

# 维尔利 (300190)

证券研究报告

2019年06月14日

## 垃圾分类推广催生湿垃圾处理市场，公司大有可为

**事件：**近日，针对垃圾分类的一系列政策出台。6月3日，习近平总书记对垃圾分类工作作出重要指示；6月5日国务院常务会议通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）》；6月6日，住房和城乡建设部等9部门在46个重点城市先行先试的基础上，印发《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》；上海市于2019年1月通过的《上海市生活垃圾管理条例》将于7月1日正式开始实施。

**点评：**垃圾分类重视程度空前，可行性高，进入发展新阶段。习总书记指出，推行垃圾分类，要因地制宜，把工作做细做实，持之以恒抓下去。在国务院审核通过固废法草案后，决定将草案提请全国人大常委会审议，也就意味着生活垃圾分类有望首次立法。同时，在住建部印发的《通知》中，对于生活垃圾分类的目标分为2020/2022/2025年三个时间点，到2020年考核46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，2025年考核范围才覆盖全国地级及以上城市，力图将生活垃圾分类工作落到实处。

**“干湿分离”是关键词，湿垃圾处理设施必不可少。**根据上海分类标准，生活垃圾分为可回收物、有害垃圾、湿垃圾和干垃圾。其中湿垃圾包括餐厨垃圾/厨余垃圾等易腐垃圾，根据前瞻产业研究院测算，2018年，全国餐厨垃圾产生量达到10800万吨，即使根据十三五规划，餐厨垃圾处理能力达到3.44万吨/日，处理率也仅为12%，大量的餐厨垃圾并未得到处理，更不用说居民端产生的厨余垃圾。**仅上海市，到2020年就存在几千吨/日的处理需求。**2018年上海市湿垃圾分离量为4400吨/日，如果市内全面实行垃圾分类，湿垃圾分离量可能有更大的增长，而到目前湿垃圾处理设施实际投运规模极小，老港（1000吨/日）/松江（500吨/日）等共计3350吨/日的项目均还在建设期，根据上海绿化市容局发布的三年行动计划，到2020年湿垃圾资源化利用能力达7000吨/日，仍有较大的处理缺口。

**公司是湿垃圾处理稀缺标的，中标上海松江项目设备，技术过硬且经验丰富。**由于湿垃圾热值低，采用焚烧方法处理成本高、效益低，因此只能走其它处理路径。在餐厨垃圾方面，公司自行开发以厌氧消化为主体的处理技术，自2013年中标常州餐厨示范项目以来，已在西安、绍兴、杭州等地区承接超过20项餐厨垃圾处理项目工程，2018年新增订单3.17亿元；在厨余垃圾方面，公司在引入德国技术的基础上新开发出EMBT技术，通过机械分选、淋滤、厌氧等工艺组合对厨余垃圾进行处理，目前公司采用EMBT技术建设的第一个绍兴厨余项目已投入运行，而且公司在2018年9月中标上海松江湿垃圾资源化处理工程中的设备，金额为1.15亿元。由此可见，公司技术在上海、浙江地区已获得市场认同。

**盈利预测：**我们预计公司2019-2021年净利润为4/5.06/6.04亿元，对应PE为12/9/8倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策推进不及预期、市场竞争激烈、订单获取不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,417.77	2,064.84	2,915.56	3,906.85	4,766.36
增长率(%)	83.30	45.64	41.20	34.00	22.00
EBITDA(百万元)	267.97	479.01	617.90	740.68	841.71
净利润(百万元)	138.70	232.37	400.35	505.87	603.78
增长率(%)	49.54	67.53	72.29	26.36	19.35
EPS(元/股)	0.18	0.30	0.51	0.65	0.77
市盈率(P/E)	34.36	20.51	11.90	9.42	7.89
市净率(P/B)	1.32	1.32	1.19	1.05	0.94
市销率(P/S)	3.36	2.31	1.63	1.22	1.00
EV/EBITDA	21.23	9.14	10.13	6.79	6.28

