

**中信证券研究部**

**王喆**  
 首席能源化工  
 分析师  
 S1010513110001

**陈渤阳**  
 能源化工分析师  
 S1010519110001

**王佩坚**  
 能源化工分析师  
 S1010520110002

**李鸿钊**  
 能源化工分析师  
 S1010520110003

**核心观点**

公司 2020 年实现营业收入、归母净利润 34.27、2.88 亿元，同比分别+41.68%、+47.15%，净利润增速连续 4 年保持 40%以上增速。公司致力于成为“超级化工亚马逊”，正积极通过“投资+资源”、“科技+创新”双轮驱动，将线下物流、环保服务于线上交易相结合，打造全球化工全供应链服务提供商，有望在万亿级化工供应链服务市场中实现长期高速增长。基于公司化工品交易业务发展及线上线下协同超预期，调整公司 2021-2023 年归母净利润预测至 4.05/5.38/6.87 亿元，对应 EPS 预测为 2.46/3.27/4.17 元，当前股价对应 2021-2023 年 49/37/26 倍 PE，考虑到公司化工供应链标的稀缺性和长期高成长性，维持 147 元目标价，仍维持“买入”评级。

■ **2020 年业绩同比大幅增长，化工品交易业务为增长亮点。**公司披露 2020 年年报，2020 年实现营业收入、归母净利润 34.27、2.88 亿元，同比分别+41.68%、+47.15%，其中 2020Q4 实现营业收入、归母净利润 10.41、0.77 亿元，同比分别+65.61%、+48.80%，环比分别+15.64%、+9.29%。2020 年货运代理、运输、仓储和化工品交易业务分别实现营业收入 13.38、8.86、5.05、6.91 亿元，同比分别+26.13%、+31.76%、+9.44%、+222.10%，化工品交易营收占比从 2019 年的 8.87%环比+11.29pcts 至 20.16%，是公司 2020 年业务发展的最大亮点。上述四项业务分别实现毛利润 1.68、1.06、2.43、0.49 亿元，同比分别+29.19%、+31.11%、+12.00%、+1074.19%，毛利率分别为 12.54%、11.99%、48.17%、7.13%。同比分别+0.29、-0.06、+1.10、+5.17pcts。

■ **第三方化工及特种物流市场空间广阔，公司聚焦一站式全场景物流交付服务。**根据公司 2020 年年报引用的中国物流与采购联合会危化品物流分会数据，预计 2020 年末全国化工物流市场规模超 2 万亿元，其中第三方化工物流市场近 6000 亿元。公司作为国内化工物流头部企业，2020 年一站式综合物流服务板块（包括货运代理、运输和仓储）实现营收 27.29 亿元，市占率不足 0.5%，成长空间巨大。公司持续深挖可面向的细分行业，积极进入新能源及新材料、石化、医药试剂、汽车及飞机制造、特种气体、日化消费等细分市场；2020 年新拓展中国商飞、中国中车、艾朗集团、中海壳牌、壳牌中国、博禄等重要客户，分装、化工品配方实验室、LNG 运输、危化快运、跨境危化卡车运输、大件及工程物流、危废处置等新业务陆续上线

■ **加速完善国内业务网络，启动全球化布局。**截止 2020 年底，公司合并报表范围包括 48 家公司，较 2019 年增加 12 家子、孙公司，注销 2 家分公司，处置 1 家子公司。公司已在国内形成北部、山东、长江、上海、浙闽、南部、西部七大集群业务布局，2021 年 3 月 19 日公司公告向太平洋证券、平安证券、摩根士丹利、高盛等 11 家认购者发行约 975 万股，募集资金约 11 亿元用于 4 个仓储项目建设及购置罐箱、车辆，公司仍在积极通过内生自建和外延并购方式完善国内业务网络。公司启动全球化布局，将在亚太地区、欧洲、北美布局服务网络，通过并购核心资产、自建团队、与当地合作伙伴合资等多元化的形式，落实公司全球化的战略。

■ **大力发展化工交易业务，线上线下协同打造全球化工全供应链服务提供商。**公

**密尔克卫 603713**

<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	122.00 元
目标价	147.00 元
总股本	164 百万股
流通股本	69 百万股
总市值	212.35 亿元
近三月日均成交额	118.08 百万元
52 周最高/最低价	158.95/50.1 元
近 1 月绝对涨幅	0.59%

近 6 月绝对涨幅 0.08%  
近 12 月绝对涨幅 149.20%

司 MCP 系统在原有专业运输及配送服务、货代、仓储、大数据与智能化应用及财务结算五大板块基础上，陆续开发上线了贸易、罐箱、订单无纸化、人事行政流程等系统，以最大程度的通过科技赋能客户服务及企业管理。公司将大力发展分销业务，并与丰富的化工供应链经营经验及网络化的物流基础设施相结合，为化工行业客户提供分销服务及供应链解决方案，打造中国化工智能互（物）联网平台“灵元素”，实现线上线下的化工产品垂直细分领域、化工产品产销渠道的突破。公司将致力于成为融合物流、交易、环保全流程服务的全球化工全供应链服务提供商。

