

强烈推荐-A (维持)

维尔利 300190.SZ

目标估值: 8.9-9.5 元

当前股价: 7.88 元

2019 年 10 月 15 日

业绩保持高增, 收现比显著提升

基础数据

上证综指	3008
总股本 (万股)	78378
已上市流通股 (万股)	72915
总市值 (亿元)	62
流通市值 (亿元)	57
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	7.9
资产负债率	49.3%
主要股东	常州德泽实业投资有
主要股东持股比例	41.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	19	60
相对表现	-5	19	35

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《维尔利 (300190) — 业绩略超预期, 订单增长良好, 未来业绩弹性高》
2019-08-27

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn
S1090519070001

事件:

维尔利发布三季报, 公司前三季度实现收入 17.52 亿元, 同比增长 33.4%, 归母净利润 2.28 亿元, 同比增长 43.9%, 扣非后归母净利润 2.16 亿元, 同比增长 48.7%。

公司发布可转债预案修订稿, 拟将本次发行募集资金总额从不超过 12.0 亿元调减为不超过 9.2 亿元, 募集资金将用于西安市生活垃圾末端处理系统渗滤液处理等 7 个项目及补充流动资金。

点评:

1. 业绩保持高增长, 毛利率基本持平, 费用率略有下降

公司前三季度实现收入 17.52 亿元, 同比增长 33.4%, 归母净利润 2.28 亿元, 同比增长 43.9%, 扣非后归母净利润 2.16 亿元, 同比增长 48.7%; 公司三季报业绩延续了半年报归母净利润和扣非后归母净利润分别同比增长 45.3% 和 50.5% 的良好势头, 保持较高增速。

公司前三季度毛利率为 31.6%, 与上年同期基本持平, 三项费用率为 16.7%, 较上年同期 17.5% 略有下降, 其中, 销售费用率为 4.3%, 同比下降 0.9pct, 管理费用 (含研发) 率为 10.5%, 同比上升 0.2pct, 财务费用率 1.9%, 同比下降 0.2pct;

2. 现金流改善, 收现比提升 19.3pct

公司前三季度现金流有明显改善, 销售商品、提供劳务收到的现金为 15.44 亿元, 同比增长 70.8%; 收现比为 88.2%, 同比上升 19.3pct, 体现公司良好的回款能力。

公司前三季度经营性净现金流 -1.7 亿元, 缺口较上年同期 -1.0 亿元有所扩大, 回顾公司历史规律, 公司经营性净现金流有明显季节性, 通常四季度前为负, 全年转正, 且两者并无固定比例关系。

3. 紧抓垃圾分类政策推进落实机遇, 发挥龙头、技术及标杆项目优势, 有望在垃圾分类末端厨余垃圾处理市场爆发中获得先机, 业绩弹性较大

公司今年以来陆续中标上海地区松江、嘉定、金山三个湿垃圾处理项目, 据了解, 上海当前规划 7 个湿垃圾处理项目, 已招标完成三个, 公司全部中标其中关键环节或全部环节, 并在积极争取后续 4 个项目。

➢ 3 月 19 日, 公司签订上海首个湿垃圾处理项目 - 《松江区湿垃圾资源化处理工程预处理、厌氧消化、沼渣脱水以及废弃食用油脂处理系统成套设备供货、安装、调试、试运行及技术服务采购合同》, 金额 1.15 亿, 项目总规模 530t/d, 其中厨余垃圾 350t/d, 餐饮垃圾 150t/d, 废弃食用油脂 30t/d;

- 8月23日，公司公告联合中标嘉定区湿垃圾资源化处理项目厨余垃圾预处理系统成套设备项目，金额4541万，规模200t/d；
- 8月30日，公司中标上海市金山区固废综合利用工程湿垃圾处理工艺设备采购项目，中标金额1.26亿元，总处理规模为260t/d，其中餐厨废弃物100t/d，厨余废弃物150t/d，废弃油脂10t/d。

住建部等9部委6月发布《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》，提出2020年46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，2019年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统；这意味着如果以目前的投资成本测算，可能将新增超过3000亿的餐厨垃圾处理投资空间（见表1）；且根据时间表，46个重点城市要在2020年基本建成生活垃圾分类处理系统，即今年年底附近将进入招投标高峰期；公司为餐厨垃圾龙头，历史市占率超20%，叠加上海项目显著标杆效应，有望在市场快速释放过程中获得先机，业绩弹性较大。

表 1：餐厨垃圾处理设备市场空间测算

厨余垃圾		餐饮垃圾	
生活垃圾产生量（万吨/天）	109.6	餐饮垃圾量（万吨/天）	27.3
厨余垃圾占比	50%	餐饮垃圾吨投资（万元）	50
厨余垃圾量（万吨/天）	54.8	餐饮垃圾处理空间（亿元）	1365
厨余垃圾吨投资（万元）	40		
厨余垃圾处理空间（亿元）	2191.8		
餐厨垃圾处理设备总空间（亿元）		3556.8	

