

维尔利 (300190.SZ)

“湿垃圾”龙头，垃圾分类开启高成长之路

核心观点:

- “湿垃圾”龙头，2017 年以来湿垃圾订单加速增长。公司聚焦于“湿垃圾”（有机废弃物）处置领域，2019 年实现营收、归母净利润分别为 27.3、3.17 亿元。公司以 EPC 业务为主，是典型的订单驱动型公司，受益于渗滤液、湿垃圾处置等领域需求快速释放，公司湿垃圾处置订单连续 2 年超过 40% 以上增长，并且占比已经达到 70% 以上，成为 2017-2019 年驱动公司业绩复合增长 51% 的最核心因素。
- 垃圾分类将全面推广，湿垃圾订单有望持续 30% 以上的增长。公司“湿垃圾”业务的增长驱动力主要来自于垃圾分类催生湿垃圾处置需求、垃圾填埋+焚烧厂的渗滤液处置需求增长。垃圾分类方面，按照政策规划，2020 年 46 个重点城市、2025 年 337 个地级及以上城市要基本建成生活垃圾分类处理系统，预计 2020 年和 2025 年市场空间分别为 115/1786 亿元。同时，垃圾分类将加速餐厨垃圾处置需求，2025 年预计市场约 946 亿元。渗滤液方面，受益于填埋场应急处理和改造升级、焚烧厂配套建设高峰，我们预计未来 3 年渗滤液市场将维持 150-250 亿规模。综合上述因素，我们预计湿垃圾订单增速超过 30% 以上。
- 专注研发，占据有机废弃物全领域的技术优势。公司专注于有机废弃物处置领域的技术研发，在渗滤液、餐厨垃圾等多个领域拥有国内领先的牌实力（示范项目）和市场占有率。渗滤液领域，公司市占率保持第一；餐厨领域，公司已承揽 20 多个示范项目；湿垃圾领域，公司中标 3 个上海湿垃圾处置项目，独占鳌头。
- 垃圾分类促进湿垃圾处置需求释放，给予“买入”评级。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.0/5.4/6.9 亿元，复合增速为 30%，对应 2020 年 PE 13 倍。公司专注于“湿垃圾”领域研发和市场开拓，在渗滤液新建+改造升级、餐厨垃圾等多个领域优势显著。未来几年垃圾分类有望全面推广，公司已在上海地区证明其技术和市场能力，预计 2020-2022 年新增订单复合增速超过 30%。若商业模式有所突破，成长增速将更进一步。参考可比公司估值和公司业绩增速，给予 2020 年 PE 估值 18 倍，对应公司合理价值 9.36 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。商誉减值的风险；垃圾分类项目招标进度低于预期的风险；渗滤液招标低于预期的风险。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,065	2,731	3,484	4,705	6,169
增长率（%）	45.6	32.2	27.6	35.1	31.1
EBITDA（百万元）	465	643	727	831	1,035
归母净利润（百万元）	232	317	404	538	691
增长率（%）	67.5	36.3	27.6	33.0	28.5
EPS（元/股）	0.29	0.40	0.52	0.69	0.88
市盈率（P/E）	17.24	17.00	12.88	9.68	7.53
市净率（P/B）	1.11	1.38	1.21	1.08	0.94
EV/EBITDA	9.54	9.68	8.83	8.15	6.94

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

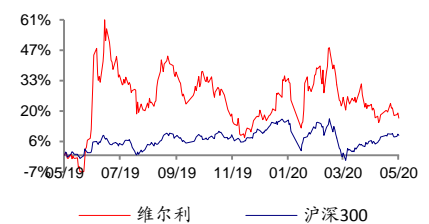
公司评级

当前价格	6.64 元
合理价值	9.36 元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-31

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	783.7/729.15
总市值/流通市值（百万元）	5322/4950.9
一年内最高/最低（元）	9.36/5.43
30 日日均成交量/成交额（百万）	6.43/44.47
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-16.17/1.34

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师:

邱长伟



SAC 执证号: S0260517080016



SFC CE No. BOE192



021-60750631

qiuchangwei@gf.com.cn

相关研究:

维尔利 (300190.SZ): 依然	2020-05-06
高成长，期待垃圾分类快速	
推广	

目录索引

一、“湿垃圾”处置龙头，订单步入增长快车道	5
（一）“湿垃圾”需求驱动，2017-2019 年业绩复合增速 51%	5
（二）湿垃圾贡献 7 成以上订单，且连续两年保持 40% 以上增长	8
（三）专注于“湿垃圾”，技术+市场能力出众	10
二、垃圾分类全面推广，湿垃圾处置需求叠加释放	12
（一）垃圾分类推行后，公司面对的湿垃圾处置市场快速扩大	12
（二）垃圾分类全面推广，湿垃圾、餐厨等需求或将爆发	13
（三）填埋场应急处置+焚烧建设高峰，渗滤液需求迎来高增长	17
（四）沼气工程有望稳步推进	19
（五）工业领域稳定增长	21
三、垃圾分类促进湿垃圾需求释放，给予“买入”评级	22
四、风险提示	24

图表索引

图 1: 维尔利业务结构	5
图 2: 维尔利股权结构 (截至 2020 年一季度)	5
图 3: 维尔利 2017-2019 年收入快速增长	6
图 4: 维尔利 2017-2019 年归母净利润快速增长	6
图 5: 维尔利收入结构以工程收入为主	6
图 6: 维尔利工程毛利率维持在 30-40% 之间	6
图 7: 维尔利近 4 年净利率在 10%-15% 左右	7
图 8: 维尔利三费中占比约 15% 左右	7
图 9: 维尔利 2019 年资产负债率上升至 50.5%	7
图 10: 维尔利资产结构以应收账款存货无形资产为主	7
图 11: 维尔利 2016 年以来经营现金流有所改善 (百万元)	8
图 12: 维尔利 2016 年以来应收账款周转率提升	8
图 13: 维尔利新增订单情况快速增长	8
图 14: 维尔利 2019 年湿垃圾订单占比高达 78% (亿元)	8
图 15: 维尔利湿垃圾新增订单快速增长 (亿元)	9
图 16: 维尔利围绕湿垃圾进行产业链布局延伸	10
图 17: 维尔利专利数量增长迅速 (个)	11
图 18: 维尔利研发费用占比较高	11
图 19: 上海老港综合填埋场垃圾渗滤液处理集群工程	12
图 20: 松江区湿垃圾资源化处理工程项目	12
图 21: 垃圾分类推动湿垃圾处置需求快速增长	13
图 22: 预计 2025 年将实现全国地级市垃圾分类全覆盖	14
图 23: 垃圾分类催生湿垃圾处置需求	14
图 24: 湿垃圾处置市场 2025 年将达 1786 亿元	16
图 25: 生活垃圾清运量保持 5-10% 的自然增长	17
图 26: 新增生活垃圾连续 4 年在 1000 万吨以上	17
图 27: 城镇人口增长驱动垃圾产量增长	17
图 28: 人均垃圾产量提升驱动垃圾产量增长	17
图 29: 我国垃圾处置产能快速增长	18
图 30: 垃圾焚烧迎来建设高峰	18
图 31: 渗滤液处置需求将稳步增长	19
图 32: 杭能环境收入情况	20
图 33: 杭能环境净利润情况	20
图 34: 汉风科技业绩承诺及实现情况 (百万元)	21
图 35: 都乐制冷业绩承诺及实现情况 (百万元)	21
图 36: 都乐制冷前五大客户中三桶油客户收入较高	21

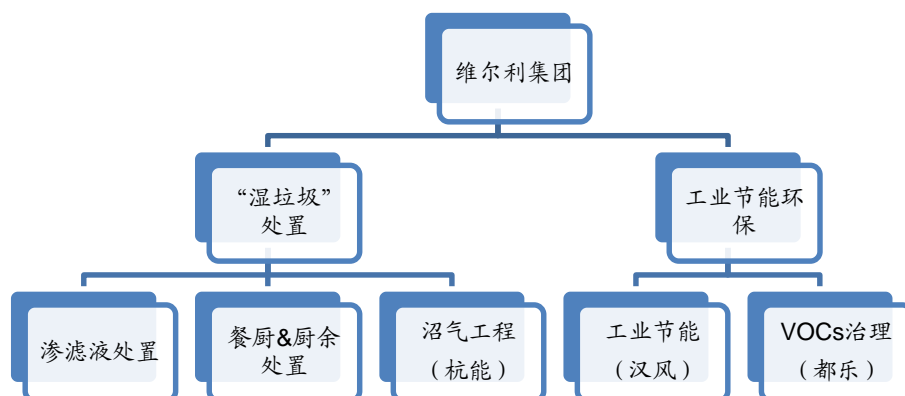
表 1: 维尔利历次资本运作情况.....	6
表 2: 维尔利新增订单及收入确认情况 (亿元)	9
表 3: 维尔利核心专利技术.....	11
表 4: 上海垃圾分类推行后, 湿垃圾占比约 30%左右	15
表 5: 维尔利中标上海市 3 个湿垃圾订单.....	15
表 6: 湿垃圾处置市场将在 2020-2025 年快速释放	15
表 7: 维尔利部分中标的餐厨垃圾处置项目	16
表 8: 渗滤液处置需求约 150-250 亿元/年	18
表 9: 杭能环境订单、收入、利润情况 (亿元)	20
表 10: 汉风&都乐订单、收入、利润情况 (亿元)	22
表 11: 维尔利公司分业务收入测算 (百万元)	22
表 12: 可比公司估值对比.....	24

