

密尔克卫 (603713)

证券研究报告

2020年07月09日

半年业绩超预期，趋势强劲继续看好！

事件：密尔克卫披露 2020 半年报业绩预增公告，公司预计上半年归母净利润同比增长 48%-52%，预计扣非净利润同比增长 48.3%-52.4%。预计上半年归母净利润在 1.40-1.43 亿，以此推算，预计公司 2020Q2 实现归母净利润 8640-9017 万，单季度归母净利润增长 66.0-73.3%，扣非净利润增 71.6-79.4%。公司上半年业绩略超市场预期。

无惧疫情影响，成长逐季加速。上半年突发新冠疫情，公司作为行业头部企业复产迅速，一季度归母净利润增速 25.8%，公司二季度业绩增长加速，达到 2019 年以来季度最高。我们认为公司二季度业绩与财务口径变化无关，主要来自于内生增长。

稳扎稳打，保持扩张节奏。二季度后，扩张稳扎稳打，分别实现：

- 1) 5 月，公告拟以 1.04 亿元对价，收购湖南瑞鑫化工 65%股权，进入湖南地区的化工品贸易与加油站市场。
- 2) 7 月，公司对外宣布收购大正信(张家港)物流有限公司 100%的股份，夯实华东地区资源能力，获得 20000 万平方米丙类库资源。
- 3) 7 月，公司公告与广东阿格蕾雅光电材料签订《彭山经济开发区密尔克卫供应链一体化基地项目框架协议》。双方计划合作建设化工品供应链一体化服务基地。密尔克卫占 60%股权，阿格蕾雅持股 40%，项目总投资暂定 1.2 亿，位于成都眉山化工园（万华化学西南基地项目位于此），可辐射阿格蕾雅、万华化学、陶氏化学等，为其提供一体化物流服务。

公司对外扩张脚步扎实，长期看公司将延续与头部化学品公司的合作关系，继续通过内生+外延的方式扩张产能。预计下半年随着收购项目落地与潜在自建项目投资等，公司业绩将维持高速增长。

行业监管逐步收紧，头部化趋势不可逆。危化品物流行业事故频发，6 月温岭再次发生事故，事件短期或将导致合规化工危化品运输、仓储资产溢价能力增强，收费提升，中长期将会导致不合规公司的退出，我们判断客户及核心资产都向头部企业聚集的趋势已不可逆，行业集中度或将加速提升，利好密尔克卫。

重趋势，轻估值，我们更看重公司的成长空间。密尔克卫当前所处的市场，是典型的大行业、小公司，公司未来成长空间大。保守估计化工品第三方物流市场规模在 3000 亿以上，2019 年公司市占率仅 0.7%；自下而上看，A 股有 344 家化工公司，其中 18 年开发的万华化学去年贡献营收 1.2 亿，已成为前三大客户，但物流额仅占万华物流比重约为 5.4%。**公司过去扎实的扩张证明了自身质地，而广阔的市场空间意味着公司高速增长或将持续多年。**

投资建议：疫情后阶段，预计公司业务开发和外延收购提速，未来三年有望延续高增长，我们将公司 2020-2022 年盈利预测从 3.06、4.34、6.10 亿升至 3.21、4.49 与 6.11 亿，三年业绩增速分别为 63%、40%与 36%，维持买入评级。

风险提示：宏观需求超预期波动；行业监管严格程度不及预期；公司项目增长不及预期；客户开发不及预期；危化品安全风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,783.91	2,418.80	3,241.90	5,025.06	7,657.86
增长率(%)	38.16	35.59	34.03	55.00	52.39
EBITDA(百万元)	217.41	362.47	447.37	657.06	906.34
净利润(百万元)	132.16	196.06	320.52	448.92	610.73
增长率(%)	57.91	48.35	63.48	40.06	36.04
EPS(元/股)	0.85	1.27	2.07	2.90	3.95
市盈率(P/E)	111.15	74.92	45.83	32.72	24.05
市净率(P/B)	11.73	10.24	8.47	6.92	5.53
市销率(P/S)	8.23	6.07	4.53	2.92	1.92
EV/EBITDA	19.62	17.64	33.92	23.63	16.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	94.93 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	154.74
流通 A 股股本(百万股)	68.02
A 股总市值(百万元)	14,689.18
流通 A 股市值(百万元)	6,457.53
每股净资产(元)	9.57
资产负债率(%)	44.84
一年内最高/最低(元)	105.20/28.50

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110516110002
jiangming@tfzq.com	
黄盈	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110518080007
huangying1@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《密尔克卫-公司点评:事故倒逼行业出清，头部化趋势已不可逆》 2020-06-15
- 2 《密尔克卫-公司深度研究:十倍进阶之路!从 A 股上游物流开支中找寻答案》 2020-05-26
- 3 《密尔克卫-季报点评:成长大超预期，龙头拐点将至》 2020-04-23

