

维尔利 (300190)

环保工程及服务/公用事业

发布时间: 2013-02-08

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

扩大环保经营视野，发展路径贴近市场

报告摘要:

公司审时度势，在坚持以垃圾及其渗滤液处理为战略重心的基础上，结合市场变化拓宽商业模式，除去工程方案解决以外，公司还扩大环保领域投资以获得投资收益。

公司一方面巩固传统优势领域（垃圾渗滤液处理）的核心竞争力，另一方面又通过并购等措施将外延拓展到工业有机废水、生活废水处理等领域。此外，公司还在土壤修复、污泥处理等方面做了技术积累，这将有利于公司完善在环保行业的布局，同时也打开公司成长空间和规避了单一业务带来的经营风险。

由于政府换届、房地产调控带来地方财政阶段性压力等因素导致公司2012年新增订单额度低于市场预期。考虑到项目结算周期，2013年上半年新增订单情况对于公司今年的业绩起到举足轻重的作用。近期招标频率提升释放的积极信号、雾霾等污染性事件带来的环境治理压力及政府换届完成，我们判断节后特别3月份后垃圾填埋场渗滤液处理工程及垃圾焚烧厂渗滤液处理工程招标数量快速增长是个大概率事件，相应公司新增订单可期。

2012年5月份国务院办公厅印发的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》强调了餐厨垃圾处理的紧迫性，“十二五”末全国力争达到3万吨/日的处理能力，餐厨垃圾专项工程投资将达到109亿元。虽然公司餐厨垃圾工程项目去年推进速度低于市场预期，但仍在推进之中，预计不久就会落地。

上调2012年EPS为0.65元、下调2013年EPS为0.87元，2014年EPS为1.13元。维持“推荐”评级。

投资风险：市场竞争激烈程度超过预期带来毛利率快速下滑，垃圾渗滤液、餐厨垃圾处理项目推进低于预期

股票数据

2013-2-6

收盘价(元)	23.00
12个月股价区间(元)	15.60~42.98
总市值(百万元)	2,249
总股本(百万股)	98
A股(百万股)	98
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



相关报告

- 《涉足固废处理、延展公司产业链》
2012-12-06
- 《维尔利2012年三季度点评》
2012-10-26
- 《行业前景光明，发挥上市先发优势》
2012-9-18

证券分析师: 吴江涛

执业证书编号: S0550512030001
(021)20361069 wujt@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	210	264	373	498	698
(+/-)%	87.86%	25.77%	41.26%	33.64%	40.16%
归属母公司净利润	45	48	64	85	110
(+/-)%	70.39%	5.74%	33.62%	33.74%	29.24%
每股收益(元)	1.14	0.90	0.65	0.87	1.13
市盈率	55.57	52.55	39.33	29.41	22.76
市净率	21.19	2.90	2.58	2.37	2.15
净资产收益率(%)	38.13%	5.52%	6.55%	8.06%	9.43%
股息收益率(%)	—	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	40	53	98	98	98

1. 公司发展路径贴近市场变化

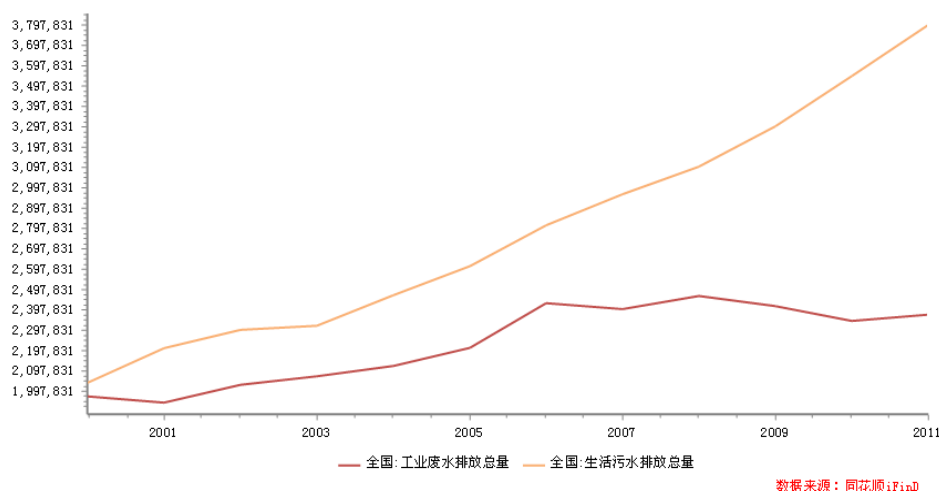
维尔利作为从事生活垃圾处理和垃圾渗滤液处理的高新技术公司,坚持以垃圾及渗滤液处理为战略重心的基础上,公司结合市场变化拓宽商业模式,除去工程方案解决以外,公司亦会扩大环保领域投资以获得投资收益。

