

维尔利 (300190)

19 年营收业绩高增，湿垃圾新签订单大增 142%

买入 (维持)

2020 年 04 月 29 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,731	3,776	4,838	6,057
同比 (%)	32.2%	38.3%	28.1%	25.2%
归母净利润 (百万元)	317	418	502	603
同比 (%)	36.3%	32.1%	20.1%	19.9%
每股收益 (元/股)	0.40	0.53	0.64	0.77
P/E (倍)	16.66	12.61	10.50	8.75

投资要点

- **事件:** 2019 年公司实现营业收入 27.31 亿元, 同比增长 32.24%; 归母净利润 3.17 亿元, 同比增长 36.3%; 加权平均 ROE 同比提高 2.11pct 至 8.44%。同时, 宣告每 10 股派 1.00 元现金红利。20Q1 公司实现营业收入 5.21 亿元, 同比增长 10.16%; 归母净利润 0.48 亿元, 同比减少 34.82%。
- **营收同增 32.24%, 业绩同增 36.3%。** 2019 年公司实现扣非归母净利润 2.99 亿元, 同比增长 37.84%, 主要系 2018 年及 2019 年订单持续增长, 且部分订单达到收入确认节点; 分业务来看, 1) 环保工程业务实现营收 17.01 亿元同比增长 53.79%, 毛利率同比提升 1.22pct 至 28.51%; 2) 环保设备业务实现营收 4.58 亿元, 同比减少 19.05%, 毛利率同比提升 2.77pct 至 42.13%。
- **新签订单同增 42.08%, 其中新签湿垃圾订单大增 142%。** 报告期内, 公司新增合同 37.14 亿元, 同增 42.08%。其中, 新中标渗滤液订单 18.52 亿元, 同增 49.6%、餐厨厨余订单 7.67 亿元, 同增 141.64%, 全资子公司杭能环境新签订单 2.90 亿元, 同减 11.59%, 汉风科技新增订单 6.54 亿元, 同增 73.94%, 都乐制冷新签订单 1.51 亿元, 同减 41.7%。
- **期间费用率下降 1.0pct 至 15.47%。** 2019 年公司期间费用同比增长 24.21%至 4.22 亿元, 期间费用率下降 1.0pct 至 15.47%。其中, 销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.84pct、下降 0.27pct、上升 0.04pct、上升 0.07pct 至 4.23%、6.11%、3.3%、1.83%。
- **2019 年公司收现比提高 16.33pct 至 93.19%。** 1) 2019 年公司经营活动现金流入为 26.71 亿元, 同比增长 56.01%, 收现比提高 16.33pct 至 93.19%; 经营活动现金流净额 1.95 亿元, 同比减少 20.58%, 虽然经营活动现金流净额较去年同期有所减少, 但原因主要系新增订单项目数较多, 采购支出同比大幅增加, 预示未来营收规模有大幅增加趋势; 2) 投资活动现金流净额-5.31 亿元, 同比减少 109.93%; 3) 筹资活动现金流净额 1.69 亿元, 同比增加 199.78%。
- **有机废弃物资源化专家, 垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海。** 公司为国内有机废弃物资源化专家, 技术工艺国内领先。19 年垃圾分类先行城市——上海松江、金山、嘉定 3 个湿垃圾处理项目设备供应公司全部中标, 体现优质技术实力和市场扩张能力。根据垃圾分类政策要求, 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。且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, 之后每年呈现稳定态势。餐厨厨余处理行业方兴未艾, 公司有望凭借其优异的技术工艺及协同优势率先突围。
- **盈利预测:** 根据 19 年报披露情况, 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.53、0.64、0.77 元, 对应 13、11、9 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推广项目进展不及预期, 行业竞争加剧, 现金回款风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.73
一年最低/最高价	5.35/10.29
市净率(倍)	1.34
流通 A 股市值(百万元)	4907.18

基础数据

每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	49.81
总股本(百万股)	783.79
流通 A 股(百万股)	729.15

相关研究

- 1、《维尔利 (300190): 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》2020-04-01
- 2、《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
- 3、《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

事件：

2019 年公司实现营业收入 27.31 亿元，同比增长 32.24%；归母净利润 3.17 亿元，同比增长 36.3%；扣非归母净利润 2.99 亿元，同比增长 37.84%；加权平均 ROE 同比提高 2.11pct 至 8.44%。同时，宣告每 10 股派 1.00 元现金红利。20Q1 公司实现营业收入 5.21 亿元，同比增长 10.16%；归母净利润 0.48 亿元，同比减少 34.82%。

