

密尔克卫 (603713)

十倍进阶之路！从 A 股上游物流开支中找寻答案

我们过去对化工第三方物流约 3200 亿市场容量的判断是偏保守的，通过拆解 A 股化工公司的物流开支，相信投资人会有同样判断；参照可比民企海丰国际（同样为大赛道小公司，1308.HK）过去十年 ROE 持续提升带来的十倍涨幅，我们认为伴随密尔克卫通过 6-8 年的发展和 ROE 的持续提升，营收和利润有望达到 300 和 36 亿元，十倍于当前规模。

ROE 系统性提升下的估值弹性。

复盘本轮疫情前的 10 年交运股，排名第一的为 10 倍股海丰国际，该公司同密尔克卫有较强可比性，两家民营公司都专注于传统行业的细分市场，通过不断配置核心资产和高效经营，促使 ROE 和估值系统性提升，而估值提升才是牛股共性，历史 ROE 和当前经营趋势让我们认为密尔克卫具备长牛潜质。

万华案例对短期弹性的启示，小样本孕育短期高弹性。

密尔克卫当前拥有 3000 家以上客户，大多体量较小，而 A 股有 344 家化工公司，其中万华化学 19 年贡献营收 1.2 亿，已成为前五大客户之一，占万华物流比重约为 5.4%，未来 2 年若能开发 A 股头部 4% 的化工客户，并使公司物流份额占其比重 10%，可创造 12 亿的营收，这相当于公司 19 年营收的 54%；开发 12% 的客户并达到 10% 的份额，收入较 19 年几近翻倍；由于密尔克卫的营收规模较小，上述 A 股小样本客户的高弹性是我们对公司近三年物流收入假设的微观基础。

长期的市场及公司空间。

19 年报显示 A 股化工企业的第三方物流额约为 750 亿，反衬原先我们对 3200 亿的市场容量判断是偏保守的，而我们判断密尔克卫在未来 6-8 年将经历三个阶段发展（分别对应：收购资产快速拓展市场、仓库网络初步形成后增加租赁杠杆、全国仓网具备一定规模并加快拓展海外市场），其市场份额有望从当前的 0.7% 提升至 6.7%，营收和利润分别达到 300 和 36 亿元，该体量接近公司 2020 年预计财报水平的 10 倍，同时大量的留存利润会使得再融资对 EPS 的摊薄影响有限。

投资建议

疫情后阶段，预计公司业务开发和外延收购提速，业绩弹性大概率逐季增加，当前公司已公告拟以 1.04 亿元对价，收购湖南瑞鑫化工 65% 股权，将为公司今年的业绩增长带来新的增量。我们将公司 2020-2022 年盈利从 2.82、3.88、5.17 亿上调至 3.06、4.23、5.95 亿，三年业绩增速分别为 56%、39% 与 41%，三年业绩对应当前估值分别为 43、31 与 22 倍，长期趋势和短期弹性显著领先于板块，给予目标价 97 元，维持买入评级。

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,783.91	2,418.80	3,228.05	4,114.71	5,283.98
增长率(%)	38.16	35.59	33.46	27.47	28.42
EBITDA(百万元)	217.41	362.47	448.71	608.10	859.51
净利润(百万元)	132.16	196.06	305.51	423.32	595.28
增长率(%)	57.91	48.35	55.82	38.56	40.62
EPS(元/股)	0.85	1.27	1.97	2.74	3.85
市盈率(P/E)	98.34	66.29	42.54	30.70	21.83
市净率(P/B)	10.38	9.06	7.49	6.10	4.81
市销率(P/S)	7.29	5.37	4.03	3.16	2.46
EV/EBITDA	19.62	17.64	30.04	22.47	15.48

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	83.99 元
目标价格	97 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)	12,996.36
流通 A 股市值(百万元)	5,713.34
每股净资产(元)	9.57
资产负债率(%)	44.84
一年内最高/最低(元)	84.03/28.50

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-季报点评:成长大超预期，龙头拐点将至》 2020-04-23
- 2 《密尔克卫-年报点评报告:2019 业绩高成长，行业拐点下利好龙头》 2020-04-02
- 3 《密尔克卫-公司点评:危化品监管再度收紧！长期利好龙头密尔克卫》 2020-02-27



内容目录

1. 投资观点.....	3
2. 从 ROE 出发，看牛股核心驱动力	4
2.1. ROE “真香” 定理.....	4
2.2. 重资产下的 “慢就是快”，集运物流板块的海丰国际位列第二	4
2.3. 剔除疫情影响的涨幅，以海丰国际为参照重新观察涨幅榜	5
3. 海丰国际十倍之路：为何能成为密尔克卫的参考标的？	6
3.1. 海丰国际：阿尔法从未来自行业	6
3.2. 为什么密尔克卫和海丰国际具备可比性？	10
4. 双维度观测：密尔克卫的市场容量及弹性	12
4.1. 物流占化工 GDP 比重维度	12
4.2. 用 A 股化工上市公司物流额推演市场容量	12
4.3. 大赛道小公司：	14
5. 投资观点.....	16
6. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：2017 年密尔克卫集运相关收入占比.....	6
图 2：2019 年密尔克卫 TOP5 供应商占总成本比重.....	6
图 3：截止至 2019 年底海丰国际经营的航线网络.....	6
图 4：2010.10 至今港股集运主要标的走势	8
图 5：2011-2019 年中国及上海集装箱出口价格指数年均值及海丰国际年单箱收入	9
图 6：2010-2019 年港股集运主要标的扣非 ROE 走势（%）	9
图 7：基于三阶段发展对密尔克卫的经营假设（估算值）	14
图 8：2016-1Q20 密尔克卫加权平均 ROE 系统性提升（1Q20 为疫情阶段）	15
表 1：2010-2019 年位居交运涨幅榜前列标的年化扣非 ROE 指标.....	4
表 2：2010.10.8-2020.5.12 交运 A 股及港股涨幅榜	5
表 3：2011.10.4-2020.1.17 交运 A 股及部分港股涨幅榜	5
表 4：两个时间区间的三支集运港股表现	8
表 5：2011-2019 海丰国际估值走势（取最后交易日股价）	10
表 6：密尔克卫、海丰国际及快递上市公司对比	11
表 7：A 股化工上市公司披露的第三方物流额（亿元）	13
表 8：化工物流各方需求&密尔克卫物流渗透率测算	13
表 9：密尔克卫收入分拆及预测（蓝色数字为预测值，表中单位为亿元）	16
表 10：可比公司估值情况对比表.....	17

