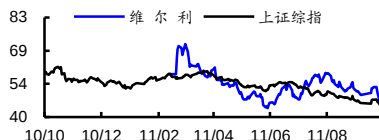


证券研究报告—动态报告
公用事业
环保
维尔利(300190)
推荐
2011 年 3 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	53.0/13.3
总市值 (百万元)	2,427.9/609.3
沪深 300/深圳成指	2,317.28/9,697.21
12 个月最高/最低 元)	71.48/43.89

相关研究报告:
证券分析师: 谢达成

电话: 021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120032

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

季报点评

业绩低于预期, 发展前景仍看好

●业绩低于预期, 行业性因素为主

维尔利前 3 季度实现收入和归属母公司净利分别为 1.67 亿和 0.32 亿, 分别增长 13.80%和 7.95%, 占我们全年预测的 44%和 39%, 业绩大幅低于预期, 原因主要是(1)受地方资金压力影响, 大型项目招投标延后, 公司跟踪的拟于 2011 年招标的近 9.5 亿项目中至今只有 36%如期招投标, 我们此前对此并未做充分估计。(2)公司今年大项目获取集中在下半年, 影响结算进程。我们预计 4 季度单季收入将大幅增加, 全年工程设备收入预计可达约 3 亿, 运营 400 万。

●地方资金紧张导致行业回款条件变苛刻

公司前 3 季度 ROE 出现了较大程度下降, 剔除上市导致的资本结构变化因素外, 主要原因在于行业性的周转率下降, 由于地方环卫部门资金紧张, 项目回款条件也更加苛刻, 具体体现在预付款、各节点支付比例、质保金金额及期限各环节。公司经营性现金流流出大幅增加一方面显示新项目开工较多, 另一方面也反映了回款条件变苛刻。但前 3 季度净利率约为 19%, 基本维持稳定。

●订单基本符合预期, 仍看好公司 2-3 年内在渗滤液处理领域的发展

我们仍然看好公司未来 2-3 年的发展, 基于(1)渗滤液处理市场空间较大而公司仍占主导。据不完全统计, 年初至今中标金额排前 3 依次为维尔利(近 3.6 亿, 占我们全年预测 80%) / 天地人(1 亿多) / 福建嘉园(1 亿出头)。大中型项目主要集中在维尔利, 福建嘉园近期获得合肥 BOT 大单主要系采取“最低价中标”。(2)行业经营环境转好。今年招投标延后主要受宏观环境影响, 基于明年通胀回落假设以及渗滤液处理建设无法一再延期, 我们预计 2012 年招投标进展、回款将有所改善。

●下调盈利预测, 维持“推荐”评级

我们维持项目获取预测, 调整结算进度, 下调 11-13 年 EPS 至 1.15/1.91/2.46 元, 对应估值 40/24/19, 短期估值优势并不明显。鉴于我们对公司未来发展前景看好, 维持“推荐”评级。催化剂在于餐厨垃圾处理领域的进展。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	111.65	209.75	312	507	636
(+/-%)	126.02%	87.86%	48.8%	62.3%	25.6%
净利润(百万元)	26.49	45.14	60	101	130
(+/-%)	116.69%	70.39%	32.4%	69.2%	28.9%
每股收益 (元)	0.67	1.14	1.13	1.91	2.46
EBIT Margin	29.00%	26.41%	22.6%	23.1%	23.8%
净资产收益率 (ROE)	31.85%	38.13%	6.2%	9.7%	11.3%
市盈率 (PE)	68.64	40.29	40.6	24.0	18.6
EV/EBITDA	53.99	32.54	34.0	21.2	17.2
市净率 (PB)	21.87	15.36	2.52	2.32	2.11

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	76	749	778	850	营业收入	210	312	507	636
应收款项	78	131	200	259	营业成本	121	184	302	375
存货净额	70	104	170	212	营业税金及附加	6	9	14	18
其他流动资产	21	31	50	63	销售费用	9	14	22	27
流动资产合计	245	1014	1198	1384	管理费用	21	37	52	66
固定资产	24	115	108	101	财务费用	1	(0)	(3)	(3)
无形资产及其他	15	13	12	10	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	2	2	2	2
资产总计	285	1144	1319	1496	营业利润	53	71	120	154
短期借款及交易性金融负债	50	27	32	36	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	84	107	176	231	利润总额	54	71	120	154
其他流动负债	21	32	52	65	所得税费用	9	11	19	24
流动负债合计	156	165	260	332	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	45	60	101	130
其他长期负债	11	14	14	14					
长期负债合计	11	14	14	14					
负债合计	167	180	274	347					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	118	964	1045	1149					
负债和股东权益总计	285	1144	1319	1496					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	45	60	101	130
资产减值准备	(0)	0	0	0
折旧摊销	2	6	10	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	(0)	(3)	(3)
营运资本变动	(26)	(60)	(66)	(45)
其它	1	(1)	(3)	(3)
经营活动现金流	22	6	43	93
资本开支	(23)	(96)	(1)	(1)
其它投资现金流	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(23)	(96)	(1)	(1)
权益性融资	0	798	0	0
负债净变化	32	(24)	5	4
支付股利、利息	(11)	(12)	(18)	(24)
其它融资现金流	7	(24)	5	4
融资活动现金流	27	766	(13)	(19)
现金净变动	19	673	29	73
货币资金的期初余额	58	76	749	778
货币资金的期末余额	76	749	778	850
企业自由现金流	4	(90)	42	92
权益自由现金流	20	(114)	49	99

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.85	1.13	1.91	2.46
每股红利	0.00	0.23	0.38	0.49
每股净资产	2.23	18.19	19.72	21.69
ROIC	34%	25%	30%	34%
ROE	38%	6%	10%	11%
毛利率	42%	41%	40%	41%
EBIT Margin	26%	23%	23%	24%
EBITDA Margin	27%	25%	25%	25%
收入增长	88%	49%	62%	26%
净利润增长率	70%	32%	69%	29%
资产负债率	58%	16%	21%	23%
息率	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	53.8	40.6	24.0	18.6
P/B	20.5	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	46.0	34.0	21.2	17.2

资料来源: 国信证券经济研究所预测

特别提示:

根据《证券公司信息隔离墙制度指引》(中证协发[2010]203号)第五条的规定, 我公司特披露: 截至 2011 年 10 月 23 日, 我公司直投子公司国信弘盛投资有限公司以自有资金投资持有“维尔利”(300190) 183.42 万股

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432			区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn