

2022年09月07日

永泰运 (001228.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

## 运开时泰，危化品跨境物流景气向上

二十年深耕跨境化工物流，货代起家，整合兼并，迈向跨境危化品综合物流服务商。公司成立于2002年，深耕宁波危化品出口货代，通过“内生发展+外延收购”的发展模式，扩张业务版图，战略卡位跨境化工物流核心资源（仓储、运输等），形成了以长三角地区为核心，覆盖四大化学品进出港口（宁波港、上海港、青岛港、天津港）的跨境化工物流服务网络，是国内第三方化工物流龙头企业。

公司近两年货代业务受益海运运价高涨，仓库业务毛利率较高。2021年公司跨境化工物流（以货代为主）单箱收入随海运运价大幅上涨而增长，单箱毛利也取得显著增长；仓储业务量价稳定提升，毛利率高达60%以上；运输业务规模则持续扩张。2019-2022H1公司毛利率为17.4%、17.8%、16.3%和16.0%，综合盈利能力稳定。预计未来随着海运运价回落，公司经营策略将主要采取“以量补价”，受益于客户结构和溢价能力强，跨境化工物流毛利率有望基本稳定，仓储和运输毛利率受益于效率提升和规模效应而不断提升。

**行业看点1：化工行业处于景气周期，欧洲能源危机有望带动国内化工品出口。**疫情以来，化工行业增收增利显著，整体处于景气周期，中国化工品出口交货值持续攀升。当前俄乌冲突深远影响全球能源供应格局，欧洲面临能源成本、电力成本上升压力，而国内稳定的生产制造环境和资源禀赋有望带来国内化工企业的成本优势，持续利好中国化工品出口，对危化品跨境物流行业带来显著增量。

**行业看点2：安全监管趋严，第三方专业化工物流渗透率逐年提升，同时格局有望向头部集中。**化工物流行业具有高危、强监管、准入门槛高等特性，随着法律法规逐步完善，对于危化品物流的安全监管趋严，1-9类危化品名录覆盖了易燃、易爆、腐蚀等多种物品，预计在危化品出口增长及监管强化的背景下，第三方专业化工物流企业渗透率不断提升。同时随着综合物流服务需求增长、“退城入园”政策持续推进，龙头型综合物流服务能更好地满足化工企业的生产需要，考虑到当前行业格局分散，市场份额有望向头部持续集中。

**公司看点：资质+资源形成品牌优势，港口区位带来增长潜力。**(1)危化品物流门槛和资质壁垒高，公司运营资质齐全，多年专业安全经营打造品牌优势，行业地位位居国内前十，进入世界货物运输联盟。(2)公司多方整合资源，提供跨境化工物流全链条服务，仓储资源自给率

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**82.64元**  
股价(2022-09-06) **65.50元**

### 交易数据

总市值(百万元)	6,457.26
流通市值(百万元)	1,614.55
总股本(百万股)	103.86
流通股本(百万股)	25.97
12个月价格区间	42.22/70.65元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.15	31.24	117.62
绝对收益	1.55	34.28	104.1

孙延

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004  
sunyan1@essence.com.cn

宋尚杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522050001  
songsj@essence.com.cn

### 相关报告

高，布局危化品运输及化工园区物流服务，与跨境化工供应链板块发挥协同效应。国际海运资源供应商合作关系稳定，保证其运力供给、订舱能力。(3) 港口区位优势显著，天津仓库带来增量。公司以宁波为业务腹地，覆盖上海港、宁波港、青岛港和天津港，自有危化品仓库+堆场面积 4.8 万平方米，港口区位优势为公司提供了庞大的客户群和充裕的货源基础，近期拟收购的天津港仓库（含堆场 10 万平方米）进一步增加仓储面积，同时有望因天津港危化品操作放开带来显著增量；(4) 客户来源多样，面对长尾市场，有助于公司在海运运价波动过程中，保持一定的议价能力和盈利水平。

对比密尔克卫，两家业务结构及体量存在较大差异，永泰运精于货代出口，并购扩张路径有望提升长期价值。密尔克卫扩张迅猛，覆盖业务更为广泛，业务板块包含化工品交易、MPC 等多元业务，永泰运仍主要以危化品出口货代为主。在经营质量方面，永泰运相比密尔克卫毛利率更加稳定，同时公司主要面向中小客户，货代业务议价能力更强，毛利率水平更高。对比密尔克卫，后续公司并购发挥协同效应有望带动长期价值提升。

■投资建议：跨境化工物流行业景气度向上，一方面受益于中国化工品出口高增长，另一方面受益于化工物流行业监管趋严。我们认为公司短期具有较为坚实的业绩基础，运营层面成本费用管控水平优异，客户来源多样降低风险，毛利率水平稳定；中期依靠资质+资源，形成品牌优势，港口区位和仓储扩容带来增长潜力；长期通过并购扩张，发挥协同效应，带动价值提升。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.61/3.19/4.13 亿元，对应现股价 PE 为 26.1/21.3/16.5 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。

■风险提示：宏观经济导致下游化工行业发展不及预期；地缘政治影响导致化工品出口量不及预期；行业监管政策变化；跨境化工物流行业竞争格局恶化；海运运价大幅下滑。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	952.3	2,144.6	2,491.1	2,702.7	2,954.6
净利润	74.2	167.5	260.9	318.7	413.3
每股收益(元)	0.71	1.61	2.51	3.07	3.98
每股净资产(元)	5.23	6.84	9.60	12.67	16.65

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	91.7	40.6	26.1	21.3	16.5
市净率(倍)	12.5	9.6	6.8	5.2	3.9
净利润率	7.8%	7.8%	10.5%	11.8%	14.0%
净资产收益率	13.7%	23.6%	26.2%	24.2%	23.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	17.3%	30.4%	40.8%	45.7%	63.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 二十年深耕跨境化工物流行业，内生+外延积累资源.....	6
2. 化工行业景气，安全监管趋严，跨境物流迎来发展机遇.....	9
2.1. 化工企业增收增利显著，中欧价差扩大利好出口链.....	9
2.2. 安全监管促化工物流提质升级，资质齐全综合企业有望受益.....	11
2.3. 第三方化工物流渗透率上行，行业整体格局分散.....	12
3. 货代收入增长亮眼，仓储保持高毛利率.....	13
3.1. 量价齐升，公司近两年收入保持大幅增长.....	13
3.2. 海运服务采购为公司核心成本，毛利率水平总体稳定.....	15
3.3. 费用管控良好，盈利水平稳步提升.....	18
4. 资质+资源形成品牌优势，港口区位优势带来增长潜力.....	19
4.1. 业务扎根核心港口，区位优势显著.....	19
4.2. 立足核心仓储资源，不断向上下游延伸.....	20
4.3. 具备全链条服务能力，品牌优势凸显.....	23
5. 对比密尔克卫，再探运营水平及成长空间.....	25
5.1. 并购历程：密尔克卫扩张迅猛，并购版图宏伟.....	25
5.2. 业务对比：密尔克卫业务多元，永泰运专注跨境出口货代.....	27
5.3. 客户对比：密尔克卫绑定大客户，永泰运主要服务国内中小客户.....	30
5.4. 平台及网络对比：密尔克卫的平台模式发展更成熟，网络布局更广.....	30
6. 盈利预测及投资建议.....	31
7. 风险提示.....	33

## 图表目录

图 1：公司化工物流产业链示意图.....	6
图 2：公司发展历程.....	6
图 3：永泰运控股子公司及分公司情况（从左至右依次设立/收购）.....	7
图 4：公司港口业务地域情况.....	7
图 5：“运化工”平台运作示意图.....	8
图 6：永泰运股权结构情况.....	8
图 7：中国化学原料及化学制品制造业营业收入（单位：亿元）.....	9
图 8：中国化学原料及化学制品制造业利润总额（单位：亿元）.....	9
图 9：中国化工行业采购经理指数（CCPMI）.....	9
图 10：中国化工产品价格指数(CCPI).....	9
图 11：中国与英国天然气价格走势对比.....	10
图 12：欧洲各国平均每月电力价格（单位：元/度）.....	10
图 13：中国化学原料和化学制品当月出口交货值及其增速（单位：亿元）.....	10
图 14：中国化工物流及第三方化工物流市场规模及增速（单位：亿元）.....	12
图 15：中国第三方化工物流渗透率情况.....	12
图 16：2019-2020 年中国化工物流百强企业市场占有率.....	13
图 17：2019-2020 年中国化工物流百强企业中综合企业资产规模（左）及营业额（右）占比情况.....	13
图 18：公司 2019-2022H1 三大业务收入情况（单位：亿元）.....	13

图 19: 公司 2019-2021 操作箱量 (单位: TEU) .....	14
图 20: 公司业务单位箱量收入情况 (单位: 万元/TEU) .....	14
图 21: 2019 至今 CCFI 运价指数情况.....	14
图 22: 公司收入地区占比.....	15
图 23: 公司跨境化工物流服务操作箱量分部情况 (TEU) .....	15
图 24: 2019-2021 年公司成本情况 (单位: 亿元) .....	15
图 25: 公司业务单位箱量成本情况 (单位: 万元/TEU) .....	15
图 26: 公司跨境化工物流服务、仓储堆存、道路运输 (从左至右) 单箱成本分析 (单位: 万元/TEU) .....	16
图 27: 公司主营业务毛利情况 (单位: 亿元) .....	16
图 28: 公司各业务毛利贡献 (单位: 亿元) .....	16
图 29: 2019-2021 年公司各业务单箱毛利情况 (单位: 万元/TEU) .....	17
图 30: 公司主营业务毛利率情况.....	17
图 31: 公司各业务毛利率情况.....	17
图 32: 2019-2022H1 公司各项期间费用率情况.....	18
图 33: 2019-2022H1 公司汇兑损益情况 (单位: 万元) .....	18
图 34: 2019-2022H1 公司净利润及净利率 (单位: 亿元) .....	18
图 35: 2021 年子公司 (单体) 营业收入和盈利情况 (单位: 亿元) .....	18
图 36: 公司业务所在四大港口吞吐量情况 (单位: 万 TEU) .....	19
图 37: 2019-2021 年永泰运前五大客户收入占比 .....	20
图 38: 天津瀚诺威财务情况 (单位: 百万元) .....	21
图 39: 公司仓储、危化品运输和园区化综合物流服务基地示意图.....	22
图 40: 公司海运资源示意图 .....	22
图 41: 公司全供应链服务流程示意图 .....	24
图 42: 密尔克卫净利润、净利率、ROE 与并购情况 (单位: 亿元) .....	26
图 43: 密尔克卫各主营业务收入占比 (按照原口径拆分) .....	27
图 44: 永泰运各主营业务收入占比.....	27
图 45: 密尔克卫及永泰运三大业务综合毛利率对比.....	27
图 46: 货代业务收入和毛利对比 (单位: 亿元) .....	28
图 47: 密尔克卫与永泰运货代业务毛利率对比.....	28
图 48: 仓储业务收入和毛利对比 (单位: 亿元) .....	28
图 49: 密尔克卫与永泰运仓储业务毛利率对比.....	28
图 50: 运输业务收入和毛利对比 (单位: 亿元) .....	29
图 51: 密尔克卫与永泰运道路货代业务毛利率对比.....	29
图 52: 密尔克卫和永泰运扣非归母净利和净利率对比 (单位: 亿元) .....	29
图 53: 2019-2020 年密尔克卫前五大客户收入占比.....	30
图 54: 密尔克卫的线上化工交易平台“灵元素”.....	31
图 55: 密尔克卫公司业务地图.....	31
表 1: 危险化工物流相关法律法规 .....	11
表 2: 化工企业“退城入园”相关政策.....	11
表 3: 天津港危险品操作相关政策梳理 .....	19
表 4: 公司自有仓库资源情况 (截至 2022 年 8 月, 含公告拟收购资源) .....	21
表 5: 2019-2021 年公司前五大供应商情况 .....	23

表 6: 公司资质取得情况 (截至 2022 年 4 月) .....	23
表 7: 2019-2020 年中国化工物流行业百强企业名单 (综合服务企业前二十) .....	24
表 8: 密尔克卫并购史 .....	25
表 9: 2019-2024 年永泰运收入预测 .....	32

## 1. 二十年深耕跨境化工物流行业，内生+外延积累资源

公司主营跨境化工物流供应链服务，为危险品、化工品生产企业提供进出口物流服务。永泰运主营跨境化工物流服务，上游为海运行业，下游为化工行业。永泰运提供三类服务，1) 跨境化工物流供应链服务，主要通过物流服务团队，按照客户需求，制订具体物流服务方案，提供询价、订舱、理货、报关等代理服务；2) 仓储堆存，除了基本仓储外，还包括再处理、装卸、查验等增值服务；3) 道路运输，使得货物在客户工厂、仓库、专业的集装箱堆场和码头之间高效流转。化工物流行业具备高危、强监管、资质门槛高等特性，第三方物流企业趋于专业化、综合化。

图 1：公司化工物流产业链示意图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

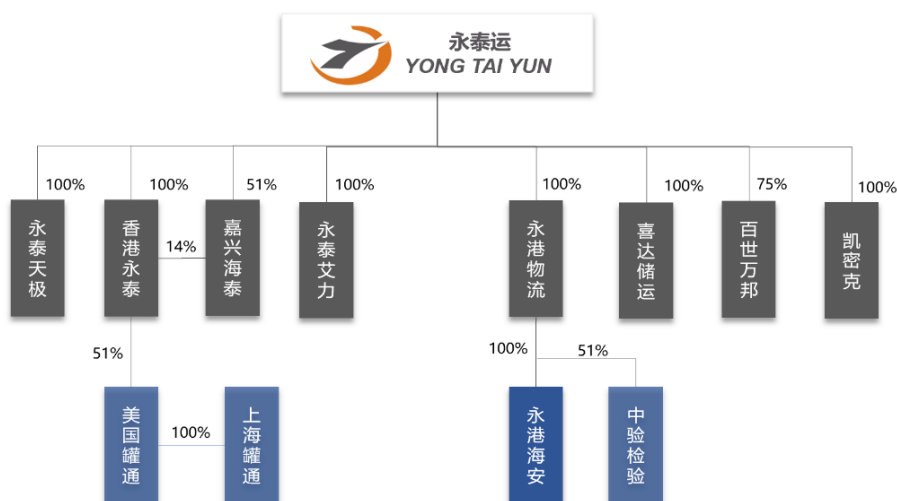
二十年“内生发展+外延收购”成就跨境化工物流头部服务商，公司目前拥有 12 家子公司和 4 家分公司。2002 年公司前身“永泰储运”在宁波成立，早期公司深耕宁波危化品货代，2016 年前后公司开启了“内生发展+外延收购”的扩张模式，不断收并购上下游核心资源（仓储、危化品运输），网络拓展至海内外，战略性卡位跨境化工物流核心环节，公司的专业化程度不断提升。公司目前拥有 7 家全资子公司、5 家控股子公司和 4 家分公司。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 3：永泰运控股子公司及分公司情况（从左至右依次设立/收购）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司以宁波为业务腹地，覆盖华东、华北、华中等主要化工产业集群。公司主要服务的港口为宁波港、上海港、青岛港和天津港。公司成立初期便围绕宁波港展开业务，收购永港物流股权，卡位临港化工仓储资源，在宁波港地区形成规模优势和品牌效益。2011年成立上海分公司，2018年收购喜达储运，围绕上海进行业务开拓。2015年成立全资子公司永泰天极，进一步巩固在华东地区的市场地位。2016-2018年通过设立子公司永泰艾力与收购百世万邦，涉足并扩大青岛港的业务规模。2018年设立天津分公司，立足天津港为环渤海经济带的化工客户提供物流服务。目前公司在宁波港地区业务占比达六成以上，实现区域性的高市占率，后续通过资本加持并购发展，发展模式在其他地区具备较强的可复制性。

