

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

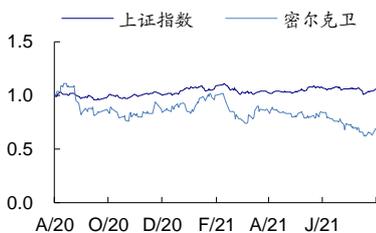
密尔克卫(603713)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 12 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)	164/153
总市值/流通(百万元)	16,243/15,113
上证综指/深圳成指	3,530/15,058
12个月最高/最低(元)	160.90/86.48

相关研究报告:

《密尔克卫-603713-重大事件快评: 回购彰显信心, 成长稳扎稳打》——2021-08-02
 《密尔克卫-603713-2021 年一季报点评: 业绩如期高增长, 龙头成长持续》——2021-04-29
 《密尔克卫-603713-2020 年年报点评: 业绩符合预期, 化工品物流龙头成长持续》——2021-03-31
 《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

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

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

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

化工品交易带动收入增长, 预计下半年利润提速

● **密尔克卫披露 2021 年半年报, 整体业绩符合预期。**2021 上半年实现营收 34.6 亿元 (+133.06%), 归母净利润 1.84 亿元 (+30.46%), 扣非归母净利润 1.85 亿元 (+35.44%)。其中二季度单季营收 20.18 亿元 (+137.7%), 归母净利润 1.06 亿元 (+21.0%)。公司当前处于业务结构的调整阶段, 叠加 2020 年二季度是公司单季度净利润金额最高的季度, 基数压力较大, 我们认为公司二季度业绩整体符合预期。

● **得益于快速成长的供应链业务, 公司收入快速增长。**1) 物流: 剔除贸易板块收入后, 预计公司 2021 年上半年物流与其他收入达到 23.15 亿元, 同比增长 84.3%。我们认为海运运价推升货代收入增长为物流板块增长主因。2) 化工品交易: 2021 年上半年, 公司的化工品交易板块收入 11.47 亿元, 同比增长 400.52%。过去货代毛利率基本在 12-15% 之间, 化工品交易的毛利率则在 2-7% 之间, 远低于仓储业务超过 40% 的毛利率水平。21H1 货代收入占物流收入接近 6 成; 化工品交易则是由于公司战略布局大幅增长 400% 至 11.46 亿, 收入占比从 20 全年的 20% 提升至 33%。

● **期待化工物流与交易的协同效应。**我们认为公司产能扩张的步伐从未停止, 对交易业务的探索并非是在物流主业上有所徘徊, 而是加强化工品交付能力的一环, 与物流业务存在协同效应, 公司半年报亦有提及, 化工交易对物流业务的装载率等是有正面作用的, 但当前公司的交易业务整体规模尚不算大, 我们认为随着交易业务的体量扩张, 对物流业务的拉动、物流成本的摊薄、二者的协同效应将会更加明显。

● **风险提示: 外延扩张低于预期; 交易业务低于预期**

● **投资建议: 维持“买入”评级。**我们认为公司短期正在经历业务边界的扩张, 从化工品物流走向集物流与交易于一身的交付型公司, 但就短期而言, 化工品交易的建设、国际海运运价的高企对公司当前的表观利润率难免有所影响, 但公司扩张目前较为顺利。此外, 公司的物流主业也在沿着原定路线扩张, 预计疫情缓和后的开发与外延收购可能加速, 随着以上事项落地与高基数压力减小, 预计下半年业绩增长将高于上半年, 因此我们维持公司 2021-2023 年 4.3、6.0、8.1 亿的归母净利润不变, 已进入具有强估值吸引力区间, 继续推荐。

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	7,104	13,769	20,347
(+/-%)	35.6%	41.7%	107.3%	93.8%	47.8%
净利润(百万元)	196	288	430.57	602.43	815.35
(+/-%)	48.4%	47.1%	49.2%	39.9%	35.3%
摊薄每股收益(元)	1.27	1.75	2.62	3.66	4.96
EBIT Margin	11.4%	11.2%	7.8%	6.3%	5.9%
净资产收益率(ROE)	13.7%	16.9%	20.7%	23.3%	24.9%
市盈率(PE)	77.9	56.3	37.7	27.0	19.9
EV/EBITDA	46.0	37.5	30.2	22.4	17.8
市净率(PB)	10.65	9.49	7.79	6.28	4.96

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

密尔克卫披露 2021 年半年报，整体业绩符合预期。2021 上半年实现营收 34.6 亿元 (+133.06%)，归母净利润 1.84 亿元 (+30.46%)，扣非归母净利润 1.85 亿元 (+35.44%)。其中二季度单季营收 20.18 亿元 (+137.7%)，归母净利润 1.06 亿元 (+21.0%)，公司当前处于业务结构的调整阶段，叠加 2020 年二季度是公司单季度净利润金额最高的季度，基数压力较大，我们认为公司二季度业绩整体符合预期。

