

投资评级 优于大市 维持

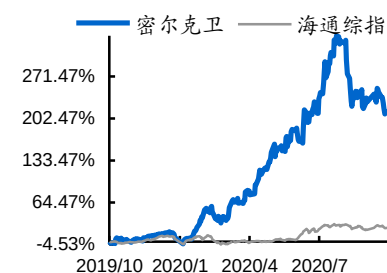
股票数据

11 月 03 日收盘价(元)	108.41
52 周股价波动(元)	34.88-160.90
总股本/流通 A 股(百万股)	155/68
总市值/流通市值(百万元)	16775/7374

相关研究

《归母净利润保持快速增长,拟实施股票激励计划》2019.11.07

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.3	-24.9	-12.9
相对涨幅(%)	-13.5	-24.1	-13.0

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:刘海荣

Tel:(021)23154130

Email:lhr10342@htsec.com

证书:S0850517080010

业绩持续高增长,积极布局线上业务

投资要点:

- **2020 年前三季度实现归母净利润 2.11 亿元,同比增长 46.56%。**公司公告 2020 年前三季度实现营收 23.86 亿元,同比增长 33.28%;实现归母净利润 2.11 亿元,同比增长 46.56%;实现 EPS1.37 元/股。其中 3Q2020 实现营收 9 亿元,同比增长 32.87%;实现归母净利润 0.71 亿元,同比增长 41.43%。
- **毛利率和期间费用率均有所下降。**2020 年前三季度公司综合毛利率为 17.68%,较去年同期 18.15%同比小幅下滑 0.47 个百分点。同期公司期间费用率为 6.85%,较去年同期 8.18%同比下降 1.33 个百分点。其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.48%、4.55%和 0.81%,分别较去年同期下降 0.49 个百分点、下降 1.14 个百分点和提高 0.29 个百分点。
- **持续布局线上业务,巩固行业领先地位。**2020 年 10 月 13 日,公司以 1000 万元对外投资设立了贵州化亿运供应链管理有限公司,该公司将专注于打造网络货运平台和物流电商平台,撮合化学品货运代理、仓储服务、以及运输公司和司机的在线交易,提供全面的安全审核及过程管理。2020 年 10 月 27 日,公司又投资 5000 万元设立密尔克卫慎则化工科技有限公司,致力于扩大公司化学品交易平台业务规模,深挖化工品交易需求。我们认为通过持续布局线上业务,将有助于公司打造物流贸易一体化平台,不断增加化工客户粘度,巩固行业领先地位。
- **非公开发行不超过 11 亿元,进一步扩大业务布局。**公司公告拟非公开发行不超过 11 亿元,用于投资建设宁波慎则化工供应链管理有限公司、广西慎则物流有限公司仓储物流、密尔克卫(烟台)供应链管理服务有限公司现代化工供应链创新与应用配套设施、扩建 2 万平方米丙类仓库、网络布局运营能力提升和补充流动资金。我们认为募投项目达产后将有望进一步提升公司产能规模、扩大业务布局,为后续业绩增长打下坚实基础。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.81、2.80、3.57 元/股。公司是专注化工物流的一站式综合服务提供商,伴随产能扩张和集中度提高,2020-2022 年归母净利润复合增速为 41%;而其可比公司华贸物流、德邦股份、顺丰控股复合增速分别为 27%、31%、25%。公司未来三年复合增速要显著大于同行业可比公司增速水平,因此结合可比公司估值,我们给予 2021 年 40-43 倍 PE,对应合理价值区间 112-120.4 元,维持优于大市评级。
- **风险提示。**募投项目投产低于预期;危化品仓储单位面积价格下降;经济下行,仓储运输需求下降。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1784	2419	3217	4388	5834
(+/-)YoY(%)	38.2%	35.6%	33.0%	36.4%	33.0%
净利润(百万元)	132	196	280	433	553
(+/-)YoY(%)	57.9%	48.4%	42.7%	54.6%	27.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.85	1.27	1.81	2.80	3.57
毛利率(%)	18.3%	18.2%	19.2%	20.9%	21.2%
净资产收益率(%)	10.6%	13.7%	16.3%	20.1%	20.5%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 2019-2022 年密尔克卫分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
货运代理				
销售收入 (百万元)	1061	1273	1527	1833
毛利率 (%)	12%	13%	14%	14%
销售成本 (百万元)	931	1107	1314	1576
运输业务				
销售收入 (百万元)	672	1009	1513	2118
毛利率 (%)	12%	13%	14%	14%
销售成本 (百万元)	591	883	1309	1832
仓储业务				
销售收入 (百万元)	462	669	1004	1405
毛利率 (%)	47%	48%	49%	49%
销售成本 (百万元)	244	351	517	724
化工品交易				
销售收入 (百万元)	214	257	335	468
毛利率 (%)	2%	2%	2%	2%
销售成本 (百万元)	210	252	328	459
其他				
销售收入 (百万元)	10	9	9	9
毛利率 (%)	85%	50%	50%	50%
销售成本 (百万元)	1	5	5	5
合计				
销售收入 (百万元)	2419	3217	4388	5834
毛利率 (%)	18%	19%	21%	21%
销售成本 (百万元)	1978	2598	3472	4596

