

买入

密尔克卫 (603713.SH)

龙头化工服务商，继续看好长期价值

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 交通运输 · 物流

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：黄盈	021-60893313	huangying4@guosen.com.cn	执证编码：S0980521010003
证券分析师：姜明	021-60933128	jiangming2@guosen.com.cn	执证编码：S0980521010004

事项：

6月18日凌晨，上海市金山区隆安东路一石化公司发生火灾。上海消防发布通报称，系石化公司乙二醇装置发生火情，已调派金山、奉贤、化工区等救援力量至现场进行扑救，目前正在全力救援中。此外，6月16日18时58分，位于兰州新区秦川精细化工园区的甘肃滨农科技有限公司污泥干燥车间发生爆炸事故，爆炸造成人员伤亡。

国信交运观点：1) 危化品事故历史多发，大量事故主因在于操作时未按规范；2) 行业监管在过去已经从严，集中度开始向头部企业集中，新国标若实施行业监管将更加有章可循，整体来看化工行业的监管从严将会是长期的主旋律。公司是化工物流行业的龙头企业，成长能力极强，当前估值水平处于历史低位。公司当前化工物流服务+快周转分销服务的商业体系已经初具，考虑到公司本次对疫情的应对非常及时，维持公司2022-2024年6.4、9.9、13.5亿盈利预测不变，公司当前市值对应2022年业绩预测为32x，对应23年PE水平仅为21x，维持买入评级，持续推荐。

评论：

◆ 危化品事故频发，多数源于操作不规范

尽管乙二醇并非危险化学品，但在夏季高温等外部环境影响下，仍有可能造成安全事故。化工品尤其是危化品相关的生产、物流环节事故在历史上时有发生，我们选取2015年后多项事故的典型案例可观察到，大量事故的发生原因均与操作不规范、未按照规定进行生产储存等因素相关。化学品相关事故后果往往较为严重，危及人员安全，因此安全监管一事极为重要。

表1：历史上几次典型的危化品相关事故主因

事件	发生时间	原因	产品品类
8·12天津滨海新区爆炸事故	2015/8/12	硝化棉由于湿润剂散失出现局部干燥，在高温（天气）等因素的作用下加速分解放热，积热自燃，引起相邻集装箱内的硝化棉和其他危险化学品长时间大面积燃烧，导致堆放于运抵区的硝酸铵等危险化学品发生爆炸。	氰化钠、硝酸铵、硝酸钾、二氯甲烷、三氯甲烷等
宁波大地废液投料槽爆炸事故	2015/9/23	未将危险化学品储存在专用仓库内，在废物处置过程中一废液投料槽发生爆炸	甲苯、二甲苯、乙苯、乙酸乙酯、甲醇、乙醇、异丙醇、丙酮、甲酰二甲胺
河北保定张石高速浮图峪五号隧道“5·23”重大危险化学品运输车辆燃爆	2017/5/23	重型半挂牵引车在运载氯酸钠（UN1495，5类1项危险货物，易制爆危险化学品）持续下坡过程中，连续采取制动措施，导致轮胎高温自燃，致使氯酸钠发生燃烧后引发爆炸。	氯酸钠
6.5金誉石	2017/6/5	肇事罐车驾驶员长途奔波、连续作业，没有严格执行卸车规程，	液化气、异辛烷

化爆炸事故		出现严重操作失误，致使快接接口与罐车液相卸料管未能可靠连接，在开启罐车液相球阀瞬间发生脱离，造成罐体内液化气大量泄漏。	
连云港二氯苯装置爆炸事故	2017/12/9	保温釜压料过程中，严重超压造成保温釜内物料从视镜处泄漏、冲料，摩擦产生的静电引燃物料，并引发装置外侧下方的成品精馏釜等爆炸。	间二氯苯、3-苯甲酸
天津“4·26”较大中毒和窒息事故	2018/4/26	违法违规承包检修项目，操作不当	合成氨
7·12 四川江安爆燃事故	2018/7/12	公司严重违法违规，且根本不具备安全生产条件及能力；地方政府安全红线意识不牢、职能部门监管不严格，客观上纵容了企业的违法行为。	5-硝基间苯二甲酸、2-(3-氯磺酰基-4-氯苯甲酰)苯甲酸
11·7 河北化肥公司爆炸事故	2018/11/7	对员工安全培训有缺失，造气车间尾气燃烧炉发生爆炸	合成氨、硝酸铵、尿素、硝酸、甲醇、液体无水氨、水溶肥、车用尿素、硫磺、煤炭、蒸汽
南通如皋“12·18”化工事故	2018/12/18	由于液氮深冷导致化工装置材质冷脆，加之超压造成设备爆裂，设备内的氮气以及氟化氢泄漏	氟化氢、液氮

资料来源：中国政府网、中国新闻网、应急管理部等，国信证券经济研究所整理

◆ 行业监管趋严，集中度逐步向头部企业集中

2015 年天津港爆炸事件之后，行业监管开始从严，常态化的事后监管逐步倒逼行业中不合规产能出清，行业集中度开始逐步向头部企业集中，我们认为化工生产与物流行业责任重大，长期看监管的严格将会是主旋律。2020 年，应急管理部危化监管司发布了关于征求《危险化学品储存通则》《油品罐区安全管理规范》《氟化物安全管理规范》《加油（气）站油（气）储存罐体阻隔防爆技术要求》《阻隔防爆撬装式加油（气）装置技术要求》等五项标准修改意见的函，向社会公开征求意见。新版国标若实施，今后行业的管理有望更为与时俱进、有章可循。

