

维尔利 (300190.SZ)

综合治理平台多点发力，未来高增长无忧

● 15 年净利同比增长 25%，一季度净利润预增 50%-80%

公司 15 年实现营业收入 9.61 亿元，同比增长 47.70%；归属于上市公司股东净利润 1.21 亿元，同比增长 25.49%；每股收益 0.35 元。公司研发费用同比增加 1486 万元、借款增加等因素导致期间费用及减值损失同比增长 68%，拖累利润增速。预计 16 年 1 季度实现归母净利润 1937-2323 万，同比增长 50%-80%。

● 工程收入大增 72%，在手订单充足

分业务来看，环保工程实现收入 8.03 亿元，同比大幅增长 72.1%；BOT 项目运营收入 0.49 亿元，同比增长 55%。报告期内，母公司新增渗滤液、餐厨、污水订单 12.65 亿元，子公司杭能、埃瑞克、汇恒新增订单 1.99 亿、0.43 亿元和 0.13 亿元，订单合计超过 15 亿元，同比增长 20%。

● 综合治理平台多点发力，未来高增长无忧

公司先后收购汇恒环保、杭能环境等，并拓展餐厨垃圾处理、生活垃圾综合处理、沼气工程、水处理等业务，转型成为环境治理综合平台。一方面，公司收购敦化项目进军垃圾焚烧领域、承接金坛市供水 PPP 项目等外延拓展，提供新的利润增长点。另外餐厨垃圾方面，公司研发的自动分选+固液分离+厌氧消化技术在常州餐厨项目中运营高效稳定，目前已获 5 个餐厨项目，餐厨样板工程将加快异地复制。

● 增发获批在即，资金到位助力公司成长

考虑增发摊薄，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.60、0.84、1.08 元，对应 PE 为 31X、22X、17X。公司拟非公开发行不超过 6000 万股，募资不超过 12 亿元（不锁价，足额募集对应 20 元/股），已获证监会通过，预期资金到位后将推动垃圾焚烧、PPP 等项目推进；公司垃圾焚烧业务、餐厨项目有望进一步拓展并贡献业绩，给予“买入”评级。

● 风险提示：餐厨垃圾项目进展不及预期，新领域拓展不及预期

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	650.59	960.91	2,133.68	2,839.66	3,475.60
增长率(%)	133.77%	47.70%	122.05%	33.09%	22.39%
EBITDA(百万元)	121.72	203.98	379.33	489.01	618.49
净利润(百万元)	96.07	120.56	245.39	342.21	441.51
增长率(%)	232.63%	25.49%	103.54%	39.46%	29.01%
EPS（元/股）	0.552	0.346	0.601	0.839	1.082
市盈率（P/E）	46.06	70.11	31.03	22.25	17.25
市净率（P/B）	2.99	5.33	2.51	2.26	2.00
EV/EBITDA	34.74	42.47	19.80	16.10	13.28

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

18.91 元

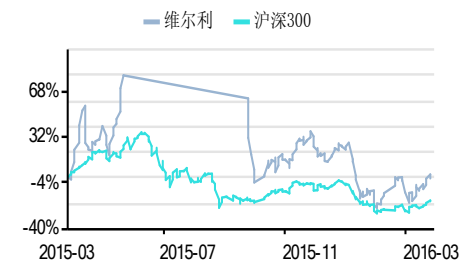
前次评级

买入

报告日期

2016-03-27

相对市场表现



分析师：郭 鹏 S0260514030003



02160750611



guopeng@gf.com.cn

分析师：陈子坤 S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：安 鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

