

中性 下调

维尔利 (300190)

2011 年 7 月 18 日

短期业绩可能受招投标进度影响较大

7 月 15 日收盘价 54.00 元。

公用事业行业高级分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

公用事业行业助理分析师：白瑜
SAC 执业证书编号：S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

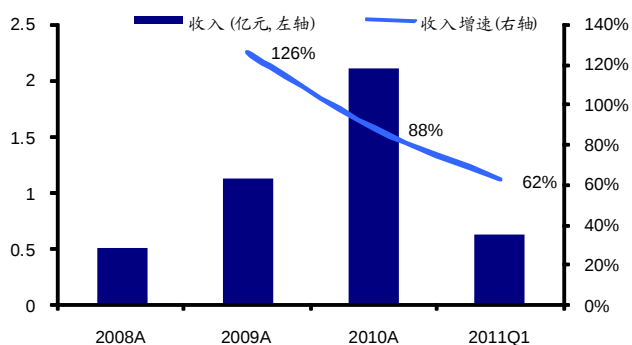
联系人：汤砚卿
tyq6066@htsec.com
021-23219768

维尔利作为国内最早从德国引入垃圾渗滤液 MBR 处理工艺技术的企业，在行业内具有一定的技术先发优势。“十二五”期间固废领域将成为环保投资重点，新排放标准出台、及监管力度加大将促使垃圾渗滤液市场的持续增长。公司将继续致力于大型垃圾渗滤液处理项目的建设，同时积极介入垃圾渗滤液项目运营、及餐厨垃圾处理等新领域。短期由于上半年国内货币紧缩、及保障房、水利等造成地方政府市政投资进度减缓，公司的业绩存在较大波动。下调公司 2011-2012 年业绩预测至 1.25 元、1.6 元，当前动态估值 43 倍、34 倍。给予公司中性评级。短期目标价 50 元。

1. 公司基本情况

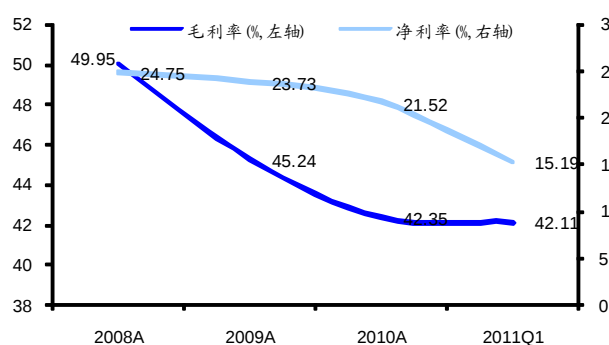
专业从事垃圾渗滤液处理。2010 年实现营业收入 2.1 亿元，同比增加 88%；毛利率 42.35%，同比下降 2.89 个百分点；净利润率 21.52%，同比下降 2.21 个百分点。2011 年 1 季度实现营业收入 0.62 亿元，同比增加 62%；毛利率 37.46%，同比增长 4.65 个百分点；净利润率 16.00%，同比下降 0.81 个百分点。分业务收入和盈利情况见表 1。

图 1 公司营业总收入与收入增速 (2008-2011)



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

图 2 公司近年毛利率与净利率 (2008-2011)



资料来源：wind、海通证券研究所

表 1 公司分业务收入与盈利情况 (2008-2010)

	营业收入 (亿元)			YOY		毛利率 (%)			YOY (%)	
	2008	2009	2010	2009	2010	2008	2009	2010	2009	2010
环保工程	0.32	0.89	1.99	177%	123%	62.86	44.68	42.25	-18.18	-2.43
环保设备	0.17	0.21	0.09	25%	-58%	24.58	47.10	41.36	22.52	-5.74
运营服务		0.01	0.02		169%		61.12	54.70	61.12	-6.42
技术服务		0.01					43.54		43.54	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 行业概况及动态

垃圾渗滤液市场，属于典型的政府投资拉动的新兴市场。作为生活垃圾处理的副产物，最初我国对垃圾渗滤液的重视度不够，采用填埋方式处理生活垃圾虽然处理成本低，但是对土壤、以及地下水的污染极其严重。

1997 年，旧版填埋场垃圾渗滤液排放标准出台。该标准要求对包括悬浮物、化学需氧量、生化需氧量和粪大肠菌值进行监测。但是，该标准并没有严格规定填埋场需要就地建设垃圾渗滤液处理装置，只需要简单处理后排入城市污水处理管网即可。