一、“湿垃圾”处置龙头，订单步入增长快车道

（一）“湿垃圾”需求驱动，2017-2019 年业绩复合增速 51%

“湿垃圾”处置龙头，并购整合构建业务版图。公司前身是国内引入垃圾渗滤液技术的德资企业，以现任董事长李月中为首的管理层收购维尔利100%股权，并于2011年实现上市。公司于2013、2014年、2016先后收购汇恒环保、杭能环境、汉风科技和南京都乐等，逐步打造成以市政湿垃圾（渗滤液处理、餐厨处理、沼气工程）和工业治理（工业节能、VOCs治理）的环保集团。

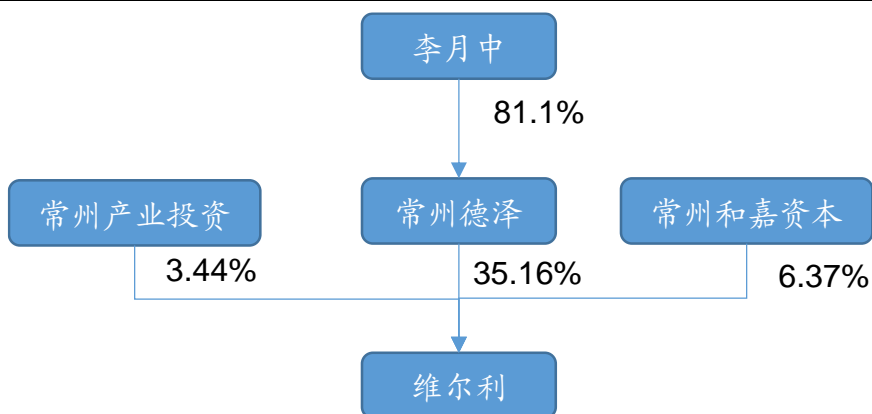
图1：维尔利业务结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

截止2020年一季度，李月中为公司实际控制人，通过常州德泽控股上市公司，持股比例为35.16%，常州产业投资为常州当地的国资，常州和嘉资本为2019年进入的常州市纾困基金。2020年4月发行可转债9.17亿元，转股价格为7.48元/股。

图2：维尔利股权结构（截至2020年一季度）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

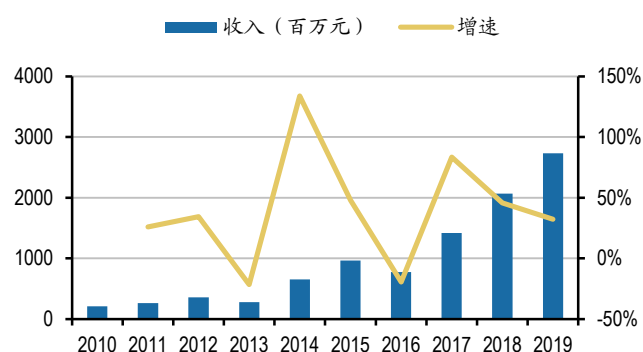
表1: 维尔利历次资本运作情况

时间	事项	2019 年净利润 (亿元)	收购价格 (亿元)	募集资金 (亿元)
2014/9/18	收购杭能环境	0.43	拓展沼气工程业务	1.53
2016/5/25	非公开发行		用于在手项目建设	11.4
2017/6/22	收购汉风和都乐	1.59	进军工业节能及 VOCs 治理领域	0
2020/4/9	发行可转债		推进湿垃圾等项目	9.17

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

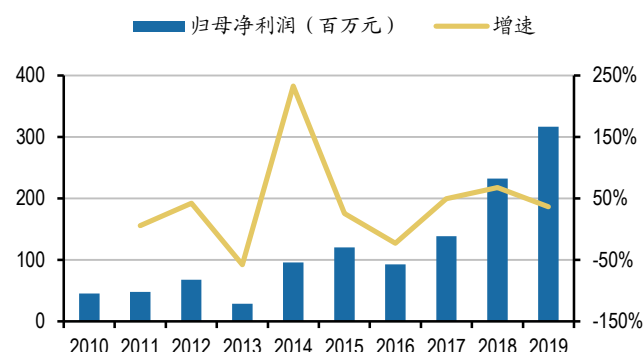
2019年公司收入27.31亿元, 同比增长32.24%; 归母净利润3.17亿元, 同比增长36.3%。2017-2019年公司收入和归母净利润复合增速分别为39%和51%, 驱动利润增长的动力来自湿垃圾业务订单的快速增长和汉风+都乐的并购。

图3: 维尔利2017-2019年收入快速增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

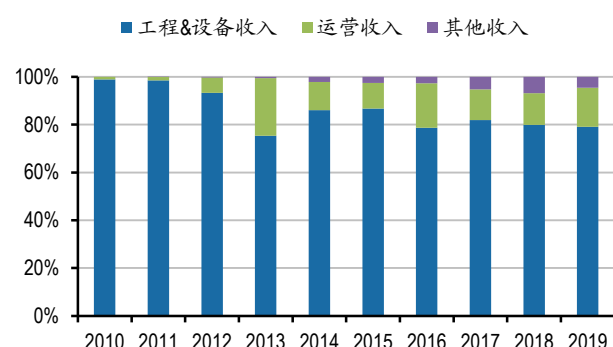
图4: 维尔利2017-2019年归母净利润快速增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

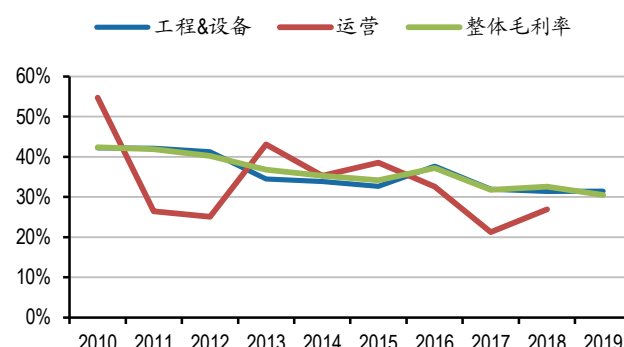
以EPC为主要业务模式, 现金流有所改善。公司收入结构以湿垃圾（渗滤液、餐厨&厨余EPC）业务为主, 2019年公司工程+设备收入占比约80%。近些年公司毛利率维持在30%-40%左右, 与工程+设备毛利率趋势相一致; 净利率在10%-15%左右, ROE（摊薄）在5%-10%左右。

图5: 维尔利收入结构以工程收入为主



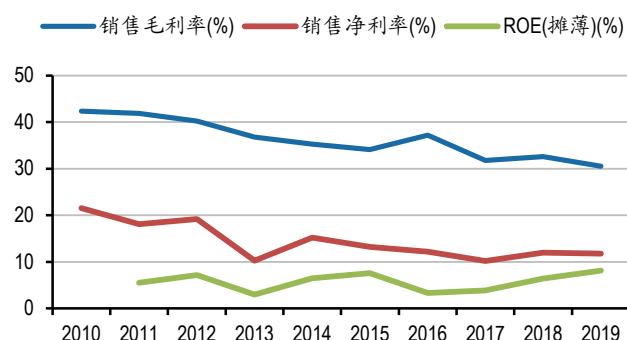
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 维尔利工程毛利率维持在30-40%之间



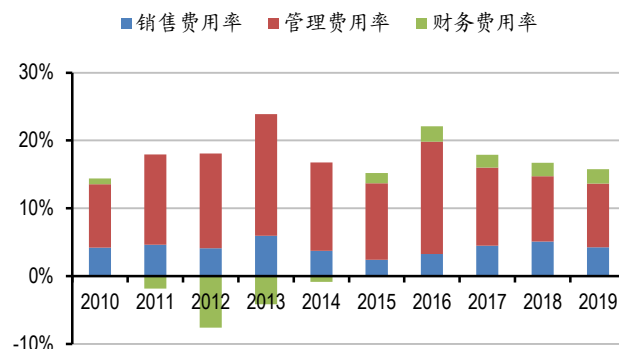
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7：维尔利近4年净利率在10%-15%左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

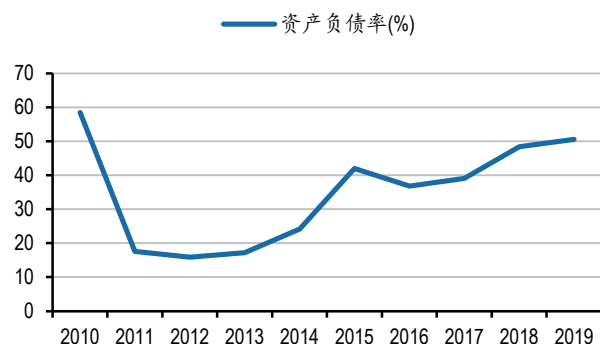
图8：维尔利三费中占比约15%左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

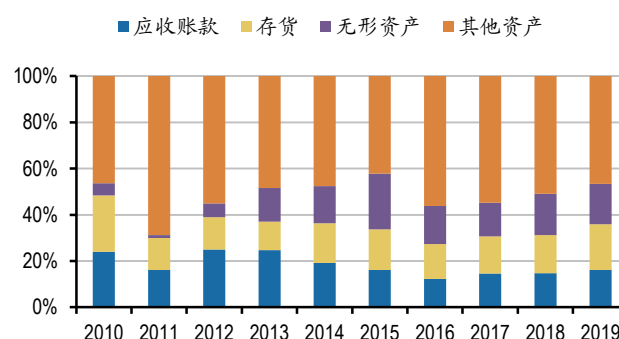
从资产负债表来看，公司资产结构以应收账款、存货、无形资产为主，2019年三者占总资产的比重在50%左右，其中存货主要是完工未结算资产为主、无形资产主要是公司渗滤液及餐厨BOT项目。得益于公司近几年的管理改善，公司应收账款周转天数有所下降，经营现金流有所改善。其中，2019年经营现金流减少，主要是新开工项目较多，尚未结算的项目金额增加从而导致2019年存货余额16.01亿元，比2018年大幅增加4.29亿元，同比增长36%，而这部分存货2020年将大概率确认收入。

