

方正证券研究所证券研究报告

维尔利(300190)

公司研究

公用事业行业

公司财报点评

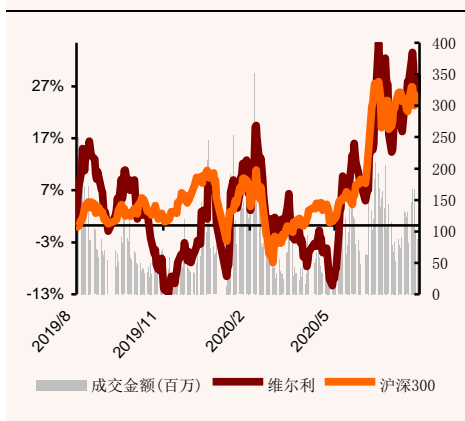
2020.08.27/强烈推荐(首次覆盖)

分析师：王宁
 执业证书编号：S1220520060002
 E-mail wangning2@foundersc.com

事件描述

2020H1 公司实现营收 12.86 亿元，同比增长 14.65%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 4.09%。

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

财报点评

2020H1 工程收入增速较高，Q2 业绩改善明显。上半年公司工程收入为 8.2 亿元，同比增长 20.17%；设备收入为 2.11 亿元，同比增长 3.64%，其他（含运营、节能、设计技术服务）收入合计为 2.55 亿元，同比增长 8.02%。工程收入是营收增长的最主要来源。随着疫情好转，公司生产经营进度逐步恢复，二季度经营业绩明显改善。2020Q2 公司营业收入为 7.65 亿元，同比增长 17.87%；归母净利润为 1.15 亿元，同比增长 36.9%，基本恢复 2019Q2 的增速。

新增订单规模略有下降，在手订单充足。2020H1 公司新增工程类订单 46 个，金额合计 7.96 亿元，较去年同期下降 21.81%；新增特许工程类订单 2 个，金额合计 2.60 亿元，较去年同期增长 34.02%。公司期末在手工程类订单金额 15.20 亿元，特许经营类订单未完成投资金额合计 7.46 亿元；在手订单充足。

毛利率略有下降，筹资性现金流大幅增长。由于毛利率较低的工程收入占比增加，公司 2020H1 毛利率为 29.22%，同比下降 3.49pct。2020 年 4 月，公司发行可转债 9.17 亿元，进一步提升负债规模。2020H1 公司资产负债率为 54.06%，较 2019 年同期上升 5.78pct；财务费用同比上升 30.77%至 0.34 亿元；筹资性净现金流同比增加 8.26 亿元至 9.01 亿元。由于公司整体财务费用规模仍然较小，财务费用率变动幅度明显小于财务费用增加幅度；2020H1 财务费用率同比上升 0.35pct 至 2.67%。

投资评级与估值：预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 4.05/5.08/6.39 亿元，对应 PE 为 19/15/12 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：在建项目落地进度不及预期；毛利率下滑风险；新冠肺炎疫情导致业绩下滑风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2730.65	3343.88	4432.37	5549.18
(+/-) (%)	32.24	22.46	32.55	25.20
净利润	316.71	404.73	507.53	639.38
(+/-) (%)	36.30	27.79	25.40	25.98
EPS(元)	0.40	0.52	0.65	0.82
P/E	23.66	18.51	14.76	11.72

数据来源：wind 方正证券研究所

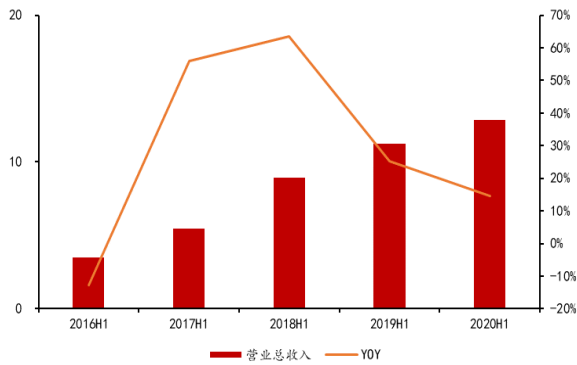
相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1 营收同比增长 14.65%，净利润同比增长 4.09%

