

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

再获大连项目，行业景气提升助公司频繁获项目

事件描述

维尔利 (300190) 发布中标公告，主要内容如下：

➢ 公司成功中标“大连市城市中心区生活垃圾焚烧处理项目”；

➢ 项目规模 400 吨/天，中标金额 2354.608 万元。

我们预计公司 2011-2013 年摊薄以后 EPS 为 1.17、2.11 和 3.29 元/股，给予公司“推荐”评级。

事件评论

第一，成为大连示范项目，贡献每股收益 0.11 元

公司中标为大连市城市中心区生活垃圾焚烧处理项目设备采购（400 吨/天渗滤液处理系统），负责设计、制造、供货、指导安装、调试、试运行及相关服务并负责整体工艺的性能保证。

事实上，在 2010 年公布的大连城市中心区生活垃圾焚烧处理项目环境影响报告书中，就已经确定了公司为其渗滤液处理站的提供方。项目采用除渣预处理+UBF 厌氧+外置式膜生化反应器+纳滤的组合工艺，出水水质应达到《辽宁省污水综合排放标准》（DB21/1627-2008）中排入城镇污水处理厂的水污染物最高允许排放浓度的规定并同时满足泉水污水处理厂的进水指标。

该项目是辽宁首个垃圾焚烧发电项目，具有示范作用。根据辽宁省 2010 年 4 月 9 日公布的《关于加快城市生活垃圾处理设施建设的意见》的工作目标，2010-2011 年将分别兴建 30 座与 10 座垃圾无害化处理场，新建项目一律达到国家生活垃圾无害化处理评价二级以上标准，在建项目没有垃圾渗滤液处理设施的要通过修改设计尽快完善。因此，我们认为公司能通过本项目的示范效应，未来在辽宁获得更多渗滤液项目。

同时天津泰达环保有限公司在我国垃圾处理行业中具有明显的先发优势，公司目前拥有包括泰新垃圾发电有限公司（天津双港垃圾焚烧发电厂）、泰环再生资源利用有限公司（天津贯庄垃圾焚烧发电项目）、大连泰达环保有限公司（大连垃圾焚烧发电项目）等多个垃圾焚烧项目，公司可以以该项目的契机与天津泰达环保建立良好的战略合作关系，为其获得更多泰达的垃圾渗滤液项目提供机会。

表 1：大连生活垃圾焚烧处理项目基本情况

项目	技术指标
垃圾收集与运输	1500 t/d

焚烧炉	规模及台数	3 * 500 t/d
	总规模	1500 t/d
发电机组	规模及台数	2 * 15 MW
	总规模	30 MW
灰渣清运及贮存		炉渣 212 t/d, 飞灰 37.584 t/d

资料来源：长江证券研究部

第二，渗滤液行业地位突出，餐厨垃圾处理是新目标

公司目前在垃圾渗滤液行业领先地位突出，总规模第一、大中型项目占有率超 50%、首个新标准下 1000 吨/天以上项目。我们在先前的报告中预估渗滤液设备市场容量约 300 亿，而公司作为龙头去年收入仅 2.1 亿，一方面说明我国垃圾处理场的渗滤液设备普及率很低，另一方面说明在具有示范效应以及政绩考核的背景下，有可能呈现一家或几家独大的竞争格局。公司作为领先者，将最受益于行业发展。

表 2：我国具代表性的处理规模在 500 吨/日以上渗滤液处理项目概览

序号	项目名称	处理规模 (吨/日)	承接方	序号	项目名称	处理规模 (吨/日)	承接方
1	广州兴丰项目	1,398	维尔利	7	佛山高明项目	860	维尔利
2	苏州七子山项目	1,200	郑州蓝德	8	广州李坑项目	800	天地人、维尔利
3	长沙固废项目	1,000	维尔利	9	无锡桃花山项目	800	维尔利
4	成都固废项目	1,000	维尔利	10	厦门东部项目	800	维尔利
5	老港项目上海	950	维尔利	11	广西南宁项目	800	武汉天源
6	青岛小涧西项目	900	天地人	12	重庆长生桥项目	500	天地人

资料来源：公司公告，长江证券研究部

同时，公司已在餐厨垃圾处理这一更大的市场布局。国家对于垃圾分类的政策支持，以及餐厨垃圾处理本身所具有的经济效益，使其较其他细分市场表现出更多的市场化特性。公司前期引进了餐厨垃圾处理项目的管理人才，并且有了一定的技术储备。目前公司已经开始洽谈政策支持地区的一些餐厨垃圾处理项目，预计未来 2 年可能将正式进入餐厨垃圾处理市场。

第三，盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年摊薄以后 EPS 为 1.17、2.11 和 3.29 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	299	565	909	货币资金	76	30	56	91
营业成本	121	176	336	547	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	89	123	229	363	应收账款	78	111	210	338
% 营业收入	42.4%	41.1%	40.5%	39.9%	存货	70	101	194	315
营业税金及附加	6	9	16	26	预付账款	21	30	58	94
% 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	12	24	38	流动资产合计	245	273	518	839
% 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	28	53	85	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	5	8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.5%	0.8%	0.8%	固定资产合计	24	120	208	285
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	72	131	206	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	25.4%	24.1%	23.3%	22.7%	资产总计	285	408	740	1138
营业外收支	1	2	2	2	短期贷款	50	73	172	240
利润总额	54	74	133	208	应付款项	84	123	235	383
% 营业收入	25.7%	24.8%	23.6%	22.9%	预收账款	12	18	33	54
所得税费用	9	12	22	34	应付职工薪酬	1	1	2	2
净利润	45	62	112	174	应交税费	7	10	18	29
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	2	3	5
的净利润	45.1	62.1	111.8	174.3	流动负债合计	156	226	463	713
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.85	1.17	2.11	3.29	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	45	55	109	负债合计	167	237	474	723
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	118	171	266	414
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	171	266	414
固定资产投资	-23	-103	-106	-109	负债及股东权益	285	408	740	1138
其他	-1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-23	-103	-106	-109		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.852	1.172	2.109	3.289
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.98	4.31	5.02	7.82
银行贷款增加（减少）	32	23	99	68	PE	67.40	49.00	27.22	17.46
筹资成本	11	-11	-21	-34	PEG	1.18	0.86	0.48	0.31
其他	-16	0	0	0	PB	19.25	13.32	11.43	7.34
筹资活动现金流净额	27	12	78	34	EV/EBITDA	53.35	38.28	20.39	12.98
现金净流量	26	-46	27	34	ROE	38.1%	36.3%	42.0%	42.1%

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。