图9：维尔利2019年资产负债率上升至50.5%



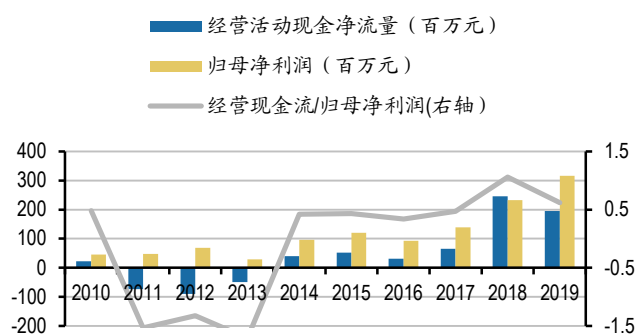
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：维尔利资产结构以应收账款存货无形资产为主



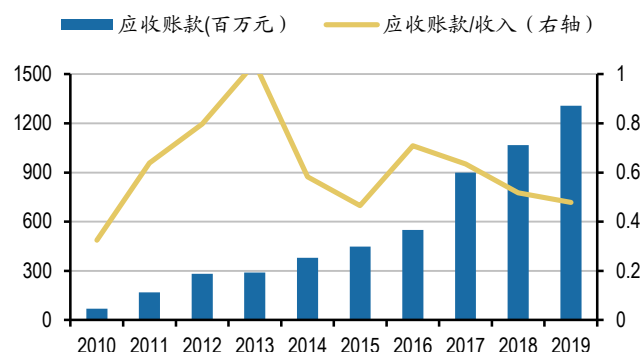
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11: 维尔利2016年以来经营现金流有所改善(百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 维尔利2016年以来应收账款周转率提升



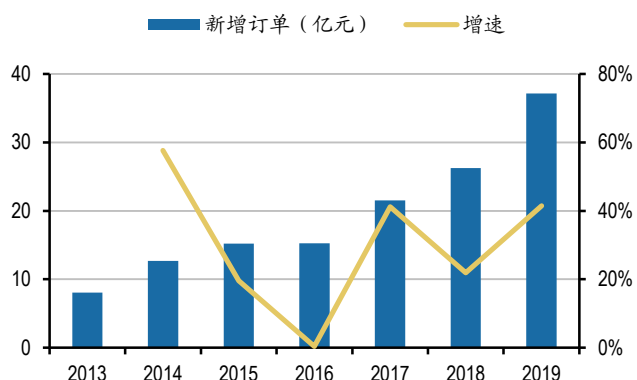
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 湿垃圾贡献7成以上订单, 且连续两年保持40%以上增长

2019年公司新增订单37亿元, 其中来自于湿垃圾的订单29亿元。2017-2019年, 公司湿垃圾订单(包括渗滤液处置、餐厨厨余处置、沼气工程)增长迈入快车道, 占比提升至78%; 其中2018年和2019年新增订单分别同比增长44%和54%, 并且湿垃圾处置新增订单占比提升至78%, 主要是新建焚烧厂快速增长带来的渗滤液处置需求和存量填埋场应急处置需求爆发, 及国家推行垃圾分类催生湿垃圾处置需求所致。

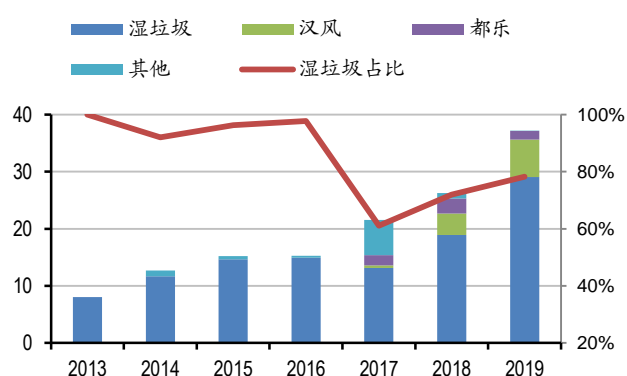
公司湿垃圾处置订单连续2年超过40%以上增长, 并且占比已经达到70%以上, 成为过去2年驱动公司业绩成长的最核心因素; 同时未来受益于垃圾分类推广, 这部分业务仍有望保持高速增长。

图13: 维尔利新增订单情况快速增长



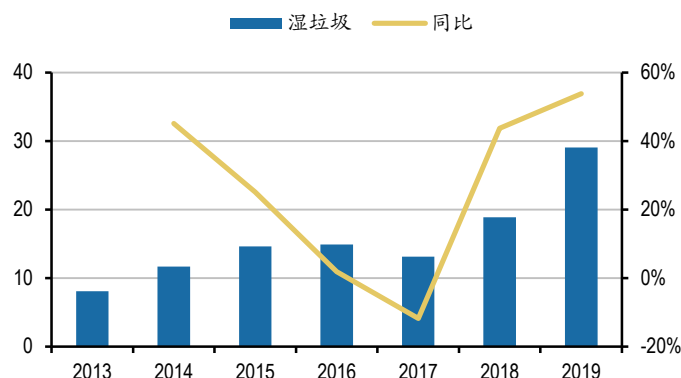
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 维尔利2019年湿垃圾订单占比高达78%(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 维尔利湿垃圾新增订单快速增长（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2013年到2017年，公司渗滤液和餐厨等新增订单每年维持10亿元左右的水平，主要是填埋场规模增速放缓，渗滤液订单增速随之放缓，而外延并购则贡献了主要订单增量。

湿垃圾业务中，渗滤液EPC结算周期在6个月到1年左右，餐厨&厨余EPC结算周期在1年到1年半左右。因此，新增订单对公司收入和利润有较强的前瞻指引性。EPC订单中每年确认的收入和报表中工程收入对应（差异可能是合并报表所致）。

从历史看，上一年的期末在手订单对下一年的工程收入确认有较强的关联性和前瞻性。对于运营订单来讲，处于运营期订单的收入即对应公司运营收入（包括BOT收入和运营服务收入），且上一年运营订单完成金额对下一年的运营收入具备一定前瞻性。以2019年为例，公司EPC订单确认收入16.32亿元，和年报收入拆分中工程收入17.01亿元接近；2019年运营期订单收入4.21亿元，和年报收入拆分中4.47亿元接近；公司2015-2018年期末在手订单分别为4.55/7.58/9.90/16.96亿元，而对应下一年的收入分别为5.72/8.57/11.06/17.01，期末在手订单对下一年工程收入具有一定指引性。

表2: 维尔利新增订单及收入确认情况（亿元）

	披露口径	2015	2016	2017	2018	2019
工程 EPC						
新增订单	含税	5.67	9.36	11.92	18.44	23.96
同比			65%	27%	55%	30%
确认收入订单	不含税	6.14	5.21	7.43	9.06	16.32
报表工程收入		8.03	5.72	8.57	11.06	17.01
期末在手订单	不含税	4.55	7.58	9.90	16.96	18.33
运营订单						
新增订单	含税投资额	11.51	3.77	3.26	1.54	5.52
同比			-67%	-14%	-53%	258%
施工期订单	含税投资额	4.98	5.71	10.77	9.47	7.88

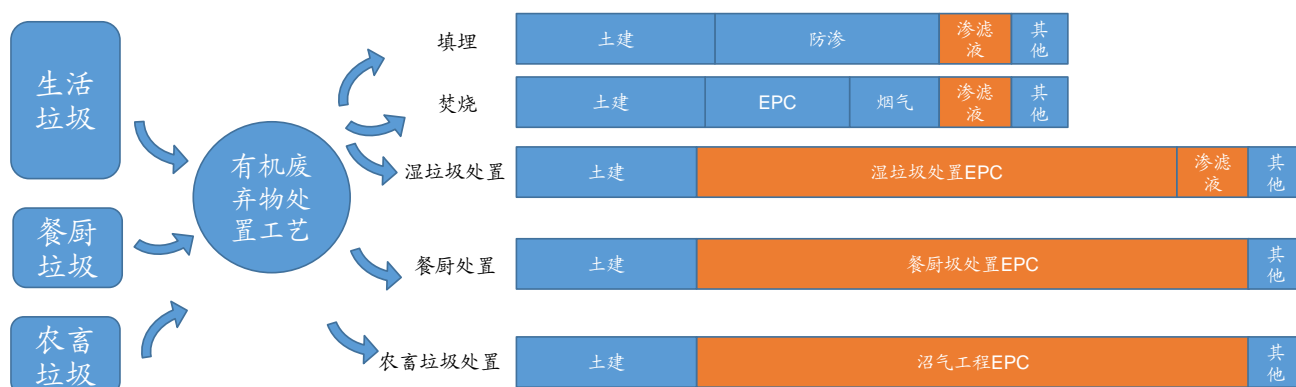
本期完成投资	含税投资额	2.42	1.14	2.11	5.43	2.05
未完成投资	含税投资额	2.56	4.57	8.67	4.04	5.83
运营期订单收入	不含税	0.49	0.85	1.89	2.26	4.21
同比			72%	122%	19%	87%
报表运营收入		1.03	1.45	1.83	2.74	4.47

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）专注于“湿垃圾”，技术+市场能力出众

专注于固废产业中“湿垃圾”处置的大市场，技术+市场能力出众。无论生活垃圾中的有机物（湿垃圾）以何种方式承载，公司湿垃圾处置的核心技术均能对其进行处置。公司最早围绕生活垃圾堆放过程中产生的渗滤液，专注于做填埋场和焚烧厂的渗滤液处置；伴随着垃圾分类推进和填埋场改造升级需求，又快速占领餐厨处置、湿垃圾设备设施、填埋场改造市场。公司技术+市场能力出众，在相应领域市占率独占鳌头，特别是上海湿垃圾处置招标中，获得多个示范项目。