图 4：公司港口业务地域情况

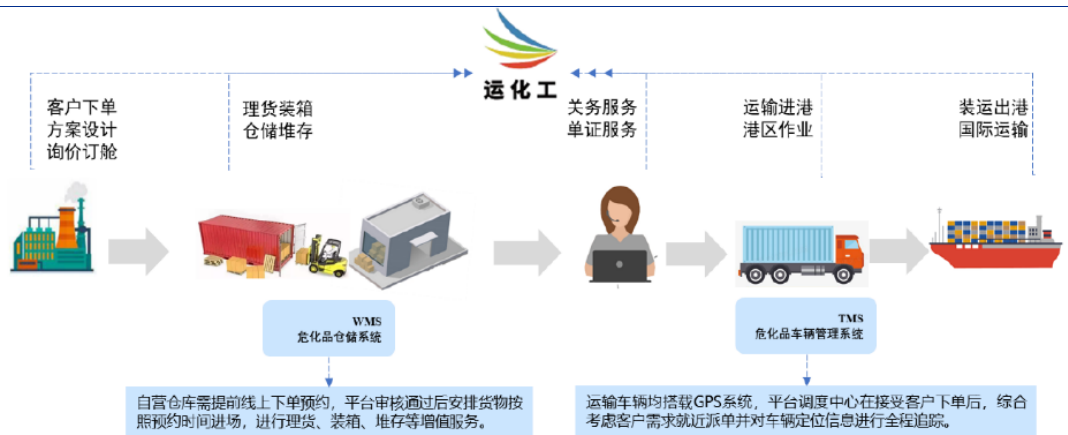


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

打造“运化工”平台，整合线上+线下资源，提供跨境化工物流的全链条、一体化集成服务。2021年公司主营业务中跨境化工物流供应链服务占比92.56%、仓储堆存占比4.18%、道路运输占比1.81%。自2014年以来，公司自主研发“运化工”智慧供应链服务平台，整合线下自有+合作的资源，如服务团队、仓库、车队、海运运力、关务等，当前已实现客户的线上下单功能。

公司答投资者提问说明，目前线上业务尚在推广阶段，跨境化工物流供应链服务均来自客户线下订单，客户线下下单后，业务人员将订单相关信息录入系统，“运化工”平台通过业务系统数据导入和处理，可将各个环节的核心互动及文件线上化并实现全程重要物流节点、关键操作节点、业务数据的可视。

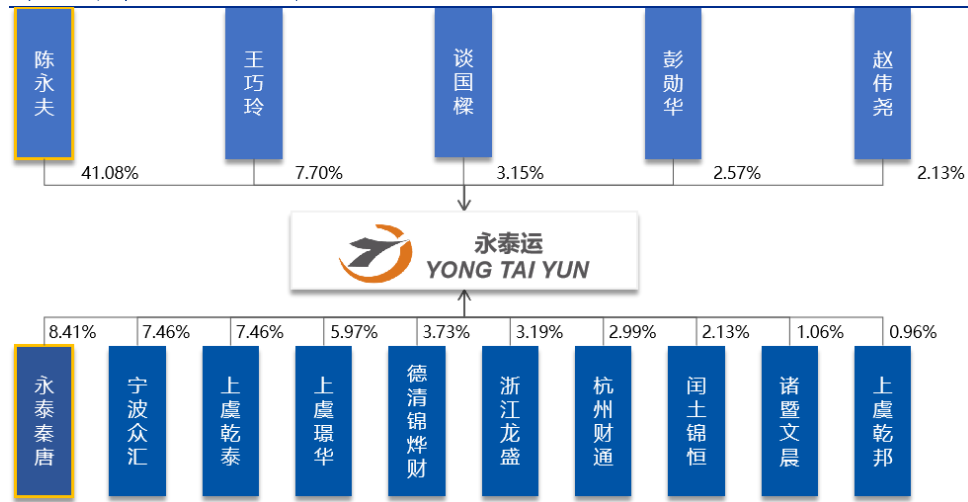
图 5：“运化工”平台运作示意图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

实控人陈永夫和金萍夫妇合计持股 49.49%。公司上市前共有 15 位股东，5 名自然人持股 56.63%和 10 名机构投资者持股 43.37%。其中，陈永夫（创始人）和金萍为公司实际控制人，陈永夫直接持股 41.08%、金萍通过永泰秦唐间接持股 8.41%，二人合计控制公司 49.49%的股份。王巧玲（永泰艾力客服部、航线部总经理）、谈国樑（永泰运科技研发中心总经理）和彭勋华（永泰天极客服部、航线部总经理）3 位公司/子公司高管直接持股 13.42%，有利于管理层与股东利益一致、推动公司长期战略目标的实现。

图 6：永泰运股权结构情况



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

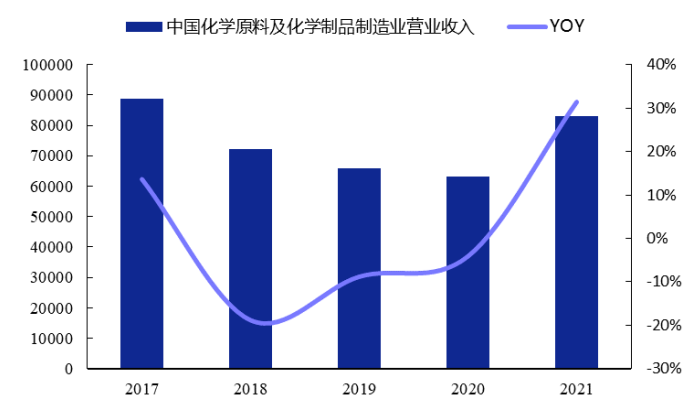


## 2. 化工行业景气，安全监管趋严，跨境物流迎来发展机遇

### 2.1. 化工企业增收增利显著，中欧价差扩大利好出口链

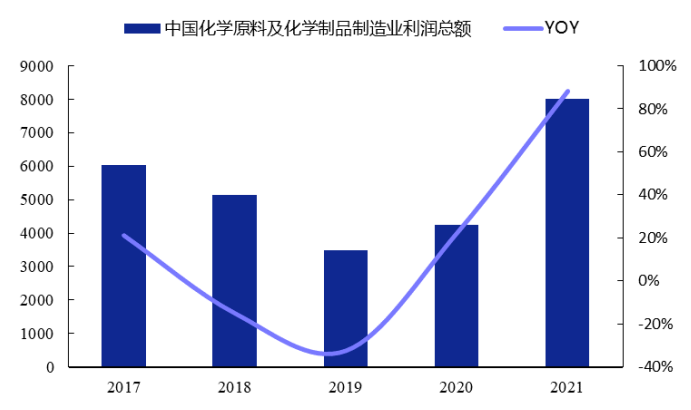
化工行业处于景气周期，行业增收增利显著。2018 年以来，化工行业进入产业转型调整阶段，伴随需求回落、产能扩张及大宗商品价格影响，中国化学原料及化学制品制造业营业收入及利润总额在 2018-2019 年不断下滑；2020 年，伴随着落后产能出清调整落地，全球化工行业向中国的转移和集中，以及疫情影响下中国在全球化工供应链地位增强，新能源行业的高速发展拉动化工资源和原料需求，行业利润总额同比增长 22%；2021 年行业景气度大幅提升，营业收入总额 8.3 万亿元，同比增长 31%；利润总额 0.8 万亿元，同比增长 88%。在化工企业利润显著增厚背景下，能更好承受上游化工物流行业的成本转嫁。

图 7：中国化学原料及化学制品制造业营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

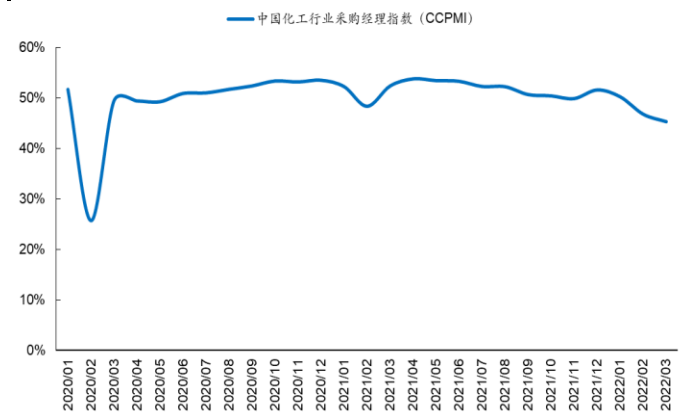
图 8：中国化学原料及化学制品制造业利润总额（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

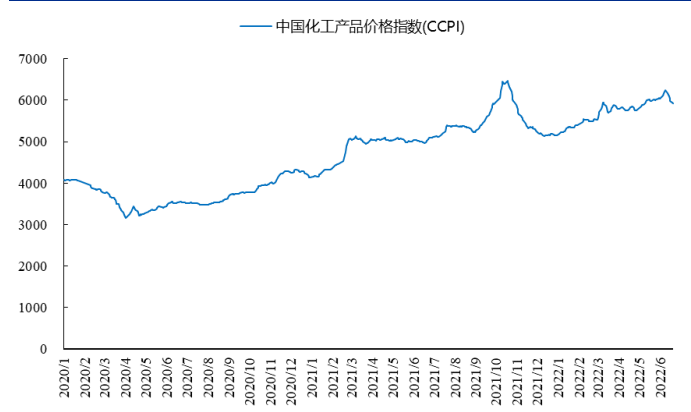
2022 年以来化工产品价格上行拉动化工企业利润。根据中物联危化品物流分会中国化工行业采购经理指数 (CCPMI)，2020Q3 至 2021 年底，化工行业经济整体处于扩张状态，2022 年以来受国内多地出现聚集性疫情，加之国际地缘政治不稳定因素显著增加影响，指数在荣枯线 (50%) 附近小幅回落，总体在我国国民经济持续增长等因素的共同作用下稳健发展。价格方面，2022 年俄乌冲突影响下，石油、天然气、煤炭等能源价格持续走高，化工品成本托底，供应端相对需求偏紧，价格景气程度上行，拉动企业盈利增厚。

图 9：中国化工行业采购经理指数 (CCPMI)



资料来源：中物联危化品物流分会，安信证券研究中心

图 10：中国化工产品价格指数 (CCPI)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

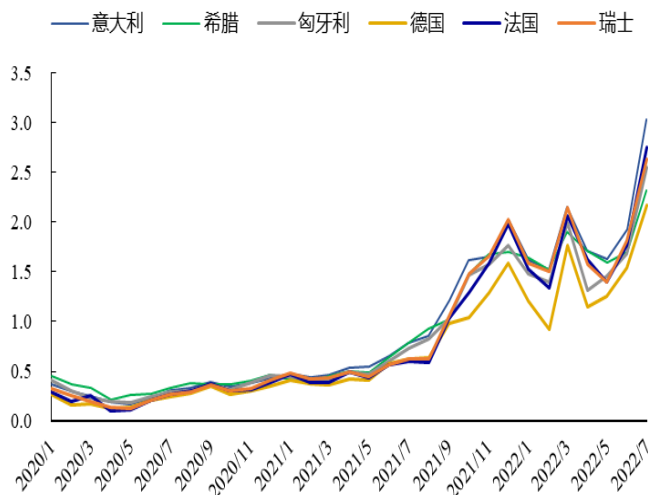
欧洲能源成本、电力成本大增，化工品生产企业成本增加，未来可能导致中欧化工品价差扩大，利好国内化工品出口。俄乌冲突延续影响能源供应格局，欧洲对俄罗斯的能源依赖程度较高（根据欧盟统计局，2020 年来自俄罗斯的进口能源占欧盟能源需求的 24.4%），其能源价格快速上涨，尤其是天然气和原油价格，推高欧洲化工品生产成本。截止 8 月 26 日，英国 NBP 天然气达 42.66 美元/MMBtu，同比上涨 164%。欧洲能源价格上涨，带动电价等直接生产成本上升，意大利等 6 国 7 月平均电价达 2.57 元/度，同比上涨 273%；反观中国供应链运行稳定，上半年俄罗斯对华天然气出口量猛增，同比增幅达 60.9%，有利于控制化工品生产成本，导致中欧化工产品价差扩大，成本优势下中国化工品出口增速有望进一步提升。

图 11：中国与英国天然气价格走势对比



资料来源：Bloomberg, Wind, 安信证券研究中心

图 12：欧洲各国平均每月电力价格（单位：元/度）

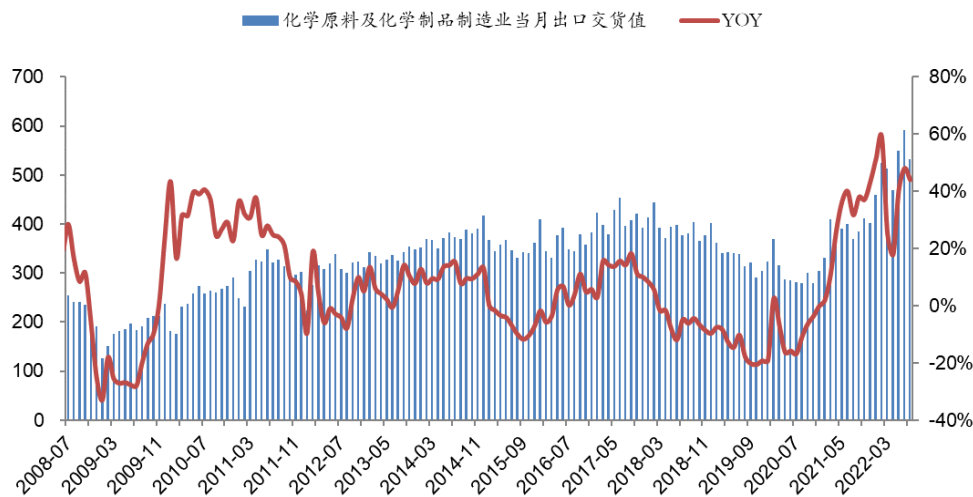


资料来源：Statista, 安信证券研究中心

注：采用月度平均欧元即期汇率换算

2021 年以来，中国化工出口增速提升，出口交货值攀升显著。2021 年受全球疫情影响持续，我国化工产业在全球供应链中的地位不断上升，国际化工品出口需求不断增长，化学原料及化学制品制造业出口交货值同比增长 39%；2022 年 7 月出口交货值达 533 亿元，同比增长 44%。

图 13：中国化学原料和化学制品当月出口交货值及其增速（单位：亿元）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

## 2.2. 安全监管促化工物流提质升级，资质齐全综合企业有望受益

化工物流法律法规逐步完善，安全监管趋严。我国石油和化工产品 80%以上是危化品，2017 年以来，国家相继出台化工物流监管政策和法律法规，规范行业运行标准，规范化工品车辆道路运行的规章制度，建设和加强化工品物流安全体系和应急处理机制。未来相关资质审批预计更加严格，资质健全的优质企业将快速发展，没有达到标准以及没有取得相关资质的企业则被逐渐淘汰。新形势下，规模较大、资质齐全且管理规范物流企业，可以利用规模经济，在网络覆盖、运力配置等方面发挥及时、安全、低成本优势。

表 1：危险化工物流相关法律法规

时间	发布部门/机关	法律法规名称
2017 年 3 月	交通运输部	《道路危险货物运输管理规定》
2017 年 6 月	交通运输部	《港口危险货物集中区域安全风险评估指南》
2018 年 12 月	交通运输部	《危险货物道路运输规则》
2019 年 5 月	公安部	《易制爆危化品治安管理办法》
2019 年 11 月	交通运输部、工业和信息化部等	《危险货物道路运输安全管理办法》
2020 年 4 月	交通运输部	《关于全面加强危险化学品安全生产工作的意见》
2021 年 7 月	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国安全生产法》
2022 年 3 月	应急管理部	《“十四五”危险化学品安全生产规划方案》

资料来源：政府官网，安信证券研究中心

“退城入园”持续推进，危化品综合物流企业有望脱颖而出。当前我国安全、环保监管趋严使得化工企业“退城入园”的进程加速，2017 年《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》，明确要求其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造，须在 2025 年底前完成。随着“退城入园”等生产安全监管政策的开展，化工产业快速园区化和集中化趋势显现，综合物流配套服务能更好地满足化工企业的生产需要，提高化工园区的安全保障，未来园区综合物流配套有望进入提质发展阶段。

