

证券研究报告·上市公司简评

水务

# 餐厨又下一城，看好公司明年发展

## 事件

### 中标餐厨垃圾项目

公司牵头的联合体中标杭州市餐厨垃圾处理一期工程设计采购施工（EPC）总承包项目，处理规模餐厨垃圾 200 吨/日、地沟油处理 20 吨/日，总金额 10378 万元。

## 简评

**餐厨垃圾项目又迈出坚实一步，证明公司餐厨垃圾处理技术得到市场认可**

中标的杭州餐厨垃圾项目总金额超过 1 亿元，规模达到 200 吨/日，是公司在餐厨垃圾领域迈出的坚实一步。公司在竞标中击败高能时代，桑德环境等竞争对手获得该项目，表明了公司在餐厨垃圾处理方面的技术处于领先地位，且已经得到了市场的认可。随着公司常州、宁德、日照等餐厨垃圾项目建成投产，逐步建立起示范效应，公司未来餐厨垃圾项目的拓展将更顺利，我们看好公司发展成为餐厨垃圾处理的龙头公司。

### 四季度公司新订单呈加速状态，明年订单更饱满

近期连续获得渗滤液和餐厨垃圾的新订单，表明公司新订单拓展在年末开始发力，年底是招标高峰期，预计未来一段时间还会陆续有新订单出现。另外十二五进入尾声，考核在即，政府为完成十二五规划目标，明年有突击招标的可能，公司明年的新订单将有望大幅增加。

### 杭能环境未来几年将成为公司业绩的增长引擎之一

今年 8 月已完成对杭能环境的收购，经过一段时间的整合，协同效应将发挥巨大作用，公司在市场拓展和资金方面支持将给杭能环境的快速发展带来巨大帮助。随着我国应对气候变化规划的实施，显著降低碳排放的项目将会受到的政策的大力支持，杭能环境的农业废弃物产沼气业务有望迎来大幅超预期的表现。未来几年，杭能环境将为公司带来可观的业绩贡献。

### 盈利预测与投资建议

我们维持公司 2014 年 EPS 预测 0.62、0.84 和 1.05 元，对应于 PE 为 41、30 和 25 倍。我们仍然看好公司未来几年的发展，维持增持评级。

### 风险提示

1) 项目建设推进不及预期；2) 政府财政状况恶化导致应收账款大幅增加。

请参阅最后一页的重要声明

## 维尔利 (300190)

**维持**
**增持**
**李俊松**

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440510120039

发布日期：2014 年 11 月 14 日

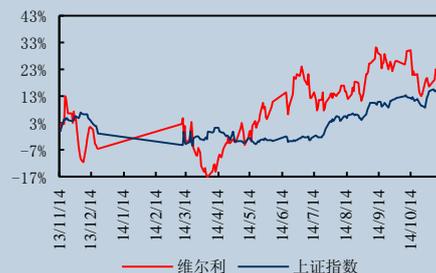
当前股价：24.88 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-13.04/-17.71	-3.45/-15.34	6.03/-10.85
12 月最高/最低价 (元)			30.25/19.32
总股本 (万股)			17406.04
流通 A 股 (万股)			15392.45
总市值 (亿元)			43.31
流通市值 (亿元)			38.30
近 3 月日均成交量 (万)			220.37
主要股东			
常州德泽实业投资有限公司			51.94%

### 股价表现



### 相关研究报告

14.10.24	略低于预期,未来看新订单拓展
14.09.05	市政污水领域再发力,业务拓展至小城镇
14.08.26	业绩符合预期,看好餐厨业务拓展



预测和比率

	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入（百万）	278.31	716.30	1017.02	1298.02
营业收入增长率	-21.50%	157.38%	41.98%	27.63%
EBITDA（百万）	39.85	161.62	237.30	299.96
EBITDA 增长率	-51.78%	305.57%	46.83%	26.41%
净利润（百万）	28.88	108.50	146.56	181.87
净利润增长率	-57.53%	275.66%	35.08%	24.09%
ROE	2.92%	10.22%	12.19%	13.20%
EPS（元）	0.18	0.62	0.84	1.05
P/E	118.16	39.91	29.54	23.80
P/B	3.53	3.65	3.22	2.81
EV/EBITDA	81.16	26.89	19.61	14.86

表 1：公司总收入和分项收入预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>278.3</b>	<b>716.3</b>	<b>1017.0</b>	<b>1298.0</b>
营业成本	175.9	435.6	628.6	809.0
毛利率	36.8%	39.2%	38.2%	37.7%
<b>其中：环保工程收入</b>	<b>115.4</b>	<b>378.6</b>	<b>570.4</b>	<b>768.8</b>
成本	77.3	246.5	371.3	500.5
毛利率(%)	33.0%	34.9%	34.9%	34.9%
<b>环保设备收入</b>	<b>94.2</b>	<b>106.4</b>	<b>122.4</b>	<b>138.3</b>
成本	60.0	66.5	76.5	86.5
毛利率(%)	36.3%	37.5%	37.5%	37.5%
<b>运营服务收入</b>	<b>51.4</b>	<b>60.0</b>	<b>70.0</b>	<b>80.0</b>
成本	28.1	32.5	37.9	43.3
毛利率(%)	45.3%	45.9%	45.9%	45.9%
<b>技术服务收入</b>	<b>1.4</b>	<b>5.3</b>	<b>8.0</b>	<b>10.0</b>
成本	0.3	0.6	0.8	1.0
毛利率(%)	81.5%	89.6%	89.6%	89.6%
<b>BOT 项目收入</b>	<b>15.9</b>	<b>16.0</b>	<b>49.6</b>	<b>60.1</b>
成本	10.2	9.6	29.8	36.0
毛利率(%)	35.9%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>杭能环境收入</b>		<b>150.0</b>	<b>196.6</b>	<b>240.8</b>
杭能环境成本		80.0	112.3	141.7
毛利率(%)		46.6%	42.9%	41.1%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部预测



## 分析师介绍

**李俊松**：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2011 年新财富煤炭行业入围。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

## 报告贡献人

卢华权 010-85159292 luhuaquan@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622