图16：维尔利围绕湿垃圾进行产业链布局延伸

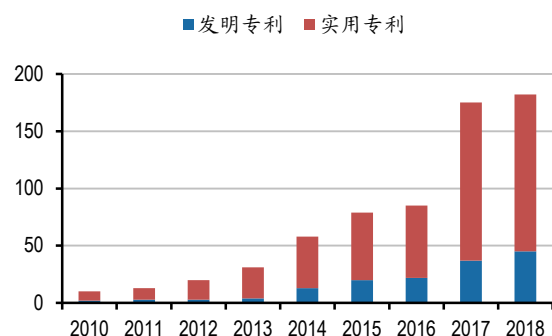


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

受益于自主研发+德国引进的模式，公司技术领先。董事长李月中曾留学德国，2002年到2003年任WWAG中国垃圾渗滤液项目工程师、培训师，通过与WWAG、WUG合作，研发创新渗滤液处理工艺，在渗滤液处理总规模和大中型项目承接数量上均为国内第一。公司在渗滤液等有机废弃物处理领域采取的技术路线为“预处理”+厌氧发酵工艺，是该领域最为主流的工艺路线。

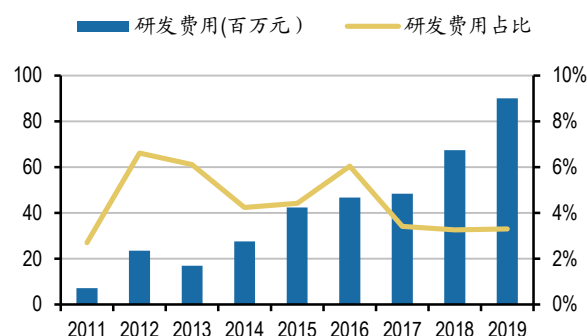
公司参与的《城市循环经济发展共性技术开发与应用研究》项目获得了2016年度国家科技进步奖二等奖（2016年国家科技进步特等奖1项、一等奖8项、二等奖120项，含金量较高）。类似于公司的成长历程和董事长的工作历程，公司秉承技术领先驱动业务拓展的模式，先后在渗滤液、餐厨、沼气等领域做到行业龙头地位。

图17: 维尔利专利数量增长迅速(个)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 维尔利研发费用占比较高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 维尔利核心专利技术

	专利名称	专利类型	突出优点
1	分体式膜生化反应装置	实用新型	能耗低、空气氧化转化率高、微生物新陈代谢快、容负荷高、处理量大
2	厌氧反应器的填料装置	实用新型	填料安装方便、彻底解决填料阻塞和结团现象
3	厌氧反应器的排泥装置	实用新型	保障厌氧反应器污泥的活性, 避免对反应器内水流状态的干扰, 保障泥水分离效果
4	厌氧反应器的脱水装置	实用新型	具有脱水结构合理、施工方便、不易堵塞等优点
5	厌氧反应器	发明	具有脱水合理、结构紧凑、运行稳定的特点
6	超滤集成装置	实用新型	现场安装方便, 产水率稳定
7	液体处理纳滤集成装置	实用新型	现场安装方便, 产水率高
8	中水回用处理装置	实用新型	结构合理紧凑, 有效降低运行成本
9	液体处理反渗透集成装置	实用新型	现场安装方便, 结构合理, 处理量大
10	垃圾渗滤液深度处理的方法	发明	提高垃圾渗滤液氨氮去除率和总氮去除率

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 上海老港综合填埋场垃圾渗滤液处理集群工程



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

图20: 松江区湿垃圾资源化处理工程项目



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

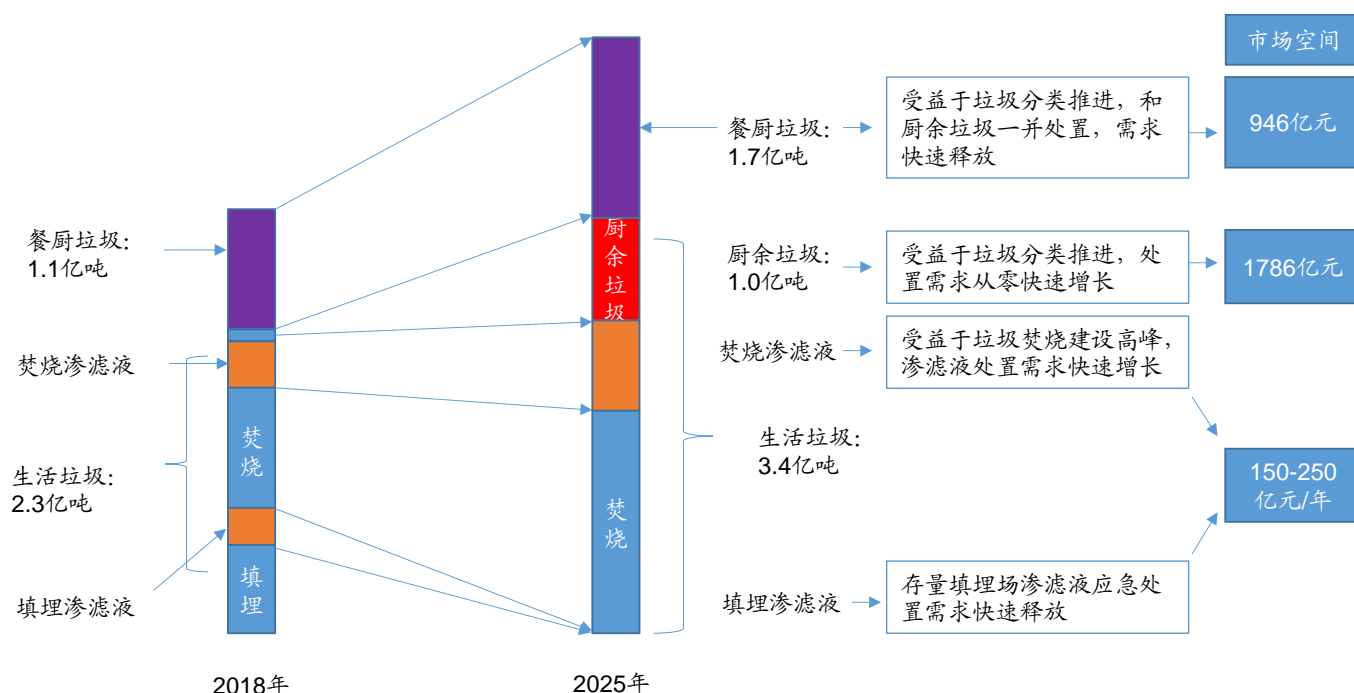
二、垃圾分类全面推广，湿垃圾处置需求叠加释放

（一）垃圾分类推行后，公司面对的湿垃圾处置市场快速扩大

公司传统业务主要是垃圾填埋场和垃圾焚烧厂的渗滤液处置，垃圾填埋场和垃圾焚烧厂渗滤液产生量约占生活垃圾处置量的40%和30%左右；2010年以来国家推行餐厨垃圾处置并先后推进100个示范项目，公司积极拓展至餐厨垃圾处置领域，餐厨垃圾产量约为生活垃圾产量的50%左右。2019年，公司推行垃圾分类政策，并要求2025年全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统，公司依托技术优势快速切入并中标上海的两个湿垃圾示范项目，生活垃圾中湿垃圾（厨余）产量约占生活垃圾量的30%。

垃圾分类全面推行，公司面对的湿垃圾处置市场快速扩大。首先，湿垃圾处置市场空间1786亿元，并且在2020-2025年将快速推广，公司将依托技术优势和上海示范项目快速占领市场；其次，湿垃圾（厨余垃圾）和餐厨垃圾的处置方法类似，也即湿垃圾处置设施具备处置餐厨垃圾的能力，在垃圾分类推广下，餐厨垃圾将快速纳入湿垃圾处置体系，加快餐厨垃圾处置市场的需求释放，餐厨垃圾处置市场空间约946亿元；第三，垃圾焚烧项目进入建设高峰期，渗滤液处置需求也将快速增长，算上填埋场对应的渗滤液处置需求，我们预计2020-2022年渗滤液处置市场在150-250亿/年左右；最后，整个湿垃圾市场需求扩大，公司或将推行湿垃圾资源化利用技术，提升湿垃圾项目盈利能力，摆脱湿垃圾处置依赖高补贴的状况，实现商业模式上的突破。

图21：垃圾分类推动湿垃圾处置需求快速增长

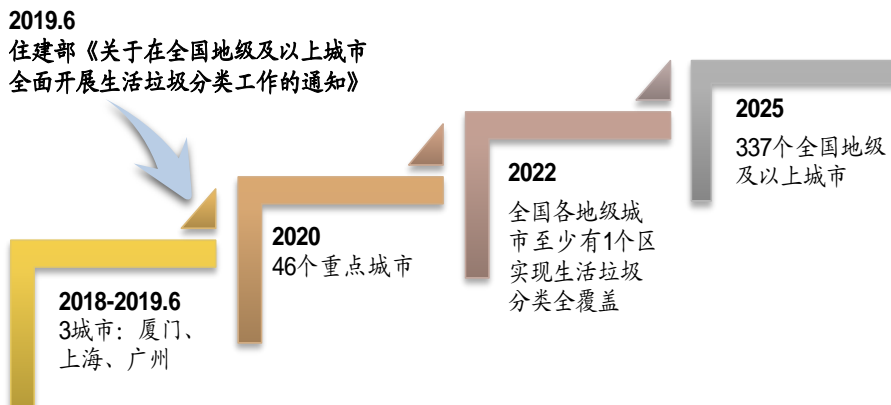


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）垃圾分类全面推广，湿垃圾、餐厨等需求或将爆发

2019年6月，住建部发布《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，要求到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，到2025年全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。大部分城市将垃圾分类分为干垃圾、厨余垃圾（湿垃圾）、有害垃圾、可回收垃圾等，推行垃圾分类后将分出大量的湿垃圾，而目前我国湿垃圾处置能力严重不足，垃圾分类将催生较大的湿垃圾终端处置需求。依照上述政策规划，我们预计未来2020年内多达数十个城市将启动湿垃圾设备设施招标工作。

