

## 世界屋脊上的水泥龙头，迎区域跨越式发展

公司深度

### ◆世界屋脊上的水泥龙头，业绩快速增长

作为世界第三极，西藏自治区因自然、生态等因素，水泥行业发展滞后。西藏天路是西藏唯一一家以基础设施建设为主业的上市公司，控股的三家水泥企业占地区水泥总产能的66.7%，与华新水泥在区内形成寡头垄断之势。公司的水泥销售业务近年来增长态势喜人。控股水泥企业西藏高争2013-2016年营收和净利润复合增速达28.9%和35.6%。2017年公司前三季度营收和归母净利润25.3和3.3亿元，同增30.2%和92.5%。

### ◆西藏望实现跨越式发展，水泥需求大幅上升，区域水泥供不应求

“十三五”期间西藏为实现跨越式发展，加大区域内基建投资力度，预计自治区交通固定资产投资增速保持30%以上，对应水泥需求大幅上升。2016年多个公路项目集中开工，区域较为封闭且交通不便，水泥供给短缺下，价格大幅上涨。据测算到2020年规划中新增水泥产能全部投产后，仍存在供给缺口近700万吨，区域水泥供求维持偏紧格局，价格将在高位运行。后期西藏天路和华新水泥两家企业新增产能有序释放，并将持续受益于区域水泥量价齐升带来的业绩增长。

### ◆国企改革进程值得期待

自治区人民政府与中国电建签署《中国电力建设集团有限公司参与西藏自治区国有企业改革重组战略合作协议》。中国电建在西藏的能源项目开发和建设上具有优势，天路集团在西藏交通项目开发和建设中具有优势，双方将从业务、管理、产权等不同层面开展全面合作、共同发展值得期待。

### ◆估值与评级

未来西藏自治区基础设施建设投资持续高增长，带来水泥需求较快增长。公司现有产能充分释放，新增供给有序投产，水泥销售量预计稳步提升。区域水泥供不应求，价格将维持较高水平，量价齐升下，公司业绩将较快增长。预计公司2017-2019年EPS为0.51、0.80、0.99元，复合增速50.4%，给予公司18年15倍PE水平，对应目标价12.00元，首次覆盖，“买入”评级。

### ◆风险提示：

西藏地区基础设施建设投资和水泥需求增速不及预期；水泥价格下跌和原材料价格上涨风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,087	2,501	3,220	4,144	4,674
营业收入增长率	47.40%	19.85%	28.73%	28.72%	12.78%
净利润(百万元)	146	253	444	694	860
净利润增长率	129.60%	73.03%	75.37%	56.43%	23.89%
EPS(元)	0.17	0.29	0.51	0.80	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.73%	10.60%	15.97%	20.53%	20.99%
P/E	61	35	20	13	10
P/B	4	4	3	3	2

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

### 买入(首次)

当前价/目标价：10.24/12.00元

目标期限：6个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)  
021-22169050  
[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

师克克 (执业证书编号：S0930517070003)  
021-22169158  
[shikk@ebsec.com](mailto:shikk@ebsec.com)

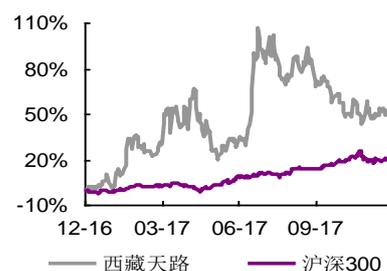
### 联系人

胡添雅  
021-22169106  
[hutianya@ebsec.com](mailto:hutianya@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：8.65  
总市值(亿元)：88.61  
一年最低/最高(元)：8.02/14.63  
近3月换手率：172.58%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.89	-15.53	21.00
绝对	8.94	-7.41	46.23

## 投资要件

### 关键假设

1、西藏“十三五”期间将实现跨越式发展，区域固投增速保持 20%以上，基建投资维持高增长，其中交通固投增速在 30%以上，带动区域水泥需求大幅增长。2、17-19 年公司水泥销量增加 30%，30%，10%，价格涨幅 12%，6%，5%。3、供给有序释放，未来两三年里地区水泥行业供求格局维持偏紧格局，水泥价格将保持高位，水泥销售业务毛利率稳步上升。4、公司管理费用率与财务费用率保持稳定。

### 我们区别于市场的观点

尽管国内水泥行业需求整体平稳，但是市场忽视了部分地区投资加速带来的行业区域性投资机会。西藏自治区为实现跨越式发展近年投资持续增长，对应水泥需求大幅上升。而自治区市场相对封闭，水泥供不应求，外地水泥输入受限。西藏天路作为区域水泥龙头，市占率高达近 67%，且其水泥业务的盈利能力历年来一直远高于国内行业平均水平，预计后期公司还将持续受益于区域投资加速和经济快速发展所带来的水泥销售业务量价齐升，及业绩的快速增长。

### 股价上涨的催化因素

**长期催化因素：**西藏“十三五”基建投资持续高增长，区域水泥需求大幅增长。区域水泥供求格局维持偏紧格局，价格将高位运行。未来公司新增产能持续投产，业绩增速较快。

**短期催化因素：**西藏投资主题持续升温、区域重大项目投资计划启动。

### 估值和目标价格

**相对估值法：**西藏天路股价对应 2018 年 PE 水平为 12.8 倍，可比公司的 PE 平均水平为 14.8 倍；西藏天路估值水平略低于可比公司平均水平。但公司具有较强的盈利能力，且预计未来营收和业绩保持快速增长。可比公司中金圆股份和天山股份所处区域情况与西藏天路类似，为区域投资力度加大预期水泥需求大幅增长。综合考虑其自身盈利能力及同行业可比公司估值水平，给予公司 18 年 15 倍估值水平。

**绝对估值法：**使用 FCFF、APV、AE、EVA 等方法对公司进行绝对估值的结果，各种方法给出的估值结果介于 11--13 元之间。

**投资评级：**预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.51、0.80、0.99 元，复合增速 50.4%，给予公司 2018 年 15 倍 PE 水平，对应目标价 12.00 元，首次覆盖，“买入”评级。

### 投资风险

区域基础设施建设投资增速不及预期造成水泥需求不及预期风险。

水泥价格下跌风险。

原材料价格上涨风险。

## 目 录

1、 世界屋脊上的区域水泥龙头 .....	6
1.1、 基建工程为主业，水泥销售业务为主要业绩贡献点.....	6
1.2、 控股参股区域水泥产能，藏区水泥高盈利 .....	8
2、 迎跨越式发展，区域水泥供不应求.....	11
2.1、 “十三五”将实现跨越式发展，水泥需求大幅增长.....	11
2.2、 综合交通规划项目投资巨大，水泥需求大幅增长 .....	12
2.3、 西藏水利改革发展“十三五”，中部东部大型水利项目集中.....	15
3、 未来供给有序释放，优先利好“原生”企业 .....	17
3.1、 供求矛盾突出，外部输入受限 .....	17
3.2、 水泥价格高位运行，在位企业充分受益.....	18
4、 国企改革进程值得期待 .....	21
5、 与可比公司对比，关键假设及盈利预测 .....	22
5.1、 西藏天路与可比公司对比.....	22
5.2、 关键假设及盈利预测 .....	23
6、 估值水平与投资评级 .....	25
6.1、 相对估值 .....	25
6.2、 绝对估值 .....	25
6.3、 估值结论与投资评级 .....	27
6.4、 股价驱动因素 .....	27
7、 风险分析.....	27

## 图目录

图 1：西藏天路股权结构（截止 2017 年 11 月 24 日）	6
图 2：西藏天路自上市以来的营业收入情况	7
图 3：西藏天路自上市以来的归母净利润情况	7
图 4：2017H1 年西藏天路分业务营业收入占比	7
图 5：2007 年至今西藏天路水泥销售业务情况	8
图 6：2007 年至今西藏天路建筑工程业务情况	8
图 7：公司历年水泥熟料产能变化情况	8
图 8：2013 年至今西藏高争建材水泥销售情况	9
图 9：2013 年至今西藏高争建材水泥净利润情况	9
图 10：2011 年至今华新水泥（西藏）营业收入情况	10
图 11：2011 年至今华新水泥（西藏）净利润情况	10
图 12：2004 年至今西藏自治区固定资产投资情况及未来三年的预测	12
图 13：2017 年 11 月西藏自治区公路交通情况	13
图 14：西藏公路规划“8 条快速路、9 条北南纵线、3 条东西横线和 20 条联络线”	13
图 15：“十三五”西部大开发“五横两纵”空间格局	14
图 16：西藏铁路规划“两横两纵、五出区、三出境”	14
图 17：2005 年至今西藏交通固定资产投资（未含铁路）情况及未来三年的预测	15
图 18：西藏水利改革发展“十三五”规划总体布局	15
图 19：2017 年西藏自治区水泥供给格局	17
图 20：2007 年至今西藏水泥产量情况	18
图 21：2009 年至今西藏拉萨高标水泥价格与全国平均高标水泥价格走势对比（元/吨）	19
图 22：2009 年至今全国水泥产品单位价格（除税）、成本、吨毛利变动图谱（元/吨）	19
图 23：“十三五”期间西藏水泥供求价格演化	19
图 24：西藏天路与可比公司的 ROE 对比（%）	22
图 25：西藏天路与可比公司的销售净利率对比（%）	22
图 26：西藏天路与可比公司总资产周转率对比	23
图 27：西藏天路与可比公司权益乘数对比	23

## 表目录

表 1：西藏天路主要参股控股水泥产能	8
表 2：西藏高争建材、华新水泥（西藏）与内地公司近三年 ROE、销售净利润对比	9
表 3：“十三五”期间与西藏相关部分重点政策文件梳理	11
表 4：“十三五”固定资产投资和基础设施建设投资相关的规划和目标	11

