

西藏天路股份有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100358】

评级对象: 西藏天路股份有限公司及其发行的公开发行债券

	天路转债	21 西藏天路 MTN001	21 天路 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2022 年 6 月 17 日	AA/稳定/AA/2022 年 6 月 17 日	AA/稳定/AA/2022 年 6 月 17 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2021 年 6 月 8 日	AA/稳定/AA/2021 年 6 月 8 日	-
首次评级:	AA/稳定/AA/2018 年 12 月 28 日	AA/稳定/AA/2020 年 12 月 31 日	AA/稳定/AA/2021 年 7 月 20 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	10.30	7.66	22.28	19.13
刚性债务	27.12	25.93	33.69	34.83
所有者权益	26.24	30.54	32.40	32.11
经营性现金净流入量	1.47	-2.40	2.43	-1.95
合并口径数据及指标:				
总资产	114.63	124.85	141.52	136.41
总负债	59.17	59.14	75.65	71.23
刚性债务	39.38	39.12	51.05	51.60
所有者权益	55.46	65.71	65.87	65.18
营业收入	56.21	70.77	57.77	6.94
净利润	8.33	7.99	1.00	-0.70
经营性现金净流入量	7.06	5.96	-0.16	-1.62
EBITDA	12.52	12.89	5.26	-
资产负债率[%]	51.62	47.37	53.46	52.22
权益资本与刚性债务 比率[%]	140.82	167.96	129.03	126.31
流动比率[%]	162.28	186.47	195.71	200.84
现金比率[%]	89.84	67.51	95.43	93.31
利息保障倍数[倍]	10.49	6.80	1.73	-
净资产收益率[%]	16.92	13.20	1.53	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	20.63	15.15	-0.40	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-6.94	-18.88	7.80	-
EBITDA/利息支出[倍]	12.63	8.31	3.36	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.33	0.12	-

注: 根据西藏天路经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com
覃斌 qb@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对西藏天路股份有限公司(简称“西藏天路”、发行人、该公司或公司)及其发行的天路转债、21 西藏天路 MTN001 与 21 天路 01(简称“上述债券”)的跟踪评级反映了 2021 年以来西藏天路在区域市场地位、政策支持和融资渠道方面保持优势,同时也反映了公司在建筑业务拓展、业务结算及回款、PPP 项目资本金沉淀及投资回收方面继续面临风险和压力,在市场竞争及盈利能力、燃料保供及成本转移方面的风险或压力有所加大。

主要优势:

- **水泥业务的区域行业地位较高。**跟踪期内,西藏天路仍系西藏自治区最大的水泥生产企业,具有一定的规模优势。公司深耕西藏自治区多年,品牌认可度较高。
- **政策支持。**跟踪期内,西藏天路能够持续享受低所得税及低息贷款等优惠政策,为其业务的开展提供有利条件。
- **外部融资渠道较通畅。**西藏天路股东背景较强,与银行等金融机构保持良好的合作关系,当前可用授信较为充足。同时,公司股权融资渠道亦畅通,再融资能力较强。

主要风险:

- **建材业务盈利能力明显下降。**2020 年下半年以来西藏自治区多条水泥熟料生产线投产,跟踪期内市场竞争加剧,西藏天路水泥销售量价齐跌,业务盈利能力显著下滑。
- **煤炭保供风险及成本转移压力。**西藏自治区煤炭资源匮乏,高度依赖区外供应,运输距离远,保供能力较差。跟踪期内煤炭价格走高,西藏天路成本转移压力有所加大。

- **区内建筑业务拓展压力较大。**西藏地区建筑市场竞争激烈，受业务资质等条件限制，西藏天路工程项目承接难度较大。
- **业务结算及回款风险。**主要因建筑及商砼业务的开展，西藏天路合同资产及应收账款有所增加，关注结算及回款风险。
- **PPP 项目风险。**西藏天路陆续投资参与多个西藏自治区外的 PPP 项目，项目所在区域经济发展水平及财力基础一般，公司面临一定的资本金沉淀及投资回收风险。

➤ 未来展望

通过对西藏天路及其发行的上述债券主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



西藏天路股份有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年西藏天路股份有限公司可转换公司债券、西藏天路股份有限公司 2021 年度第一期中期票据与 2021 年西藏天路股份有限公司公开发行公司债券(第一期)(面向专业投资者)（分别简称天路转债、21 西藏天路 MTN001 和 21 天路 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据西藏天路提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对西藏天路的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）《关于核准西藏天路股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2019]1574 号）核准，该公司于 2019 年 10 月 28 日发行了天路转债，发行金额为 10.87 亿元，期限为 6 年；转股期间为 2020 年 5 月 2 日至 2025 年 10 月 27 日，转股初始价格为 7.24 元/股。截至 2022 年 3 月末，累计有 3.81 亿元天路转债转股，转股数量为 5,314.97 万股，待偿还本金余额为 7.06 亿元。如图表 1 所示，天路转债所募集资金拟用于 3 个项目建设、重庆重交再生资源开发股份有限公司（简称“重交再生”）的收购及增资以及补充流动资金，截至 2021 年末上述 3 个项目均已完工，重交再生收购及增资事项已完成，所募集资金中 2.71 亿元已用于补充流动资金。

图表 1. 截至 2021 年末天路转债募集资金使用情况（单位：亿元）

募集资金用途	拟使用募集资金	已累计投入募集资金额
昌都新建 2,000t/d 熟料新型干法水生产线（二期）项目（简称“昌都二期项目”）	3.79	3.80
林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站项目（简称“林芝粉磨站项目”）	1.52	1.52
日喀则年产 60 万立方米商品混凝土扩建环保改造项目（简称“日喀则商品混凝土扩建环保改造项目”）	0.37	0.37
重交再生股份收购及增资项目	2.19	2.19
补充流动资金	3.01	2.71
合计	10.87	10.58

资料来源：《华融证券股份有限公司关于西藏天路股份有限公司 2021 年度募集资金存放与使用情况的专项核查报告》

该公司于 2020 年 4 月成功注册 12 亿元中票发行额度（中市协注[2020]MTN449 号）。并于次年 3 月额度内发行了 21 西藏天路 MTN001，发行金额为 3 亿元，期限为 2+1 年，所募资金用于偿还到期债务和补充流动资金。

该公司于 2021 年 6 月收到证监会《关于同意西藏天路股份有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可[2021]2195 号），同意公司面向专业投资者公开发行面值总额不超过人民币 15 亿元的公司债券。公司于

当年7月发行了21天路01，发行金额为5亿元，期限为5年，附第2年末、第4年末投资者回售选择权和发行人调整票面利率选择权。

截至2022年3月末，该公司存续债券待偿还本金余额合计15.06亿元。

图表2. 公司存续债务融资工具概况（单位：亿元）

债项名称	发行金额	待偿还本金余额	期限	发行/当前利率 (%)	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
21天路01	5.00	5.00	2+2+1年	5.15	2021-07-29	2026-07-29	15亿元/2021年6月	未到付息日
21西藏天路MTN001	3.00	3.00	2+1年	6.30	2021-03-17	2024-03-17	12亿元/2020年4月	付息正常
天路转债	10.87	7.06	6年	0.40/0.60	2019-10-28	2025-10-28	10.87亿元/2019年8月	付息正常