随着垃圾产生量、及伴生垃圾渗滤液的产生量激增，原有简单处理已经不能满足对环境保护的需要。2008 年出台的新排放标准就从原先的 4 项监测指标增加到 14 项，并要求在 2011 年 7 月后一定要就地建设垃圾渗滤液处理装置。由此，极大的推动了 2008 年以来国内大型垃圾渗滤液处置项目的建设（从维尔利等龙头企业的收入增速上可见一斑）。

表 2 填埋场垃圾渗滤液 1997、2008 标准比较

	原排放标准（GB16889-1997）	新排放标准（GB16889-2008）
垃圾渗滤液排放控制项目	悬浮物（SS）、化学需氧量（COD）、生化需氧量（BOD）和粪大肠菌值	色度、悬浮物、化学需氧量、生化需氧量、总氮、氨氮、总磷、粪大肠菌值、总汞、总镉、总铬、六价铬、总砷、总铅 14 项。明确增加总氮、氨氮、总磷和 6 个重金属指标。
排放处理	排入设置城市二级污水处理厂，排放标准执行三级排放标准值	2011 年 7 月，现有垃圾生活填埋场无法满足新规定的水污染排放浓度限值要求的，其重金属满足新标准，可将生活垃圾渗滤液送往城市二级污水处理厂进行处理，但日处理垃圾渗滤液的总量不能超过污水处理厂处理量的 0.5%。

资料来源：环境部，海通证券研究所

另一方面，随着我国可填埋土地的减少，垃圾焚烧将在“十二五”得到推广普及。虽然垃圾焚烧方式所产生垃圾渗滤液比例低于填埋场，但是其污染物浓度比渗滤液更高。目前垃圾焚烧场的渗滤液处理标准仍然与污水处理厂的类似，鉴于“十二五”期间我国环保标准的提高，垃圾焚烧场配套渗滤液处理新标准出台也势在必行。

总体来看，目前我国垃圾渗滤液处理市场规模仍很小，日益严格的环保监督要求将扩大市场需求。从垃圾渗滤液的产生源头来看，目前占比较大的主要是填埋场。虽然有 2008 年新出台的排放标准，但是实际执行中由于地方政府监管不严，大部分填埋场（尤其是小型填埋场）的垃圾渗滤液处理装置运行效果不佳。未来进入“十二五”之后监管力度是否会加大，将决定垃圾填埋场提标改造需求的释放速度。此外，垃圾焚烧场的推广、及配套垃圾渗滤液新排放标准的出台，将决定这部分市场的启动时点及增速。

最新环保规划：到 2015 年垃圾无害化处理量达到 80%以上，餐厨垃圾等最新加入环保目标。2011 年 4 月 26 日，国务院批转《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》，指出到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%以上，每个省（区）建成一个以上生活垃圾分类示范城市。50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。城市生活垃圾资源化利用比例达到 30%，直辖市、省会城市和计划单列市达到 50%。建立完善的城市生活垃圾处理监管体制机制。到 2030 年，全国城市生活垃圾基本实现无害化处理，全面实行生活垃圾分类收集、处置，城乡生活垃圾处理接近发达国家平均水平。

3. 公司最新公告、战略意图

从行业竞争来看，维尔利所处的垃圾渗滤液下游客户主要是地方政府。由于其所采用的 MBR 技术属于垃圾渗滤液深度处理技术，具有一定的技术壁垒，但投资成本、和运营费用都相对比较高，一般应用于经济发达地区的大型市政项目。因此，毛利率水平较其他小型市政污水处理项目、及面向企业的污水处理公司要高（表 3）。

随着“十二五”期间，我国对固废处理的关注度提高，垃圾渗滤液作为其衍生污染物，相应的市政投资力度也将加大。而处理技术的成熟、及进入企业的增加，也将加剧行业内的竞争，这点从过去三年维尔利的工程业务毛利率的持续下滑可以看出。考虑到短期内大型垃圾填埋场的提标改造市场仍是主要竞争市场，预计公司未来毛利率下滑的趋势仍将延续，需要关注。