表 2：化工企业“退城入园”相关政策

时间	发布部门/机关	政策/文件名称	主要内容
2016 年 8 月	国务院	《关于石化产业调结构促转型增效益指导意见》	启动城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园或转产关闭工作。
2016 年 10 月	工信部	《石化和化学工业发展规划（2016-2020）》	推动位于城镇人口密集区内，安全卫生防护距离不能满足相关要求和不符合城乡规划的危险化学品生产企业搬迁改造。
2016 年 12 月	国务院	《危险化学品安全综合治理方案》	全面启动实施人口密集区危险化学品生产企业搬迁工程。
2017 年 1 月	国务院	《安全生产“十三五”规划》	实施危险化学品和化工企业生产、仓储安全搬迁，到 2020 年，现有人口密集区、危险化工企业全部启动搬迁。
2017 年 2 月	浙江省安全生产监督管理局	《浙江省危险化学品安全综合治理实施方案》	严格控制新增化工园区的设置，严禁在化工园区外新建、扩建危险化学品生产项目。
2017 年 7 月	浙江省人民政府办公厅	《浙江省人民政府办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的实施意见》	到 2019 年全省 80%以上危险化学品生产企业进入化工园区或化工集聚区。尚未入园入区发展的危险化学品生产企业安全、环保等措施落实到位。
2017 年 9 月	国务院	《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造指导意见》	到 2025 年，城镇人口密集区现有不符合安全和卫生防护距离要求的危险化学品生产企业就地改造达标、搬迁进入规范化工园区或关闭退出。
2018 年 1 月	山东省人民政府办公厅	《山东省专业化园区认定管理办法》	专业化园区须远离所在城市主城区，不处于主城区主导风向上。具备集中统一的污水

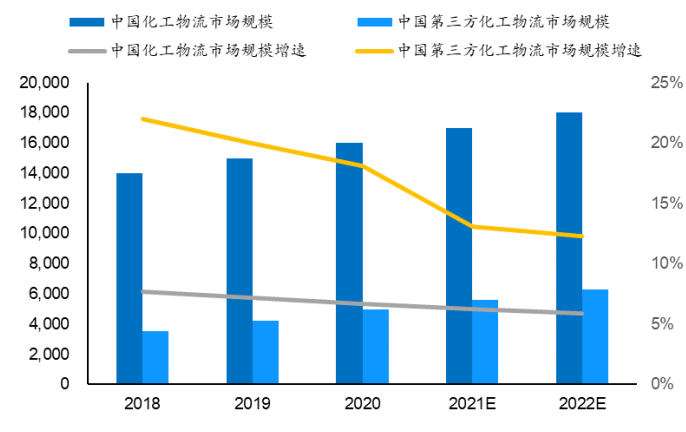
2018年7月	国务院	《关于推进城市安全发展的意见》	处理设施，危险废物安全处置率达到100%，设有集中的安全、监测监控系统。
2019年5月	江苏省省委办公厅、省政府办公厅	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	完善高位行业企业退城入园、搬迁改造、推出转产扶持奖励政策。引导企业集聚发展安全产业。
2019年12月	福建省工业和信息化厅	《关于加快推进工业企业“退城入园”转型升级的指导意见》	压减园区外化工生产企业数量，安全风险高、环保管理水平差和技术水平低的企业2020年底前全部关闭退出。
			提出建立“退城入园”项目库、加大“退城”企业用地收储奖补力度、支持城区企业就地转型、支持“退城入园”项目技术改造、提升“退城入园”项目融资服务、强化“退城入园”项目用地保障。

资料来源：政府官网，安信证券研究中心

### 2.3. 第三方化工物流渗透率上行，行业整体格局分散

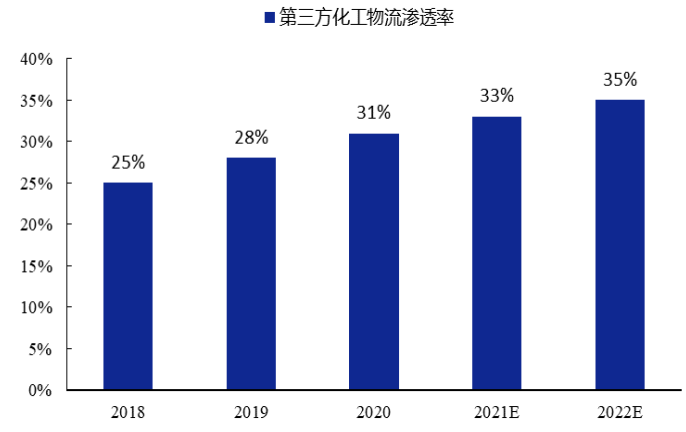
化工物流市场规模不断增长，第三方化工物流渗透率持续上升。根据中物联危化品物流分会预测，从2018年至2022年，中国化工物流市场规模从1.4万亿元上升至1.8万亿元，第三方物流市场规模由0.35万亿元上升至0.63万亿元。我国化工企业在成本管控驱动下，对物流环节的专业化需求增加，第三方物流化工市场渗透率受益于化工龙头剥离自有化工物流业务，有望继续提升，预计2022年将达到35%。在渗透率提升影响下，第三方化工物流市场规模增速显著高于行业整体，预计2022年增速达12%。

图 14：中国化工物流及第三方化工物流市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：中物联危化品物流分会，安信证券研究中心

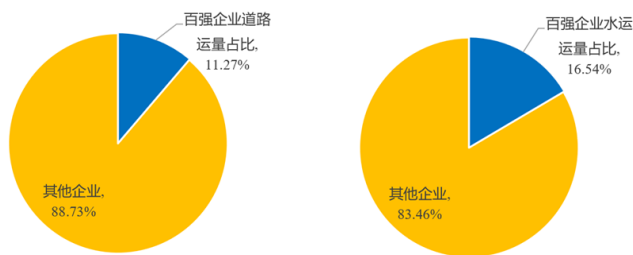
图 15：中国第三方化工物流渗透率情况



资料来源：中物联危化品物流分会，安信证券研究中心

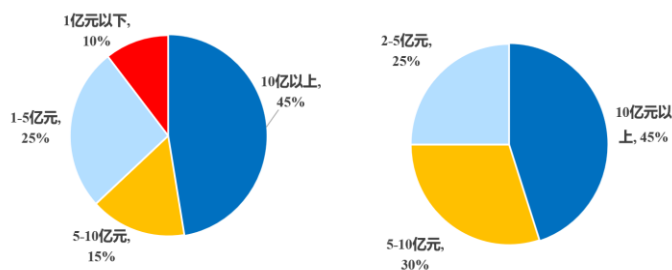
化工物流百强企业市场占比不到两成，且规模偏小、行业格局较为分散。根据公司招股说明书，由于危险品仓库和运输车辆的审批地域性导致危险品物流企业地域分散割据，行业整体集中度较低。根据中国物流与采购联合会危险品物流分会统计，2019-2020年度，我国整个危化品道路运输年运量11亿吨，百强企业运量约1.24亿吨，占比约11.27%；化工物流水运市场规模约3.2亿吨，百强企业水运运量0.53万吨，占比约16.45%。百强企业中，综合企业资产规模10亿元以上占比45%，5-10亿元占比15%；营业额10亿元以上占比45%，5-10亿元占比30%，整体规模较小。

图 16：2019-2020 年中国化工物流百强企业市场占有率



资料来源：中物联危化品物流分会，安信证券研究中心

图 17：2019-2020 年中国化工物流百强企业中综合企业资产规模（左）及营业额（右）占比情况



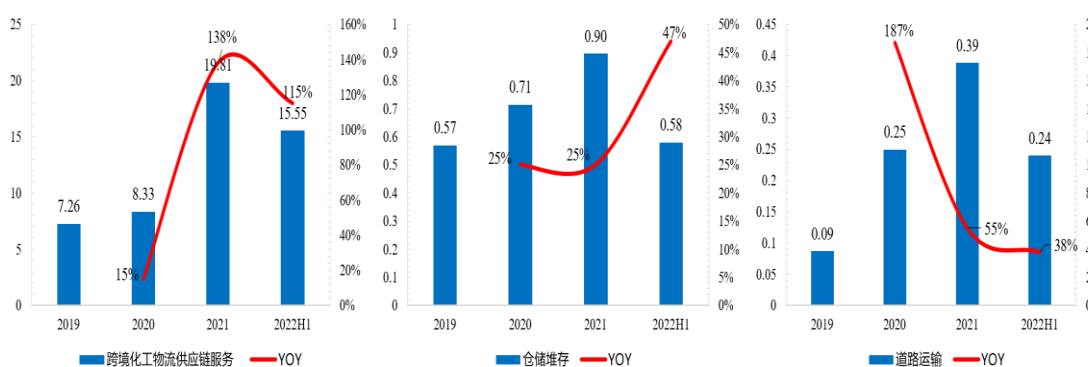
资料来源：中物联危化品物流分会，安信证券研究中心

### 3. 货代收入增长亮眼，仓储保持高毛利率

#### 3.1. 量价齐升，公司近两年收入保持大幅增长

跨境化工物流服务(货代为主)高增长,仓储增速提升,道路运输稳定增长。公司 2019-2022H1 年营业收入分别为 8.3、9.5、21.4 及 16.5 亿元,其中跨境化工物流供应链服务收入为 7.26、8.33、19.81 及 15.55 亿元,2022H1 同比增长 115%,业务比重进一步提升;仓储堆存收入为 0.57、0.71、0.90 及 0.58 亿元,2022H1 增速上升至 47%,仓储产能利用率维持较高水平;道路运输收入为 0.09、0.25、0.39 及 0.24 亿元,业务规模相对较小,随业务成熟度提升,增速有所放缓,2022 H1 同比增长 38%。

图 18：公司 2019-2022H1 三大业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

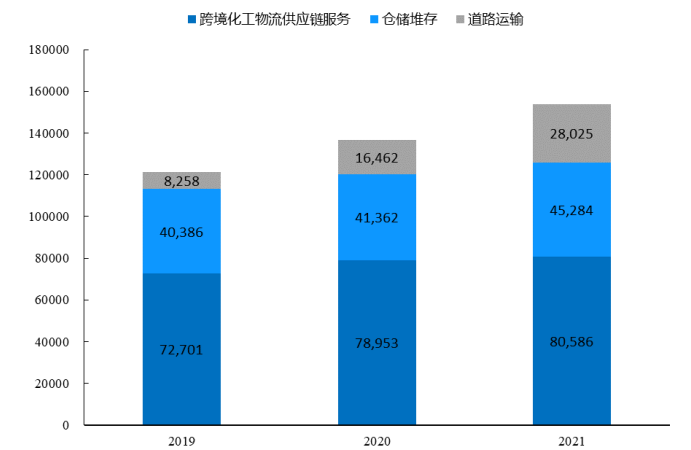
跨境化工物流受益运价大幅增长，道路运输箱量显著增长，仓储堆存量价稳定提升。

从箱量角度看：2019-2021 年公司各业务操作箱量分别合计 12.1、13.7、15.4 万 TEU。①跨境化工物流服务受制于下游海运资源紧张,2021 年箱量小幅增长;②仓储堆存 2019-2021 年箱量分别为 4.0、4.1 和 4.5 万 TEU,随仓库利用率有所提升,实现健康稳定增长;③道路运输作为起步业务,主要围绕宁波港口码头进行短途运输,随公司运力扩张,承接业务量快速增长,2021 年同比增长 70%。

从单价角度看：公司平均单箱收入 2019-2021 年分别为 0.7、0.7、1.4 万元/TEU。①跨境化

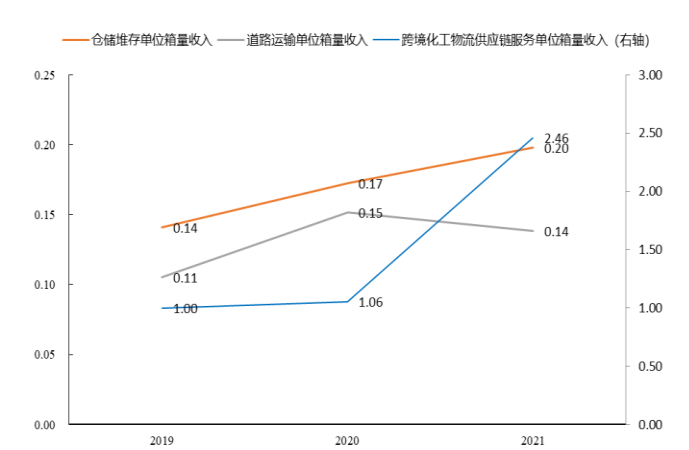
工物流服务均价由 2020 年 1.06 万元上升至 2021 年 2.46 万元/TEU，同比增长 132%，为 2021 年收入增长的主要因素，公司总体采用成本加成的定价方式，2021 年国际海运运力持续紧张，海运价格大幅上升；②仓储堆存单箱收入 2019-2021 年分别为 0.14、0.17 和 0.20 万元/TEU，随公司服务水平提升稳定增长；③道路运输 2019-2021 年单箱收入为 0.11、0.15 和 0.14 万元/TEU，整体保持稳定。

图 19：公司 2019-2021 操作箱量（单位：TEU）



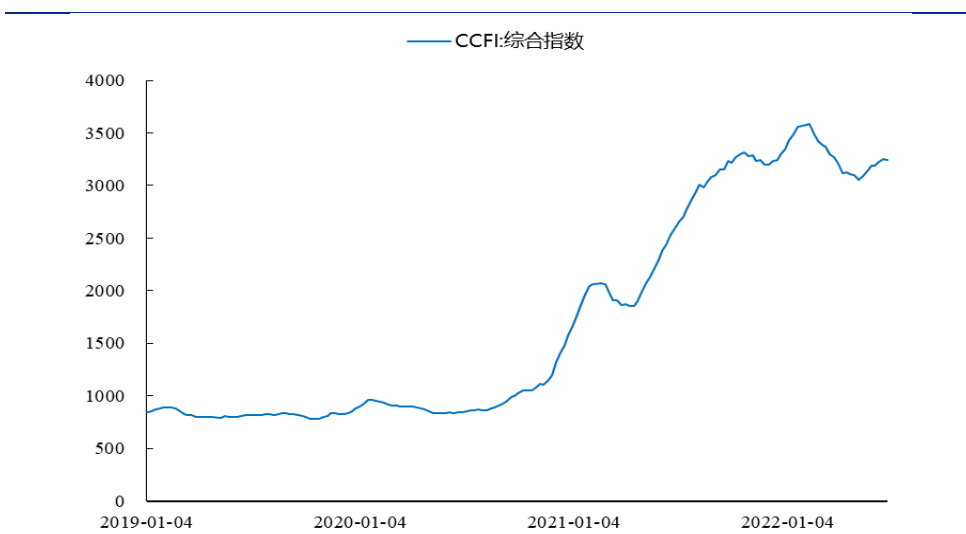
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 20：公司业务单位箱量收入情况（单位：万元/TEU）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

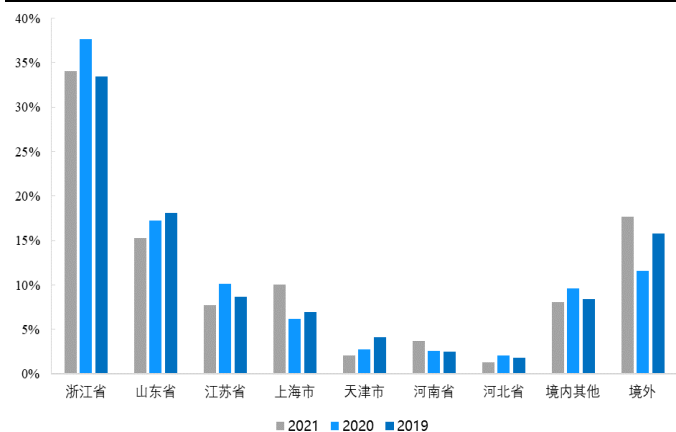
图 21：2019 至今 CCFI 运价指数情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

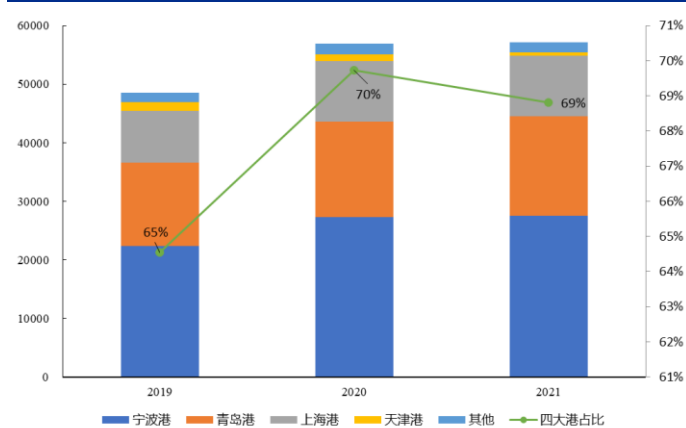
**核心四港操作箱量占比约七成。**公司主营业务收入主要来源于宁波港和上海港周边地区（浙江省、江苏省、上海市）、青岛港周边地区（山东省）、以及天津港周边地区（天津市、河北省、河南省），2019-2021 年以上地区占公司主营业务的比例分别为 75.80%、78.74%和 74.19%，其中浙江省占比 30%以上，系公司以宁波港为主要业务区域。从操作箱量来看，宁波港、上海港、青岛港和天津港四大港操作箱量 2019-2021 年占比 65%、70%和 69%。