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：密尔克卫单季营业收入及增速（单位：百万、%）



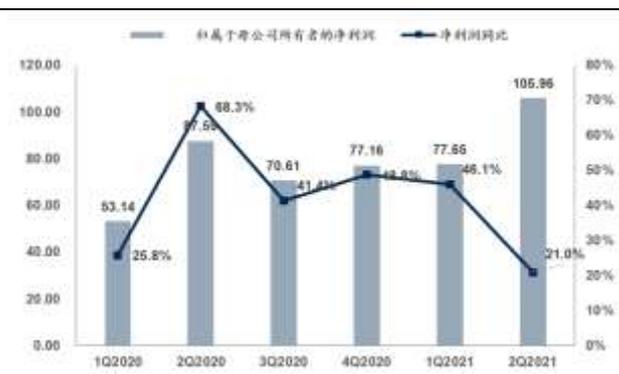
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：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

图 4：密尔克卫单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

■ 得益于快速成长的供应链业务，公司收入快速成长

我们按照物流与化工品交易两个大类拆分公司收入。

- 1) **物流**：剔除贸易板块收入后，预计公司 2021 年上半年物流与其他收入达到 23.15 亿元，同比增长 84.3%。公司物流业务中主要包括货运代理、仓储与运输。2021 年上半年，国际空运价格维持高位，海运价格则持续创出历史新高，2021 年二季度 SCFI 指数均值较去年同期增长 263%。在此行业背景之下，公司货代方面的收入随周期波动大幅增长，预计公司货代收入增长超过 100%，我们认为这将会是公司物流板块收入增长的主力因素。此外，公司的仓储业务预计平稳增长。
- 2) **化工品交易**：2021 年上半年，公司的化工品交易板块收入 11.47 亿元，同比增长 400.52%。化工品交易板块为公司今年以来重点发展的板块，主要基于公司的客户资源与交付能力，公司的交付能力基于其全国物流网络，得以向公司的大客户进行集中采购、并实现全国范围的零散交付和分销。

■ 利润率短期承压，主要来自于业务结构的变化

考察利润率指标，公司 Q2 的利润率有所下降，二季度毛利率 9.67%，同比去年同期下滑 9.6 个百分点，环比一季度下降 2.3 个百分点。我们认为公司整体毛利率的下滑主要是来自业务变化：

我们在梳理公司的收入结构时提到，本季度公司的收入增量中，来自于货代与化工品交易的收入占比突出。货代与化工品交易特点是收入成本均高但利润率较低，回顾过去 3 年，货代毛利率基本在 12-15% 之间，化工品交易的毛利率则在 2-7% 之间，远低于仓储业务超过 40% 的毛利率水平，其业务模式决定了利润率本身较低。

但本季度由于海运运价同比去年数倍增长，我们预计货代收入占比也大幅提升，2020 年货代收入占到公司物流收入的 49%，预计海运运价的价格波动将使得 21H1 货代收入占物流收入接近 6 成；化工品交易则是由于公司战略布局大幅增长 400% 至 11.46 亿，收入占比从 20 全年的 20% 提升至 33%。**货代与贸易低利润率业务收入的占比提升，是二季度毛利率承压的原因之一。**

■ 销售费用增加较大，符合业务逻辑

费用端，由于扩大了销售团队规模和业务结构的变化，公司的销售费用同比上升 86.61%，但销售费用率整体稳定，维持在 1.26%；此外公司的财务费用也增长 110.1% 至 2167.81 万，主因来自于银行贷款所造成的利息费用及现金折扣费用增加。公司的管理费用与研发费用则增长平稳。整体来看，随着收入规模扩张，公司的费用率整体控制稳定，4 项费用率合计为 4.32%，较去年同期下降 2.76 个百分点。

■ 产能扩张的脚步从未停歇，贸易与物流的协同效应有待发挥

我们认为公司产能扩张的步伐从未停止，对交易业务的探索并非是在物流主业上有所徘徊，而是加强化工品交付能力的一环，与物流业务存在协同效应，公司半年报亦有提及，化工交易对物流业务的装载率等是有正面作用的，但当前公司的交易业务整体规模尚不算大，我们认为随着交易业务的体量扩张，对物流业务的拉动、物流成本的摊薄、二者的协同效应将会更加明显。