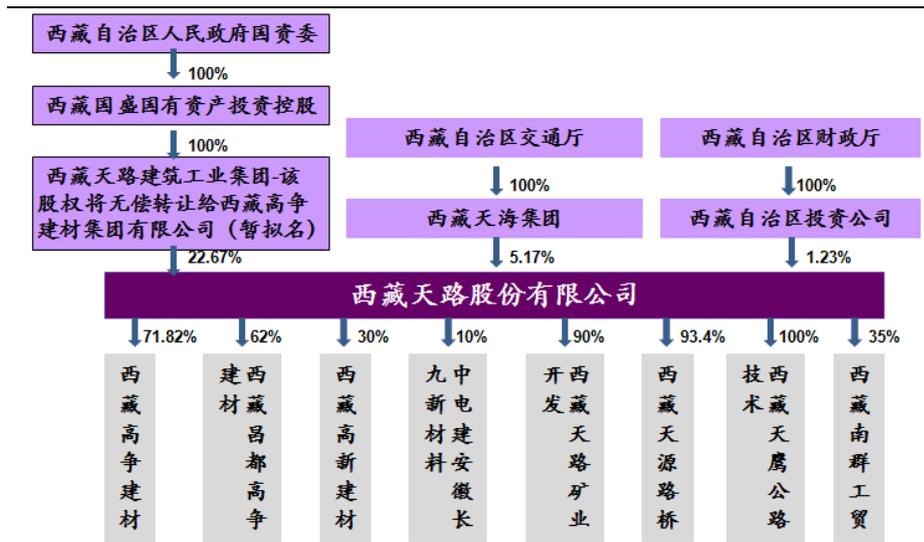
表 5：西藏综合交通 “十二五” 完成和 “十三五” 规划对比.....	12
表 6：“十三五” 部分重点公路项目梳理.....	13
表 7：“十三五” 期间西藏重点水利项目（中部和东部）.....	16
表 8：西藏现有新型干法水泥生产线明细.....	17
表 9：2013 年以来天路集团、西藏天路与中国电建的合作情况梳理.....	21
表 10：西藏天路表盈利预测主要指标（百万元）.....	24
表 11：西藏天路及可比公司估值对比（2018 年 1 月 9 日收盘）.....	25
表 12：关键性假设.....	26
表 13：FCFF 估值.....	26
表 14：敏感性分析.....	26
表 15：估值结果汇总.....	26

## 1、世界屋脊上的区域水泥龙头

西藏天路主业为工程建设，主要建设公路桥梁为主的建设工程。公司于2001年1月在上海证券交易所IPO上市，并在夯实工程建设主业的基础上，拓展建材产业（水泥）的建设和运营。

公司在西藏的路桥施工等领域市占率领先，此外，控股的三家水泥企业---西藏高争建材（西藏高争）、西藏昌都高争建材（昌都高争）和西藏高新建材（高新建材）占西藏地区总产能的66.7%，2016年公司水泥销量近400万吨。

图 1：西藏天路股权结构（截止 2017 年 11 月 24 日）



资料来源：公司公告

公司控股股东西藏天路建筑工业集团有限公司（天路集团），实际控制人为西藏自治区国资委。天路集团是西藏地方建工产业骨干企业，持有西藏天路 22.67% 股权。

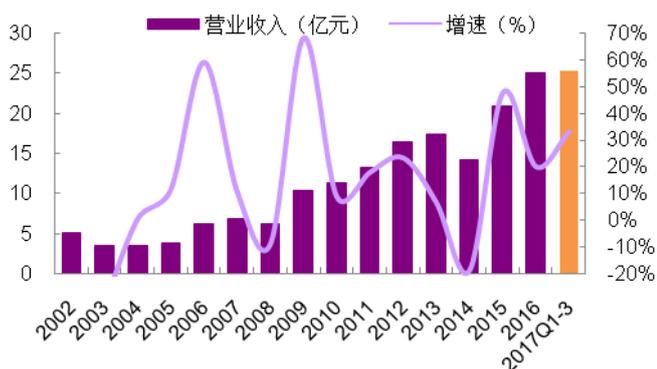
2017 年 11 月 14 日公司接到控股股东通知：经西藏自治区政府第 83 次常务会议研究同意，对西藏自治区建筑建材产业国有企业进行整合重组组建西藏高争建材集团有限公司（暂拟名未成立），将天路集团所持有的本公司 22.67% 股权整体无偿划转至西藏高争建材集团有限公司，实际控制人不变。

### 1.1、建设工程为主业，水泥销售业务为主要业绩贡献点

西藏天路自上市以来经营几经起落。早期公司的策略为“巩固建筑、配套建材”，但其建筑工程业务因受外地实力雄厚建筑企业进入西藏市场带来的竞争冲击，利润率不断下行。2012 年公司提出“提升建筑、做大建材”，于“十二五”期间，加大对旗下建材产业（水泥）的投资力度、加快业务结构的调整和盈利模式的多元化。

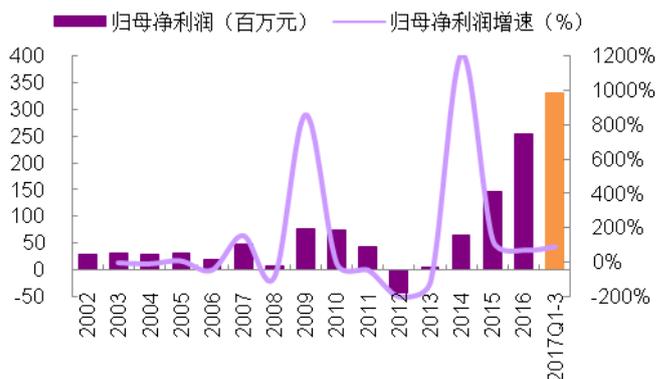
2016年西藏天路实现营业收入25.0亿元，同比增长19.8%；归母净利润2.5亿元，同比增长73.0%。截至2017前三季度西藏天路实现营业收入25.3亿元，同比增长32.9%；实现归母净利润3.3亿元，同比增长92.5%。业绩增长迅速主要得益于西藏地区对水泥的需求持续增加和水泥价格快速攀升并维持稳定。

图2：西藏天路自上市以来的营业收入情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

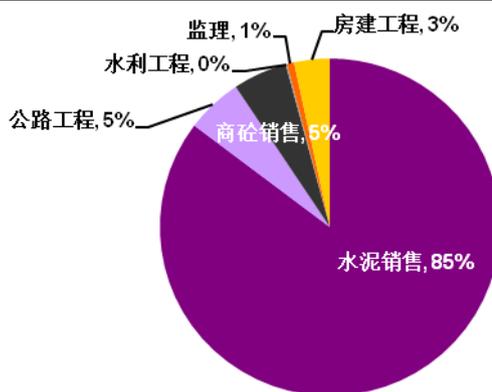
图3：西藏天路自上市以来的归母净利润情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2007年至2016年公司水泥销售业务营收复合增速27.0%，营收占比从30%提升到70%；建筑工程业务营收复合增速3.75%，营收占比从67%下降到25%。公司水泥销售业务持续增长，2017年H1水泥销售业务占比进一步提高到85.3%，建筑工程业务占比仅9.5%，商砼销售业务占比5.2%。

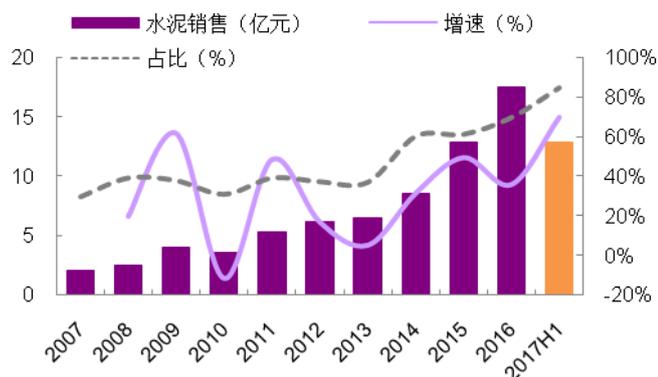
图4：2017H1年西藏天路分业务营业收入占比



资料来源：公司公告

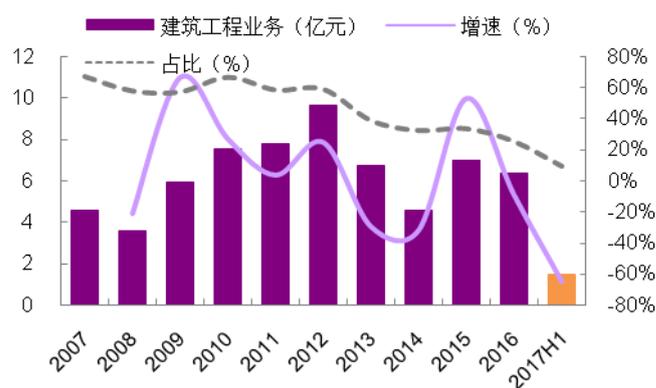
2016年西藏天路的水泥销售业务毛利率为34.2%，建筑工程业务毛利率10.6%。水泥销售业务是公司主要的业绩贡献点。2017H1水泥销售业务营收12.9亿元，同比增长70%；建筑工程业务营收1.5亿元，同比下降65%。

图 5：2007 年至今西藏天路水泥销售业务情况



资料来源：公司公告、Wind

图 6：2007 年至今西藏天路建筑工程业务情况



资料来源：公司公告、Wind

## 1.2、控股参股区域水泥产能，藏区水泥高盈利

从公司建材板块的发展上看，前两条水泥熟料生产线分别于 2005 年和 2008 年投产，之后的产能是自 2012 年公司改变战略做大建材后建设投产的，目前控股的熟料产能 300 万吨/年，而自治区总产能 450 万吨/年。

