



2020-08-25

公司研究报告

买入/维持

维尔利(300190)

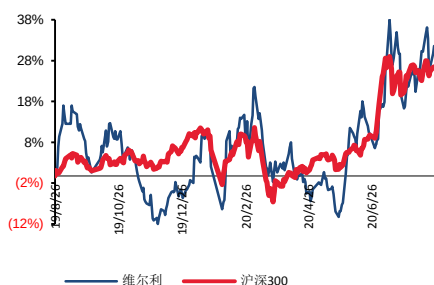
目标价: 13.4

昨收盘: 9.21

工业 商业和专业服务

Q2 业绩高增长，湿垃圾处理龙头迎千亿蓝海市场

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	784/748
总市值/流通(百万元)	7,219/6,891
12 个月最高/最低(元)	9.65/6.28

相关研究报告:

证券分析师: 陶贻功

电话: 010-88695226

E-MAIL: taoyg@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070001

事件概述: 公司发布 2020 年半年报, 上半年实现营收 12.86 亿元, 同比增长 14.65%, 实现归母净利润 1.63 亿元 (扣非 1.51 亿元), 同比增长 4.09% (扣非 1.79%)。ROE(加权)4.10%, 同比基本持平, 经现净额-1.57 亿元, 同比提升 8.43%。

Q2 业绩同环比大幅提升, 财务状况整体稳健。在 Q1 业绩受疫情影响出现大幅下滑背景下, 公司 Q2 业绩迎强劲反弹, Q2 单季净利 1.18 亿元, 同比增长 42.6%、环比增长 160%。报告期, 在销售成本率 (70.78%, 增加 3.5 个百分点) 小幅抬升背景下, 公司期间费用率整体下降 1.3 个百分点至 16.33%, 从而保证了净利率 (12.71%, 同比降低 0.9 个百分点) 的相对稳定。报告期公司资产负债率 54.06%, 小幅提升 3.5 个百分点, 维持在相对合理水平。

湿垃圾处理龙头企业, 报告期新中标有机物资源化订单超 16 亿元。

公司从事垃圾渗滤液处理业务已有 18 年历史, 拥有成熟的 MBR、厌氧、超滤、纳滤、反渗透等核心技术, 13、14 年先后布局湿垃圾处理、沼气工程等领域, 能提供全工艺链的湿垃圾处置整体解决方案。目前公司已承接近 30 项餐厨垃圾处理项目, 其中承接了多个上海 (首批 3 个垃圾分类试点城市之一) 的湿垃圾资源化项目, 随着上述项目的建成投运, 公司在湿垃圾处理领域的领先地位将不断强化, 进而推动公司相关业务订单的持续增长。今年以来公司持续斩获相关订单, 截止报告期末新中标城乡有机物废弃物资源化项目金额合计 16.25 亿元。

十四五垃圾分类地级市全覆盖, 湿垃圾处理迎 1700 亿蓝海市场。2019 年 6 月, 住建部等九部门发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》, 强调到 2020 年, 46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统; 到 2022 年, 各地级城市至少有 1 个区实现生活垃圾分类全覆盖; 其他各区至少有 1 个街道基本建成生活垃圾分类示范片区。到 2025 年, 全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。按照 2025 年 337 个地级市湿垃圾处理能力 35 万吨/日、单位投资 50 万元/(吨*日) 测算, 届时湿垃圾处理市场空间可达 1750 亿元。

投资评级: 预计公司 2020~2022 年 EPS 0.51/0.67/0.86 元, 对应 PE18/14/11 倍。十四五垃圾分类有望带来 1700 亿的湿垃圾处理市场, 公司是湿垃圾处理龙头企业, 将受益湿垃圾处理市场的爆发, 首次覆盖, 给予“买入”的投资评级。

风险提示: 湿垃圾处理推进不及预期的风险; 订单不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2730.65	3368.18	4398.14	5791.29
(+/-%)	32.24%	23.35%	30.58%	31.68%
净利润(百万元)	316.71	402.98	526.19	672.81
(+/-%)	36.30%	27.24%	30.57%	27.87%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.51	0.67	0.86
市盈率(PE)	17.00	17.91	13.72	10.73
市净率(市净率)	1.82	3.90	3.32	2.80

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院。注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2731	3368	4398	5791
%同比增速	32%	23%	31%	32%
营业成本	1898	2354	3071	4074
毛利	833	1015	1327	1717
%营业收入	31%	30%	30%	30%
税金及附加	18	24	30	38
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	115	153	199	260
%营业收入	4%	5%	5%	4%
管理费用	167	206	269	354
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	90	118	150	191
%营业收入	3%	4%	3%	3%
财务费用	50	62	91	124
%营业收入	2%	2%	2%	2%
资产减值损失	-24	-5	-5	-5
信用减值损失	-27	0	0	0
其他收益	25	20	26	35
投资收益	-1	2	2	3
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	366	469	612	783
%营业收入	13%	14%	14%	14%
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	369	469	612	783
%营业收入	13%	14%	14%	14%
所得税费用	47	60	79	101
净利润	321	409	534	683
%营业收入	12%	12%	12%	12%
归属于母公司的净利润	317	403	526	673
%同比增速	36%	27%	31%	28%
少数股东损益	5	6	8	10
EPS（元/股）	0.40	0.51	0.67	0.86

基本指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.40	0.51	0.67	0.86
BVPS	4.97	5.49	6.17	7.04
PE	17.00	17.91	13.72	10.73
PEG	0.47	0.66	0.45	0.39
PB	1.38	1.68	1.49	1.31
EV/EBITDA	9.68	12.04	10.42	8.97
ROE	8%	9%	11%	12%
ROIC	7%	7%	7%	8%

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	819	1064	1247	1522
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1398	1590	2076	2733
存货	1609	1992	2600	3449
预付账款	173	235	307	407
其他流动资产	355	405	477	572
流动资产合计	4354	5287	6707	8683
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	170	220	270	320
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	658	821	956	1095
无形资产	1412	1536	1673	1819
商誉	1000	977	954	931
递延所得税资产	33	33	33	33
其他非流动资产	478	639	797	953
资产总计	8105	9513	11390	13834
短期借款	585	1000	1488	2124
应付票据及应付账款	1494	1676	2061	2623
预收账款	250	337	440	579
应付职工薪酬	25	35	46	61
应交税费	273	337	440	579
其他流动负债	661	697	746	811
流动负债合计	3288	4082	5221	6777
长期借款	585	785	985	1185
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	222	222	222	222
负债合计	4095	5090	6428	8185
归属于母公司的所有者权益	3897	4305	4836	5514
少数股东权益	112	118	125	135
股东权益	4009	4423	4962	5650
负债及股东权益	8105	9513	11390	13834

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	195	364	231	225
投资	-82	-70	-70	-70
资本性支出	-546	-584	-557	-574
其他	97	-6	-6	-5
投资活动现金流净额	-531	-660	-633	-649
债权融资	0	0	0	0
股权融资	4	0	0	0
银行贷款增加（减少）	1162	615	688	836
筹资成本	-122	-73	-103	-137
其他	-875	0	0	0
筹资活动现金流净额	169	542	585	698
现金净流量	-165	245	183	275

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。