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 公用事业/环保工程及服务

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 6.08元

目标价格 元

### 基本数据

A股总股本(百万股) 783.78

流通A股股本(百万股) 714.83

A股总市值(百万元) 4,765.41

流通A股市值(百万元) 4,346.17

每股净资产(元) 4.71

资产负债率(%) 48.24

一年内最高/最低(元) 7.22/4.50

### 作者

于夕朦 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518050001  
yuximeng@tfzq.com

何文雯 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516120002  
hewenwen@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《维尔利-季报点评:并购进入工业环保领域，沼气工程布局将进入收获期》2017-10-25
- 《维尔利-半年报点评:在建工程转化迎业绩拐点，转型业务订单丰厚》2017-08-20

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,023.55	1,102.67	233.24	312.55	381.31
应收票据及应收账款	947.58	1,155.18	2,161.48	1,823.47	3,038.17
预付账款	70.69	124.62	135.60	207.77	235.59
存货	982.82	1,179.84	1,823.77	1,898.95	2,192.91
其他	498.81	196.58	488.53	380.53	575.21
<b>流动资产合计</b>	<b>3,523.45</b>	<b>3,758.88</b>	<b>4,842.63</b>	<b>4,623.27</b>	<b>6,423.19</b>
长期股权投资	31.02	101.66	101.66	101.66	101.66
固定资产	435.79	558.88	678.31	764.22	817.02
在建工程	155.38	311.63	222.98	181.79	139.07
无形资产	896.28	1,295.39	1,241.91	1,188.43	1,134.94
其他	1,097.73	1,136.23	1,087.61	1,096.23	1,104.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,616.19</b>	<b>3,403.79</b>	<b>3,332.47</b>	<b>3,332.32</b>	<b>3,297.61</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,139.64</b>	<b>7,212.67</b>	<b>8,191.76</b>	<b>7,977.81</b>	<b>9,750.43</b>
短期借款	277.51	533.00	559.69	354.23	642.12
应付票据及应付账款	720.93	1,218.36	1,796.49	1,936.87	2,839.28
其他	420.25	630.28	507.07	775.43	722.59
<b>流动负债合计</b>	<b>1,418.68</b>	<b>2,381.64</b>	<b>2,863.25</b>	<b>3,066.53</b>	<b>4,203.99</b>
长期借款	682.76	920.01	938.59	0.00	52.33
应付债券	198.91	0.00	132.34	110.42	80.92
其他	96.40	186.95	121.02	134.79	147.59
<b>非流动负债合计</b>	<b>978.07</b>	<b>1,106.95</b>	<b>1,191.95</b>	<b>245.21</b>	<b>280.83</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,396.75</b>	<b>3,488.59</b>	<b>4,055.20</b>	<b>3,311.74</b>	<b>4,484.82</b>
少数股东权益	133.52	105.10	120.38	144.02	173.72
股本	452.28	814.11	783.78	783.78	783.78
资本公积	2,644.43	2,135.64	2,135.64	2,135.64	2,135.64
留存收益	3,153.70	2,832.05	3,232.40	3,738.27	4,308.11
其他	(2,641.03)	(2,162.82)	(2,135.64)	(2,135.64)	(2,135.64)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,742.90</b>	<b>3,724.08</b>	<b>4,136.56</b>	<b>4,666.07</b>	<b>5,265.61</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,139.64</b>	<b>7,212.67</b>	<b>8,191.76</b>	<b>7,977.81</b>	<b>9,750.43</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	144.17	247.01	400.35	505.87	603.78
折旧摊销	74.95	113.63	82.70	88.76	93.40
财务费用	52.05	51.73	56.29	37.76	18.19
投资损失	(1.32)	(7.44)	(2.87)	(2.87)	(2.87)
营运资金变动	(535.48)	227.98	(1,490.28)	704.49	(880.54)
其它	330.84	(386.81)	15.28	23.64	29.70
<b>经营活动现金流</b>	<b>65.22</b>	<b>246.10</b>	<b>(938.52)</b>	<b>1,357.66</b>	<b>(138.34)</b>
资本支出	1,016.20	745.81	125.92	66.23	37.20
长期投资	(27.33)	70.64	0.00	0.00	0.00
其他	(1,764.79)	(1,069.25)	(149.72)	(148.92)	(91.74)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(775.92)</b>	<b>(252.80)</b>	<b>(23.80)</b>	<b>(82.69)</b>	<b>(54.54)</b>
债权融资	1,212.89	1,533.09	1,685.42	527.52	841.29
股权融资	683.50	(214.02)	(59.44)	(37.76)	(18.19)
其他	(1,662.94)	(1,488.44)	(1,533.09)	(1,685.42)	(561.46)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>233.46</b>	<b>(169.37)</b>	<b>92.89</b>	<b>(1,195.67)</b>	<b>261.64</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(477.25)</b>	<b>(176.07)</b>	<b>(869.42)</b>	<b>79.30</b>	<b>68.76</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,417.77</b>	<b>2,064.84</b>	<b>2,915.56</b>	<b>3,906.85</b>	<b>4,766.36</b>
营业成本	967.61	1,392.64	2,002.41	2,701.98	3,347.89
营业税金及附加	17.22	17.37	30.90	79.70	100.09
营业费用	63.52	104.65	145.78	195.34	238.32
管理费用	163.23	131.68	173.48	245.35	292.18
研发费用	0.00	67.23	0.00	0.00	0.00
财务费用	23.41	36.48	56.29	37.76	18.19
资产减值损失	14.43	61.20	30.66	35.43	42.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.32	8.59	2.87	2.87	2.87
其他	(19.70)	(37.69)	(5.73)	(5.73)	(5.73)
<b>营业利润</b>	<b>186.73</b>	<b>282.69</b>	<b>478.91</b>	<b>614.16</b>	<b>730.13</b>
营业外收入	4.08	4.47	7.29	5.28	5.68
营业外支出	20.18	3.76	8.46	10.80	7.67
<b>利润总额</b>	<b>170.63</b>	<b>283.39</b>	<b>477.73</b>	<b>608.63</b>	<b>728.14</b>
所得税	26.46	36.39	62.11	79.12	94.66
<b>净利润</b>	<b>144.17</b>	<b>247.01</b>	<b>415.63</b>	<b>529.51</b>	<b>633.48</b>
少数股东损益	5.46	14.64	15.28	23.64	29.70
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>138.70</b>	<b>232.37</b>	<b>400.35</b>	<b>505.87</b>	<b>603.78</b>
每股收益(元)	0.18	0.30	0.51	0.65	0.77