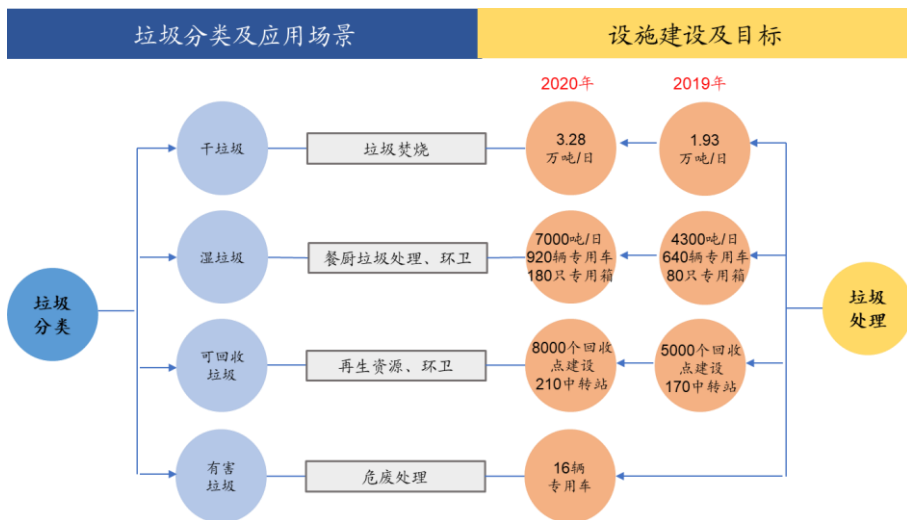
图22: 预计2025年将实现全国地级市垃圾分类全覆盖



数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

垃圾分类试点上海先行，湿垃圾分出量同比大幅增长。以上海市2018年发布的《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划（2018-2020年）》和2019年发布的《推进全程分类体系建设实施意见的通知》为例，2020年全市实现垃圾分类全覆盖的目标，湿垃圾处理产能达到7000吨/日。目前上海市已进一步要求落实处理产能施工进度，将推进产能加速释放。执行垃圾分类后，2019年上海市湿垃圾日均分出量达7453吨，同比提升89%，湿垃圾分出量约占垃圾量的26%左右，执行垃圾分类后的8-11月湿垃圾分出量约占垃圾量的30%。

图23: 垃圾分类催生湿垃圾处置需求



数据来源：上海市绿化和市容管理局《上海市生活垃圾全程分类体系建设行动计划（2018-2020年）》，广发证券发展研究中心

表4: 上海垃圾分类推行后, 湿垃圾占比约30%左右

2019 年	湿垃圾日均分出量 (吨)	干垃圾日均处置量 (万吨)	可回收物日均回收量 (吨)	垃圾量合计 (吨)	湿垃圾占比
6 月	6,950	19,400	4,000	30,350	23%
7 月	8,200	17,100	4,400	29,700	28%
8 月	9,200	15,500	4,500	29,200	32%
9 月	9,008	15,300	5,605	29,913	30%
10 月	8,710	14,800	5,960	29,470	30%
11 月	9,006	13,200	6,336	28,542	32%
2019 全年	7,453	17,700	4,049	29,202	26%
2019 年同比	88.8%	-17.5%	431.8%		

数据来源: 上海绿化和市容管理局, 广发证券发展研究中心

公司获取上海3个湿垃圾处置项目, 彰显龙头优势。上海市在垃圾分类终端处置建设走在全国前列, 2018年和2019年招标了金山、嘉定和松江三个湿垃圾处置项目, 这三个项目维尔利中标, 总中标金额合计2.86亿元, 彰显公司在湿垃圾处置的龙头地位。

表5: 维尔利中标上海市3个湿垃圾订单

中标日期	中标项目	项目规模	中标金额 (亿元)
2019/8/30	金山区固废综合利用工程湿垃圾处理工艺设备采购项目	湿垃圾 250t/d (餐厨废弃物 100t/d, 厨余废弃物 150t/d), 废弃油脂 10t/d	1.26
2019/8/23	嘉定区湿垃圾资源化处理项目厨余垃圾预处理系统成套设备供货、安装、调试、试运行及技术服务采购项目 (200t/d)	厨余垃圾 200t/d, 餐饮垃圾 300t/d, 废弃食用油脂 70t/d	0.45
2018/9/27	松江区湿垃圾资源化处理工程预处理、厌氧消化、沼渣脱水以及废弃食用油脂处理系统成套设备供货、安装、调试、试运行及技术服务采购项目	湿垃圾 500 吨/天 (厨余垃圾 350 吨/天, 餐饮垃圾 150 吨/天)、废弃食用油脂 30 吨/天	1.15

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

根据住建部数据, 46个重点城市垃圾产量占全国城市垃圾产量的43%, 则2020年对应垃圾产量约1.1亿吨, 按照30%的湿垃圾比例, 对应湿垃圾处置产能约11.48万吨/日, 假设2020年重点城市按照20%的湿垃圾覆盖率, 则对应的湿垃圾处置产能约为2.3万吨/日, 按照50万/(吨*日)的投资测算, 对应市场约为115亿元。按照规划, 假设2022年和2025年分别有140个和337个地级市城市湿垃圾处置分别实现覆盖, 则对应市场分别为262亿元和1786亿元。

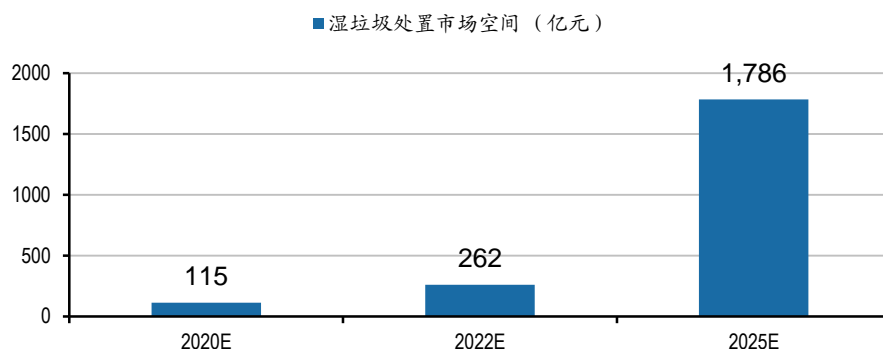
表6: 湿垃圾处置市场将在2020-2025年快速释放

	单位	2020E	2022E	2025E
开展城市数量	个	46	140	337
对应垃圾产量	万吨	11,017	20,151	34,285
湿垃圾占比		30%	25%	30%
湿垃圾处置产能	万吨/日	11.48	17.49	35.71
覆盖率		20%	30%	100%

对应湿垃圾处置产能	万吨/日	2.30	5.25	35.71
单位投资	万元/(吨*日)	50	50	50
市场空间	亿元	114.76	262.38	1,785.70

数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

图24：湿垃圾处置市场2025年将达1786亿元



数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

垃圾分类推广，将推动餐厨&厨余垃圾综合处置需求，加速餐厨垃圾处置需求释放。2010年，发改委、住建部等部门联合下发《关于组织开展城市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点工作的通知》，之后国家陆续推出5批共计100个餐厨垃圾处理试点城市并推出专项资金支持，餐厨垃圾无害化处理逐步在全国开展起来。《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，到“十三五”末，力争新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日，“十三五”新增餐厨垃圾处理对应投资规模183.5亿元，平均每年投资市场36.6亿元。根据产业前瞻研究院数据，2019年餐厨垃圾产量1.2亿吨，若假设未来按照6%的自然增长，到2025年，对应的餐厨垃圾处置需求63万吨/日，按照50万元的吨投资测算，对应EPC市场约3152亿元。我们假设2025年餐厨垃圾处置覆盖率30%，则对应需求释放空间为945.6亿元。

伴随着垃圾分类推行，餐厨垃圾和厨余垃圾综合处置的模式将推广，公司是最早在餐厨垃圾处置领域布局的企业之一，在餐厨领域已经积累众多项目经验，项目涵盖常州、杭州、绍兴、西安等地，未来将在餐厨&处于处置领域拿单具有较强优势。

表7：维尔利部分中标的餐厨垃圾处置项目

项目	地点	投资/合同金额（亿元）	规模（吨/日）
常州市餐厨废弃物收集、运输及综合处置项目（一期）项目	常州	1.34	餐厨 200，油脂 40
宁德市餐厨垃圾处置中心项目餐厨垃圾处置厂 EPC	宁德	0.86	200
日照市餐厨垃圾处理项目工艺设备及配套设施 EPC	日照	0.39	100
杭州市餐厨垃圾处理一期工程 EPC 总承包	杭州	1.04	餐厨垃圾 200，油 20
西安市餐厨垃圾资源化利用和无害化处理项目（一期）BOO	西安	1.7	220
长春市 200 吨/天餐厨垃圾处理项目（一期）委托运营	长春	0.74	200
杭州萧山餐厨生物能源利用项目(EPC 总承包项目)	杭州	1.38	餐厨垃圾处理 200、地沟油处理 20