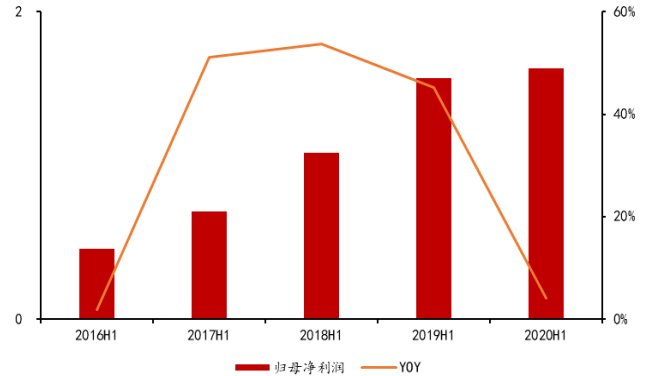
2020H1 公司实现营收 12.86 亿元，同比增长 14.65%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 4.09%。2020H1，公司新开工项目增加，部分新签订单达到收入确认节点，可结算的收入较上年同期有较大增长。公司发行可转债，财务费用明显上升，致使净利润增速低于营收增速。

图表1： 2016H1-2020H1 营收及同比增速



资料来源：Wind, 方正证券研究所

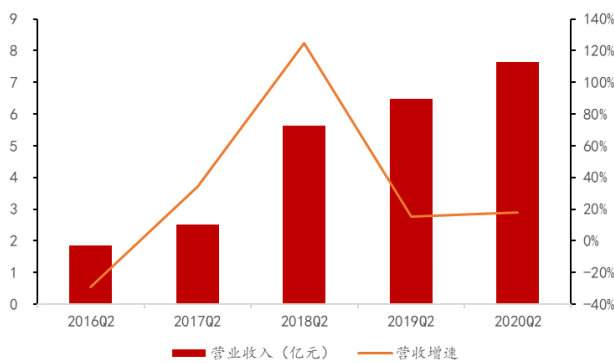
图表2： 2016H1-2020H1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 方正证券研究所

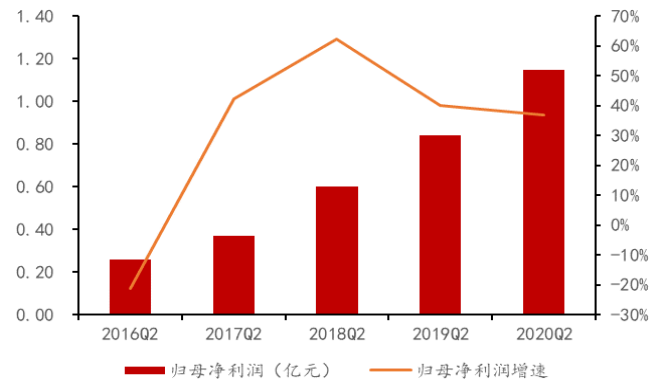
Q2 营收、净利润增速明显回升。受疫情影响，2020Q1 公司实现营收 5.21 亿元，同比增长 10.15%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比下降 34.25%。随着疫情好转，公司生产经营进度逐步恢复，二季度经营业绩明显改善。2020Q2 公司营业收入为 7.65 亿元，同比增长 17.87%；归母净利润为 1.15 亿元，同比增长 36.9%，基本恢复 2019Q2 的增速。

图表3： 2016Q2-2020Q2 营收及同比增速



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表4： 2016Q2-2020Q2 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 方正证券研究所

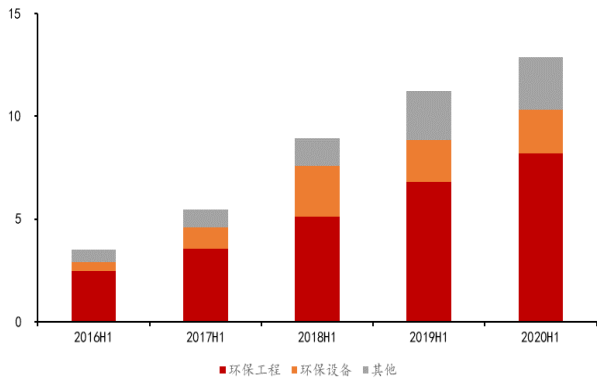
2 工程收入增速较高，期末在手订单充足

2.1 2020H1 工程收入增速较高，Q2 业绩改善明显

2020H1 工程收入增速较高，是营收增长的最主要来源。上半年公司工程收入为 8.2 亿元，同比增长 20.17%；设备收入为 2.11 亿元，同比增长 3.64%，其他（含运营、节能、设计技术服务）收入合计为 2.55