1. 投资观点

- **ROE 系统性提升下的估值弹性：**复盘本轮疫情前的 10 年交运股，排名第一的为 10 倍股海丰国际，该公司同密尔克卫有较强可比性，两家民营公司都专注于传统行业的细分市场，通过不断配置核心资产和高效经营，促使 ROE 和估值系统性提升，而估值提升才是牛股共性，历史 ROE 和当前经营趋势让我们认为密尔克卫具备长牛潜质；
- **长期的市场及公司空间：**19 年报显示 A 股化工企业的第三方物流额约为 750 亿，反衬原先我们对 3200 亿的市场容量判断是偏保守的，而我们判断密尔克卫在未来 6-8 年将经历三个阶段发展（分别对应：收购资产快速拓展市场、仓库网络初步形成后增加租赁杠杆、全国仓网具备一定规模并加快拓展海外市场），其市场份额有望从当前的 0.7% 提升至 6.7%，营收和利润分别达到 300 和 36 亿元，该体量接近公司 2020 年预计财报水平的 10 倍。
- **万华案例对短期弹性的启示，小样本孕育短期高弹性：**密尔克卫当前拥有 3000 家以上客户，万华化学 19 年贡献营收 1.2 亿，已成为前五大客户之一，占万华物流比重约为 5.4%，未来 2 年若能开发 A 股头部 4% 的化工客户，并使公司物流份额占其比重 10%，可创造 12 亿的营收，这相当于公司 19 年营收的 54%；开发 12% 的客户并达到 10% 的份额，收入较 19 年几近翻倍；由于密尔克卫的营收规模较小，上述 A 股小样本客户的高弹性是我们对公司近三年物流收入假设的微观基础。
- **投资建议：**疫情后阶段，预计公司业务开发和外延收购提速，业绩弹性大概率逐季增加，我们将公司 2020-2022 年盈利从 2.82、3.88、5.17 亿上调至 3.06、4.23、5.95 亿，三年业绩增速分别为 56%、39% 与 41%，三年业绩对应当前估值分别为 43、31 与 22 倍，长期趋势和短期弹性显著领先于板块，维持买入评级。

2. 从 ROE 出发，看牛股核心驱动力

我们在复盘交运板块 2011-2019 年 A 股和港股涨幅榜的过程中（剔除借壳、资产重组等标的，因此快递不在排序范围），发现了几个现象：

2.1. ROE “真香” 定理

该定理适用于包括国内外所有股票，ROE 长期系统性提升是牛股核心驱动力，A 股交运涨幅榜前几位的机场、公路等标的莫不如此。

表 1：2010-2019 年位居交运涨幅榜前列标的年化扣非 ROE 指标

证券简称	所属板块	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
海丰国际	航运	33.2	14.57	13.83	15.16	14.95	16.39	13.74	20	18.92	21.25
上海机场	机场	9.7	10.2	9.8	11.3	11.8	12.8	13.2	15.5	15.9	16.6
白云机场	机场	9.2	10.0	11.4	12.2	13.7	13.8	13.5	12.0	7.0	5.9
深高速	高速	8.6	9.5	7.1	8.5	8.9	4.4	8.1	11.2	10.9	12.6
宁沪高速	高速	14.8	14.0	13.0	14.2	13.2	13.4	15.9	16.0	16.1	15.8
粤高速 A	高速	10.4	6.8	4.6	1.7	6.7	8.7	12.5	14.9	15.3	13.0

资料来源：wind，天风证券研究所

注：白云机场 ROE 和股价背离的原因：2017 年年中白云机场可转债密集转股显著放大公司净资产体量，自年初的 108.7 亿上升至年底的 151.0 亿，升幅 38.9%，而当期归母净利润上升 14.5%，低于净资产升幅，造成 ROE 下降。2018 年白云机场 T2 航站楼于 4 月底投产成本大增，且 11 月起民航发展基金返还取消，对公司收入产生一定影响，当期归母净利润同比下降 29.2%，拉低 ROE 水平。2019 年全年无民航发展基金返还，公司收入仅同比增长 1.6%，但成本端相比 18 年多了 4 个月的 T2 航站楼成本，业绩同比下滑 11.5%，ROE 进一步下降。股价水平上行一方面反映了市场对其免税租金水平长期向上海机场、首都机场逐步靠拢带来的远期业绩上行趋势的看好，一方面也体现了其估值体系从公用事业股过渡为消费股的过程，与当期业绩波动及 ROE 变化基本脱钩，因此从历史回测的角度看，应记做异常值予以剔除。

2.2. 重资产下的“慢就是快”，集运物流板块的海丰国际位列第二

传统重资产板块近年来并不受部分基金经理待见，但机场、高速板块在政府定价模式下，受益于全球化、城市化以及人均收入提升，凭借 ROE 的系统性提升，在涨幅榜前 10 名中占有 4 席，上海机场位居涨幅榜第一位，而位居第二的来自这些年来让投资人“闻风色变”的集运物流板块标的-海丰国际（1308.HK）。

表 2：2010.10.8-2020.5.12 交运 A 股及港股涨幅榜

排名	简称	所属板块	涨跌幅(%)	区间相对收益 (%)	年化涨跌幅 (%)
1	上海机场	机场	538.68	529.80	21.31
2	海丰国际	航运	198.34	192.39	12.06
3	白云机场	机场	183.00	174.12	11.45
4	深高速	公路	170.01	161.13	10.90
5	厦门象屿	物流	154.37	145.49	10.21
6	宁沪高速	公路	140.03	131.15	9.55
7	粤高速 B	公路	104.67	95.79	7.75
8	海峡股份	航运	91.23	82.35	6.99
9	粤高速 A	高速	77.67	68.79	6.17
10	建发股份	物流	71.14	62.26	5.76

资料来源：wind，天风证券研究所

注 1：2010 年 10 月 8 日为海丰国际港股 IPO 时间点

注 2：A 股标的的相对收益参考上证综指、海丰国际则参考恒生指数

2.3. 剔除疫情影响的涨幅，以海丰国际为参照重新观察涨幅榜

新冠疫情对于交运板块的冲击较为明显，2020 年以来申万交运行业指数为跌幅榜前四位，如果剔除疫情带来的短期冲击重新审视各标的的历史收益率，我们发现位居涨幅榜第一位的正是来自集运物流子版块的海丰国际（1308.HK），由于该标的和我们近期推荐的密尔克卫有较强可比性（后文中会细节讨论），于是我们干脆以 2010 年 10 月 8 日海丰国际登陆港股为时间节点，再次对板块进行排序并对区间涨幅进行分析，发现海丰国际为“十年十倍”的优秀标的，其股价底部为 2011 年 10 月 4 日收盘价 0.914 港币，顶部则为新冠疫情出现前 2020 年 1 月 17 日的 9.59 港币，后者是前者的 10.5 倍，区间涨幅 929%。

表 3：2011.10.4-2020.1.17 交运 A 股及部分港股涨幅榜

排名	简称	所属板块	涨跌幅(%)	区间相对收益 (%)	年化涨跌幅 (%)
1	海丰国际	航运	929.06	856.36	32.46
2	上海机场	机场	624.37	593.97	26.97
3	白云机场	机场	356.36	325.96	20.09
4	粤高速 B	高速	321.44	291.04	18.94
5	深高速	高速	315.09	284.69	18.72
6	宁沪高速	高速	227.12	196.72	15.36
7	粤高速 A	高速	211.59	181.19	14.69
8	海峡股份	航运	152.22	121.82	11.80
9	招商轮船	航运	146.13	115.73	11.47
10	上港集团	港口	134.85	104.45	10.84

资料来源：wind，天风证券研究所

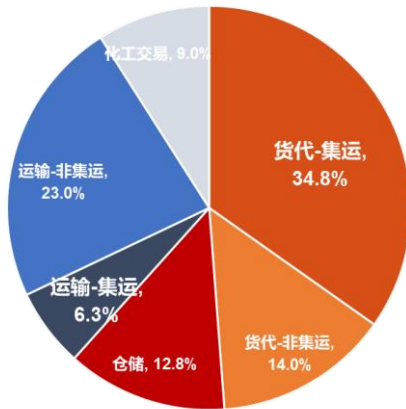
注 1：2011 年 10 月 4 日为海丰国际港股历史底部、2020 年 1 月 17 日为股价顶部

