

维尔利 (300190) 重大事项点评



增持计划彰显发展信心 订单充裕有望持续突破

中信证券研究部

2015年1月21日

王海旭

电话: 021-20262112

邮件: wanghx@citics.com

执业证书编号: S1010510120063

崔霖

电话: 021-20262124

邮件: cuil@citics.com

执业证书编号: S1010513080002

投资评级

增持 (维持)

当前价: 26.28 元

目标价: 29.90 元

事项:

公司公告部分董事、监事及高级管理人员计划在未来 12 个月增持公司股份, 合计金额不少于 9,500 万元。我们认为, 此次增持计划表明管理层对于公司发展前景的信心, 同时也显示目前股价具备较强安全边际。

评论:

增持计划凸显管理层信心与股价安全边际

此次公司蒋国良等四名高管计划在未来 12 个月内合计出资不少于 9,500 万元增持公司股份 (按现价计算约合 360 万股, 占总股本约 2%), 具体方式包括但不限于集中竞价和大宗交易。我们认为, 此次增持一方面表明管理层对于公司在渗滤液处理、餐厨垃圾、污水处理、生物质沼气利用等领域中的发展前景持乐观态度, 另一方面也显示出目前股价具备较强的安全边际。

此外, 公司于 2014 年 9 月完成对杭能环境 100% 股权的收购, 其中发行股份购买资产部分价格为 23.06 元/股, 募集配套资金价格为 26.00 元/股。与此相比, 也体现出公司目前股价 (26.28 元/股) 较强的安全边际。

表 1: 公司高管增持计划

姓名	职务	计划增持金额	增持前持有公司股份数量 (股)
蒋国良	董事、副总经理	不少于 2,800 万元	0
浦燕新	董事、副总经理	不少于 3,000 万元	294,240
周丽焯	董事、副总经理	不少于 2,500 万元	0
朱卫兵	监事	不少于 1,200 万元	0
合计		不少于 9,500 万元	294,240

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

订单多点开花, 有望持续突破

近年来, 随着公司业务领域逐步拓宽, 订单种类及金额亦不断增加。从 2014 年情况看, 公司公告的渗滤液、餐厨垃圾及污水处理 EPC/BOT 项目金额合计约 5.3 亿元。特别是 2014 年 11 月以来, 公司订单突破呈现较为密集态势, 2015 年 1 月又刚刚中标浙江富春污水处理 TOT+BOT 项目 (金额达 1.9 亿元)。展望未来, 在市政领域 PPP 模式不断推广背景下, 公司凭借良好资金及技术实力获取订单态势有望延续, 后续项目不断突破值得期待。

表 2: 公司 2014 年以来订单情况

项目地点	公告时间	信息来源	类型	模式	项目规模	单位	项目投资
江苏南京	2014-01	公司公告	渗滤液处理	EPC	800	吨/日	3,499
湖南浏阳	2014-03	公司公告	渗滤液处理	BOT	400	吨/日	3,000
福建宁德	2014-04	公司公告	餐厨垃圾	EPC			8,600
山东日照	2014-05	公司公告	餐厨垃圾	EPC			3,880
浙江温岭	2014-07	公司公告	渗滤液处理	BOT	400	吨/日	3,349
贵州赤水	2014-09	公司公告	污水处理	EPC			5,676
山西太原	2014-10	公司公告	渗滤液处理	EPC			2,280
浙江杭州	2014-11	公司公告	餐厨垃圾	EPC	200	吨/日	10,378
北京	2014-12	公司公告	渗滤液处理	EPC			5,553
辽宁沈阳	2014-12	公司公告	渗滤液处理	EPC	1,100	吨/日	6,987
浙江富春	2015-01	公司公告	污水处理	BOT			9,000
浙江富春	2015-01	公司公告	污水处理	TOT	6	万吨/日	10,000

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

风险提示

土地财政吃紧等因素或导致地方政府支付意愿或能力下降; 项目招标、建设进度慢于预期; 业绩季节性波动等。

维持“增持”评级

我们认为, 此次增持股份计划彰显管理层对公司未来发展信心, 目前股价亦具备较强安全边际, 而持续获取订单等有望成为后续潜在催化剂。维持公司 2014~2016 年 0.56/0.91/1.12 元的盈利预测不变, 目前股价对应 P/E 为 47/29/23 倍。综合考虑公司良好业绩成长性、项目有望不断突破、外延并购值得期待等因素, 结合行业平均估值水平, 给予公司 2015 年 33 倍 P/E, 对应目标价 29.9 元, 维持“增持”评级。