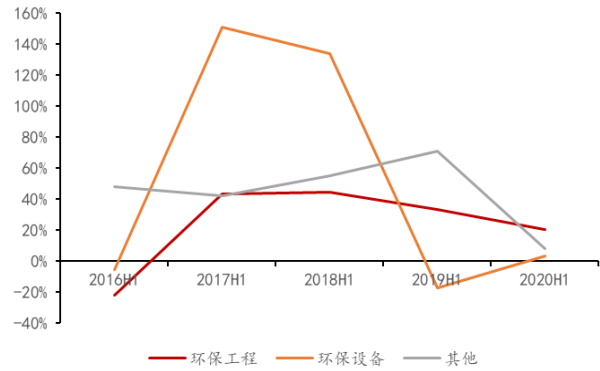
亿元，同比增长 8.02%。工程收入是营收增长的最主要来源。

图表 5: 2016H1-2020H1 各版块营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

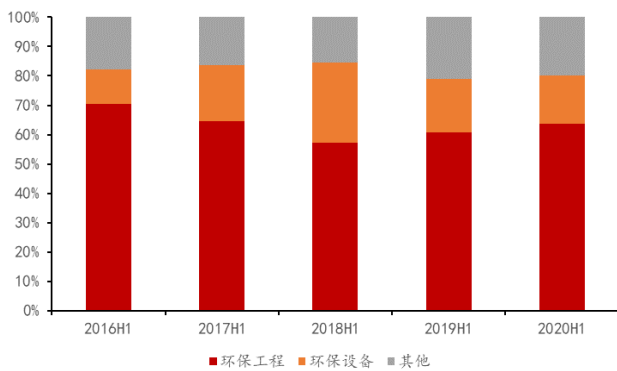
图表 6: 2016H1-2020H1 各版块营收增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

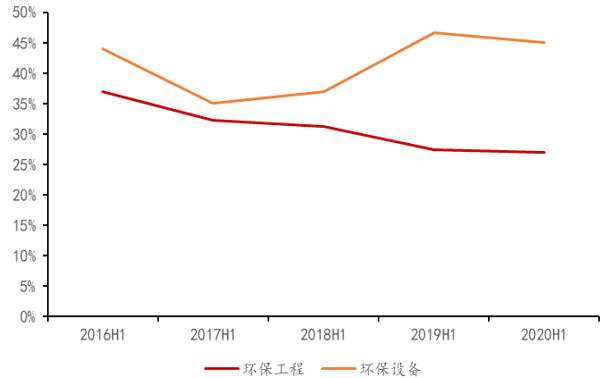
2020H1, 随着工程量的提升, 工程收入占营收比例同比上升 2.95pct 达 63.76%。2020H1 工程业务毛利率为 27.03%, 同比下降 0.33pct, 延续下降趋势。

图表 7: 2016H1-2020H1 各版块营收占比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 8: 2016H1-2020H1 各版块毛利率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.2 新增订单规模略有下降, 期末在手订单充足

2020H1 新增订单规模同比略有下降, 期末在手订单充足。2020H1 公司新增工程类订单 46 个, 金额合计 7.96 亿元, 较去年同期下降 21.81%; 新增特许工程类订单 2 个, 金额合计 2.60 亿元, 较去年同期增长 34.02%。公司期末在手工程类订单金额 15.20 亿元, 特许经营类订单未完成投资金额合计 7.46 亿元; 在手订单充足。

图表 9：工程类订单新增及执行情况

年份	新增订单		期末在手订单	
	数量	金额(亿元)	数量	未确认收入金额(亿元)
2016H1	19	4.60	64	6.37
2017H1	19	2.69	70	5.89
2018H1	30	7.82	106	14.03
2019H1	27	10.18	129	18.90
2020H1	49	7.96	161	15.20

资料来源：Wind、方正证券研究所

图表 10：特许经营类订单新增及执行情况

年份	新增订单		尚未执行订单		处于施工期订单		处于运营期订单	
	数量	金额(亿元)	数量	投资金额(万元)	数量	未完成投资金额(万元)	数量	运营收入(万元)
2016H1	1	0.36	2	6.44	6	2.11	6	0.39
2017H1	2	2.11	2	2.11	7	7.01	33	0.79
2018H1	2	1.50	0	0	10	8.32	30	1.04
2019H1	2	1.94	0	0	1	0.22	27	1.85
2020H1	2	2.60	0	0	11	7.46	28	1.87