图 22：公司收入地区占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 23：公司跨境化工物流服务操作箱量分部情况 (TEU)

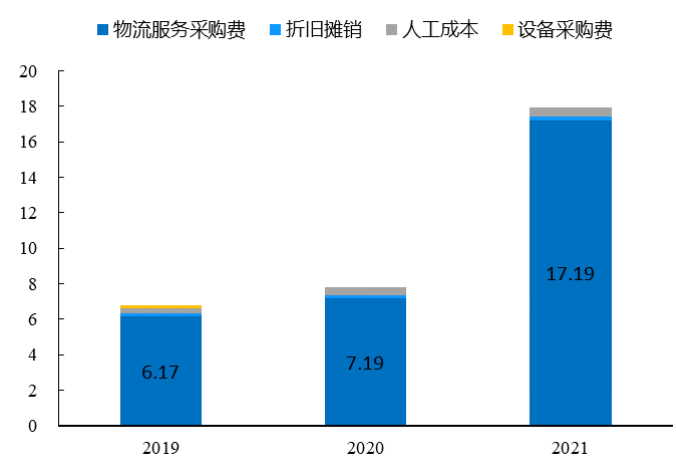


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

### 3.2. 海运服务采购为公司核心成本，毛利率水平总体稳定

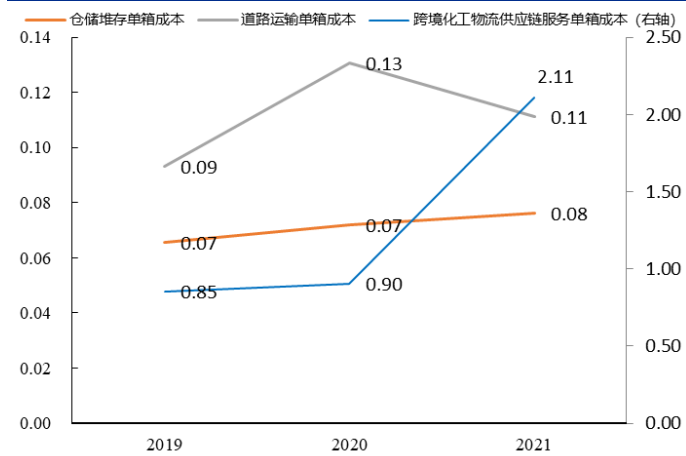
海运服务采购为公司核心成本。公司的主营业务成本主要由物流服务费、折旧摊销和人工成本构成。物流服务费为主要的成本构成，主要由跨境化工物流供应链服务过程中根据需要对外采购的海运服务、道路运输服务、仓储堆存服务等构成，占主营业务成本的90%以上。物流服务费成本上升主要受到公司业务量的增长及海运运价上涨的影响；折旧摊销、人工成本目前占比较小。

图 24：2019-2021 年公司成本情况 (单位：亿元)



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

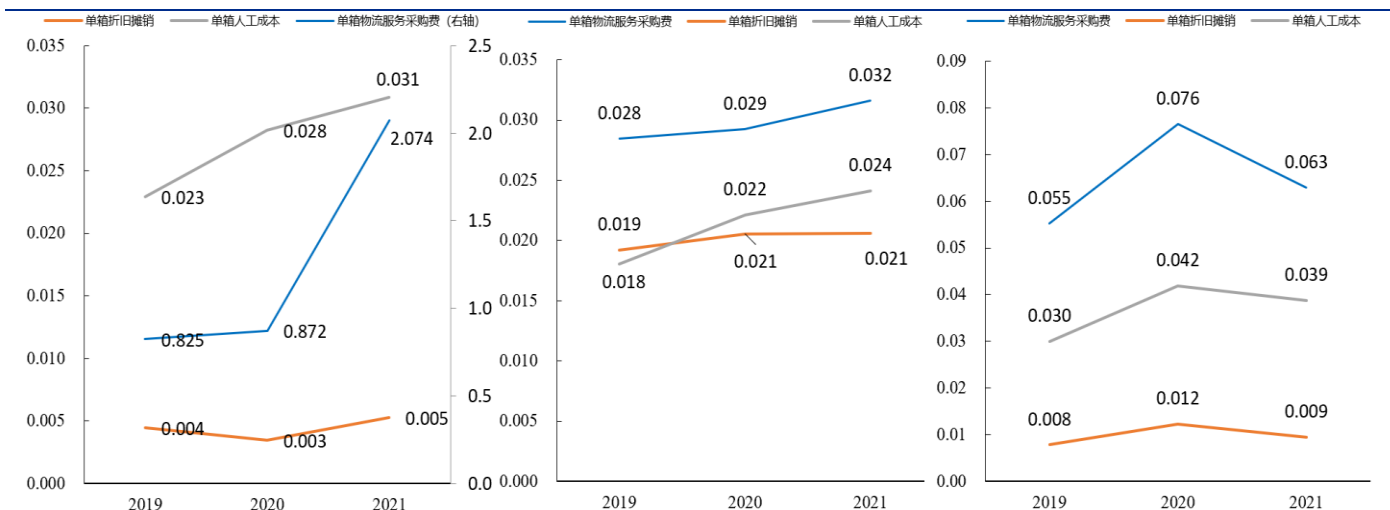
图 25：公司业务单位箱量成本情况 (单位：万元/TEU)



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

跨境化工物流主要受海运成本影响，仓储及运输业务成本管控良好：公司跨境化工物流供应链服务成本以物流服务费为主，占比96%以上，2019-2021年单箱物流服务费的不断增加，系海运费价格上涨；单箱人工成本随员工规模扩大及薪酬上升而略有增加；单箱折旧摊销由于资本开支与产能水平匹配，总体维持稳定。仓储堆存业务方面，物流服务费占比约40%，主要包括道路运输服务、港务关务服务及物料成本；人工成本及折旧摊销各自占比约30%，随着收购凯密克后，公司自有道路运输资源对仓储堆存业务支撑不断增加，单箱成本总体稳定；道路运输业务方面，物流服务费占比约58%，主要系外采运力；人工成本占比约34%，折旧摊销占比约9%，2020-2021年随着业务扩张，规模效应显现，单箱成本有所下降。

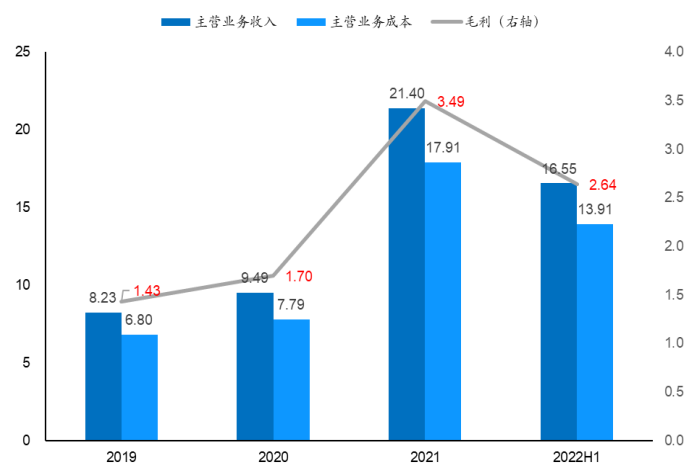
图 26：公司跨境化工物流服务、仓储堆存、道路运输（从左至右）单箱成本分析（单位：万元/TEU）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

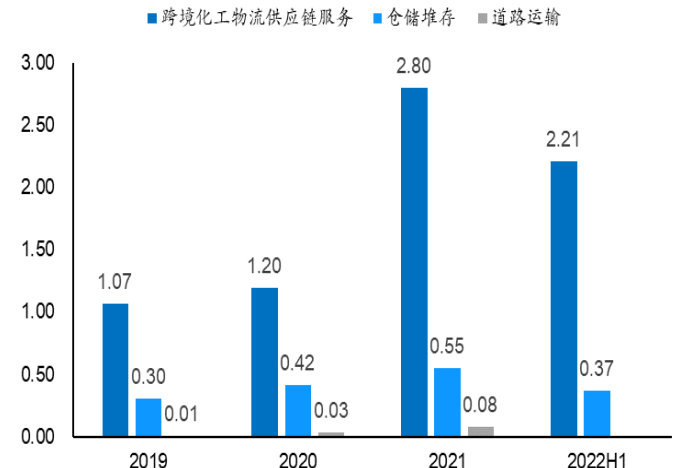
跨境化工物流（货代）贡献近两年主要毛利增量。2019-2022H1 公司毛利额持续上升，2021 年同比增长 106%，达到 3.49 亿元；2022H1 毛利额达 2.64 亿元，同比增长 111%。从各项毛利贡献来看，跨境化工物流供应链服务贡献主要毛利增量，2019-2022H1 跨境化工物流毛利 1.1、1.2、2.8 和 2.2 亿元，2019-2021 年占毛利比例分别为 77%、73%和 82%；其他两项业务毛利贡献保持稳定上升。

图 27：公司主营业务毛利情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 28：公司各业务毛利贡献（单位：亿元）



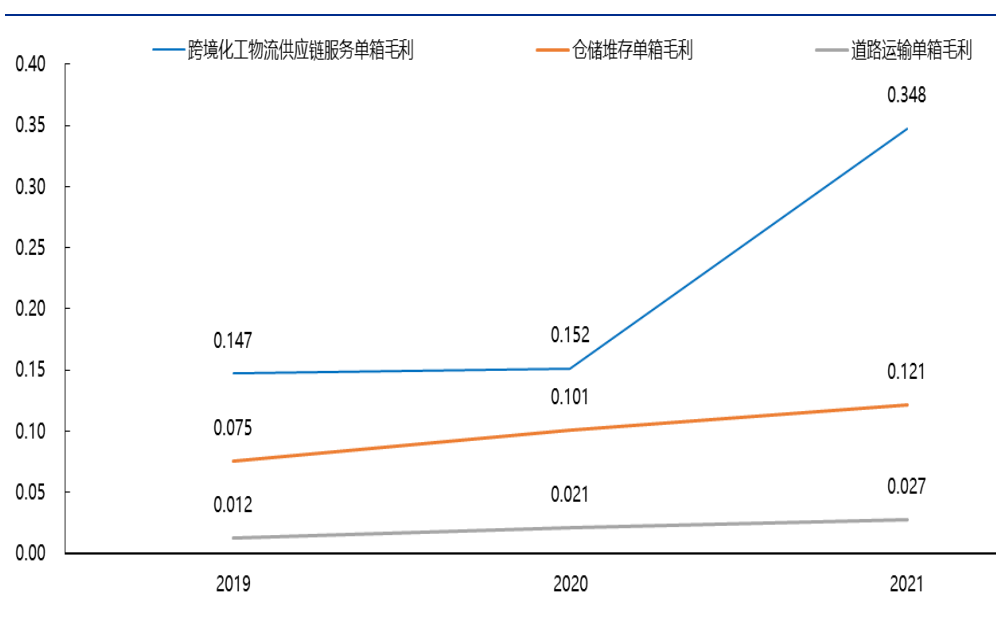
资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

注：2022 年 H1 半年报未披露道路运输业务营业成本情况

跨境化工物流业务单箱盈利因运价上涨而大幅增长，仓储、运输单箱盈利水平稳步提升。从各业务单箱毛利情况来看，2019-2021 年跨境化工物流供应链服务单箱毛利为 0.147、0.152 和 0.348 万元/TEU，该核心业务单箱毛利提升带动公司整体单箱盈利，主要系公司在海运成本大幅提升背景下定价模式所致；2019-2021 年仓储业务单箱毛利为 0.075、0.101 和 0.121 万元/TEU；道路运输业务毛利为 0.012、0.021 和 0.027 万元/TEU，随着业务量增长、规模效应和效率提升，仓储、运输业务单箱毛利均稳步增长。



图 29：2019-2021 年公司各业务单箱毛利情况（单位：万元/TEU）

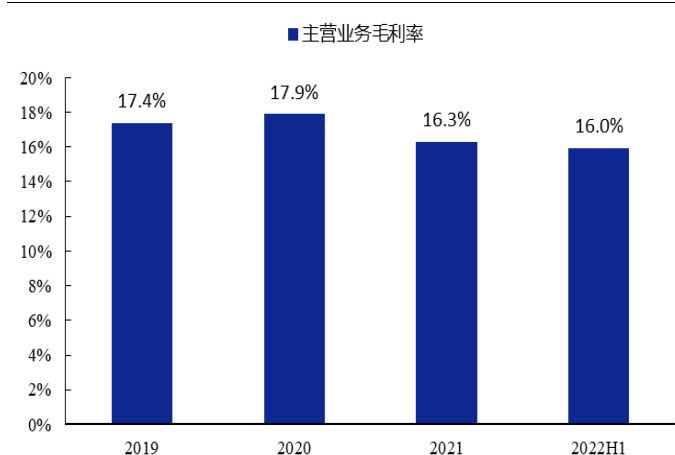


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

跨境化工物流毛利率稳定，体现公司议价能力；仓储毛利率较高且不断提升。2019-2022H1，公司综合毛利率水平为 17.4%、17.9%、16.3%和 16.0%，2021 及 2022H1 综合毛利率有所下滑，系相对低毛利率的跨境化工物流供应链业务占比提升所致。分业务来看：

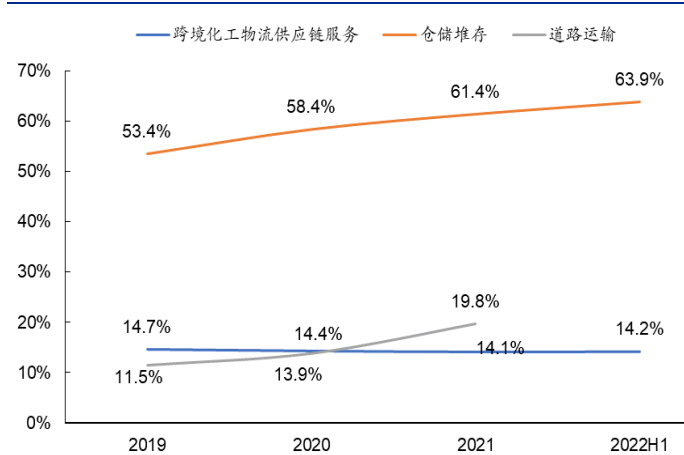
- （1）跨境化工物流供应链服务毛利率近年小幅下降，保持在 14%左右，体现公司在不同运价水平下基本稳定的定价模式；
- （2）仓储堆存单箱成本维持稳定，而单位收入上升，随着政府对化工物流监管的不断加强，临港危化品仓储资源日趋稀缺，公司完整资质的临港危化品仓储物流基地，能够提供一站式增值服务，具有较高的议价能力，故而毛利率维持在较高水平且稳步上升；
- （3）道路运输公司业务规模效应逐步体现，单位成本下降，毛利率也有所上升。

图 30：公司主营业务毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 31：公司各业务毛利率情况



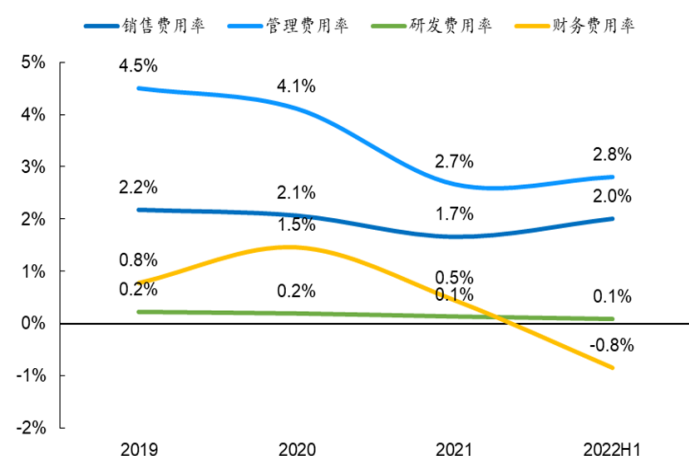
资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

