

维尔利 (300190)

2020 年年报点评：碳中和&垃圾分类有望带动订单释放

买入（维持）

2021 年 04 月 14 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,203	3,928	4,768	5,747
同比（%）	17.3%	22.7%	21.4%	20.5%
归母净利润（百万元）	357	479	582	698
同比（%）	12.8%	34.0%	21.5%	20.0%
每股收益（元/股）	0.46	0.61	0.74	0.89
P/E（倍）	15.95	11.90	9.80	8.16

投资要点

- **事件：**公司 2020 年营收 32.03 亿元，同增 17.29%；归母净利润 3.57 亿元，同增 12.82%；扣非归母净利润 3.02 亿元，同增 0.97%；加权平均 ROE 同比提高 0.33pct，至 8.77%。
- **归母净利润同增 12.82%，环保工程毛利率同增 0.79pct 至 29.30%。**2020 年公司营收同增 17.29%至 32.03 亿元；归母净利润同增 12.82%至 3.57 亿元；计提减值准备 7862.54 万元，其中汉风商誉减值损失 1592.80 万元；毛利率 29.91%，同降 0.60pct。分业务来看，1) **环保工程：**营收 19.44 亿元，同增 14.28%，毛利率 29.30%，同升 0.79pct；2) **环保设备：**营收 5.75 亿元，同增 25.60%，毛利率 36.76%，同降 5.37pct；3) **BOT 项目运营：**营收 3.29 亿元，同增 60.99%，毛利率 33.14%，同降 1.02pct。
- **2020 年新签订合同超 36 亿元，加强国资合作拓展核心业务。**2020 年公司新增有机废弃物资源化项目订单 30.09 亿元，新增工业节能环保订单 6.02 亿元。具体来看，1) **工程类：**新增 EPC 订单 79 个，签订合同 15.27 亿元，确定收入订单 129 个，确认收入 16.35 亿元，期末在手订单 17.37 亿元。2) **特许经营类：**新增订单 4 个，投资金额 3.79 亿元，施工期订单 14 个，本期完成投资 8.05 亿元，确认收入 3.09 亿元，处于运营期订单 31 个，运营收入 4.64 亿元。公司相继与国投生态、上海建工、中交上海航道局、湖南省建筑设计院合作，整合外部资源拓展核心业务。
- **期间费用率上升 0.73pct 至 16.20%。**2020 年公司期间费用率上升 0.73pct 至 16.20%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.13pct、下降 0.34pct、上升 0.15pct、上升 1.05pct 至 4.1%、5.77%、3.45%、2.89%。
- **经营性现金流净额同增 85.57%至 3.63 亿元。**2020 年，1) 公司经营活动现金流净额 3.63 亿元，同增 85.57%。2) 投资活动现金流净额-14.01 亿元，同减 163.94%。3) 筹资活动现金流净额 10.18 亿元，同增 502.14%。
- **碳中和释放节能减排空间 CCER 增厚项目收益，垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海。**碳中和带动工业节能需求释放，子公司汉风科技作为工业节能先锋通过精细化管理使项目节电率达 35%，高于行业平均水平。公司餐厨厨余项目减碳效应显著，未来开发 CCER 有望增厚收益。根据垃圾分类政策要求，我们预计 2019-2025 年厨余垃圾投资市场空间累计达 1915 亿元，其中核心设备市场空间达 364 亿元，2025 年运营市场空间达 146 亿元。据推广节奏测算，我们预计厨余垃圾投资需求或于 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，公司有望凭借优异的技术工艺及协同优势率先突围，实现业绩高增长。
- **盈利预测：**受疫情影响 2020 年行业招投标放缓，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.64/0.77 元下调整至 0.61/0.74 元，预计 2023 年 EPS 为 0.89 元；当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 12/10/8 倍。考虑到碳中和对工业节能和 CCER 需求的推动，以及垃圾分类的推进带动厨余市场释放，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)	7.29
一年最低/最高价	6.17/10.41
市净率(倍)	1.33
流通 A 股市值(百万元)	5438.28

基础数据

每股净资产(元)	5.47
资产负债率(%)	55.07
总股本(百万股)	781.59
流通 A 股(百万股)	745.99

相关研究

- 1、《维尔利 (300190)：归母净利润大增 31.08%，20Q3 单季度扣非加速改善》2020-10-29
- 2、《维尔利 (300190)：19 年营收业绩高增，湿垃圾新签订单大增 142%》2020-04-29
- 3、《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

事件:

2020 年公司实现营业收入 32.03 亿元, 同比增长 17.29%; 归母净利润 3.57 亿元, 同比增长 12.82%; 扣非归母净利润 3.02 亿元, 同比增长 0.97%; 加权平均 ROE 同比提高 0.33pct, 至 8.77%。

