



公司快报/证券研究报告

维尔利(300190)

调低评级

商业服务与用品Ⅲ/商业服务与用品

股权激励草案点评

评级: 增持-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 40.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 56.00 元

现价(2012 年 02 月 07 日): 36.00 元

报告日期: 2012-02-08

报告关键点:

- 拟对高管及骨干员工实行股权激励
- 首次授予价格18.82元/股;根据解锁业绩条件要求,相当于2011-2014年间收入的复合增长率不低于26.0%;解锁条件要求不高
- 短期面临风险较多

报告摘要:

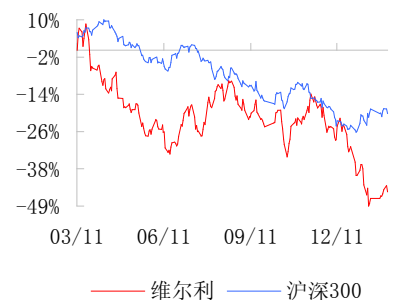
- 公司公告A股限制性股权激励计划(草案)。**本次股权激励采用限制性股票方式,向激励对象定向发行合计不超过149.5万股,占公司股本的2.82%,其中首次授予143.5万股,预留6万股。激励对象为公司高管及核心业务、技术和管理岗位的骨干员工,合计49人,其中首次授予48人,预留授予1人。(激励对象及解锁时间安排详见表1、表2、表3)
- 授予价格确定方法及激励费用影响:**本次首次授予价格为18.82元/股。依据本计划首次公告前20个交易日,公司均价37.63元的50%确定。假设以2012年7月1日为限制性股票授予日,授予日股价为36元/股,限制性股票全部日期结算,首次授予的143.5万份股票的激励成本总额约1210.5万元,折算后,激励成本对2012年、2013年的业绩影响分别为0.07元/股、0.10元/股,股权激励对公司业绩影响较小。(股权激励对业绩影响详见表4)
- 解锁业绩条件:**以2011年为基准年。首次解锁业绩条件为公司2012年营业收入较2011年增长率不低于30%,ROE不低于7%;第二次解锁业绩条件为公司2013年营业收入较2011年增长率不低于60%,ROE不低于7.5%;第三次解锁业绩条件为公司2014年营业收入较2011年增长率不低于100%,净资产收益率不低于8%。据此测算,解锁业绩条件相当于2012年-2014年,营业收入的同比增速分别不低于30%、23.1%、25.0%,相当于2011-2014年收入的复合增长率不低于26.0%。
- 短期内,我们认为公司面临以下风险:**1)市场对公司预期较高,此次公布的行权价格以及业绩增长条件均低于我们预期,短期内可能对估值形成压力;2)小非解禁;3)A股整体估值中枢下移的系统性风险。2011年公司新增垃圾渗滤液订单4.6亿元,公司订单充裕,确保了今年业绩增长。公司即将展开的餐厨垃圾,将锦上添花,我们看好公司长期发展。预计2011年-2013年的每股收益分别为0.88元、1.60元、2.12元,对应PE分别为41.0倍、22.4倍、17.0倍,考虑到公司目前风险因素较多,将公司评级由“买入-A”下调为“增持-A”。
- 风险提示:**订单结算慢于预期

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	111.6	209.7	250.3	431.3	592.3
Growth(%)	126.0%	87.9%	19.3%	72.4%	37.3%
净利润	26.5	45.1	46.5	85.0	112.3
Growth(%)	116.7%	70.4%	3.1%	82.7%	32.2%
毛利率(%)	45.2%	42.4%	43.5%	42.1%	40.4%
净利润率(%)	23.7%	21.5%	18.6%	19.7%	19.0%
每股收益(元)	0.50	0.85	0.88	1.60	2.12
每股净资产(元)	1.57	2.23	16.61	17.89	19.59
市盈率	72.0	42.3	41.0	22.4	17.0
市净率	22.9	16.1	2.2	2.0	1.8
净资产收益率(%)	31.9%	38.1%	5.3%	9.0%	10.8%
ROIC(%)	100.4%	105.4%	47.7%	29.1%	31.2%
EV/EBITDA	42.3	25.5	24.7	12.5	9.0
股息收益率	0.0%	0.5%	0.5%	0.9%	1.2%