相关研究：

维尔利 (300190.SZ)：业绩 2015-11-04
增长 84%，再融资将助力成长
提速

维尔利 (300190.SZ)：订单 2015-08-02
充裕保增长，紧密关注增发进
程

联系人：邱长伟 02160750631

qiuchangwei@gf.com.cn

资产负债表	单位：百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1049	1404	3672	3935	4307
货币资金	224	354	1229	861	625
应收及预付	489	560	1435	1846	2125
存货	337	490	1008	1228	1557
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	923	1373	1705	1969	2259
长期股权投资	6	86	116	116	116
固定资产	221	226	210	196	181
在建工程	19	30	70	110	140
无形资产	670	1020	1298	1538	1812
其他长期资产	8	11	10	10	10
资产总计	1972	2778	5376	5904	6566
流动负债	450	962	2180	1691	2149
短期借款	20	402	969	152	256
应付及预收	424	527	1188	1516	1870
其他流动负债	5	33	23	23	23
非流动负债	27	205	131	943	943
长期借款	3	131	131	143	143
应付债券	0	0	0	800	800
其他非流动负债	24	75	0	0	0
负债合计	477	1167	2311	2634	3092
股本	174	348	408	408	408
资本公积	1095	922	2062	2062	2062
留存收益	212	316	561	903	1345
归属母公司股东权	1482	1585	3031	3373	3814
少数股东权益	13	25	35	50	68
负债和股东权益	1972	2778	5376	6056	6974

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	651	961	2134	2840	3476
营业成本	421	633	1431	1895	2325
营业税金及附加	17	19	34	45	59
销售费用	24	23	53	85	104
管理费用	85	108	277	369	417
财务费用	-5	13	34	31	36
资产减值损失	-5	23	12	4	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0	0
营业利润	112	143	293	411	532
营业外收入	2	7	2	2	2
营业外支出	1	1	1	3	5
利润总额	113	149	294	410	529
所得税	15	22	38	53	69
净利润	99	127	256	356	460
少数股东损益	3	7	10	14	18
归属母公司净利润	96	121	245	342	442
EBITDA	122	204	379	489	618
EPS（元）	0.55	0.35	0.60	0.84	1.08

现金流量表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	40	52	-397	152	312
净利润	99	127	256	356	460
折旧摊销	18	26	41	44	48
营运资金变动	-74	-135	-745	-306	-257
其它	-3	34	51	57	60
投资活动现金流	-160	-428	-373	-310	-341
资本支出	-41	-380	-343	-310	-341
投资变动	-117	-104	-30	0	0
其他	-1	55	0	0	0
筹资活动现金流	122	479	1645	-210	-207
银行借款	20	572	567	-957	-152
债券融资	-10	-36	-84	800	0
股权融资	148	3	1200	0	0
其他	-37	-61	-39	-53	-55
现金净增加额	2	103	875	-368	-236
期初现金余额	212	224	354	1229	861
期末现金余额	214	326	1229	861	625

主要财务比率					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	133.8	47.7	122.0	33.1	22.4
营业利润增长	375.2	26.9	105.4	40.3	29.4
归属母公司净利润增长	232.6	25.5	103.5	39.5	29.0
获利能力(%)					
毛利率	35.2	34.1	32.9	33.3	33.1
净利率	15.2	13.2	12.0	12.6	13.2
ROE	6.5	7.6	8.1	10.1	11.6
ROIC	7.0	8.8	10.3	10.9	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	24.2	42.0	43.0	43.5	44.3
净负债比率	-0.1	0.1	-	0.1	0.2
流动比率	2.33	1.46	1.68	2.33	2.00
速动比率	1.49	0.92	1.17	1.52	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.40	0.52	0.50	0.56
应收账款周转率	1.94	2.33	1.83	1.84	1.97
存货周转率	1.75	1.53	1.43	1.56	1.51
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.35	0.60	0.84	1.08
每股经营现金流	0.23	0.15	-0.97	0.37	0.76
每股净资产	8.51	4.55	7.43	8.26	9.35
估值比率					
P/E	46.1	70.1	31.0	22.3	17.2
P/B	3.0	5.3	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	34.7	42.5	19.8	16.1	13.3

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：资深分析师，华中科技大学工学硕士，2015 年新财富环保行业第一名，4 年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈子坤：资深分析师，金融学硕士，4 年中国再生金属分会工作经历，2015 年新财富环保行业第一名（团队）、有色金属行业第二名（团队），2013 年、2014 年新财富、金牛奖、水晶球评选有色金属行业第一名（团队）。
- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015 年新财富煤炭行业第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2015 年新财富环保行业第一名（团队）。
- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015 年新财富煤炭行业第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2015 年新财富环保行业第一名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。