

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

上半年业绩略低于预期，下半年订单有望增加

事件描述

维尔利 (300190) 今日公告了 2011 年半年报，主要内容如下：

- 2011 年半年报, 公司实现营业收入 12,460.77 万元, 同比增长 36.3%; 营业总成本 9,904.74 万元, 同比增长 44.8%; 营业成本 7,073.4 万元, 同比增长 37.4%; 归属上市公司净利润 2,162.63 万元, 同比增长 8.8%, 每股收益 0.47 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 515.77 万元、1,756.47 万元和 44.15 万元, 分别同比增长 39.9%、79.9%和 80.9%;
- 2011 年二季度, 营业收入、营业成本和净利润分别为 6,221.99 万元、3,461.93 万元和 1214.91 万元, 同比增长 17.59%、26.28%和-11.45%; 单季每股收益 0.23 元。二季度三项费用分别为 240.36 万元、757.18 万元和-7.38 万元, 分别同比增长 17.85%、48.79%和-148.02%。

事件评论

第一，上半年费用增加拖累业绩，业绩略低于预期

2011 年上半年情况, 公司实现营业收入 12,460.77 万元, 同比增长 36.3%; 营业总成本 9,904.74 万元, 同比增长 44.8%; 营业成本 7,073.4 万元, 同比增长 37.4%; 归属上市公司净利润 2,162.63 万元, 同比增长 8.8%, 每股收益 0.47 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 515.77 万元、1,756.47 万元和 44.15 万元, 分别同比增长 39.9%、79.9%和 80.9%。主要原因是：

- 工程项目收入结算较上年同期大幅增长，导致本期营业收入和净利润较上年同期出现一定幅度增长；
- 利息支出较去年同期大幅增长，同时与募集资金相关的存款利息未到结息期；
- 销售费用较上年同期增长 39.88%，主要原因系随着公司业务规模扩大，驻外业务机构以及市场营销人员进一步扩张，导致相应销售及人员费用增加所致；
- 公司净利润的增长幅度低于收入的增长，主要原因系报告期内公司新建的办公楼、厂房落成并投入使用，相应的固定资产折旧增加；
- 公司报告期内相继在北京、重庆成立驻外业务机构，业务、工程、技术、研发人员规模也在报告期内进行了适当的扩张，导致公司相关的办公、差旅、研发、薪酬等相关费用较去年同期有较大幅度的增长。

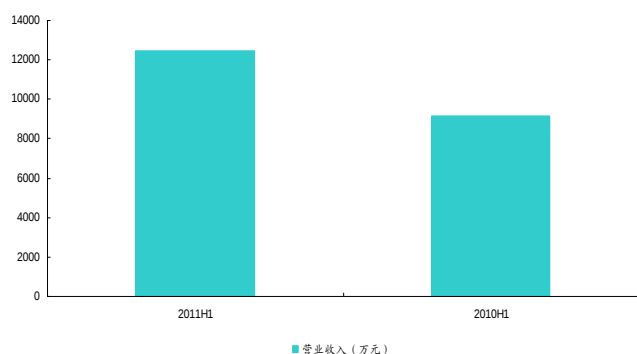
表 1: 2011 年上半年主要财务指标情况一览

	2011H1	2010H1	同比
--	--------	--------	----

营业收入（万元）	12,460.77	9,141.83	36.3%
营业总成本（万元）	9,904.74	6,839.79	44.8%
营业成本（万元）	7,073.40	5,149.43	37.4%
营业税金及附加(万元)	289.25	253.59	14.1%
销售费用(万元)	515.77	368.71	39.9%
管理费用(万元)	1,756.47	976.37	79.9%
财务费用(万元)	44.15	24.41	80.9%
营业利润（万元）	2,537.98	2,301.96	10.3%
利润总额（万元）	2,534.24	2,391.16	6.0%
归属上市公司净利润（万元）	2,162.63	1,987.95	8.8%
每股收益（元/股）	0.47	0.5	-6.0%

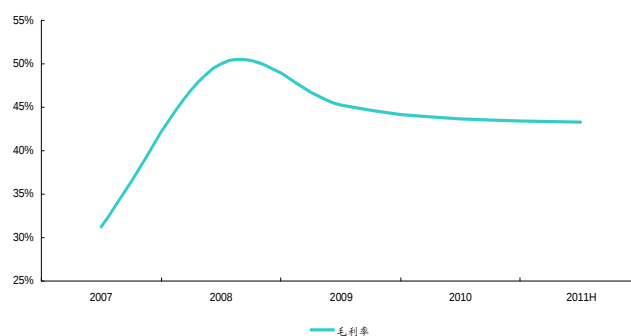
资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：去年 EPS 是根据未摊薄股票计算的