总市值(百万元)	1,908.00
流通市值(百万元)	478.80
总股本(百万股)	53.00
流通股本(百万股)	13.30
12个月最低/最高	32.89/75.00 元
十大流通股东(%)	21.55%
股东户数	6,113

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(16.04)	(18.61)	(24.76)
绝对收益	(8.73)	(28.78)	(44.89)

彭倩

0755-82558025
执业证书编号

行业分析师

pengqian@essence.com.cn
S1450511020033

前期研究成果

维尔利: 订单充裕, 餐厨垃圾业务空间巨大

2011-11-25

维尔利: 工程结算进度放慢, 致业绩不达预期

2011-10-24

维尔利: 腾飞的垃圾渗滤液处理先锋

2011-09-16

附录:

表 1: 股权激励名单

名单	职务	人数 (个)	拟授予限制性股票 (万份)	合计占本计划拟授予限制性股票数量的比例	合计占本计划开始时总股本的比例
张进锋	副总经理 董秘、财务	1	25	16.72%	0.47%
宗韬	总监	1	25	16.72%	0.47%
核心业务、技术及管理岗位的骨干员工		46	93.5	62.54%	1.76%
预留		1	6	4.01%	0.11%
合计		49	149.5	100.00%	2.82%

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

表 2: 首次授予限制股票解锁安排

解锁期	可解锁时间	可解锁限制性股票比例
第一个解锁期	授予日 (T 日) +12 个月后的首个交易日起至授予日 (T 日) +24 个月内的最后一个交易日止	40%
第二个解锁期	授予日 (T 日) +24 个月后的首个交易日起至授予日 (T 日) +36 个月内的最后一个交易日止	30%
第三个解锁期	授予日 (T 日) +36 个月后的首个交易日起至授予日 (T 日) +48 个月内的最后一个交易日止	30%

数据来源: 公司公告

表 3: 预留限制股票解锁安排

解锁期	可解锁时间	可解锁限制性股票比例
第一个解锁期	授予日 (T 日) +24 个月后的首个交易日起至授予日 (T 日) +36 个月内的最后一个交易日止	50%
第二个解锁期	授予日 (T 日) +36 个月后的首个交易日起至授予日 (T 日) +48 个月内的最后一个交易日止	50%

数据来源: 公司公告

表 4: 股权激励计划对各年业绩影响股权

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	合计
各年分摊成本 (万元)	393.41	544.72	211.84	60.52	1210.49
折合对 EPS 影响 (元/股)	0.07	0.10	0.04	0.01	0.23