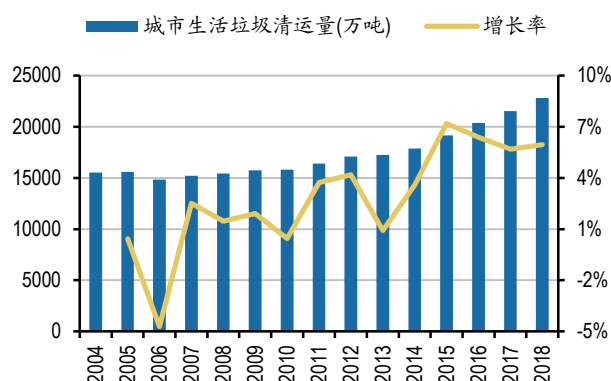
绍兴市循环生态产业园（一期）餐厨垃圾处理厂 PPP	绍兴	2.68	餐饮垃圾 200 和厨余垃圾 200
天子岭循环经济产业园餐厨（厨余）资源化利用工程一期 EPC	杭州	1.16	餐厨垃圾 250，地沟油 25
台州餐厨项目	台州	1.8	
桐庐餐厨项目	桐庐	0.3	50
库尔勒餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	库尔勒	0.28	100
常州市餐厨废弃物综合处置一期工程扩建项目	常州	1.67	餐厨废弃物 220；污水处理 500
荆门市静脉产业园项目（一期）城市有机废弃物处理系统工程	荆州	2.11	餐厨垃圾 50，污泥处理 245，粪便处理 5

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）填埋场应急处置+焚烧建设高峰，渗滤液需求迎来高增长

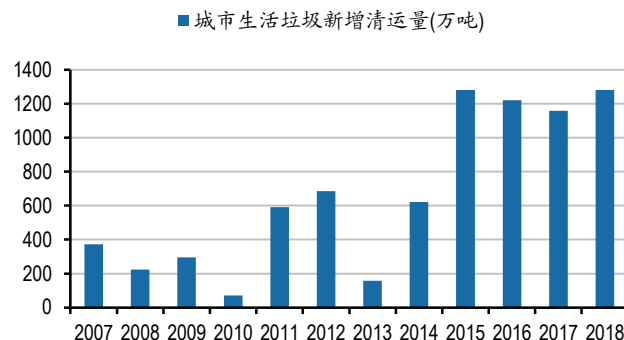
垃圾产量自然增长驱动渗滤液处置需求增长。无论生活垃圾以何种方式处置，其渗滤液处置需求始终存在，且渗滤液处置需求随着生活垃圾产量的自然增长而增长。2015-2018年，我国垃圾清运量维持在5-10%的自然增长，每年新增垃圾产量保持在1000万吨以上；垃圾清运量的增长背后的驱动力主要是城镇人口的增长及人均垃圾产量的提升。

图25：生活垃圾清运量保持5-10%的自然增长



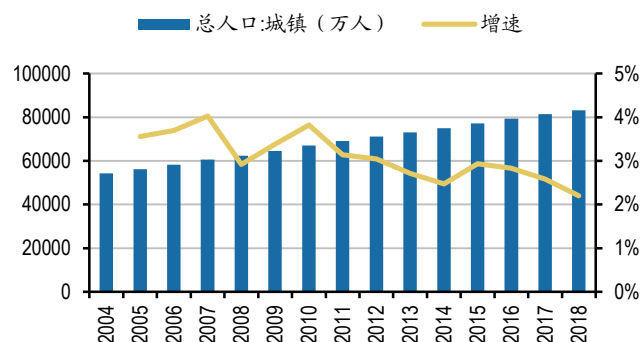
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：新增生活垃圾连续4年在1000万吨以上



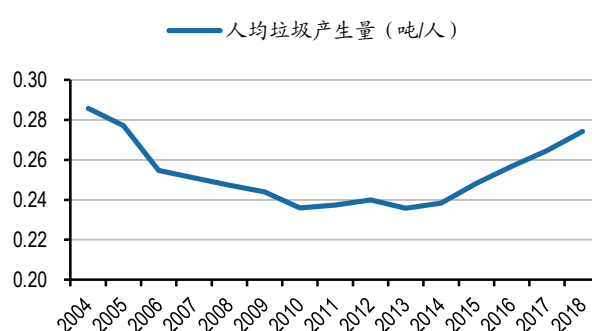
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：城镇人口增长驱动垃圾产量增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：人均垃圾产量提升驱动垃圾产量增长

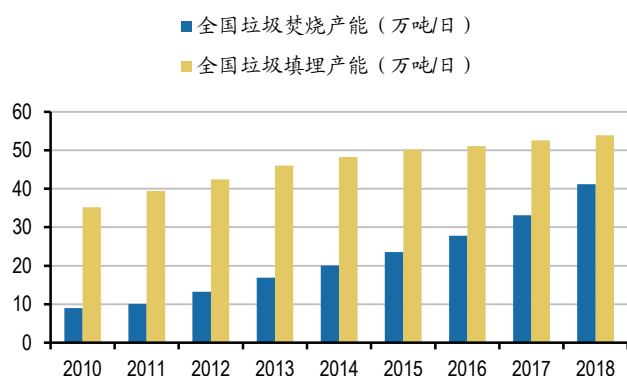


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

渗滤液处置需求来自于3个方面：新建垃圾焚烧厂（EPC&运营）、新建垃圾填埋场（EPC&运营）、垃圾填埋场应急处理（运营），我们预计2020-2022年渗滤液处置市场在150-250亿左右。

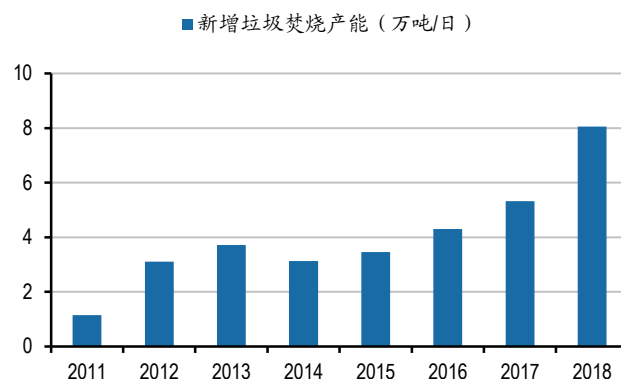
垃圾焚烧：截至2018年，我国垃圾焚烧产能约41万吨/日，按照生活垃圾处置十三五规划，到2020年，我国垃圾焚烧规模将达到59.14万吨/日，意味着2019-2020年每年平均新建产能将至少达9万吨/日。另外，据不完全统计，目前已有17省市发布详细《生活垃圾焚烧发电中长期专项规划》，以2018城乡统计为基数计算，合计2018-2030新增产能63万吨/日。若按照17省份的人均垃圾产量、焚烧率数据进行测算，其余14省2018-2030新增规模将达到44万吨。预计2030年垃圾焚烧市场规模将增加至149万吨/日，对比2018年规模有近三倍空间。我们预计2020-2025年，垃圾焚烧新建规模或将维持在10万吨/日以上的高位。

图29：我国垃圾处置产能快速增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图30：垃圾焚烧迎来建设高峰



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

垃圾填埋：按照生活垃圾处置十三五规划，十三五期间，垃圾填埋产能将从2015年的50.15万吨/日，减少为47.71万吨/日；同时十三五期间拟封场的处置能力为16.31万吨/日。按照规划，则十三五期间新增垃圾填埋产能13.87万吨/日，平均每年新增2.8万吨/日。但从数据看，2018年垃圾填埋产能为54万吨/日，仍比2015年有所增长，主要反映中西部地区仍有一定的新增填埋需求。

垃圾填埋场应急处理：在2016年-2017年中央环保督察组的公开通报中，16个省份有8地的垃圾填埋场渗滤液处理不当。因此，已经封场的填埋场和尚在运行中的填埋场，不少存在渗滤液积存、不达标排放等问题，催生渗滤液应急处理需求。

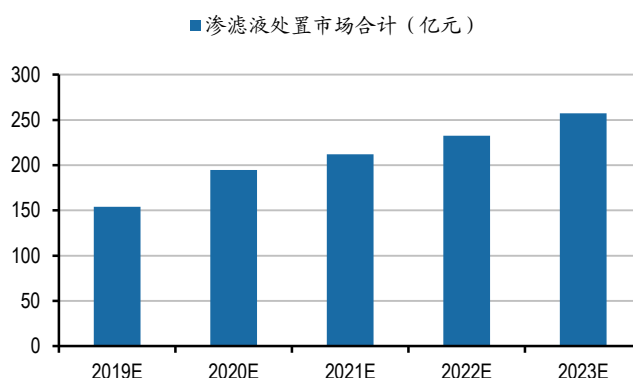
表8：渗滤液处置需求约150-250亿元/年

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
全国垃圾焚烧产能（万吨/日）	51	63	78	95	116
全国垃圾填埋产能（万吨/日）	54	54	54	54	54
垃圾填埋新增产能（万吨/日）	3	3	3	3	3
垃圾填埋封场产能（万吨/日）	3	3	3	3	3
渗滤液 EPC 单位造价（万元/（吨*日））	10	10	10	10	10
垃圾焚烧：					
新增垃圾焚烧产能（万吨/日）	10	12	14	17	21

渗滤液产生比例	30%	30%	30%	30%	30%
新增渗滤液处置产能（万吨/日）	3.0	3.6	4.3	5.2	6.2
渗滤液 EPC 市场（亿元）	30.0	36.0	43.2	51.8	62.2
垃圾填埋:					
新增垃圾填埋产能（万吨/日）	3	3	3	3	3
渗滤液产生比例	40%	40%	40%	40%	40%
新增渗滤液处置产能（万吨/日）	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
渗滤液 EPC 市场（亿元）	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
填埋场应急处置:					
垃圾填埋应急处理比例	10%	20%	30%	40%	50%
垃圾填埋存量应急处理累计规模（万吨/日）	5.39	10.78	16.16	21.55	26.94
当年垃圾填埋场应急处理规模（万吨/日）	2.69	5.39	5.39	5.39	2.69
渗滤液产生比例	200%	200%	200%	200%	200%
新增渗滤液应急处置产能（万吨/日）	5.39	10.78	10.78	10.78	5.39
渗滤液处置量（万吨/年）	1,777.95	3,555.90	3,555.90	3,555.90	3,555.90
应急处置单价（元/吨）	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
应急处置运营市场（亿元）	26.67	53.34	53.34	53.34	53.34
渗滤液 EPC 市场（亿元）	42.00	48.00	55.20	63.84	74.21
运营:					
渗滤液运营产能（万吨/日）	36.91	40.51	44.83	50.02	56.24
渗滤液处置量（万吨/年）	12,181	13,369	14,794	16,505	18,558
渗滤液处置单价（元/吨）	70	70	70	70	70
运营市场（亿元）	85.27	93.58	103.56	115.54	129.91
渗滤液处置市场合计（亿元）	153.93	194.92	212.10	232.71	257.45

