

# 密尔克卫 (603713)

证券研究报告

2020年02月27日

## 危化品监管再度收紧！长期利好龙头密尔克卫

**事件：**近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于全面加强危险化学品安全生产工作的意见》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。

### 意见要求细致深化，5 角度实施严格管理

本次意见从监管力度、监管方式、责任落实、监管能力和监管机制共 5 个方面提出 16 条详细要求，对危化品全产业链提出严格管理。监管重点包括：

- 1) **深入开展安全风险排查：**对化工园区按照安全风险分类，实施最严格的治理整顿；
- 2) **推进产业结构调整：**结合深化供给侧结构性改革，依法淘汰不符合安全生产国家标准、行业标准条件的产能，有效防控风险；
- 3) **严格标准规范；**
- 4) **严格安全准入；**
- 5) **加强重点环节安全管控：**加强全国油气管道发展规划与国土空间、交通运输等其他专项规划衔接；
- 6) **强化废弃危险化学品等危险废物监管。**
- 7) **规范技术服务协作机制。加快培育一批专业能力强、社会信誉好的技术服务龙头企业，引入市场机制，为涉及危险化学品企业提供管理和技术服务。**

此外，本次意见强调对于企业主体责任落实，对企业强化法制措施、加大失信约束力度、强化激励措施等。另外意见在监管能力培养与机制设计上给予了明确指引。

### 行业监管再度收紧，利好分散行业集中度提升

2019 年 3 月底以来，化工品相关爆炸案频发，事故地区为盐城、昆山、泰兴等地。由于危化品物流行业本身特性，使得事故成为行业最大风险，监管收紧利于行业中不规范的小型业主出清，继续提升行业集中度。当前中国的化工品第三方物流运输市场极为分散，出现典型的“大行业、小公司”特征，我们预计第三方化工品物流行业规模在 3000 亿元左右，业内主要竞争者包括央企物流企业，密尔克卫排名第四，为当前唯一一家上市的行业龙头。

### 安全服务是长期竞争力

过去危化品相关事故中，大多出现在制造环节，物流环节较少。物流环节事故中大部分起因为违章操作。运输端，超载、追尾、私自改装、未按要求等进行包装等为主要原因；而在 2015 年天津港仓储事故中，违规存放、超量存储则是事故源头。简而言之，事故多发主要还是操作环节不规范所致。密尔克卫深耕行业多年，对危化品物流行业进行了全链路的安全监控。密尔克卫拥有海外大型化工品牌商多年的合作经验，安全监管方面为公司的核心竞争力。

**投资建议：**由于一季度疫情对公司开工率造成影响，我们将公司 2020 年盈利预测由 2.83 亿小幅下调至 2.61 亿，2019E、2021E 维持不变，考虑一季度冲击为暂时影响，不改公司长期竞争力和成长逻辑，维持买入评级，继续推荐！

**风险提示：**监管导致公司危化品资质获取难度和时间周期增加；宏观经济超预期波动；外延并购项目具有不确定性；安全事故风险；收购商誉风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,291.21	1,783.91	2,524.69	3,247.42	4,181.51
增长率(%)	37.53	38.16	41.53	28.63	28.76
EBITDA(百万元)	146.35	217.41	293.39	404.11	577.08
净利润(百万元)	83.69	132.16	186.92	260.62	368.58
增长率(%)	49.37	57.91	41.44	39.43	41.42
EPS(元/股)	0.54	0.85	1.23	1.68	2.38
市盈率(P/E)	89.67	56.79	39.56	28.80	20.36
市净率(P/B)	10.38	5.99	5.27	4.55	3.78
市销率(P/S)	5.81	4.21	2.93	2.31	1.79
EV/EBITDA	0.00	19.62	26.06	19.76	13.98

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	48.5 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)	7,504.74
流通 A 股市值(百万元)	3,299.17
每股净资产(元)	9.05
资产负债率(%)	40.23
一年内最高/最低(元)	50.13/28.50

### 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-公司深度研究:管中窥豹,从 ROE 看密尔克卫内外并举的成长路径》 2020-01-14
- 2 《密尔克卫-季报点评:内外并举高成长持续,继续看好!》 2019-11-01
- 3 《密尔克卫-半年报点评:成长逐季加速,龙头潜力可期》 2019-08-28

