

维尔利 (300190.SZ)

业绩持续增长，未来订单值得期待

业绩持续增长，新增订单超 36 亿元。公司 2020 年实现营业收入 32.0 亿元，同增 17.3%；归母净利 3.6 亿元，同增 12.8%，扣非利润 3.0 亿元，同增 1.0%，垃圾渗滤液、餐厨垃圾处理业务带动业绩增长。其中 2020Q4 营收 11.9 亿元，同增 21.7%，归母净利润 0.6 亿元，同减 33.9%，主要原因是计提资产减值准备 0.8 亿元。此外，2020 年新中标城乡有机物废弃物资源化项目订单 30.1 亿元、工业节能环保订单 6.0 亿元，公司 2017-2020 年新增订单分别超过 21/25/37/36 亿元，新增订单金额呈增长态势。

毛利率略有下降，财务费用率上升。2020 年公司综合毛利率 29.9%，同比下降 0.6pct，净利率 11.4%，同比下降 0.4pct，主要是设备毛利率下降导致。2020 年销售、管理、财务费用率分别为 4.1%/5.8%/2.9%，分别变化-0.1/-0.3/+1.1pct，财务费用率上升主要是可转债计提利息增加导致。此外，公司 2020 年经营活动现金流净额为 3.6 亿元，同比增加 85.6%，主要系公司加强项目管理，购买商品劳务支付的现金较上年同期减少。

环保督察推动渗滤液市场释放。生活垃圾渗滤液危害严重，而垃圾填埋场、垃圾焚烧厂的渗滤液处理是环保督察的重点，环保督察大背景下，渗滤液设施改造、补建市场加速释放，同时垃圾焚烧正处于高速建设期，焚烧厂新增渗滤液市场较大，我们预计渗滤液投资市场年均近 50 亿元（包含改建+新增）。公司系渗滤液处理龙头，2019 年市占率约 30%，技术团队源自德国，工程经验丰富，在渗滤液市场高景气背景下，项目加速开拓。

垃圾分类全面推广，餐厨厨余市场空间大。2019 年垃圾分类制度入法，垃圾分类进入强制时代，政策要求至 2020 年 46 个重点城市、2025 年 337 个地级及以上城市基本建成生活垃圾分类系统，上海湿垃圾分离率达 21%，北京、深圳陆续开启，湿垃圾处置产能供不应求。我们预计餐厨垃圾市场空间将有 800 亿元、厨余垃圾市场空间为 1600 亿元，累计 2400 亿元。维尔利具备提供成熟餐厨垃圾解决方案能力，渗滤液客户与餐厨厨余客户高度重合，且拥有常州、绍兴餐厨等标杆项目，垃圾分类推动餐厨垃圾市场快速释放，公司未来的订单值得期待。

投资建议：受益于环保督查等政策，垃圾渗滤液、餐厨厨余行业景气较高，公司作为龙头企业受益明显，市占率望不断提升。此外，公司积极变更管理激励制度，经营效率望不断提升。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别 0.61/0.78/0.98 元/股，对应 PE 分别为 12.5/9.8/7.8X，具有估值优势，维持“买入”评级。

风险提示：工业环保市场拓展不及预期，渗滤液市场竞争加剧，餐厨&厨余市场推进不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,731	3,203	4,167	5,275	6,546
增长率 yoy (%)	32.2	17.3	30.1	26.6	24.1
归母净利润（百万元）	317	357	475	607	767
增长率 yoy (%)	36.3	12.8	33.0	27.8	26.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.41	0.46	0.61	0.78	0.98
净资产收益率 (%)	8.0	8.3	10.1	11.6	12.8
P/E（倍）	18.8	16.7	12.5	9.8	7.8
P/B（倍）	1.53	1.39	1.25	1.12	0.99

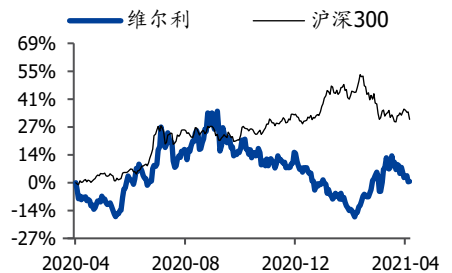
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 09 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	环保工程及服务
前次评级	买入
04 月 09 日收盘价	7.62
总市值(百万元)	5,955.69
总股本(百万股)	781.59
其中自由流通股(%)	95.45
30 日日均成交量(百万股)	13.17