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 渗滤液处置需求将稳步增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（四）沼气工程有望稳步推进

2014年公司并购杭能环境进军沼气行业。公司通过现金+股份方式购买杭能环境100%股权，对价4.6亿元。2019年实现净利润0.43亿元，同比增长6%。杭能2017

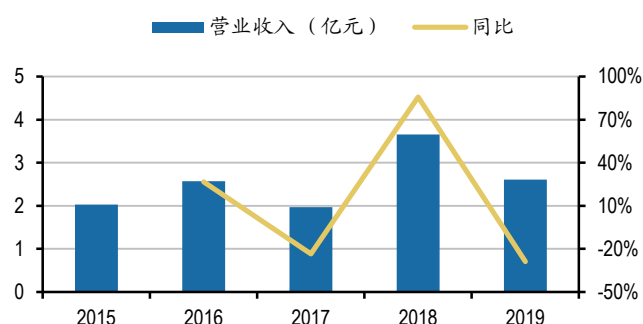
年业绩下滑主要是沼气行业政府补贴下滑及公司管理层调整，公司新增订单减少所致。伴随着国家对农村农畜养殖废弃物管理趋严，我们预计杭能订单和业绩有望稳步增长。

表9：杭能环境订单、收入、利润情况（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019
新增订单	1.99	4.28	1.75	3.3	2.9
营业收入	2.03	2.57	1.97	3.66	2.61
营业利润	0.59	0.71	0.38	0.46	0.49
净利润	0.52	0.63	0.33	0.40	0.43
净利率	25.83%	24.65%	16.75%	10.97%	16.37%

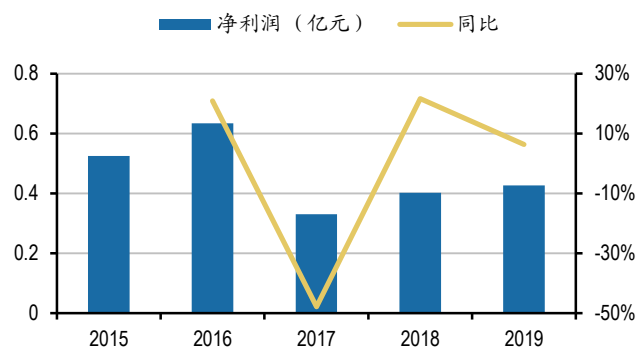
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图32：杭能环境收入情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图33：杭能环境净利润情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

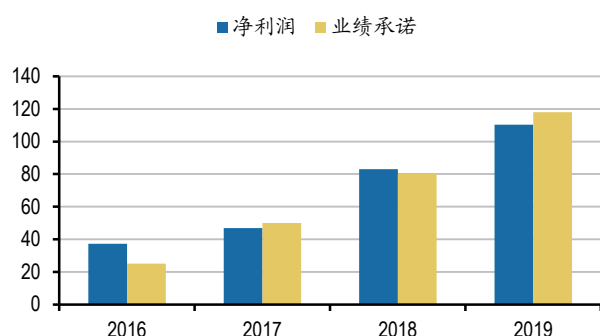
畜禽养殖、生物秸秆环保监管力度加强，政策推动沼气行业迎来投资高峰。沼气的来源是畜禽养殖的粪便和生物秸秆，也是污染物排放重点行业之一。在2016年12月中央财经领导小组会议上习近平专门对畜禽养殖废弃物处理和资源化指示，在环保压力下，关于生物天然气、农村沼气、生物质能出台一整套政策，将对沼气工程行业产生有力的推动。2017年1月，发改委、农业部联合发布《全国农村沼气发展“十三五”规划》，规划到2020年，沼气总产量达207亿立方米。对应“十三五”期间农村沼气工程总投资 500 亿元。2016年10月，国家能源局印发《生物质能发展“十三五”规划》，规划到2020年，初步形成一定规模的绿色低碳生物天然气产业，年产量达到80亿立方米，建设160个生物天然气示范县和循环农业示范县。

沼气工程龙头企业，订单有望稳步增长。杭能环境创建于1992年，是科技部生物燃气产业技术创新战略联盟理事长单位，管理团队蔡昌达、蔡卓宁、寿亦丰、蔡磊等大多技术出身，在沼气行业具有较长从业经验，主持过多项沼气工程相关国家、省级重大课题，从事沼气行业40 余年，是国家有突出贡献专家。2007年以来设计建成的北京德青源2MW鸡粪沼气发电工程、山东民和牧业3MW集中式沼气发电工程和中粮集团金东台2MW沼气发电工程等，已经达到国际先进水平。

（五）工业领域稳定增长

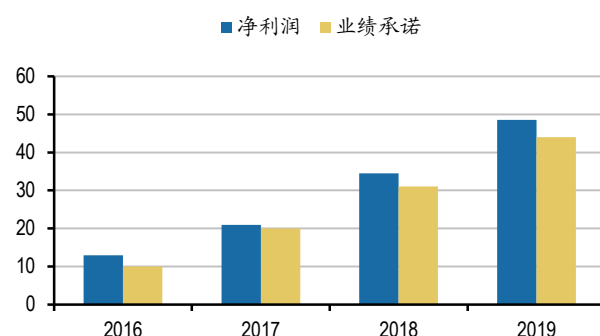
2016年维尔利现金购买都乐制冷100%股权和汉风科技100%股权，交易价格分别为2.5亿元和6.00亿元。2019年都乐制冷完成净利润4857万元，顺利实现盈利对赌；汉风科技受制于部分项目未达到收入确认时点，2019年实现净利润1.10亿元，未完成对赌，2016-2019年度业绩实现数合计低于业绩承诺数441.2万元，2019年计提商誉减值损失1964万元。随着汉风科技和都乐制冷业绩对赌结束，我们预计上市公司将给予更大的支持，在工业领域加强客户拓展，展望未来几年我们预计公司在工业领域新增订单和业绩仍将稳步增长。

图34：汉风科技业绩承诺及实现情况（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

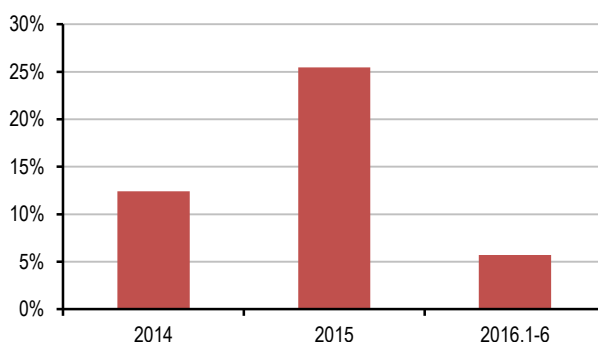
图35：都乐制冷业绩承诺及实现情况（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

都乐制冷是一家大气污染治理综合解决方案提供商，现阶段主要提供油气回收系统及工业VOC治理系统。VOC的排放源头中，石油化工、储运等领域排放量居前，是VOCs的重要排放源。从公司的前五大客户看，公司国有大型石化企业订单增多，是对公司技术的有力认可。并入上市公司得到上市公司资金支持后，公司业绩稳健增长。

图36：都乐制冷前五大客户中三桶油客户收入较高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

汉风科技专注工业节能服务，EMC模式为主。公司主营业务为合同能源管理和环保设备销售，其中以合同能源管理模式（EMC）为主。合同能源管理模式中被改造公司不参与前期投资，只需将节能改造后产生的部分收益转移给节能服务公司。公司主要客户集中在钢铁行业，钢铁行业供给侧改革将倒逼企业进行节能改造。

表10：汉风&都乐订单、收入、利润情况（亿元）

	2017	2018	2019
都乐制冷			
新增订单	1.79	2.6	1.51
营业收入	1.36	1.99	2.34
营业利润	0.23	0.38	0.53
净利润	0.21	0.35	0.49
净利率	15.47%	17.31%	20.79%
汉风科技			
新增订单	0.44	3.8	6.54
营业收入	1.28	2.30	4.30
营业利润	0.53	0.94	1.26
净利润	0.47	0.83	1.10
净利率	36.72%	36.10%	25.66%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、垃圾分类促进湿垃圾需求释放，给予“买入”评级

盈利预测核心假设：

- 1.公司环保工程收入主要来自渗滤液处置、餐厨厨余垃圾处置EPC收入，环保设备主要来自都乐制冷和公司EPC项目的设备销售；BOT收入和运营收入主要来自公司渗滤液项目、餐厨厨余项目、和污水处理项目的运营；节能收入主要来自汉风科技的工业节能业务；
- 2.综合考虑公司2019年底在手EPC订单18.33亿元（来自公司2019年年报），2020年住建部要求46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，公司已在上海地区证明其技术和市场能力，我们预计公司湿垃圾订单将较快增长，预计2020-2022年收入复合增速超过30%；
- 3.考虑到新增垃圾焚烧规模的快速增长，及垃圾填埋场应急处置需求，渗滤液运营（包括BOT运营及O&M运营等）订单有望快速增长，带动公司运营收入增长；
- 4.考虑汉风科技在手订单及未来新增订单，假设公司节能服务收入稳定增长；
- 5.假设公司各业务毛利率维持相对稳定。