注 2：A 股标的的相对收益参考上证综指、海丰国际则参考恒生指数

综上，ROE 系统性提升对于驱动牛股至关重要，新经济新模式下的标的可能会有较大区间涨幅（怡亚通为代表），但拉长周期来看，传统重资产板块的机场、高速以及集运标的位居涨幅榜前列，而海丰国际以集运船舶作为核心资产的经营模式和密尔克卫以仓储为核心资产的密尔克卫无论在业务层还是投资逻辑上都有很多类比及复盘反思的地方，同时在产业链里又有上下游关系（集运是密尔克卫干线运输的主要方式之一，也是其货代收入中比

重较高的业务类型，集运公司是密尔克卫的主要运力提供方之一，2017 年集运货代和运输相关收入占密尔克卫收入端 41%，2019 年公司 TOP5 供应商中有 4 家同集运相关，合计占总成本的 7.75%，所以本篇报告的切入点就是横向对比海丰国际和密尔克卫，在参考 A 股化工企业物流开支的基础上，进而分析密尔克卫的拓展空间及是否存在十倍股的潜质。

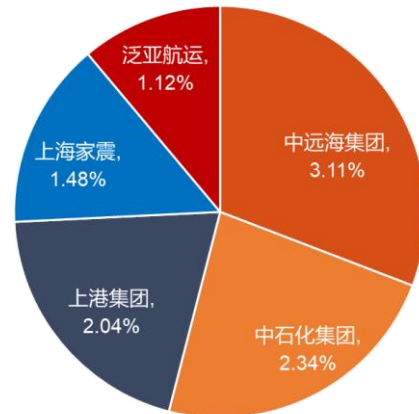
图 1：2017 年密尔克卫集运相关收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：公司仅在招股书中披露集运相关收入，该收入主要分布在货代和运输板块，合计占 2017 年收入比重的 41.1%

图 2：2019 年密尔克卫 TOP5 供应商占总成本比重



资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：集运直接相关供应商为中远海、泛亚（中远海集运旗下内贸船公司）、上港集团，间接相关为物流供应商上海家震，合计占总成本比重为 7.75%

3. 海丰国际十倍之路：为何能成为密尔克卫的参考标的？

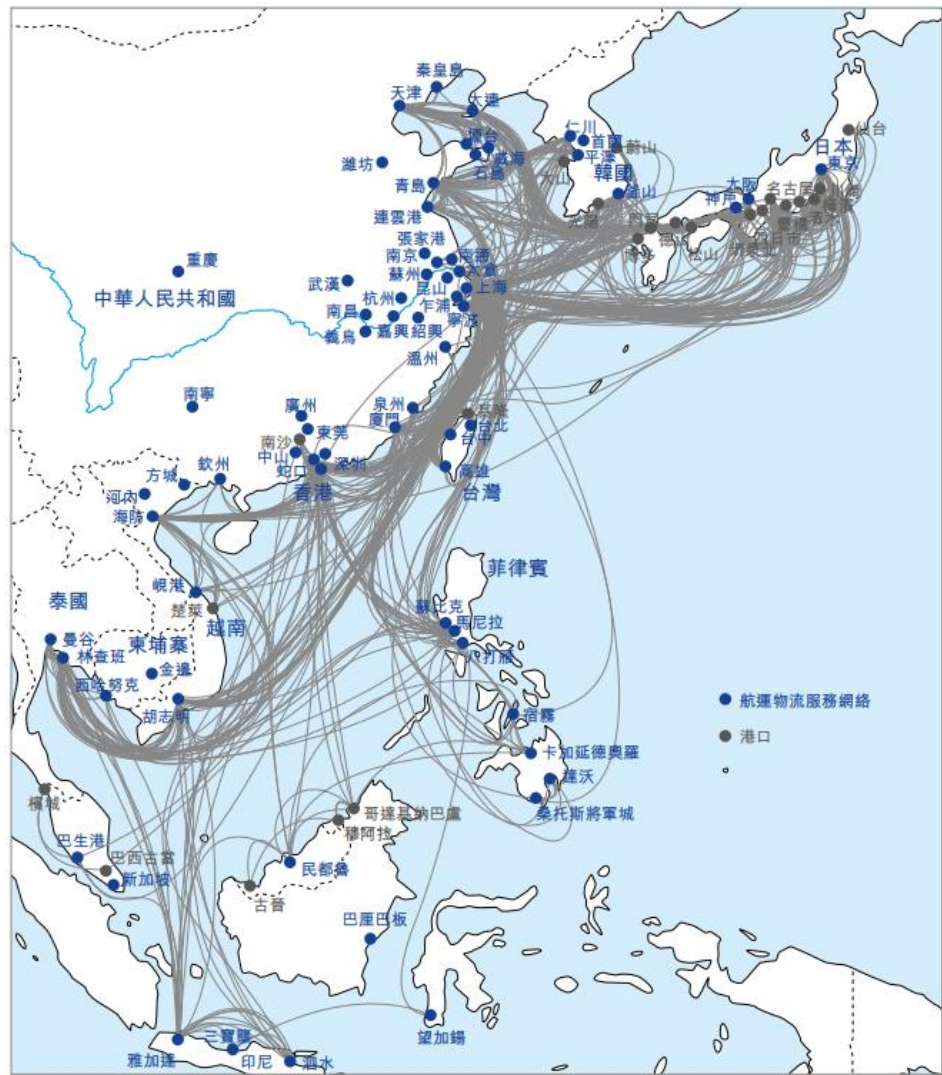
我们当然知道：上文中我们仅仅以海丰国际的上市、十倍涨幅时间序列来做参考，用密尔克卫和海丰国际的上下游关系去关联对比可能是占了偶然性因素、或者说是缺乏说服力的，所以本节我们从一个更为宽广的维度来对比这两家公司。

3.1. 海丰国际：阿尔法从未来自行业

公司商业模式和市场：海丰国际是一家经营亚洲区域内细分市场的集装箱班轮运输公司，主要涉及中国、日本、韩国、东南亚等国家和港口，截止 2019 年底公司经营的航线为 68 条，核心集装箱船舶总运力 82 艘，合计 11.8 万标箱，其中自有运力 57 艘，租赁运力 25 艘；陆基端，公司主要提供货代、仓储及堆场服务，部分资产是通过和客户及合作伙伴联营方式展开，截止至 2019 年底公司经营堆场面积 117 万平、仓储面积 9.17 万平方米；简单来讲，公司就是以中小型集装箱船舶为核心资产，在亚洲区细分市场内开展班轮运输服务，两端陆地则根据客户需求提供货运、仓储、堆场及代理服务，其中陆地端的运营服务总体算是轻资产的，但当部分区域货量具备一定规模、公司把控能力增强后则会考虑以重资产的方式配置仓库和堆场，那么这种商业模式的特点包括：

- **核心船舶资产：**无论是订购新船还是收购二手船，其实并无较高门槛；
- **成本领先型：**由于海上运费在公司收入占比中较高，航行营运成本的精细化管理就成为能否长期盈利的核心因素；
- **网络化的物流服务能力让成本管控有溢出效应：**所有物流的本质都是进出平衡的匹配，当网络效应日益明显后，公司通过精细化管理进一步降低成本的潜力会与日俱增，核心还是管理，快递行业也类似。
- **周期属性：**市场运费、油价、地缘政治因素同样会给公司盈利带来波动。

