

维尔利 (300190.SZ)

与国投生态签署合作协议，固废协作有望深化

核心观点:

- **与国投生态签署战略合作框架协议。**公司公告与国投生态（国家开发投资集团全资子公司，注册资本 50 亿元）签署战略合作框架协议，双方将在固废处置（包括但不限于有机固废、建筑垃圾资源化、医废及工业固废、再生资源利用、环卫等领域）展开合作。
- **央企国企加大环保投资，利于公司转向轻资产模式。**2018 年以来，国企央企通过入股、控股、合资等与民营企业合作的方式加大在环保领域的投资。2020 年 4 月，公司与国投生态共同投资承建了上海市闵行区马桥再生资源化利用 PPP 项目（总投资 5.8 亿元），此次战略合作框架协议签署，有望增强公司拿单能力并转向轻资产运营模式。
- **垃圾分类将全面推广，湿垃圾订单有望快速增长。**公司聚焦于“湿垃圾”（有机废弃物）处置领域。按照住建部政策规划，2020 年 46 个重点城市、2025 年 337 个地级及以上城市要基本建成生活垃圾分类处理系统，我们预计 2020 年和 2025 年市场空间分别为 115/1786 亿元。7 月 31 日《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》出台，湿垃圾处置需求向好，我们预计湿垃圾订单有望快速增长。
- **垃圾分类促进湿垃圾处置需求释放，给予“买入”评级。**我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.0/5.4/6.9 亿元。公司专注于“湿垃圾”领域研发和市场开拓，在渗滤液新建+改造升级、餐厨垃圾等多个领域优势显著。未来几年垃圾分类有望全面推广，公司已在上海地区证明其技术和市场能力，预计 2020-2022 年新增订单复合增速超过 30%。参考可比公司估值和公司业绩增速，给予 2020 年 PE 估值 22 倍，对应公司合理价值 11.34 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**商誉减值的风险；垃圾分类项目招标进度低于预期的风险；渗滤液招标低于预期的风险。

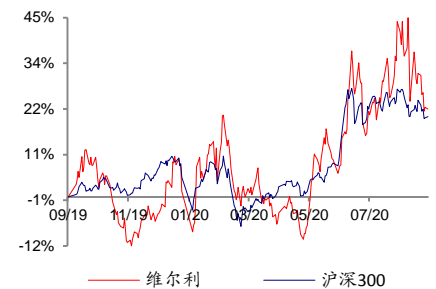
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,065	2,731	3,484	4,705	6,169
增长率 (%)	45.6	32.2	27.6	35.1	31.1
EBITDA (百万元)	465	643	727	831	1,112
归母净利润 (百万元)	232	317	404	538	691
增长率 (%)	67.5	36.3	27.6	33.0	28.5
EPS (元/股)	0.29	0.40	0.52	0.69	0.88
市盈率 (P/E)	17.24	17.00	16.67	12.53	9.75
ROE (%)	6.4	8.1	9.4	11.1	12.5
EV/EBITDA	9.54	9.68	10.94	10.00	7.77

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	8.62 元
合理价值	11.34 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-28

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

邱长伟



SAC 执证号: S0260517080016

SFC CE No. BOE192



021-60750631



qiuchangwei@gf.com.cn

相关研究:

