

2014年11月14日

维尔利 (300190.SZ)

公司快报

证券研究报告

环保

餐厨领域优势凸显，看好长期增长

■ **事件:** 公司与中国市政工程华北设计研究院有限公司、杭州建工集团有限责任公司组成联合体为杭州市餐厨垃圾处理一期工程的设计采购施工(EPC)总承包项目的第一中标候选人,项目金额为10,378万元。包括餐厨垃圾200吨/日规模、地沟油处理20吨/日规模生产线的餐厨垃圾处理一期工程规划范围内的方案设计、初步设计、施工图等所有设计、施工、设备采购、安装、土建及配套工程;6个月调试、1年试运行、配套工程、生活服务设施、参观线路的设计及项目移交、或委托运行、人员培训等。

■ **餐厨垃圾处理优势凸显，看好长期增长:** 自2010年启动餐厨废弃物资源化利用和无害化处理城市试点以来,四批试点城市表明国家对餐厨垃圾处理的重视与加速推进。在政策支持与行业大发展环境下,公司先后中标常州餐厨垃圾BOT和宁德餐厨垃圾处理厂EPC项目等,可以看出公司在餐厨垃圾处理领域的技术与先行优势,本次成为杭州餐厨垃圾处理一期EPC项目的第一中标候选人,更加凸显公司在餐厨垃圾处理领域的技术实力与领先地位。考虑到示范城市持续推进及“十二五”窗口期临近,我们认为公司餐厨处理订单有望进一步增长。

■ **关注环保平台价值:** (1) 餐厨: 积极拓展餐厨垃圾处理业务,有望成为业绩增长亮点; (2) 污水处理: 努力推进乡镇污水处理等业务; (3) 沼气: 杭能厌氧消化技术与现有技术形成优势互补; (4) 积极布局: 布局MYT、土壤修复和危废处理等业务,积极搭建环保平台。

■ **投资建议:** 为口径统一,此处暂按照杭能2014年全年并表和股本全年摊薄进行假设,预计2014年-2016年EPS分别为0.71元、1.03元和1.28元,对应PE为35.1倍、24.0倍和19.5倍,看好公司环保平台价值,维持“增持-A”投资评级,6个月目标价30元。

■ **风险提示:** 市场开拓低于预期、项目进展低于预期、毛利率下降等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	354.5	278.3	706.5	1,133.8	1,546.8
净利润	68.0	28.9	123.4	180.1	222.4
每股收益(元)	0.39	0.17	0.71	1.03	1.28
每股净资产(元)	5.47	5.55	8.66	9.28	9.99

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	63.7	149.9	35.1	24.0	19.5
市净率(倍)	4.5	4.5	2.9	2.7	2.5
净利润率	19.2%	10.4%	17.5%	15.9%	14.4%
净资产收益率	7.1%	2.9%	8.1%	11.0%	12.6%
股息收益率	0.5%	0.4%	1.1%	1.7%	2.3%
ROIC	21.1%	2.5%	14.3%	12.3%	10.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

30.00元

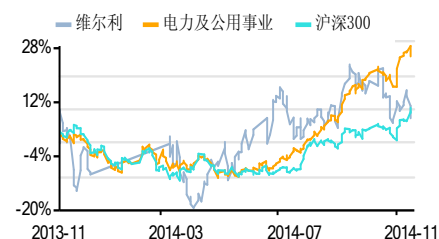
股价(2014-11-13)

24.88元

交易数据

总市值(百万元)	4,330.62
流通市值(百万元)	3,829.64
总股本(百万股)	174.06
流通股本(百万股)	153.92
12个月价格区间	19.65/29.85元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-20.94	-14.03	-2.66
绝对收益	-15.86	-4.67	10.09