图 3：截止至 2019 年底海丰国际经营的航线网络



资料来源：公司 2019 年报，天风证券研究所

集运船舶虽然是海丰国际的核心资产，但其本质是一个靠管理经营驱动的公司，换句话说：如果不是自下而上去跟踪这个标的，投资人很容易在过去十年因为平淡无奇的行业属性忽视了其潜在的投资价值，因为每一年都会有来自困扰于宏观、行业的波动，及潜在竞争者中远海、中外运、东方海外、PIL、WANHAI 带来的竞争压力；但正是这样一个传统领域的公司穿越了过去十年低迷周期，让 ROE 及业绩实现稳定增长，估值体系摆脱了传统航运 PB 估值，被市场认可为成长股，并实现了区间 10 倍涨幅，为了便于直观的对比海丰国际所创造的阿尔法，我们引入两家同行业的班轮公司，中远海发（15 年前是纯粹的集运标的，重组后以租赁及投资为主业）、东方海外（集运标的，18 年之后被中远海控股），来做个对比：

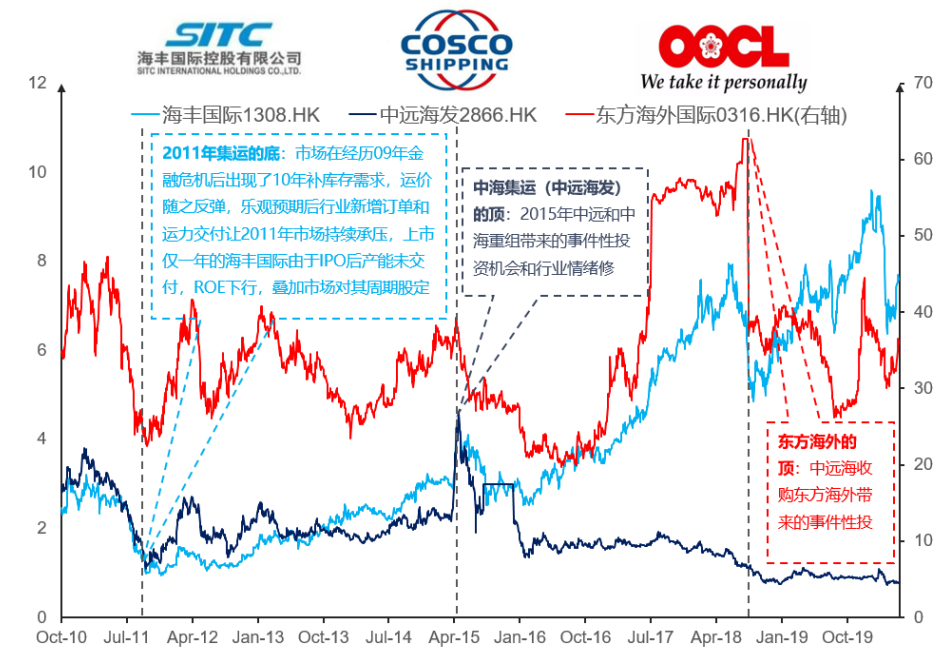
股价：虽然中远海发和东方海外分别在 15、18 年合并重组带来了事件性投资机会，股价达到局部高点，但按我们第一章的两个时间段来观察，海丰国际远远跑赢其它两个标的。

表 4：两个时间区间的三支集运港股表现

2010.10.8-2020.5.12 区间涨幅				
简称	所属板块	涨跌幅(%)	区间相对收益 (%)	年化涨跌幅 (%)
海丰国际	集运	198.34	192.39	12.06
中远海发	集运	-9.7326	-15.68	-1.06
东方海外	集运	77.0504	71.10	6.13
2011.10.4-2020.1.17 区间涨幅				
简称	所属板块	涨跌幅(%)	区间相对收益 (%)	年化涨跌幅 (%)
海丰国际	集运	929.06	856.36	32.46
中远海发	集运	-73.0871	-145.79	-14.64
东方海外	集运	3.0689	-69.63	0.37

资料来源：wind，天风证券研究所

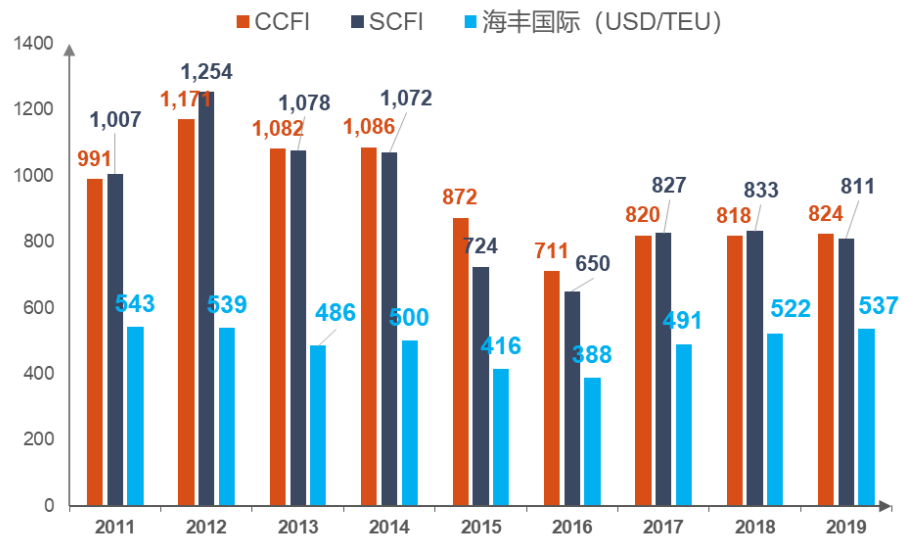
图 4：2010.10 至今港股集运主要标的股价走势（元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

行业运价：2010-2019 年集运整体低迷，无论是中国集装箱运价指数（CCFI）还是上海集装箱运价指数（SCFI）整体处于下行趋势，所以航线无论长短，其实运价都较为低迷，海丰国际 2019 年的单箱收入甚至低于上市初 2011 年的水平。

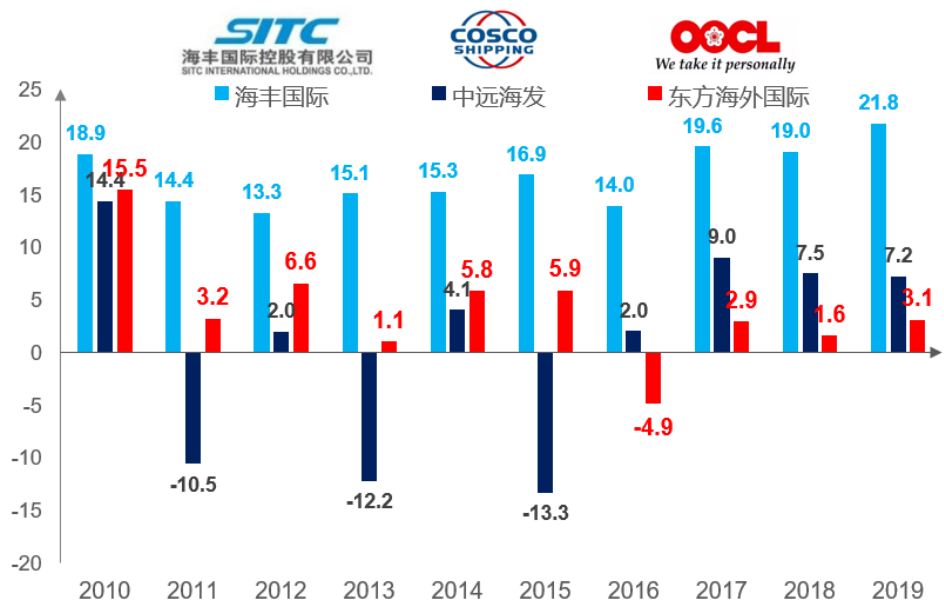
图 5：2011-2019 年中国及上海集装箱出口价格指数年均值及海丰国际年单箱收入



