

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

捷报频传，08 标准大限将至促发项目高峰期来临

事件描述

维尔利 (300190) 近两日公布中标公告，主要内容如下：

- 中标项目 1: 福州红庙岭垃圾综合处理场渗沥液处理厂改扩建工程配套设施采购项目，中标金额为人民币 7,539.189 万元。
- 中标项目 2: 厦门市西部垃圾焚烧发电厂渗滤液处理及排放一期工程，中标金额为 3279.87 万元。

我们预计公司 2011-2013 年摊薄以后 EPS 为 1.25、2.21 和 3.44 元/股，给予公司“推荐”评级。

事件评论

第一， 中标多地项目确保公司今年业绩无忧，行业景气度受宏观经济面影响较小

公司分别在 9 月 16、17 号两天连续发布预中标公告，分别预中标福州和厦门项目，合同金额达到 10819.06 万元，根据公司历年获得订单的情况时间点看来，签订订单的高峰期是 6-9 月份，我们统计公司在高峰期获得情况，金额高达 2.3 亿，公司上半年的签订情况略低于预期，由于国家对垃圾渗滤液 08 标准的大限之际将至，下半年的订单情况受宏观经济面的影响相对较小，我们认为公司下半年订单的情况可能超预期，确保公司业绩无忧。

表 1: 公司下半年所获得的项目及其情况一览

项目	时间	特许经营期 (年)	处理规模	总投资 (万元)	合作方
常州市生活废弃物处理中心渗滤液处理提标扩能 BOT 项目	2011.6.14	20	550 吨/日	5033	常州市城市管理局、常州市环境卫生管理处
订单	时间	合同金额 (万元)	处理规模	合作方	
老港综合填埋场垃圾渗沥液处理工程设计采购及安装第一标 MBR 系统	2011.8.11	4100	—	上海环境卫生工程设计院	
老港综合填埋场垃圾渗沥液处理工程设备采购及安装第二标厌氧系统	2011.8.11	1500	—	上海环境卫生工程设计院	
大连市城市中心区生活垃圾焚烧处理项目	2011.8.17	2354.61	400 吨/日	大连泰达环保有限公司	

福州红庙岭垃圾综合处理

场渗沥液处理厂改扩建工程 2011.9.14 7539.19 1500m³/d 福州市水务投资发展有限公司

厦门市西部（海沧）垃圾

焚烧发电厂垃圾渗滤液处理及排放项目一期工程 2011.9.16 3279.87 总处理规模为 500m³/d，一期工程为 250m³/d 厦门市环境能源投资发展有限公司

第二，餐厨垃圾处理——公司下一目标

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。近两年由于 08 标准的大限，各地政府对垃圾渗滤液的处理也提上日程，因此公司垃圾渗滤液订单充沛，可以保证近两年的业绩无忧。

前段时间中央财政预拨 3.16 亿元补助资金，支持北京市朝阳区等 33 个城市（区）餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点，食品安全成为目前关注的重点，餐余垃圾其中地沟油如果不及时处理将直接影响到居民的生活，我们认为在国家对于餐余垃圾已经开始有一定的规划，由于目前行业中地标性项目几乎没有，做得好的企业不多，技术强的企业将会就有先发优势。公司未来的发展目标是餐厨垃圾处理。已在餐厨垃圾处理这一更大的市场布局，国家对于垃圾分类给予政策支持，对于地沟油也采取了严厉的管制条件，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。由于餐厨垃圾的处理工艺非常复杂，投资较大，大约每吨产能的设备投入达到垃圾焚烧项目的投入量，因此未来市场空间大。

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 1 年内极有可能将正式进入餐厨垃圾处理市场。未来公司业绩的保障主要来自于餐厨垃圾处理。

第三，盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年摊薄以后 EPS 为 1.25、2.21 和 3.44 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	318	594	954	货币资金	76	32	59	95
营业成本	121	188	354	574	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	89	131	240	380	应收账款	78	118	221	355
% 营业收入	42.4%	41.1%	40.4%	39.8%	存货	70	108	204	331
营业税金及附加	6	9	17	27	预付账款	21	32	61	99
% 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	25	40	流动资产合计	245	291	546	881
% 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	56	90	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	121	208	286
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	138	216	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	25.4%	24.2%	23.2%	22.6%	资产总计	285	426	768	1180
营业外收支	1	2	2	2	短期贷款	50	78	176	244
利润总额	54	79	140	218	应付款项	84	131	248	402
% 营业收入	25.7%	24.8%	23.6%	22.8%	预收账款	12	19	35	56
所得税费用	9	13	23	35	应付职工薪酬	1	1	2	3
净利润	45	66	117	182	应交税费	7	11	19	30
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	66.1	117.3	182.3	流动负债合计	156	241	483	740
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.85	1.25	2.21	3.44	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	57	113	负债合计	167	252	494	751
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	118	175	274	429
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	175	274	429
固定资产投资	-23	-103	-106	-110	负债及股东权益	285	426	768	1180
其他	-1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-23	-103	-106	-110		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.852	1.247	2.213	3.440
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.98	4.40	5.18	8.10
银行贷款增加 (减少)	32	28	98	68	PE	67.40	46.02	25.94	16.69
筹资成本	11	-12	-22	-35	PEG	1.14	0.78	0.44	0.28
其他	-16	0	0	0	PB	19.25	13.05	11.09	7.09
筹资活动现金流净额	27	16	76	33	EV/EBITDA	53.35	36.12	19.55	12.49
现金净流量	26	-44	28	36	ROE	38.1%	37.9%	42.8%	42.5%

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。