表 3 不同类型污水处理工程公司的盈利水平比较

业务类型	公司名称	2009 年毛利率	2010 年毛利率	行业特征
煤化工水务	万邦达	17.26%	25.06%	下游为企业, 下游集中度高
电力水务	中电环保	27.56%	31.14%	下游为企业, 下游集中度相对较低
小型市政水务-污水处理厂	首创股份	28.76%	30.19%	下游为地方政府, 专业技术壁垒不高
小型市政水务-垃圾渗滤液	维尔利	44.68%	42.26%	下游为地方政府, 专业技术壁垒相对较高
大型市政水务-污水处理厂	碧水源	41.63%	50.48%	下游为省直属政府, 专业技术壁垒相对较高

资料来源: 上市公司年报, 海通证券研究所

从近期的公司公告来看, 最值得关注的就是签署了常州 BOT 项目。该项目包括建设日处理能力 550 吨的垃圾渗滤液处理装置 (基准水量 350 吨), 运行周期为 20 年 (含建设期), 渗滤液的处理费用为 94.9 元/吨, 每 3 年调整一次。预计投运后每年将为公司贡献收入 1200-1600 万元, 而 2010 年公司的运行收入仅 223 万元。

该项目的签署对公司的业绩影响是其次, 更重要的是标志公司在特许经营业务领域的开拓。特许经营项目稳定的业绩、及现金流将有利于弥补因为工程项目进度不确定所带来的业绩波动。

而从公司自身的定位来看, 仍然还是针对垃圾渗滤液的大型项目建设市场, 主要还是因为大型项目招投标过程中政府对技术要求相对较高, 而对价格不敏感, 企业盈利空间相对较大。此外, 公司也在积极准备餐厨垃圾的处理技术, 还需要有一个推广验证的过程, 这部分市场需求还处于培育期。

表 4 公司近期公告

公告时间	公告内容	备注
2011/7/1	公司全资子公司签订“常州市生活废弃物处理中心渗滤液处理提标扩能 BOT 项目”相关协议	为公司承接的首个垃圾渗滤液处理 BOT 项目合同
2011/6/16	审议通过《关于设立常州维尔利环境服务有限公司并由其负责经营常州市生活废弃物处理中心渗滤液处理提标扩能 BOT 项目的议案》和《关于部分超募资金使用计划的议案》	公司出资设立常州维尔利环境服务有限公司, 公司注册资本 5033 万元, 公司持有 100% 的股权, 并由其负责常州市生活废弃物处理中心渗滤液处理提标扩能 BOT 项目的投资、建设、运营。本次出资全部来自超募资金。
2011/6/16	公司成功中标“常州市生活废弃物处理中心渗滤液处理提标扩能 BOT 项目”	特许经营期限为 20 年 (含建设期), 由常州市政府按特许经营权协议约定采购项目公司的渗滤液处理服务, 服务单价 94.90 元/吨
2011/5/12	使用部分超募资金偿还银行贷款及永久性补充流动资金	公司未披露过超募资金使用计划, 剩余可使用超募资金合计 55895.55 万元, 本次使用 3000 万元用于偿还银行贷款, 8000 万元用于永久性补充流动资金
2011/5/20	公布 2010 年分红派息	以公司现有总股本 5300 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 5.00 元
2011/4/9	用募集资金置换先期投入	公司上市前自筹 2913 万元投入募投项目, 现从上市募集资金中取出等额部分置换

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

4. 公司业绩预测及估值

由于 2011 年上半年国内信贷持续紧缩, 各级政府投资中又需要有一部分资金用于保障房、以及水利等重点建设项目。因此, 固废处理市政项目招投标的进度要低于此前的市场预期。而对于维尔利这样的工程为主的公司来说, 其收入按照工程进度确认, 所以业绩受到影响较大。

考虑到今年下半年市政投资存在一定的不确定性, 根据公司目前在手订单情况, 我们将 2011-2012 年业绩预测从 1.61 元、2.03 元下调至 1.25 元、1.6 元, 当前动态估值 43 倍、34 倍。虽然公司短期估值偏高, 但是固废处理作为“十二五”期间的污染治理重点, 我们也相对看好垃圾渗滤液处理市场的长期需求增长, 给予公司中性评级。短期目标价 50 元。

5. 风险提示

- (1) 宏观经济波动，地方政府市政投资可能使垃圾渗滤液投资进度低于预期
- (2) 垃圾渗滤液行业竞争加剧，可能使公司毛利率下滑速度超出预期

相关报告：

- (1) 维尔利 (300190)：领跑国内垃圾渗滤液处理行业（建议申购） 2011年3月7日

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、白瑜

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、大禹节水、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利、碧水源。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。