

环保 II

**维尔利 (300190.SZ) / 45.81 元**

## 非结算时点，三季度报略低于预期

### 事项

维尔利22日发布三季报，2011年7-9月实现营业收入4274万元，同比降低23.17%，归属母公司净利润1077万元，同比增加6.3%；年初至报告期末公司实现营业收入1.67亿元，同比增长13.80%，归属于母公司的净利润3239万元，较去年同期增长7.95%，eps为0.61元。

### 主要观点

#### 1. 非结算时点，三季度报营收较少，略低于预期。

三季度维尔利的营业收入为 4274 万元，同比降低 23.17%，主要原因是报告期结算项目较少。同时年初至报告期净利增长低于收入增长主要是由于公司扩张导致相关费用增加所致。

#### 2. 拓展多种经营模式，继续保持渗滤液领域的竞争力。

公司储备的项目较为丰富，于是针对不同的客户需求，提供多种解决方案。既有委托运营、BOT 模式等模式，也有针对小项目采取的集装箱设备。多种经营模式以适应市场的不同需求，委托运营为公司带来稳定的收益，而 BOT 等模式可以使公司发挥资金优势，保持渗滤液领域的竞争力。

#### 3. 探索餐厨垃圾处理项目，延伸产业链。

今年8月2日，发改委公布了确定的首批33个餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点城市（区）并给予专项资金支持。《“十二五”节能减排综合性工作方案》中又提出建立100个城市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理示范工程。目前各地积极制定餐厨垃圾管理办法，推动了各地餐厨垃圾处理业务的需求的释放，为公司进入该领域提供了契机。公司希望由此延伸产业链。

### 盈利预测

预测公司 11、12、13 的 eps 分别为 1.18、1.37、1.46（暂未计算餐厨垃圾收益），对应的 PE 分别为 39、33 和 31 倍，维持“推荐”评级。

### 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低于预期、政府回款时间延长等带来的风险。

**证券分析师：李大军**
**执业编号：S0360511070002**
**联系人：谢天卉**
**Tel：010-66500817**
**Email：xietianhui@hczq.com**

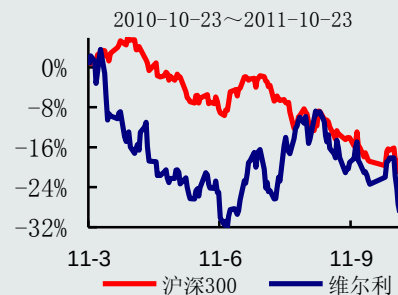
### 投资评级

|       |    |
|-------|----|
| 投资评级： | 推荐 |
| 评级变动： | 维持 |

### 公司基本数据

|                |            |
|----------------|------------|
| 总股本(万股)        | 5300       |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 1330/0     |
| 资产负债率(%)       | 14.09      |
| 每股净资产(元)       | 16.02      |
| 市盈率(倍)         | 74.95      |
| 市净率(倍)         | 2.86       |
| 12 个月内最高/最低价   | 75.0/43.11 |

### 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

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| 《渗滤液处理项目订单不断，期待餐厨垃圾有所突破》     | 2011-10-10 |
| 《中标福州渗滤液设备合同》                | 2011-09-16 |
| 《BOT 项目带来持续稳定收益》             | 2011-06-16 |
| 《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》 | 2011-06-01 |

**图表 1 维尔利报告期公告的中标项目一览**

| 公告日       | 项目名称                                    | 处理量<br>(吨/日) | 项目金额        | 备注                                                                                                   |
|-----------|-----------------------------------------|--------------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011.8.16 | “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      |              | 4100 万元     | 2011.10.31 设备到场<br>2011.12.30 完成设备安装<br>2012.3.30 完成调试、投入试运行<br>2012.8.30 完成试运行<br>2012.11.30 完成项目移交 |
| 2011.8.16 | 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          |              | 1500 万元     | 2011.10.31 设备到场<br>2011.12.30 完成设备安装<br>2012.3.30 完成调试、投入试运行<br>2012.8.30 完成试运行<br>2012.11.30 完成项目移交 |
| 2011.8.19 | 大连市城市中心区生活垃圾焚烧处理项目设备采购                  | 400          | 2354.608 万元 |                                                                                                      |
| 2011.9.17 | 厦门市西部垃圾焚烧发电厂渗滤液处理及排放一期工程                |              | 3279.87 万元  | 尚未收到正式标书                                                                                             |
| 2011.9.29 | 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备采购项目         |              | 7539.189 万元 |                                                                                                      |
| 2011.10.1 | 深圳市宝安区老虎坑垃圾焚烧厂二期工程配套渗滤液处理项目（生化处理部分）设备采购 |              | 4236.089 万元 | 尚未收到正式标书                                                                                             |

资料来源：华创证券研究所

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 245  | 964   | 1035  | 1107  |
| 现金             | 76   | 867   | 919   | 980   |
| 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     |
| <b>非流动资产</b>   | 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    |
| <b>资产总计</b>    | 285  | 1003  | 1074  | 1148  |
| <b>流动负债</b>    | 156  | 98    | 129   | 157   |
| 短期借款           | 50   | 27    | 32    | 36    |
| 应付账款           | 75   | 37    | 46    | 53    |
| 其他             | 30   | 34    | 51    | 68    |
| <b>非流动负债</b>   | 11   | 5     | 6     | 7     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 11   | 5     | 6     | 7     |
| <b>负债合计</b>    | 167  | 102   | 135   | 165   |
| 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   | 92    | 131   | 175   |
| 归属母公司股东权益      | 118  | 900   | 939   | 983   |
| <b>负债和股东权益</b> | 285  | 1003  | 1074  | 1148  |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 22   | 98    | 88    | 102   |
| 净利润            | 45   | 63    | 72    | 78    |
| 折旧摊销           | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 财务费用           | 1    | 2     | 4     | 9     |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -26  | 34    | 9     | 13    |
| 其它             | -1   | -3    | 0     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b> | -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    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 27   | 694   | -33   | -37   |
| 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   | -22   | -38   | -42   |
| <b>现金净增加额</b>  | 26   | 791   | 52    | 61    |

