

## 业绩高歌猛进，盈利能力和质量显著提升

### ——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/期间费用率为 0.63% (-)/12.35% (+3.1pp)/0.52% (-0.5pp)/13.5% (+2.5pp)，管理研发费同增 84%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%，对应当期归母的 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、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

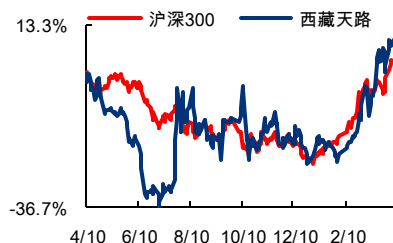
010-66554039

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		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4812	4602	5275	6241	8205	<b>营业收入</b>	3591	5021	6504	8097	9787
货币资金	3041	2420	2510	3087	4443	<b>营业成本</b>	2544	3385	4434	5575	6767
应收账款	541	676	891	1109	1341	营业税金及附	41	43	52	57	59
其他应收	364	463	600	747	903	营业费用	24	31	41	53	65
预付款项	115	170	242	332	442	管理费用	334	460	878	1166	1468
存货	572	726	972	1222	1483	财务费用	37	26	47	45	78
其他流动	111	103	-29	-368	-541	资产减值损失	16	10	8	8	7
<b>非流动资产</b>	3637	3962	4349	4831	5447	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权	230	299	344	378	397	投资净收益	69	57	63	85	127
固定资产	2672	2634	2766	2904	3049	<b>营业利润</b>	633	962	1107	1277	1470
无形资产	283	351	351	386	405	营业外收入	3	4	7	5	5
其他非流	33	51	51	51	51	营业外支出	5	8	8	8	8
<b>资产总计</b>	8449	8564	9624	11072	13652	<b>利润总额</b>	631	959	1106	1274	1468
<b>流动负债</b>	3225	2818	3221	3883	5668	所得税	52	101	104	120	138
短期借款	730	582	582	582	1788	<b>净利润</b>	579	858	1002	1154	1329
应付账款	840	1042	1215	1528	1854	少数股东损益	249	409	409	409	409
预收款项	364	298	525	807	1148	归属母公司净	330	450	593	745	921
一年内到	804	479	479	431	388	EBITDA	1004	1435	1239	1416	1655
<b>非流动负</b>	1579	1449	1435	1478	1450	<b>EPS (元)</b>	0.43	0.52	0.69	0.86	1.06
长期借款	1564	1435	1435	1478	1449	<b>主要财务比率</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	4804	4268	4656	5361	7118	<b>成长能力</b>					
少数股东	979	1252	1660	2069	2477	营业收入增长	43.57%	39.83%	29.53%	24.49%	20.87%
实收资本	865	865	865	865	865	营业利润增长	68.40%	52.11%	14.99%	15.38%	15.15%
资本公积	804	804	804	804	804	归属于母公司	30.54%	36.08%	31.95%	25.65%	23.56%
未分配利	897	1251	1364	1521	1724	<b>获利能力</b>					
归属母公	2665	3045	3307	3642	4057	毛利率(%)	29.64%	32.48%	31.83%	31.14%	30.85%
<b>负债和所</b>	8449	8564	9624	11072	13652	净利率(%)	16.13%	17.09%	15.40%	14.25%	13.58%
<b>现金流</b>	单位:百万元					总资产净利润	7.81%	3.91%	5.25%	6.16%	6.73%
						ROE(%)	12.40%	14.77%	17.94%	20.46%	22.70%
<b>经营活动</b>	545	686	901	1536	1406	<b>偿债能力</b>					
净利润	579	858	1002	1154	1329	资产负债率(%)	57%	50%	48%	48%	52%
折旧摊销	334	446	447	504	591	流动比率	1.49	1.63	1.64	1.61	1.45
财务费用	37	26	47	45	78	速动比率	1.31	1.38	1.34	1.29	1.19
应收账款	-108	-135	-215	-218	-231	<b>营运能力</b>					
预收帐款	228	-66	227	282	341	总资产周转率	0.47	0.59	0.72	0.78	0.79
<b>投资活动</b>	369	-430	-241	-316	-413	应收账款周转	7.38	8.26	8.30	8.10	7.99
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	4.84	5.33	5.76	5.91	5.79
长期股权	0	0	-235	-319	-446	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	69	57	63	85	127	每股收益(最新)	0.43	0.52	0.69	0.86	1.06
<b>筹资活动</b>	545	-894	-261	-508	636	每股净现金流	1.69	-0.74	0.46	0.82	1.88
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	3.08	3.52	3.82	4.21	4.69
长期借款	0	0	118	-5	56	<b>估值比率</b>					
普通股增	200	0	0	0	0	P/E	21.81	18.04	13.68	10.89	8.81
资本公积	-200	0	0	0	0	P/B	3.05	2.67	2.45	2.23	2.00
<b>现金净增</b>	1459	-637	399	712	1629	EV/EBITDA	8.14	5.71	6.54	5.31	4.41

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

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：

看好：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。