

公用事业

维尔利 (300190.SZ) / 48.88 元

受益于城市垃圾处理的迅速增长， 领跑垃圾渗滤液处理行业

事项

6月1日，我们调研了维尔利，并与董秘宗韬先生就公司的发展进行了座谈。

主要观点

1. 新标准指引垃圾渗滤液处理行业迅速发展。《生活垃圾填埋场污染控制标准 (GB16889-2008)》要求 2011 年 7 月 1 日起，现有全部生活垃圾填埋场应自行处理生活垃圾渗滤液并执行相关的水污染排放浓度限值。就目前形势来看，能达到此标准的垃圾填埋场不足 20%，无论是新厂修建渗滤液处理装置，还是老厂的改造，都为渗滤液处理行业的发展创造了足够的市场空间。我们预计在垃圾渗滤液处理方面，“十二五”投资将达到 180 亿左右。

2. 依托技术，领跑渗滤液处理行业。公司采用“MBR+纳滤”的处理技术，不仅能保证渗滤液出水满足新的排放标准，而且在大型的渗滤液处理工程上占有优势。目前市场占有率 10% 左右，在国内渗滤液处理企业里总规模排名第一，并且以大型项目见长，承接的 500 吨/日以上的项目达到 8 个。在大型项目上，公司具有丰富的设计经验和数据库，对于小型项目，公司采用集装箱式的模块化工艺。在渗滤液处理这个集中度相对较低的行业中，竞争优势明显，并将继续领跑这个行业。

3. 由工程到运营，盈利能力进一步增强。公司以大型项目起家，积累了大量的工程设计经验。从去年起公司逐渐承接委托运营项目，委托运营项目相对于工程毛利较高，目前公司的委托运营项目已达到 3700 吨/日，并将持续增加，公司的盈利能力得到进一步加强。

4. 有望深入到有机垃圾处理行业，产业链不断延伸。3 月 23 日，国务院常务会议研究部署进一步加强城市生活垃圾处理工作。预计到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上，50% 的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。公司准备以厨余垃圾为切入点，开展资源化利用项目，在这方面，我国尚处于空白状态，公司如果进入将具有先发优势，并进一步延伸产业链。

风险提示：企业订单的执行能力、项目分散度大以及固废行业的发展速度带来的影响。

盈利预测：预测公司 11、12、13 的 eps 分别为 1.45、2.04、2.56，对应的 PE 分别为 34、24 和 19 倍。首次给予“推荐”评级。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：李大军 谢天卉

Tel：010-59370817

Email：xietianhui@hczq.com

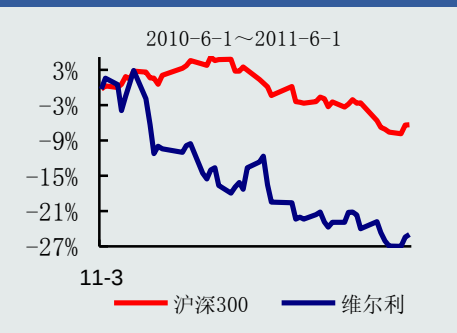
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	5300
流通 A 股/B 股(万股)	1070/0
资产负债率(%)	17.17
每股净资产(元)	16.09
市盈率(倍)	273.35
市净率(倍)	3.04
12 个月内最高/最低价	75.0/47.18

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	245	978	1079	1197
现金	76	881	964	1070
应收账款	68	47	51	56
其它应收款	10	8	10	9
预付账款	21	11	13	15
存货	70	31	41	47
其他	0	0	0	0
非流动资产	40	39	39	41
长期投资	1	0	0	0
固定资产	3	3	3	3
无形资产	15	15	16	18
其他	22	21	20	20
资产总计	285	1017	1119	1238
流动负债	156	98	131	163
短期借款	50	27	32	36
应付账款	75	37	46	53
其他	30	35	54	74
非流动负债	11	5	6	7
长期借款	0	0	0	0
其他	11	5	6	7
负债合计	167	103	138	170
少数股东权益	0	0	0	0
股本	40	53	53	53
资本公积金	29	755	755	755
留存收益	49	106	173	259
归属母公司股东权益	118	914	981	1068
负债和股东权益	285	1017	1119	1238

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	22	106	112	144
净利润	45	77	108	136
折旧摊销	2	2	2	2
财务费用	1	-4	-9	-10
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-26	34	11	16
其它	-1	-3	0	1
投资活动现金流	-23	-1	-2	-4
资本支出	23	0	0	0
长期投资	-1	-0	0	0
其他	-1	-1	-2	-3
筹资活动现金流	27	700	-27	-35
短期借款	32	-24	5	4
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	13	0	0
资本公积增加	0	726	0	0
其他	-4	-16	-32	-39
现金净增加额	26	805	83	106

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	210	362	543	740
营业成本	121	216	335	468
营业税金及附加	6	10	14	20
营业费用	9	14	22	30
管理费用	20	34	52	70
财务费用	1	-4	-9	-10
资产减值损失	-0	1	1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	53	92	129	162
营业外收入	1	0	0	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	54	92	129	162
所得税	9	15	21	26
净利润	45	77	108	136
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	45	77	108	136
EBITDA	57	89	121	154
EPS（元）	1.14	1.45	2.04	2.56

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	87.9%	72.5%	49.9%	36.4%
营业利润	69.0%	72.4%	40.3%	25.6%
归属母公司净利润	70.4%	70.0%	41.0%	25.3%
获利能力				
毛利率	42.4%	40.3%	38.2%	36.8%
净利率	21.5%	21.2%	19.9%	18.3%
ROE	38.1%	8.4%	11.0%	12.7%
ROIC	47.9%	120.9%	201.5%	360.5%
偿债能力				
资产负债率	58.4%	10.1%	12.3%	13.8%
净负债比率	30.03%	25.74%	22.97%	21.19%
流动比率	1.57	9.97	8.21	7.35
速动比率	1.12	9.65	7.90	7.06
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.56	0.51	0.63
应收账款周转率	4	6	11	14
应付账款周转率	2.42	3.84	8.10	9.52
每股指标(元)				
每股收益	0.85	1.45	2.04	2.56
每股经营现金	0.41	2.00	2.12	2.72
每股净资产	2.23	17.25	18.51	20.14
估值比率				
P/E	42.99	33.76	23.94	19.10
P/B	16.39	2.83	2.64	2.43
EV/EBITDA	45	29	21	17

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801