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

海丰国际 ROE 和股价同步新高：海丰国际在 2010 年之后 ROE 系统性提升是支撑其股价上涨的核心因素，2019 年公司扣非 ROE 达 21.8%，创历史新高，东方海外、中远海发的历史数据无论从绝对额还是稳定性都和公司有较大差距，如果把海丰国际的 ROE 和 PB、扣非业绩增速和 PE 做个时间序列，2011-2019 年，伴随 ROE 的提升，公司 PB 从 1.1 倍、PE 则从 6.6 倍提升至 15.2 倍，公司穿越周期的经营能力从估值上得以体现。

图 6：2010-2019 年港股集运主要标的扣非 ROE 走势 (%)



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

表 5：2011-2019 海丰国际估值走势（取最后交易日股价）

年份	扣非 ROE	PB(X)	扣非净利增速	PE(X)
2011	14%	1.1	-21.1%	6.6
2012	13%	1.3	3.2%	10
2013	15%	1.6	17.2%	10.5
2014	15%	1.9	4.6%	11.9
2015	17%	1.7	17.2%	10.2
2016	14%	1.9	-11.6%	11.1
2017	20%	2.9	55.3%	19.1
2018	19%	2.6	2.7%	12.9
2019	22%	3.1	14.9%	15.2

资料来源：wind，天风证券研究所

注：PB 取 LF、PE 取 TTM 值

3.2. 为什么密尔克卫和海丰国际具备可比性？

密尔克卫作为仓储驱动的综合化物流企业，我们不妨把公司同海丰国际以及目前市场较为关注的板块做个横向对比，具体如下：

表 6：密尔克卫、海丰国际及快递上市公司对比

公司	企业性质	专注板块	市场描述	核心资产	行业趋势	成长阶段	三年业绩 CAGR	PE(TTM)
海丰国际	民企	集运亚洲区域	CLARKSON口径下2019年亚洲内航线的计费重箱约为 5900 万标箱，海丰国际完成 248 万箱，份额 4%；未来常态年增速预计为 3-5%左右，集中度较低	集装箱、船舶、堆场及仓库	疫情后全球贸易增速或将放缓，集运预期较为悲观，运费从过去到未来一直在底部，竞争较为激烈，但长期来看，公司 ROE 仍将持续提升	公司已具备较为完整的亚洲内航线物流网络，未来增长主要基于：1）亚洲区域的自然增长，同一国家不同港口的覆盖和穿梭密度；2）货主在亚洲区域内的产业迁徙	11.2%	疫情前：15 倍 疫情后：11 倍
密尔克卫	民企	化工物流（30%危化）	第三方化工物流市场 3000-3500 亿，年增速不详，2019 年密尔克卫约占 0.7%份额，集中度极低	仓库，尤其是危化品仓库	疫情后化工生产贸易市场增速乏善可陈，但基于安全、环保因素的监管门槛将会长期提升，尤其是危化品；市场竞争整体较为激烈，公司 ROE 持续提升；	公司尚未形成完备的仓库网络，仍处于快速布局阶段；成长空间则来自：1）高附加值化工生产及贸易商需高标准的服务；2）强监管和公司规模优势挤压不合规或低端公司的退出；3）基于大型客户的海外物流需求	45%	59 倍
顺丰 通达快递	民企	快递	2019 年快递行业 635 亿件，收入为 7500 亿元，未来三年复合增速约为 20-25%；集中度较高，CR8 约为 82.5%	快递从业人、中转场、干线车辆及货机	互联网消费持续渗透，行业依然能保持较快增长，但头部公司基于规模化效应的核心产能扩张欲望较强，近年来价格竞争趋势明显，行业及公司 ROE 持续下降，但趋势上有较大分化；	主要上市公司已形成完备的网络，未来的增长来自：1）行业的自然增长；2）规模优势进一步侵蚀它人市场份额；3）快递物流一体化的进程	13%-19 %	差异较大，26-36 倍

资料来源：wind、公司年报、国家邮政局，天风证券研究所

注：亚洲内集运市场、精细化工第三方物流市场为估算值

结合投资市场的困惑，我们认为密尔克卫和海丰国际具备有更强可比性的原因在于：

- **专注于“模糊”的大赛道，重资产的扩张模式并未拖累发展：**两家公司都在行业中选择了细分赛道，前者专注于集运亚洲航线市场（市场难以精确衡量：如集运欧美干线在亚洲内港口的中转、各国外贸进口至国内后的运输是否算集运亚洲市场的范畴）、后者则是精细化工第三方物流（无官方数据统计），但目前我们无法精确计算两个赛道市场容量，如果仅以核心资产来看，海丰国际在船舶，密尔克卫在仓库（尤其是危化库），市场往往担忧重资产会拖累公司的收益水平，但历史证明来看，优质的公司具备持续提升 ROE 的能力。
- **面临常年的激烈竞争，上市后对比优势明显：**海丰国际和密尔克卫虽然处于不同细分市场，但长期面临大型国企、中小企业的竞争，虽然密尔克卫是项目物流驱动的公司，但从常年来行业集中度偏低的结果看，招标过程中价格因素依然是绕不开的点，这两

类公司在上市之后无论是融资能力、成本以及市场影响力，都会得到系统性提升，ROE 指标通常会在融资后自建及收购核心资产交付后逐步体现；反观快递行业，上市前就具备充沛的现金流，上市后虽然也提升了融资能力和市场口碑，但对比群雄逐鹿市场份额下的价格竞争，这两年快递行业的竞争压力边际上比前两类公司更为激烈，这也体现在 ROE 和业绩增速上。总体而言，非市场红利前提下，在激烈竞争中脱颖而出的民营企业一旦完成上市，其管理能力所带来的持续增长能力往往会超市场预期，若其服务具备网络化效应，这类公司在寻求潜在增长点及管控成本的能力会进一步提升。

- **大行业小公司，基于竞争力下的集中度提升：**海丰国际和密尔克卫目前市场份额分别为 4% 和 0.7%，海丰国际在上市之初收入端极度依赖于中日韩之间的航线，尤其是中日航线，面临着中远海、中外运及海外竞争对手的横向竞争，市场曾经质疑其中日航线占比较高的情景下，如何拓展未来市场，毕竟其它公司在东南亚航线的亏损并不偶然，公司如何保障在新市场中复制其核心竞争力以及 ROE；密尔克卫上市之初同样也存在巴斯夫、陶氏化学等 TOP5 客户占公司收入比重接近 35%，老客户份额能否继续提升，新客户的开发是否有难度？彼时仓储产能利用率高位运行是否代表新客户的开发潜力有限？也都是市场较为关注的点，但与之对比的是公司目前 TOP5 客户占收入比重已下降至 26%，同时以万华化学为代表的国内优秀化工企业 2019 年已成为公司第三大客户。