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513080002

shaoll@essence.com.cn

021-68763673

相关报告

积极搭建环保平台	2014-10-24
业绩符合预期 看好长期发展	2014-08-26
有望受益于危废处理行业快速发展	2014-08-05

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月14日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	354.5	278.3	706.5	1,133.8	1,546.8	成长性					
减:营业成本	211.9	175.9	436.9	712.0	993.1	营业收入增长率	34.4%	-21.5%	153.9%	60.5%	36.4%
营业税费	8.3	5.9	14.6	23.5	32.2	营业利润增长率	44.8%	-70.0%	450.1%	48.7%	24.2%
销售费用	14.5	16.6	25.4	41.7	57.6	净利润增长率	42.5%	-57.5%	327.1%	46.0%	23.5%
管理费用	49.6	49.9	95.2	154.1	211.1	EBITDA 增长率	16.1%	-66.1%	598.6%	55.3%	28.4%
财务费用	-21.0	-10.6	-7.8	-4.8	-1.8	EBIT 增长率	14.3%	-77.4%	837.8%	54.2%	26.5%
资产减值损失	12.1	16.4	11.8	13.5	13.9	NOPLAT 增长率	15.8%	-76.3%	848.8%	52.7%	25.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	101.6%	64.4%	77.2%	44.7%	29.9%
投资和汇兑收益	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	净资产增长率	10.2%	2.5%	55.4%	7.0%	7.5%
营业利润	78.8	23.6	130.1	193.4	240.3	利润率					
加:营业外净收支	0.9	8.1	7.9	7.9	7.9	毛利率	40.2%	36.8%	38.2%	37.2%	35.8%
利润总额	79.7	31.8	138.0	201.3	248.2	营业利润率	22.2%	8.5%	18.4%	17.1%	15.5%
减:所得税	11.7	3.3	15.2	22.3	27.6	净利润率	19.2%	10.4%	17.5%	15.9%	14.4%
净利润	68.0	28.9	123.4	180.1	222.4	EBITDA/营业收入	17.8%	7.7%	21.2%	20.5%	19.3%
						EBIT/营业收入	16.3%	4.7%	17.3%	16.6%	15.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	35	48	53	72	76
货币资金	477.5	212.3	313.1	90.7	123.7	流动营业资本周转天数	263	442	307	350	376
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,001	1,117	622	597	594
应收帐款	299.7	371.1	734.7	1,271.7	1,690.2	应收帐款周转天数	240	434	282	319	345
应收票据	0.1	2.2	0.6	4.7	4.1	存货周转天数	155	197	170	177	186
预付帐款	39.7	19.7	119.9	110.1	214.2	总资产周转天数	1,108	1,495	869	785	753
存货	159.1	145.7	521.1	594.2	1,003.2	投资资本周转天数	358	806	547	533	531
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.1%	2.9%	8.1%	11.0%	12.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.0%	2.4%	5.5%	6.6%	5.9%
长期股权投资	25.3	30.9	30.9	30.9	30.9	ROIC	21.1%	2.5%	14.3%	12.3%	10.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	37.0	36.9	169.8	280.7	372.5	销售费用率	4.1%	6.0%	3.6%	3.7%	3.7%
在建工程	23.2	165.7	154.1	148.3	145.4	管理费用率	14.0%	17.9%	13.5%	13.6%	13.6%
无形资产	66.5	172.0	165.8	159.6	153.4	财务费用率	-5.9%	-3.8%	-1.1%	-0.4%	-0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.2%	20.1%	16.0%	16.8%	17.2%
资产总额	1,132.2	1,179.4	2,230.1	2,711.8	3,759.0	偿债能力					
短期债务	-	4.8	-	67.7	164.2	资产负债率	15.9%	17.2%	31.9%	40.1%	53.6%
应付帐款	108.8	147.3	386.2	490.2	803.6	负债权益比	18.8%	20.8%	46.8%	66.9%	115.3%
应付票据	26.2	17.9	73.9	84.4	141.7	流动比率	5.61	3.96	3.17	2.99	2.51
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	4.69	3.20	2.19	2.13	1.68
长期借款	-	8.0	170.9	388.1	796.6	利息保障倍数	-2.76	-1.23	-15.63	-39.12	-131.01
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	179.5	203.0	711.0	1,086.9	2,012.5	DPS(元)	0.11	0.09	0.27	0.42	0.57
少数股东权益	-	10.5	9.9	8.8	7.0	分红比率	28.8%	54.2%	38.8%	40.6%	44.5%
股本	97.8	156.6	174.1	174.1	174.1	股息收益率	0.5%	0.4%	1.1%	1.7%	2.3%
留存收益	854.9	809.3	1,333.8	1,440.8	1,564.2						
股东权益	952.7	976.4	1,517.8	1,623.7	1,745.3						
						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.39	0.17	0.71	1.03	1.28
净利润	68.0	28.5	123.4	180.1	222.4	BVPS(元)	5.47	5.55	8.66	9.28	9.99
加:折旧和摊销	5.4	8.4	27.3	43.7	59.7	PE(X)	63.7	149.9	35.1	24.0	19.5
资产减值准备	12.1	16.4	-	-	-	PB(X)	4.5	4.5	2.9	2.7	2.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-22.9	-16.9	-13.5	-29.4	32.2
财务费用	0.6	-	-7.8	-4.8	-1.8	P/S	12.2	15.6	6.1	3.8	2.8
投资损失	0.4	-7.2	0.5	0.5	0.5	EV/EBITDA	25.4	152.4	28.1	20.2	17.3
少数股东损益	-	-0.4	-0.6	-1.1	-1.8	CAGR(%)	38.1%	97.9%	37.0%	38.1%	97.9%
营运资金的变动	-176.0	-108.0	-481.3	-515.0	-511.5	PEG	1.7	1.5	0.9	0.6	0.2
经营活动产生现金流量	-90.0	-49.4	-338.6	-296.7	-232.5	ROIC/WACC	2.4	0.3	1.6	1.4	1.2
投资活动产生现金流量	-66.2	-202.4	-143.0	-143.0	-143.0	REP	1.4	14.8	1.9	1.7	1.6
融资活动产生现金流量	-13.4	-10.3	582.3	217.3	408.5						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 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。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 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

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034