能力逐年提升。

图 1: 密尔克卫营业收入及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 密尔克卫归母净利润及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

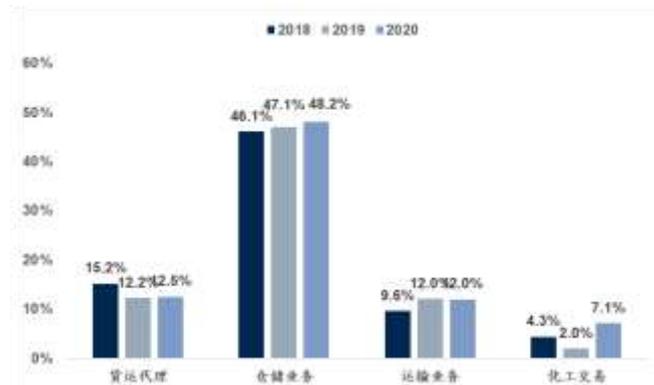
拆分公司 2020 年收入, 可看到各细分项中: **1) 货代业务**稳步增长, 同比增 26.1%, 达到 13.38 亿元; **2) 仓储业务:** 2020 年公司自有仓储产能投入有限, 公司仓储收入增长 9.4% 至 5.05 亿, 我们判断增量可能来自于周转提速、单价上升等原因; **3) 运输业务**同比增长 31.8% 至 8.86 亿, 维持较快增长; **4) 化工品交易**是公司增长最快的部门, 同比增速达到 **222.1%**, 收入增至 6.91 亿, 主因为公司 20 年主力推广物贸一体化的化工品服务。

公司前五大客户分别为艾郎集团 (4.77 亿, 13.93%)、万华化学 (2.11 亿, 6.17%)、陶氏 (1.96 亿, 5.71%)、巴斯夫 (1.89 亿, 5.51%)、科思创 (5804 万, 1.69%), 其中我们预计公司与艾朗集团的合作主要在化学品交易上, 公司物流业务最大客户已为万华化学。公司过去几年大客户名单由以外资巨头为主逐渐变为国内外化工业巨头均有, 大客户覆盖度不断拓宽加深, 体现了业内头部客户对公司的认可。

毛利方面, 由于毛利率较低的贸易板块收入占比扩大, 整体毛利率下降 1.5 个百分点至 16.71%。但分项来看, 公司各版块毛利率均同比提升, 其中货代毛利率 12.5%, 同比提升 0.3 个百分点; 仓储业务毛利率 48.2%, 同比提升 1.1 个百分点; 运输业务毛利率 12.0% 与 19 年持平; 化工品贸易方面, 由于更有效率的交付模式, 公司毛利率大幅提升至 7.1%, 同比增加 5.1 个百分点。

图 3：密尔克卫收入结构分析（亿元，%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：密尔克卫各版块毛利率（%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

外延扩张战略执行顺利，步履不止，20 年增长主要为内生动能。2020 年公司延续了内生外延并举的成长路径，外延方面共有 7 项重大股权投资，其中烟台密尔克卫与大正信张家港项目均带有危化品仓库资产，但两个项目均处于技改过程中，暂未贡献收入利润；此外公司其他并购项目主要在三四季度并表。总体而言，2020 年公司来自于收购并表的利润较少，公司的收入利润增长主要来源于内生成长。

表 1：密尔克卫 2020 年重大股权投资

现名	曾用名	当前状态	目标状态
密尔克卫（烟台）供应链管理有限公司	山东华瑞特环保科技有限公司	目前处于技改过程中	1 座甲类仓库、5 座乙类仓库、2 座丙类仓库等，新增仓库面积共计约 13,750 m ² 。
大正信（张家港）物流有限公司	-	目前处于技改过程中	1 座丙类仓库等，仓库面积共计约 17,400 m ² 。
江苏中腾大件运输有限公司	-	2020 年 9 月并表	-
宁波道承物流有限公司	-	2020 年 11 月并表	-
四川密尔克卫雄峰供应链管理有限公司	四川雄瑞物流有限公司	2020 年 11 月并表	-
湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司	湖南瑞鑫化工有限公司	2020 年 11 月并表	-
张家港密尔克卫环保科技有限公司	新能（张家港）能源有限公司	2020 年 12 月 31 日并表	-

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。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，公司正在不断扩大自身能力范围，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，我们维持公司 2021-2022 年 4.3、6.0 亿的归母净利润不变，给予 2023 年 8.1 亿利润预测，维持买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	126	274	179	193	营业收入	3427	5314	7979	11597
应收款项	1402	2184	3279	4766	营业成本	2854	4464	6768	9925
存货净额	19	23	35	52	营业税金及附加	10	16	24	35
其他流动资产	235	694	774	1145	销售费用	49	66	96	139
流动资产合计	1798	3276	4387	6276	管理费用	129	250	354	495
固定资产	835	948	1146	1228	财务费用	31	32	44	52
无形资产及其他	480	461	542	622	投资收益	4	19	20	20
投资性房地产	565	565	565	565	资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(26)	19	19	19
资产总计	3678	5250	6639	8692	营业利润	336	524	732	990
短期借款及交易性金融负债	254	1600	1782	2292	营业外净收支	13	14	16	15
应付款项	761	927	1476	2172	利润总额	349	537	748	1005
其他流动负债	575	235	356	523	所得税费用	60	107	150	201
流动负债合计	1590	2761	3614	4987	少数股东损益	1	(1)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	184	184	184	184	归属于母公司净利润	288	431	600	807
其他长期负债	125	152	191	192					
长期负债合计	309	337	375	376	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1899	3098	3988	5363	净利润	288	431	600	807
少数股东权益	68	67	66	64	资产减值准备	(1)	1	1	0
股东权益	1711	2085	2585	3265	折旧摊销	98	106	121	136
负债和股东权益总计	3678	5250	6639	8692	公允价值变动损失	(3)	(0)	(0)	(0)
					财务费用	31	32	44	52
					营运资本变动	(45)	(1392)	(477)	(1011)
					其它	2	(2)	(2)	(2)
					经营活动现金流	339	(856)	243	(70)
					资本开支	(251)	(200)	(400)	(300)
					其它投资现金流	5	(84)	(20)	0
					投资活动现金流	(247)	(284)	(420)	(300)
					权益性融资	8	0	0	0
					负债净变化	(106)	0	0	0
					支付股利、利息	(50)	(58)	(99)	(127)
					其它融资现金流	201	1346	181	511
					融资活动现金流	(104)	1288	82	384
					现金净变动	(11)	148	(95)	14
					货币资金的期初余额	137	126	274	179
					货币资金的期末余额	126	274	179	193
					企业自由现金流	121	(1057)	(151)	(357)
					权益自由现金流	215	264	(5)	112

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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，并向客户发布的行为。

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