公司上半年对外扩张的举措包括：

表 1：密尔克卫 2021 年上半年的扩张举措

类型	时间	标的	收购/获取对价 (万)	标的业务
外延	2021.3	马龙国华	11823	滇桂黔出产的化工资源布局线下分销网络，并释放危险化工品的铁路运输能力，实现磷资源及其他基础化学品的全国分销，用数字化供应链能力服务广大中小客户
	2021.4	上港化工物流	8388.07	完善上海化学工业区的线下化工品服务能力，服务芯片、半导体等行业的客户，并拓展智能化工公路港
内生	2021.2	山西化逸运	注册资本 1000 万	依托公司线上物流电商平台，主营国际国内货运代理业务。
	2021.3	临港密尔克卫航运	注册资本 5000 万	液体化学品的船运服务的能力建设，提供支线运输、船舶租赁等服务

2021.4	密尔克卫 天津西青 项目	注册资本 1.6 亿，公 司持股 95%	成立后，将优先满足中芯国际集成电路制造（天津）有限公司及其配套商的仓储需求，同时为区内其他企业提供服务
2021.6	密尔克卫 国企物流	注册资本 5000 万， 公司持股 80%	开设工程物流和大宗散杂货船舶租赁及运输业务
2021.6	临港特种 物流	注册资本 3000 万， 公司持股 65%	为临港新片区产业客户提供化工品供应链一站式服务

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在财务报表端，公司的固定资产继续增加至 8.24 亿，同比 20 年期末增加 4.47%，同时在建工程达 1.33 亿，余额较 20 年期末增长 187.08%，主要是去年设立/收购的宁波慎则、大正信（张家港）、镇江宝华项目的基建增加。从历史经验看，公司的扩张不论是外延亦或是内生，很难以线性方式进行衡量，同时也不排除 20 年至今疫情反复对公司对外扩张的步伐造成影响，但我们梳理公司今年上半年的工作，可以看到公司对外扩张的脚步从未停歇，以上举措对新的化学品品类（黄磷）、新的业务能力建设（液体化学品船运、国际工程物流等）、新的区域开拓（天津西青）等都是有力的推进，都将会对未来的业绩产生积极拉动作用。

■ 投资建议

维持“买入”评级。我们认为公司短期正在经历业务边界的扩张，从化工品物流走向集物流与交易于一身的交付型公司，意图更高效地解决行业流通问题。但就短期而言，化工品交易的建设、国际海运运价的高企对公司当前的表观利润率难免有所影响，但从物流与交易的协同效应、公司历史执行能力、21 上半年化工品交易的放量来看，公司扩张目前较为顺利。此外，公司的物流主业也在沿着原定路线扩张，行业逻辑没有发生变化，预计疫情缓和后的开发与外延收购可能加速，因此我们维持公司 2021-2023 年 4.3、6.0、8.1 亿的归母净利润不变，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 27x，已进入具有强估值吸引力区间，继续推荐。

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	335	营业收入	3427	7104	13769	20347
应收款项	1402	2336	4338	6132	营业成本	2854	6253	12392	18488
存货净额	19	33	65	98	营业税金及附加	10	21	41	61
其他流动资产	235	497	1033	1449	销售费用	49	87	151	203
流动资产合计	1798	3240	5735	8134	管理费用	129	207	343	416
固定资产	835	948	1146	1228	财务费用	31	50	96	142
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	5214	7988	10549	营业利润	336	523	785	1076
短期借款及交易性金融负债	254	451	506	193	营业外净收支	13	14	16	15
应付款项	761	1305	2534	3787	利润总额	349	537	801	1091
其他流动负债	575	970	1921	2855	所得税费用	60	107	200	278
流动负债合计	1590	2726	4961	6836	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	602	815
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	3063	5335	7212	净利润	288	431	602	815
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	2084	2587	3274	折旧摊销	98	106	121	136
负债和股东权益总计	3678	5214	7988	10549	公允价值变动损失	(3)	(0)	(0)	(0)
					财务费用	31	50	96	142
					营运资本变动	(45)	(242)	(352)	(53)
					其它	2	(2)	(2)	(3)
					经营活动现金流	339	293	370	897
					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)	(100)	(128)
					其它融资现金流	201	197	55	(312)
					融资活动现金流	(104)	139	(45)	(441)
					现金净变动	(11)	148	(95)	156
					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	335
					企业自由现金流	121	106	15	676
					权益自由现金流	215	264	(3)	258

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.75	2.62	3.66	4.96
每股红利	0.30	0.35	0.61	0.78
每股净资产	10.40	12.67	15.73	19.90
ROIC	16%	18%	22%	27%
ROE	17%	21%	23%	25%
毛利率	17%	12%	10%	9%
EBIT Margin	11%	8%	6%	6%
EBITDA Margin	14%	9%	7%	6%
收入增长	42%	107%	94%	48%
净利润增长率	47%	49%	40%	35%
资产负债率	53%	60%	68%	69%
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
P/E	56.3	37.7	27.0	19.9
P/B	9.5	7.8	6.3	5.0
EV/EBITDA	37.5	30.2	22.4	17.8

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。

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