



# 业绩高歌猛进，盈利能力质量和显著提升 ——西藏天路（600326）2018 年报点评

2019年04月09日

推荐/首次

西藏天路

财报点评

## 投资要点：

- **事件：**公司发布2018年年度报告，全年实现营收50.21亿，同增39.83%，实现归母净利润4.5亿，同增36.08%，实现扣非4.27亿，同增23.9%；
- **业绩一路高歌猛进。**公司营收/归母近5年CAGR高达24%/147%，近3年为34%/45%，报告期内为39.8%(-3.7pp)/36.1%(+5.5pp)，持续保持较高增速水平
- **产销两旺提升毛利率/净利率，现金流持续增长、盈利质量较高**负债率显著降低。报告期内毛利率32.59%(+3.4pp)，主要系建材业务产销两旺和研发费移出；销售/管理/财务/期间费率为0.63%(-)/12.35%(+3.1pp)/0.52%(-0.5pp)/13.5%(+2.5pp)，管理研发费同增86%系薪酬上涨设备大修费增加，财务费同减29%系通过诉讼收回瑞云集团资金占用费；税率10.5%(+2.3pp)；净利率17.1%(+1pp)；收付现比为109.08%(-16pp)/109.75%(-13pp)，经营现金流6.86亿同增26%，对当期归母的1.5倍，盈利质量较高；负债率49.83%(-7pp)显著降低；
- **西藏水泥龙头，充分受益市场需求旺盛和产能缺口，拟发可转债持续扩充产能。**西藏基础设施落后，建筑建材市场需求旺盛，2015-2017投资增速为20%/23%/24%、建筑产值增速为50%/4%/33%，2018年全区GDP/投资增速约10%/10%，预计2019年GDP增速仍保持在10%左右，24个重大项目将全部开工；受自然地理条件和运输半径限制、当地水泥产能缺口较大。2017-18年公司水泥产销量达到520万t(+40%)/642万t(23.5%)，判断占区域内总产能比例约2/3。报告期内水泥收入和毛利均强势增长，实现收入34.39亿(+28.7%)、占比68%(-6%)、毛利率为42.42%(+6.8pp)；报告期内公司拟积极开展昌都高争第二条2000t/d熟料新型干法水泥生产线和林芝水泥粉磨站项目前期工作，并于年底通过拟发不超过11.2亿可转债议案，募集资金用于昌都、林芝扩产项目等，当前已被受理并回复证监会反馈意见，若成功发行将扩大产能优势和夯实多元化业务布局；
- **双主业格局趋成熟，工程/省外收入增速较快。**公司拥有路桥专业承包一级等省内稀缺资质，建筑建材双主业格局趋成熟，并积极拓展省外市场。2017年联合体中标110亿凯里高速PPP项目，报告期内承接该项目8.5亿土建工程。全年工程收入10.53亿(+193%)，占比21%(+11pp)；省外收入4.04亿(+159%)，占比8%(+4pp)；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2019年-2021年实现营业收入分别为65.04亿元、80.97亿元、97.87亿元；归母净利润分别为5.93亿元、7.45亿元和9.21亿元；EPS分别为0.69元、0.86元和1.06元，对应PE分别为13.7X、10.9X和8.8X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、投资风险；2、可转债发行不及预期；3、项目不及预期。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,590.96	5,021.39	6,504.35	8,097.12	9,786.59
增长率(%)	43.57%	39.83%	29.53%	24.49%	20.87%
净利润(百万元)	579.11	858.07	1,001.71	1,153.85	1,329.49
增长率(%)	66.30%	48.17%	16.74%	15.19%	15.22%
净资产收益率(%)	12.40%	14.77%	17.94%	20.46%	22.70%
每股收益(元)	0.43	0.52	0.69	0.86	1.06
PE	21.81	18.04	13.68	10.89	8.81
PB	3.05	2.67	2.45	2.23	2.00

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

## 研究助理：王翩翩

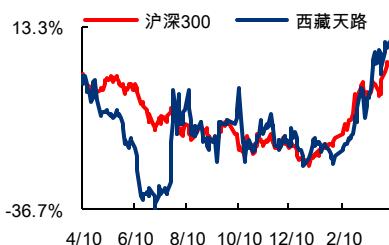
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

## 交易数据

52周股价区间(元)	9.19-8.45
总市值(亿元)	79.53
流通市值(亿元)	79.53
总股本/流通A股(万股)	86538/86538
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	3.33