◆ 对疫情冲击反应迅速，2022 年盈利质量与增速向上基调不变

短期看，本次疫情下公司反应非常迅速，公司第一时间成立防疫指挥部，近 500 人驻守现场，在沪 11 处运营中心均未停摆。同时公司借助资深在全国的业务网络，打通与长三角之间的运输通道。我们认为二季度的化工物流行业可能出现以价补量情形，公司经历过 2020 年突发疫情，在 20Q1 取得了优异表现，我们认为在上一次的经验下，公司本轮应对及时，表现优于同行，从长期看，反而有望借助特殊时期，与客户形成更紧密、更信任的合作关系，获取优质客户在订单上的倾斜。

2022 年盈利质量向上。公司为化工品物流与分销双主业，2022 年物流端最稀缺的仓储资源投放节奏加快，当前已有张家港、镇江、临港等多个项目落地，且 23 年也将继续该势头，仓储资源的投放将持续增强公司盈利能力并有助于订单获取。分销端公司在 21 年较高基数基础上，预计将继续非常迅速的成长势头，公司分销业务有别于传统企业，以快周转模式带来较高 ROE 水平。

◆ 投资建议

公司是化工物流行业的龙头企业，成长能力极强，当前估值水平处于历史低位。公司当前化工物流服务+快周转分销服务的商业体系已经初具，考虑到公司本次对疫情的应对非常及时，维持公司 2022-2024 年 6.4、9.9、13.5 亿盈利预测不变，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 32x，对应 23 年 PE 水平仅为 21x，维

持买入评级，持续推荐。

◆ 风险提示

疫情影响超出预期；公司业务扩张低于预期；公司产能落地进度低于预期；宏观经济超预期波动

相关研究报告：

《密尔克卫（603713.SH）-业绩处于预告上沿，把握波动中的机遇》——2022-04-28

《密尔克卫（603713.SH）-一季度利润环比增长，盈利质量持续向好》——2022-04-10

《密尔克卫（603713.SH）-物流分销快速扩张，双轮驱动再创佳绩》——2022-03-25

《密尔克卫深度报告：物流先行数字分销，本土势力快速崛起》——2022-01-25

《密尔克卫-603713-2021 年年报预告点评：业绩再创新高，迎接加速成长》——2022-01-13

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	126	638	1072	1642	2857	营业收入	3427	8645	14580	21618	30062
应收款项	1402	2754	4794	6811	9060	营业成本	2854	7758	13248	19681	27525
存货净额	19	78	98	146	204	营业税金及附加	10	19	44	65	90
其他流动资产	235	602	1021	1621	2150	销售费用	49	94	146	216	271
流动资产合计	1798	4454	6984	10220	14272	管理费用	129	198	329	368	458
固定资产	835	1368	1440	1591	1627	财务费用	31	54	95	130	150
无形资产及其他	480	559	537	614	692	投资收益	4	12	20	20	15
投资性房地产	565	892	892	892	892	资产减值及公允价值变动	3	13	0	0	0
长期股权投资	0	0	1	1	1	其他收入	(26)	(18)	22	22	22
资产总计	3678	7273	9853	13319	17484	营业利润	336	530	762	1200	1605
短期借款及交易性金融负债	254	895	423	524	614	营业外净收支	13	(2)	16	15	14
应付款项	761	1248	2695	4027	5641	利润总额	349	528	778	1215	1619
其他流动负债	575	1136	2043	3024	4224	所得税费用	60	92	132	214	259
流动负债合计	1590	3279	5160	7575	10478	少数股东损益	1	4	5	8	11
长期借款及应付债券	184	525	625	775	925	归属于母公司净利润	288	432	641	993	1349
其他长期负债	125	249	320	401	402						
长期负债合计	309	774	945	1176	1327	现金流量表（百万元）	2019	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1899	4053	6105	8751	11806	净利润	288	432	641	993	1349
少数股东权益	68	67	71	78	87	资产减值准备	(1)	9	3	1	1
股东权益	1711	3153	3676	4490	5592	折旧摊销	98	132	146	169	186
负债和股东权益总计	3678	7273	9853	13319	17484	公允价值变动损失	(3)	(13)	(0)	(0)	(0)
						财务费用	31	54	95	130	150
关键财务与估值指标	2019	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(45)	(923)	(51)	(270)	(21)
每股收益	1.86	2.63	3.90	6.04	8.20	其它	2	(6)	1	5	8
每股红利	0.32	0.49	0.71	1.09	1.50	经营活动现金流	339	(369)	741	899	1523
每股净资产	11.06	19.17	22.35	27.30	34.00	资本开支	0	(671)	(200)	(400)	(300)
ROIC	16%	15%	17%	25%	31%	其它投资现金流	5	(366)	382	0	0
ROE	17%	14%	17%	22%	24%	投资活动现金流	5	(1037)	182	(400)	(300)
毛利率	17%	10%	9%	9%	8%	权益性融资	(7)	1123	0	0	0
EBIT Margin	11%	7%	6%	6%	6%	负债净变化	(106)	341	100	150	150
EBITDA Margin	14%	8%	7%	7%	6%	支付股利、利息	(50)	(81)	(117)	(179)	(247)
收入增长	42%	152%	69%	48%	39%	其它融资现金流	(36)	276	(472)	101	90
净利润增长率	47%	50%	48%	55%	36%	融资活动现金流	(355)	1919	(489)	72	(7)
资产负债率	53%	57%	63%	66%	68%	现金净变动	(11)	512	433	570	1215
息率	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	137	126	638	1072	1642
P/E	67.2	47.7	32.1	20.7	15.3	货币资金的期末余额	126	638	1072	1642	2857
P/B	11.3	6.5	5.6	4.6	3.7	企业自由现金流	0	(986)	590	579	1327
EV/EBITDA	44.0	34.8	27.8	20.1	17.0	权益自由现金流	0	(370)	140	723	1441

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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