点评：**1. 19 年营收业绩持续高增，新签湿垃圾订单大增 142%**

营收同增 32.24%，业绩同增 36.3%。2019 年公司实现营业收入 27.31 亿元，同比增长 32.24%；归母净利润 3.17 亿元，同比增长 36.3%；扣非归母净利润 2.99 亿元，同比增长 37.84%，主要系 2018 年及 2019 年订单持续增长，且部分订单达到收入确认节点；分业务来看，1) 环保工程业务实现营收 17.01 亿元同比增长 53.79%，毛利率同比提升 1.22pct 至 28.51%；2) 环保设备业务实现营收 4.58 亿元，同比减少 19.05%，毛利率同比提升 2.77pct 至 42.13%。

新签订单同增 49.6%，其新签湿垃圾订单大增 142%。报告期内，公司及子公司新增合同 37.14 亿元，同增 42.08%。其中，新中标垃圾渗滤液处理工程及运营项目 18.52 亿元同增 49.6%、餐厨厨余垃圾等城市固废处理项目 7.67 亿元同增 141.64%，全资子公司杭能环境新签沼气及生物质天然气工程项目 2.90 亿元同减 11.59%，都乐制冷新签油气回收及 VOCs 处理设备销售合同 1.51 亿元同减 41.7%。汉风科技新增电机节能、黄磷尾气回收等工业节能环保订单 6.54 亿元同增 73.94%。汉风科技 19 年盈利 1.1 亿元，16-19 年合计盈利低于业绩承诺 441.2 万元。经减值测试，计提商誉减值 1964 万元。

期间费用率下降 1.0pct 至 15.47%。2019 年公司期间费用同比增长 24.21%至 4.22 亿元，期间费用率下降 1.0pct 至 15.47%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 10.32%、增加 26.68%、增加 33.94%、增加 37.21%至 1.15 亿元、1.67 亿元、0.9 亿元、0.5 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.84pct、下降 0.27pct、上升 0.04pct、上升 0.07pct 至 4.23%、6.11%、3.3%、1.83%。

财务杠杆增加使 ROE 同比提高 2.11pct。2019 年公司加权平均净资产收益率同比上升 2.11pct 至 8.44%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年公司销售净利率为 11.77%，同比下降 0.2pct，总资产周转率为 0.36（次），同比上升 0.05（次），权益乘数从 18 年的 1.85 上升至 19 年的 2.04。

20Q1 受疫情影响，归母净利润减少 34.82%。2020 年一季度公司实现营业收入 5.21 亿元，同比增长 10.16%；归母净利润 0.48 亿元，同比减少 34.82%；扣非归母净利润 0.44 亿元，同比减少 33.39%；主要系报告期内受疫情影响，公司及行业上、下游单位复工复

产时间延迟，部分工程建设进度未达预期，部分 BOT 运营项目受影响较大。

2. 资产负债率上升，加强回款提高营运效率

资产负债率上升，营运效率提高。2019 年公司资产负债率为 50.53%，同比上升 2.16pct。2019 年公司加强应收账款管理，应收账款同比增长 22.43%至 13.07 亿元，应收账款周转天数同比减少 14.96 天至 156.48 天；存货同比增长 36.36%至 16.09 亿元，存货周转天数同比减少 14.99 天至 264.53 天；应付账款同比增长 16.48%至 11.14 亿元，应付账款周转天数同比减少 13.51 天至 196.35 天，使净营业周期同比减少 16.44 天至 224.67 天。

3. 19 年公司收现比提高 16pct 至 93%

2019 年公司收现比提高 16.33pct 至 93.19%。1) 2019 年公司经营活动现金流入为 26.71 亿元，同比增长 56.01%，收现比提高 16.33pct 至 93.19%；经营活动现金流净额 1.95 亿元，同比减少 20.58%，虽然经营活动现金流净额较去年同期有所减少，但原因主要系新增订单项目数较多，采购支出同比大幅增加，预示未来营收规模有大幅增加趋势；2) 投资活动现金流净额-5.31 亿元，同比减少 109.93%；3) 筹资活动现金流净额 1.69 亿元，同比增加 199.78%，主要系报告期内公司银行借款增加。

