

## 固收点评 20220915

# 密卫转债：中国仓储物流领先企业

2022年09月15日

### 事件

- **密卫转债(113658.SH)于2022年9月16日开始网上申购：**总发行规模为8.72亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于收购上海市化工产品汽车运输有限公司100%股权及转让方对标的公司1,600万债权项目、超临界水氧化及配套环保项目、徐圩新区化工品供应链一体化服务基地A块、镇江宝华物流有限公司改扩建普货仓库建设、运力系统提升项目(车辆及罐箱)和补充流动资金。
- **当前债底估值为86.52元，YTM为2.92%。**密卫转债存续期为5年，联合资信评估股份有限公司资信评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第五年分别为：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的112%（含最后一期利息），以5年AA-中债企业债到期收益率5.98%（2022-09-14）计算，纯债价值为86.52元，纯债对应的YTM为2.92%，债底保护一般。
- **当前转换平价为99.10元，平价溢价率为0.91%。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即2023年03月22日至2027年09月15日。初始转股价134.55元/股，正股密尔克卫9月14日的收盘价为133.34元，对应的转换平价为99.10元，平价溢价率为0.91%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为3.79%。**下修条款为“15/30，90%”，有条件赎回条款为“15/30、130%，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价134.55元计算，转债发行8.72亿元对总股本稀释率为3.79%，对流通盘的稀释率为3.82%，对股本摊薄压力较小。
- **我们预计密卫转债上市首日价格在117.28~130.65元之间，我们预计中签率为0.0026%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到密卫转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在25%左右，对应的上市价格在117.28~130.65元之间。我们预计网上中签率为0.0026%，建议积极申购。

### 观点

- **密尔克卫化工供应链服务股份有限公司始终专注于化工供应链更安全、更高效的运营。**公司主营现代物流业，属于生产性服务业，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。
- **2017年以来公司营收呈增长趋势，2017-2021年复合增速为60.86%。**公司2021年实现营业收入86.45亿元，同比增加152.26%，实现归母净利润4.32亿元，同比增加49.67%。自2017年以来，公司营业收入稳步攀升，同比增长率也呈增长趋势，2017-2021年复合增速为60.86%。与此同时，归母净利润也逐年上涨，2017-2021年复合增速为50.71%。
- **公司营业收入构成2021年加入新项目，主营业务为一站式综合物流服务、化工品交易和系统交付服务。**2021年，公司开发新的业务系统交付服务，首年收入占公司总营收的15%左右。
- **公司销售净利率和毛利率小幅下降，销售费用率和管理费用率下降，财务费用率波动较大。**2017-2021年，公司销售净利率分别为6.46%、7.38%、8.11%、8.46%和5.04%，销售毛利率分别为18.56%、18.29%、18.22%、16.71%和10.26%。销售毛利率和净利率均高于行业平均水平。公司销售费用率和管理费用率高于行业平均水平，但保持逐年下降的趋势，2022年上半年已近行业平均水平。财务费用2019年至2020年增幅较大。
- **风险提示：项目进展不及预期风险、违约风险。**

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016  
chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《第四波美元指数冲击才刚刚开始》

2022-09-15

《常银转债：积极改革的股份制农村银行》

2022-09-15

## 内容目录

|                  |   |
|------------------|---|
| 1. 转债基本信息 .....  | 4 |
| 2. 投资申购建议 .....  | 6 |
| 3. 正股基本面分析 ..... | 7 |
| 4. 风险提示 .....    | 9 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 2017-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元) .....  | 8 |
| 图 2: 2017-2022H1 归母净利润及同比增速 (亿元) ..... | 8 |
| 图 3: 2019-2021 年营业收入构成 .....           | 8 |
| 图 4: 2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%) ..... | 9 |
| 图 5: 2017-2022H1 销售费用率水平 (%) .....     | 9 |
| 图 6: 2017-2022H1 财务费用率水平 (%) .....     | 9 |
| 图 7: 2017-2022H1 管理费用率水平 (%) .....     | 9 |
| 表 1: 密卫转债发行认购时间表.....                  | 4 |
| 表 2: 密卫转债基本条款.....                     | 4 |
| 表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....             | 5 |
| 表 4: 债性和股性指标.....                      | 5 |
| 表 5: 相对价值法预测密卫转债上市价格 (单位: 元) .....     | 6 |

