

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

密尔克卫 (603713)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年11月23日

# 发布可转债募资预案，着眼长期成长

证券分析师：黄盈

huangying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010003

证券分析师：姜明

jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010004

## 事项：

密尔克卫公告，公司拟发行可转换公司债，募资总额不超过 12.41 亿元，募集资金将用于外延并购与若干项目建设。

国信交运观点：公司本次可转债募投项目对应 8 个，包含了外延并购与自身项目建设，主要对应化工品物流项目，项目的投资回报率除运力系统提升外，均在 10% 以上，落在 12-32% 区间，从项目建设周期来看，时间长短那不一定，短则 17 个月，周期最长的为 57 个月。照此推算，预计本次募投项目将在 2023 年开始为公司创造利润，新增项目将源源不断至 2027 年。按照项目计划达产后的总体收益，所有项目完全达产后，将带来新增收入 12.2 亿元，利润总额 1.89 亿元。项目基本位于华东与华南地区。4) 风险提示：公司产能扩张进度不及预期；下游需求低于预期。5) 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，但公司在扩张上的行动力依旧较强。我们维持公司 2021-2023 年 4.3 亿、5.7 亿、7.7 亿盈利预测不变，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 32x，维持买入评级。

## 评论：

### ■ 七大拟投入项目，助力长期成长

公司本次可转债募投项目对应 8 个项目（含补充流动资金），其中外延并购一项：以 1.96 亿元对价收购上海市化工物品汽车运输有限公司 100% 股权；其余项目为自身项目建设，我们整理表格如下。从中可以看到：

- 1) 单个项目的投资体量整体较大，自有资金与本次募集资金共用；
- 2) 从投资回报率（项目建设达产后利润总额/项目投资总额）来看，项目的投资回报率除运力系统提升外，均在 10% 以上，落在 12-32% 区间，运力系统提升项目的回报率相对较低，我们认为有可能是该项目收益难以经济测算为原因导致；
- 3) 从项目建设周期来看，时间长短那不一定，短则 17 个月，周期最长的为 57 个月。照此推算，预计本次募投项目将在 2023 年开始为公司创造利润，新增项目将源源不断至 2027 年。按照项目计划达产后的总体收益，所有项目完全达产后，将带来新增收入 12.2 亿元，利润总额 1.89 亿元；
- 4) 区域上看，本次项目的主要投用区域依然是华东与华南等经济发达以及化工需求周转较快的地区。

**表 1: 密尔克卫本次发行可转债募投项目**

项目简称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	项目内容	达产后销售收入 (万元)	达产后利润总额 (万元)	项目建设周期 (月)	投资回报率(%，税前)
收购上海市化工产品汽车运输有限公司 100% 股权	19,585.14	19,000.00	-	-	-	-	-
超临界水氧化及配套环保项目	70,000.00	30,000.00	在张家港扬子江国际化学工业园， 1) 超临界氧化装置，处理废液能力达到 5.0 万吨/年；2) 洗桶区，对危废原料包装桶、沾染危险废物的包装桶提供清洗、循环利用、处理等； 3) TANK 罐洗罐规模达到 4,500 只/年。	20,700.00	8,214.00	30	12%
徐圩新区化工品供应链一体化服务基地 A 地块	19,963.00	10,000.00	连云港市徐圩新区，投资建设甲类仓库 2 栋、乙类仓库 7 栋、甲类车间 1 栋、甲类半露天堆场 1 个、危废处理间 1 栋、废水处理间 1 栋、综合楼 1 栋以及其他附属配套设施，合计总建筑面积约 22,000 平米。	13,369.16	6,413.76	57	32%
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	镇江宝华物流原有地块内，针对内置场地进行改扩建智能化丙类仓库约 15,000 平米，建设国家化标准的一体化基地，另有 2200 平方米的集装箱堆场	4,400.00	820.00	40	15%
医药及美妆专业智慧型供应链一体化平台项目	18,450.00	6,000.00	上海杭州湾经济技术开发区，投资建设医药试剂、美妆产品交易的系统平台。包括：信息中心一栋；展示平台：乙类库房一栋（美妆、个人护理无人仓）、乙类库房一栋（医药试剂 GSP 温控仓）等。总建筑面积约 9,400 平方米。	36,213.59	4,197.16	25	23%
密尔克卫东莞化工交易中心项目	24,000.00	6,000.00	公司化工贸易总部将落地于东莞立沙岛。项目包含研发中心办公楼 1 座，甲类剧毒仓库 1 座，甲类剧毒仓库 1 座，罐箱车间 1 座，地上卧式罐区等。总建筑面积约为 10,540 m <sup>2</sup> 。	63,760.00	6,949.00	17	29%