数据来源：统计局，招商证券

4. 盈利预测及投资建议

公司深耕固体有机废弃物处理领域多年，市场及技术优势明显；随着垃圾分类政策的推进和落地，超过3000亿投资空间的餐厨垃圾末端处理市场也将随之打开，大级别的产业机会初现，公司凭借着当前餐厨垃圾市场龙头地位、提前储备成熟的厨余垃圾处理相关技术、已有项目的标杆效应，有望在未来厨余垃圾处理市场快速释放的过程中抢占先机，带来较大业绩弹性。未来随着可转债的顺利发行，公司资金实力得到增强，项目进度将得到保障，有利于增强公司业绩确定性及长远发展。预计公司19-21年业绩为3.5、4.9、6.4亿元，对应可预期增速50.9%、40%、30.6%，对应PE估值为17.6、12.6、9.6倍，维持强烈推荐评级。

5. 风险提示：新增项目不达预期，项目进度不达预期，垃圾分类政策推进不达预期，系统性风险

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3523	3809	4077	5068	6458
现金	1024	1103	498	450	454
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	48	88	119	154	201
应收款项	899	1067	1414	1839	2390
其它应收款	68	109	147	191	249
存货	983	1180	1548	1982	2577
其他	501	262	350	452	588
非流动资产	2616	3404	4243	4992	5662
长期股权投资	31	102	102	102	102
固定资产	436	559	728	874	1002
无形资产	896	1295	1966	2569	3112
其他	1253	1448	1447	1447	1446
资产总计	6140	7213	8320	10060	12120
流动负债	1419	2382	2426	2954	3677
短期借款	278	533	0	0	0
应付账款	668	956	1263	1617	2102
预收账款	111	200	264	338	439
其他	363	693	899	999	1135
长期负债	978	1107	1907	2707	3507
长期借款	683	920	1720	2520	3320
其他	295	187	187	187	187
负债合计	2397	3489	4333	5661	7184
股本	452	814	784	784	784
资本公积金	2648	2108	2108	2108	2108
留存收益	509	696	967	1349	1845
少数股东权益	134	105	127	158	199
归属于母公司所有者权益	3609	3619	3859	4241	4738
负债及权益合计	6140	7213	8320	10060	12120

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	65	246	186	333	437
净利润	139	232	352	488	643
折旧摊销	75	114	206	296	376
财务费用	52	52	45	55	65
投资收益	(1)	(7)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(200)	(150)	(424)	(523)	(677)
其它	0	6	36	46	59
投资活动现金流	(776)	(253)	(1021)	(1021)	(1021)
资本支出	(265)	(537)	(1050)	(1050)	(1050)
其他投资	(510)	284	29	29	29
筹资活动现金流	233	(169)	230	639	589
借款变动	(447)	176	387	800	800
普通股增加	44	362	(30)	0	0
资本公积增加	663	(539)	0	0	0
股利分配	(20)	(23)	(81)	(106)	(146)
其他	(6)	(145)	(45)	(55)	(65)
现金净增加额	(477)	(176)	(604)	(49)	4

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1418	2065	2788	3624	4711
营业成本	968	1393	1840	2355	3062
营业税金及附加	17	17	23	30	40
营业费用	64	105	141	184	239
管理费用	163	199	269	337	424
财务费用	23	36	45	55	65
资产减值损失	14	61	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	18	29	29	29	29
营业利润	187	283	488	681	900
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	20	4	4	4	4
利润总额	171	283	489	682	901
所得税	26	36	115	163	218
净利润	144	247	374	519	683
少数股东损益	5	15	22	31	41
归属于母公司净利润	139	232	352	488	643
EPS (元)	0.31	0.29	0.45	0.62	0.82

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	83%	46%	35%	30%	30%
营业利润	111%	51%	73%	39%	32%
净利润	50%	67%	52%	39%	32%
获利能力					
毛利率	31.8%	32.6%	34.0%	35.0%	35.0%
净利率	9.8%	11.2%	12.6%	13.5%	13.6%
ROE	3.8%	6.4%	9.1%	11.5%	13.6%
ROIC	3.7%	5.2%	6.8%	7.8%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	39.0%	48.4%	52.1%	56.3%	59.3%
净负债比率	16.5%	21.3%	23.1%	27.0%	29.0%
流动比率	2.5	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.8	1.1	1.0	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
应收帐款周转率	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
应付帐款周转率	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.31	0.29	0.45	0.62	0.82
每股经营现金	0.14	0.30	0.24	0.42	0.56
每股净资产	7.98	4.45	4.92	5.41	6.04
每股股利	0.05	0.10	0.13	0.19	0.25
估值比率					
PE	25.7	27.6	17.6	12.7	9.6
PB	1.0	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	2.0	1.3	0.7	0.5	0.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

宋盈盈：清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。