注：2022 年 H1 半年报未披露道路运输业务营业成本情况

### 3.3. 费用管控良好，盈利水平稳步提升

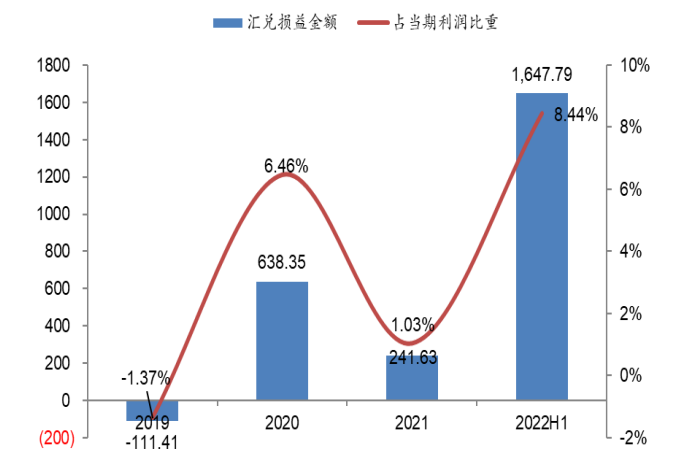
公司费用管控良好，费用率维持低水平。2019-2022H1 公司期间费用合计分别为 0.64、0.75、1.05 和 0.65 亿元，占营业收入的比例分别为 7.68%、7.83%、4.89%和 3.93%，比例逐年下降，费用管控能力较强。财务费用率变动主要系汇兑损益变动，2019-2022H1 公司汇兑损益分别为-111.4、638.4、241.6 和 1647.8 万元，占当期利润总额的比例分别为-1.37%、6.46%、1.03%和 8.44%。

图 32：2019-2022H1 公司各项期间费用率情况



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

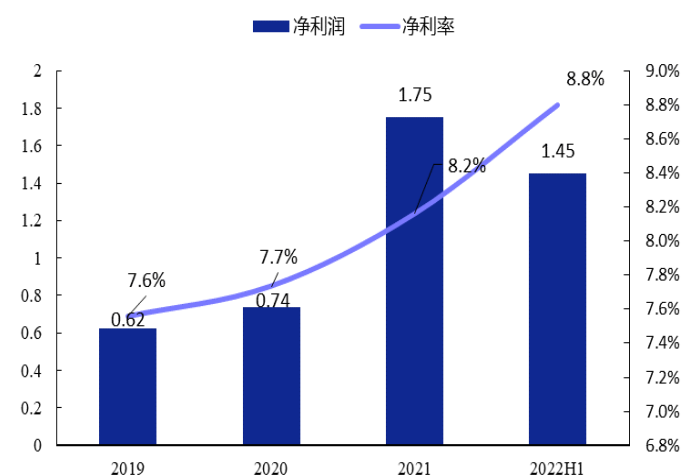
图 33：2019-2022H1 公司汇兑损益情况（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

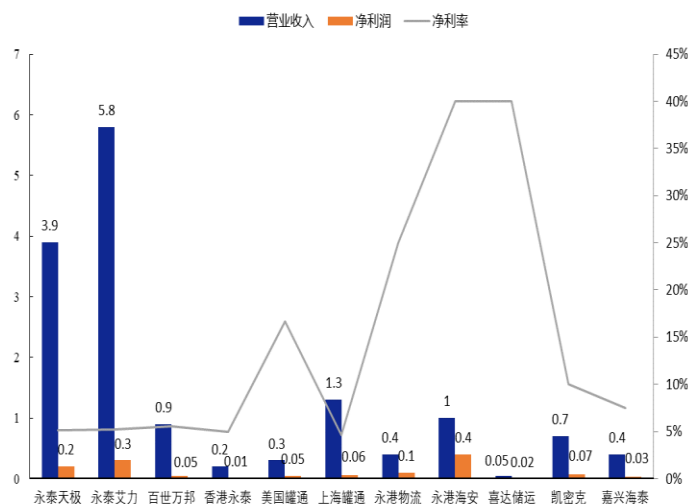
净利率稳步提升，仓储及道路运输盈利主要由子公司贡献。2019-2022H1 公司净利润分别为 0.62、0.74、1.75 和 1.45 亿元，净利率为 7.6%、7.7%、8.2%和 8.8%，公司盈利水平稳步提升。根据招股说明书，对比子公司财务情况及公司业务分部情况，仓储堆存业务主要由子公司永港物流、永港海安和喜达储运负责，净利率均较高，2021 年净利率分别为 25%、40%和 40%；道路运输业务主要由子公司凯密克负责，净利率为 10%。永泰天极和永泰艾力分别负责集团上海地区和青岛地区的国际跨境化工物流供应链服务，收入贡献为 3.9 亿元和 5.8 亿元，净利率均在 5%左右。

图 34：2019-2022H1 公司净利润及净利率（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 35：2021 年子公司（单体）营业收入和盈利情况（单位：亿元）



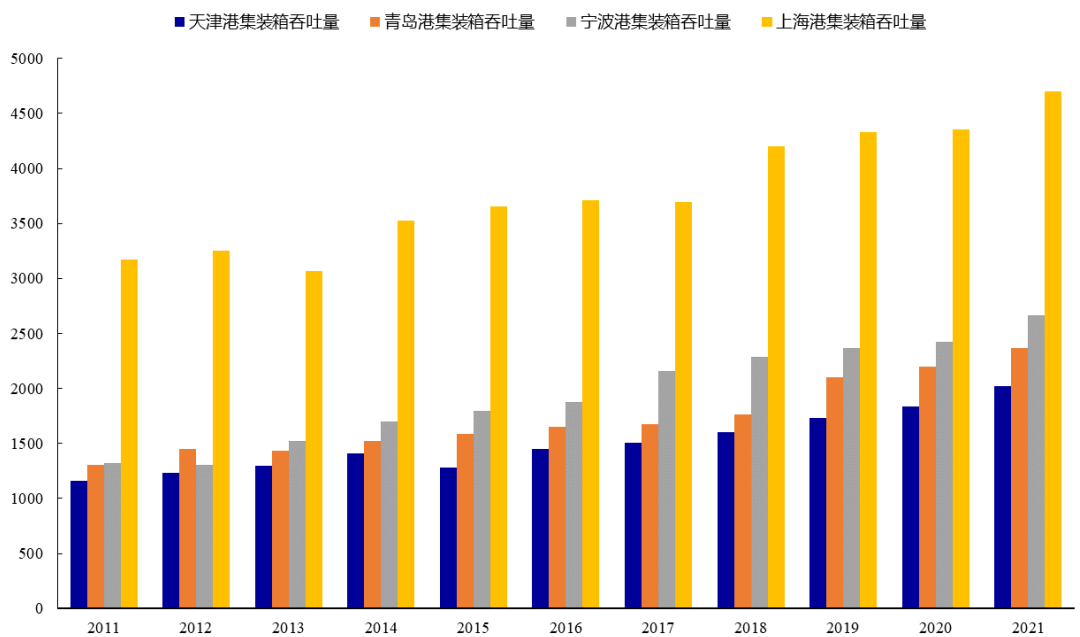
资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

## 4. 资质+资源形成品牌优势，港口区位带来增长潜力

### 4.1. 业务扎根核心港口，区位优势显著

扎根四大核心港口，区位优势明显。公司业务主要集中的宁波港、上海港、青岛港和天津港周边地区，港口吞吐量不断增长，港口地位领先。交通运输部数据显示，上海港、宁波港、青岛港和天津港 2021 年的集装箱吞吐量分别为 4703、3108、2371 和 2027 万 TEU，分别位于全球港口集装箱吞吐量的第一位、第二位、第五位和第六位。良好的港口区位优势为公司提供了庞大的客户群和充裕的货源基础，为公司带来较大的发展潜力。

图 36：公司业务所在四大港口吞吐量情况（单位：万 TEU）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

天津港危化品操作逐步放开，未来有望贡献增量。天津港于 2015 年 8 月事故后，港口危险品操作受到限制，直至 2017 年 11 月才恢复 8、9 类危险品作业。2022 年 6 月交通运输部明确提出“督促天津港安全有序放开部分 2-6 类危险货物港口作业”，考虑到内蒙、新疆、宁夏等化工重地过去均围绕天津港出口，近年来被迫转移至其他港口操作出口，随着天津港安全运营水平提升、政策端逐步放松，天津港区位重要性有望进一步提升，同时为公司带来显著业务增量。

表 3：天津港危险品操作相关政策梳理

时间	发布部门/机关	法律法规名称	相关内容
2015 年 09 月	天津市人民政府	《天津市危险化学品企业安全治理规定》	按照有关规定严格审批危险化学品项目，除国家级与市级重点危险化学品项目外，其他危险化学品项目原则上不予批准。
2017 年 03 月	天津市交通运输委员会	《天津市交通运输行业危险化学品安全综合治理实施方案》	严格控制港区范围内新建危险货物储存项目，除国家级与市级重点危险化学品项目外，其他危险化学品项目原则上不予批准。
2017 年 11 月	天津市办公厅	《关于天津港重启危险货物作业现场协调会会议纪要》	按照《天津港（集团）公司危险货物业务管理规定》的规定，同时按

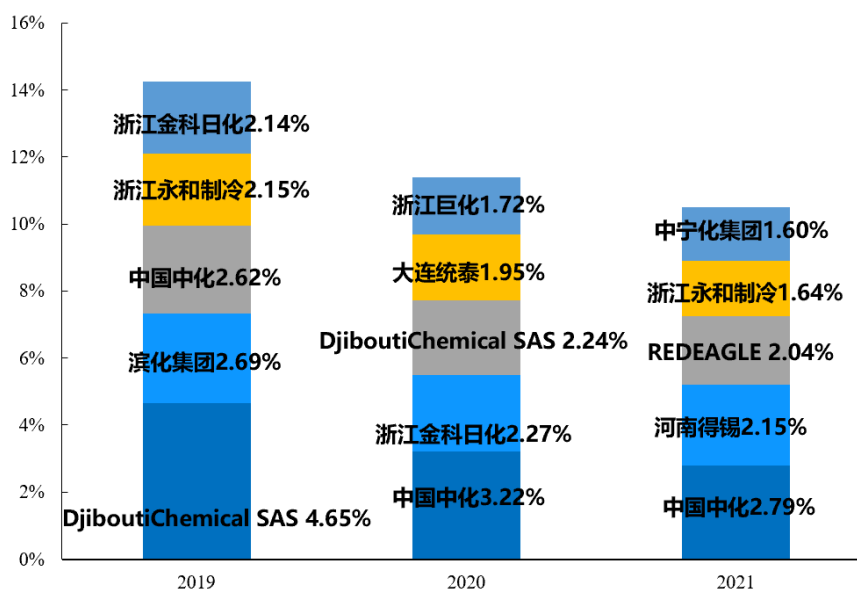
2022年05月	天津市交通运输委员会	《天津市港航管理局2022年工作要点》	相关作业要求落实具体措施,恢复八九类危险货物作业。 落实天津港区域安全风险防控工作,严厉打击港口夹带、匿报谎报危险货物违法行为,积极创造港口危险货物集装箱作业安全条件,不断提升天津港区域危险货物作业安全水平。
2022年06月	交通运输部	《交通运输部安全委员会关于扎实做好夏季危险货物港口作业安全工作的通知》	督促天津港于6月底前安全有序放开部分2-6类危险货物港口作业,推动畅通危险品运输通道。

资料来源: 政府官网, 安信证券研究中心

注: 危险品九大分类包括, 第1类: 爆炸品、第2类: 气体 (包括2.1 易燃气体; 2.2 非易燃无毒气体; 2.3 毒性气体) 第3类: 易燃液体、第4类: 易燃固体; 易于自然的物质; 遇水放出易燃气体的物质、第5类: 氧化性物质和有机过氧化物、第6类: 毒性物质和感染性物质、第7类: 放射性物质、第8类: 腐蚀性物质、第9类: 杂项危险物质和物品, 包括危害环境物质

客户来源多样, 公司以中小客户为主, 前五大占比逐年下降。公司前五大客户较为稳定, 2019-2021 年前五大客户收入占营业收入比重为 14.25%、11.40%和 10.49%, 占比逐年下降, 反映公司客户来源多样, 面对长尾市场, 收入对大客户依赖程度较低, 有助于公司在产业链中保持较强的议价能力和成本转嫁能力。

图 37: 2019-2021 年永泰运前五大客户收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

## 4.2. 立足核心仓储资源, 不断向上下游延伸

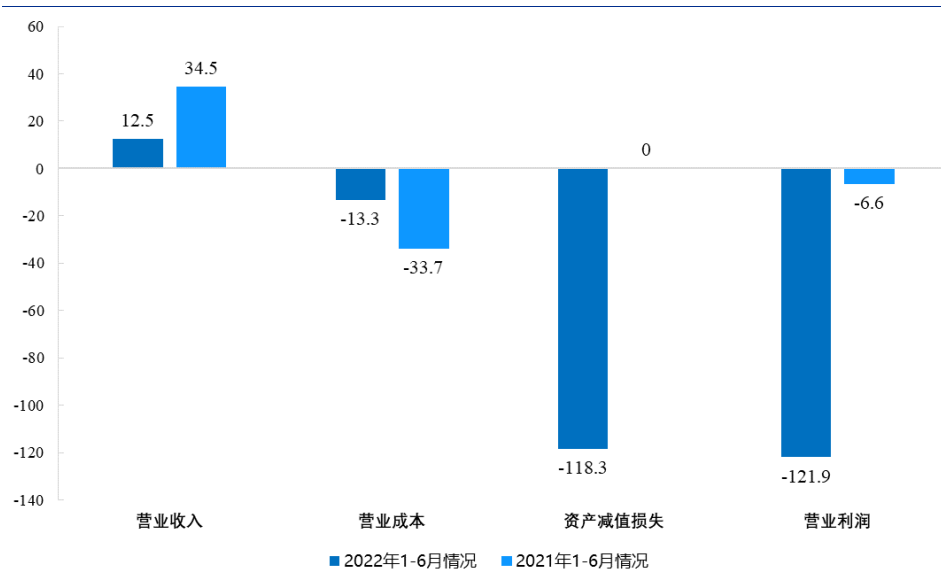
**仓储资源丰富, 提供临港增值服务, 仓库自给率较高:** 公司全资子公司永港物流配套宁波港口, 作为临港危化品仓储物流基地。喜达储运、嘉兴海泰则具备上海及嘉兴地区仓储资源, 目前公司在宁波地区仓库+堆场面积达 2.72 万平方米, 上海地区仓库 1.35 万平方米, 嘉兴地区仓库 0.71 万平方米, 天津地区拟收购仓库 2.72 万平方米+7.3 万平堆场。此外, 公司还与青岛、天津等第三方仓储资源形成了良好的合作关系, 丰富了公司线下化工品仓储资源。公司总体仓库自给率高, 使得仓储堆存业务毛利维持在高水平。危化品仓储监管日趋严格, 公司自有的优质危化品仓储资源为其深筑“护城河”。

**表 4：公司自有仓库资源情况（截至 2022 年 8 月，含公告拟收购资源）**

所有权人	地址	仓库类型	建筑面积（平方米）
永港物流	宁波市北仑区白峰强峰路 2 号	甲类仓库、丙类仓库	5,377.93
永港物流	宁波市北仑区白峰海发路 17 号 1 幢 1 号、17 号 2 幢 1 号	丙类仓库	11,636.82
喜达储运	上海市漕泾镇共创路 288 号	甲类仓库、乙类仓库、戊类仓库	13,546.64
嘉兴海泰	乍浦瓦山路西侧、东方大道南侧	甲类仓库	250.40
嘉兴海泰	港区瓦山路西侧、市场西路北侧	乙类仓库、丙类仓库	6,896.32
天津瀚诺威	天津市滨海新区临港经济区渤海十三路 188 号	甲类仓库、乙类仓库、丙类仓库、戊类仓库及办公楼	27,251.46
永港物流	宁波市北仑区白峰强峰路 2 号	危险货物集装箱堆场	10,226.00