## 1. 转债基本信息

表 1: 密卫转债发行认购时间表

| 时间  | 日期         | 发行安排  |
|-----|------------|---|
| T-2 | 2022-09-14 | 1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》   |
| T-1 | 2022-09-15 | 1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日   |
| T   | 2022-09-16 | 1、发行首日<br>2、刊登《可转债发行提示性公告》<br>3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金）<br>4、网上申购（无需缴付申购资金）<br>5、确定网上申购摇号中签率 |
| T+1 | 2022-09-19 | 1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》<br>2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签  |
| T+2 | 2022-09-20 | 1、刊登《网上中签结果公告》<br>2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款   |
| T+3 | 2022-09-21 | 1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额   |
| T+4 | 2022-09-22 | 1、刊登《发行结果公告》  |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2: 密卫转债基本条款

|        |  |           |                                    |
|--------|--|-----------|------------------------------------|
| 转债名称   | 密卫转债   | 正股名称      | 密尔克卫                               |
| 转债代码   | 113658.SH  | 正股代码      | 603713.SH                          |
| 发行规模   | 8.72 亿元  | 正股行业      | 交通运输-物流-仓储物流                       |
| 存续期    | 5 年（2022 年 09 月 16 日至 2027 年 09 月 15 日）  | 主体评级/债项评级 | AA-/AA-                            |
| 转股价    | 134.55 元/股   | 转股期       | 2023 年 03 月 22 日至 2027 年 09 月 15 日 |
| 票面利率   | 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%  |           |                                    |
| 向下修正条款 | 存续期，15/30，90%  |           |                                    |
| 赎回条款   | (1) 到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以面值的 112%（含最后一期利息）全部赎回<br>(2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%；未转股余额不足 3000 万元 |           |                                    |
| 回售条款   | (1) 有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70%<br>(2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途    |           |                                    |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)

| 项目名称  | 项目总投资             | 拟投入募集资金          |
|---|-------------------|------------------|
| 收购上海市化工物品汽车运输有限公司 100%股权及转让方对标的公司 1,600 万债权项目 | 19,585.14         | 19,000.00        |
| 超临界水氧化及配套环保项目                                 | 70,000.00         | 28,000.00        |
| 徐圩新区化工品供应链一体化服务基地 A 块                         | 19,963.00         | 10,000.00        |
| 镇江宝华物流有限公司改扩建普货仓库建设                           | 5,500.00          | 2,000.00         |
| 运力系统提升项目 (车辆及罐箱)                              | 13,870.00         | 2,067.16         |
| 补充流动资金  | 26,171.64         | 26,171.64        |
| <b>合计</b>                                     | <b>155,089.78</b> | <b>87,238.80</b> |

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表 4: 债性和股性指标

| 债性指标               | 数值      | 股性指标                   | 数值      |
|--------------------|---------|------------------------|---------|
| 纯债价值               | 86.52 元 | 转换平价 (以 2022/9/14 收盘价) | 99.10 元 |
| 纯债溢价率 (以面值 100 计算) | 15.59%  | 平价溢价率 (以面值 100 计算)     | 0.91%   |
| 纯债到期收益率 YTM        | 2.92%   |                        |         |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 86.52 元, YTM 为 2.92%。**密卫转债存续期为 5 年,联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-,票面面值为 100 元,票面利率第一年至第五年分别为: 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.0%,公司到期赎回价格为票面面值的 112% (含最后一期利息),以 5 年 AA-中债企业债到期收益率 5.98% (2022-09-14) 计算,纯债价值为 86.52 元,纯债对应的 YTM 为 2.92%,债底保护一般。

**当前转换平价为 99.10 元, 平价溢价率为 0.91%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止,即 2023 年 03 月 22 日至 2027 年 09 月 15 日。初始转股价 134.55 元/股,正股密尔克卫 9 月 14 日的收盘价为 133.34 元,对应的转换平价为 99.10 元,平价溢价率为 0.91%。

**转债条款中规中矩。**下修条款为“15/30, 90%”,有条件赎回条款为“15/30、130%”,有条件回售条款为“30、70%”,条款中规中矩。

**总股本稀释率为 3.79%。**按初始转股价 134.55 元计算,转债发行 8.72 亿元对总股本稀释率为 3.79%,对流通盘的稀释率为 3.82%,对股本摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

我们预计密卫转债上市首日价格在 117.28~130.65 元之间。按密尔克卫 2022 年 9 月 14 日收盘价测算，当前转换平价为 99.10 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的裕兴转债（转换平价 95.92 元，评级 AA-，发行规模 6.00 亿元）、明新转债（转换平价 98.00 元，评级 AA-，发行规模 6.73 亿元）、苏利转债（转换平价 106.49 元，评级 AA-，发行规模 9.57 亿元），9 月 14 日转股溢价率分别为 33.76%、38.88%、17.31%。