1. 事件

密尔克卫披露 2020 半年报业绩预增公告，公司上半年归母净利润同比增长 48%-52%，预计扣非净利润同比增长 48.3%-52.4%。上半年归母净利润在 1.40-1.43 亿，以此推算，预计公司 2020Q2 实现归母净利润 8640-9017 万，单季度归母净利润增长 66.0-73.3%，扣非净利润增 71.6-79.4%。公司上半年业绩略超市场预期。

2. 点评

- **无惧疫情影响，成长逐季加速。**上半年突发新冠疫情，公司作为行业头部企业复产迅速，一季度归母净利润增速 25.8%，公司二季度业绩增长加速，达到 2019 年以来季度最高水平。我们认为公司二季度与财务口径变化无关，主要来自于内生增长。
- **稳扎稳打，保持扩张节奏。**二季度后，在合作与资产上的扩张可谓稳扎稳打，分别实现：
 - 1) 5 月，公告拟以 1.04 亿元对价，收购湖南瑞鑫化工 65% 股权，进入湖南地区的化工品贸易与加油站市场。
 - 2) 7 月，公司对外宣布收购大正信(张家港)物流有限公司 100% 的股份，夯实华东地区资源能力，获得 20000 万平方米丙类库资源。
 - 3) 7 月，公司公告与广东阿格蕾雅光电材料签订《彭山经济开发区密尔克卫供应链一体化基地项目框架协议》。双方计划合作建设化工品供应链一体化服务基地。密尔克卫占 60% 股权，阿格蕾雅持股 40%，项目总投资暂定 1.2 亿，位于成都眉山化工园（万华化学西南基地项目位于此），可辐射阿格蕾雅、万华化学、陶氏化学等，为其提供一体化物流服务。

公司对外扩张脚步扎实，收购与合作对象均是在当地拥有稀缺资源的优质企业，长期看公司将延续与头部化学品公司的合作关系，继续通过内生+外延的方式扩张产能。预计下半年随着收购项目落地与潜在自建项目投产等，公司业绩将维持高速增长。

- **行业监管逐步收紧，头部化趋势不可逆。**危化品物流行业事故频发，6 月温岭再次发生事故，事件短期或将导致合规化工危化品运输、仓储资产溢价能力增强，收费提升，中长期将会导致不合规公司的退出，我们判断客户及核心资产都向头部企业聚集的趋势已不可逆，对行业存量产能的事前与事后监管收紧，行业集中度或将加速提升，利好密尔克卫。
- **重趋势，轻估值，我们更看重公司的成长空间。**密尔克卫当前所处的市场，是典型的大行业、小公司，密尔克卫作为细分行业唯一的上市公司，未来成长空间大。

自上而下看：保守估计化工品第三方物流市场规模在 3000 亿以上，2019 年公司市占率仅 0.7%；

自下而上看，密尔克卫当前拥有 3000 家以上客户，大多体量较小，而 A 股有 344 家化工公司，116 家有较为清晰的外包物流成本记录（科目多为物流成本、仓储费、运输费等），其中物流额超过 4 亿的有 13 家，超过 2 亿的有 41 家。密尔克卫 18 年开发客户万华化学，2019 年贡献营收 1.2 亿，已成为密尔克卫前三大客户，但物流额仅占万华物流比重约为 5.4%，我们通过敏感性测试未来 2 年若能开发 A 股头部 4% 的化工客户，可创造 12 亿的营收，这相当于公司 19 年营收的 54%；开发 12% 的客户较 19 年几近翻倍，成长空间大。

表 1：化工物流各方需求&密尔克卫物流渗透率测算

需求方	物流采购额 (亿)	假设密尔克卫物流渗透率, 对应的密尔克卫收入 (亿)				
		5%	10%	15%	20%	25%
A 股物流额高于 4 亿 13 家	121	6.1	12.1	18.2	24.2	30.3
A 股物流额高于 2 亿 41 家	199	9.9	19.9	29.8	39.7	49.6
A 股可查询物流额 116 家	243	12.2	24.3	36.5	48.6	60.8
A 股所有化工公司 344 家	750	37.5	75.0	112.5	150.0	187.5
国内非上市化工企业 (假定证券化率 50%)	750	目前密尔克卫有 3000 家 以上的客户群体中, 除了有巴斯夫、陶氏化学为代表的 500 强企业若干家以外, 其实有大量的非上市化工企业, 以及小型				
国际化工生产企业	?	的贸易批发、物流公司				
各类化工贸易、批发、物流公司	?					
市场容量合计	3200	自上而下 3200 亿的市场容量是匹配于行业上市公司观察的				