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

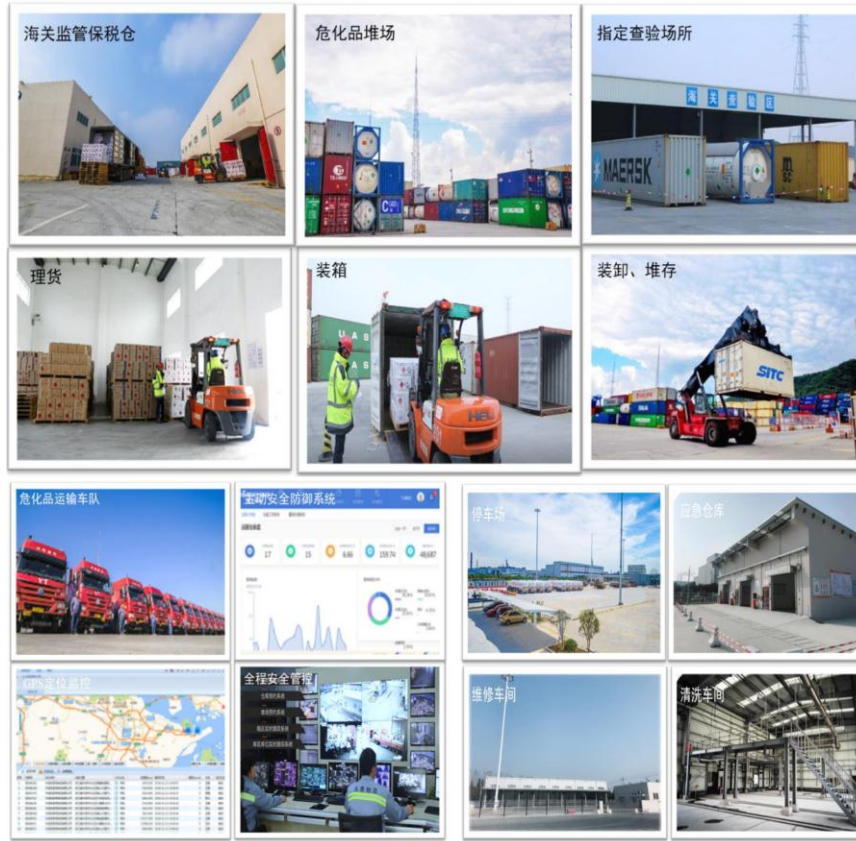
**收购天津仓储资源，标的后续经营业绩有望改善：**2022 年 8 月 22 日公司发布公告，变更募集资金使用用途，拟以现金 18180 万元收购天津瀚诺威 100% 股权，取得天津瀚诺威在天津港业务区域内的土地及仓储堆存资源。此前公司的仓储和运输资源主要集中在华东地区，此次收购可填补公司在环渤海地区危化品仓储资源空缺。“天津 812 事件”后，天津港危险品进出口业务开展受到较大限制，该公司近年来的经营业绩处于亏损状态，收购正式完成前该公司计提大额资产减值损失，减轻后续合并报表的财务影响。

**图 38：天津瀚诺威财务情况（单位：百万元）**


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**布局危化品运输及化工园区物流服务，与跨境化工供应链板块发挥协同：**①危化品运输方面，主要由公司全资子公司凯密克、控股子公司嘉兴海泰开展，目前在宁波、嘉兴地区拥有重型半挂牵引车 85 辆、重型集装箱半挂车 96 辆，配有齐全的营运资质，可配合客户的出运需求、承运人船期及码头的进出港安排，进行提箱、还箱、进出港等。此外，凯密克作为专业的危化品运输车队，也承担了宁波港的危险品集装箱疏港运输业务。②园区化综合物流服务基地方面，公司与嘉兴市国资委下辖的嘉兴滨海控股集团有限公司合资设立了嘉兴海泰，为中国化工新材料（嘉兴）园区提供综合性物流服务。

**图 39：公司仓储、危化品运输和园区化综合物流服务基地示意图**



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

国际海运资源系下游采购，供应商合作关系稳定。公司主要采用与合作紧密的大型船舶经营人协议采购的方式获取国际海运资源。公司通过在化工物流行业的多年运营，积累了广泛的货源基础，与马士基航运、中国远洋运输（集团）总公司等国内外知名的承运人均建立长期友好合作关系，在多条国际航线上形成规模优势，服务范围辐射全球多个国家和地区。2019-2021 年公司前五大供应商占比 23.9%、31.57%和 42.4%，呈现上升趋势，主要供应商构成稳定，反映公司在海运运力紧张情况下，保证其运力供给、订舱能力。

**图 40：公司海运资源示意图**



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

**表 5：2019-2021 年公司前五大供应商情况**

时间	排名	供应商名称	采购额 (万元)	占比
2021 年	1	中国远洋海运集团有限公司同一控制下公司	29,362.18	17%
	2	马士基 (中国) 航运有限公司同一控制下公司	20,636.48	11.94%
	3	上海五矿金沪国际货运有限公司	14,162.15	8.2%
	4	山东九鼎源集团有限公司	4,664.05	2.7%
	5	中国外运股份有限公司同一控制下公司	4,424.21	2.56%
		合计	73,249.07	42.4%
2020 年	1	中国远洋海运集团有限公司同一控制下公司	10,121.65	14.04%
	2	马士基 (中国) 航运有限公司同一控制下公司	5,714.68	7.93%
	3	上海五矿金沪国际货运有限公司	3,060.93	4.25%
	4	中国外运股份有限公司同一控制下公司	2,095.26	2.91%
	5	青岛港国际股份有限公司同一控制下公司	1,764.50	2.45%
		合计	22,757.02	31.57%
2019 年	1	中国远洋海运集团有限公司同一控制下公司	5,522.41	8.69%
	2	马士基 (中国) 航运有限公司同一控制下公司	3,779.91	5.94%
	3	宁波市仁丰国际货运代理有限公司	2,030.05	3.19%
	4	上海五矿金沪国际货运有限公司	1,946.85	3.06%
	5	中国外运股份有限公司同一控制下公司	1,918.72	3.02%
		合计	15,197.93	23.9%

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

#### 4.3. 具备全链条服务能力，品牌优势凸显

**一站式化工物流运营资质齐全，优先入局综合物流头部竞争。**公司作为一站式跨境化工物流服务企业，主要从事跨境物流供应链服务，所需的资质为国际货运代理业务资质。同时运营化工品堆场、仓库、车队等基础物流服务资源，涉及在境内从事化工品仓储、运输业务的相关资质。目前公司已具备开展业务所需的全部资质、许可，且均在有效期内，永港海安更是具备宁波港地区唯一民营危化品仓储及作业资质。天津港事件后，行业监管日趋严格，为减少安全隐患，全国范围内严控相关公司注册、资质审批、发放，永泰运优先实现资质齐全，具备先发优势。

**表 6：公司资质取得情况（截至 2022 年 4 月）**

公司名称	资质	颁发机关
永泰运	国际货运代理企业备案表	商务部 (宁波市)
	无船承运人备案	浙江省交通运输厅
永泰天极	国际货运代理企业备案表	商务部 (上海市)
	无船承运人备案	上海市交通委员会
永泰艾力	国际货运代理企业备案表	商务部 (青岛市)
百世万邦	国际货运代理企业备案表	商务部 (青岛市)
上海罐通	国际货运代理企业备案表	商务部 (上海市)
	无船承运人备案	上海市交通委员会
天津分公司	国际货运代理企业备案表	商务部 (天津市)
永港物流	中华人民共和国港口经营许可证	宁波市北仑区交通运输局
永港海安	中华人民共和国港口经营许可证	宁波市北仑区交通运输局
	港口危险货物作业附证	宁波市北仑区交通运输局
	海关保税仓库注册登记证书	中华人民共和国宁波海关
	经营海关监管作业场所企业注册登记证书	中华人民共和国宁波海关

	海关进出口货物收发货人备案	中华人民共和国北仑海关
	对外贸易经营者备案登记表	商务部 (宁波市北仑区)
凯密克	道路运输经营许可证	宁波市道路运输管理局
嘉兴海泰	危险化学品经营许可证	嘉兴市应急管理局
	海关报关单位注册登记证书	中华人民共和国嘉兴海关
	道路运输经营许可证	嘉兴市道路运输管理局

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

**全供应链服务，线上线下打通资源整合及业务开展。**公司具备全供应链服务优势，布局危化品仓库和堆场、多用途散杂货码头、危化品运输车队、TANK 箱洗修检及危化品物流一站式平台，配备专业口岸报关、报检团队，提供配套增值服务，如全球主要港口口岸危化品物流管理咨询优势以及货物物流全程的保险服务。永泰运以货代起家，后续布局仓储及道路运输业务，以“运化工”平台进行资源整合，形成全链条服务体系。

图 41：公司全供应链服务流程示意图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

**公司行业地位领先，位居国内前十，进入世界货物运输联盟，铸造品牌优势。**公司是世界货物运输联盟成员（危化品）、国际物流供应商联盟成员，获得“2019 年-2020 年全国化工物流行业百强”称号（综合服务类第 9 名）、“2020 年度中国危化品物流管理创新企业”、“2020 年度中国危化品智慧物流综合服务先进企业”、“2020 年度中国危化品物流安全管理先进企业”，公司建立健全安全生产管理体系，不断完善安全生产条件，荣获“2020 年度中国危化品物流安全管理先进企业”，于 2022 年 6 月 22 日顺利通过了 AAAAA 级物流企业的现场评估（A 级物流企业中最高等级资质），进一步巩固竞争优势、打造并推广永泰运品牌。

表 7：2019-2020 年中国化工物流行业百强企业名单（综合服务类企业前二十）

排名	企业名称	企业性质
1	上海君正物流有限公司	民企
2	正本物流集团有限公司	民企
3	密尔克卫化工供应链服务股份有限公司	民企
4	中外运化工国际物流有限公司	央企
5	山东京博物流股份有限公司	民企
6	镇海石化物流有限责任公司	央企
7	中远海运化工物流有限公司	央企
8	希杰荣庆物流供应链有限公司	民企



9	永泰运化工物流股份有限公司	民企
10	浙江荣通物流有限公司	民企

资料来源：中物联危化品物流分会，安信证券研究中心

## 5. 对比密尔克卫，再探运营水平及成长空间

### 5.1. 并购历程：密尔克卫扩张迅猛，并购版图宏伟

密尔克卫（1997）成立时间早于永泰运（2002），二者均起家于货物代理，并购扩张业务版图。二者的成长路径皆可总结为一部并购史，但步伐和方向不同，即版图扩张速度和发展战略不同，所以二者在兼并收购时的侧重点不同，进而导致了二者如今在业务模式、客户结构、平台搭建、网络布局和资源等方面差距。2014 年之前密尔克卫主要从事货运代理业务，2014 年收购的公司极大地改变了业务结构，尤为重要是收购的慎则化工科技（搭建“灵元素”）使得公司迅速切入化工品交易业务。

表 8：密尔克卫并购史

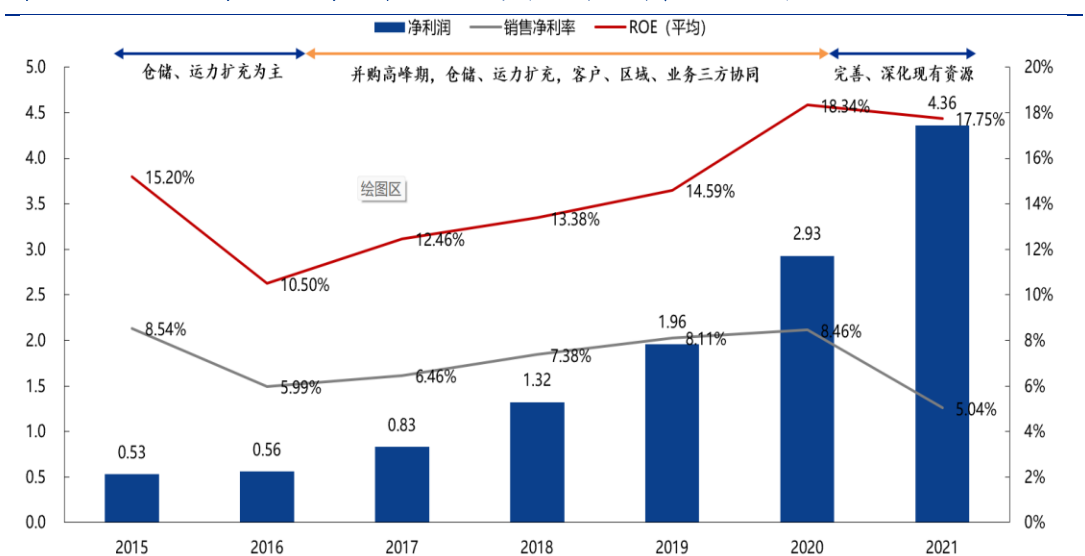
时间	标的公司	具体情况
2016-01	赣星物流	弥补公司在化工零担配送业务方面的欠缺并为公司带来了优质客户
2016-02	张家港巴士	拥有坐落于张家港市江苏扬子江国际化学工业园内的三宗危险化学品仓储用地，合计面积 4.07 万平方米，是张家港保税区的化工配套区域，在此集聚大量的目标客户
2016-03	内森集装罐	主要从事以集装罐为载体的货物运输和货运代理服务，公司收购后大力发展集装罐相关货运代理业务，拥有的集装罐数量逐年上升
2016-03	张家港密尔克卫	拥有位于张家港保税物流园区东区的土地使用权及乙类仓库。张家港保税区内危险品仓库属于稀缺资源，通过收购公司迅速获得保税区内危险化学品仓库
2016-12	天津隆生	公司在华北地区拥有了危险货物运输业务资质，以及一定数量的车队和运输网络有利于开拓环渤海湾地区化工品运输业务的战略布局，
2017-09	上海静初	拥有上海市嘉定区的普通化学品仓储基地，有利于开展相近区域的仓储服务
2018-08	天津至远	收购标的土地使用权面积为 9.35 万平方米。具有危险品运输、危险化学品储存、危险化学品批发经营许可
2018-12	镇江宝华	拥有位于镇江市丹徒镇的 8.36 万平方米土地使用权面积，拥有经营性道路危险货物运输资质、普货仓储资质以及货代资质
2019-03	上海振义	有利于公司补充危化品气体储存资源的空白、扩充外高桥危化品仓储服务能力。拥有高质量的稳定客户群；标的公司位于浦东新区外高桥高东工业园区，与公司现有的南汇仓、嘉定仓形成区域协同，覆盖区域加深。公司新增医药仓库以及拆装箱两大业务种类
2019-04	天津东旭	填补天津的危化品甲乙类仓储稀缺资源空缺，天津东旭具备危化品经营资质和道路运输资质，拥有甲类仓库 2,947.37 平方米，乙类仓库 4,940.57 平方米，租赁仓库 12,287 平方米。通过多年的合规运营获得了 PPG 的高度认可，保持长期稳定的合作关系，客户具有高度的粘性，且业务量常年保持稳定。公司得以提升在 PPG 中占有的物流供应商份额。拓展了天津及华北地区的半导体、涂料、新能源汽车的客户，公司的天津集群业务将得到进一步扩充，配合现有东北及山东集群，覆盖区域加深。
2019-10	湖南湘隆	具备危险化学品经营许可证，拥有位于长沙市望城区的 3.46 万平方米土地使用权面积，拥有甲、乙类仓库
2019-11	天津港中化	拓展在港口地区的危化品集装箱堆存及短驳运输等业务
2019-12	山东华瑞特	位于烟台资源再生加工示范区，具有明显的区位优势和较强的市场辐射力。该项目拟在烟台化学工业园新建、改建 1 座甲类仓库、5 座乙类仓库、2 座丙类仓库等，新增仓库面积共计约 1.38 万平方米。公司的东部沿海集群业务将得到进一步的扩充
2020-05	湖南瑞鑫化工	拓展华中及华南地区的专业化工品贸易业务，加入专业运营团队，拉动公