2) 参考近期上市的小熊转债（上市日转换平价 96.05 元）、顺博转债（上市日转换平价 83.65 元）、瑞科转债（上市日转换平价 79.79 元），上市当日转股溢价率分别为 38.01%、49.91%、51.97%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归，构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型，解释变量为：行业转股溢价率 ( $x_1$ )、评级对应的 5 年中债企业债上市前一日的到期收益率 ( $x_2$ )、前十大股东持股比例 ( $x_3$ ) 和上市前一日中证转债成交额取对数 ( $x_4$ )，被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为： $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的实证模型，其中，交通运输行业的转股溢价率为 16.43%，2022 年 9 月 14 日 AA- 中债企业债到期收益为 5.98%，2022 年半年报显示密尔克卫前十大股东持股比例为 64.89%，2022 年 9 月 14 日中证转债成交额为 45,087,727,151 元，取对数得 24.53。因此，可以计算出密卫转债上市首日转股溢价率 ( $y$ ) 为 20.60%。

综合可比标的、实证模型结果及至上市当日正股股价变动预期，考虑到密卫转债的债底保护一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 117.28~130.65 元之间。

表 5: 相对价值法预测密卫转债上市价格 (单位: 元)

|                |        | 20.00% | 22.00% | 25.00% | 28.00% | 30.00% |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -5%            | 126.67 | 112.97 | 114.86 | 117.68 | 120.51 | 122.39 |
| -3%            | 129.34 | 115.35 | 117.28 | 120.16 | 123.04 | 124.97 |
| 2022/09/14 收盘价 | 133.34 | 118.92 | 120.90 | 123.88 | 126.85 | 128.83 |
| 3%             | 137.34 | 122.49 | 124.53 | 127.59 | 130.65 | 132.70 |
| 5%             | 140.01 | 124.87 | 126.95 | 130.07 | 133.19 | 135.27 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **69.47%**。密尔克卫的前十大股东合计持股比例为 64.89% (2022/3/31)，股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售，其他股东中有 50%参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 69.47%。

我们预计中签率为 **0.0077%**。密卫转债发行总额为 30.00 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 72.10%，剩余网上投资者可申购金额为 8.37 亿元。密卫转债仅设置网上发行，近期发行的嘉诚转债（评级 A+，规模 7.70 亿元）1041.27 万户，科蓝转债（评级 AA，规模 14.77 亿元）1061.63 万户，天箭转债（评级 A+，规模 4.10 亿元）1153.6 万户。我们预计密卫转债网上有效申购户数为 1085.5 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0077%。

我们预计中签率为 **0.0026%**。密卫转债发行总额为 8.72 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 69.47%，剩余网上投资者可申购金额为 2.66 亿元。密卫转债仅设置网上发行，近期发行的嘉诚转债（评级 AA-，规模 8.00 亿元）网上申购数约 1041.27 万户，科蓝转债（评级 AA-，规模 4.95 亿元）网上申购数约 1061.63 万户，淮 22 转债（评级 AAA，规模 30.00 亿元）网上申购数约 1024.17 万户。我们预计密卫转债网上有效申购户数为 1042.36 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0026%。

### 3. 正股基本面分析

**密尔克卫化工供应链服务股份有限公司**公司始终专注于**化工供应链更安全、更高效的运营**。公司主营现代物流业，属于生产性服务业，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。公司从事的一站式综合物流服务是指接受客户委托，提供全球点到点的物流服务，通过个性化的物流解决方案及供应链管理方案，在各环节为客户提供安全、高效、环保的专业化工物流服务。通过 20 多年的行业运营，公司已与国内外众多著名化工企业形成长期合作关系，包括全球最大的化工企业巴斯夫集团、全球第二大化工企业陶氏集团等全球最著名的跨国化工企业。公司关心员工的健康，注重企业的社会责任及可持续发展，精益求精，止于至善，矢志为成就引领全球化工供应链服务的民族品牌而努力拼搏。公司获得了 ISO9001:2008 质量管理体系认证，在质量安全体系管控下实现平稳运营，取得客户的高度认可。

**2017 年以来公司营收呈增长趋势，2017-2021 年复合增速为 60.86%**。公司 2021 年实现营业收入 86.45 亿元，同比增加 152.26%，实现归母净利润 4.32 亿元，同比增加 49.67%。自 2017 年以来，公司营业收入稳步攀升，同比增长率也呈增长趋势，2017-2021 年复合增速为 60.86%。与此同时，归母净利润也逐年上涨，2017-2021 年复合增速为 50.71%。2021 年公司营收增速陡升，主要是由于，公司开发了新业务板块，2021 年和 2022 年 1-6 月全球工程物流及干散货业务营收贡献分别为 23,486.50 万元和 45,968.37 万元，因此，公司经营规模扩大，业务量增加，营业收入增长。