表 1：西藏天路主要参股控股水泥产能

公司	产能 (吨/日)	设计熟料年产能 (万吨/年)	位置	投产年份
西藏高争建材 (控股)	2000	60 万吨/年	拉萨	2005 年
西藏高争建材 (控股)	2000	60 万吨/年	拉萨	2008 年
西藏藏中建材 (控股)	4000	120 万吨/年	拉萨	2017 年
西藏昌都高争建材 (控股)	2000	60 万吨/年	昌都	2015 年
西藏日喀则高新雪莲水泥 (参股)	2000	60 万吨/年	日喀则	2015 年

资料来源：公司公告

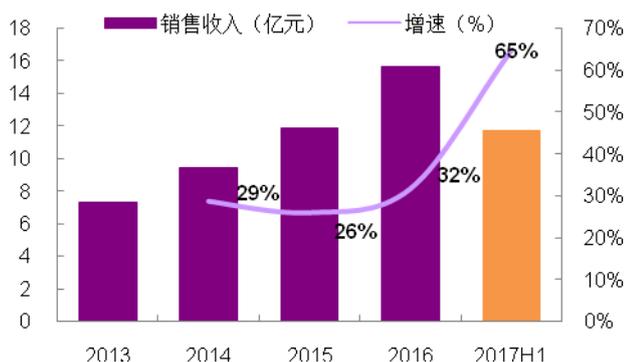
图 7：公司历年水泥熟料产能变化情况



资料来源：公司公告

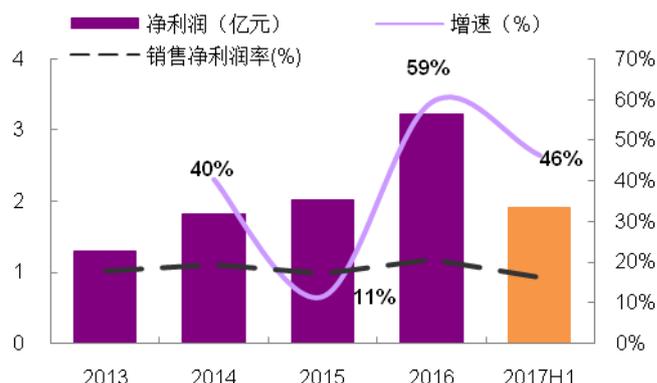
以西藏高争的经营业绩可见：2016 年销售收入 15.6 亿元，同比增长 31.8%，13 年以来复合增速 28.9%；净利润 3.2 亿元，同比增长 59.4%，13 年以来复合增速 35.6%。2017 年 H1 西藏高争营业收入 11.7 亿元，同增 64.8%，净利润 1.9 亿元同增 46.2%。除了销售快速增长以外，西藏高争 ROE20.4%，投资持续高回报。

图 8：2013 年至今西藏高争建材水泥销售情况



资料来源：公司公告

图 9：2013 年至今西藏高争建材水泥净利润情况



资料来源：公司公告

西藏高争近三年销售净利润率保持在 20%左右，2016 年销售净利润率 20.6%；同样位于西藏的华新水泥（西藏）公司近年的经营状况也很好，近三年的销售净利润率保持 30%左右，2016 年 ROE27.4%，远超内地水泥行业平均情况。

表 2：西藏高争建材、华新水泥（西藏）与内地公司近三年 ROE、销售净利润对比

公司名称	地区	ROE (%)			销售净利润 (%)		
		2016	2015	2014	2016	2015	2014
海螺水泥	安徽	11.71	11.09	18.06	19.24	17.00	22.75
华新水泥	湖北	4.61	1.06	13.19	5.79	1.43	10.56
上峰水泥	甘肃	9.06	3.52	23.18	5.53	0.75	16.84
塔牌集团	广东	10.04	8.85	15.19	16.33	13.13	18.63
同力水泥	河南	1.93	1.66	8.65	2.08	-1.27	2.05
天山股份	新疆	1.62	-7.91	3.74	-2.23	-16.95	-2.87
西部建设	新疆	7.63	8.97	9.30	3.19	4.41	4.58
冀东水泥	京津冀	0.53	-15.70	0.29	-3.55	-17.90	-5.35
上述平均值		5.89	1.44	11.45	5.80	0.08	8.40
西藏高争建材	西藏	20.40	18.90	18.90	20.60	17.00	19.20
华新水泥(西藏)	西藏	27.46	23.15	34.75	38.68	27.85	33.65

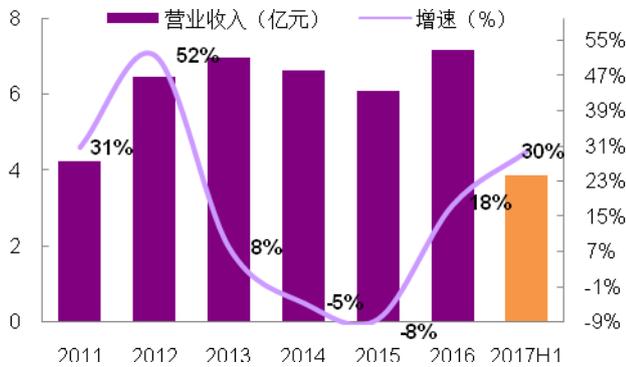
资料来源：Wind、公司公告

注：表格中计算未扣除公司营业外收支

2016 年华新水泥（西藏）公司实现营业收入 7.2 亿元，同比增长 17.7%；净利润 2.79 亿元，同比增长 63.5%。2017H1 营收 3.9 亿元，同比增长 29.9%，

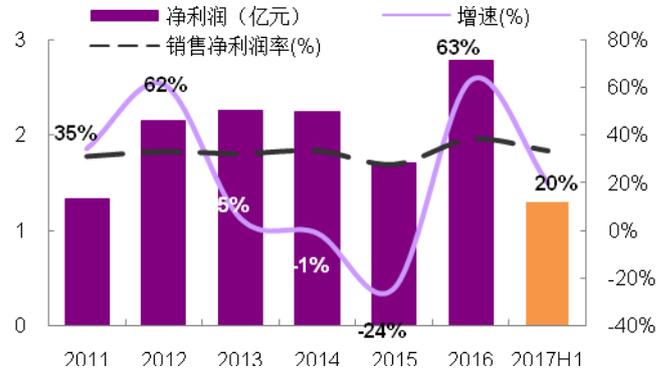
利润 1.3 亿元，同比增长 20.0%。

图 10: 2011 年至今华新水泥（西藏）营业收入情况



资料来源：公司公告

图 11: 2011 年至今华新水泥（西藏）净利润情况



资料来源：公司公告

由西藏自治区内两大水泥企业经营情况可以看出，伴随着西藏经济发展，“十三五”期间区域水泥行业进入快随发展时期，且藏区水泥企业有较高的利润率和资本回报率。

## 2、迎跨越式发展，区域水泥供不应求

### 2.1、“十三五”将实现跨越式发展，水泥需求大幅增长

步入“十二五”后，西藏经济发展明显提速。而“十三五”期间西藏经济发展目标更高，将实现与全国人民一道奔小康。为此国家发改委、国务院办公厅、自治区发改委等政府机构多次发文为西藏经济社会实现跨越式发展做出统筹规划。

表 3：“十三五”期间与西藏相关部分重点政策文件梳理

时间	政府机构	政策文件	内容摘要
2015年4月	自治区发改委	《西藏自治区新型城镇化规划（2014-2020年）》	构建“一圈两翼三点两线”城镇空间新格局，推进城镇化和现代化进程，与全国一道全面建成小康社会。
2016年4月	自治区发改委	《西藏自治区“十三五”时期国民经济和社会发展规划纲要》	与全国一道全面建成小康社会的决胜阶段，推进经济社会持续健康发展和长治久安。
2017年1月	国家发改委	《西部大开发“十三五”规划》	西部地区是提升全国平均发展水平的巨大潜力所在，推动新一轮西部大开发不断迈向深入，努力开创西部发展新局面。
2017年5月	国务院办公厅	《兴边富民行动“十三五”规划》	实施兴边富民行动、深化区域协调发展，推动边境地区经济社会快速发展。
2017年6月	自治区发改委	拉萨市、山南市、林芝市、昌都市和阿里地区“十三五”规划纲要、《西藏自治区“十三五”时期水利发展规划》、《西藏高原特色农产品基地发展规划（2015-2020年）》、《西藏自治区信息通信业“十三五”发展规划》	打造我国面向南亚开放的重要通道，构建战略资源储备基地和高原特色农产品基地，建成重要的世界旅游目的地、兴边稳藏、构筑重要的国家安全屏障。
2017年8月	自治区发改委	《西藏自治区综合交通运输“十三五”发展规划》、《西藏自治区“十三五”时期财政发展规划》	基建落后制约经济发展，基本建成“三小时综合交通圈”；贯彻落实中央赋予西藏的各项财税优惠政策，为促进发展提供可靠的财力保障和重要政策支持。

资料来源：西藏自治区发改委、国家发改委、国务院办公厅官网

未来五年，西藏自治区将从增强综合经济实力、强化基础设施条件、推进新型城镇化建设、沿边对外开放、发展特色优势产业和提高民生保障水平等方面，实现经济的跨越式发展。而基础设施滞后仍然是制约西藏经济发展的主要瓶颈。强化经济，基建先行。

表 4：“十三五”固定资产投资和基础设施建设投资相关的规划和目标

项目	建设规划	目标
综合交通	基本建成“布局合理、优势互补、衔接顺畅、功能健全、安全绿色”的综合交通运输体系，“三小时综合交通圈”基本建成，交通运输兜底指标全部完成。	为经济社会跨越式发展提供支撑。
水利建设	开发建设与生态保护相结合，加快水利基础设施建设，提升西藏自我发展能力，改善基本公共服务水平，提升水利保障能力。	为西藏实现与全国人民一道奔小康、筑牢国家生态、安全屏障。
信息通信	基本建成适应西藏经济社会发展需要的普及泛在、高速便捷、智能融合、安全可靠的下一代信息基础设施。西藏移动通信基站将延伸到自然村、边境村、扶贫异地搬迁村庄，以及国道省道，消除农牧区移动通信盲区；FTTH网络覆盖全部市区、县城和乡镇。	支撑西藏经济社会发展转型的信息通信基础设施建设。
住房和城乡	围绕推进新型城镇化的战略部署，优化城镇体系布局 and 结构，加强城乡规划建设和环境治理，改善城乡居民住房条件和人居环境	促进城乡可持续发展，全面建成小康社会。