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

公司快报

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2012-02-07		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	111.6	209.7	250.3	431.3	592.3	成长性						
减: 营业成本	61.1	120.9	141.5	249.7	353.1	营业收入增长率	126.0%	87.9%	19.3%	72.4%	37.3%	
营业税费	2.6	6.0	7.1	12.3	16.9	营业利润增长率	90.8%	69.0%	-0.7%	88.6%	32.3%	
销售费用	4.5	8.8	11.5	19.4	26.1	净利润增长率	116.7%	70.4%	3.1%	82.7%	32.2%	
管理费用	9.7	19.7	40.0	56.1	71.1	EBITDA 增长率	92.6%	67.8%	-4.1%	96.4%	36.0%	
财务费用	1.0	1.3	-3.0	-5.9	-6.7	EBIT 增长率	92.1%	68.0%	-8.5%	88.0%	33.4%	
资产减值损失	1.2	-0.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	117.6%	69.2%	-5.2%	81.8%	33.3%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	61.2%	109.4%	198.4%	24.2%	18.8%	
投资和汇兑收益	-	-0.1	-0.2	-	-	净资产增长率	104.0%	42.3%	643.6%	7.7%	9.5%	
营业利润	31.5	53.2	52.9	99.7	131.9	利润率						
加: 营业外净收支	-0.1	0.7	1.9	0.3	0.3	毛利率	45.2%	42.4%	43.5%	42.1%	40.4%	
利润总额	31.4	53.9	54.7	100.0	132.2	营业利润率	28.2%	25.4%	21.1%	23.1%	22.3%	
减: 所得税	4.9	8.7	8.2	15.0	19.8	净利润率	23.7%	21.5%	18.6%	19.7%	19.0%	
净利润	26.5	45.1	46.5	85.0	112.3	EBITDA/营业收入	29.4%	26.3%	21.1%	24.1%	23.8%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	29.1%	26.0%	19.9%	21.8%	21.1%	
货币资金	57.6	76.1	645.1	661.0	679.5	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	5	4	18	66	78	
应收帐款	52.0	78.0	82.3	141.8	194.7	流动营业资本周转天数	85	85	137	142	155	
应收票据	-	-	1.6	2.8	3.9	流动资产周转天数	331	328	795	758	624	
预付帐款	7.5	20.8	35.0	60.0	95.3	应收帐款周转天数	120	92	98	78	85	
存货	21.2	69.6	96.9	88.9	125.8	存货周转天数	38	78	120	78	65	
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	366	372	939	887	710	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	115	117	264	258	227	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	0.2	0.7	0.4	0.4	0.4	ROE	31.9%	38.1%	5.3%	9.0%	10.8%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.8%	15.8%	4.6%	7.7%	9.1%	
固定资产	1.7	3.0	22.2	136.4	121.9	ROIC	100.4%	105.4%	47.7%	29.1%	31.2%	
在建工程	-	20.7	122.7	-	-	费用率						
无形资产	8.6	15.1	13.6	12.1	10.7	销售费用率	4.0%	4.2%	4.6%	4.5%	4.4%	
其他非流动资产	0.3	0.9	1.0	1.0	1.0	管理费用率	8.7%	9.4%	16.0%	13.0%	12.0%	
资产总额	149.0	284.9	1,020.8	1,104.4	1,233.1	财务费用率	0.9%	0.6%	-1.2%	-1.4%	-1.1%	
短期债务	18.5	50.0	20.0	20.0	-	三费/营业收入	13.6%	14.2%	19.4%	16.1%	15.3%	
应付帐款	25.4	76.5	78.3	69.8	98.7	偿债能力						
应付票据	5.9	9.0	9.7	13.7	19.4	资产负债率	44.2%	58.4%	13.8%	14.1%	15.8%	
其他流动负债	12.3	20.1	28.5	41.4	59.2	负债权益比	79.2%	140.6%	15.9%	16.5%	18.8%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.22	1.57	6.73	7.00	6.52	
其他非流动负债	3.5	10.9	12.5	19.7	26.2	速动比率	1.88	1.12	5.97	6.35	5.77	
负债总额	65.9	166.5	140.4	156.0	194.8	利息保障倍数	33.87	42.11	16.88	15.95	18.67	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	39.7	39.7	53.0	53.0	53.0	DPS(元)	-	0.19	0.18	0.32	0.42	
留存收益	43.5	78.7	827.4	895.4	985.3	分红比率	0.0%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	83.2	118.4	880.4	948.4	1,038.3	股息收益率	0.0%	0.5%	0.5%	0.9%	1.2%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	26.5	45.1	46.5	85.0	112.3	EPS(元)	0.50	0.85	0.88	1.60	2.12	
加: 折旧和摊销	1.6	2.0	2.9	10.0	16.0	BVPS(元)	1.57	2.23	16.61	17.89	19.59	
资产减值准备	1.2	-0.2	-	-	-	PE(X)	72.0	42.3	41.0	22.4	17.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	22.9	16.1	2.2	2.0	1.8	
财务费用	0.3	1.0	1.5	-3.0	-5.9	P/FCF	110.5	67.1	-11.5	103.7	68.0	
投资收益	-	0.1	0.2	-	-	P/S	17.1	9.1	7.6	4.4	3.2	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	42.3	25.5	24.7	12.5	9.0	
营运资金的变动	-9.8	-19.7	-35.0	-62.1	-67.4	CAGR(%)	47.5%	35.5%	46.8%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	17.1	21.8	11.6	27.0	54.3	PEG	1.5	1.2	0.9	-0.2	-0.2	
投资活动产生现金流量	-5.5	-23.4	-122.5	-122.7	-	ROIC/WACC	10.1	10.6	4.8	2.9	3.1	
融资活动产生现金流量	9.4	27.3	688.5	-11.1	-35.8	REP	3.1	1.4	1.0	1.3	1.0	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

彭倩, 行业分析师, 华中科技大学财务管理学士, 金融工程硕士. 2007 年 7 月加盟安信证券.

分析师声明

彭倩声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034