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

表 2 同行业市盈率相对估值比较

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
603128.SH	华贸物流	7.16	0.35	0.38	0.44	20	19	16	0.55
603056.SH	德邦股份	14.07	0.34	0.52	0.68	41	27	21	0.51
002352.SZ	顺丰控股	85.66	1.31	1.65	2.02	65	52	42	1.61
均值						42	33	26	0.89

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 2020 年 11 月 03 日收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期，PEG 中 PE 为 2021 年一致预期，增长率为 2019-2021 年一致预期复合增长率

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2419	3217	4388	5834
每股收益	1.27	1.81	2.80	3.57	营业成本	1978	2598	3472	4596
每股净资产	9.27	11.08	13.88	17.45	毛利率%	18.2%	19.2%	20.9%	21.2%
每股经营现金流	1.37	1.68	2.88	3.85	营业税金及附加	10	10	14	20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	47	62	85	113
P/E	90.76	63.61	41.14	32.20	营业费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
P/B	12.40	10.38	8.29	6.59	管理费用	109	142	195	321
P/S	7.36	5.53	4.06	3.05	管理费用率%	4.5%	4.4%	4.5%	5.5%
EV/EBITDA	19.24	36.23	25.86	20.71	EBIT	252	381	584	737
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	16	25	34	35
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.6%
毛利率	18.2%	19.2%	20.9%	21.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	8.1%	8.7%	9.9%	9.5%	投资收益	7	-4	-5	-4
净资产收益率	13.7%	16.3%	20.1%	20.5%	营业利润	239	356	551	704
资产回报率	7.6%	8.7%	10.9%	11.4%	营业外收支	11	0	0	0
投资回报率	10.5%	12.2%	15.5%	16.5%	利润总额	250	356	551	704
盈利增长 (%)					EBITDA	336	505	710	884
营业收入增长率	35.6%	33.0%	36.4%	33.0%	所得税	54	77	119	152
EBIT 增长率	32.5%	50.9%	53.4%	26.1%	有效所得税率%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
净利润增长率	48.4%	42.7%	54.6%	27.8%	少数股东损益	0	-1	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	196	280	433	553
资产负债率	42.6%	45.2%	44.8%	43.5%					
流动比率	1.55	1.32	1.31	1.37	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.44	1.23	1.22	1.26	货币资金	137	190	215	250
现金比率	0.19	0.18	0.15	0.14	应收账款及应收票据	694	915	1257	1668
经营效率指标					存货	10	25	21	32
应收账款周转天数	101.73	101.46	101.86	101.68	其它流动资产	288	299	360	426
存货周转天数	1.91	3.49	2.24	2.55	流动资产合计	1129	1428	1853	2376
总资产周转率	0.94	1.00	1.11	1.20	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.80	3.79	4.00	4.31	固定资产	637	849	1096	1355
					在建工程	37	50	33	12
					无形资产	338	450	553	675
					非流动资产合计	1440	1777	2110	2469
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2569	3205	3963	4846
净利润	196	280	433	553	短期借款	120	404	482	470
少数股东损益	0	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	339	463	611	805
非现金支出	89	124	125	147	预收账款	5	8	10	13
非经营收益	16	29	41	42	其它流动负债	263	209	306	452
营运资金变动	-89	-173	-152	-146	流动负债合计	726	1083	1409	1739
经营活动现金流	213	260	446	595	长期借款	291	291	291	291
资产	-188	-462	-460	-509	其它长期负债	76	76	76	76
投资	-389	0	0	0	非流动负债合计	367	367	367	367
其他	251	-4	-5	-4	负债总计	1093	1450	1776	2106
投资活动现金流	-326	-466	-465	-512	实收资本	155	155	155	155
债权募资	474	284	78	-12	归属于母公司所有者权益	1435	1714	2147	2700
股权募资	42	0	0	0	少数股东权益	41	41	40	39
其他	-405	-25	-34	-35	负债和所有者权益合计	2569	3205	3963	4846
融资活动现金流	111	259	45	-48					
现金净流量	-1	53	25	35					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 03 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
刘海荣 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：新洋丰,七彩化学,东岳硅材,建龙微纳,皇马科技,梅花生物,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,雅本化学,中旗股份,国光股份,利民股份,光华科技,万润股份,江山股份,晨光新材,安道麦 A

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。