		司在精细化工、苯类、醇类、酯类等煤化工、醇基燃料及配套设备、加油站运营以及油品批发等领域
2020-07	大正信 (张家港)物流	拥有位于张家港大新镇的 3.64 万平方米土地使用权面积，现处于张家港扩建丙类仓库项目技改过程中，主要建设内容包括 1 座丙类仓库等，仓库面积共计约 1.74 万平方米
2020-07	江苏中腾大件运输	位于无锡市惠山区传化物流中心，拥有承载重吨级的大件运输平板车组和各种大吨位起重吊机多台
2020-10	宁波道承物流	扩充宁波等区域的普货运输能力
2020-10	四川雄瑞物流	扩充四川省成都市等区域的普通货物及危险品货物运输能力
2020-11	张家港新能	布局危废处理行业，打通全供应链服务；延伸了化工产品全生命周期管理，增加了公司的化学危废综合处理能力，使得化工产品从生产到处置的全链条更符合绿色生态的理念
2020-12	赣州华亿通	扩充江西省赣州市等区域普通货物及危险品货物运输能力
2021-02	江苏马龙国华	具备危险化学品销售、危险品 4 类 2 项运输资质；为滇桂黔出产的化工资源布局线下分销网络，并释放危险化工品的铁路运输能力实现磷资源及其他基础学分销网络，用数字化供应链能力服务广大中小客户
2021-03	上港化工物流	拥有位于上海市化学工业区奉贤分区的 6.85 万平方米土地面积，完善上海化学工业区的线下化工品服务能力，服务芯片、半导体等行业的客户，并拓展智能化公路港的布局
2022-07	江西祥旺物流	进一步开拓舟山群岛、烟台大连等地的海岛专线业务，打通海岛与大陆之间化学品互联互通的合规运输方式，持续解决行业痛点

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

在并购高峰期，密尔克卫把握客户、区域、业务三方协同，盈利水平稳步提升：2015-2016 年，密尔克卫并购赣星物流、张家港巴士等公司，以运力、仓储资源扩充为主，规模效应未及时显现，净利率、ROE 有所下滑；2017-2020 年，公司进入并购的高峰阶段，收购天津隆生等公司扩充物流资源之外，上海振义、天津东旭等收购显现客户协同、区域协同和业务协同三方面考量，进一步提升经营效率，拓展客户群，优化服务水平，净利率、ROE 指标快速增长，净利率由 2017 年 6.46% 提高至 2020 年 8.46%，ROE 由 2017 年 12.46%，提高至 18.34%，公司强大的管理整合能力凸显；2021 年，公司通过收购上港化工物流完善仓配能力，旨在进一步完善现有资源，但受到商誉减值损失和业务结构变动的影响，净利润及 ROE 指标有所下滑。

图 42：密尔克卫净利润、净利率、ROE 与并购情况（单位：亿元）

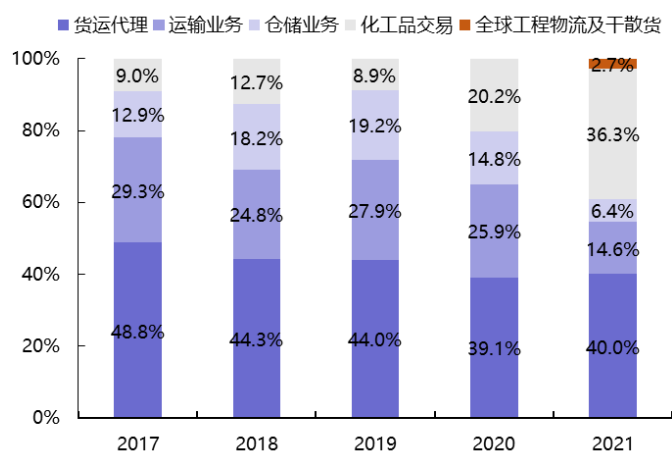


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5.2. 业务对比：密尔克卫业务多元，永泰运专注跨境出口货代

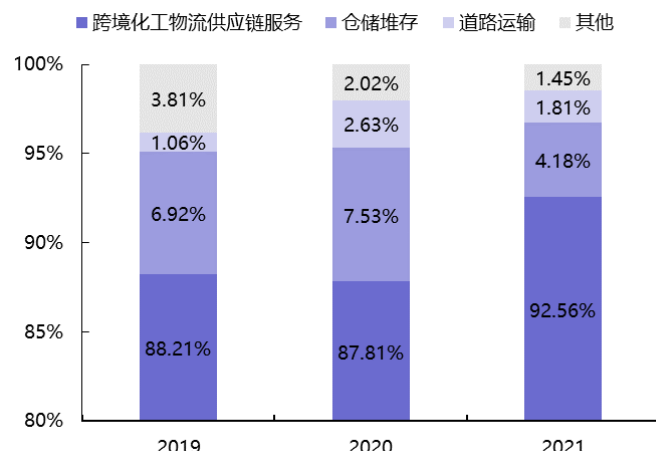
收入结构方面，密尔克卫涉及物流和交易两大块，业务板块更多元，各版块联动性较强。密尔克卫的主营业务涉及物流和交易两大板块，2021年密尔克卫由原来4个版块（货代、运输、仓储、化工品交易）拆分为6个。具体来看，原来的货代业务分为MGF和MTT，主要是由于MTT业务需要重资产配合而非完全代理，所以单独划分出来；MRT、MRW和MCD分别对应原来的运输、仓储和化工品交易；MPC全球工程物流及干散货发展较快。密尔克卫货代和化工品交易业务增长迅猛：公司快速发展物贸一体化，拓展新区域、开发新客户，2021年化工品交易业务营收达到31.26万元，同比增加352.59%，收入占比提升至36.3%；货代业务（MGF+MTT）实现营收34.48亿元，同比157.71%。

图 43：密尔克卫各主营业务收入占比（按照原口径拆分）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

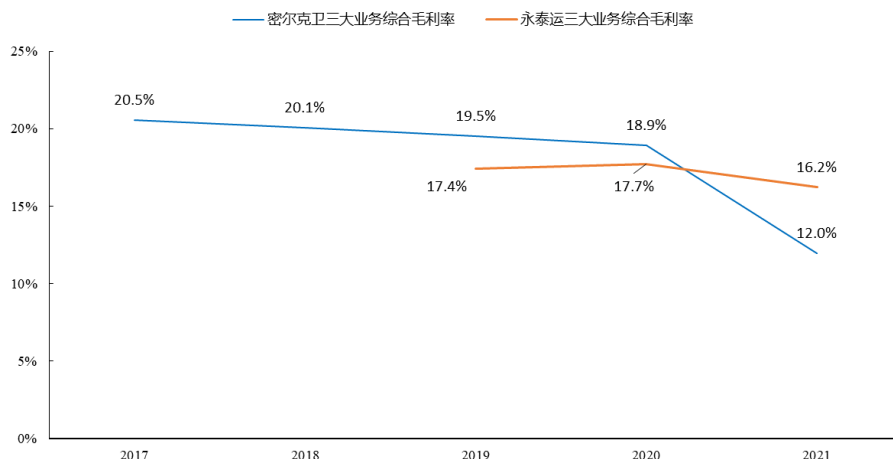
图 44：永泰运各主营业务收入占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

毛利率方面，2021年永泰运毛利率水平高于密尔克卫，整体更稳定。2017-2021年密尔克卫三大业务毛利率呈下降趋势，2021年公司大力推进“物贸一体化”战略，增加业务费用及成本；同时高毛利的仓储业务因国内供应链受阻承压，满仓率有所下降，且公司业务结构普通化学品占比在2021年上升，总体毛利率由18.9%下降至12.0%；永泰运受益于成本转嫁能力高，总体毛利率维持稳定，2019-2021年三大业务毛利率为17.4%、17.7%和16.2%。

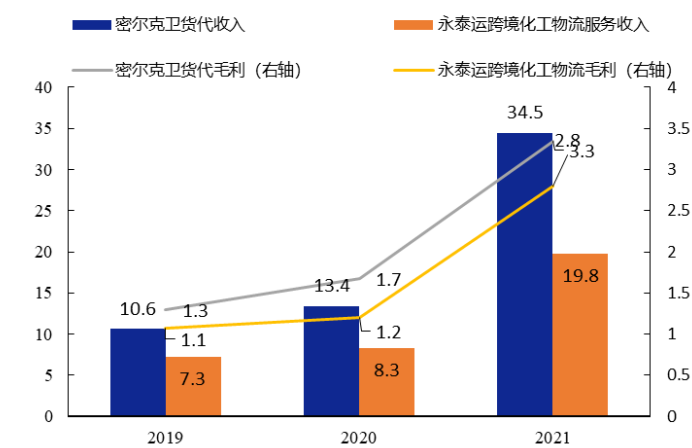
图 45：密尔克卫及永泰运三大业务综合毛利率对比



资料来源：公司公告，公司招股说明书，安信证券研究中心

货代业务方面，永泰运货代业务盈利能力更强，反映客户结构与议价能力差异。考虑到密尔克卫一站式综合物流业务分部包含货代、仓储及运输三大板块，单独选择货代业务与永泰运进行对比；①收入体量方面，近三年二者差距逐步拉大，目前永泰运仅为密尔克卫六成左右；②毛利率方面，永泰运货代毛利率更高，密尔克卫货代包含 MGF 与 MTT 两部分，前者为全球货代业务，2021 年单独毛利率为 9.02%；后者为全球液体化学品航运及罐箱业务，2021 年单独毛利率为 16.71%，在包含高毛利业务的情况下，密尔克卫毛利率仍更低，反映永泰运货代毛利率更高且较稳定，反映了永泰运对于中小客户的议价能力更强，且能及时向下游客户传导成本压力。

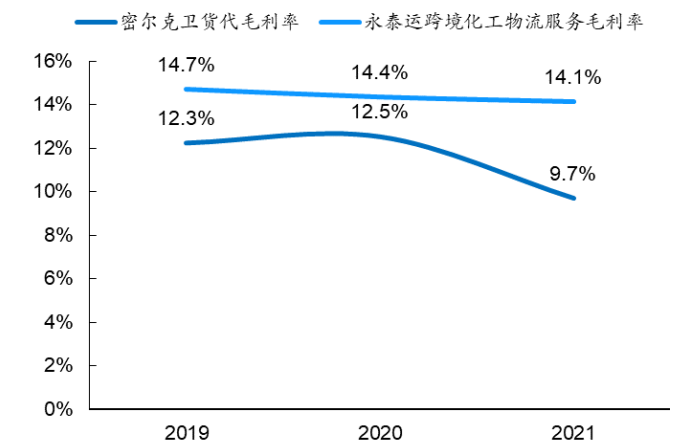
图 46：货代业务收入和毛利对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：密尔克卫 2021 年货代业务收入为 MGF 与 MTT 加总（口径还原）

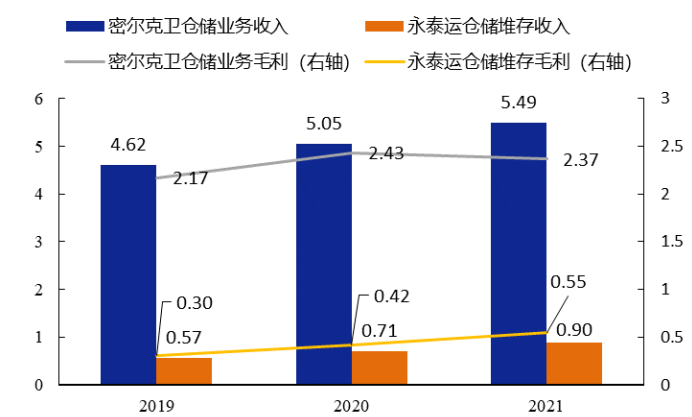
图 47：密尔克卫与永泰运货代业务毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

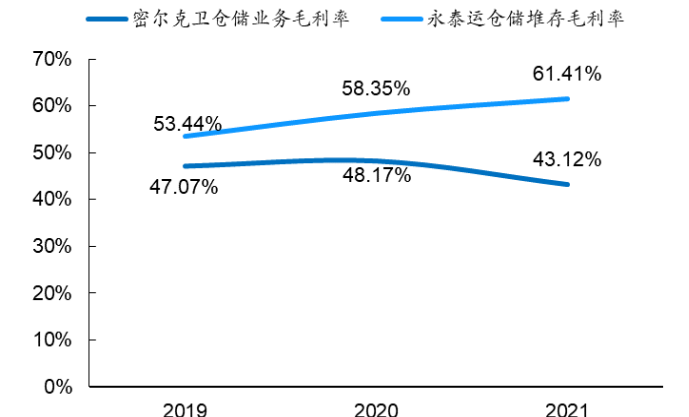
仓储业务方面，永泰运均为自有仓库，近 3 年盈利能力高于密尔克卫。①收入体量方面，2019-2021 年，永泰运仓储业务的收入体量仅为密尔克卫的 12%、14%和 16%，差距较为明显；②毛利率方面，永泰运更高，主要由于服务内容和经营模式有所区别。永泰运的仓库均为自有仓库，主要利用仓库场地和集装箱堆场提供集装箱的拆装箱、堆存暂放及相关增值服务，收取的主要为各项服务操作费。密尔克卫的仓储服务（MRW）提供货物储存、分销、厂内物流的分销中心，以及与货运代理配套的出口装箱相关的外贸仓储，收费项目包含存放租金的收取，以及额外的增值服务。

图 48：仓储业务收入和毛利对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

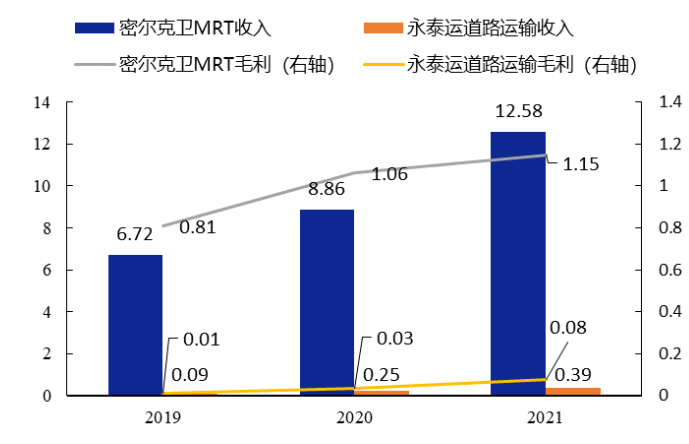
图 49：密尔克卫与永泰运仓储业务毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

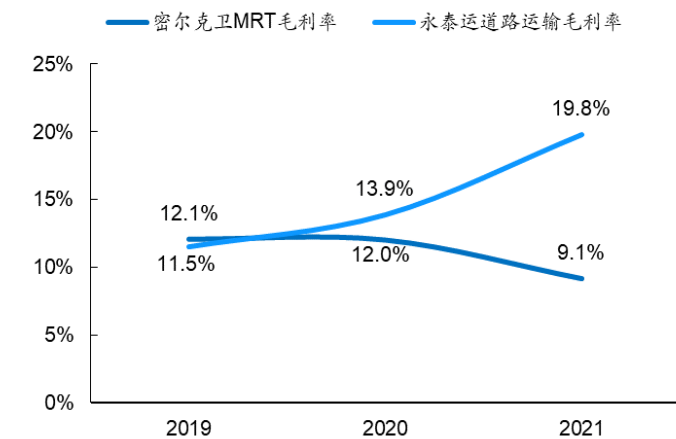
运输业务方面，密尔克卫运输业务规模领先，业务范围更广。①收入体量方面，密尔克卫的MRT业务是为境内各类型化工品运输交付提供服务，按照运载方式的不同，分为集运业务和配送业务（具备同城配、城际快运及干线快运的三级网络运输能力）；而永泰运的道路运输业务主要是实现进出口货物在工厂、码头、仓库和堆场之间流转，即集装箱疏港运输，因此二者的收入体量相去甚远，且可比性较差；②毛利率方面，近3年永泰运道路运输毛利率呈上升趋势，主要是由于公司调度管理能力提升，车辆使用效率不断提高，因此道路运输服务的整体箱量及毛利率相对较高的短驳运输箱量不断提升，业务规模效应逐步体现；而2021年密尔克卫MRT业务毛利率下降2pts左右，主要是普通化学品占比上升所致。

图 50：运输业务收入和毛利对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

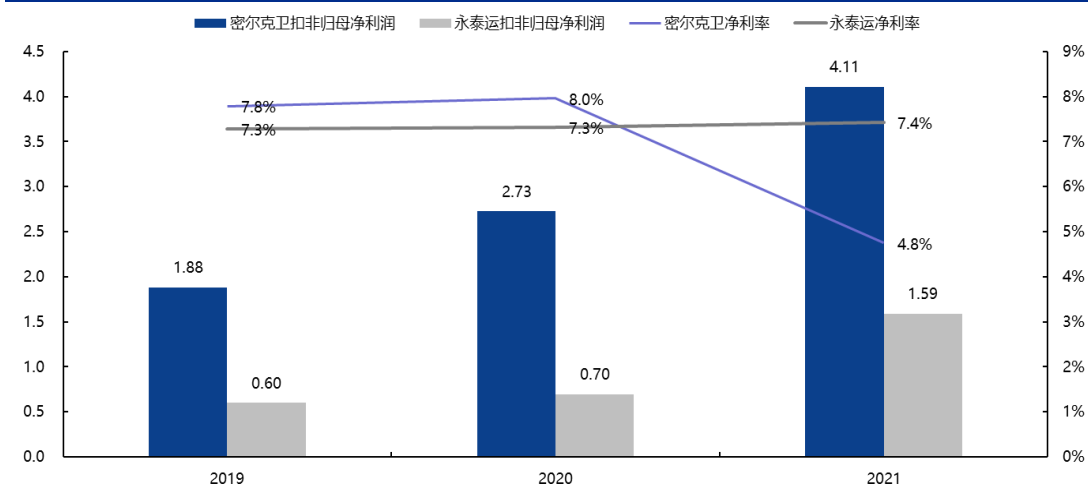
图 51：密尔克卫与永泰运道路运输货代业务毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