资料来源：Wind、方正证券研究所

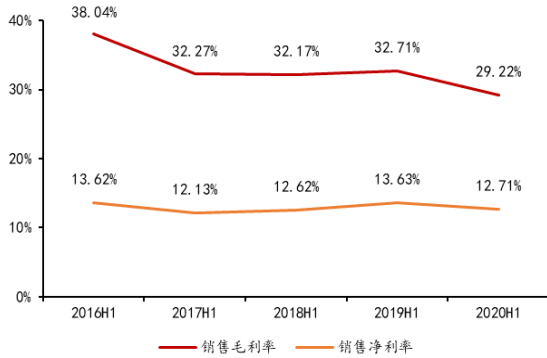
加强与央企、地方国资平台合作。2020H1，公司继续加强与央企、地方国资平台等战略合作伙伴在业务拓展方面的合作；公司与国投生态环境投资发展有限公司、上海建工七建集团有限公司共同投资承接了上海市闵行区马桥再生资源化利用 PPP 项目；与中交上海航道局有限公司签订了《合作备忘录》，双方将在长三角及长江中上游地区展开更多的项目合作。

3 财务分析：毛利率略有下降，筹资性现金流大幅增长

3.1 毛利率略有下降，ROE 小幅下降

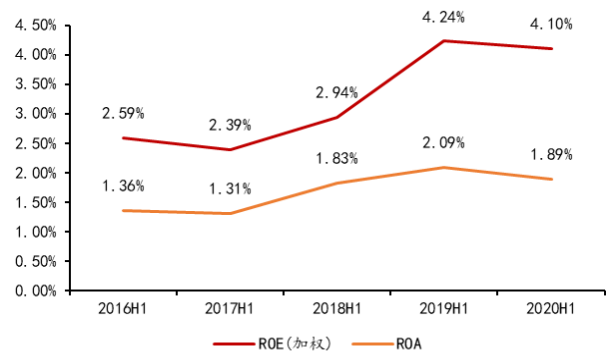
由于毛利率较低的工程收入占比增加，公司 2020H1 毛利率为 29.22%，同比下降 3.49pct；净利率为 12.71%，同比下降 0.92pct。受净利率下滑影响，2020H1 公司 ROE/ROA 均小幅下降，2020H1 分别为 4.10%/1.89%，分别同比下降 0.14/0.20pct。

图表 11: 2016H1-2020H1 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 12: 2016H1-2020H1 ROA、ROE



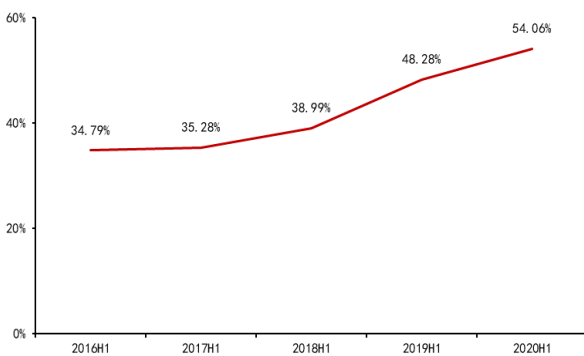
资料来源: Wind, 方正证券研究所

3.2 资产负债率连续两年提升, 筹资性现金流大幅增长

资产负债率继续上升。随着建设项目的推进, 公司融资规模扩大。报告期末, 公司短期借款余额为 9.05 亿元, 较 2019 年同期增加 1.64 亿元; 2020 年 4 月, 公司发行可转债 9.17 亿元, 进一步提升负债规模。2020H1 公司资产负债率为 54.06%, 较 2019 年同期上升 5.78pct, 继续上升。

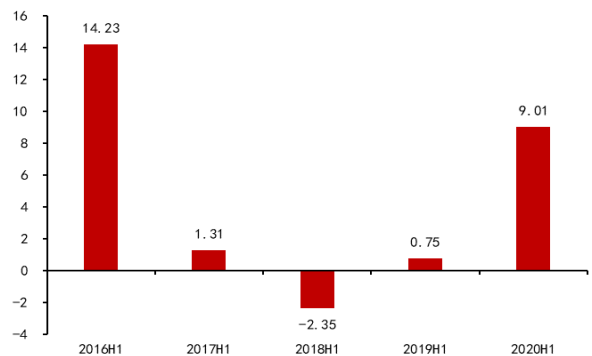
筹资性净现金流大幅增长。2020H1 公司经营活动现金净流量为 -1.57 亿元, 较去年同期增加 0.14 亿元, 波动较小; 公司发行 9.17 亿可转债, 导致筹资性净现金流同比增加 8.26 亿元。