维尔利 (300190.SZ): 二季度 2020-08-26

业绩增长 38%，垃圾分类促进湿垃圾需求释放

维尔利 (300190.SZ): 餐厨项 2020-08-18

目再落地，垃圾分类政策助力湿垃圾 EPC 建设

维尔利 (300190.SZ): 二季度 2020-07-16

归母净利润预增 30%-50%，关注湿垃圾订单落地

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,809	4,354	5,111	6,737	8,711	经营活动现金流	246	195	340	317	398
货币资金	1,103	819	698	798	975	净利润	247	321	420	558	712
应收及预付	1,280	1,571	1,974	2,689	3,514	折旧摊销	114	201	215	155	249
存货	1,180	1,609	2,055	2,794	3,679	营运资金变动	-211	-448	-357	-477	-666
其他流动资产	247	355	384	455	543	其它	97	121	62	80	104
非流动资产	3,404	3,750	4,192	4,628	5,004	投资活动现金流	-253	-531	-657	-591	-624
长期股权投资	102	170	170	170	170	资本支出	-536	-546	-657	-591	-624
固定资产	559	658	708	834	859	投资变动	266	-82	0	0	0
在建工程	312	423	557	679	807	其他	17	97	0	0	0
无形资产	1,295	1,412	1,670	1,857	2,080	筹资活动现金流	-169	169	196	374	403
其他长期资产	1,136	1,088	1,088	1,088	1,088	银行借款	893	1,162	260	454	507
资产总计	7,213	8,105	9,303	11,365	13,715	股权融资	33	4	-2	0	0
流动负债	2,377	3,288	4,069	5,573	7,210	其他	-1,095	-998	-62	-80	-104
短期借款	533	585	846	1,300	1,807	现金净增加额	-175	-165	-121	100	177
应付及预收	1,418	1,744	2,092	2,959	3,871	期初现金余额	943	768	819	698	798
其他流动负债	426	959	1,132	1,313	1,532	期末现金余额	768	602	698	798	975
非流动负债	1,111	808	808	808	808						
长期借款	920	585	585	585	585						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	191	222	222	222	222						
负债合计	3,489	4,095	4,877	6,380	8,018						
股本	814	784	782	782	782						
资本公积	2,136	2,136	2,136	2,136	2,136						
留存收益	696	974	1,378	1,916	2,607						
归属母公司股东权益	3,619	3,897	4,299	4,837	5,528						
少数股东权益	105	112	128	148	169						
负债和股东权益	7,213	8,105	9,303	11,365	13,715						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,065	2,731	3,484	4,705	6,169
营业成本	1,393	1,898	2,425	3,296	4,340
营业税金及附加	17	18	32	38	49
销售费用	105	115	160	218	290
管理费用	132	167	238	322	422
研发费用	67	90	117	155	204
财务费用	36	50	62	80	104
资产减值损失	61	-24	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	-1	0	0	0
营业利润	283	366	487	643	820
营业外收支	1	3	0	0	0
利润总额	283	369	487	643	820
所得税	36	47	67	84	109
净利润	247	321	420	558	712
少数股东损益	15	5	16	21	21
归属母公司净利润	232	317	404	538	691
EBITDA	465	643	727	831	1,112
EPS (元)	0.29	0.40	0.52	0.69	0.88

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	45.6%	32.2%	27.6%	35.1%	31.1%
营业利润增长	51.4%	29.4%	32.9%	32.1%	27.7%
归母净利润增长	67.5%	36.3%	27.6%	33.0%	28.5%
获利能力					
毛利率	32.6%	30.5%	30.4%	29.9%	29.6%
净利率	12.0%	11.8%	12.0%	11.9%	11.5%
ROE	6.4%	8.1%	9.4%	11.1%	12.5%
ROIC	5.8%	6.8%	7.0%	8.0%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	48.4%	50.5%	52.4%	56.1%	58.5%
净负债比率	93.7%	102.1%	110.2%	128.0%	140.7%
流动比率	1.60	1.32	1.26	1.21	1.21
速动比率	1.05	0.78	0.70	0.65	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.34	0.37	0.41	0.45
应收账款周转率	1.93	2.09	2.15	2.12	2.13
存货周转率	1.75	1.70	1.70	1.68	1.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.29	0.40	0.52	0.69	0.88
每股经营现金流	0.30	0.25	0.43	0.41	0.51
每股净资产	4.45	4.97	5.50	6.19	7.07
估值比率					
P/E	17.24	17.00	16.67	12.53	9.75
P/B	1.11	1.38	1.57	1.39	1.22
EV/EBITDA	9.54	9.68	10.94	10.00	7.77

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。