

2019年05月09日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

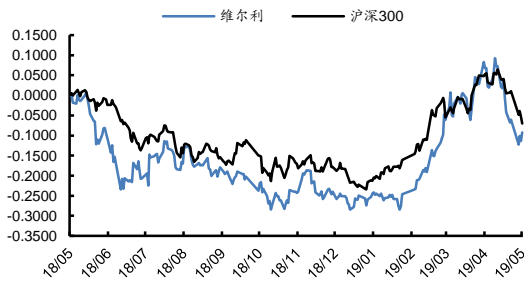
证券分析师： 赵越 S0350518110003

0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn

连续中标大单，技术型公司保持快速增长

——维尔利（300190）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
维尔利	-16.2	20.4	-9.5
沪深 300	-11.7	10.8	-7.0

市场数据

2019-05-09

当前价格（元）	5.95
52 周价格区间（元）	4.50 - 7.22
总市值（百万）	4663.52
流通市值（百万）	4253.24
总股本（万股）	78378.50
流通股（万股）	71483.07
日均成交额（百万）	26.18
近一月换手（%）	19.73

相关报告

《维尔利（300190）事件点评：聚焦“技术+服务”，打造节能环保技术型平台》——2019-04-03

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司近期公告中标三项经营合同：1) 荆门市静脉产业园项目（一期）城市有机废弃物处理系统设备采购及安装，项目中标金额 2.11 亿元；2) 斯里兰卡大科伦波地区城市固体废弃物处理项目，项目中标价格 1799.8 万元；3) 联合中标新建王桥园区污水处理厂项目 EPC 总承包，中标总金额 2.6 亿元。

投资要点：

- 连续中标大额订单，彰显公司技术实力。**公司近期的三项中标合同金额合计 4.89 亿元，占公司 2018 年收入的 23.68%，均为设备或 EPC 订单。其中王桥园区 EPC 项目建设内容包括 1 套 1.5 万吨/天的生产废水处理装置、1 套 0.5 万吨/天含盐废水处理装置及其他配套设施，总处理规模为 2 万吨/天；荆门静脉产业园项目内容包括有机废弃物处理系统，均为公司具备竞争优势的装备与技术。此外，公司还中标斯里兰卡大科伦波地区城市固体废弃物项目渗滤液和压滤液处理设施供应，为公司首个渗滤液全流程工艺设计及设备供应海外项目，表明公司技术再获国际认可，这也是继泰国 onnut 区固废处置中心废弃物处理项目后公司海外项目再获的新突破。我们认为，公司持续聚焦环保工艺技术，打造“技术+服务”的差异化竞争力，在有机及固体废弃物资源化、无害化处理领域的技术优势突出，在市政及工业领域均具备较强的推广应用实力，未来市场份额有望进一步提升，同时以设备及技术服务为主的商业模式较优，2018 年全年实现经营活动净现金流量 2.46 亿元，同比大幅增长 1.81 亿元，接近全年净利润水平，表现较优。
- 一季度业绩延续快速增长，在手订单充足保障持续增长。**公司 2019 年一季度延续高速增长，实现营业收入 4.37 亿元，同比增长 42.06%，归母净利润 7288 万元，同比增长 53.4%。业绩的高速增长得益于新签订单大幅增加带来的结算收入增长，同时集团化及事业部管理持续落地，管理效率有所提升。一季度公司新增订单 9 个，合计金额 3.9 亿元，其中 EPC 订单 1.98 亿元、运营类订单 1.94 亿元。截至一季度末公司在手 EPC 订单达到 123 个，合计金额 16 亿元；在建运营订单 8 个，待完成投资金额 3.93 亿元。在手订单较为充足，为公司持续增长提供保障。
- 持续发挥优势，各大业务板块有望齐头并进。**公司在多个板块均具

备行业竞争优势：1) 公司垃圾渗滤液处理技术在大中型垃圾渗滤液市场占有率高，收入规模显著高于同行公司，将受益于各地垃圾渗滤液整改需求与垃圾焚烧处理设施新增需求释放；2) 生活垃圾分类管理不断推进，餐厨厨余垃圾专业化处理需求将显著提升，公司具备独特的预处理和厌氧消化工艺以及 EMBT 技术，已成功中标示范项目，未来有望推广应用；3) 公司全资子公司杭能环境为沼气工程领域龙头，随着农村有机质、畜禽粪污处理要求以及国家沼气、生物天然气规划需求的提升，有望持续受益；4) 工业节能环保需求提升，公司收购的汉风科技及都乐制冷分别布局工业节能与 VOCs 治理，有望持续发力。