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

研究助理 余楷丽

邮箱：yukaili@gszq.com

相关研究

- 《维尔利 (300190.SZ)：Q3 业绩高增长，渗滤液、餐厨市场加速释放》2020-10-29
- 《维尔利 (300190.SZ)：业绩持续增长，餐厨、渗滤液高成长可期》2020-08-26
- 《维尔利 (300190.SZ)：垃圾分类全面推广，湿垃圾龙头率先受益》2020-06-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4354	5501	7255	7520	9631
现金	819	754	964	1220	1515
应收票据及应收账款	1398	1848	1485	2422	2188
其他应收款	163	192	270	314	410
预付账款	173	76	248	162	347
存货	1609	619	2276	1389	3159
其他流动资产	192	2012	2012	2012	2012
非流动资产	3750	4312	5002	5496	6000
长期投资	170	219	267	315	363
固定资产	658	520	814	1106	1400
无形资产	1412	1696	2024	2145	2259
其他非流动资产	1511	1877	1897	1930	1978
资产总计	8105	9813	12256	13017	15631
流动负债	3288	3597	5202	5587	7168
短期借款	585	837	1084	1328	1599
应付票据及应付账款	1494	1726	2459	2840	3735
其他流动负债	1208	1033	1659	1419	1834
非流动负债	808	1807	1685	1396	1125
长期借款	585	1553	1431	1142	871
其他非流动负债	222	254	254	254	254
负债合计	4095	5404	6887	6982	8293
少数股东权益	112	134	157	185	221
股本	784	782	782	782	782
资本公积	2136	2276	2276	2276	2276
留存收益	974	1213	1621	2142	2801
归属母公司股东权益	3897	4275	5213	5849	7116
负债和股东权益	8105	9813	12256	13017	15631

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	195	363	453	647	769
净利润	321	364	498	636	803
折旧摊销	201	263	148	194	245
财务费用	50	92	115	126	131
投资损失	1	-23	-8	-10	-10
营运资金变动	-448	-410	-300	-300	-400
其他经营现金流	70	77	0	0	0
投资活动现金流	-531	-1401	-830	-679	-739
资本支出	546	871	700	446	456
长期投资	-82	-145	-48	-48	-48
其他投资现金流	-67	-674	-178	-280	-330
筹资活动现金流	169	1018	353	185	132
短期借款	52	252	300	200	500
长期借款	-335	968	-122	120	-271
普通股增加	-30	-2	0	0	0
资本公积增加	0	141	0	0	0
其他筹资现金流	482	-341	175	-135	-97
现金净增加额	-165	-22	-24	153	163

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2731	3203	4167	5275	6546
营业成本	1898	2245	2917	3693	4582
营业税金及附加	18	21	41	46	53
营业费用	115	131	176	233	289
管理费用	167	185	250	317	396
研发费用	90	111	146	185	229
财务费用	50	92	115	126	131
资产减值损失	-24	-16	-21	-21	-20
其他收益	25	46	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	23	8	10	10
资产处置收益	0	3	0	0	0
营业利润	366	411	558	715	904
营业外收入	7	26	10	12	14
营业外支出	5	8	0	0	0
利润总额	369	429	569	727	918
所得税	47	65	71	91	115
净利润	321	364	498	636	803
少数股东损益	5	7	22	29	36
归属母公司净利润	317	357	475	607	767
EBITDA	619	823	858	1094	1344
EPS (元)	0.41	0.46	0.61	0.78	0.98

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	32.2	17.3	30.1	26.6	24.1
营业利润(%)	29.4	12.4	35.8	28.0	26.5
归属于母公司净利润(%)	36.3	12.8	33.0	27.8	26.3
获利能力					
毛利率(%)	30.5	29.9	30.0	30.0	30.0
净利率(%)	11.6	11.2	11.4	11.5	11.7
ROE(%)	8.0	8.3	10.1	11.6	12.8
ROIC(%)	6.3	6.6	7.8	9.2	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	50.5	55.1	56.2	53.6	53.1
净负债比率(%)	26.5	48.4	46.4	36.1	26.9
流动比率	1.3	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.9	0.6	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.1	2.0	2.5	2.7	2.8
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.46	0.61	0.78	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.46	0.58	0.83	0.98
每股净资产(最新摊薄)	4.99	5.47	6.08	6.79	7.72
估值比率					
P/E	18.8	16.7	12.5	9.8	7.8
P/B	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.5	9.3	9.1	6.9	5.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 09 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com