图 1：公司上半年营业收入情况



资料来源：长江证券研究所

图 2：2011H1 毛利率水平较去年全年保持平稳



资料来源：长江证券研究所

第二、二季度单季成立驻外机构导致费用增多

2011 年二季度，营业收入、营业成本和净利润分别为 6,221.99 万元、3,461.93 万元和 1214.91 万元，同比增长 17.59%、26.28%和-11.45%；单季每股收益 0.23 元。二季度三项费用分别为 240.36 万元、757.18 万元和-7.38 万元，分别同比增长 17.85%、48.79%和-148.02%。由于期间费用增长过快，使得公司二季度在北京、重庆成立驻外业务机构，使得管理费用增长迅速。

表 2：2011 年二季度主要财务指标同比情况一览

	2011H1	2010H1	同比
营业收入（万元）	6,221.99	5,291.14	17.59%
营业总成本（万元）	4,783.88	3,714.55	28.79%
营业成本（万元）	3,461.93	2,741.39	26.28%
营业税金及附加(万元)	117.69	177.66	-33.76%
销售费用(万元)	240.36	203.95	17.85%

管理费用(万元)	757.18	508.9	48.79%
财务费用(万元)	-7.38	15.37	-148.02%
营业利润(万元)	1428.74	1576.51	-9.37%
利润总额(万元)	1425.51	1666.17	-14.44%
归属于母公司所有者的净利润(万元)	1214.91	1371.95	-11.45%
每股收益(元/股)	0.23	0.32	-28.13%

资料来源: wind, 长江证券研究所

第三、公司上半年项目签订情况略低于预期, 下半年订单签订预期增强

公司在上半年总共签订的金额稍大的订单有两个: 苏州项目和常州项目, 总合同金额大约接近 1 亿元, 要实现公司高速增长, 高增长的可能性, 下半年公司将会加强合同的谈判力度, 因此有意向的合同转化为实实在在的合同的可能性会加大, 我们认为下半年的订单签订进度预期要远快于上半年, 由于公司一般项目的建设周期相对较短, 订单若能尽快签订, 那么确认收入的情况就会很乐观。

第四、盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年摊薄以后 EPS 为 1.24、1.76 和 2.55 元/股, 考虑到公司目前是垃圾渗滤液的龙头企业, 在大型项目上占据 50%以上的市场份额, 同时整个固废处理行业在“十二五”期间都会出现高于环保增速的增长水平, 垃圾渗滤液处理企业目前在 A 股上市的公司仅维尔利一家, 属于稀缺品种, 我们看好行业和公司未来的发展前景, 因此给予公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	210	317	493	757	货币资金	76	32	49	76
营业成本	121	187	299	466	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	89	130	195	291	应收账款	78	118	183	282
% 营业收入	42.4%	41.1%	39.5%	38.4%	存货	70	108	172	269
营业税金及附加	6	9	14	22	预付账款	21	32	52	81
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	9	13	21	32	流动资产合计	245	290	457	707
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	20	30	46	71	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	1	2	4	7	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.5%	0.9%	0.9%	固定资产合计	24	121	207	284
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	15	14	14	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	53	77	110	160	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	25.4%	24.1%	22.2%	21.1%	资产总计	285	425	678	1004
营业外收支	1	2	2	2	短期贷款	50	78	156	223
利润总额	54	79	112	162	应付款项	84	131	209	327
% 营业收入	25.7%	24.8%	22.6%	21.3%	预收账款	12	19	29	45
所得税费用	9	13	18	26	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	45	66	93	135	应交税费	7	11	16	23
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	2	3	4
的净利润	45.1	65.8	93.5	135.4	流动负债合计	156	240	414	624
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.85	1.24	1.76	2.55	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	11	11	11	11
经营活动现金流净额	22	43	63	94	负债合计	167	251	425	635
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	118	174	254	369
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	118	174	254	369
固定资产投资	-23	-103	-105	-108	负债及股东权益	285	425	678	1004
其他	-1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-23	-103	-105	-108		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.852	1.242	1.763	2.555
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.98	4.39	4.79	6.96
银行贷款增加 (减少)	32	28	78	68	PE	60.40	41.44	29.18	20.14
筹资成本	11	-12	-18	-27	PEG	1.37	0.94	0.66	0.46
其他	-16	0	0	0	PB	17.25	11.72	10.75	7.39
筹资活动现金流净额	27	16	60	40	EV/EBITDA	47.77	32.57	21.34	14.46
现金净流量	26	-44	18	26	ROE	38.1%	37.7%	36.8%	36.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。