净利率方面，密尔克卫利润体量约为永泰运的 2.5 倍，永泰运净利率保持平稳：2021 年密尔克卫实现扣非归母净利润 4.11 亿元，同比+50.6%，净利率为 4.8%，同比-3.2pts。近三年永泰运净利率较为稳定，其中 2021 年永泰运实现扣非归母净利润 1.59 亿元，同比+128.6%，净利率为 7.4%。比较来看，密尔克卫利润体量远超永泰运，约为永泰运的 2.5 倍；受商誉减值及业务结构变动影响（货代等低毛利业务占比上升，且普通化学品比例相对危险品占比在 2021 年上升），密尔克卫 2021 年净利率下滑。

图 52：密尔克卫和永泰运扣非归母净利润和净利率对比（单位：亿元）

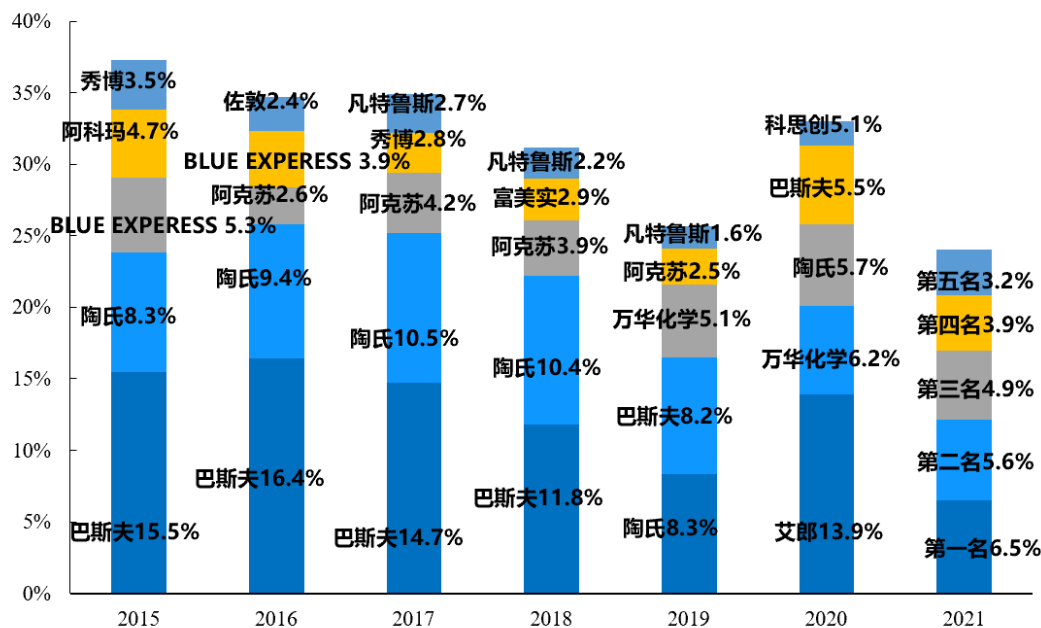


资料来源：公司公告，公司招股说明书，安信证券研究中心

### 5.3. 客户对比：密尔克卫绑定大客户，永泰运主要服务国内中小客户

相较于永泰运，密尔克卫偏向于绑定大客户，2021年公司前五大客户集中度有所降低：2021年，密尔克卫前五大客户集中度下降9pts至24%，主要由于新开拓的国内民营企业带来的增量高于老客户的存量基本盘。当前，公司已与国内外众多著名化工企业形成长期合作关系，包括巴斯夫集团、陶氏集团、阿克苏集团、佐敦集团、阿科玛集团、万华化学、等全球最著名的跨国化工企业。反观永泰运，2019-2021年公司前五大客户集中度呈下降趋势，对大客户依赖程度较低。

图 53：2019-2020 年密尔克卫前五大客户收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：2021 年密尔克卫未公布客户具体名称

### 5.4. 平台及网络对比：密尔克卫的平台模式发展更成熟，网络布局更广

密尔克卫通过线上平台及线下一站式综合物流服务的搭建，实现线上导流线下，线下反哺线上：密尔克卫的化工品交易板块逐步形成影响力，确保收入中高速增长；加强分销的线上 To B 平台，打造中国化工智能互（物）联网平台“灵元素”，实现线上线下的化工产品垂直细分领域、化工产品产销渠道的突破。而永泰运的线上业务尚在推广阶段，跨境化工物流供应链服务均来自客户线下订单，“运化工”平台仅作为将线下物流信息进行一站式、可视化呈现的线上窗口。

图 54：密尔克卫的线上化工交易平台“灵元素”



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

密尔克卫的网络布局更广，具有先发优势。密尔克卫以自建物流为基础向全国各地进行业务扩张，以自有或者租赁仓储为网点，通过道路运输将物流服务终端辐射全国重点城市，打造全国 7 个集群的建设，分别为：北方（天津、大连、营口）、山东（青岛、烟台）、长江（南京、镇江、武汉、张家港、连云港、长沙）、上海、浙闽（宁波、厦门、福州）、西部（新疆、西安、川渝、昆明）和两广（广州、清远、东莞、惠州、湛江、防城港），集中公司资源高效发展最优网点。2021 年，公司在新加坡、美国等地成立了子公司，随着公司全国集群建设进一步完善，公司全球化布局也已全面启动。

图 55：密尔克卫公司业务地图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 6. 盈利预测及投资建议

### (1) 跨境化工物流供应链服务：

**箱量假设：**预计 2022 年海运运力的供给限制边际放松，而上海港受制于疫情影响，下游出货需求部分转向宁波港和青岛港地区，而公司以此为业务腹地，具备龙头优势；同时伴随第三方化工物流渗透率上升趋势；后续海运运价边际下降，我们预计公司经营策略将以扩大业务量为主，假设 2022-2024 年箱量增速分别 20%/50%/30%，分别为 9.7/14.5/18.9 万 TEU。

**单箱收入假设：**参考 CCFI 综合海运指数与公司单箱收入变化趋势，单箱收入及成本变化趋势与海运价格基本趋同。预计随着海外港口吞吐量恢复正常，运力供需错配缓解，预计 2022 年综合海运价格同比小幅下滑，成本加成定价模式下，假设 2022-2024 年单箱收入增速为 -5%/-30%/-20%，分别为 2.34/1.63/1.31 万元/TEU。

### (2) 仓储堆存业务：

**箱量假设：**预计随募集资金所用于的仓储资源扩张及优化升级到位，同时宁波港等港口跨境物流业务协同带动下，该业务操作箱量有望快速增长，假设 2022-2024 年操作箱量增速为 15%/20%/25%，分别为 5.21/6.25/7.81 万 TEU。

**单箱收入假设：**预计仓库设备及人员升级配备下，再处理、装卸、查验作业等增值服务质量将有所提升，进一步巩固永泰运品牌效应，叠加港口出货带动仓储需求，单箱收入有望提升。假设 2022-2024 年单箱收入增速为 20%/20%/20%，分别为 0.24/0.28/0.34 万元/TEU。

### (3) 道路运输业务：

**箱量假设：**预计随募集资金所用于的车队运力扩张及专业人员配置，车队短途运输业务将逐步向中长途运输拓展，业务规模将持续扩大，业务成熟度提升同时，增速预计逐步放缓，但仍保持高水平。假设 2022-2024 年操作箱量增速为 65%/50%/50%，分别为 4.62/6.94/10.40 万 TEU。

**单箱收入假设：**随公司资源购建到位，业务成熟度提升，业务范围逐步扩大，预计单价随业务调整到位恢复增长态势。假设 2022-2024 年单箱收入增速为 10%/5%/5%，分别为 0.15/0.16/0.17 万元/TEU。

表 9：2019-2024 年永泰运收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>跨境化工物流供应链服务收入 (亿元)</b>	<b>7.26</b>	<b>8.33</b>	<b>19.81</b>	<b>22.58</b>	<b>23.71</b>	<b>24.66</b>
yoy	18%	15%	138%	14%	5%	4%
操作箱量 (万 TEU)	7.2701	7.8953	8.0586	9.6703	14.5055	18.8571
yoy		9%	2%	20%	50%	30%
单箱收入 (万元/TEU)	1.00	1.06	2.46	2.34	1.63	1.31
yoy		6%	133%	-5%	-30%	-20%
<b>仓储堆存收入 (亿元)</b>	<b>0.57</b>	<b>0.71</b>	<b>0.90</b>	<b>1.24</b>	<b>1.78</b>	<b>2.67</b>
yoy	21%	25%	25%	38%	44%	50%
操作箱量 (万 TEU)	4.0386	4.1362	4.5284	5.2077	6.2492	7.8115
yoy		2%	9%	15%	20%	25%
单箱收入 (万元/TEU)	0.14	0.17	0.20	0.24	0.28	0.34
yoy		22%	15%	20%	20%	20%
<b>道路运输收入 (亿元)</b>	<b>0.09</b>	<b>0.25</b>	<b>0.39</b>	<b>0.70</b>	<b>1.11</b>	<b>1.75</b>
yoy	0%	187%	55%	82%	58%	58%
操作箱量 (万 TEU)	0.8258	1.6462	2.8025	4.6241	6.9362	10.4043
yoy		99%	70%	65%	50%	50%
单箱收入 (万元/TEU)	0.11	0.15	0.14	0.15	0.16	0.17
yoy		44%	-9%	10%	5%	5%
<b>其他 (亿元)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.22</b>	<b>0.36</b>	<b>0.39</b>	<b>0.43</b>	<b>0.48</b>
yoy	338%	-36%	59%	10%	10%	10%
<b>收入合计 (亿元)</b>	<b>8.27</b>	<b>9.52</b>	<b>21.45</b>	<b>24.92</b>	<b>27.03</b>	<b>29.55</b>
yoy	18%	15%	138%	38%	13%	17%

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算



**投资建议：**跨境化工物流行业景气度向上，一方面受益于中国化工品出口高增长，另一方面受益于化工物流行业监管趋严。我们认为公司短期具有较为坚实的业绩基础，运营层面成本费用管控水平优异，客户来源多样降低风险，毛利率水平稳定；中期依靠资质+资源，形成品牌优势，港口区位和仓储扩容带来增长潜力；长期通过并购扩张，发挥协同效应，带动价值提升。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.61/3.19/4.13 亿元，对应现股价 PE 为 26.1/21.3/16.5 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。

## 7. 风险提示

宏观经济导致下游化工行业发展不及预期；行业监管政策变化；跨境化工物流行业竞争格局恶化；海运成本大幅增加；港口出货增长不及预期；海运运力供需改善不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	952.3	2,144.6	2,491.1	2,702.7	2,954.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	781.7	1,794.0	2,042.4	2,167.2	2,276.5	营业收入增长率	15.2%	125.2%	16.2%	8.5%	9.3%
营业税费	1.8	2.7	4.4	4.4	4.6	营业利润增长率	22.9%	130.4%	50.7%	22.1%	31.1%
销售费用	19.7	35.6	34.9	37.8	41.4	净利润增长率	16.8%	125.8%	55.7%	22.2%	29.7%
管理费用	39.2	57.0	49.8	54.1	59.1	EBITDA 增长率	24.1%	112.1%	36.6%	20.8%	29.1%
研发费用	1.8	2.7	4.5	4.5	4.6	EBIT 增长率	25.8%	133.6%	40.1%	22.3%	30.7%
财务费用	13.9	9.6	6.2	8.1	8.9	NOPLAT 增长率	25.4%	110.4%	49.2%	21.4%	30.9%
资产减值损失	-0.6	-0.6	-	-	-	投资资本增长率	19.7%	11.0%	8.4%	-5.7%	1.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.5%	30.0%	38.7%	30.7%	30.8%
投资和汇兑收益	0.0	1.1	1.0	0.7	0.9	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	100.8	232.1	349.9	427.3	560.4	毛利率	17.9%	16.3%	18.0%	19.8%	22.9%
加:营业外净收支	-1.9	3.2	3.7	3.4	3.4	营业利润率	10.6%	10.8%	14.0%	15.8%	19.0%
<b>利润总额</b>	98.8	235.3	353.5	430.7	563.9	净利润率	7.8%	7.8%	10.5%	11.8%	14.0%
减:所得税	25.2	60.4	87.3	108.9	142.1	EBITDA/营业收入	13.8%	13.0%	15.3%	17.0%	20.1%
<b>净利润</b>	74.2	167.5	260.9	318.7	413.3	EBIT/营业收入	11.4%	11.8%	14.3%	16.1%	19.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	65	33	26	22	17
货币资金	92.7	222.4	287.6	649.4	1,058.9	流动营业资本周转天数	35	23	30	32	30
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	132	93	113	138	175
应收账款	219.4	479.5	468.1	550.7	516.2	应收账款周转天数	76	59	68	68	65
应收票据	-	-	2.6	0.5	0.9	存货周转天数	1	1	1	1	1
预付账款	4.1	3.3	18.6	9.2	8.5	总资产周转天数	326	186	192	207	236
存货	2.1	10.8	1.3	11.6	2.9	投资资本周转天数	205	105	99	92	83
其他流动资产	33.4	37.3	33.3	34.7	35.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.7%	23.6%	26.2%	24.2%	23.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	13.3%	19.8%	18.2%	20.0%
长期股权投资	2.3	3.4	3.4	3.4	3.4	ROIC	17.3%	30.4%	40.8%	45.7%	63.4%
投资性房地产	25.8	24.8	24.8	24.8	24.8	<b>费用率</b>					
固定资产	195.4	191.9	172.4	153.0	133.5	销售费用率	2.1%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%
在建工程	2.2	7.4	7.4	7.4	7.4	管理费用率	4.1%	2.7%	2.0%	2.0%	2.0%
无形资产	167.3	169.0	163.5	158.0	152.5	研发费用率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	158.9	168.5	160.9	161.7	163.0	财务费用率	1.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>资产总额</b>	903.5	1,318.3	1,343.6	1,764.1	2,106.9	四费/营业收入	7.8%	4.9%	3.8%	3.9%	3.9%
短期债务	151.3	176.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	119.2	292.6	229.1	324.5	237.4	资产负债率	35.7%	42.7%	22.1%	22.4%	15.0%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	55.5%	74.6%	28.3%	28.8%	17.6%
其他流动负债	36.3	70.4	48.0	50.7	57.6	流动比率	1.15	1.40	2.93	3.35	5.50
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.14	1.38	2.92	3.32	5.49
其他非流动负债	15.8	24.1	19.3	19.7	21.0	利息保障倍数	7.85	26.54	57.18	53.70	64.23
<b>负债总额</b>	322.6	563.2	296.3	394.9	315.9	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	37.8	44.7	50.0	53.2	61.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	77.9	77.9	103.9	103.9	103.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	465.1	632.6	893.5	1,212.2	1,625.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	580.8	755.2	1,047.3	1,369.2	1,790.9						
						<b>现金流量表</b>					
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.71	1.61	2.51	3.07	3.98
						BVPS(元)	5.23	6.84	9.60	12.67	16.65
						PE(X)	91.7	40.6	26.1	21.3	16.5
						PB(X)	12.5	9.6	6.8	5.2	3.9
						P/FCF	-198.5	52.5	242.1	18.9	16.9
						P/S	7.1	3.2	2.7	2.5	2.3
						EV/EBITDA	-	-	17.1	13.4	9.7
						CAGR(%)	63.5%	34.1%	62.1%	63.5%	34.1%
						PEG	1.4	1.2	0.4	0.3	0.5
						ROIC/WACC	2.0	3.5	4.7	5.2	7.3
						REP	-	-	2.0	1.8	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034