资料来源: wind, 天风证券研究所

由于公司潜在客户容量较大, 从产业趋势角度出发, 我们认为密尔克卫的未来发展大致为三个阶段:

- **第一阶段 (目前阶段, 2-3 年):** 上市之初, 借助融资能力大幅增强, 资产上自建、收购危化仓库为主, 辅以自营车队的构建, 公司能快速切入新市场、新客户; 其次, 公司会在供应链上对新客户货代、运输进行深度拓展; 于此同时, 公司会从客户结构上统筹核心仓库的产能利用率, 努力提升资产收益率, 导致业务的收入和利润快速增长, 总体物流收入体量有望达到 50 亿以上;
- **第二阶段 (3-5 年):** 在核心资产不断布局落地前提下, 公司在国内的仓储物流网络初步形成, 借助市场口碑及核心客户池的增长, 公司大概率会同步提升经营杠杆, 提升租赁仓库、外包运输的比重来强化仓储物流网络, 进一步覆盖客户群体, 并形成围绕核心客户产业链深度开发的正循环, 同时公司将会触及客户在海外的供应链服务, 收入端有望冲击 100 亿。
- **第三阶段 (5 年以上):** 公司在国内仓库及物流网络的布局初步完成, 收入过亿及高端产品大型客户以占有相当比重, 收入端中 TOP5 客户收入比重被控制在 15% 以内; 运输方式中, 海运为干线的比重有所下降, 铁路和航空收入比重增加; 同时, 海外物流收入已具备一定规模; 公司整体收入有望突破 300 亿, 得益于经营杠杆的增加, ROE 也有望系统性提升。

当然, 上述发展阶段可能并非是线性的, 各阶段发展可能会有重合, 毕竟公司体量较小, 基建项目、外延收购的节奏及核心大客户的深度开发很可能让进程提速。基于上述市场容量和公司发展的假设, 我们在中性预期下公司市占率通过 8 年的发展从 0.7% 提升至 6.7%, 同步拟合公司收入趋势如下:

图 2: 基于三阶段发展对密尔克卫的经营假设 (估算值, 亿元)

亿元	第一阶段					第三阶段		
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
国内化工第三方物流市场	3200	3184	3407	3611	3792	3944	4062	4184
YOY	5.0%	-0.5%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%
密尔克卫国内物流收入	22	31	46	69	95	134	191	280
YOY	41.6%	41.2%	48.4%	49.2%	38.2%	41.4%	42.4%	46.8%
密尔克卫占国内市场份额	0.69%	0.97%	1.35%	1.90%	2.50%	3.40%	4.70%	6.70%
密尔克卫海外物流收入	0	0	0.4	1.5	3.5	7	15	23
密尔克卫物流合计收入	21.95	31	46	70	98	141	206	303
YOY	42%	41%	50%	51%	40%	44%	46%	47%

第二阶段

资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

总结来看，公司过去扎实的扩张证明了自身质地，而广阔的市场空间意味着公司高速增长或将持续多年。

3. 投资建议

疫情后阶段，预计公司业务开发和外延收购提速，未来三年有望延续高增长，我们将公司2020-2022年盈利预测从3.06、4.34、6.10亿升至3.21、4.49与6.11亿，三年业绩增速分别为63%、40%与36%，维持买入评级。

4. 风险提示

宏观需求超预期波动；行业监管严格程度不及预期；公司项目增长不及预期；客户开发不及预期；危化品安全风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	134.40	137.21	259.35	402.01	612.63
应收票据及应收账款	513.34	694.14	710.68	1,383.09	1,807.68
预付账款	39.21	75.87	50.36	147.83	176.12
存货	5.33	10.34	34.37	23.66	80.13
其他	412.25	211.80	455.94	491.36	477.07
流动资产合计	1,104.53	1,129.36	1,510.71	2,447.94	3,153.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	320.69	636.95	847.87	1,157.47	1,352.26
在建工程	96.35	37.25	58.35	83.01	79.81
无形资产	187.77	337.86	396.02	461.86	525.38
其他	147.79	427.71	387.04	391.22	390.91
非流动资产合计	752.60	1,439.77	1,689.29	2,093.56	2,348.36
资产总计	1,857.14	2,569.12	3,200.00	4,541.51	5,501.99
短期借款	80.00	120.00	285.84	539.16	659.30
应付票据及应付账款	260.51	338.66	461.97	781.51	1,128.74
其他	91.57	267.62	143.98	271.52	379.63
流动负债合计	432.09	726.29	891.79	1,592.19	2,167.67
长期借款	121.78	290.54	480.78	729.55	575.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.87	76.50	52.28	55.55	61.44
非流动负债合计	159.65	367.03	533.06	785.09	637.39
负债合计	591.73	1,093.32	1,424.85	2,377.29	2,805.06
少数股东权益	13.17	41.13	41.13	41.13	41.13
股本	152.47	154.74	154.74	154.74	154.74
资本公积	648.16	689.47	689.47	689.47	689.47
留存收益	1,073.25	1,290.80	1,579.28	1,968.35	2,501.06
其他	(621.64)	(700.34)	(689.47)	(689.47)	(689.47)
股东权益合计	1,265.40	1,475.80	1,775.15	2,164.22	2,696.93
负债和股东权益总	1,857.14	2,569.12	3,200.00	4,541.51	5,501.99