资料来源：西藏自治区发改委

2016年西藏固定资产投资1596.1亿元，同比增长23.2%，新增投资300.4亿元；2017年1-11月西藏自治区固定资产投资1843.8亿元，累计同增20.5%。未来几年预计西藏固定资产投资保持20%以上的快速增长。

图 12：2004 年至今西藏自治区固定资产投资情况及未来三年的预测



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 2.2、综合交通规划项目投资巨大，水泥需求大幅增长

根据《西藏自治区综合交通运输“十三五”发展规划》，自治区将从公路、铁路、航空等领域进一步完善综合交通运输体系，消除交通运输对经济社会发展的瓶颈制约。2016年西藏交通固投（未含铁路固投）402亿元同比增速达110%，新增投资211亿元，占固定资产比由2015年的15%提高到25%；区域内新增固定资产投资300亿中211亿元是由新增交通运输固定资产投资带来的。

“十三五”期间，西藏交通运输发展规划项目投资估算达5431亿元，预计完成投资2388亿元（“十二五”期间西藏自治区交通固投完成630亿元）。2017年1-11月交通固投533.5亿元，同增41.1%。预计综合交通投资带动水泥需求大幅增长。

表 5：西藏综合交通“十二五”完成和“十三五”规划对比

项目	“十二五”完成情况	“十三五”规划情况	增量
公路	全区公路通车总里程达到7.8万公里，其中次高级以上路面达到1.1万公里，等级以上公路达到5.7万公里。500个乡镇和1811个建制村实现通畅。	全区公路总里程达到11万公里。二级及以上高等级公路里程达到3500公里，普通国道三级以上公路比例达到65%，实现所有的县通油路，所有乡镇、建制村通公路，90%的乡镇和40%的行政村通硬化路。	新增里程3.2万公里，其中新增等级以上公路里程1.45万公里。
铁路	总里程达954公里，路网密度达到7.93公里/万平方公里。	全区铁路营业里程达1356公里，覆盖除昌都、阿里外的地级行政区	新增铁路里程402公里。
民航	民航共开辟了63条航线，较“十一五”末增加了44条；通航达40个城市，较“十一五”末增加了24个，基本覆盖国内主要城市，航线网络更加完善。	地级市域和重点县域机场布局进一步完善，实现西藏区内主要航路VHF/ADS-B双重覆盖，建设成-拉平行航路，基本实现类雷达管制水平；完成拉萨贡嘎机场航站区改扩建、昌都邦达机场飞行区改造工程，实施邦达机场改扩建、林芝米林机场平行滑行道建设工程；开展拉萨新机场和新支线机场的前期研究工作，并适时申报实施。	建设及改扩建多个机场，增加多个航路。

资料来源：《西藏自治区综合交通运输“十三五”发展规划》

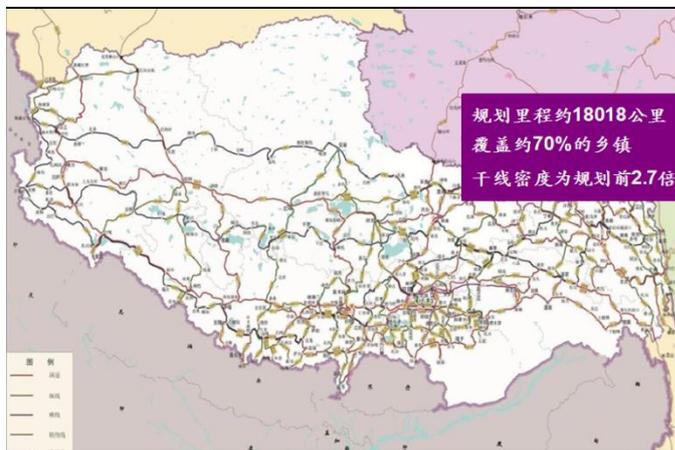
- ◆ **公路投资**：根据规划到 2030 年，西藏将实现重要城镇间形成多路连通的路网格局，沿边公路连续贯通。由 8 条快速路、9 条北南纵线、3 条东西横线和 20 条联络线组成，总里程约 1.8 万公里。

图 13：2017 年 11 月西藏自治区公路交通情况



资料来源：百度地图

图 14：西藏公路规划“8 条快速路、9 条北南纵线、3 条东西横线和 20 条联络线”



资料来源：《西藏自治区省道网规划（2016—2030 年）》、百度地理吧

“十三五”期间，西藏将积极打造以拉萨为中心的“3 小时综合交通圈”和“2 小时经济圈”力争 2020 年全区公路总里程达到 11 万公里，一级公路超过 1200 公里，二级公路达到 2300 公里。从“十三五”各规划中的公路建设投资情况上看，还有多个重点公路项目在 2017 年开工建设并持续建设到 2021 年。2017 年预计新开工高等级公路 355 公里，新建国道省干线公路 5800 公里，公路通车总里程突破 9 万公里。

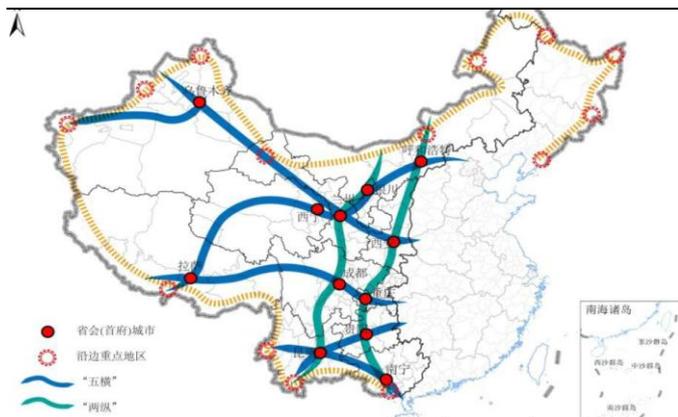
表 6：“十三五”部分重点公路项目梳理

序号	公路路线	总里程（公里）	开工	完工
1	省道 303 线嘉黎县忠玉乡至波密县八盖乡公路	28.0	2016 年 2 月	2016 年 11 月
2	“4·25”灾后 6 个公路恢复重建工程	488.7	2016 年 3 月	--
3	日喀则至日喀则机场（G318 线）	40.4	2016 年 3 月	2017 年 6 月
4	拉萨市西环线（109 国道拉萨市过境段）（PPP）	9.1	2016 年 3 月	2017 年 2 月
5	拉萨市南环线（318 国道拉萨市绕城路）（PPP）	20.5	2016 年 3 月	2017 年 3 月
6	拉林（二期）（国道 318 线）	163.8	2016 年 1 月	2017 年 6 月
7	贡嘎机场-泽当（国道 349 线）	89.9	2016 年 4 月	2018 年 4 月
8	昌都至德格（川藏界）	215.0	2016 年底	2019 年
9	格尔木至拉萨	326.0	2016 年 12 月	2020 年 12 月
10	拉萨至那曲	65.5	2017 年 7 月	2020 年 1 月
11	拉萨至泽当（S5 线）	47.4	2017 年 1 月	2021 年 1 月
12	昌都邦达机场（昌都卡若区-加卡（S6 线）、浪拉山至邦达机场）	98.2	2017 年 6 月	2021 年 7 月
13	新疆民丰-阿里改则	660.0	2017 年初	2021 年初
14	沿边横向大通道(中段)萨嘎县至朗县金东乡（国道 219 线）	1430.6	2017 年 6 月	2021 年 7 月

资料来源：西藏自治区交通厅、中国西藏新闻网、西藏商报、《西藏自治区“十三五”时期国民经济和社会发展规划纲要》、《西部大开发“十三五”规划》、光大证券研究所

- ◆ **铁路投资**：根据规划，西藏将努力扩大铁路网覆盖面，加强对外通道建设，加快形成路网骨架，力争到 2030 年基本实现“两纵两横、五出区、三出境”（两纵，青藏线、玉树昌都线；两横，新藏滇藏线、狮泉河那曲昌都川藏线；五条出区线，新藏、青藏、川藏、滇藏、玉昌；三条出境线，吉隆（樟木）、亚东、普兰干线路网。

图 15：“十三五”西部大开发“五横两纵”空间格局



资料来源：《西部大开发“十三五”规划》

图 16：西藏铁路规划“两横两纵、五出区、三出境”



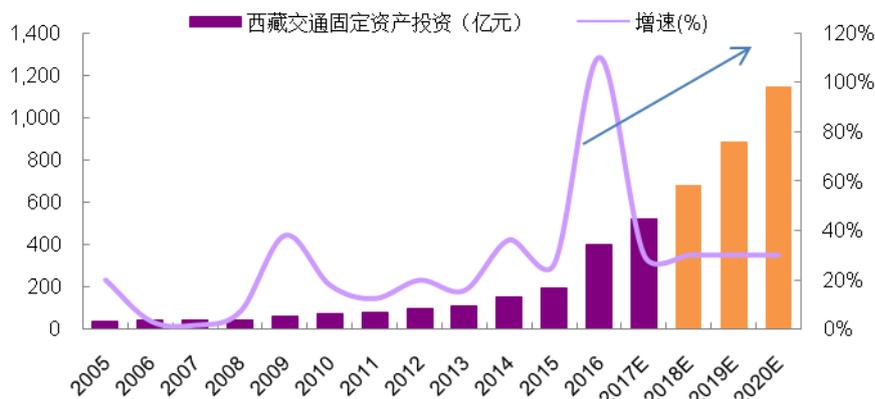
资料来源：中国西藏新闻网、《西藏自治区铁路网‘十二五’及中长期发展规划》、光大证券研究所