1. 2020 年业绩保持增长, 国资合作增强业务拓展能力

2020 年业绩保持增长, 环保工程毛利率同增 0.79pct 至 29.30%。2020 年公司实现营业收入 32.03 亿元, 同比增长 17.29%; 归母净利润 3.57 亿元, 同比增长 12.82%, 主要系公司及子公司 2019 年及 2020 年部分新签订单达到收入确认节点。2020 年公司计提减值准备 7862.54 万元, 其中信用减值损失 6261.17 万元, 汉风科技商誉减值损失 1592.80 万元, 导致利润增速低于收入增速。公司综合毛利率 29.91%, 同比下降 0.60pct。分业务来看, **1) 环保工程业务:** 实现营业收入 19.44 亿元, 同比增长 14.28%, 毛利率 29.30%, 同比提升 0.79pct; **2) 环保设备业务:** 实现营业收入 5.75 亿元, 同比增长 25.60%, 毛利率 36.76%, 同比下降 5.37pct; **3) BOT 项目运营:** 实现营业收入 3.29 亿元, 同比增长 60.99%, 毛利率 33.14%, 同比下降 1.02pct。 **4) 运营服务:** 实现营业收入 2.74 亿元, 同比增长 13.00%; **5) 节能服务:** 实现营业收入 0.67 亿元, 同比下降 42.67%。

2020 年公司新签订单金额超 36 亿元。2020 年, 受疫情影响招投标进度放缓, 公司全年新增订单金额 36.11 亿元, 其中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。具体来看, **1) 节能环保工程类订单:** 新增 EPC 订单 79 个, 签订合同金额 15.27 亿元, 确定收入订单 129 个, 确认收入金额 16.35 亿元, 期末在手订单 17.37 亿元。 **2) 节能环保特许经营类订单:** 新增订单 4 个, 投资金额 3.79 亿元, 处于施工期订单 14 个, 本期完成的投资金额 8.05 亿元, 本期确认收入金额 3.09 亿元, 处于运营期订单 31 个, 本期运营收入 4.64 亿元。

加强央企、地方国资平台合作, 整合双方资源拓展核心业务。2020 年上半年, 公司与国投生态环境投资发展有限公司、上海建工七建集团有限公司共同投资承接了上海市闵行区马桥再生资源化利用 PPP 项目。2020 年 9 月, 公司与国投生态签订了《战略合作框架协议》, 双方利用产业及资本合作方面的优势在固体废弃物处理展开全方位的探索合作。此外, 公司与中交上海航道局有限公司签订了《合作备忘录》促进双方在长三角及长江中上游地区展开更多的项目合作。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, 双方将全面开展在环保市政领域的探索合作。公司与国企的合作, 有利于整合外部资源不断拓展各项核心业务, 持续提升公司经营业绩。

研发和财务费用率上升使得期间费用率上升 0.73pct 至 16.20%。2020 年公司期间费用同比增长 22.83%至 5.19 亿元，期间费用率上升 0.73pct 至 16.20%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 13.62%、增加 10.7%、增加 22.74%、增加 84.66%至 1.31 亿元、1.85 亿元、1.11 亿元、0.92 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.13pct、下降 0.34pct、上升 0.15pct、上升 1.05pct 至 4.1%、5.77%、3.45%、2.89%。

2. 资产负债率上升，营运效率提高

资产负债率同升 4.54ct，营运效率提高。2020 年公司资产负债率为 55.07%，同比上升 4.54pct。2020 年公司应收账款同比增长 33.71%至 17.47 亿元，应收账款周转天数同比增加 15.14 天至 171.62 天；存货同比减少 61.51%至 6.19 亿元，存货周转天数同比减少 85.87 天至 178.66 天；应付账款同比增长 23.26%至 13.73 亿元，应付账款周转天数同比增加 3.03 天至 199.38 天，使净营业周期同比减少 73.76 天至 150.91 天。

权益乘数上升使 ROE 同比提高 0.33pct。2020 年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.33pct 至 8.77%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年公司销售净利率（销售净利率=净利润/营业收入，其中净利润含少数股东损益）为 11.36%，同比下降 0.4pct，总资产周转率为 0.36（次），同比持平，权益乘数从 2019 年的 2.04 上升至 2020 年的 2.19。

3. 经营性现金流净额同比增长 85.57%至 3.63 亿元

2020 年公司经营性现金流净额同增 85.57%至 3.63 亿元。1) 2020 年公司经营活动现金流净额 3.63 亿元，同比增加 85.57%，其中经营活动现金流入为 24.52 亿元，同比减少 8.17%，主要系受疫情影响，公司回款金额较上年同期减少；经营活动现金流出为 20.90 亿元，同比减少 15.58%，主要原因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。2) 投资活动现金流净额-14.01 亿元，同比减少 163.94%。3) 筹资活动现金流净额 10.18 亿元，同比增加 502.14%。

