维尔利(300190)

公司研究/调研简报

有机固废处置专家，轻资产模式保障可持续增长

调研简报/环保与公用事业　　2020 年 6 月 4 日

一、分析与判断

➢ 有机固废处置专家，全产业链+技术优势构筑核心壁垒

公司脱胎于德资企业 WWAG，是国内渗透液处置行业龙头。上市以来公司持续围绕有机固废领域进行产业布局，2014 年收购杭能环境，补强沼气及生物质天然气领域技术实力，2017 年先后完成对汉风科技和都乐制冷的收购，进入工业节能服务、油气回收及 VOCs 治理领域，进一步将业务拓展至工业有机固废处置领域。运营业务方面，公司常州餐厨一期 200 吨项目已实现较好盈利，起到良好示范效应，未来二期 200 吨扩建的完成将进一步提升规模效应，而政府对于餐厨厨余垃圾处理费的上调也将进一步保障社会资本方参与补齐有机固废产能短板的项目收益。

➢ 垃圾分类加速餐厨及厨余处置产能建设，新固废法实施提供法律支撑

随着垃圾分类成为新时尚，各地正因地制宜推动后端餐厨及厨余垃圾处置产能建设。按照 2025 年全部地级市完成垃圾分类体系建立的政策指引，我们预计未来 5 年餐厨及厨余垃圾产能建设市场将达 2500 亿，对应每年 500 亿的市场规模。公司是国内有机固废领域产业链布局最为完善的企业之一，在渗透液处置、厌氧发酵等环节技术优势显著，重点研发沼液沼渣资源化技术，未来有望充分受益有机固废产能建设浪潮。新版固废法将于 2020 年 9 月正式落地实施，为垃圾分类的全国推广提供法律支撑。疫情影响减弱后北京、广州等地纷纷启动垃圾分类工作，我们看好有机固废产能建设的持续加速，而焚烧产能的建设也将为公司渗透液处置提供增量。

➢ 数字化管理提升产品品质及管理效率，坚持轻资产模式保障快速可持续增长

公司于年内启动数字化转型工作，通过搭建云数据平台的方式将现代化管理制度输出给子公司，同时实现设备运行的数据共享，提升产品品质、降低客户运营管理难度。公司一直坚持轻资产模式扩张，2019 年 EPC 类订单占到全部订单的近 80%，BOT 项目以二期扩建为主，少量参股模式进行，保障业主利益的同时实现公司技术设备优势输出的快速复制。2020Q1 公司资产负债率不到 50%，低于同业，经营回款良好，应收账款周转率持续提升，良好的财务状况将保障公司未来业务增长的可持续性。

二、投资建议

我们看好湿垃圾产能建设加速带来公司订单的持续放量，子公司方面业绩对赌期过后公司亦有望通过管理层激励的方式提升经营效率，进一步提升协同效应。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.54、0.71 和 0.89，对应当前股价 PE 14/11/8x，低于可比公司 16x 的 2020 年平均预测 PE，首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、风险提示

1、垃圾分类政策落地不及预期；2、行业竞争加剧；3、商誉减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,731	3,830	4,902	6,104
增长率（%）	32.2%	40.3%	28.0%	24.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	317	423	555	700
增长率（%）	36.3%	33.6%	31.2%	26.1%
每股收益（元）	0.40	0.54	0.71	0.89
PE（现价）	18.7	13.8	10.5	8.4
PB	1.5	1.4	1.2	1.1

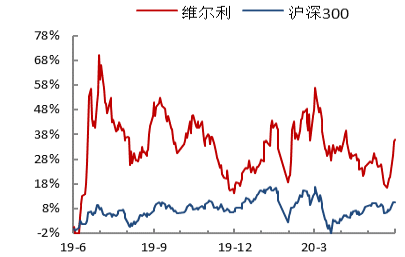
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次覆盖

当前价格： 7.37

交易数据	2020-6-3
近 12 个月最高/最低(元)	8.81/5.39
总股本（百万股）	783.78
流通股本（百万股）	729.15
流通股比例（%）	93%
总市值（亿元）	58.55
流通市值（亿元）	54.47

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzhong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,731	3,830	4,902	6,104
营业成本	1,898	2,634	3,389	4,248
营业税金及附加	18	26	33	41
销售费用	115	162	207	258
管理费用	167	234	299	373
研发费用	90	203	250	299
EBIT	443	572	723	886
财务费用	50	62	62	58
资产减值损失	(24)	24	24	24
投资收益	(1)	0	0	0
营业利润	366	485	637	803
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	369	485	637	803
所得税	47	62	82	103
净利润	321	423	555	700
归属于母公司净利润	317	423	555	700
EBITDA	643	787	941	1,106

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	819	829	1189	1364
应收账款及票据	1398	1961	2510	3126
预付款项	173	240	309	387
存货	1609	2262	2719	3524
其他流动资产	137	137	137	137
流动资产合计	4299	5649	7133	8877
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	658	658	658	658
无形资产	1412	1480	1545	1609
非流动资产合计	3750	3660	3559	3456
资产合计	8105	9397	10780	12421
短期借款	585	585	585	585
应付账款及票据	1494	2075	2669	3346
其他流动负债	67	67	67	67
流动负债合计	3288	4128	4979	5943
长期借款	585	585	585	585
其他长期负债	189	189	189	189
非流动负债合计	808	808	808	808
负债合计	4095	4989	5839	6804
股本	784	784	784	784
少数股东权益	112	112	112	112
股东权益合计	4009	4409	4940	5617
负债和股东权益合计	8105	9397	10780	12421

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	32.2%	40.3%	28.0%	24.5%
EBIT 增长率	26.0%	29.2%	26.5%	22.5%
净利润增长率	36.3%	33.6%	31.2%	26.1%
盈利能力				
毛利率	30.5%	31.2%	30.9%	30.4%
净利润率	11.6%	11.0%	11.3%	11.5%
总资产收益率 ROA	3.9%	4.5%	5.1%	5.6%
净资产收益率 ROE	8.1%	9.8%	11.5%	12.7%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	156.5	156.5	156.5	156.5
存货周转天数	264.5	264.5	264.5	264.5
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.5	0.7	0.9
每股净资产	5.0	5.5	6.2	7.0
每股经营现金流	0.2	0.3	0.8	0.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	18.7	13.8	10.5	8.4
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.1	6.8	5.3	4.4
股息收益率	1.3%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	321	423	555	700
折旧和摊销	225	240	242	244
营运资金变动	(448)	(500)	(273)	(605)
经营活动现金流	169	233	594	409
资本开支	546	129	141	141
投资	(82)	0	0	0
投资活动现金流	(531)	(129)	(141)	(141)
股权募资	4	0	0	0
债务募资	168	0	0	0
筹资活动现金流	169	(94)	(94)	(94)
现金净流量	(193)	10	359	175

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨 侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气 资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

杨任重：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。