未来将新建铁路里程约 2000 公里，铁路建设总投资约 1600 亿元，充分发挥西部大开发“五横两纵”空间格局的作用。重点铁路项目：青藏铁路（格尔木至拉萨段扩能和电气化改造/47 亿元/两年工期）、川藏铁路（拉萨至林芝段 435km/366 亿元/7 年、林芝至昌都段 453-760km/7.5 年）、口岸铁路（日喀则桑珠孜区至吉隆 556km/479 亿元/6 年）、货运专线（拉萨柳梧区至墨竹工卡）、滇藏铁路前期准备。

“十三五”期间投资最大的项目川藏铁路（1738km/2166 亿元/7.5 年），沿线地质条件复杂，穿越横断山脉，八起八伏，累计爬升高度达 14 千米，81% 以上将以隧道和桥梁的方式建设。西藏境内途径昌都、林芝和拉萨。隧道、架桥成本高昂，对应的水泥和钢材需求将大幅增长。目前西藏境内在建拉萨至林芝段。

西藏的交通固定资产投资主要是公路投资（未包含铁路投资），2016 年公路固投 401 亿元，同比增速 110%。16-17 年公路项目集中开工，水泥供不应求。2017 年 1-11 月交通固投累计完成 533.5 亿元，同增 41.1%。预计未来几年西藏自治区的交通固投保持 30% 以上的增速，是拉动西藏水泥需求增长强有力的支撑。

图 17：2005 年至今西藏交通固定资产投资（未含铁路）情况及未来三年的预测



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 2.3、西藏水利改革发展“十三五”，中部东部大型水利项目集中

西藏河流水系发达、湖泊冰川众多。全区多年平均水资源总量 4394 亿立方米，约占全国河川径流量的 16.5%，西藏水资源丰富，但骨干水利工程缺乏。目前仅在雅鲁藏布江支流年楚河、拉萨河、夏布曲建设了满拉、旁多、拉洛具有水资源调蓄功能的大型水利枢纽工程。

图 18：西藏水利改革发展“十三五”规划总体布局



资料来源：《西藏自治区水利改革发展“十三五”规划》

“十三五”期间，西藏出台《西藏自治区水利改革发展“十三五”规划》，大力推动区域水利建设和发展。根据规划将加快城乡供水工程，加强农田水利建设、推进重点水源工程建设、开展重要河湖综合治理、强化水生生态保护与修复、加强水利设施建设等方面，完善的水利基础设施体系。按照“一带三区”，即南部边境带、中部河谷区、东部高山峡谷区和西北部高原脆弱区等四大区域进行水利建设总体布局。

表 7：“十三五”期间西藏重点水利项目（中部和东部）

项目名称	工期	总投资
湘河水利枢纽及配套灌区工程	48 个月	33.5 亿元
宗通卡水利枢纽工程	56 个月	41.8 亿元
帕孜水利枢纽工程	72 个月	32.7 亿元
拉萨市城区防洪续建工程		15.0 亿元
桑德水利枢纽及配套灌区工程	95 个月	86.0 亿元
易贡湖生态修复与综合整治工程	72 个月	99.6 亿元
合计		308.6 亿元

资料来源：《西藏自治区水利改革发展“十三五”规划》

重大大型水利项目主要位于中部“一江五河”（雅鲁藏布江及拉萨河、年楚河、湘河、多雄藏布、夏布曲）和东部“三江”（怒江、澜沧江、金沙江）水源地。小型水利水电设施项目集中于南部，西北部以保护生态为主。

“十三五”期间，西藏将投资 400 亿元新修水利，其中重点水利项目的总投资达到 308.56 亿元。水利工程项目大量使用高标号水泥，而西藏的 6 个重点水利项目集中于中部和东部，预计拉萨、林芝、昌都区域的水泥需求上升。

为实现西藏自治区经济的跨越式发展，自治区在“十三五”期间大力发展基础设施建设，对应水泥需求大幅增长。2017 年自治区发改委预计到“十三五”末，自治区水泥需求将达到 1700 万吨左右。

### 3、未来供给有序释放，优先利好“原生”企业

#### 3.1、供求矛盾突出，外部输入受限

由于西藏的地理位置特殊、生态脆弱等因素制约，区域经济发展缓慢、水泥装备高原出力不足，到目前为止西藏的水泥产能有限。且由于受到国家近年对水泥产业政策对新增产能的严格控制，及行业去产能的大背景下，区域水泥建设投产缓慢。

自治区现有水泥生产线新型干法水泥生产线 7 条、设计熟料产能 450 万吨，设计水泥产能 675 万吨。最新一条生产线于 2017 年投产，为西藏高争第三条生产线西藏藏中建材 4000d/t。

表 8：西藏现有新型干法水泥生产线明细

公司	产能 (吨/日)	设计熟料年产能 (万吨/年)	设计水泥年产能 (万吨/年)	位置	投产年份
西藏高争建材	2000	60	90	拉萨	2005 年
西藏高争建材	2000	60	90	拉萨	2008 年
西藏藏中建材	4000	120	180	拉萨	2017 年
西藏昌都高争建材	2000	60	90	昌都	2015 年
华新水泥（西藏）	1000	30	45	山南	2005 年
华新水泥（西藏）	2000	60	90	山南	2010 年
西藏日喀则高新雪莲	2000	60	90	日喀则	2015 年
合计	15000	450	675		

资料来源：公司公告

规划中新增产能：华新水泥（西藏）的第三条 3000d/t 的生产线目前正在建设中，预计 2018 年投产。西藏昌都高争建材股份有限公司将扩建一条 2000t/d 熟料新型干法水泥生产线项目（跨省产能置换），目前仍在计划中。

图 19：2017 年西藏自治区水泥供给格局



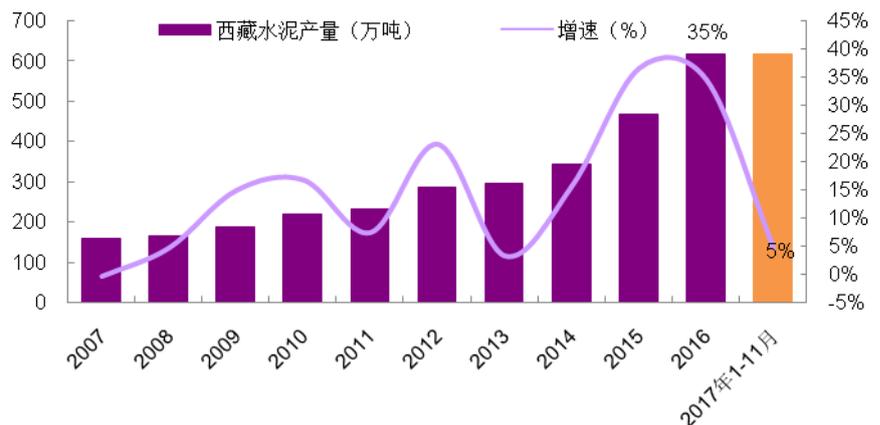
资料来源：西藏自治区国资委、公司公告、光大证券研究所

目前规划内在建、拟建的水泥熟料总产能为 240 万吨，全部建成投产后新增水泥产量约为 360 万吨。规划内水泥项目建成后，全区水泥熟料产能将达到 690 万吨，水泥产能 1035 万吨。且根据 2018 年 1 月 1 日起实施的工信部《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》仅西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。目前政府加快推进各重点水泥项目前期准备工作和水泥产能跨省区置换，确保在“十三五”期间西藏水泥产能接近国资委规定的 1000 万吨的总体目标。

“十三五”期间，由于经济快速发展对水泥需求的不断增加、水泥装备高原出力不足以及水泥产业政策收紧，自治区内出现季节性、阶段性供需矛盾，外购水泥运输成本高，输入受限。当前政策可以概括为保供应、稳价格、尽快开工新生产线。

随着规划中的水泥项目全部投产后，水泥缺口供给仍然较大，部分水泥还需要从周边地区购买。根据西藏自治区发改委估算，按照目前经济发展的速度，预计到“十三五”末，自治区水泥需求将达到 1700 万吨左右，规划和置换产能全部投产后水泥缺口仍有近 700 万吨。

图 20：2007 年至今西藏水泥产量情况



资料来源：数字水泥

2016 年全区水泥产量达 625 万吨，较上年增加 158 万吨，同比增长 34.7%。2017 年 1-11 月自治区水泥累计产量 616.6 万吨，累计同比增长 4.7%。当前自治区除昌都地区外，其他区域水泥产能满负荷运转。

区内现有水泥供给情况就是西藏天路（总产能 66.7%左右）和华新水泥（总产能 33.3%左右）的垄断市场。后期两家公司新增供给有序释放，持续受益于自治区内水泥需求的大幅增长。