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	83.30%	45.64%	41.20%	34.00%	22.00%
营业利润	110.58%	51.39%	69.41%	28.24%	18.88%
归属于母公司净利润	49.54%	67.53%	72.29%	26.36%	19.35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.75%	32.55%	31.32%	30.84%	29.76%
净利率	9.78%	11.25%	13.73%	12.95%	12.67%
ROE	3.84%	6.42%	9.97%	11.19%	11.86%
ROIC	7.91%	7.16%	11.66%	10.30%	13.60%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	39.04%	48.37%	49.50%	41.51%	46.00%
净负债率	5.06%	11.56%	35.11%	4.61%	8.74%
流动比率	2.48	1.60	1.70	1.51	1.53
速动比率	1.79	1.10	1.06	0.90	1.01
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.87	1.96	1.76	1.96	1.96
存货周转率	1.71	1.91	1.94	2.10	2.33
总资产周转率	0.27	0.31	0.38	0.48	0.54

每股指标(元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.18	0.30	0.51	0.65	0.77
每股经营现金流	0.08	0.31	-1.20	1.73	-0.18
每股净资产	4.61	4.62	5.12	5.77	6.50
<b>估值比率</b>					
市盈率	34.36	20.51	11.90	9.42	7.89
市净率	1.32	1.32	1.19	1.05	0.94
EV/EBITDA	21.23	9.14	10.13	6.79	6.28
EV/EBIT	29.46	11.97	11.69	7.72	7.07

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com