



新股定价报告

28 Feb 2011 | 4 pages

维尔利 (300190): 新股定价报告

—— 垃圾渗滤液龙头 分享固废处理盛宴

史海昇

执业证书编号: S1230209120122

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司垃圾渗滤液处理市场龙头企业, 市占率近10%
- “十二五”固废处理投资有望带动渗滤液处理高增长

投资要点:

- **公司概况:** 公司一直致力于垃圾渗滤液处理业务, 提供渗滤液处理设计、EPC、托管运营等服务。公司采用“MBR+纳滤”工艺, 已先后承接 38 个渗滤液处理项目。在总处理规模及大中型渗滤液处理项目数量上均排名全国第一, 市占率约 10%。10 年营业收入 2.097 亿元, 净利润 4514 万元。目前, 渗滤液工程设备仍是公司生存的基础, 上市后公司将凭借资本优势将大力拓展 EPC 及委托运营市场, 进军垃圾综合处理领域。
- **行业背景:** 垃圾渗滤液系地表水、地下水与垃圾生化反应后的二次污染物, 在我国对垃圾渗滤液的处理市场需求主要来自垃圾填埋厂及垃圾焚烧厂, 垃圾渗滤液占填埋垃圾重量的 35%-50%, 占垃圾焚烧量的 25%-35%。据住建部资料显示, 截至 09 年 6 月, 我国生活垃圾日均处理量高达 47.8 万吨。我国县级以上共建生活垃圾处理设施 679 座, 实施无害化处理设施 574 座, 日处理能力 31.6 万吨。其中 541 座具有渗滤液收集系统, 日均垃圾渗滤液产生量为 12 万吨。据《垃圾渗滤液处理行业研究报告》统计, 2010 年垃圾渗滤液行业投资需求约 85.51 亿元, 运行费用 14.57 亿元, 合计约 100 亿元。
- **竞争优势:** 1) 品牌优势。公司在总处理规模及大中型渗滤液处理项目数量上均排名全国第一, 树立了公司良好的高端品牌形象。2) 丰富的渗滤液水质数据库。公司涉足该领域较早, 公司的项目范围分布广泛, 在此基础上建立了国内领先的丰富的渗滤液水质数据库, 使得工程及运营中对工艺的选择和参数的设定更高效。3) 技术人才优势。公司率先采用“MBR+纳滤”工艺, 开创了 MBR 及其衍生工艺在渗滤液行业应用先河并成为行业首推的主流技术之一。
- **募投项目:** 本次公开发行募集资金将投入 2 个方向: 1) 垃圾渗滤液装备产业化项目; 2) 研发中心建设项目。
- **投资建议:** 预计公司 11 年-13 年摊薄后每股收益分别为 1.59 元、2.15、2.69 元, 给予公司 11 年的动态市盈率为 30-35 倍, 合理估值为 40.76 元-55.54 元。建议积极申购。

财务摘要	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	210	388	543	706
(+/-) %	87.9%	85%	40%	30%
EBITDA (百万元)	57	94	119	152
(+/-) %	65.8%	65.4%	27.6%	27.5%
净利润 (百万元)	45	84	114	143
(+/-) %	70.4%	86.3%	35.7%	25.1%
摊薄 EPS (元)	0.85	1.59	2.15	2.69

评级:

发行价格:

关键数据

合理估值	40.76 元- 55.54 元
询价区间	42.84 元- 49.99 元

股本数据

A 股发行股数	1,330 万股
发行后总股本	5,300 万股

报告撰写人: 史海昇

数据支持人: 袁佳平





资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
单位: 百万元					单位: 百万元				
流动资产	245	1016	1201	1404	营业收入	210	388	543	706
现金	76	672	731	783	营业成本	121	232	336	438
应收账款	68	120	171	221	营业税金及附加	6	11	16	21
其它应收款	10	27	34	46	营业费用	9	16	23	30
预付账款	21	20	32	42	管理费用	20	36	51	67
存货	70	128	187	243	财务费用	1	-9	-19	-20
其他	0	49	45	69	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	40	42	45	47	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	3	3	3	3	营业利润	53	100	136	170
无形资产	15	18	21	24	营业外收入	1	1	1	1
其他	22	21	20	20	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	285	1058	1246	1451	利润总额	54	100	136	171
流动负债	156	216	298	371	所得税	9	16	22	28
短期借款	50	40	43	42	净利润	45	84	114	143
应付账款	75	130	195	251	少数股东损益	0	0	0	0
其他	30	46	60	78	归属母公司净利润	45	84	114	143
非流动负债	11	8	9	9	EBITDA	57	94	119	152
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.59	2.15	2.69
其他	11	8	9	9					
负债合计	167	224	308	380	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	40	53	53	53	成长能力				
资本公积	29	648	648	648	营业收入	87.9%	85.0%	40.0%	30.0%
留存收益	49	134	237	370	营业利润	69.0%	88.1%	35.7%	25.3%
归属母公司股东权益	118	834	938	1071	归属于母公司净利润	70.4%	86.3%	35.7%	25.1%
负债和股东权益	285	1058	1246	1451	获利能力				
					毛利率	42.4%	40.2%	38.2%	38.0%
现金流量表					净利率	21.5%	21.7%	21.0%	20.2%
单位: 百万元					ROE	38.1%	10.1%	12.2%	13.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	47.9%	37.7%	38.9%	37.8%
经营活动现金流	22	-30	52	47	偿债能力				
净利润	45	84	114	143	资产负债率	58.4%	21.2%	24.7%	26.2%
折旧摊销	2	2	2	2	净负债比率	30.03%	17.63%	13.97%	11.00%
财务费用	1	-9	-19	-20	流动比率	1.57	4.71	4.02	3.78
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.12	4.12	3.39	3.13
营运资金变动	-26	-106	-46	-78	营运能力				
其它	-1	-1	0	0	总资产周转率	0.97	0.58	0.47	0.52
投资活动现金流	-23	-4	-5	-5	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	23	0	0	0	应付账款周转率	2.42	2.26	2.07	1.96
长期投资	-1	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-1	-4	-5	-5	每股收益 (最新摊薄)	0.85	1.59	2.15	2.69
筹资活动现金流	27	630	12	9	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	-0.56	0.98	0.89
短期借款	32	-11	4	-1	每股净资产 (最新摊薄)	2.23	15.74	17.70	20.21
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	13	0	0	P/E	43.97	31.51	23.22	18.55
资本公积增加	0	618	0	0	P/B	16.77	3.18	2.83	2.47
其他	-4	9	8	11	EV/EBITDA	35	21	16	13
现金净增加额	26	596	58	52					





浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

郭磊

+86 21 6471 8888-2017

guolei@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621) 64718888

传真：(8621) 64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

