

**投资评级 优于大市 维持**

## 2022H1 实现扣非后净利润 2.97 亿元，同比增长 60.19%，有望受益第三方化工物流市场占有率提升

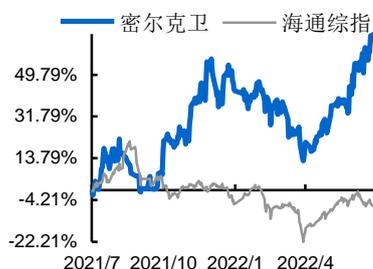
**股票数据**

07月29日收盘价(元)	146.90
52周股价波动(元)	87.37-153.88
总股本/流通A股(百万股)	164/163
总市值/流通市值(百万元)	24403/24192

**相关研究**

《2021年归母净利润预计同比增长44%-51%，拟发行可转债扩大业务规模》  
 2022.01.18

《拟推出股票激励计划，3Q2021归母净利润增幅显著》2021.11.03

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.1	30.7	37.6
相对涨幅(%)	16.0	25.1	29.9

资料来源：海通证券研究所

**投资要点：**

- 2022H1 实现扣非后净利润 2.97 亿元，同比增长 60.19%。**公司发布 2022H1 业绩报告，报告期内实现营收 62.69 亿元，同比增长 81.08%；归属于上市公司股东的净利润 3.04 亿元，同比增长 65.60%；扣非后净利润 2.97 亿元，同比增长 60.19%；基本每股收益 1.85 元。本期业绩增长主要原因：公司积极拓展货代业务及物贸一体化的化工品交易业务，拓展新区域、开发新客户。
- 有望受益第三方化工物流市场占有率提升。**根据公司半年报援引中国物流与采购联合会危化品物流分会数据，预计 2021 年末，全国化工物流行业市场规模将超过 2 万亿元，第三方化工物流市场占有率将提升至 40%，以此推算目前国内第三方物流市场规模达 8000 亿元。随着安全环保监管要求的不断提升，下游化工企业“退城入园”工作的不断推进，化工企业对物流环节的专业化，安全性需求日益增加。我们认为，公司作为国内领先的专业化工供应链综合服务商，有望充分受益。
- “收购+新建”完善全国物流网络，积极推动全球化布局。**公司基于七大集群战略的持续深耕，积极布局核心枢纽城市化工业务站点。在强监管、安全环保高压、资质审核趋严的行业趋势下，公司通过核心资产的收购和新建，完善全国物流网络，保障了物流服务的高效性及服务质量的可靠性。同时，公司与海外同行企业建立长期稳定的合作机制，通过双向互惠合作，满足公司布局全球服务网络的需要，逐步搭建并拓宽境内外物流网络。
- 盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2022-2024 年公司净利润分别为 6.48、8.03 和 11.09 亿元，EPS 分别为 3.94、4.88 和 6.74 元/股。公司是专注化工物流的一站式综合服务提供商，考虑到公司持续拓展新业务，业绩处于快速提升期，给予公司 2022 年 43-45 倍 PE，对应合理价值区间 169.35-177.23 元，(对应 PB 为 7.33-7.67，参考 PB-ROE，我们认为估值处于合理区间)，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**经济下行，仓储运输需求下降；生产安全风险；并购整合资产推进不及预期。

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3427	8645	12374	16247	21432
(+/-)YoY(%)	41.7%	152.3%	43.1%	31.3%	31.9%
净利润(百万元)	288	432	648	803	1109
(+/-)YoY(%)	47.1%	49.7%	50.0%	23.9%	38.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.75	2.63	3.94	4.88	6.74
毛利率(%)	16.7%	10.3%	10.6%	10.6%	10.2%
净资产收益率(%)	16.9%	13.7%	17.0%	17.4%	19.4%

资料来源：公司年报(2020-2021)，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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利假设:**

关键业务板块收入假设: a.货运代理: 随着公司一体化供应链服务能力的增强, 我们认为货运代理板块收入将快速增长, 预计 2022-24 年货运代理板块收入增速分别为 50%、22%和 20%; b.化工品交易板块: 随着公司不断拓展业务区域, 开发新客户, 我们认为化工品交易板块收入将快速增长, 预计 2022-24 年化工品交易板块收入增速分别为 30%、50%和 50%。

毛利率假设: 随着公司持续拓展销售渠道, 成本控制能力有望提升, 我们预计未来公司各板块毛利率整体将稳定。a.货运代理: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 9.50%、9.50%和 9.50%; b.化工品交易板块: 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 5.00%、6.00%和 6.00%。

**表 1 密尔克卫分业务盈利预测**

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入(百万元)	8645	12374	16247	21432
总成本(百万元)	7758	11059	14528	19251
总毛利(百万元)	887	1314	1719	2182
总毛利率	10.26%	10.62%	10.58%	10.18%
<b>货运代理</b>				
收入(百万元)	3114	4671	5699	6839
成本(百万元)	2833	4228	5158	6189
毛利(百万元)	281	444	541	650
毛利率	9.02%	9.50%	9.50%	9.50%
<b>运输</b>				
收入(百万元)	334	434	529	646
成本(百万元)	278	338	434	529
毛利(百万元)	56	95	95	116
毛利率	16.70%	22.00%	18.00%	18.00%
<b>仓储</b>				
收入(百万元)	549	659	790	949
成本(百万元)	312	348	395	474
毛利(百万元)	237	310	395	474
毛利率	43.12%	47.12%	50.00%	50.00%
<b>化工品交易</b>				
收入(百万元)	3126	4064	6096	9144
成本(百万元)	2958	3861	5731	8596
毛利(百万元)	168	203	366	549
毛利率	5.38%	5.00%	6.00%	6.00%
<b>系统交付业务</b>				
收入(百万元)	1258	1510	1887	2359
成本(百万元)	1143	1372	1715	2144
毛利(百万元)	115	138	172	215
毛利率	9.13%	9.13%	9.13%	9.13%
<b>综合物流交易</b>				
收入(百万元)	235	1000	1200	1440
成本(百万元)	212	900	1080	1296
毛利(百万元)	23	100	120	144
毛利率	9.93%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>其他收入</b>				
收入(百万元)	29	36	45	56
成本(百万元)	22	12	16	23
毛利(百万元)	7	24	29	33
毛利率	23.80%	66.17%	64.81%	59.64%