<b>运力系统</b>							
<b>提升项目</b>	13,870.00	13,870.00	采购 18 辆车辆及 1,000 个罐箱。	4,277.44	522.41	24	4%
<b>(车辆及罐箱)</b>							
<b>补充流动资金</b>	37,230.00	37,230.00	-	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>208,598.14</b>	<b>124,100.00</b>		<b>142,720.19</b>	<b>27,116.33</b>		

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### ■ 募投项目以危化品物流项目为主，着眼长期成长

公司本次的可转债募投项目着眼长期，且大部分项目为危化品物流主业的进一步延伸，为远期的成长奠定了坚实基础。公司当前为化工品物流与分销业务双主业，对分销业务的探索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。

### ■ 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，但公司在扩张上的行动力依旧较强。我们维持公司 2021-2023 年 4.3 亿、5.7 亿、7.7 亿盈利预测不变，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 32x，维持买入评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	126	274	179	437
应收款项	1402	2336	3676	4919
存货净额	19	33	55	78
其他流动资产	235	497	875	1162
<b>流动资产合计</b>	<b>1798</b>	<b>3240</b>	<b>4905</b>	<b>6716</b>
固定资产	835	948	1146	1228
无形资产及其他	480	461	542	622
投资性房地产	565	565	565	565
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3678</b>	<b>5214</b>	<b>7157</b>	<b>9132</b>
短期借款及交易性金融负债	254	446	390	193
应付款项	761	1308	2142	3014
其他流动负债	575	972	1623	2271
<b>流动负债合计</b>	<b>1590</b>	<b>2726</b>	<b>4155</b>	<b>5478</b>
长期借款及应付债券	184	184	184	184
其他长期负债	125	152	191	192
<b>长期负债合计</b>	<b>309</b>	<b>337</b>	<b>375</b>	<b>376</b>
<b>负债合计</b>	<b>1899</b>	<b>3062</b>	<b>4530</b>	<b>5854</b>
少数股东权益	68	67	66	64
股东权益	1711	2085	2561	3214
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3678</b>	<b>5214</b>	<b>7157</b>	<b>9132</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.75	2.62	3.47	4.71
每股红利	0.30	0.35	0.57	0.74
每股净资产	10.40	12.67	15.57	19.54
ROIC	16%	18%	21%	26%
ROE	17%	21%	22%	24%
毛利率	17%	12%	10%	10%
EBIT Margin	11%	8%	6%	7%
EBITDA Margin	14%	9%	7%	7%
收入增长	42%	107%	64%	40%
净利润增长率	47%	49%	33%	35%
资产负债率	53%	60%	64%	65%
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
P/E	54.9	36.7	27.7	20.5
P/B	9.3	7.6	6.2	4.9
EV/EBITDA	36.7	30.1	24.1	18.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3427</b>	<b>7104</b>	<b>11666</b>	<b>16322</b>
营业成本	2854	6266	10491	14735
营业税金及附加	10	21	35	49
销售费用	49	87	128	163
管理费用	129	207	288	329
财务费用	31	50	76	98
投资收益	4	19	20	20
资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
其他收入	(26)	19	19	19
营业利润	336	510	687	987
营业外净收支	13	14	16	15
<b>利润总额</b>	<b>349</b>	<b>523</b>	<b>703</b>	<b>1002</b>
所得税费用	60	94	134	231
少数股东损益	1	(1)	(2)	(2)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>288</b>	<b>431</b>	<b>571</b>	<b>774</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>288</b>	<b>431</b>	<b>571</b>	<b>774</b>
资产减值准备	(1)	1	1	0
折旧摊销	98	106	121	136
公允价值变动损失	(3)	(0)	(0)	(0)
财务费用	31	50	76	98
营运资本变动	(45)	(238)	(215)	(32)
其它	2	(2)	(2)	(2)
<b>经营活动现金流</b>	<b>339</b>	<b>298</b>	<b>475</b>	<b>877</b>
资本开支	(251)	(200)	(400)	(300)
其它投资现金流	5	(84)	(20)	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(247)</b>	<b>(284)</b>	<b>(420)</b>	<b>(300)</b>
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)	(95)	(122)
其它融资现金流	201	192	(56)	(197)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(104)</b>	<b>134</b>	<b>(150)</b>	<b>(319)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(11)</b>	<b>148</b>	<b>(95)</b>	<b>258</b>
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	437
企业自由现金流	121	112	107	625
权益自由现金流	215	263	(10)	353

## 相关研究报告

- 《密尔克卫-603713-2021 年三季报点评：双轨提供动能，增长再度加速》 ——2021-10-28
- 《密尔克卫-603713-2021 年中报点评：化工品交易带动收入增长，预计下半年利润提速》 ——2021-08-12
- 《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

## 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

## 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