图表 13: 2016H1-2020H1 资产负债率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 14: 2016H1-2020H1 筹资活动净现金流(亿元)

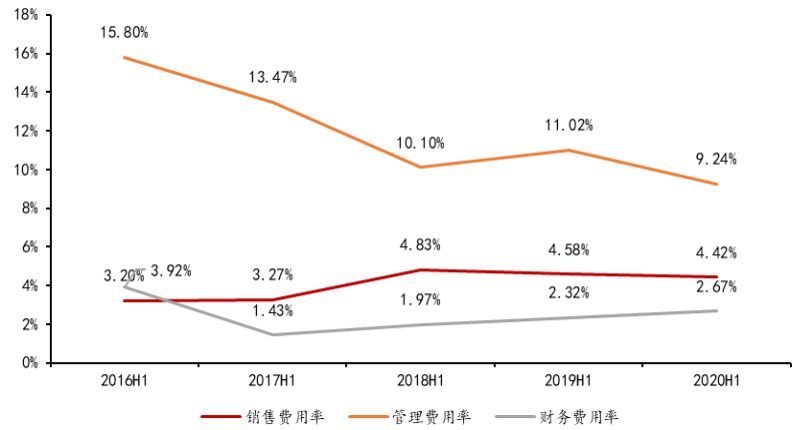


资料来源: Wind, 方正证券研究所

3.3 管理费用率下降, 财务费用率略有上升

2020H1, 公司销售费用率为 4.42%, 同比下降 0.16pct, 较为平稳; 管理费用率为 9.24%, 同比下降 1.78pct。受发行可转债影响, 2020H1 公司财务费用同比上升 30.77% 至 0.34 亿元。由于公司整体财务费用规模仍然较小, 财务费用率变动幅度明显小于财务费用增加幅度; 2020H1 财务费用率同比上升 0.35pct 至 2.67%。

图表 15: 2016H1-2020H1 期间费用率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

4 盈利预测与估值

我们将公司业务拆成 BOT 运营、环保工程、环保设备、技术服务、节能服务和运营服务六个版块并进行预测。我们预计 2020-2022 年公司营业收入将分别为 33.44/44.32/55.49 亿元, 分别同比增长 22.46%/32.55%/25.20%。

图表 16: 公司分业务收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
BOT 项目运营	105.07	124.24	204.54	224.99	247.49	272.24
增长率	1.78%	18.24%	64.63%	10%	10%	10%
毛利	29.04	29.55	/	65.25	71.77	78.95
毛利率	27.64%	23.78%	/	29%	29%	29%
环保工程	856.66	1105.91	1700.83	2211.08	3095.51	4024.16
增长率	49.65%	29.10%	53.79%	30%	40%	30%
毛利	263.40	301.78	484.91	619.10	866.74	1126.77
毛利率	30.75%	27.29%	28.51%	28%	28%	28%
环保设备	304.74	544.65	458.10	503.91	604.69	695.39
增长率	746.60%	78.73%	-15.89%	10%	20%	15%
毛利	106.93	215.65	193.01	201.56	241.87	278.16
毛利率	35.09%	39.59%	42.13%	40%	40%	40%
技术服务	0.85	18.85	8.44	9.28	11.14	12.81
增长率	-92.46	2122.00	-55.22	10%	20%	15%
毛利	0.71	12.22	/	5.94	7.13	8.20
毛利率	83.16	64.82	/	64%	64%	64%
节能服务	53.18	100.37	116.15	127.76	153.31	176.31
增长率		88.73	15.72	10%	20%	15%
毛利	33.77	61.75	/	77.93	93.52	107.55
毛利率	63.50	61.52	/	61%	61%	61%

研究源于数据 6 研究创造价值

运营服务	77.54	149.55	242.60	266.86	320.23	368.27
增长率	87.6%	92.87%	62.22%	10%	20%	15%
毛利	9.8	44.15	/	77.39	92.87	106.80
毛利率	12.64%	29.52%	/	29%	29%	29%
合计	1417.77	2064.84	2730.65	3343.88	4432.37	5549.18
营收增速	83.30%	45.64%	32.24%	22.46%	32.55%	25.20%