表 3: 维尔利盈利预测表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	355	278	727	1,101	1,325
增长率 YoY%	34.4	-21.5	161.3	51.4	20.3
净利润(百万元)	68	29	97	158	195
增长率 YoY%	42.5	-57.5	237.2	61.9	23.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.43	0.18	0.56	0.91	1.12
净资产收益率 ROE%	7.1	3.0	6.8	10.0	11.2
PE	61	143	47	29	23
PB	2.7	4.3	3.2	2.9	2.6

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2015 年 1 月 20 日收盘价

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	355	278	727	1,101	1,325
营业成本	212	176	488	731	883
毛利率	40.24%	36.80%	32.89%	33.62%	33.35%
营业税金及附加	8	6	15	22	25
营业费用	14	17	35	51	58
营业费用率	4.09%	5.96%	4.80%	4.60%	4.40%
管理费用	50	50	77	109	125
管理费用率	13.98%	17.94%	10.61%	9.93%	9.42%
财务费用	-21	-11	-15	-11	-2
财务费用率	-5.92%	-3.81%	-2.12%	-1.04%	-0.18%
投资收益	0	-1	2	3	3
营业利润	79	24	114	184	228
营业利润率	22.22%	8.50%	15.61%	16.76%	17.22%
营业外收入	1	9	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	80	32	115	185	229
所得税	12	3	17	28	34
所得税率	14.66%	10.30%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	68	29	97	158	195
净利率	19.18%	10.38%	13.39%	14.32%	14.70%
每股收益(元)(摊薄)	0.43	0.18	0.56	0.91	1.12

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	68	29	97	158	195
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	5	8	14	20	20
营运资金变动	-176	-96	-262	-325	-196
其他	13	9	-2	4	5
经营现金流	-90	-49	-152	-144	24
资本支出	-41	-160	-56	-142	-4
投资收益	0	-32	2	3	3
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-25	-10	0	0	0
投资现金流	-66	-202	-53	-139	-1
发行股票	0	0	389	0	0
负债变化	25	9	-3	177	59
股息支出	-16	-20	-15	-24	-29
其他	-21	0	15	11	2
融资现金流	-13	-10	387	165	33
现金净增加额	-170	-262	181	-119	56

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	478	212	394	275	331
存货	159	146	342	512	618
应收账款	283	291	510	772	929
其他流动资产	57	102	105	157	190
流动资产	976	751	1,350	1,716	2,068
固定资产	37	37	244	369	355
长期股权投资	25	31	31	31	31
无形资产	67	172	170	168	166
其他长期资产	27	189	25	25	25
非流动资产	156	428	470	593	577
资产总计	1,132	1,179	1,820	2,309	2,645
短期借款	0	5	0	175	233
应付账款	108	139	244	365	441
其他流动负债	66	46	114	172	209
流动负债	174	189	358	713	883
长期负债	0	8	8	8	8
其他长期负债	5	6	6	6	6
非流动性负债	5	14	14	14	14
负债合计	179	203	372	727	897
股本	98	157	174	174	174
资本公积	732	677	1,049	1,049	1,049
股东权益合计	953	966	1,438	1,572	1,738
少数股东权益	0	11	11	11	11
负债股东权益总计	1,132	1,179	1,820	2,309	2,645

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	34.4	-21.5	161.3	51.4	20.3
营业利润	44.8	-70.0	380.2	62.4	23.6
净利润	42.5	-57.5	237.2	61.9	23.5
利润率 (%)					
毛利率	40.2	36.8	32.9	33.6	33.4
EBITMargin	19.8	10.8	15.4	17.1	17.6
EBITDAMargin	21.4	13.8	17.3	18.9	19.1
净利率	19.2	10.4	13.4	14.3	14.7
回报率 (%)					
净资产收益率	7.1	3.0	6.8	10.0	11.2
总资产收益率	6.0	2.4	5.3	6.8	7.4
其他 (%)					
资产负债率	15.9	17.2	20.4	31.5	33.9
所得税率	14.7	10.3	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.4	0.3	0.5	0.6

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。