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	131.70	196.17	320.52	448.92	610.73
折旧摊销	32.77	83.94	39.82	59.91	74.89
财务费用	7.13	16.03	17.83	27.64	42.12
投资损失	15.95	(6.64)	(14.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(381.15)	155.82	(256.88)	(346.12)	(30.45)
其它	323.75	(232.80)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	130.14	212.51	107.29	188.34	695.28
资本支出	314.71	672.77	354.22	456.73	324.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(958.98)	(999.11)	(656.44)	(917.03)	(655.17)
投资活动现金流	(644.27)	(326.34)	(302.22)	(460.30)	(331.06)
债权融资	201.78	410.54	766.62	1,268.71	1,235.25
股权融资	390.07	(10.17)	(6.96)	(27.64)	(42.12)
其他	(135.67)	(289.60)	(442.58)	(826.46)	(1,346.73)
筹资活动现金流	456.18	110.77	317.08	414.61	(153.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(57.95)	(3.05)	122.14	142.65	210.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,783.91	2,418.80	3,241.90	5,025.06	7,657.86
营业成本	1,457.61	1,978.14	2,598.57	4,042.88	6,238.70
营业税金及附加	4.39	9.86	12.97	20.10	30.63
营业费用	38.31	46.70	64.84	100.50	153.16
管理费用	82.65	108.69	145.89	226.13	344.60
研发费用	10.43	22.97	25.94	40.20	61.26
财务费用	7.12	16.37	17.83	27.64	42.12
资产减值损失	0.46	0.10	0.15	0.10	0.05
公允价值变动收益	0.00	(0.39)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(15.95)	6.64	14.00	2.00	2.00
其他	29.78	(9.19)	(28.00)	(4.00)	(4.00)
营业利润	169.11	238.90	389.72	569.51	789.33
营业外收入	11.36	17.29	24.00	15.00	15.00
营业外支出	1.18	6.14	8.00	1.50	6.00
利润总额	179.28	250.05	405.72	583.01	798.33
所得税	47.58	53.89	85.20	134.09	187.61
净利润	131.70	196.17	320.52	448.92	610.73
少数股东损益	(0.45)	0.11	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	132.16	196.06	320.52	448.92	610.73
每股收益(元)	0.85	1.27	2.07	2.90	3.95

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	38.16%	35.59%	34.03%	55.00%	52.39%
营业利润	52.27%	41.27%	63.13%	46.13%	38.60%
归属于母公司净利润	57.91%	48.35%	63.48%	40.06%	36.04%
获利能力					
毛利率	18.29%	18.22%	19.84%	19.55%	18.53%
净利率	7.41%	8.11%	9.89%	8.93%	7.98%
ROE	10.55%	13.67%	18.48%	21.14%	23.00%
ROIC	20.29%	15.49%	19.73%	20.72%	21.48%
偿债能力					
资产负债率	31.86%	42.56%	44.53%	52.35%	50.98%
净负债率	5.32%	18.52%	28.58%	40.05%	23.09%
流动比率	2.56	1.55	1.69	1.54	1.45
速动比率	2.54	1.54	1.66	1.52	1.42
营运能力					
应收账款周转率	4.09	4.01	4.62	4.80	4.80
存货周转率	136.49	308.69	145.01	173.19	147.57
总资产周转率	1.19	1.09	1.12	1.30	1.52
每股指标(元)					
每股收益	0.85	1.27	2.07	2.90	3.95
每股经营现金流	0.84	1.37	0.69	1.22	4.49
每股净资产	8.09	9.27	11.21	13.72	17.16
估值比率					
市盈率	111.15	74.92	45.83	32.72	24.05
市净率	11.73	10.24	8.47	6.92	5.53
EV/EBITDA	19.62	17.64	33.92	23.63	16.86
EV/EBIT	23.11	22.71	37.23	26.00	18.38

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com