## 52周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

## 相关研究报告

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	营业收入	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	4812	4602	5275	6241	8205	营业成本	3591	5021	6504	8097	9787	
货币资金	3041	2420	2510	3087	4443	营业税金及附	2544	3385	4434	5575	6767	
应收账款	541	676	891	1109	1341	营业费用	41	43	52	57	59	
其他应收	364	463	600	747	903	管理费用	24	31	41	53	65	
预付款项	115	170	242	332	442	财务费用	37	26	47	45	78	
存货	572	726	972	1222	1483	资产减值损失	16	10	8	8	7	
其他流动	111	103	-29	-368	-541	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
非流动资产	3637	3962	4349	4831	5447	投资净收益	69	57	63	85	127	
长期股权	230	299	344	378	397	营业利润	633	962	1107	1277	1470	
固定资产	2672	2634	2766	2904	3049	营业外收入	3	4	7	5	5	
无形资产	283	351	351	386	405	营业外支出	5	8	8	8	8	
其他非流	33	51	51	51	51	利润总额	631	959	1106	1274	1468	
资产总计	8449	8564	9624	11072	13652	所得税	52	101	104	120	138	
流动负债	3225	2818	3221	3883	5668	净利润	579	858	1002	1154	1329	
短期借款	730	582	582	582	1788	EBITDA	1004	1435	1239	1416	1655	
应付账款	840	1042	1215	1528	1854	EPS(元)	0.43	0.52	0.69	0.86	1.06	
预收款项	364	298	525	807	1148	归属于母公司净	330	450	593	745	921	
一年内到	804	479	479	431	388	EBITDA	1004	1435	1239	1416	1655	
非流动负	1579	1449	1435	1478	1450	主要财务比率						
长期借款	1564	1435	1435	1478	1449	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力						
负债合计	4804	4268	4656	5361	7118	营业收入增长	43.57%	39.83%	29.53%	24.49%	20.87%	
少数股东	979	1252	1660	2069	2477	营业利润增长	68.40%	52.11%	14.99%	15.38%	15.15%	
实收资本	865	865	865	865	865	归属于母公司	30.54%	36.08%	31.95%	25.65%	23.56%	
资本公积	804	804	804	804	804	净利润率(%)	16.13%	17.09%	15.40%	14.25%	13.58%	
未分配利	897	1251	1364	1521	1724	毛利率(%)	29.64%	32.48%	31.83%	31.14%	30.85%	
归属母公	2665	3045	3307	3642	4057	净利率(%)	16.13%	17.09%	15.40%	14.25%	13.58%	
负债和所	8449	8564	9624	11072	13652	总资产净利率	7.81%	3.91%	5.25%	6.16%	6.73%	
现金流	单位:百万元					ROE(%)	12.40%	14.77%	17.94%	20.46%	22.70%	
量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力						
经营活动	545	686	901	1536	1406	资产负债率(%)	57%	50%	48%	48%	52%	
净利润	579	858	1002	1154	1329	流动比率	1.49	1.63	1.64	1.61	1.45	
折旧摊销	334	446	447	504	591	速动比率	1.31	1.38	1.34	1.29	1.19	
财务费用	37	26	47	45	78	营运能力						
应收账款	-108	-135	-215	-218	-231	总资产周转率	0.47	0.59	0.72	0.78	0.79	
预收帐款	228	-66	227	282	341	应收账款周转	7.38	8.26	8.30	8.10	7.99	
投资活动	369	-430	-241	-316	-413	应付账款周转	4.84	5.33	5.76	5.91	5.79	
公允价值	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
长期股权	0	0	-235	-319	-446	每股收益(最新)	0.43	0.52	0.69	0.86	1.06	
投资收益	69	57	63	85	127	每股净现金流	1.69	-0.74	0.46	0.82	1.88	
筹资活动	545	-894	-261	-508	636	每股净资产(最	3.08	3.52	3.82	4.21	4.69	
应付债券	0	0	0	0	0	估值比率						
长期借款	0	0	118	-5	56	P/E	21.81	18.04	13.68	10.89	8.81	
普通股增	200	0	0	0	0	P/B	3.05	2.67	2.45	2.23	2.00	
资本公积	-200	0	0	0	0	EV/EBITDA	8.14	5.71	6.54	5.31	4.41	
现金净增	1459	-637	399	712	1629							

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 王翩翩

建筑行业研究员。本科和硕士毕业于清华大学土木工程系，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。