

2020年03月31日

牵手国投首个建筑垃圾项目落地，中交上航局达成战略合作

买入（维持）

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,065	2,607	3,644	4,650
同比（%）	45.6%	26.3%	39.8%	27.6%
归母净利润（百万元）	232	338	469	593
同比（%）	67.5%	45.6%	38.6%	26.4%
每股收益（元/股）	0.30	0.43	0.60	0.76
P/E（倍）	24.52	16.85	12.15	9.61

投资要点

- **事件：**（1）3月31日，公司发布公告，作为联合体牵头人预中标上海市闵行区绿化和市容管理局马桥再生资源化利用 PPP 项目。（2）3月30日，公司发布公告，与中交上海航道局有限公司签订了《合作备忘录》。
- **国投合作首个上海建筑垃圾项目落地，进驻建筑垃圾蓝海市场。**公司作为牵头人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组成的联合体预中标上海市闵行区马桥再生资源化利用项目，项目亮点：**（1）首个建筑垃圾项目，拓展蓝海市场。**3月20日，住建部发布《关于进一步做好城市环境卫生工作的通知》指出要加强建筑垃圾治理工作，推动建筑垃圾资源化利用，公司凭借该项目拓展建筑垃圾业务，有助于积累经验；**（2）规模大区位好，投资回报可观。**该项目服务范围为上海闵行区及部分中心城区，总处理规模2,100t/d（装修垃圾1,050t/d，拆除垃圾1,050t/d），采用 BOT 模式，合作期30年（2年建设期），总投资5.8亿元。项目收入来源包括垃圾生产者付费、资源化再生产产品销售收入、政府可行性缺口补贴付费（其中处理服务费66.5元/吨）。公司有望凭借德国装备优势负责项目设备总包，对照光大国际常州项目投资估算（总投资1.84亿，处理单价118元/吨，处理规模900t/d），预计设备收入占总投资30%-40%，公司本次项目投资收益将十分可观。**（3）国投合作，绑定资金/资源优势。**项目公司中公司出资48.9%，国投生态环境出资51%，上海建工七建集团出资0.1%。本次合作将绑定国投资金优势，降低融资成本，整合国投资源，提升获取项目能力。
- **与中交上海航道局达成战略合作，有助于整合双方资源拓展业务。**双方达成合作框架，目标以长三角及长江中上游地区为重点，拓展餐厨厨余垃圾及渗滤液处理、环保等综合性业务。方案约定中交上航局主要负责项目土建，公司负责提供设备及运营服务，本次合作有助于公司整合资源，充分发挥优势，获取优质项目，进而提升市场竞争力和市场占有率。
- **9亿可转债1月获得核准批复。**本次可转债总额达9.17亿元，期限6年，募集资金主要投向公司主营垃圾处理和有机废弃物资源化投资项目。本次可转债发行有助于公司获得较为充足的运营资金，增强公司项目实施能力，以提升未来盈利水平。
- **垃圾渗滤液处理龙头，垃圾分类带来餐厨厨余处理业务增长红利。**（1）渗滤液处理市场蕴藏百亿空间，公司凭借丰富项目经验及成熟技术工艺稳固行业地位。（2）垃圾分类带动千亿厨余市场释放，餐厨垃圾存在显著产能缺口，餐厨厨余处理行业方兴未艾，公司有望凭借其预处理端的核心技术及厌氧发酵端的协同优势率先突围，实现业绩高增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司为垃圾渗滤液处理龙头，餐厨厨余板块受益于垃圾分类政策有望带来业绩高增长，我们预计公司19-21年EPS为0.43/0.60/0.76元，对应PE为17/12/10倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策推广不及预期，项目进展不及预期，行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.27
一年最低/最高价	5.35/10.29
市净率(倍)	1.50
流通 A 股市值(百万元)	5300.94

基础数据

每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	49.34
总股本(百万股)	783.78
流通 A 股(百万股)	729.15

相关研究

- 1、《维尔利 (300190)：订单业绩双双高增，关注垃圾分类设备受益标的》2020-01-22
- 2、《维尔利 (300190)：有机物处理先锋，垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海》2019-12-10

维尔利三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,809	5,062	7,269	8,502	营业收入	2,065	2,607	3,644	4,650
现金	1,103	1,630	2,278	2,907	减:营业成本	1,393	1,712	2,417	3,067
应收账款	1,067	1,416	2,055	2,374	营业税金及附加	17	36	46	55
存货	1,180	1,479	2,275	2,488	营业费用	105	124	179	225
其他流动资产	459	539	660	733	管理费用	132	275	384	490
非流动资产	3,404	3,747	4,102	4,444	财务费用	36	35	67	99
长期股权投资	102	172	242	313	资产减值损失	61	25	0	0
固定资产	559	845	991	1,111	加:投资净收益	9	2	3	4
在建工程	312	114	59	45	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,295	1,479	1,673	1,838	营业利润	283	401	553	717
其他非流动资产	1,136	1,136	1,136	1,137	加:营业外净收支	1	1	-1	-4
资产总计	7,213	8,809	11,370	12,945	利润总额	283	402	553	714
流动负债	2,382	3,811	6,067	7,224	减:所得税费用	36	50	65	94
短期借款	533	1,845	2,912	4,148	少数股东损益	15	14	18	27
应付账款	956	1,040	1,779	1,797	归属母公司净利润	232	338	469	593
其他流动负债	893	927	1,376	1,279	EBIT	340	461	656	859
非流动负债	1,107	992	860	709	EBITDA	453	547	766	987
长期借款	920	805	673	522					
其他非流动负债	187	187	187	187	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3,489	4,804	6,927	7,933	每股收益(元)	0.30	0.43	0.60	0.76
少数股东权益	105	119	138	165	每股净资产(元)	4.62	4.96	5.49	6.18
					发行在外股份(百万 股)	814	784	784	784
归属母公司股东权益	3,619	3,886	4,306	4,847	ROIC(%)	5.5%	5.8%	7.0%	7.5%
负债和股东权益	7,213	8,809	11,370	12,945	ROE(%)	6.6%	8.8%	11.0%	12.4%
现金流量表 (百万 元)									
					毛利率(%)	32.6%	34.3%	33.7%	34.0%
经营活动现金流	246	-258	274	144	销售净利率(%)	11.3%	13.0%	12.9%	12.7%
投资活动现金流	-253	-427	-462	-466	资产负债率(%)	48.4%	54.5%	60.9%	61.3%
筹资活动现金流	-169	-100	-231	-285	收入增长率(%)	45.6%	26.3%	39.8%	27.6%
现金净增加额	-175	-785	-419	-607	净利润增长率(%)	67.5%	45.6%	38.6%	26.4%
折旧和摊销	114	86	110	128	P/E	24.52	16.85	12.15	9.61
资本开支	537	273	284	271	P/B	1.57	1.47	1.32	1.18
营运资本变动	-211	-730	-387	-699	EV/EBITDA	14.16	13.21	9.86	8.15

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