表11：维尔利公司分业务收入测算（百万元）

报告期	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	960.90	773.47	1,417.77	2,064.83	2,758.91	3,483.63	4,705.41	6,169.48
增速	47.7%	-19.5%	83.3%	45.6%	33.6%	26.3%	35.1%	31.1%
成本	632.93	485.93	967.60	1,392.65	1,895.72	2,424.80	3,296.31	4,340.32
毛利	327.98	287.54	450.16	672.18	863.18	1,058.83	1,409.10	1,829.16
			57%	49%	28%	23%	33%	30%
毛利率(%)	34.1%	37.2%	31.8%	32.6%	31.3%	30.4%	29.9%	29.6%
环保工程								
收入	802.81	572.44	856.66	1105.91	1,700.83	2,211.08	3,095.51	4,178.94

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

增速	72%	-29%	50%	29%	54%	30%	40%	35%
成本	544.63	351.26	593.25	804.13	1,215.92	1,591.98	2,228.77	3,008.83
毛利	258.18	221.17	263.40	301.78	484.91	619.10	866.74	1,170.10
毛利率(%)	32.2%	38.6%	30.8%	27.3%	28.5%	28%	28%	28%
环保设备								
收入	30.73	36.00	304.74	544.65	458.10	526.81	632.17	758.61
增速	-67.1%	17.1%	746.5%	78.7%	-15.9%	15%	20%	20%
成本	17.07	28.12	197.80	329.01	265.09	321.35	385.63	462.75
毛利	13.66	7.88	106.93	215.64	193.01	205.46	246.55	295.86
毛利率(%)	44.5%	21.9%	35.1%	39.6%	42.1%	39.0%	39.0%	39.0%
BOT 项目运营								
收入	49.48	103.23	105.07	124.24	204.54	265.90	358.96	466.65
增速	55.0%	108.6%	1.8%	18.2%	64.6%	30%	35%	30%
成本	25.42	67.07	76.04	94.69	155.89	202.08	272.81	354.65
毛利	24.06	36.16	29.04	29.55	48.65	63.82	86.15	112.00
毛利率(%)	48.6%	35.0%	27.6%	23.8%	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
运营服务								
收入	53.54	41.33	77.54	149.55	242.60	315.38	441.54	574.00
增速	21.3%	-22.8%	87.6%	92.9%	62.2%	30%	40%	30%
成本	37.88	30.40	67.74	105.41	181.95	236.54	331.15	430.50
毛利	15.66	10.93	9.80	44.14	60.65	78.85	110.38	143.50
毛利率(%)	29.2%	26.5%	12.6%	29.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
节能服务								
收入			53.18	100.37	116.15	127.76	140.54	154.59
增速				88.7%	15.7%	10%	10%	10%
成本			19.41	38.63	52.27	51.10	56.22	61.84
毛利			33.77	61.74	63.88	76.66	84.32	92.75
毛利率(%)			63.5%	61.5%	55%	60%	60%	60%
技术服务								
收入	13.41	11.24	0.85	18.85	8.44	8.44	8.44	8.44
增速	-7.5%	-16.2%	-92.4%	2117.6%	-55.2%	0%	0%	0%
成本	1.03	3.24	0.14	6.63	3.38	3.38	3.38	3.38
毛利	12.38	8.00	0.71	12.22	5.06	5.06	5.06	5.06
毛利率(%)	92.3%	71.2%	83.2%	64.8%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务								
收入	10.93	9.23	19.73	21.26	28.26	28.26	28.26	28.26
增速		-15.6%	113.8%	7.8%	32.9%	0%	0%	0%
成本	6.90	5.84	13.22	14.15	21.23	18.37	18.37	18.37
毛利	4.04	3.40	6.51	7.11	7.03	9.89	9.89	9.89
毛利率(%)	36.9%	36.8%	33.0%	33.4%	24.9%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为4.0/5.4/6.9亿元, 复合增速为30%,

对应2020年PE 13倍。公司专注于“湿垃圾”领域研发和市场开拓，在渗滤液新建+改造升级、餐厨垃圾等多个领域优势显著。未来几年垃圾分类有望全面推广，公司已在上海地区证明其技术和市场能力，预计2020-2022年新增订单复合增速超过30%。若商业模式有所突破，成长增速将更进一步。参考可比公司估值和公司业绩增速，给予2020年PE估值18倍,对应公司合理价值9.36元/股，给予“买入”评级。

表12：可比公司估值对比

		PE				归母净利润（亿元）				归母净利润增速			
	市值 (亿元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
龙马环卫	95.60	35.36	26.70	20.13	16.48	2.70	3.58	4.75	5.8	14%	32%	33%	22%
伟明环保	279.83	28.72	23.16	19.87	17.01	9.74	12.08	14.08	16.45	32%	24%	17%	17%
盈峰环境	258.42	18.98	16.24	13.45	10.94	13.61	15.91	19.22	23.62	47%	17%	21%	23%
高能环境	75.93	18.43	15.34	11.81	9.40	4.12	4.95	6.43	8.08	27%	20%	30%	26%
维尔利	52.04	16.43	12.88	9.68	7.53	3.17	4.04	5.38	6.91	36%	28%	33%	29%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自广发盈利预测

四、风险提示

垃圾分类项目招标进度低于预期的风险；渗滤液项目招标低于预期的风险；2020年一季度末，公司商誉金额10.0亿元，可能存在商誉减值的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,809	4,354	5,113	6,739	8,636	经营活动现金流	246	195	340	317	321
货币资金	1,103	819	700	800	900	净利润	247	321	420	558	712
应收及预付	1,280	1,571	1,974	2,689	3,514	折旧摊销	114	201	215	155	171
存货	1,180	1,609	2,055	2,794	3,679	营运资金变动	-211	-448	-357	-477	-666
其他流动资产	247	355	384	455	543	其它	97	121	62	80	104
非流动资产	3,404	3,750	4,192	4,628	5,081	投资活动现金流	-253	-531	-657	-591	-624
长期股权投资	102	170	170	170	170	资本支出	-536	-546	-657	-591	-624
固定资产	559	658	708	834	936	投资变动	266	-82	0	0	0
在建工程	312	423	557	679	807	其他	17	97	0	0	0
无形资产	1,295	1,412	1,670	1,857	2,080	筹资活动现金流	-169	169	198	374	403
其他长期资产	1,136	1,088	1,088	1,088	1,088	银行借款	893	1,162	260	454	507
资产总计	7,213	8,105	9,306	11,367	13,717	股权融资	33	4	0	0	0
流动负债	2,377	3,288	4,069	5,573	7,210	其他	-1,095	-998	-62	-80	-104
短期借款	533	585	846	1,300	1,807	现金净增加额	-175	-165	-119	100	100
应付及预收	1,418	1,744	2,092	2,959	3,871	期初现金余额	943	768	819	700	800
其他流动负债	426	959	1,132	1,313	1,532	期末现金余额	768	602	700	800	900
非流动负债	1,111	808	808	808	808	主要财务比率					
长期借款	920	585	585	585	585	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
其他非流动负债	191	222	222	222	222	营业收入增长	45.6%	32.2%	27.6%	35.1%	31.1%
负债合计	3,489	4,095	4,877	6,380	8,018	营业利润增长	51.4%	29.4%	32.9%	32.1%	27.7%
股本	814	784	784	784	784	归母净利润增长	67.5%	36.3%	27.6%	33.0%	28.5%
资本公积	2,136	2,136	2,136	2,136	2,136	获利能力					
留存收益	696	974	1,378	1,916	2,607	毛利率	32.6%	30.5%	30.4%	29.9%	29.6%
归属母公司股东权益	3,619	3,897	4,301	4,839	5,530	净利率	12.0%	11.8%	12.0%	11.9%	11.5%
少数股东权益	105	112	128	148	169	ROE	6.4%	8.1%	9.4%	11.1%	12.5%
负债和股东权益	7,213	8,105	9,306	11,367	13,717	ROIC	5.8%	6.8%	7.0%	8.0%	8.7%
利润表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	48.4%	50.5%	52.4%	56.1%	58.5%
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净负债比率	93.7%	102.1%	110.1%	127.9%	140.7%
营业收入	2,065	2,731	3,484	4,705	6,169	流动比率	1.60	1.32	1.26	1.21	1.20
营业成本	1,393	1,898	2,425	3,296	4,340	速动比率	1.05	0.78	0.70	0.65	0.63
营业税金及附加	17	18	32	38	49	营运能力					
销售费用	105	115	160	218	290	总资产周转率	0.29	0.34	0.37	0.41	0.45
管理费用	132	167	238	322	422	应收账款周转率	1.93	2.09	2.15	2.12	2.13
研发费用	67	90	117	155	204	存货周转率	1.75	1.70	1.70	1.68	1.68
财务费用	36	50	62	80	104	每股指标 (元)					
资产减值损失	-61	-24	0	0	0	每股收益	0.29	0.40	0.52	0.69	0.88
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.30	0.25	0.43	0.40	0.41
投资净收益	9	-1	0	0	0	每股净资产	4.45	4.97	5.49	6.17	7.06
营业利润	283	366	487	643	820	估值比率					
营业外收支	1	3	0	0	0	P/E	17.24	17.00	12.88	9.68	7.53
利润总额	283	369	487	643	820	P/B	1.11	1.38	1.21	1.08	0.94
所得税	36	47	67	84	109	EV/EBITDA	9.54	9.68	8.83	8.15	6.94
净利润	247	321	420	558	712						
少数股东损益	15	5	16	21	21						
归属母公司净利润	232	317	404	538	691						
EBITDA	465	643	727	831	1,035						
EPS (元)	0.29	0.40	0.52	0.69	0.88						

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，带领团队荣获2019年新财富环保行业第一名。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。