### 利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 210  | 338   | 482   | 625   |
| 营业成本            | 121  | 202   | 306   | 412   |
| 营业税金及附加         | 6    | 10    | 14    | 19    |
| 营业费用            | 9    | 15    | 22    | 29    |
| 管理费用            | 20   | 33    | 48    | 64    |
| 财务费用            | 1    | 2     | 4     | 9     |
| 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    |
| <b>营业利润</b>     | 53   | 75    | 86    | 92    |
| 营业外收入           | 1    | 0     | 0     | 1     |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 54   | 75    | 86    | 93    |
| 所得税             | 9    | 12    | 14    | 15    |
| <b>净利润</b>      | 45   | 63    | 72    | 78    |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 45   | 63    | 72    | 78    |
| <b>EBITDA</b>   | 57   | 79    | 92    | 103   |
| <b>EPS（元）</b>   | 1.14 | 1.18  | 1.37  | 1.46  |

### 主要财务比率

|                | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 87.9%  | 61.3%  | 42.4%  | 29.8%  |
| 营业利润           | 69.0%  | 40.6%  | 15.1%  | 7.2%   |
| 归属母公司净利润       | 70.4%  | 38.7%  | 15.8%  | 7.0%   |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 42.4%  | 40.1%  | 36.5%  | 34.1%  |
| 净利率            | 21.5%  | 18.5%  | 15.0%  | 12.4%  |
| ROE            | 38.1%  | 7.0%   | 7.7%   | 7.9%   |
| ROIC           | 47.9%  | 105.1% | 144.8% | 207.0% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 58.4%  | 10.2%  | 12.6%  | 14.3%  |
| 净负债比率          | 30.03% | 25.87% | 23.43% | 21.91% |
| 流动比率           | 1.57   | 9.87   | 8.03   | 7.04   |
| 速动比率           | 1.12   | 9.55   | 7.72   | 6.74   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.97   | 0.53   | 0.46   | 0.56   |
| 应收帐款周转率        | 4      | 6      | 10     | 12     |
| 应付帐款周转率        | 2.42   | 3.60   | 7.39   | 8.37   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.85   | 1.18   | 1.37   | 1.46   |
| 每股经营现金         | 0.41   | 1.84   | 1.66   | 1.92   |
| 每股净资产          | 2.23   | 16.99  | 17.71  | 18.56  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 40.29  | 38.77  | 33.49  | 31.29  |
| P/B            | 15.36  | 2.70   | 2.59   | 2.47   |
| EV/EBITDA      | 42     | 31     | 26     | 23     |

资料来源：公司报表、华创证券

## 分析师介绍

李大军：电力设备与新能源行业首席分析师，清华大学电子系硕士，惠普公司三年实业经验，从事通信、电力行业咨询。2009 年 8 月加入华创证券，负责电力设备与新能源行业研究。现组建六人研究团队，深入研究和紧密跟踪电力设备、新能源、节能、环保、新能源汽车、工业自动化等新兴产业。

谢天卉：环保行业分析师，哈尔滨工业大学环境系博士，2010 年 8 月加入华创证券，负责环保行业研究工作，跟踪水处理、大气处理、固废处理与处置、环境监测等领域。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 职务     | 姓名  | 电话            | 邮箱                    |
|----|--------|-----|---------------|-----------------------|
| 北京 | 销售总监   | 杨晓昊 | 010-66500808  | yangxiaohao@hczq.com  |
|    | 销售总监助理 | 申林英 | 010-66500810  | shenlinying@hczq.com  |
|    | 销售经理   | 刘小玄 | 010-66500807  | liuxuan@hczq.com      |
|    | 销售经理   | 石翌飞 | 010-66500811  | shizhaofei@hczq.com   |
|    | 销售经理   | 胡晓琼 | 010-66500806  | huxq@hczq.com         |
|    | 销售助理   | 赵翌帆 | 010-66500809  | zhaoyifan@hczq.com    |
| 广深 | 销售总监   | 李 涛 | 0755-82027736 | litao@hczq.com        |
|    | 销售经理   | 张 娟 | 0755-82828570 | zhangjuan@hczq.com    |
|    | 销售经理   | 孔令瑶 | 0755-83715429 | konglingyao@hczq.com  |
|    | 销售助理   | 汪丽燕 | 0755-88283119 | wangliyan@hczq.com    |
|    | 销售助理   | 杨 茜 | 0755-82027566 | yangxi@hczq.com       |
| 上海 | 销售总监   | 魏媛红 | 021-50589152  | weiyuanhong@hczq.com  |
|    | 销售经理   | 王维昌 | 021-50111907  | wangweichang@hczq.com |
|    | 销售经理   | 李茵茵 | 021-50589862  | liyinyin@hczq.com     |
|    | 销售助理   | 吴丽平 | 021-50581878  | wuliping@hczq.com     |

# 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。

# 华创证券研究所

## 北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编：100033  
传真：010-66500801

## 深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号  
财富广场 B 座二楼  
邮编：518040  
传真：0755-82027731

## 上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编：200122  
传真：021-50583558