4. 双维度观测：密尔克卫的市场容量及弹性

我们分别以化工 GDP 和 A 股化工公司年物流支出两个层面来观察密尔克卫所在行业容量。

4.1. 物流占化工 GDP 比重维度

之前在测算密尔克卫市场容量时，我们的假定计算方式为：

市场容量=GDP 化工品产值（2017 年）8.19 万亿*物流占 GDP 比值 14.6%*第三方物流渗透率（25%，假设值）=3000 亿，考虑到 17-19 年化工产值的自然增长和第三方物流渗透率小幅提升，可以假定 2019 年第三方化工物流市场容量为 3200 亿；

部分投资人可能对上述数据的测算有质疑，但我们认为 3200 亿市场容量的判断是审慎的，其原因在于：若按申万一级行业的划分，密尔克卫的物流服务虽然主要覆盖化工领域，但从目前客户开发进程来看，其服务同样适用于汽车、日化消费、芯片制造、新能源、采掘业等领域的部分产品，2019 年申万一级行业化工行业上市公司的销售收入就接近 5 万亿，若再考虑化工领域非上市公司的市场容量以及其他板块的市场，上述 3200 亿的市场容量估算额是比较合理的。

4.2. 用 A 股化工上市公司物流额推演市场容量

我们整理了 A 股化工行业 344 家上市公司的 2019 年报，其中 116 家有较为清晰的外包物流成本记录（科目多为物流成本、仓储费、运输费等），其中物流额超过 4 亿的有 13 家，超过 2 亿的有 41 家，三个口径下的物流总额分别为 243、199 和 121 亿，占营收比重分别为 1.5%、1.9% 和 2.2%，头部公司万华、中泰的物流额超过 20 亿，物流开支占其营收比重分别为 3.3% 和 2.9%。

表 7：A 股化工上市公司披露的第三方物流额（亿元）

数量（家）	营业收入（亿）	第三方物流开支（亿）	物流占比	备注
13	5622	121	2.2%	物流额超过 4 亿的 A 股化工公司
41	10375	199	1.9%	物流额超过 2 亿的 A 股化工公司
116	16366	243	1.5%	A 股查询到物流额的化工公司
344	50000	750	1.5%	A 股 344 家化工企业物流测算值
万华化学	681	23	3.3%	2019 年密尔克卫份额为 5.4%
中泰化学	831	24	2.9%	-

资料来源：wind，天风证券研究所

注：由于上一节中我们自上而下测算物流额占行业收入比重 $14.6\% \times \text{行业渗透率 } 25\% = 3.4\%$ ，而本表格展示的上市公司外包物流开支占收入比重仅为 1.5%-2.2%，我们认为其中的差距可能来自：

- 1) 部分上市公司有大量的开票贸易收入，这类业务可能并不产生实际物流额；
- 2) 部分上市公司的物流额未能直接列明在物流成本、仓储和运输费等科目中

综上：假设 A 股 344 家 5 万亿收入体量的化工公司符合上述数据分布，则 A 股化工企业的外包物流额约为 750 亿体量；

当然，整个化工物流的体量绝不仅限于上市公司，还有三类体量较大的群体，他们包括：

- 1) 非上市公司；
- 2) 国际化工公司；
- 3) 各类贸易、批发、物流企业

具体测算结果如下：

表 8：化工物流各方需求&密尔克卫物流渗透率测算

需求方	物流采购额（亿）	假设密尔克卫物流渗透率，对应的密尔克卫收入（亿）				
		5%	10%	15%	20%	25%
A 股物流额高于 4 亿 13 家	121	6.1	12.1	18.2	24.2	30.3
A 股物流额高于 2 亿 41 家	199	9.9	19.9	29.8	39.7	49.6
A 股可查询物流额 116 家	243	12.2	24.3	36.5	48.6	60.8
A 股所有化工公司 344 家	750	37.5	75.0	112.5	150.0	187.5
国内非上市化工企业（假定证券化率 50%）	750	目前密尔克卫有 3000 家以上的客户群体中，除了有巴斯夫、陶氏化学为代表的 500 强企业若干家以外，其实大量的非上市化工企业，以及小型的贸易批发、物流公司				
国际化工生产企业	?					
各类化工贸易、批发、物流公司	?					
市场容量合计	3200	自上而下 3200 亿的市场容量是匹配于行业上市公司观察的				

资料来源：wind，天风证券研究所

由于缺乏化工行业证券化率的数据，单从密尔克卫所接触的客户样本看，上市化工公司客户总量占比较低，假设用较为激进的 50% 证券化率来测算，那么光国内化工生产企业的物流需求就接近 1500 亿，这还不包括国际化工企业，以及流通环节的各类贸易、批发、物流企业的需求，事实上后两类在密尔克卫 3000 家+客户样本中有相当大比重（陶氏化学、巴斯夫等），这里我们同样可以得出 3200 亿市场容量的估算值是偏客观、中性的。

最后我们再结合密尔克卫的微观层面来做评估，公司于万华 19 年物流额为 1.2 亿，约占万华总物流开支的 5.4%，从空间看未来公司有望通过招标能拿到万华更多的物流份额；同时，作为产业链中的龙头公司，万华的上下游供应商和客户也存在大量的化工物流需求，若密尔克卫能通过深度营销渗透至其上下游，收入弹性将进一步增加；这里参考万华化学，结合上表里的数据，做个静态下 A 股客户开发的短期收入测试，结论为：

密尔克卫目前客户 3000 家以上，即使不考虑小型客户的增量，若能利用抓住竞争对手偏小、偏弱，国内化工产业升级、集中度提升的机遇，在积极布局仓储基础设施的基础上，未来 2 年仅开发 A 股头部的化工客户（年物流采购额在 4 亿以上），并使公司物流份额占其比重 10%，可创造 12 亿的营收，这相当于公司 19 年营收的 50%；若开发年物流额在 2 亿以上的客户并达到 10%的份额，预计收入接近 20 亿，较 19 年几乎翻倍。

新经济领域：除了上述传统化工领域，新能源汽车（电池、正负极、电解液）、芯片（天津中芯国际、南京台积电项目）、消费品（家居清洁消毒、含酒精的个人美妆）都是近年来公司开拓的业务板块，伴随产业趋势变化，上述品类的绝对物流额也将体现在公司的报表中。

4.3. 大赛道小公司：

由于公司潜在客户容量较大，从产业趋势角度出发，我们认为密尔克卫的未来发展大致为三个阶段：

- **第一阶段（目前阶段，2-3 年）：**上市之初，借助融资能力大幅增强，资产上自建、收购危化仓库为主，辅以自营车队的构建，公司能快速切入新市场、新客户；其次，公司会在供应链上对新客户货代、运输进行深度拓展；于此同时，公司会从客户结构上统筹核心仓库的产能利用率，努力提升资产收益率，导致业务的收入和利润快速增长，总体物流收入体量有望达到 50 亿以上；
- **第二阶段（3-5 年）：**在核心资产不断布局落地前提下，公司在国内的仓储物流网络初步形成，借助市场口碑及核心客户池的增长，公司大概率会同步提升经营杠杆，提升租赁仓库、外包运输的比重来强化仓储物流网络，进一步覆盖客户群体，并形成围绕核心客户产业链深度开发的正循环，同时公司将会触及客户在海外的供应链服务，收入端有望冲击 100 亿。
- **第三阶段（5 年以上）：**公司在国内仓库及物流网络的布局初步完成，收入过亿及高端产品大型客户以占有相当比重，收入端中 TOP5 客户收入比重被控制在 15%以内；运输方式中，海运为干线的比重有所下降，铁路和航空收入比重增加；同时，海外物流收入已具备一定规模；公司整体收入有望突破 300 亿，得益于经营杠杆的增加，ROE 也将系统性提升至 20%的水平。

