



全年业绩略低预期，主业助力公司稳步成长

维尔利(300190)

评级:	增持	股票代码:	300190
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	10.41/6.17
目标价格:		总市值(亿)	59.56
最新收盘价:	7.62	自由流通市值(亿)	56.84
		自由流通股数(百万)	745.99

事件概述

2021年04月09日，公司发布2020年年度报告，全年实现营业收入32.03亿元，同比增长17.29%；实现归母净利润3.57亿元，同比增长12.82%，EPS为0.46元。

分析判断:

▶ 全年业绩略低预期，持续大力发展主业

2020年，公司实现营业收入32.03亿元，较去年同期增长17.29%；实现归母净利润3.57亿元，较去年同期增长12.82%，业绩略低预期。利润增速大幅低于营收增速，主要系四季度公司计提资产减值准备7862.54万元，侵蚀了公司利润。公司年度经营业绩稳定增长得益于公司订单规模不断扩大，2020年公司全年新增订单金额超36亿元。截止2020年12月31日，公司新中标城乡有机物废弃物资源化项目订单30.09亿元，新中标工业节能环保订单6.02亿元。报告期内，由于公司及子公司2019年及2020年部分新签订单达到收入确认节点，因此，公司2020年全年收入及净利润较去年实现增长。公司围绕“城乡有机物废弃物资源化”与“工业节能环保”领域，结合公司现有业务资源及竞争优势，继续深耕主业，不断拓展公司各业务板块，巩固和提升公司及子公司在各个细分行业的竞争优势及市场占有率。

▶ 核心财务指标稳定增长，顺利完成可转债发行工作

2020年，公司经营活动产生的现金流量净额3.63亿元，同比增长85.57%，主要原因系受疫情影响，公司加强项目管理，购买商品劳务支付的现金较去年同期减少。全年公司产生财务费用0.92亿元，同比增加84.66%，系可转债计提利息增加，从而导致财务费用率较2019年上升1.06pct，但是公司不断完善集团化管理体制，加强对子公司的管理，提高了公司营运和管理效率，销售费用率和管理费用率较2019年有所下滑。2020年公司销售费用率为4.10%，较2019年下滑0.13pct；管理费用率为9.22%，较2019年下滑0.19pct。此外，2020年4月13日，公司顺利发行可转债-维尔转债，年末余额2.87亿元，公司通过拓宽融资渠道，降低融资成本，为公司的未来发展提供了资金保障。

▶ 细分领域百花齐放，继续加强与国企合作

渗滤液板块，公司拥有成熟的MBR、厌氧、超滤、纳滤、反渗透等核心技术，十多年来，公司在全国各地承接了三百多渗滤液处理项目。湿垃圾处理方面，目前公司已承接近四十项餐厨垃圾处理项目工程，公司采用EMBT技术建设的首个餐厨厨余垃圾协同处置项目-绍兴项目目前已投入运行；上海松江区湿垃圾资源化处理工程EPC项目、上海嘉定区湿垃圾资源化处理项目、金山区固废综合利用工程湿垃圾处理项目已陆续进入调试运营。沼气及生物质天然气业务方面，公司全资子公司杭能环境已具备成熟的沼气处理工艺，在沼气工程领域的整体技术上处于国内先进水平。此外，报告期内，公司继续加强与国企的合作，2020年上半年，公司与国投生态环境投资发展有限公司、上海建工七建有限公司共同承接了上海市闵行区马桥再生资源化利用PPP项目；2020年11月，公司参与了湖南省建筑设计院有限公司部分股权的公开摘牌，受让了其17.65%的股权，从而进一步提高公司的综合实力。

投资建议

公司持续开拓城市、农村及工业节能领域的节能环保业务市场，继续拓展渗滤液处理、餐厨及厨余垃圾处理、沼气及生物天然气业务、工业节能及油气回收业务、村镇污水等各项业务。且政策红利持续，新增订单势头稳定，公司继续加大与国资的合作，结合公司在手订单情况，我们下调公司 2021 和 2022 年盈利预测，新增 2023 年业绩预测，公司 2021-2022 年的收入分别为从 40.98 亿元和 49.10 亿元，下调至 38.60 亿元和 45.66 亿元，同比增速分别为 20.5%、18.3%，2023 年营收为 55.23 亿元，同比增长 21.0%；2021-2022 年归母净利分别从 4.44 亿元和 5.19 亿元，下调至 4.12 亿元和 4.72 亿元，同比增速分别为 15.2%、14.8%，2023 年归母净利润为 5.53 亿元，同比增长 17.1%。对应 EPS 分别为 0.53/0.60/0.71 元，对应 PE 分别为 14/13/11 倍。维持“增持”评级。

