

维尔利 (300190.SZ)

二季度归母净利润预增 30%-50%，关注湿垃圾订单落地

核心观点：

- **二季度归母净利润同比增长 30%-50%**。公司公告 2020 年半年度业绩预告，预计归母净利润 1.57-1.72 亿元，同比增长 0%-10%；其中二季度归母净利润 1.09-1.25 亿元，同比增长 30%-50%，公司二季度业绩重回高增长轨道。
- **新增订单超 18 亿元，接近去年同期水平**。在地方政府招投标受疫情影响下，公司上半年新增订单超过 18 亿元，接近去年同期水平（新增 21.1 亿元），彰显行业需求快速释放及公司竞争力。其中，6 月份公司签订长春市生活垃圾处理中心渗滤液处理项目合同，金额 6.3 亿元。
- **专注研发，占据有机废弃物全领域的技术优势**。公司聚焦于“湿垃圾”（有机废弃物）处置领域，公司“湿垃圾”业务的增长驱动力主要来自于垃圾分类催生湿垃圾处置需求、垃圾填埋+焚烧厂的渗滤液处置需求增长。垃圾分类方面，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，预计 2020 年和 2025 年市场空间分别为 115/1786 亿元。渗滤液方面，受益于填埋场应急处理和改造升级、焚烧厂配套建设高峰，我们预计未来 3 年渗滤液市场将维持 150-250 亿规模。综合上述因素，我们预计湿垃圾订单增速超过 30% 以上。
- **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，复合增速为 30%，对应 2020 年 PE 17.5 倍。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%。若商业模式有所突破，成长增速将更进一步。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。

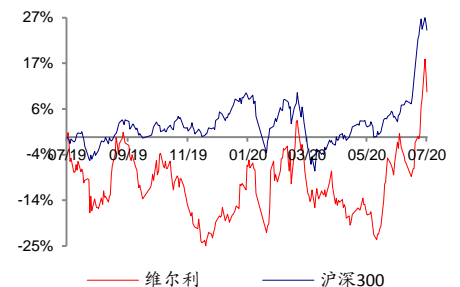
盈利预测：

	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	1,035
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	17.53	13.18	10.26
ROE（%）	6.4	8.1	9.4	11.1	12.5
EV/EBITDA	9.54	9.68	11.42	10.42	8.76

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	9.04 元
合理价值	11.34 元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-16

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



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)：斩获 2020-06-09

6.3 亿元渗滤液大单，期待垃圾分类湿垃圾订单落地

维尔利 (300190.SZ)：“湿垃 2020-05-31

圾”龙头，垃圾分类开启高成长之路

维尔利 (300190.SZ)：依然高 2020-05-06

成长，期待垃圾分类快速推广

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,809	4,354	5,113	6,739	8,636
货币资金	1,103	819	700	800	900
应收及预付	1,280	1,571	1,974	2,689	3,514
存货	1,180	1,609	2,055	2,794	3,679
其他流动资产	247	355	384	455	543
非流动资产	3,404	3,750	4,192	4,628	5,081
长期股权投资	102	170	170	170	170
固定资产	559	658	708	834	936
在建工程	312	423	557	679	807
无形资产	1,295	1,412	1,670	1,857	2,080
其他长期资产	1,136	1,088	1,088	1,088	1,088
资产总计	7,213	8,105	9,306	11,367	13,717
流动负债	2,377	3,288	4,069	5,573	7,210
短期借款	533	585	846	1,300	1,807
应付及预收	1,418	1,744	2,092	2,959	3,871
其他流动负债	426	959	1,132	1,313	1,532
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	784	784	784
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	4,301	4,839	5,530
少数股东权益	105	112	128	148	169
负债和股东权益	7,213	8,105	9,306	11,367	13,717

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	1,035
EPS (元)	0.29	0.40	0.52	0.69	0.88

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	246	195	340	317	321
净利润	247	321	420	558	712
折旧摊销	114	201	215	155	171
营运资金变动	-211	-448	-357	-477	-666
其它	97	121	62	80	104
投资活动现金流	-253	-531	-657	-591	-624
资本支出	-536	-546	-657	-591	-624
投资变动	266	-82	0	0	0
其他	17	97	0	0	0
筹资活动现金流	-169	169	198	374	403
银行借款	893	1,162	260	454	507
股权融资	33	4	0	0	0
其他	-1,095	-998	-62	-80	-104
现金净增加额	-175	-165	-119	100	100
期初现金余额	943	768	819	700	800
期末现金余额	768	602	700	800	900

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%	110.1%	127.9%	140.7%
流动比率	1.60	1.32	1.26	1.21	1.20
速动比率	1.05	0.78	0.70	0.65	0.63
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	0.40	0.41
每股净资产	4.45	4.97	5.49	6.17	7.06
估值比率					
P/E	17.24	17.00	17.53	13.18	10.26
P/B	1.11	1.38	1.65	1.46	1.28
EV/EBITDA	9.54	9.68	11.42	10.42	8.76

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，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，带领团队荣获2019年新财富环保行业第一名。
- 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：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：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	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
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。