■ **风险因素：**募投项目建设不及预期；下游行业景气度下行；安全与环保风险；应收账款回收风险；新业务拓展不及预期。

■ **投资建议：**公司 2020 年实现营业收入、归母净利润 34.27、2.88 亿元，同比分别+41.68%、+47.15%，净利润增速连续 4 年保持 40%以上增速。公司致力于成为“超级化工亚马逊”，正积极通过“投资+资源”、“科技+创新”双轮驱动，将线下物流、环保服务于线上交易相结合，打造全球化工全供应链服务提供商，有望在万亿级化工供应链服务市场长期高速增长。基于公司化工品交易业务发展及线上线下协同超预期，我们上调 2021-2022 年归母净利润预测至 4.11/5.37 亿元（原预测为 3.98/5.26），新增 2023 年归母净利润预测为 6.91 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 预测为 2.50/3.27/4.20 元，当前股价对应 2021-2023 年 49/37/29 倍 PE，考虑到公司化工供应链标的稀缺性和长期高成长性，维持 147 元目标价，仍维持“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,418.80	3,426.95	5,827.47	7,545.77	9,487.32
营业收入增长率 YoY	36%	42%	70%	29%	26%
净利润(百万元)	196.06	288.50	411.48	537.20	691.16
净利润增长率 YoY	48%	47%	43%	31%	29%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.19	1.75	2.50	3.27	4.20
毛利率	18%	17%	13%	13%	12%
净资产收益率 ROE	13.67%	16.86%	12.93%	14.69%	16.19%
每股净资产（元）	8.72	10.40	19.35	22.24	25.95
PE	102.35	69.56	48.77	37.35	29.03
PB	13.99	11.73	6.31	5.49	4.70
PS	8.30	5.86	3.44	2.66	2.12
EV/EBITDA	58.39	43.43	35.10	28.35	22.57

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 3 月 31 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,419	3,427	5,827	7,546	9,487
营业成本	1,978	2,854	5,076	6,599	8,313
毛利率	18.2%	16.7%	12.9%	12.5%	12.4%
税金及附加	10	10	19	26	30
销售费用	47	49	58	68	76
销售费用率	1.9%	1.4%	1.0%	0.9%	0.8%
管理费用	109	129	146	166	190
管理费用率	4.5%	3.8%	2.5%	2.2%	2.0%
财务费用	16	31	3	(16)	(23)
研发费用	23	26	47	60	76
财务费用率	0.7%	0.9%	0.1%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
投资收益	7	4	2	2	2
EBITDA	351	472	584	723	909
营业利润率	9.88%	9.81%	8.42%	8.53%	8.76%
营业利润	239	336	491	644	831
营业外收入	17	17	15	16	17
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	250	349	502	656	844
所得税	54	60	90	118	152
所得税率	21.6%	17.1%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	0	1	0	1	1
归属于母公司股东的净利润	196	288	411	537	691
净利率	8.1%	8.4%	7.1%	7.1%	7.3%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	137	126	994	1,280	1,664
存货	10	19	30	40	50
应收账款	674	1,167	1,733	2,239	2,816
其他流动资产	308	486	509	613	730
流动资产	1,129	1,798	3,267	4,172	5,260
固定资产	637	789	742	691	637
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	338	480	472	461	446
其他长期资产	465	611	657	707	759
非流动资产	1,440	1,880	1,871	1,859	1,843
资产总计	2,569	3,678	5,138	6,030	7,103
短期借款	120	254	0	0	0
应付账款	338	464	863	1,122	1,413
其他流动负债	268	872	715	872	1,042
流动负债	726	1,590	1,577	1,994	2,455
长期借款	291	184	184	184	184
其他长期负债	76	125	125	125	125
非流动性负债	367	309	309	309	309
负债合计	1,093	1,899	1,887	2,303	2,764
股本	155	155	164	164	164
资本公积	689	704	1,794	1,794	1,794
归属于母公司所有者权益合计	1,435	1,711	3,183	3,658	4,269
少数股东权益	41	68	69	69	70
股东权益合计	1,476	1,780	3,251	3,727	4,339
负债股东权益总计	2,569	3,678	5,138	6,030	7,103

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	196	290	412	538	692
折旧和摊销	84	104	79	84	88
营运资金的变化	-95	-114	-359	-213	-250
其他经营现金流	28	60	2	-7	-18
经营现金流合计	213	339	134	401	512
资本支出	-190	-111	-20	-21	-23
投资收益	7	4	2	2	2
其他投资现金流	-143	-196	-50	-50	-50
投资现金流合计	-326	-304	-68	-69	-70
权益变化	42	8	1,100	0	0
负债变化	107	8	-254	0	0
股利支出	-20	-29	-40	-62	-81
其他融资现金流	-18	-21	-3	16	23
融资现金流合计	111	-35	803	-46	-58
现金及现金等价物净增加额	-3	0	869	286	384

**主要财务指标**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	35.6%	41.7%	70.0%	29.5%	25.7%
营业利润	41.3%	40.7%	46.0%	31.2%	29.1%
净利润	48.4%	47.1%	42.6%	30.6%	28.7%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	18.2%	16.7%	12.9%	12.5%	12.4%
EBITDA Margin	14.5%	13.8%	10.0%	9.6%	9.6%
净利率	8.1%	8.4%	7.1%	7.1%	7.3%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	13.7%	16.9%	12.9%	14.7%	16.2%
总资产收益率	7.6%	7.8%	8.0%	8.9%	9.7%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	42.6%	51.6%	36.7%	38.2%	38.9%
所得税率	21.6%	17.1%	18.0%	18.0%	18.0%
股利支付率	15.0%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编制的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。