风险提示

- 1) 市场订单拓展不及预期；
- 2) 业务持续扩张导致资金压力逐步显现；
- 3) 账龄较长的应收账款增长超过预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,731	3,203	3,860	4,566	5,523
YoY (%)	32.2%	17.3%	20.5%	18.3%	21.0%
归母净利润(百万元)	317	357	412	472	553
YoY (%)	36.3%	12.8%	15.2%	14.8%	17.1%
毛利率 (%)	30.5%	29.9%	30.4%	30.7%	31.3%
每股收益 (元)	0.41	0.46	0.53	0.60	0.71
ROE	8.1%	8.4%	8.8%	9.2%	9.7%
市盈率	18.80	16.67	14.47	12.60	10.77

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱：zhouz11@hx168.com.cn

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,203	3,860	4,566	5,523	净利润	364	419	481	563
YoY (%)	17.3%	20.5%	18.3%	21.0%	折旧和摊销	263	201	202	201
营业成本	2,245	2,686	3,165	3,792	营运资金变动	-410	-293	-324	-442
营业税金及附加	21	26	30	36	经营活动现金流	363	291	313	271
销售费用	131	160	188	228	资本开支	-871	-553	-558	-554
管理费用	185	227	267	323	投资	-20	0	0	0
财务费用	92	97	102	109	投资活动现金流	-1,401	-535	-533	-525
资产减值损失	-16	0	0	0	股权募资	5	0	0	0
投资收益	23	18	25	29	债务募资	1,591	500	400	300
营业利润	411	473	546	640	筹资活动现金流	1,018	500	400	300
营业外收支	18	16	18	19	现金净流量	-22	256	180	46
利润总额	429	489	564	659					
所得税	65	71	83	96	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	364	419	481	563	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	357	412	472	553	营业收入增长率	17.3%	20.5%	18.3%	21.0%
YoY (%)	12.8%	15.2%	14.8%	17.1%	净利润增长率	12.8%	15.2%	14.8%	17.1%
每股收益	0.46	0.53	0.60	0.71	盈利能力 (%)				
					毛利率	29.9%	30.4%	30.7%	31.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	11.4%	10.8%	10.5%	10.2%
货币资金	754	1,010	1,190	1,236	总资产收益率 ROA	3.6%	3.7%	3.7%	3.9%
预付款项	76	142	147	184	净资产收益率 ROE	8.4%	8.8%	9.2%	9.7%
存货	619	1,253	1,275	1,608	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4,052	4,173	4,973	5,739	流动比率	1.53	1.59	1.64	1.65
流动资产合计	5,501	6,577	7,585	8,768	速动比率	1.03	1.04	1.07	1.05
长期股权投资	219	219	219	219	现金比率	0.21	0.24	0.26	0.23
固定资产	520	462	377	301	资产负债率	55.1%	57.1%	58.0%	58.7%
无形资产	1,696	1,924	2,170	2,411	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4,312	4,682	5,059	5,433	总资产周转率	0.33	0.34	0.36	0.39
资产合计	9,813	11,259	12,644	14,202	每股指标 (元)				
短期借款	837	837	837	837	每股收益	0.46	0.53	0.60	0.71
应付账款及票据	1,726	2,082	2,447	2,935	每股净资产	5.47	6.00	6.60	7.31
其他流动负债	1,033	1,205	1,344	1,552	每股经营现金流	0.46	0.37	0.40	0.35
流动负债合计	3,597	4,125	4,629	5,324	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	781	1,281	1,681	1,981	估值分析				
其他长期负债	1,025	1,025	1,025	1,025	PE	16.67	14.47	12.60	10.77
非流动负债合计	1,807	2,307	2,707	3,007	PB	1.38	1.27	1.15	1.04
负债合计	5,404	6,431	7,336	8,330					
股本	782	782	782	782					
少数股东权益	134	141	149	159					
股东权益合计	4,409	4,828	5,309	5,871					
负债和股东权益合计	9,813	11,259	12,644	14,202					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。