当然，上述发展阶段可能并非是线性的，各阶段发展可能会有重合，毕竟公司体量较小，基建项目、外延收购的节奏及核心大客户的深度开发很可能会让进程提速。基于上述市场容量和公司发展的假设，我们在中性预期下公司市占率通过 8 年的发展从 0.7% 提升至 6.7%，同步拟合公司收入趋势如下：

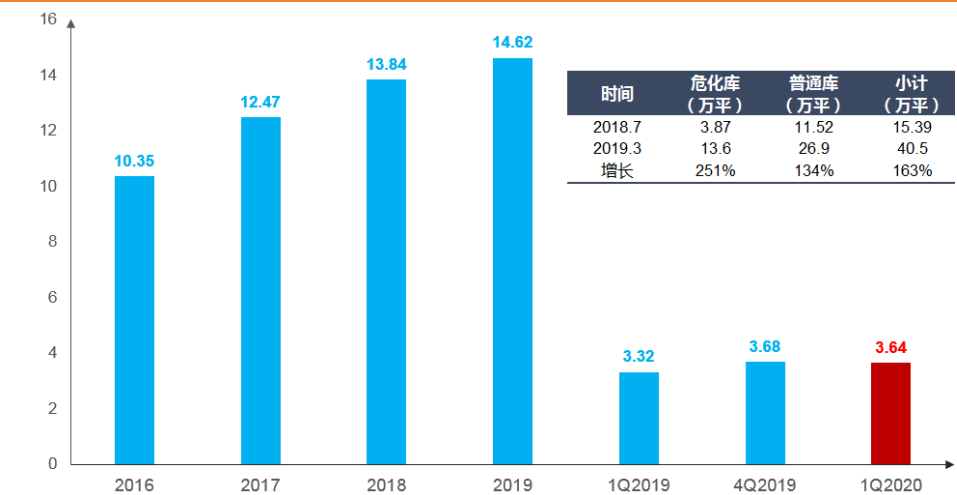
图 7：基于三阶段发展对密尔克卫的经营假设（估算值，亿元）

	第一阶段					第三阶段			
亿元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
国内化工第三方物流市场	3200	3184	3407	3611	3792	3944	4062	4184	
YOY	5.0%	-0.5%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	
密尔克卫国内物流收入	22	31	46	69	95	134	191	280	
YOY	41.6%	41.2%	48.4%	49.2%	38.2%	41.4%	42.4%	46.8%	
密尔克卫占国内市场份额	0.69%	0.97%	1.35%	1.90%	2.50%	3.40%	4.70%	6.70%	
密尔克卫海外物流收入	0	0	0.4	1.5	3.5	7	15	23	
密尔克卫物流合计收入	21.95	31	46	70	98	141	206	303	
YOY	42%	41%	50%	51%	40%	44%	46%	47%	
									第二阶段

资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

结论：我们认为公司通过 6-7 年的发展，收入接近 300 亿，那么基于公司 ROE 长期提升的历史趋势，以及高毛利危化库营运面积的不断增加，我们认为公司销售净利润率有望从现在约 8%的水平提升至 10%以上的水平，那么净利润有望达到 30-36 亿元，如果这个结果匹配于 20%+的 ROE 结论，那么公司彼时的净资产应该在 150 亿，相当于当前的 10 倍，考虑到年留存利润及分红，假设不大规模提升杠杆，大致可以判断公司在这个增长周期需额外股权融资 70-80 亿左右，由于期间市值不断增加，我们相信其股权摊薄对 EPS 影响的权重有限。

图 8：2016-1Q20 密尔克卫加权平均 ROE 系统性提升（1Q20 为疫情阶段，%）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

5. 投资观点

我们认为化工危化物流第三方市场容量客观，密尔克卫作为率先上市的头部公司将迎来持续扩张的机遇，我们看好公司 ROE 和净利润的持续高增长；

- 1、对比同样专注于细分市场、依赖船舶资产的海丰国际在 2011-2019 年的 ROE 提升下的 10 倍涨幅，密尔克卫所在行业的竞争对手明显较弱，今年来 ROE 亦在上行通道中，同时收入和利润端增速更快；
- 2、自上而下长期看，公司有望通过 6-7 年的发展，奠定其化工物流细分龙头的地位，预计市场份额从 0.7% 提升至 6.7%，对应的收入、利润有望达到 300 和 36 亿体量；
- 3、在参考 A 股化工企业 19 年披露的物流开支和密尔克卫-万华化学的实体案例角度出发，未来 2 年公司若开发 A 股头部 4% 的化工客户，并使公司物流份额占其比重 10%，可创造 12 亿的营收，这相当于公司 19 年营收的 54%；若开发 12% 的客户并达到 10% 的份额，预计收入接近 20 亿，较 19 年几乎翻倍。

疫情后阶段，预计公司业务开发和外延收购提速，业绩弹性大概率逐季增加，当前公司已公告拟以 1.04 亿元对价，收购湖南瑞鑫化工 65% 股权，将为公司今年的业绩增长带来新的增量。我们将公司 2020-2022 年盈利从 2.82、3.88、5.17 亿上调至 3.06、4.23、5.95 亿，三年业绩增速分别为 56%、39% 与 41%。

表 9：密尔克卫收入分拆及预测（蓝色数字为预测值，表中单位为亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货运代理	6.27	7.87	10.61	13.47	16.97	21.05
YOY	18.20%	25.50%	34.86%	27%	26%	24%
占比	48.50%	44.10%	43.85%	41.7%	41.3%	39.8%
仓储业务	1.65	3.23	4.62	6.83	9.22	12.72
YOY	22.30%	95.20%	42.94%	48%	35%	38%
占比	12.80%	18.10%	19.08%	21.2%	22.4%	24.1%
运输业务	3.77	4.4	6.72	8.67	10.67	13.55
YOY	58.10%	16.90%	52.76%	29%	23%	27%
占比	29.20%	24.70%	27.80%	26.9%	25.9%	25.6%
化工品交易	1.16	2.26	2.14	3.17	4.13	5.36
YOY	264.10%	94.80%	-5.15%	48%	30%	30%
占比	9.00%	12.70%	8.87%	9.8%	10.0%	10.2%
其他收入	0.06	0.08	0.1	0.13	0.16	0.15
YOY	97.00%	30.40%	17.51%	35%	20%	20%
占比	0.50%	0.50%	0.40%	0.4%	0.4%	0.3%
收入合计	12.91	17.84	24.19	32.28	41.15	52.84
营收 YOY	37.50%	38.20%	35.60%	28.38%	23.67%	19.39%
归母净利润	0.9	1.32	1.96	3.06	4.23	5.95
净利润 YOY	60%	47%	48%	55.74%	38.56%	40.62%