资料来源: Wind、方正证券研究所

图表 17: 可比公司估值

个股简称	股价	市值(亿元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
伟明环保	25.60	321.68	0.95	1.26	1.55	26.95	20.32	16.52
旺能环境	21.44	90.21	1.18	1.41	1.71	18.14	14.94	12.5
高能环境	17.78	141.26	0.80	0.97	1.14	22.23	18.33	15.60
瀚蓝环境	29.90	229.11	1.39	1.66	1.93	21.51	18.01	15.49
可比公司均值						22.21	17.90	15.03
维尔利	9.56	74.93	0.52	0.65	0.82	18.38	14.71	11.66

资料来源: Wind、方正证券研究所(注*: 旺能环境 EPS、PE 来自于 Wind 一致预期)

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4354.48	7149.51	8862.76	10732.99	营业总收入	2730.65	3343.88	4432.37	5549.18
现金	819.02	3000.00	3500.00	4058.81	营业成本	1897.50	2296.70	3058.46	3842.76
应收账款	1306.61	1521.03	1988.44	2482.61	营业税金及附加	18.32	24.33	28.00	36.88
其它应收款	162.85	161.35	210.98	266.83	营业费用	115.45	150.74	235.04	291.09
预付账款	173.05	201.20	272.56	341.85	管理费用	166.81	217.35	288.10	360.70
存货	1608.81	1742.30	2289.34	2874.10	财务费用	50.06	99.75	153.50	178.91
其他	284.13	523.62	601.43	708.78	资产减值损失	-24.46	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3750.21	4011.68	4225.52	4392.55	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	213.37	213.37	213.37	213.37	投资净收益	-0.69	0.00	0.00	0.00
固定资产	1080.62	1168.08	1230.93	1263.64	营业利润	365.93	478.46	546.86	689.57
无形资产	2422.72	2596.73	2747.72	2882.04	营业外收入	7.46	0.00	0.00	0.00
其他	33.49	33.49	33.49	33.49	营业外支出	4.76	0.00	0.00	0.00
资产总计	8104.68	11161.18	13088.28	15125.53	利润总额	368.63	480.50	550.71	693.27
流动负债	3287.89	4432.93	4748.24	5032.55	所得税	47.32	61.69	77.91	98.79
短期借款	585.37	1185.21	603.06	0.00	净利润	321.30	418.81	472.80	594.48
应付账款	1113.70	1277.42	1692.05	2119.95	少数股东损益	4.59	14.07	-34.73	-44.90
其他	1588.82	1970.30	2453.13	2912.60	归属母公司净利润	316.71	404.73	507.53	639.38
非流动负债	807.51	2300.16	3439.14	4597.61	EBITDA	643.46	744.39	918.83	1116.81
长期借款	585.30	877.96	1316.94	1975.40	EPS (元)	0.40	0.52	0.65	0.82
其他	222.21	1422.21	2122.21	2622.21					
负债合计	4095.40	6733.09	8187.38	9630.16	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	112.01	126.09	91.36	46.46	成长能力				
股本	783.78	783.78	783.78	783.78	营业收入	0.32	0.22	0.33	0.25
资本公积	2135.64	2135.64	2135.64	2135.64	营业利润	0.29	0.31	0.14	0.26
留存收益	973.93	1378.66	1886.19	2525.58	归属母公司净利润	0.36	0.28	0.25	0.26
归属母公司股东权益	3897.27	4302.01	4809.53	5448.92	获利能力				
负债和股东权益	8104.68	11161.18	13088.28	15125.53	毛利率	0.31	0.31	0.31	0.31
					净利率	0.12	0.12	0.11	0.12
					ROE	0.08	0.09	0.11	0.12
					ROIC	0.08	0.10	0.11	0.12
					偿债能力				
					资产负债率	0.51	0.60	0.63	0.64
					净负债比率	0.43	0.87	0.90	0.89
					流动比率	1.32	1.61	1.87	2.13
					速动比率	0.84	1.22	1.38	1.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.35	0.37	0.39
					应收账款周转率	2.30	2.37	2.53	2.48
					应付账款周转率	2.64	2.80	2.99	2.91
					每股指标(元)				
					每股收益	0.40	0.52	0.65	0.82
					每股经营现金	0.25	0.81	0.68	0.77
					每股净资产	4.97	5.49	6.14	6.95
					估值比率				
					P/E	23.66	18.51	14.76	11.72
					P/B	1.92	1.74	1.56	1.38
					EV/EBITDA	12.95	11.08	9.04	7.43

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com