- **维持公司“买入”评级：**我们看好公司在有机废弃物资源化利用领域的综合布局，通过专注于“技术+服务”的竞争模式，公司在渗滤液、餐厨厨余、沼气、生物天然气等领域的市场领先地位不断巩固，未来将充分受益于行业需求增长。考虑公司为环保技术型公司，研发投入将持续加大，我们略微调整公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44、0.60 和 0.77 元/股，对应当前股价 PE 分别为 13.43、9.94 和 7.72 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不达预期风险；项目进度推进不达预期风险；工程 EPC 毛利率下滑风险；应收账款余额较大带来的回收风险；垃圾分类推进不达预期风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	2065	2995	4044	5480
增长率(%)	46%	45%	35%	36%
归母净利润（百万元）	232	347	469	604
增长率(%)	68%	49%	35%	29%
摊薄每股收益（元）	0.29	0.44	0.60	0.77
ROE(%)	6.24%	8.49%	10.24%	11.59%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：维尔利盈利预测表

证券代码:	300190.SZ				股价:	5.95				投资评级:	买入				日期:	2019-05-09			
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E										
盈利能力					每股指标														
ROE	6%	8%	10%	12%	EPS	0.29	0.44	0.60	0.77										
毛利率	33%	33%	32%	31%	BVPS	4.45	5.05	5.65	6.41										
期间费率	14%	18%	17%	17%	估值														
销售净利率	11%	12%	12%	11%	P/E	20.85	13.43	9.94	7.72										
成长能力					P/B	1.34	1.18	1.05	0.93										
收入增长率	46%	45%	35%	36%	P/S	2.35	1.56	1.15	0.85										
利润增长率	68%	49%	35%	29%															
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E										
总资产周转率	0.29	0.36	0.42	0.48	营业收入	2065	2995	4044	5480										
应收账款周转率	1.63	1.67	1.71	1.75	营业成本	1393	2004	2742	3790										
存货周转率	1.18	1.18	1.18	1.18	营业税金及附加	17	25	34	46										
偿债能力					销售费用	105	152	205	278										
资产负债率	48%	51%	53%	55%	管理费用	132	258	348	471										
流动比	1.60	1.61	1.66	1.67	财务费用	36	114	120	131										
速动比	1.10	1.06	1.06	1.03	其他费用/(-收入)	(53)	(10)	(10)	(10)										
					营业利润	283	432	585	754										
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	1	2	2	2										
现金及现金等价物	1103	1152	1321	1492	利润总额	283	434	587	756										
应收款项	1264	1793	2365	3130	所得税费用	36	65	88	113										
存货净额	1180	1719	2352	3250	净利润	247	369	499	642										
其他流动资产	262	358	466	613	少数股东损益	15	22	30	38										
流动资产合计	3809	4972	6454	8434	归属于母公司净利润	232	347	469	604										
固定资产	559	553	548	543															
在建工程	312	312	312	312	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E										
无形资产及其他	1295	1250	1121	996	经营活动现金流	246	60	151	103										
长期股权投资	102	102	102	102	净利润	247	369	499	642										
资产总计	7213	8324	9671	11523	少数股东权益	15	22	30	38										
短期借款	533	583	633	733	折旧摊销	113	185	180	167										
应付款项	1218	1776	2429	3356	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	200	290	391	530	营运资金变动	(129)	(1811)	(2067)	(2877)										
其他流动负债	430	430	430	430	投资活动现金流	(253)	6	5	5										
流动负债合计	2382	3079	3883	5050	资本支出	(279)	6	5	5										
长期借款及应付债券	920	970	1020	1070	长期投资	(71)	0	0	0										
其他长期负债	187	187	187	187	其他	97	0	0	0										
长期负债合计	1107	1157	1207	1257	筹资活动现金流	56	96	94	142										
负债合计	3489	4236	5090	6307	债务融资	294	100	100	150										
股本	814	784	784	784	权益融资	33	0	0	0										
股东权益	3724	4089	4581	5216	其它	(270)	(4)	(6)	(8)										
负债和股东权益总计	7213	8324	9671	11523	现金净增加额	49	161	250	250										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

赵越、谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。