

维尔利（300190）2011年中报点评

BOT 模式初结硕果

有机垃圾有望突破

投资要点

- ❖ **11 中报业绩 0.41 元，符合预期。**2011 年上半年公司实现营业收入 1.25 亿，同比增长 36.3%；营业成本 0.71 亿，同比增长 37.4%；归属母公司净利润 0.22 亿，同比增长 8.8%，折旧及费用增加致其增速慢于收入；完全摊薄后 EPS 为 0.41 元，基本符合预期。公司上半年毛利率 43.2%，同比基本持平。11Q2 单季毛利率为 44.4%，环比提高 2.3 个百分点，单季 EPS 为 0.23 元。
- ❖ **渗滤液处理 BOT 模式初结硕果，招标有望进入集中期。**2011 年 6 月，公司成功中标处理规模 550T/D 的常州渗滤液 BOT 项目，基于资金和技术实力进一步拓展 EPC 以外的业务模式，为将来持续的项目获取奠定了坚实基础。目前公司项目进展情况良好（新开工及在建项目增多致存货比年初增加 67.4%），我们预计 7~8 月有望步入渗滤液项目较为集中的招标期，公司也有望在确保大中型项目市场的基础上通过集成标准化集装箱设备提高对小项目的承接能力。
- ❖ **有机垃圾处理业务有望成为新增亮点。**国家政策日益重视餐厨/厨余等有机垃圾资源化处理，预计近 300 亿的建设市场即将兴起。目前，公司已基本掌握了针对餐厨垃圾的以淋滤/厌氧消化技术为核心的机械生物处理技术，以及针对分类收集厨余垃圾的干法厌氧消化技术，未来有望根据国内有机垃圾特性进行改进后推广应用。此外，鉴于公司在垃圾渗滤液领域积累的技术及经验优势，有机垃圾处理有望与此前所服务的填埋及焚烧领域形成良好的协同效应。
- ❖ **风险因素。**土地财政吃紧等因素或导致地方政府支付意愿或能力下降；项目招标进度慢于预期；业绩季节性波动。
- ❖ **维持“增持”评级。**我们维持公司 2011~2013 年 1.41/2.19/3.01 元（2010 年为 0.85 元）的盈利预测，对应 P/E 分别为 36.6/23.5/17.1（2010 年为 60.4）。鉴于公司的高成长性（业绩复合增速达 52%），兼顾其在渗滤液处理领域的龙头地位及有机垃圾资源化等新兴环保领域的发展潜力，我们给予公司行业平均的 1.3 倍 PEG 水平，对应合理股价为 58 元，维持“增持”评级。

项目/年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	112	210	373	564	801
增长率 YoY%	126.0	87.9	77.7	51.3	42.1
净利润(百万元)	26	45	75	116	159
增长率 YoY%	116.7	70.4	65.3	55.6	37.2
每股收益 EPS(基本)(元)	0.50	0.85	1.41	2.19	3.01
市场一致预期 EPS(元)	0.50	0.85	1.56	2.26	3.06
毛利率%	45.2	42.4	39.8	39.7	39.1
净资产收益率 ROE%	31.9	38.1	7.9	11.3	14.0
每股净资产(元)	2.10	2.98	17.90	19.43	21.54
PE	102.9	60.4	36.6	23.5	17.1
PB	24.6	17.3	2.9	2.6	2.4

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2011 年 7 月 18 日收盘价

增持（维持）

当前价：51.45 元

目标价：58.00 元

中信证券研究部

王海旭

中信证券公用事业及环保行业分析师，《新财富》09 年电力公用事业行业最佳分析师。

电话：021-68762230

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

吴非

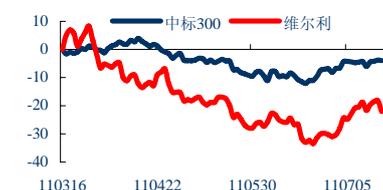
中信证券公用事业及环保行业首席分析师，《新财富》07~10 年电力公用事业行业最佳分析师。