工程方案解决领域,公司不仅在传统优势领域(垃圾渗滤液处理)巩固提升竞争力,同时将外延拓展到工业有机废水、生活废水处理领域;环保投资领域,公司涉足的领域会宽泛的多,在相对公司技术、经验存在门槛的领域,公司通过参股方式获取优势子行业发展的成果,长期来看对公司做大做强起到积极作用。通过并购的方式是实现业务多元化的有效方式之一,公司采用了并购进入相关领域,以取得市场及工程经验。

日前公司发布公告,公司拟用超募 3000 万元投资控股北京汇恒环保工程有限公司,已与北京汇恒及其原股东签署了《关于北京汇恒环保工程有限公司之股权转让与增资协议书》,在股权转让和增资完成后,公司将持有北京汇恒 60%股份。北京汇恒是一家成立于 2003 年 2 月的专业从事污水、废水治理及中水回用工程的高新技术企业,拥有环保工程专业承包三级、环境工程设计专项乙级、环境污染治理设施运营乙级(工业废水、生活污水)资质证书,具备进入高端工业废水和城镇污水领域的工程总承包领域的先决条件。

去年底公司发布公告,董、监事会通过议案,拟与江苏大禹水务公司共同合资设立常州大维环境科技有限公司,公司出资 2450 万元,持有 49%股权,而江苏大禹持有 51%股权。公司看好危固行业的机会,通过投资获得行业成长收益和介入固废处理领域。公司未来介入垃圾渗滤液上游的战略意图还是比较清晰。

图 1: 全国工业废水、生活污水排放总量(万吨)



数据来源: 东北证券, 同花顺

公司按照发展战略加快布局, 扩大了公司未来成长的空间, 同时也规避了单一

主营业务带来的经营风险。年报中公司提到在土壤修复、污泥处理等切合美丽中国主题方面的技术积累，反应出公司大环保经营的视野。

2. 受多种因素影响 2012 年新增订单低于预期

公司 2011 年新增订单达到 4.6 亿元，去年初公司预测新增订单会在 2011 年基础上有一定比例增长。从历史招标情况来看，下半年是垃圾渗滤液处理工程招标的高峰时间段，不少原本预计在三季度招标的工程项目突然推迟了招标，我们判断两个因素起到较大作用，其一，政府换届因素；其二，房地产调控带来地方财政（土地财政著称）的阶段压力，直到四季度中后招标才明显增多。

2012 年新增订单 2 个多亿。考虑到项目结算周期，2013 年上半年新增订单情况对于公司今年的业绩起到举足轻重的作用。根据近期招标频率提升的信号以及雾霾等污染性事件带来的环境治理压力，节后特别 3 月份后垃圾填埋场渗滤液处理工程及垃圾焚烧厂渗滤液处理工程招标数量快速增长是个大概率事件。公司作为此细分行业的龙头公司，加之公司逐步推出 BOT（BT）的商业模式（有助于提升中标概率），公司在今年上半年获取新订单的前景应该不错。

3. 餐厨垃圾处理项目推进仍可期待

2012 年 5 月份国务院办公厅印发的《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》强调“十二五”期间重点抓好餐厨废弃物资源化利用与无害化处理试点城市建设，积极推动城市餐厨垃圾分类收运和处理，力争达到 3 万吨/日的处理能力，餐厨垃圾专项工程投资将达到 109 亿元。

目前国内有建制的城市 667 个，各类餐馆有 350 多万家，餐厨垃圾日均产量超过 50 吨的城市有 512 个，有机构预测，据不完全统计，全国餐饮企业每年产生的餐厨垃圾已超过 3000 万吨。

目前国内已有 20 多个省市的餐厨垃圾管理办法陆续出台，33 个试点城市中，13 个城市出台了餐厨垃圾相关管理办法，从政策层面促进市场的形成。多个城市的首个餐厨垃圾处理项目目前试运行或在近期建成，从模式来看，BOT/BOO 将成为餐厨项目的首选模式。

