

衍生品研究

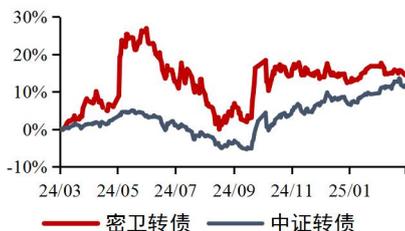
密卫转债投资价值分析

危化品物流龙头，仓储区位和资质壁垒凸显

2025年3月5日

衍生品研究/转债分析报告

个券近一年走势



资料来源：晨闻

相关报告

以工匠精神打造工业母机的“牙齿”-锋
工转债投资价值分析 2024.11.22消费电子行业微盘债，下修到底-朗科转
债投资价值分析 2024.10.31精密模具注塑领航者的偏债型个券-昌
红转债投资价值分析 2024.10.28

山证衍生品团队

分析师：

崔晓雁

执业登记编码：S0760522070001

邮箱：cuixiaoyan@sxzq.com

投资要点：

密卫转债（113658.SH）：

AA-级，截止 2025/3/4 债券余额 8.72 亿元，剩余期限 2.54 年，收盘价 119.82 元，转股溢价率 37%，纯债溢价率 12.94%，YTM -1.79%。

正股：密尔克卫（603713.SH）：

最新总市值 78.05 亿元，PE TTM 15.0x。公司是我国领先的专业化工供应链综合服务商，涵盖货运代理、仓储、运输及化工品交易等，业务聚焦危化品物流领域。实控人陈银河等，合计持股约 47.7%（Q324 数据）。

密卫转债主要看点：

- 危化物流市场持续增长，行业集中度提升可期。根据中物联危化品物流分会数据，危化品物流市场 2015-2023 年复合增速 9.16%，预计 2025 年继续增长至 2.85 万亿元。危化品运输高要求、高门槛，强监管下中小企业加速出清。密尔克卫是我国危化品物流龙头，深度绑定巴斯夫、陶氏等国际化工巨头，或受益行业集中度提升趋势。
- 稀缺仓储资产构筑护城河，协同优势助力业务不断拓展。通过自建+并购，公司搭建起全国物流网络，拥有逾 60 万平米危化品仓库且多位于核心化工园区。监管趋严下，公司仓储资源难以复制，区位和资质壁垒凸显。2020 年公司业务延伸至化工品交易；近两年，再度拓展至新能源、快消等领域，并布局船舶资产、加速国际化步伐。
- 业绩稳健增长，中长期增长逻辑清晰。受益于公司在危化品运输领域的领先地位，以及物流导流贸易、贸易反哺物流的协同效应，公司实现高客户粘性和业绩稳健增长。2024.1-3Q 营收同比+25.3%，归母净利润同比+21.7%。WIND 一致预期，2025-26 年归母净利润同比+18.33%、15.97%。
- 密卫转债：正股 PE、PB 估值均处于历史底部。转债绝对价格不高，债券余额小，即将进入回售期，未来下修概率提升。

转债合理估值推导

基于山证可转债估值模型，假设正股股价不变，不考虑强赎和下修，我们认为密卫转债合理估值在 123-134 元。

风险提示：市场需求不足；行业集中度提升低于预期；安全事故风险等



分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