电话：021-68761840

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

市场表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

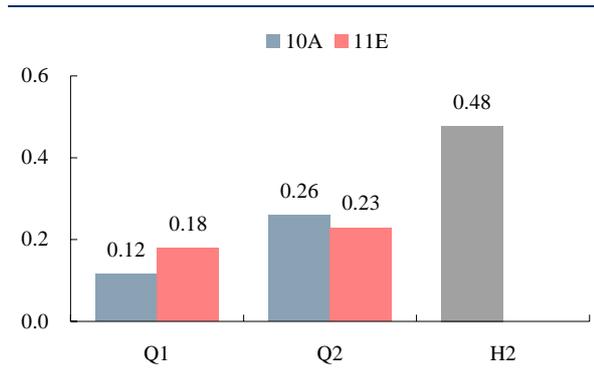
主要数据

中标 300 指数	2637.45 点
总股本/流通股本	53.00/13.30 百万股
近 12 月最高/最低	71.48 元/44.34 元
近 1 月绝对涨幅	16.40%
近 6 月绝对涨幅	-22.05%
今年以来绝对涨幅	-22.05%

相关研究

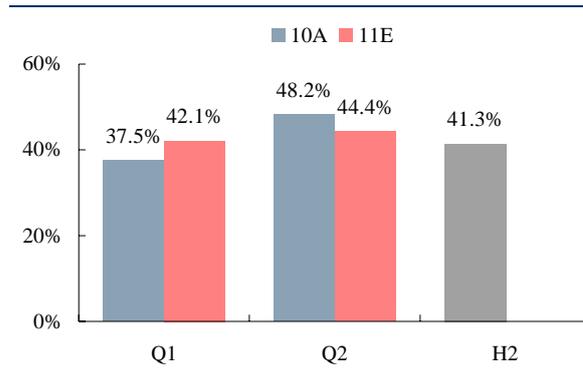
- 1、《掘金循环经济，创造再生生活——环保行业下半年投资策略》…… 2011-6-29
- 2、《掘金垃圾渗滤液的行业领跑者——维尔利新股询价报告》…… 2011-3-2

图 1：10~11 年公司业绩情况



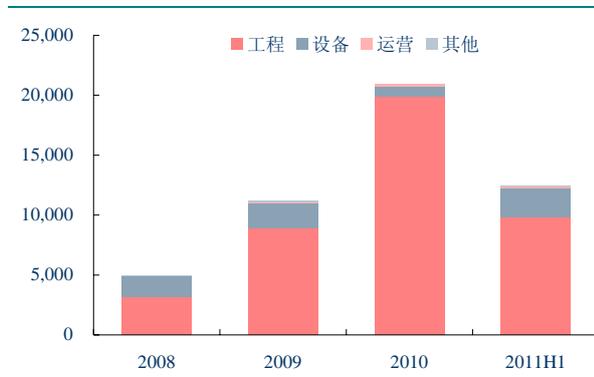
资料来源：公司公告，中信证券研究部；

图 2：10~11 年公司毛利率情况



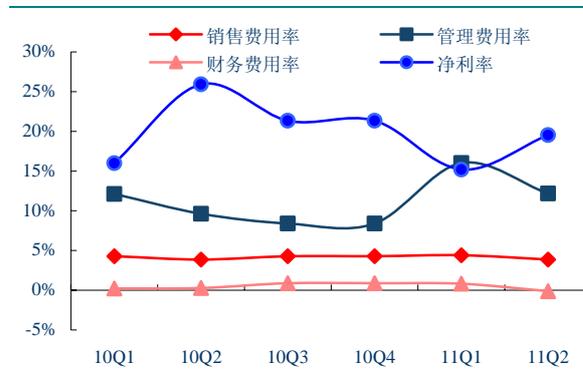
资料来源：公司公告，中信证券研究部；

图 3：08~11 年公司营业收入构成情况（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：10~11 年公司单季净利率及期间费用率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 1：常州 BOT 项目收入估算

序号	项目	第 1 年	第 2~20 年	合计
1	基准计算日处理量（吨）	350	350	
2	年运行天数（天）	60	330	6,330
3	年渗滤液处理量（万吨）	2.10	11.55	221.55
4	渗滤液处理单价（元/吨）	94.9	94.9	
5	年渗滤液处理收入（万元）	199	1,096	21,025

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：公司 2011H1 重要公告情况

公告日期	事项	主要内容
2011年3月	IPO	首次公开发行1,330万股，发行价58.5元，募集资金净额为7.25亿元。
2011年4月	一季报	11Q1收入6,238.8万元，同比增长62.02%；净利润947.7万元，同比增长53.85%。
2011年5月	超募资金	决定运用超募资金中的3,000万偿还贷款，8,000万元用于永久性补充流动资金。
2011年6月	中标	中标常州550T/D渗滤液处理BOT项目，特许经营期20年，服务单价94.9元/吨。
2011年6月	超募资金	决定运用超募资金中的5,033万用于常州BOT项目。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险提示