4. 有机废弃物资源化专家，垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海

国内有机废弃物资源化专家，业绩高增现金流稳健。公司 07 年通过 MBO 脱胎于德商独资企业，继承 WWAG 的先进技术优势，是国内渗滤液行业绝对龙头。公司以打造“有机废弃物资源化专家”品牌形象为目标，并围绕该战略开展了一系列并购，主营业务现已覆盖餐厨厨余垃圾处理、渗滤液处理、沼气处理、工业节能及油气回收等多元有机废弃物资源化领域，技术工艺处于国内先进水平，各版块之间充分发挥协同效应。业绩高速增长，质地优异，14-19 年营业收入复合增速达 33.21%，归母净利润复合增速达 26.99%。自 18 年以来公司加强现金流回款，19 年公司经营活动现金流入 26.71 亿元，同比增长 56.01%，收现比提高 16.33pct 至 93.19%。

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的驱动下，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约为 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，资源化利用率提升至 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：**在生活垃圾量日益增长背景下，垃圾分类政策推行将有效促进资源循环利用、实现垃圾减量及环境改善。新政将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。且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，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及无害化处理需求增加，渗滤液产生量将持续增长，同时在环保督查趋严背景下，渗滤液存量项目提标改造力度也会加大。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，项目工程经验丰富；技术上拥有成熟的 MBR+NF/RO 工艺，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：根据 19 年报披露情况，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.53、0.64、0.77 元，对应 13、11、9 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，现金回款风险

维尔利三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,354	5,270	5,778	7,413	营业收入	2,731	3,776	4,838	6,057
现金	819	494	143	41	减:营业成本	1,898	2,625	3,391	4,282
应收账款	1,307	1,776	2,094	2,850	营业税金及附加	18	41	46	54
存货	1,609	2,248	2,735	3,558	营业费用	115	151	198	248
其他流动资产	620	751	806	964	管理费用	167	466	605	757
非流动资产	3,750	4,377	4,984	5,617	财务费用	50	11	18	20
长期股权投资	170	237	305	373	资产减值损失	-24	0	0	0
固定资产	658	1,017	1,371	1,718	加:投资净收益	-1	2	3	3
在建工程	423	450	494	554	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,412	1,585	1,725	1,883	营业利润	366	484	582	699
其他非流动资产	1,088	1,088	1,088	1,088	加:营业外净收支	3	3	3	3
资产总计	8,105	9,647	10,762	13,030	利润总额	369	487	585	701
流动负债	3,288	3,961	4,462	5,770	减:所得税费用	47	63	75	90
短期借款	585	585	585	600	少数股东损益	5	6	7	9
应付账款	1,114	1,749	1,950	2,721	归属母公司净利润	317	418	502	603
其他流动负债	1,589	1,626	1,927	2,449	EBIT	414	527	639	766
非流动负债	808	1,330	1,493	1,906	EBITDA	615	644	796	968
长期借款	585	1,108	1,271	1,684					
其他非流动负债	222	222	222	222					
负债合计	4,095	5,291	5,956	7,676	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	112	118	125	134	每股收益(元)	0.40	0.53	0.64	0.77
					每股净资产(元)	4.97	5.41	5.97	6.66
归属母公司股东权益	3,897	4,237	4,681	5,220	发行在外股份(百万 股)	784	784	784	784
负债和股东权益	8,105	9,647	10,762	13,030	ROIC(%)	6.2%	7.1%	7.8%	8.0%
					ROE(%)	8.0%	9.7%	10.6%	11.4%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	30.5%	30.5%	29.9%	29.3%
经营活动现金流	195	197	215	186	销售净利率(%)	11.6%	11.1%	10.4%	9.9%
投资活动现金流	-531	-742	-762	-832	资产负债率(%)	50.5%	54.9%	55.3%	58.9%
筹资活动现金流	169	220	196	544	收入增长率(%)	32.2%	38.3%	28.1%	25.2%
现金净增加额	-165	-325	-351	-102	净利润增长率(%)	36.3%	32.1%	20.1%	19.9%
折旧和摊销	201	117	158	202	P/E	16.66	12.61	10.50	8.75
资本开支	546	559	539	565	P/B	1.35	1.24	1.13	1.01
营运资本变动	-448	-354	-468	-644	EV/EBITDA	10.48	11.01	9.70	8.74

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>