资料来源: 公司年报(2021), 海通证券研究所

表2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)	ROE
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
华贸物流	603128.SH	9.17	0.61	0.83	1.01	15.07	11.07	9.11	2.19	14.50%
德邦股份	603056.SH	13.32	0.29	0.47	0.64	46.25	28.54	20.88	4.00	8.65%
顺丰控股	002352.SZ	49.84	0.72	1.38	1.90	69.35	36.13	26.20	5.17	7.45%
平均						43.56	25.25	18.73	3.78	10.20%
密尔克卫	603713.SH	146.9	2.63	3.94	4.88	55.95	37.30	30.10	6.36	17.04%

注：股价为2022年7月29日收盘价，每股收益均为WIND一致预期，密尔克卫为海通预测值  
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>8645</b>	<b>12374</b>	<b>16247</b>	<b>21432</b>
每股收益	2.63	3.94	4.88	6.74	营业成本	7758	11059	14528	19251
每股净资产	19.17	23.10	27.98	34.73	毛利率%	10.3%	10.6%	10.6%	10.2%
每股经营现金流	1.23	5.87	2.51	6.46	营业税金及附加	19	38	45	56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	94	134	194	240
P/E	55.95	37.30	30.10	21.78	营业费用率%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%
P/B	7.66	6.36	5.25	4.23	管理费用	198	301	443	514
P/S	2.79	1.95	1.49	1.13	管理费用率%	2.3%	2.4%	2.7%	2.4%
EV/EBITDA	28.88	20.96	17.05	13.65	EBIT	569	779	947	1286
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	54	39	31	32
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%
毛利率	10.3%	10.6%	10.6%	10.2%	资产减值损失	-13	0	-1	0
净利率	5.0%	5.2%	4.9%	5.2%	投资收益	12	22	23	33
净资产收益率	13.7%	17.0%	17.4%	19.4%	<b>营业利润</b>	<b>530</b>	<b>800</b>	<b>982</b>	<b>1361</b>
资产回报率	5.9%	7.2%	7.7%	8.5%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	10.0%	13.6%	13.5%	16.0%	<b>利润总额</b>	<b>528</b>	<b>800</b>	<b>982</b>	<b>1361</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	797	1178	1465	1805
营业收入增长率	152.3%	43.1%	31.3%	31.9%	所得税	92	149	174	244
EBIT 增长率	54.8%	37.0%	21.6%	35.7%	有效所得税率%	17.4%	18.7%	17.7%	17.9%
净利润增长率	49.7%	50.0%	23.9%	38.2%	少数股东损益	4	3	5	8
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>432</b>	<b>648</b>	<b>803</b>	<b>1109</b>
资产负债率	55.7%	56.8%	55.3%	55.4%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
流动比率	1.36	1.37	1.44	1.49	货币资金	638	260	295	340
速动比率	1.22	1.24	1.28	1.33	应收账款及应收票据	2663	4350	5359	7301
现金比率	0.19	0.06	0.06	0.05	存货	78	92	133	168
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	1074	1207	1467	1722
应收账款周转天数	82.03	103.16	92.60	97.88	流动资产合计	4454	5909	7253	9532
存货周转天数	3.66	3.03	3.35	3.19	长期股权投资	0	1	1	1
总资产周转率	1.19	1.38	1.55	1.65	固定资产	1089	959	750	558
固定资产周转率	7.94	12.91	21.67	38.39	在建工程	279	355	461	599
					无形资产	559	669	764	867
					非流动资产合计	2819	3045	3222	3448
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>7273</b>	<b>8954</b>	<b>10475</b>	<b>12980</b>
净利润	432	648	803	1109	短期借款	805	105	422	133
少数股东损益	4	3	5	8	应付票据及应付账款	1248	2364	2722	3861
非现金支出	242	399	518	520	预收账款	31	26	46	53
非经营收益	34	19	0	-17	其它流动负债	1195	1814	1833	2364
营运资金变动	-510	-103	-913	-557	流动负债合计	3279	4309	5022	6411
<b>经营活动现金流</b>	<b>203</b>	<b>965</b>	<b>413</b>	<b>1063</b>	长期借款	525	525	525	525
资产	-351	-624	-687	-731	其它长期负债	249	249	249	249
投资	-563	2	3	3	非流动负债合计	774	774	774	774
其他	-526	22	23	33	<b>负债总计</b>	<b>4053</b>	<b>5083</b>	<b>5797</b>	<b>7185</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1440</b>	<b>-600</b>	<b>-661</b>	<b>-695</b>	实收资本	164	164	164	164
债权募资	832	-700	317	-288	归属于母公司所有者权益	3153	3800	4603	5712
股权募资	1123	0	0	0	少数股东权益	67	70	75	83
其他	-203	-44	-34	-35	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7273</b>	<b>8954</b>	<b>10475</b>	<b>12980</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1752</b>	<b>-743</b>	<b>283</b>	<b>-323</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>511</b>	<b>-378</b>	<b>35</b>	<b>45</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 29 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 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: 恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,玲珑轮胎,联瑞新材,润阳科技,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,东华能源,德美化工,三友化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,长鸿高科,苏博特,洁美科技,卓越新能,凯立新材

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。