早在去年初，公司就将经营的重点适度放在餐厨垃圾业务，虽然去年推进速度低于市场预期，但仍在推进之中。作为公司在餐厨垃圾处理的重要看点项目即常州项目，扶持资金等基本到位，项目推进稍慢于预期，重要受到环太湖流域环境工程项目审批严苛（太湖水藻污染事件）的影响，目前常州市、公司正与相关部门积极协商，估计不久就可落地。

一旦常州项目建成运行，公司在其他区域推行的节奏将会大大加快，因此，餐厨垃圾处理业务仍将是公司重要关注点之一。

4. 投资建议及盈利预测

公司审时度势，在坚持以垃圾及其渗滤液处理为战略重心的基础上，结合市场变化拓宽商业模式，除去工程方案解决以外，公司也会扩大环保领域投资以获得投资收益。

由于公司业务较为单一，去年经受了政治周期等因素带来订单数量的波动。但随着垃圾渗滤液处理工程项目招标频度的加快释放回暖信号，结合雾霾污染事件带来的环境治理压力、政府换届完成，我们判断节后特别 3 月份后垃圾填埋场渗滤液处理工程及垃圾焚烧厂渗滤液处理工程招标数量快速增长是个大概率事件，相应公司新增订单可期。

公司不仅在传统优势领域（垃圾渗滤液处理）巩固提升竞争力，同时通过并购等措施将外延拓展到工业有机废水、生活废水处理领域，此外，在土壤修复、污泥处理等方面做了技术积累。这将有利于公司完善在环保行业布局，同时亦规避了单一业务带来的经营风险。

上调 2012 年 EPS 为 0.65 元、下调 2013 年 EPS 为 0.87 元，2014 年 EPS 为 1.13 元。PE 分别为 39.33、29.41、22.76 倍。维持“推荐”评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	649	595	682	790	净利润	48	64	85	110
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	7	20	-3	6
应收款项	168	243	255	348	折旧及摊销	4	6	9	10
存货	146	226	288	310	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	2	1	0	0
流动资产合计	995	1117	1296	1532	投资损失	0	0	0	-2
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-133	-154	5	-12
长期投资净额	0	1	1	1	其他	0	0	0	0
固定资产	32	35	43	49	经营活动净现金流量	-73	-63	94	111
无形资产	14	12	11	9	投资活动净现金流量	-22	-3	-7	-3
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	666	13	0	0
非流动资产合计	55	51	50	47	企业自由现金流	-99	-65	66	91
资产总计	1049	1168	1346	1579					
短期借款	20	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	105	132	203	286		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	13	23	28	38	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.90	0.65	0.87	1.13
流动负债合计	173	195	288	410	每股净资产 (元)	16.31	9.95	10.82	11.94
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	-1.38	-0.65	0.96	1.13
其他长期负债	5	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	12	0	0	0	营业收入增长率	25.77%	41.26%	33.64%	40.16%
负债合计	185	195	288	410	净利润增长率	5.74%	33.62%	33.74%	29.24%
归属于母公司股东权益合计	864	973	1058	1169	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	41.89%	41.62%	38.02%	37.64%
负债和股东权益总计	1049	1168	1346	1579	净利率	18.10%	17.12%	17.13%	15.79%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	163.68	218.00	175.00	170.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	256.60	380.00	340.00	260.00
营业收入	264	373	498	698	偿债能力指标				
营业成本	153	218	309	435	资产负债率	17.62%	16.67%	21.38%	26.00%
营业税金及附加	5	9	12	17	流动比率	5.74	5.74	4.50	3.73
资产减值损失	7	20	-3	6	速动比率	4.75	4.29	3.28	2.79
销售费用	12	17	23	34	费用率指标				
管理费用	35	52	75	99	销售费用率	4.60%	4.50%	4.70%	4.80%
财务费用	-4	-17	-18	-21	管理费用率	13.35%	14.00%	15.00%	14.25%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-1.47%	-4.50%	-3.59%	-2.95%
投资净收益	0	0	0	2	分红指标				
营业利润	54	74	100	130	分红比例				
营业外收支净额	2	1	2	2	股息收益率	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	57	75	102	131	估值指标				
所得税	9	11	16	21	P/E (倍)	52.55	39.33	29.41	22.76
净利润	48	64	85	110	P/B (倍)	2.90	2.58	2.37	2.15
归属于母公司净利润	48	64	85	110	P/S (倍)	5.15	6.73	5.04	3.59
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	5.52%	6.55%	8.06%	9.43%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760