资料来源：wind，天风证券研究所

估值方面，三年业绩对应当前估值分别为 43、31 与 22 倍，长期趋势和短期弹性显著领先于板块，按照我们的业绩预测，2019-2021 年归母净利润的复合增速达到 40%。为进行估值上的横向比较，我们做了以下工作：

- 1) 可比公司选取：在 A 股上市公司中，没有与密尔克卫完全类似的、从事一体化（货代+仓储+运输）化工品物流服务的公司，因此我们尽量选取了 5 家公司作为其横向对照，其中包含了仓储公司、运输公司和快递公司。分别为畅联股份、同益股份、顺丰控股与宏川智慧，密尔克卫当前的 PE-TTM 估值略高于行业平均；
- 2) 如果考虑未来业绩成长，密尔克卫成长性远超行业同比，2020E-2022E 复合增长达到 45%，因此公司当前的从 PEG 指标看，公司未来 3 年 PEG 仅为 1.03，处于行业中的低位。三年业绩对应当前估值分别为 43、31 与 22 倍，业绩的高速成长能够消化当前估值。

表 10：可比公司估值情况对比表

同行业可比公司	当前市值 (亿)	PE-TTM (x)	2020 年预测业绩 (亿元)	2020E-PE (x)	2020-2022 净利润复合增速 (%)	PEG (x)
畅联股份	34.18	29.66	-	-	-	
同益股份	43.85	108.42	-	-	-	
顺丰控股	1,959.95	36.02	62.50	31.36	13%	2.50
宏川智慧	49.12	36.51	1.79	27.44	20%	1.37
密尔克卫	122.98	59.42	2.67	46.10	45%	1.03
平均值	442.02	54.01	22.32	34.97	26%	1.63

资料来源：wind，天风证券研究所

注：同行业可比公司的市值、估值等计算均采用 wind 一致预测，密尔克卫采用我们的业绩预测

公司在 A 股市场中缺少可比的化工品一体化物流公司，考虑公司未来几年保持较快的业绩增长，给予目标价 97 元，目标市值 150 亿，目标价对应 2020 年业绩估值 49x，PEG 角度看与公司当前的业绩增长预期较为匹配，维持买入评级，继续推荐。

6. 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，影响投产进度及业绩市场；
宏观经济超预期波动，导致需求和订单存在不确定；
外延并购项目具有不确定性，影响公司产能和业绩释放节奏；
安全事故风险，影响后续证照及业务获取；
收购商誉风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	134.40	137.21	258.24	329.18	422.72	营业收入	1,783.91	2,418.80	3,228.05	4,114.71	5,283.98
应收票据及应收账款	513.34	694.14	704.68	1,009.78	1,191.88	营业成本	1,457.61	1,978.14	2,580.45	3,257.75	4,123.51
预付账款	39.21	75.87	49.48	110.22	103.89	营业税金及附加	4.39	9.86	12.91	14.40	18.49
存货	5.33	10.34	34.06	12.70	55.90	营业费用	38.31	46.70	64.56	82.29	100.40
其他	412.25	211.80	455.46	460.83	425.43	管理费用	82.65	108.69	145.26	185.16	221.93
流动资产合计	1,104.53	1,129.36	1,501.92	1,922.70	2,199.82	研发费用	10.43	22.97	25.82	28.80	36.99
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7.12	16.37	17.75	22.63	25.36
固定资产	320.69	636.95	847.87	1,157.47	1,352.26	资产减值损失	0.46	0.10	0.15	0.10	0.05
在建工程	96.35	37.25	58.35	83.01	79.81	公允价值变动收益	0.00	(0.39)	0.00	0.00	0.00
无形资产	187.77	337.86	396.02	461.86	525.38	投资净收益	(15.95)	6.64	10.00	2.00	2.00
其他	147.79	427.71	387.04	391.22	390.91	其他	29.78	(9.19)	(20.00)	(4.00)	(4.00)
非流动资产合计	752.60	1,439.77	1,689.29	2,093.56	2,348.36	营业利润	169.11	238.90	391.14	525.56	759.26
资产总计	1,857.14	2,569.12	3,191.21	4,016.27	4,548.19	营业外收入	11.36	17.29	13.62	32.94	30.00
短期借款	80.00	120.00	273.98	410.52	459.03	营业外支出	1.18	6.14	8.00	1.50	6.00
应付票据及应付账款	260.51	338.66	456.39	545.61	716.98	利润总额	179.28	250.05	396.76	557.00	783.26
其他	91.57	267.62	143.39	215.77	260.56	所得税	47.58	53.89	91.26	133.68	187.98
流动负债合计	432.09	726.29	873.76	1,171.90	1,436.57	净利润	131.70	196.17	305.51	423.32	595.28
长期借款	121.78	290.54	488.27	616.81	306.03	少数股东损益	(0.45)	0.11	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	132.16	196.06	305.51	423.32	595.28
其他	37.87	76.50	52.28	55.55	61.44	每股收益(元)	0.85	1.27	1.97	2.74	3.85
非流动负债合计	159.65	367.03	540.54	672.36	367.47						
负债合计	591.73	1,093.32	1,414.30	1,844.26	1,804.05						
少数股东权益	13.17	41.13	41.13	41.13	41.13	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	152.47	154.74	154.74	154.74	154.74	成长能力					
资本公积	648.16	689.47	689.47	689.47	689.47	营业收入	38.16%	35.59%	33.46%	27.47%	28.42%
留存收益	1,073.25	1,290.80	1,581.03	1,976.14	2,548.27	营业利润	52.27%	41.27%	63.73%	34.37%	44.47%
其他	(621.64)	(700.34)	(689.47)	(689.47)	(689.47)	归属于母公司净利润	57.91%	48.35%	55.82%	38.56%	40.62%
股东权益合计	1,265.40	1,475.80	1,776.91	2,172.01	2,744.14	获利能力					
负债和股东权益总计	1,857.14	2,569.12	3,191.21	4,016.27	4,548.19	毛利率	18.29%	18.22%	20.06%	20.83%	21.96%
						净利率	7.41%	8.11%	9.46%	10.29%	11.27%
						ROE	10.55%	13.67%	17.60%	19.87%	22.02%
						ROIC	20.29%	15.49%	19.30%	18.79%	21.29%
						偿债能力					
						资产负债率	31.86%	42.56%	44.32%	45.92%	39.67%
						净负债率	5.32%	18.52%	28.36%	32.14%	12.48%
						流动比率	2.56	1.55	1.72	1.64	1.53
						速动比率	2.54	1.54	1.68	1.63	1.49
						营运能力					
						应收账款周转率	4.09	4.01	4.62	4.80	4.80
						存货周转率	136.49	308.69	145.41	175.99	154.06
						总资产周转率	1.19	1.09	1.12	1.14	1.23
						每股指标(元)					
						每股收益	0.85	1.27	1.97	2.74	3.85
						每股经营现金流	0.84	1.37	0.63	2.05	4.75
						每股净资产	8.09	9.27	11.22	13.77	17.47
						估值比率					
						市盈率	98.34	66.29	42.54	30.70	21.83
						市净率	10.38	9.06	7.49	6.10	4.81
						EV/EBITDA	19.62	17.64	30.04	22.47	15.48
						EV/EBIT	23.11	22.71	32.96	24.93	16.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com