

维尔利（300190）重大事项点评

中标彰显实力，订单密集期临近

中信证券研究部 公用事业及环保研究小组

王海旭

电话：021-68762230

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

吴非

电话：021-68761840

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

联系人：马青芳

电话：021-68761841

邮件：mqf@citics.com

事项：

公司公告接到上海环卫工程设计院中标通知书：

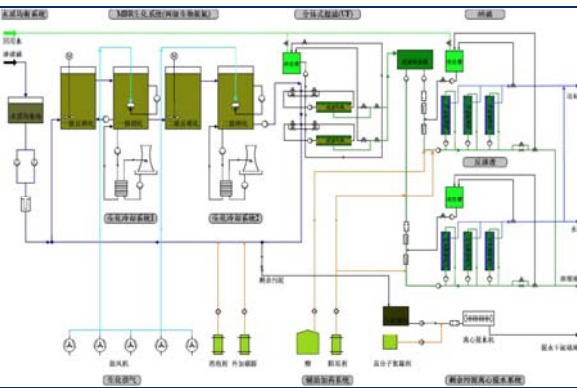
- **概况：**公司中标上海老港综合填埋场渗滤液处理工程采购及安装第一标 MBR 系统和第二标厌氧系统，项目建设地点为老港四期填埋场，公司负责渗滤液处理 MBR 及厌氧系统设备的采购、部分安装、调试、试运行技术支持和保修期内的缺陷修复和保修工作；
- **金额：**合计约 5,600 万元，其中 MBR 部分约 4,100 万元，厌氧系统部分约 1,500 万元；
- **建设期限：**2011 年 10 月 31 日前完成所有设备供货到场，2011 年 12 月 30 日完成所有设备安装，2012 年 3 月 30 日前完成调试和竣工验收、投入试运行，2012 年 8 月 30 日前完成试运行、申报环保验收，2012 年 11 月 30 日完成项目移交。

评论：

- ❖ **新标准执行带来百亿渗滤液处理市场。**环保部于 2008 年 7 月发布《生活垃圾填埋场污染控制标准》，新标准在进一步严格原有指标基础上，更新增总氮、总磷及多项重金属指标，该标准从 2011 年 7 月 1 日起要求全部现有生活垃圾填埋场应自行处理渗滤液并执行新标准，在此背景下，我们预计“十二五”期间垃圾渗滤液处理领域新建及改造市场容量将超 100 亿。结合实际情况，我们认为新标准的推行将为渐进式，东部沿海等经济发达地区政府财政实力雄厚，对环保要求较高，是率先践行新标准的重点区域，此次公司中标老港填埋场渗滤液处理项目即是在此背景下出现的典型案例，在示范效应影响下，发达地区后续项目有望呈加速涌现态势。
- ❖ **中标彰显技术实力，打开未来合作之窗。**公司是我国首个在项目中应用 MBR 及其衍生工艺的渗滤液处理企业，在引进、吸收和消化德国先进技术的基础上独创出一整套符合国内渗滤液处理的技术工艺。老港项目的总承包商上海环卫工程设计院隶属于上海环境院，拥有一批住建部及城市环境卫生协会专家，而由公司负责项目核心的 MBR 及厌氧系统部分充分显示了公司在技术上的优势。此外，上海环境院拥有多项市政公用行业资质并承担过包括填埋场及焚烧厂在内的多个项目的设计，公司有望通过该项目加强与环境院的合作，为未来可能的合作奠定基础。
- ❖ **进入招标密集期，后续订单可期。**公司此次中标验证了我们此前“7~8 月有望步入渗滤液项目集中招标期”的判断，进入 2011 年以来，公司已相继获得苏州七子山（950T/D）及常州 BOT（550T/D）项目，显示了其在渗滤液处理领域尤其大型项目方面的优势地位，我们认为三季度可持续关注有关渗滤液处理项目招标进展情况，公司有望凭借其领先的技术及过往丰富的工程业绩优势持续获益。

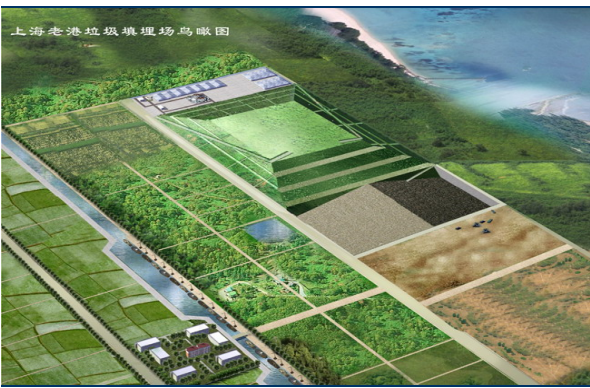
- ❖ **风险提示。**土地财政吃紧等因素或导致地方政府支付意愿或能力下降；项目招标进度慢于预期；业绩季节性波动。
- ❖ **维持“增持”评级。**鉴于此次中标项目符合此前预期，我们维持公司 2011~2013 年 1.41/2.19/3.01 元（2010 年为 0.85 元）的盈利预测。基于公司的高成长性（业绩复合增速逾 52%），并兼顾公司在渗滤液处理领域有望持续获取订单以及在有机垃圾资源化等新兴环保领域的发展潜力，我们给予公司略超行业平均的 1.4 倍 PEG，目标价 62.3，维持“增持”评级。

图 1：公司填埋场渗滤液处理工艺



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 2：上海老港垃圾填埋场图



资料来源：上海环卫工程设计院网站、中信证券研究部

表 1：垃圾渗滤液排放标准（单位 mg/L）

标准时间	分类	COD	BOD5	氨氮	SS	总氮	总磷	总汞	总镉	总铬	六价铬	总砷	总铅
1997 年标准	一级	100	30	15	70	-	-	-	-	-	-	-	-
	二级	300	150	25	200	-	-	-	-	-	-	-	-
	三级	1,000	600	-	400	-	-	-	-	-	-	-	-
2008 年标准	一般地区	100	30	25	30	40	3	0.001	0.01	0.1	0.05	0.1	0.1
	环境敏感地区	60	20	8	30	20	1.5	0.001	0.01	0.1	0.05	0.1	0.1

资料来源：环保部、中信证券研究部

表 2：上海环境院主要业绩案例

项目	区域	负责范围
上海老港生活垃圾填埋场	上海	设计
上海崇明生活垃圾综合处理场	上海	设计
上海江桥生活垃圾焚烧厂	上海	设计
成都洛带生活垃圾焚烧厂	四川	设计
生活垃圾综合处理工程	-	设计
苏州福星粪便预处理厂	江苏	设计
上海静安生活垃圾中转站	上海	设计

资料来源：上海环卫工程设计院网站、中信证券研究部

表 3：公司盈利预测及估值

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（基本）（元）	0.50	0.85	1.29	1.93	2.74
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	114.8	67.4	40.8	26.2	19.1
PB	27.4	19.3	3.2	3.0	2.7

资料来源：中信量化投资分析系统 注：股价为 2011 年 8 月 15 日收盘价

利润表

(百万)

资产负债表

(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

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
增长率 (%)					
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

资料来源：中信量化投资分析系统

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、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机构（以下统称“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相关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。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本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，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
投资建议分为股票评级和行业评级。	股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
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；		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；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
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；		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：	北京市朝阳区亮马桥路 48 号中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区送发研究报告而做的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。