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	188.03	134.40	201.98	259.79	334.52
应收票据及应收账款	359.75	513.34	580.70	772.39	969.90
预付账款	19.54	39.21	93.30	39.89	133.18
存货	20.81	5.33	30.71	22.93	37.56
其他	101.70	412.25	448.72	434.34	480.72
<b>流动资产合计</b>	<b>689.84</b>	<b>1,104.53</b>	<b>1,355.40</b>	<b>1,529.35</b>	<b>1,955.88</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	108.10	320.69	564.70	897.22	1,108.84
在建工程	99.21	96.35	93.81	104.29	92.57
无形资产	142.41	187.77	251.41	323.06	392.74
其他	97.75	147.79	131.23	134.80	138.26
<b>非流动资产合计</b>	<b>447.46</b>	<b>752.60</b>	<b>1,041.15</b>	<b>1,459.37</b>	<b>1,732.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,137.30</b>	<b>1,857.14</b>	<b>2,396.55</b>	<b>2,988.71</b>	<b>3,688.29</b>
短期借款	90.00	80.00	214.71	350.35	447.02
应付票据及应付账款	193.84	260.51	380.32	437.20	603.14
其他	62.48	91.57	101.13	98.55	136.32
<b>流动负债合计</b>	<b>346.32</b>	<b>432.09</b>	<b>696.16</b>	<b>886.10</b>	<b>1,186.48</b>
长期借款	12.00	121.78	249.26	403.29	469.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.46	37.87	35.01	38.45	37.11
<b>非流动负债合计</b>	<b>54.46</b>	<b>159.65</b>	<b>284.27</b>	<b>441.74</b>	<b>506.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>400.79</b>	<b>591.73</b>	<b>980.43</b>	<b>1,327.84</b>	<b>1,692.68</b>
少数股东权益	13.62	13.17	12.81	12.05	10.97
股本	114.35	152.47	152.47	154.74	154.74
资本公积	297.10	648.16	648.16	648.16	648.16
留存收益	590.04	1,073.25	1,250.83	1,494.08	1,829.90
其他	(278.60)	(621.64)	(648.16)	(648.16)	(648.16)
<b>股东权益合计</b>	<b>736.51</b>	<b>1,265.40</b>	<b>1,416.12</b>	<b>1,660.87</b>	<b>1,995.62</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,137.30</b>	<b>1,857.14</b>	<b>2,396.55</b>	<b>2,988.71</b>	<b>3,688.29</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	83.46	131.70	186.92	260.62	368.58
折旧摊销	24.16	32.77	24.90	45.35	60.41
财务费用	8.83	7.13	13.89	17.86	20.07
投资损失	(1.94)	15.95	(10.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	7.91	(381.15)	(40.23)	(61.96)	(152.90)
其它	21.01	323.75	(0.37)	(0.78)	(1.10)
<b>经营活动现金流</b>	<b>143.44</b>	<b>130.14</b>	<b>175.10</b>	<b>259.10</b>	<b>293.07</b>
资本支出	136.46	314.71	332.86	456.56	331.34
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(287.81)	(958.98)	(652.86)	(914.56)	(659.34)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(151.36)</b>	<b>(644.27)</b>	<b>(320.00)</b>	<b>(458.00)</b>	<b>(328.00)</b>
债权融资	102.00	201.78	463.97	753.64	916.10
股权融资	9.00	390.07	(40.40)	(15.59)	(20.07)
其他	(12.03)	(135.67)	(211.11)	(481.33)	(786.37)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>98.98</b>	<b>456.18</b>	<b>212.47</b>	<b>256.72</b>	<b>109.66</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>91.06</b>	<b>(57.95)</b>	<b>67.57</b>	<b>57.82</b>	<b>74.73</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,291.21</b>	<b>1,783.91</b>	<b>2,524.69</b>	<b>3,247.42</b>	<b>4,181.51</b>
营业成本	1,051.50	1,457.61	2,053.98	2,627.52	3,338.55
营业税金及附加	3.41	4.39	10.10	11.37	14.64
营业费用	32.77	38.31	60.59	74.69	91.99
管理费用	81.53	82.65	121.19	154.25	188.17
研发费用	6.03	10.43	20.20	22.73	33.45
财务费用	9.73	7.12	13.89	17.86	20.07
资产减值损失	0.27	0.46	0.15	0.10	0.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.94	(15.95)	10.00	2.00	2.00
其他	(7.04)	29.77	(20.00)	(4.00)	(4.00)
<b>营业利润</b>	<b>111.06</b>	<b>169.11</b>	<b>254.60</b>	<b>340.90</b>	<b>496.59</b>
营业外收入	6.83	11.36	10.00	2.50	0.50
营业外支出	1.90	1.18	8.00	1.50	0.50
<b>利润总额</b>	<b>115.99</b>	<b>179.28</b>	<b>256.60</b>	<b>341.90</b>	<b>496.59</b>
所得税	32.53	47.58	70.05	82.06	129.11
<b>净利润</b>	<b>83.46</b>	<b>131.70</b>	<b>186.55</b>	<b>259.84</b>	<b>367.48</b>
少数股东损益	(0.23)	(0.45)	(0.37)	(0.78)	(1.10)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>83.69</b>	<b>132.16</b>	<b>186.92</b>	<b>260.62</b>	<b>368.58</b>
每股收益(元)	0.54	0.85	1.23	1.68	2.38

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	37.53%	38.16%	41.53%	28.63%	28.76%
营业利润	41.60%	52.27%	50.56%	33.89%	45.67%
归属于母公司净利润	49.37%	57.91%	41.44%	39.43%	41.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.56%	18.29%	18.64%	19.09%	20.16%
净利率	6.48%	7.41%	7.40%	8.03%	8.81%
ROE	11.58%	10.55%	13.32%	15.81%	18.57%
ROIC	16.97%	20.29%	15.10%	16.48%	17.97%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.24%	31.86%	40.91%	44.43%	45.89%
净负债率	-11.68%	5.32%	18.50%	29.73%	29.14%
流动比率	1.99	2.56	1.95	1.73	1.65
速动比率	1.93	2.54	1.90	1.70	1.62
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.92	4.09	4.62	4.80	4.80
存货周转率	95.33	136.49	140.10	121.08	138.24
总资产周转率	1.30	1.19	1.19	1.21	1.25
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.54	0.85	1.23	1.68	2.38
每股经营现金流	0.93	0.84	1.13	1.67	1.89
每股净资产	4.67	8.09	9.20	10.66	12.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	89.67	56.79	39.56	28.80	20.36
市净率	10.38	5.99	5.27	4.55	3.78
EV/EBITDA	0.00	19.62	26.06	19.76	13.98
EV/EBIT	0.00	23.11	28.48	22.25	15.61

### 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