

西藏天路 (600326)

公司研究/简评报告

管理能力大幅提升，业绩反转有望延续

—西藏天路 2014 年年报点评

简评报告/建筑行业

2015 年 04 月 08 日

一、事件概述

公司于 4 月 8 日发布了 2014 年年报。报告期内，公司实现营业总收入约 14.2 亿元，同比下降 18.88%；实现利润总额约 1.4 亿元，同比增长 145.73%；实现归属于上市公司股东的净利润约 5904 万元，同比增长 1112.32%，公司期末总资产约 31.7 亿元，同比增长 8.69%。公司 2014 年利润分配预案为每 10 股分派现金 0.5 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 大力提升管理能力，内部改革促效率

2014 年是公司“深化变革”之年，从内部管理入手积极构建先进管理体系。主要措施有：1) 建筑业方面，聘请中国电建的 5 位援藏干部担任经营工作主要负责人；2) 建材业方面，引进专业管理团队；3) 加大人才培育力度，采取“送出去”的方，选员工到优秀企业 and 专业学校深造学习。管理能力提升切实提高了公司的盈利能力，建筑业方面由于主动减少项目投标导致营收大幅下滑，但毛利率重新恢复到正常水平。建材业实现营收约 9.46 亿元，同比增长 30.18%，且毛利率继续维持在 34% 左右的较高水平。

➤ 实际业绩增速更快，反转弹性有望延续

公司 2014 年正常经营实际净利远超公告中的水平。1) 公司在本年度计提了约 1800 万的长期应收款减值准备。2) 由于公司引进外部专业管理团队和调整工程收入时点等原因，公司 2014 年的管理费用科目较 2013 年增加了三项，这三项合计管理费用约 3100 万元。考虑到这两个因素，公司正常经营产生的净利润达到约 1 亿元左右，同比增长接近 20 倍，业绩反转弹性很大。公司旗下高争建材水泥公司今年分红大幅下降至约 3247.2 万元，而 2013 年分红则达到约 1.34 亿元，分红减少显然是由于需要投资新增水泥产能。根据我们预测，公司 2015 年水泥产能有望翻一倍，未来在西藏地区水泥市场的市占率将接近 70%。在公司管理能力持续提升的情况下，公司建筑建材未来业绩反弹力度有望延续。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 20.47、26.14、38.08 亿元，归属母公司净利润分别为 1.35、1.56 和 2.69 亿元。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.20、0.23 和 0.40 元。公司股票合理估值为 16-18 元，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

区域建设强度低于预期，援藏力度低于预期，公司治理风险，应收账款风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,416	2,047	2,614	3,808
增长率（%）	-18.88%	44.57%	27.72%	45.66%
归属母公司股东净利润（百万元）	59	135	156	269
增长率（%）	1111.80%	128.93%	15.10%	72.78%
每股收益（元）	0.11	0.20	0.23	0.40
PE	143	76	66	38
PB	5.9	3.6	3.4	3.0

资料来源：民生证券研究院

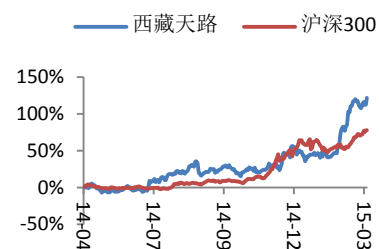
强烈推荐 维持评级

合理估值： 16—18 元

交易数据 2015-04-08

收盘价（元）	14.94
近 12 个月最高/最低（元）	15.99/5.58
总股本（百万股）	547
流通股本（百万股）	547
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	81.75
流通市值（亿元）	81.75

西藏天路与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：范劲松
执业证号：S0100513080006
邮箱：fanjinsong@mszq.com

联系人

研究助理：黄俊伟
执业证号：S0100114120005
电话：(86755)22662072
邮箱：huangjunwei@mszq.com

相关研究

《“任督二脉”打通，天路不再难走》-20150316
《证监会传递积极信号，西藏区域建设正当时》-20150306
《区域建设利好不断，西藏板块人气持续聚集》-20150403

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	1,416	2,047	2,614	3,808	货币资金	258	600	471	685
减：营业成本	1,042	1,539	2,010	2,862	应收票据	17	0	0	0
营业税金及附加	35	57	73	107	应收账款	533	570	788	1,214
销售费用	11	12	16	23	预付账款	38	26	(32)	(98)
管理费用	133	102	131	190	其他应收款	216	205	277	455
财务费用	24	28	32	37	存货	326	525	677	945
资产减值损失	28	34	37	41	其他流动资产	40	40	40	40
加：投资收益	0	0	1	0	流动资产合计	1,428	1,965	2,221	3,242
二、营业利润	142	274	316	548	长期股权投资	87	87	87	87
加：营业外收支净额	(0)	3	3	3	固定资产	692	1,185	1,630	2,031
三、利润总额	142	277	319	551	在建工程	638	619	609	605
减：所得税费用	36	69	80	138	无形资产	138	133	128	123
四、净利润	107	208	239	414	其他非流动资产	57	57	56	55
归属于母公司的利润	59	135	156	269	非流动资产合计	1,743	2,201	2,630	3,019
五、基本每股收益 (元)	0.11	0.20	0.23	0.40	资产总计	3,171	4,166	4,851	6,261
主要财务指标					短期借款	486	0	229	811
项目	2014A	2015E	2016E	2017E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	33.91	22.17	19.56	13.71	应付账款	429	501	654	978
成长能力：					预收账款	111	119	131	170
营业收入同比	-18.88%	44.57%	27.72%	45.66%	其他应付款	278	278	278	278
营业利润同比	156.3%	92.6%	15.3%	73.5%	应交税费	35	1	1	1
净利润同比	1111.80%	128.93%	15.10%	72.78%	其他流动负债	0	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	1,646	1,198	1,593	2,537
应收账款周转率	124.91	98.37	94.84	95.99	长期借款	93	143	193	243
存货周转率	148.80	100.85	109.15	103.45	其他非流动负债	3	5	5	8
总资产周转率	0.47	0.56	0.58	0.69	非流动负债合计	96	148	198	251
盈利能力与收益质量：					负债合计	1,741	1,346	1,792	2,788
毛利率	26.4%	24.8%	23.1%	24.8%	股本	547	669	669	669
净利率	4.2%	6.6%	6.0%	7.1%	资本公积	192	1,254	1,254	1,254
总资产净利率 ROA	1.9%	3.2%	3.2%	4.3%	留存收益	380	515	671	940
净资产收益率 ROE	4.1%	4.8%	5.1%	7.7%	少数股东权益	308	381	465	610
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	1,429	2,819	3,058	3,472
流动比率	0.87	1.64	1.39	1.28	负债和股东权益合计	3,171	4,166	4,851	6,261
资产负债率	54.9%	32.3%	36.9%	44.5%	现金流量表				
长期借款/总负债	5.3%	10.6%	10.8%	8.7%	项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	156	229	229	227
每股收益	0.11	0.20	0.23	0.40	投资活动现金流量	(292)	(607)	(606)	(607)
每股经营现金流量	28.56	34.26	34.31	33.97	筹资活动现金流量	96	719	247	594
每股净资产	2.61	4.21	4.57	5.19	现金及等价物净增加	(39)	342	(130)	215

资料来源：民生证券研究院

分析师简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司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。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。