- 土地财政吃紧等因素或导致地方政府支付意愿或能力下降；
- 项目招标进度慢于预期；
- 业绩季节性波动。

盈利预测假设

- 渗滤液处理工程：2011~2013 年收入为 3.5、4.9 和 6.9 亿，毛利率分别为 39.2%、39.0% 和 39.0%；
- 渗滤液项目运营：2011~2013 年收入为 0.2、0.7 和 1.1 亿，毛利率分别为 50.0%、45.0% 和 40.0%；
- 所得税：2011~2013 年分别为 15%、15% 和 15%。

利润表

(百万)

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	112	210	373	564	801
营业成本	61	121	224	340	488
毛利率	45.24%	42.35%	39.78%	39.74%	39.14%
营业税金及附加	3	6	9	14	20
营业费用	4	9	16	24	34
营业费用率	4.02%	4.17%	4.20%	4.20%	4.20%
管理费用	10	20	35	54	76
管理费用率	8.71%	9.39%	9.50%	9.50%	9.50%
财务费用	1	1	-2	-5	-5
财务费用率	0.86%	0.62%	-0.46%	-0.92%	-0.66%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	31	53	88	137	188
营业利润率	28.20%	25.37%	23.57%	24.24%	23.40%
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	31	54	88	137	187
所得税	5	9	13	20	28
所得税率	15.53%	16.22%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	26	45	75	116	159
净利率	23.73%	21.52%	20.01%	20.59%	19.88%

现金流量表

(百万元)

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26	45	75	116	159
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	2	2	11	12	12
营运资金变动	-13	-27	-105	-87	-109
其他	2	1	0	-4	-4
经营现金流	17	22	-19	38	59
资本支出	-6	-23	-167	-2	-1
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	-1	0	0	0
投资现金流	-6	-23	-167	-2	-1
发行股票	0	0	778	0	0
负债变化	59	77	-30	0	0
股息支出	-11	-11	-22	-35	-48
其他	-39	-39	2	5	5
融资现金流	9	27	727	-30	-42
现金及现金等价物变动	21	26	541	7	15

资料来源: 中信数量化投资分析系统

资产负债表

(百万)

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	58	76	617	624	639
存货	21	70	90	136	195
应收账款	39	68	165	250	355
其他流动资产	21	31	63	96	137
流动资产	138	245	935	1,105	1,326
固定资产	2	3	144	151	142
长期股权投资	0	1	1	1	1
无形资产	9	15	14	12	11
其他长期资产	0	22	38	22	22
非流动资产	11	40	197	186	175
资产总计	149	285	1,132	1,292	1,502
短期借款	19	50	20	20	20
应付账款	24	75	101	153	220
其他流动负债	19	30	52	78	110
流动负债	62	156	173	251	349
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	11	11	11	11
非流动性负债	4	11	11	11	11
负债合计	66	167	183	262	360
股本	40	40	53	53	53
资本公积	29	29	794	794	794
股东权益合计	83	118	949	1,030	1,141
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	149	285	1,132	1,292	1,502

主要财务指标

指标名称	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	126.0	87.9	77.7	51.3	42.1
营业利润	90.8	69.0	65.1	55.6	37.2
净利润	116.7	70.4	65.3	55.6	37.2
利润率 (%)					
毛利率	45.2	42.4	39.8	39.7	39.1
EBIT Margin	30.2	25.9	23.6	23.5	22.9
EBITDA Margin	31.7	26.9	26.6	25.7	24.5
净利率	23.7	21.5	20.0	20.6	19.9
回报率 (%)					
净资产收益率	31.9	38.1	7.9	11.3	14.0
总资产收益率	17.8	15.8	6.6	9.0	10.6
其他 (%)					
资产负债率	44.2	58.4	16.2	20.3	24.0
所得税率	15.5	16.2	15.0	15.0	15.0
股息率	37.5	58.7	30.0	30.0	30.0

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20% 以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20% 之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5% 之间；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上；
	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10% 以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021) 68761565	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021) 68761669	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			