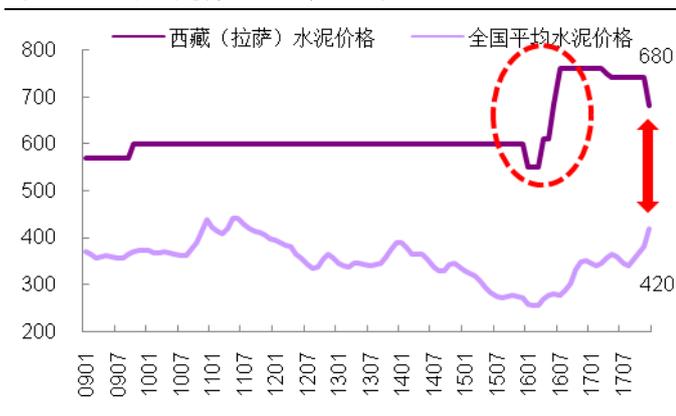
### 3.2、水泥价格高位运行，在位企业充分受益

2016 年西藏续建国道 317 线矮拉山隧道等 31 个重点项目，新开工拉林（二期）、拉萨市过境段南环和西环线、日喀则至日喀则机场、贡嘎机场至

泽当、通麦大桥至嘉黎县忠玉乡等 12 个项目。多个公路项目集中开工，引致水泥需求井喷，同年 6 月，供给不足情况下，价格大幅上升 23%。

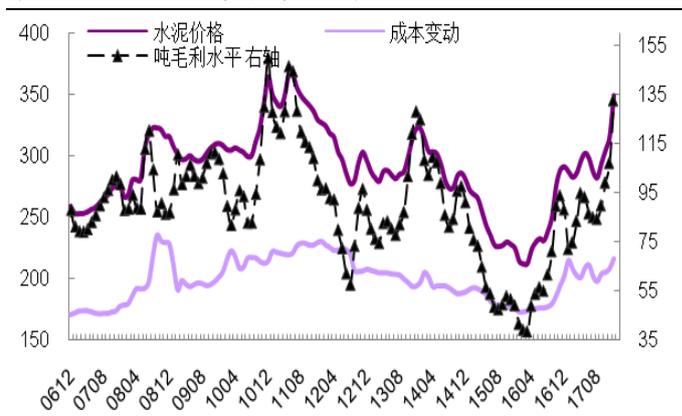
以 2009 年至 2016 年 6 月，西藏拉萨的水泥价格走势与全国水泥价格走势对比可见，西藏地区水泥价格远高于同期全国水泥水泥价格，且历年来价格稳定在 600 元/吨左右。受大力发展基建建设影响，16 年 6 月以来，西藏水泥价格直线拉升后维持稳定，2017 年至今累计涨幅 10.5%。2017 年 12 月拉萨高标水泥价格 680 元/吨，低标水泥价格 600 元/吨；全国高标水泥平均价格 420 元/吨（处于历史高位水平），与西藏拉萨价差 260 元/吨。

图 21：2009 年至今西藏拉萨高标水泥价格与全国平均高标水泥价格走势对比（元/吨）



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

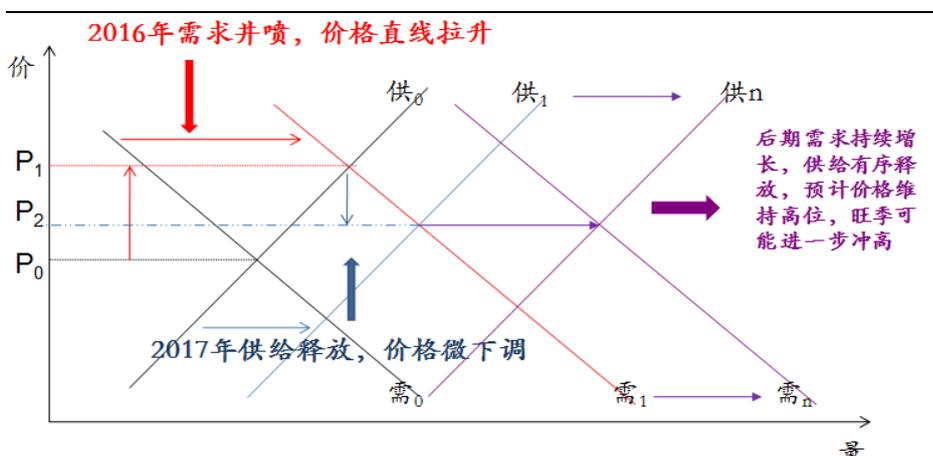
图 22：2009 年至今全国水泥产品单位价格（除税）、成本、吨毛利变动图谱（元/吨）



资料来源：数字水泥、Wind、光大证券研究所

根据测算，当前全国的水泥企业平均成本为 217 元/吨左右，吨毛利 132 元/吨左右，接近历史最高水平。根据西藏天路 2016 年的水泥销售的毛利润率 34.2%，测算公司水泥成本约为 300 元/吨左右，吨毛利 170-200 元/吨左右，远高于全国水泥企业平均水平。

图 23：“十三五”期间西藏水泥供求价格演化



资料来源：光大证券研究所预测

当前水泥缺口供给仍然较大，为满足需求部分水泥从周边地区购买，但区外水泥受制于青藏铁路、公路运力和运输成本限制，输入有限。西藏自治区水泥供不应求，供需矛盾突出，未来两三年里西藏天路和华新水泥两家公司新增供给有序释放，供求保持偏紧格局，区内水泥价格整体将维持高位运行，不排除旺季时价格可能会进一步冲高。

预计未来几年，西藏自治区基础设施建设投资力度加大带动区域水泥需求持续增加，区域水泥供求处于偏紧格局且外部输入有限，水泥价格有望维持高位水平，旺季时价格可能进一步走高。西藏天路新增产能有序释放，水泥销售业务量价齐升，毛利率水平稳步提升，业绩较快增长。

## 4、国企改革进程值得期待

2017年6月13日“央企助力富民兴藏”会议暨战略合作签约仪式举行，自治区人民政府分别与国务院国资委、中央企业、中央金融企业签署战略合作协议。22日，公司收到控股股东天路集团告知函，自治区人民政府与中国电建签署《中国电力建设集团有限公司参与西藏自治区国有企业改革重组战略合作协议》。

表 9：2013 年以来天路集团、西藏天路与中国电建的合作情况梳理

时间	事件
2013 年	西藏自治区国资委与中国电建签署《合作框架协议书》：由中国电建以 <b>人才援助方式</b> 派出管理团队进入天路集团；深入研究 <b>天路集团资产重组的方案和企业发展战略及规划</b> ，推动中国电建与天路集团建立 <b>资产纽带关系</b> 。
2015 年	<b>天路集团</b> 管理体系建立，引进优秀企业的先进经验和管理模式，强力推进 <b>绩效考核、全面预算和项目经营策划“三大体系”建设</b> 。 <b>西藏天路</b> 与中电建集团水电八局联合投标，参与拉洛水库项目的建设。
2016 年	中国电建水电八局联合 <b>西藏天路（10%）</b> 及其他发起人股东，共同注册设立中电建安徽长九新材料股份有限公司，主营非金属矿产品制造及销售。
2017 年	<b>西藏天路</b> 与中国电建组成联合体，中标贵州高速公路 PPP 项目

资料来源：公司公告

中国电建在西藏的能源项目开发和建设上具有优势，天路集团在西藏交通项目开发和建设中具有优势。“十二五”期间，中国电建对天路集团、西藏天路建已有**人才援助、管理体系协助建立和联合投标基建建设项目**等合作。在“十三五”期间，中国电建积极参与西藏能源、交通项目开发和建设，推动国有企业改革和资源整合。本次签约后，双方的合作关系会进一步深化，中国电建与天路集团未来将建立**资本纽带、资源整合、协同发展**，并将延续过去几年的良好态势，为双方在西藏乃至西南地区的建筑工程市场开拓、业务发展与技术进步等方面带来助益。

中国电建集团将发挥央企优势，从业务、管理、产权等不同层面与天路集团开展全面合作、共同发展，未来进展值得期待。

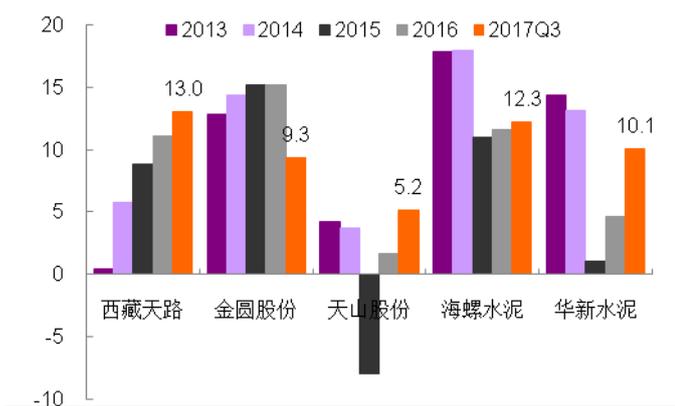
## 5、与可比公司对比，关键假设及盈利预测

### 5.1、西藏天路与可比公司对比

尽管西藏天路自 2012 年起才着重扩展其建材板块，但现在水泥销售业务已经是公司营收和利润的主要来源，所以选取金圆股份、天山股份、海螺水泥和华新水泥 4 家水泥行业的公司，作为西藏天路的可比公司。

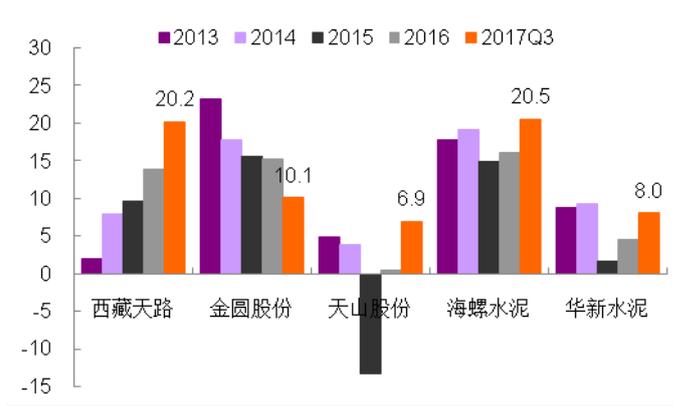
对比西藏天路和可比公司的 ROE 发现：2013-2016 年西藏天路的 ROE 水平逐年抬升，显示其整体盈利能力持续改善。西藏天路 2017 年前三季度的 ROE 为 13%，高于其他 4 家公司 ROE 值，显示出良好的综合盈利能力。金圆股份作为青海省区域性水泥龙头，除 2017 年以外，综合盈利能力持续提升。其他可比公司天山股份、海螺水泥和华新水泥的 ROE 均显示明显的周期波动属性，2015 年为行业低谷，2016 年以来行业景气度回升盈利改善，ROE 逐渐回升。