图 1: 2017-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

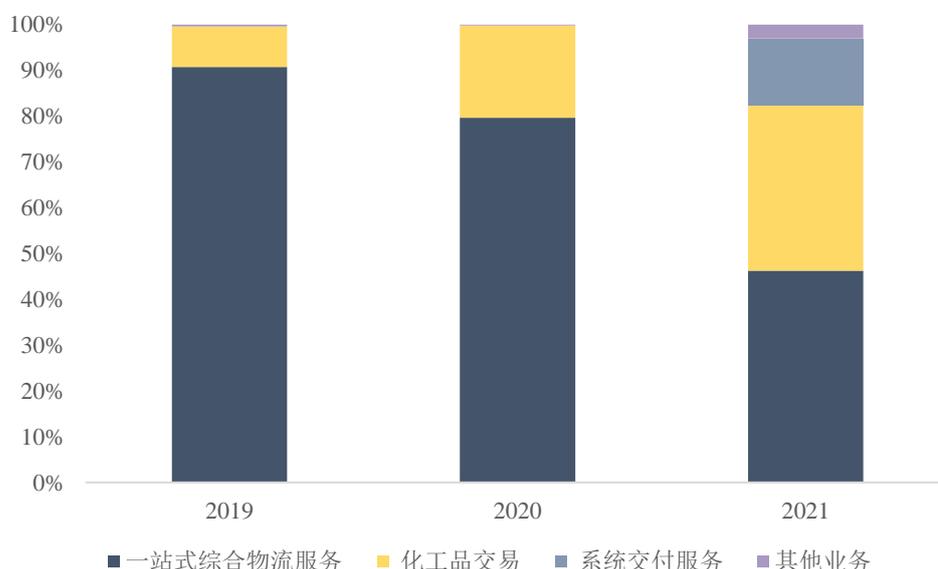
图 2: 2017-2022H1 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

公司营业收入构成 2021 年加入新项目, 主营业务为一站式综合物流服务、化工品交易和系统交付服务。2020 年及以前, 公司主营业务为一站式综合物流服务和化工品交易, 且两者占比之和各年均大于 90%。2021 年, 公司开发新的业务系统交付服务, 首年收入占公司总营收的 15%左右。

图 3: 2019-2021 年营业收入构成

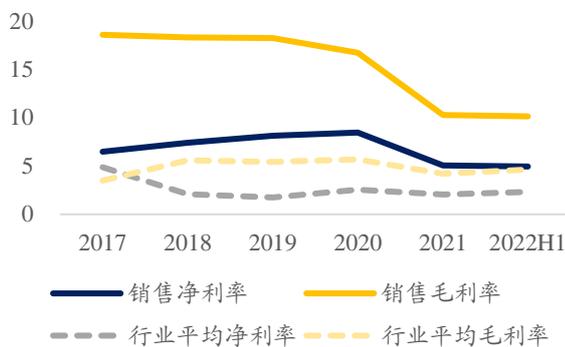


数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率小幅下降, 销售费用率和管理费用率下降, 财务费用率波动较大。2017-2021 年, 公司销售净利率分别为 6.46%、7.38%、8.11%、8.46%和 5.04%, 销售毛利率分别为 18.56%、18.29%、18.22%、16.71%和 10.26%。销售毛利率

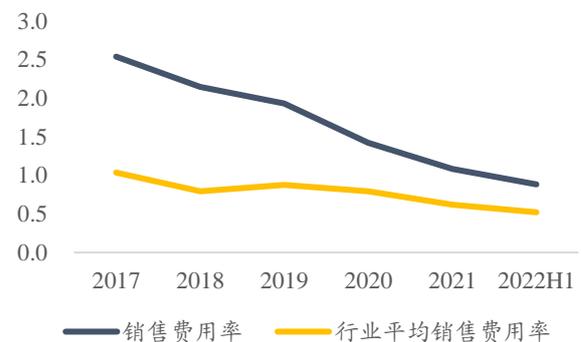
和净利率均高于行业平均水平。2020年至2021年度，公司全球货代业务毛利率小幅下降，主要系公司为了实现从综合物流向供应链贸易业务的纵向延申，公司积极参与供应链上下游业务，逐步开拓化工交易业务，低毛利率的化工品交易板块收入占比上升，销售结构的变化拉低了公司整体毛利率，但公司仍具有较高盈利水平。公司销售费用率和管理费用率高于行业平均水平，但保持逐年下降的趋势，2022年上半年已近行业平均水平。财务费用2019年至2020年增幅较大，主要原因是受到外汇波动影响的汇兑损失及新增并购项目产生的银行借款及利息增加，以及公司为加快销售回款，对主要客户执行提前回款可享有一定现金折扣的结算政策，当年现金折扣增加。

图 4: 2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2017-2022H1 销售费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2017-2022H1 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2017-2022H1 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图 4-7 中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营业务收入较大的公司的影响, 弱化主营业务收入较小的公司的影响。

#### 4. 风险提示

项目进展不及预期风险、违约风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