4. 碳中和释放节能减排空间 CCER 增厚项目收益，垃圾分类带来湿垃圾技术应用蓝海

碳中和释放工业节能减排空间，项目开发 CCER 认证有望增厚收益。公司积极布局碳中和相关业务，2021 年 3 月，公司与“上海宝碳”签订“碳中和”战略合作协议，双方将在 CCER 项目开发、涉碳增值服务、碳金融业务等方面进行合作。公司主要从工

业节能和 CCER 开发两方面受益于碳中和政策：**1) 工业节能：**碳达峰背景下，工业企业节能减排需求加大。公司子公司汉风科技是国内领先的工业节能服务企业，通过精细化管理使得运营的节能项目节电率达 35%，高于行业平均水平，在高压电机节能领域具有较强的市场竞争力和知名度，并已成功在钢铁、化工、水泥、电力等多个高能耗行业运作了几十个基于合同能源管理模式的节能项目，开展余热回收、脱硫废业处理业务，提升高能耗行业的能源利用效率。**2) CCER 开发：**湿垃圾和生物质厌氧消化项目均为负碳项目，项目原料本身具有碳排放，集中处置后减排效应优于风电光电等零碳项目。未来开放 CCER 论证后项目收益水平有望进一步提升。

垃圾分类带动厨余市场释放，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。2013-2017 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，2017 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 2019-2025 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 2019-2025 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，我们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，实现订单和业绩的高增长。

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十七载，已承接三百余项渗滤液处理工程，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：受疫情影响 2020 年行业招投标放缓，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.64/0.77 元下调至 0.61/0.74 元，预计 2023 年 EPS 为 0.89 元；当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 12/10/8 倍。考虑到碳中和对工业节能和 CCER 需求的推动，以及垃圾分类的推进带动厨余市场释放，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)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,501	7,719	9,168	11,709	营业收入	3,203	3,928	4,768	5,747
现金	754	1,692	2,730	3,861	减:营业成本	2,245	2,829	3,466	4,171
应收账款	1,747	1,218	2,597	2,095	营业税金及附加	21	22	26	32
存货	619	2,189	1,251	2,889	营业费用	131	143	162	190
其他流动资产	2,381	2,620	2,589	2,864	管理费用	185	192	214	247
非流动资产	4,312	4,745	5,186	5,650	研发费用	111	110	114	132
长期股权投资	219	267	315	363	财务费用	92	137	173	220
固定资产	520	813	1,068	1,312	资产减值损失	16	0	0	0
在建工程	668	620	600	608	加:投资净收益	23	25	25	24
无形资产	1,696	1,836	1,994	2,159	其他收益	-17	36	41	38
其他非流动资产	1,209	1,209	1,208	1,208	资产处置收益	3	1	2	2
资产总计	9,813	12,464	14,353	17,359	营业利润	411	556	680	820
流动负债	3,597	4,508	4,626	5,823	加:营业外净收支	18	20	19	19
短期借款	837	837	837	837	利润总额	429	575	699	839
应付账款	1,373	1,761	2,078	2,542	减:所得税费用	65	88	106	128
其他流动负债	1,387	1,909	1,711	2,443	少数股东损益	7	9	11	13
非流动负债	1,807	3,137	4,384	5,548	归属母公司净利润	357	479	582	698
长期借款	1,553	2,883	4,131	5,294	EBIT	560	736	915	1,102
其他非流动负债	254	254	254	254	EBITDA	823	877	1,101	1,336
负债合计	5,404	7,645	9,010	11,371	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	134	143	154	166	每股收益(元)	0.46	0.61	0.74	0.89
归属母公司股东权益	4,275	4,676	5,189	5,821	每股净资产(元)	5.47	5.98	6.64	7.45
负债和股东权益	9,813	12,464	14,353	17,359	发行在外股份(百万股)	782	782	782	782
					ROIC(%)	8.7%	10.2%	11.3%	12.4%
					ROE(%)	8.3%	10.1%	11.1%	11.9%
					毛利率(%)	29.9%	28.0%	27.3%	27.4%
					销售净利率*(%)	11.2%	12.2%	12.2%	12.1%
					资产负债率(%)	55.1%	61.3%	62.8%	65.5%
					收入增长率(%)	17.3%	22.7%	21.4%	20.5%
					净利润增长率(%)	13.3%	34.0%	21.5%	20.0%
					P/E	15.95	11.90	9.80	8.16
					P/B	1.33	1.22	1.10	0.98
					EV/EBITDA	8.97	8.76	7.25	6.07

销售净利率*=归属母公司股东的净利润/营业总收入=销售净利率×归属母公司股东的净利润占比

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>