

订单业绩双双高增，关注垃圾分类设备受益标的

买入（维持）

2020 年 01 月 20 日

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

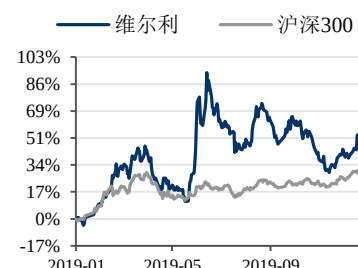
wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	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）	26.41	18.14	13.09	10.35

投资要点

- **事件：**公司发布 19 年业绩快报，预计实现归母净利润 3.14-3.72 亿元，同比增长 35%-60%；非经常性损益对净利润影响约 800 万元，主要为政府部门补贴。
- **新增订单持续增长，订单确认驱动业绩高增。**预计 2019 年公司全年新增订单金额超过 33 亿元，较 2018 年新签订单 25.18 亿元同比增长 31.06%，新签订单保持高增。实现归母净利润 3.14-3.72 亿元，同比增长 35%-60%；扣非 3.35 亿元（取归母净利润预告中值），同比增长 54.50%，业绩大增主要系公司及子公司 2018 年及 2019 年部分新签订单达到收入确认节点，可结算的收入较去年同期有较大增长所致。
- **垃圾分类带动厨余市场爆发，餐厨垃圾存在显著产能缺口，有望带来业绩高增长。**1) **餐厨垃圾：**在加强“地沟油”回流整治&非洲猪瘟防控工作双重因素驱动下，国家出台多项政策推行餐厨废弃物资源化利用和无害化处理。13-17 年我国餐厨垃圾处理产能复合增速为 40.35%，但资源利用率依旧较低，17 年仅 15.33%，产能缺口显著。我们预计 2025 年全国餐厨垃圾处理产能有望达到 7.53 万吨/日，资源化利用率提至 50%，对应 19-25 年新增投资市场空间累计达 282 亿元，2025 年运营市场空间可达 58 亿元。2) **厨余垃圾：**垃圾分类新政带动厨余垃圾处理需求加速释放，根据政策要求，我们预计 19-25 年厨余垃圾投资市场空间累计可达 1915 亿元，其中核心设备市场空间可达 364 亿元。2025 年运营市场空间可达 146 亿元。根据城市推广节奏测算，预计厨余垃圾投资需求或将于 2020 年开始大幅释放，是垃圾处置设施建设高峰期，之后每年呈现稳定趋势。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。
- **渗滤液处理市场蕴藏百亿空间，项目经验丰富技术工艺领先。**随着生活垃圾产量提升、无害化处理需求增加及存量项目提标改造力度加大，渗滤液处理需求将持续增长。据测算，我们预计 2025 年全国垃圾渗滤液产量将达到 1.3 亿吨，对应 104 亿元运维空间；2019-2025 年垃圾渗滤液新建+改造项目投资空间总计达 168 亿元。公司为渗滤液处理行业龙头，从事垃圾渗滤液处理业务十六载，已承接两百余项渗滤液处理工程，项目经验丰富；MBR+NF/RO 工艺技术成熟，具备渗滤液处理能耗低、处理设施占地面积小、清液回收率高等竞争优势，在垃圾渗滤液处理领域处于领先地位。
- **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 18/13/10 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)	7.83
一年最低/最高价	4.63/10.29
市净率(倍)	1.61
流通 A 股市值(百万元)	5709.26

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)：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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	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%
					毛利率(%)	32.6%	34.3%	33.7%	34.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	11.3%	13.0%	12.9%	12.7%
经营活动现金流	246	-258	274	144	资产负债率(%)	48.4%	54.5%	60.9%	61.3%
投资活动现金流	-253	-427	-462	-466	收入增长率(%)	45.6%	26.3%	39.8%	27.6%
筹资活动现金流	-169	-100	-231	-285	净利润增长率(%)	67.5%	45.6%	38.6%	26.4%
现金净增加额	-175	-785	-419	-607	P/E	26.41	18.14	13.09	10.35
折旧和摊销	114	86	110	128	P/B	1.70	1.58	1.43	1.27
资本开支	537	273	284	271	EV/EBITDA	15.13	14.01	10.43	8.60
营运资本变动	-211	-730	-387	-699					

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>