图 24：西藏天路与可比公司的 ROE 对比 (%)



资料来源：Wind

图 25：西藏天路与可比公司的销售净利率对比 (%)



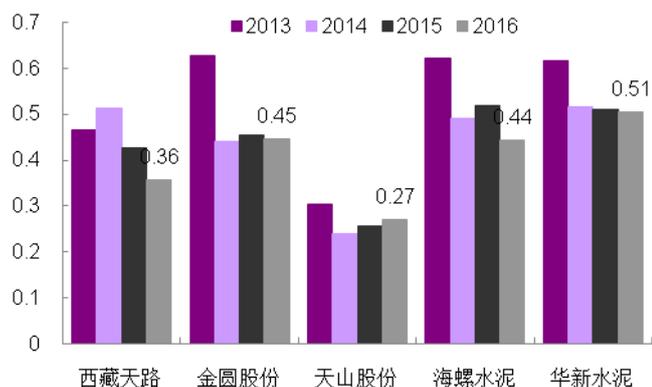
资料来源：Wind

对比西藏天路和可比公司的销售净利率发现：西藏天路的销售净利率逐年提升，主要因为公司建筑板块盈利及能力较差，建材板块持续扩张带来公司整体盈利水平持续改善。西藏天路 2017 年前三季度销售净利率 20.2%，略低于龙头海螺水泥的 20.5%，且公司建材板块占比还在继续提高，未来公司整体销售净利率还将进一步上升。金圆股份作为区域水泥龙头，水泥业务毛利率近三年来稳定在 30% 左右，2017 年由于转型环保致使整体利润率下降。其他可比公司得益于近两年行业景气度回升产品价格快速上涨，带来销售净利率的改善。

对比西藏天路和可比公司的总资产周转率发现：除天山股份外，其他公司的总资产周转率均呈现下降趋势，主要由于 16 年以前，行业景气度下降，致使行业总资产周转率有所下降，2017 年水泥产品价格大幅提升后，目前预测水泥行业总资产周转率水平较 2016 年均有一定的提升。但西藏天路较为特殊，由于公司自 2012 年以来持续投资新增产能致使总资产周转率有所放缓，后期该指标应该逐渐趋于稳定。

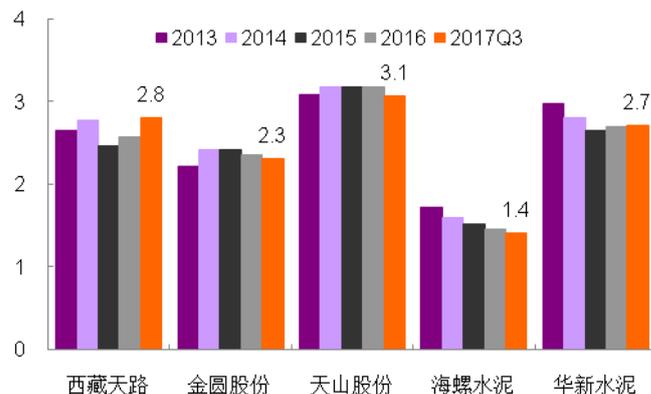
对比西藏天路和可比公司的权益乘数发现：除海螺水泥最低仅 1.4 外，其他公司的权益乘数较为接近，没有明显差别。权益乘数表示企业的负债程度，资产负债率越高，权益乘数就越大，相应的偿债风险也越高。截止 2017 年 Q3，西藏天路的权益乘数为 2.8，近五年数值较为稳定，在可比公司中处于中位数水平。

图 26：西藏天路与可比公司总资产周转率对比



资料来源：Wind

图 27：西藏天路与可比公司权益乘数对比



资料来源：Wind

通过以上分析可以得出，近年来西藏天路 ROE 水平最好，销售净利率水平随着公司建材板块的持续拓展逐年提升，整体的销售净利润还具备一定的提升空间。总资产周转率虽然逐渐降低，是由于持续投资新增产能，后期应该逐渐趋于稳定。公司的权益乘数近年保持基本稳定，表明公司负债率持平，未显著增加新的偿债风险。

## 5.2、关键假设及盈利预测

### 基本假设

1、西藏“十三五”期间将实现跨越式发展，区域固投增速保持 20% 以上，基建投资维持高增长，其中交通固投增速在 30% 以上，带动区域水泥需求大幅增长。

2、17-19 年公司水泥销量增加 30%，30%，10%，价格涨幅 12%，6%，5%。

3、供给有序释放，未来两三年里地区水泥行业供求格局维持偏紧格局，水泥价格将保持高位，水泥销售业务毛利率稳步上升。

4、公司管理费用率与财务费用率保持稳定。

### 盈利预测

表 10: 西藏天路表盈利预测主要指标 (百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
水泥销售收入(包括熟料销售)	868.2	1286.7	1754.3	2554.3	3519.8	4065.4
增速	33.4%	48.2%	36.4%	45.6%	37.8%	15.5%
量				30.0%	30.0%	10.0%
价				12.0%	6.0%	5.0%
成本	550.5	858.1	1154.9	1628.3	2116.9	2370.9
增速	36.6%	55.9%	34.6%	41.0%	30.0%	12.0%
毛利润率	36.6%	33.3%	34.2%	36.3%	39.9%	41.7%
商砼销售收入	77.4	98.4	110.0	135.2	166.3	199.6
增速	2.3%	27.1%	11.7%	23.0%	23.0%	20.0%
成本	76.2	87.0	94.2	113.1	135.7	162.8
增速	16.3%	14.1%	8.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利润率	1.6%	11.6%	14.3%	16.4%	18.4%	18.4%
工程施工收入	459.8	691.9	618.0	494.4	395.5	316.4
增速	-54.3%	50.5%	-10.7%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
成本	410.9	583.9	552.4	436.4	349.1	279.3
增速	-58.6%	42.1%	-5.4%	-21.0%	-20.0%	-20.0%
毛利润率	10.6%	15.6%	10.6%	11.7%	11.7%	11.7%
监理收入	6.5	9.0	16.1	32.2	57.9	86.9
增速	-19.9%	37.9%	78.7%	100.0%	80.0%	50.0%
成本	3.3	2.7	10.6	20.6	37.1	55.6
增速	-32.0%	-17.6%	285.2%	95.0%	80.0%	50.0%
毛利润率	49.1%	69.6%	34.4%	36.0%	36.0%	36.0%
其他收入	4.0	1.0	2.9	3.8	4.9	5.9
增速	-1.1%	-74.6%	189.5%	30.0%	30.0%	20.0%
成本	1.0	0.8	0.2	0.3	0.3	0.4
增速	103.9%	-17.7%	-74.8%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利润率	74.5%	17.6%	92.8%	93.4%	93.9%	93.9%
主营业务收入	1415.8	2087.0	2501.3	3219.9	4144.5	4674.1
收入增速	-18.9%	47.4%	19.9%	28.7%	28.7%	12.8%
成本	1042.0	1532.5	1812.2	2198.6	2639.0	2868.9
毛利润率	26.4%	26.6%	27.6%	31.7%	36.3%	38.6%

资料来源: 光大证券研究所

预计公司 2017-2019 年的营业收入增长率为 28.7%、28.7%、12.8%，综合毛利率为 31.1%、36.3%、38.6%；归母净利润 4.4、6.9、8.6 亿元，复合增速 50.4%，对应 EPS 为 0.51、0.80、0.99 元。

## 6、估值水平与投资评级

### 6.1、相对估值

西藏天路之外，A股水泥行业主要的上市公司还包括海螺水泥、金隅股份、冀东水泥、华新水泥、天山股份、塔牌集团、祁连山、金圆股份。以当前估值水平对比，西藏天路股价对应2018年PE水平为12.8倍，可比公司的PE平均水平为14.8倍；西藏天路股份PB值为3.4倍，可比公司PB平均水平为2.3倍。

表 11：西藏天路及可比公司估值对比（2018 年 1 月 9 日收盘）

证券简称	总市值 (亿元)	PE (X)			EPS (元)			PB (X)	净利润 3 年 复合增速	EV/EBITDA
		16A	17E	18E	16A	17E	18E			
海螺水泥	1776.6	20.6	12.1	10.8	1.6	2.8	3.1	2.1	-3.0	11.0
金隅股份	583.2	24.1	18.1	14.8	0.3	0.3	0.4	1.4	-5.8	23.9
华新水泥	191.1	50.3	14.0	12.7	0.3	1.1	1.2	2.1	-27.4	9.5
塔牌集团	148.6	32.7	21.6	18.8	0.5	0.6	0.7	1.9	4.3	12.8
金圆股份	121.1	39.6	31.1	20.7	0.5	0.5	0.8	3.7	29.4	20.6
天山股份	117.4	117.6	27.0	18.8	0.1	0.4	0.6	1.9	-29.3	13.9
祁连山	90.5	54.3	14.6	12.0	0.2	0.8	1.0	1.7	-29.6	10.4
中位值	134.8	36.2	16.4	13.8	0.4	0.7	0.9	2.0	-4.4	13.4
平均值	389.8	44.9	18.9	14.8	0.5	0.9	1.1	2.3	26.5	15.3
<b>西藏天路</b>	<b>89.7</b>	<b>35.0</b>	<b>20.0</b>	<b>12.8</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>3.4</b>	<b>273.1</b>	<b>20.4</b>

资料来源：Wind

注：除西藏天路外，对于上表中公司的EPS预测和PE均采用Wind一致预期，以反映市场对于公司盈利状况的预测。

从相对估值来看，西藏天路估值水平略低于可比公司平均水平。但公司具有较强的盈利能力，且预计未来营收和业绩保持快速增长。可比公司中金圆股份和天山股份所处区域情况与西藏天路类似，为区域投资力度加大预期水泥需求大幅增长。综合考虑其自身盈利能力及同行业可比公司估值水平，给予公司18年15倍PE水平。

### 6.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：“十三五”之后公司进入稳定发展阶段，故假设长期增长率为2%；
- 2、β值选取：采用申万行业分类-水泥制造β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为9.55%。

我们给出FCFF估值方法得出的结果如下：

表 12: 关键性假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta$ (levered)	0.99
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	10.80%
税率	9.55%
Kd	3.69%
Ve	10,613.0
Vd	1,671.8
目标资本结构	13.61%
WACC	9.83%

资料来源: 光大证券研究所

表 13: FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2,105.36	16.24%
第二阶段	5,346.20	41.23%
第三阶段 (终值)	5,514.24	42.53%
企业价值 AEV	12,965.79	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1,312.67	10.12%
减: 少数股东权益 (市值)	1,751.47	-13.51%
减: 债务价值	1,671.81	-12.89%
总股本价值	10,855.19	83.72%
股本 (百万股)	865.38	-
每股价值 (元)	12.54	-
PE (隐含)	24.46	-
PE (动态)	19.97	-

资料来源: 光大证券研究所

表 14: 敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.83%	13.73	14.24	14.84	15.52	16.33
9.33%	12.69	13.12	13.61	14.18	14.83
9.83%	11.77	12.13	12.54	13.01	13.55
10.33%	10.94	11.25	11.60	11.99	12.44
10.83%	10.21	10.47	10.77	11.10	11.47

资料来源: 光大证券研究所

表 15: 估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	13	10	—	16	贴现率 $\pm$ 1%, 长期增长率 $\pm$ 1%
APV	12	10	—	16	贴现率 $\pm$ 1%, 长期增长率 $\pm$ 1%
AE	11	10	—	13	贴现率 $\pm$ 1%, 长期增长率 $\pm$ 1%

资料来源: 光大证券研究所

根据上表为使用 FCFF、APV、AE、EVA 等方法对公司进行绝对估值的结果，各种方法给出的估值结果介于 11--13 元之间。

### 6.3、估值结论与投资评级

“十三五”期间，西藏经济将实现跨越式发展，区域基建投资增速持续高增长，预计水泥需求较快增长，供给有序释放，未来两三年里地区水泥行业供求格局维持偏紧格局，水泥价格将保持高位。西藏天路水泥吨毛利将维持高位，水泥销售将稳步增长，业绩将持续增厚。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.51、0.80、0.99 元，复合增速 50.4%，给予目标价 12.0 元，对应 2018 年 15 倍 PE 水平，首次覆盖，“买入”评级。

### 6.4、股价驱动因素

**长期催化因素：**西藏“十三五”基建投资持续高增长，区域水泥需求大幅增长。区域水泥供求格局维持偏紧格局，价格将保持高位稳定。未来公司新增产能持续投产，业绩增速较快。

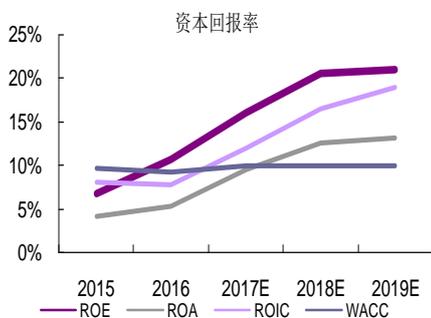
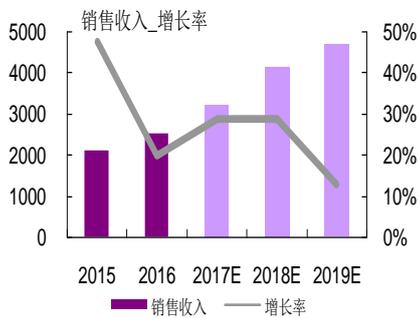
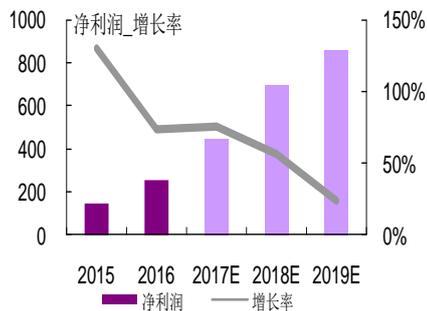
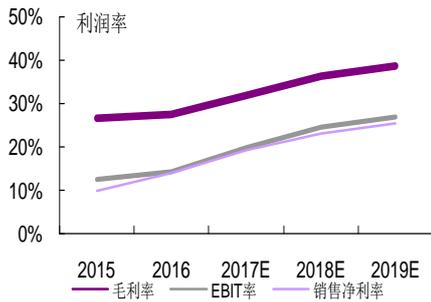
**短期催化因素：**西藏投资主题持续升温、区域重大项目投资计划启动。

## 7、风险分析

**区域基础设施建设投资增速不及预期致使水泥需求增速不及预期风险：**西藏基础建设投资增速主要受政策和区域基础设施建设项目规划及落地影响，投资增速不及预期将无法拉动水泥需求增长，西藏天路的水泥销售业务依赖于区域水泥需求，需求不及预期将致使公司营收增速不及预期。

**水泥价格下跌风险：**水泥工业投资主要受国家相关政策影响，如果政策不限制水泥生产线项目投资建设，供给快速释放，供求偏紧格局被打破，水泥价格将无法维持高位风险；或水泥需求不及预期，造成供求偏紧格局被打破，水泥价格下跌风险。水泥价格下跌将导致公司毛利率下行。

**原材料成本上涨风险：**水泥的生产成本主要由煤炭、电、石灰石等原材料构成。其中煤和电成本占比较大，通常占总成本 60% 以上，人工和折旧成本占比达 20% 以上，石灰石等原材料占比最小，仅为 15% 左右。煤和原材料价格上升，将导致公司成本上升，毛利率下降。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,087	2,501	3,220	4,144	4,674
营业成本	1,533	1,812	2,199	2,639	2,869
折旧和摊销	118	135	228	253	275
营业税费	42	31	42	54	61
销售费用	17	19	24	31	35
管理费用	225	285	306	394	444
财务费用	42	42	48	62	70
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	18	63	82	99	118
营业利润	234	376	670	1,051	1,303
利润总额	230	385	675	1,056	1,308
少数股东损益	55	95	167	261	323
归属母公司净利润	146.27	253.09	443.84	694.32	860.19

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	4,965	6,751	6,516	7,682	9,072
流动资产	3,057	3,799	3,441	4,543	5,902
货币资金	1,463	1,560	644	993	1,927
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	536	432	561	722	814
应收票据	62	97	125	161	181
其他应收款	335	363	467	601	678
存货	436	513	614	738	802
可供出售投资	62	156	200	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	106	163	163	163	163
固定资产	1,495	1,445	1,688	1,874	1,996
无形资产	149	292	278	264	251
总负债	2,343	3,638	2,846	3,148	3,498
无息负债	917	1,214	1,318	1,550	1,699
有息负债	1,425	2,424	1,528	1,599	1,799
股东权益	2,622	3,113	3,670	4,534	5,574
股本	666	666	865	865	865
公积金	1,078	1,094	938	1,008	1,094
未分配利润	429	625	971	1,505	2,135
少数股东权益	448	725	891	1,152	1,476

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	203	472	337	624	1,125
净利润	146	253	444	694	860
折旧摊销	118	135	228	253	275
净营运资金增加	515	435	604	716	386
其他	-576	-350	-939	-1,040	-397
投资活动产生现金流	-433	-1,465	-262	-201	-182
净资本支出	-296	-819	-300	-300	-300
长期投资变化	106	163	0	0	0
其他资产变化	-243	-808	38	99	118
融资活动现金流	1,431	1,088	-990	-73	-8
股本变化	118	0	200	0	0
债务净变化	552	998	-896	71	200
无息负债变化	54	297	104	232	150
净现金流	1,201	96	-916	349	935

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	47.40%	19.85%	28.73%	28.72%	12.78%
净利润增长率	129.60%	73.03%	75.37%	56.43%	23.89%
EBITDA/EBITDA 增长率	49.91%	29.56%	76.69%	46.71%	20.79%
EBIT/EBIT 增长率	51.32%	36.68%	79.67%	59.48%	23.70%
<b>估值指标</b>					
PE	61	35	20	13	10
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	21	19	14	10	8
EV/EBIT	31	26	19	12	10
EV/NOPLAT	35	29	21	13	11
EV/Sales	4	4	4	3	3
EV/IC	3	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	26.57%	27.55%	31.72%	36.33%	38.62%
EBITDA 率	18.08%	19.55%	26.83%	30.58%	32.75%
EBIT 率	12.42%	14.16%	19.76%	24.49%	26.86%
税前净利润率	11.02%	15.39%	20.97%	25.48%	27.99%
税后净利润率 (归属母公司)	7.01%	10.12%	13.78%	16.75%	18.40%
ROA	4.05%	5.16%	9.37%	12.44%	13.05%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.73%	10.60%	15.97%	20.53%	20.99%
经营性 ROIC	8.00%	7.70%	11.90%	16.37%	18.87%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.56	1.57	2.42	3.00	3.55
速动比率	1.33	1.36	1.99	2.51	3.07
归属母公司权益/有息债务	1.53	0.99	1.82	2.12	2.28
有形资产/有息债务	3.36	2.65	4.07	4.62	4.89
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.17	0.29	0.51	0.80	0.99
每股红利	0.04	0.06	0.11	0.17	0.21
每股经营现金流	0.23	0.55	0.39	0.72	1.30
每股自由现金流(FCFF)	-0.53	-0.92	-0.10	0.19	0.85
每股净资产	2.51	2.76	3.21	3.91	4.74
每股销售收入	2.41	2.89	3.72	4.79	5.40

资料来源：光大证券、上市公司

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大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。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
国际业务	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
徐又丰		021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
陈樑		021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部		谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		