资料来源：Wind（截至2022年3月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成

本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

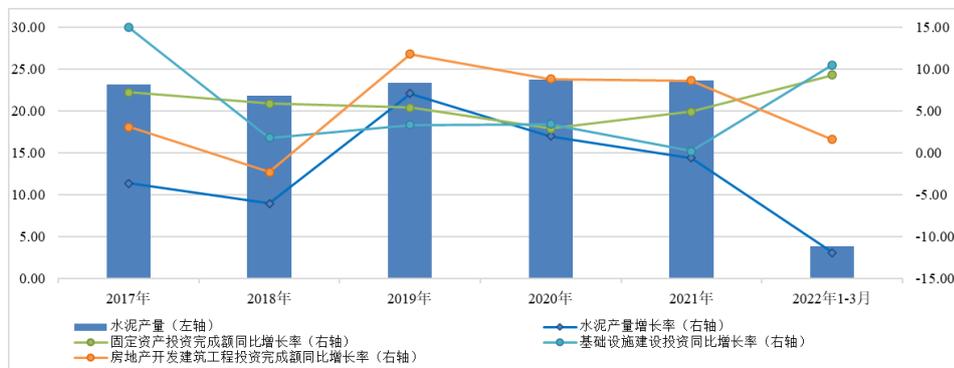
(2) 行业因素

2021年我国房地产建筑工程投资保持较高水平增长，对水泥需求形成支撑。水泥行业仍存在产能过剩问题，供求关系的改善仍主要依赖于错峰生产政策的有力执行。当年全国水泥均价前低后高，后期主要受能耗双控限产影响，价格大幅上涨并创历史新高；煤炭价格重心较上年显著上移，当年前期水泥企业成本转移压力加大，后期得益于水泥价格大幅上涨，产品利润空间走阔，但限产影响下产销放量有限，行业全年利润规模同比有所缩减。

A. 行业概况

水泥广泛应用于土木建筑、水利、国防等工程，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。近年来我国固定资产投资增速整体呈放趋缓，2019-2021年分别为5.40%、2.90%和4.90%，其中2020年受新冠疫情影响增速下滑较大，2021年恢复性增长。同期，基础设施建设投资增速分别为3.33%、3.41%和0.21%，2021年投资情况弱于预期。房地产开发投资中拿地投资对水泥需求的拉动作用相对滞后，安装工程和设备工具购置投资对水泥需求无实际拉动作用，而其中的建筑工程投资额能够作为水泥即期需求释放的判断依据，2019-2021年建筑工程投资保持较高水平增长，增速分别为11.78%、8.85%和8.86%，对水泥需求形成较强支撑。2022年第一季度，我国固定资产投资完成额、基础设施固定资产投资完成额及房地产开发中建筑工程投资额同比分别同比增长9.30%、10.48%和1.60%。

图表 3. 我国水泥产量、固定资产投资完成额及房地产建筑工程投资情况



资料来源：Wind

注：左轴单位为亿吨，右轴单位为%。

我国水泥行业长期以来面临产能过剩的问题，近年来主要受益于错峰生产政策的有力落实，水泥供求关系得到显著改善。我国自2016年起严禁新增水泥熟料产能备案，政策规定新建生产线需实施产能置换。2019-2021年我国公告的产能置换项目水泥熟料设计年产能分别为3,272.98万吨、7,027.51万吨和3,995.9万吨¹；同期新点火产能置换项目熟料产能分别为2,372万吨、3,763.4万吨和3,183.7万吨。尽管相关产能置换政策得到优化，但近年来已有较多项目涉及使用已关停或拆除的产能进行置换，投产后使原本已不产生实际供给的产能被激活，造成行业实际产能增加。严控备案新增产能情况下，产能指标已成为一种战略资源，企业主动淘汰产能的意愿不强，近年来我国产能出清效果欠佳，产能过剩情况并未得到实际性改善。我国水泥行业自2014年以来持续实施错峰生产，通过“减产量”的方式改善供需关系，近年来错峰生产执行情况较为稳定。2019-2021年全国水泥产量分别为23.30亿吨、23.77亿吨和23.63亿吨，其中2021年主要因行业传统旺季时期我国多地区实施能耗双控，水泥企业限电限产，以致水泥产量同比减少0.59%。

水泥行业资源与能源消耗量大。石灰质原料（主要为石灰石）为水泥生产

¹ 2019年数据由新世纪评级根据各省/自治区/直辖市工信部门产能置换公告整理，2020-2021年数据来源于中国水泥网。年产能根据生产线日产能规模和年产310天折算。

中最主要的原材料，虽然行业内企业熟料生产线多配有石灰石矿山，供给保障程度高，但配备矿山石灰石品位、开采及运输方式、运输距离等会产生一定的成本差异。近年来，因矿山治理政策趋严，使得石灰石开采及环保治理成本有所上升。煤炭和电力是水泥熟料生产过程中所需主要燃料和能源，煤、电成本平均占总生产成本的比重超过 50%。水泥企业煤炭采购价格一般随行就市，但具有规模优势的企业可凭借集中采购及长期供需关系而获得一定程度的优惠。价格方面，以百川盈孚秦皇岛热值 5,500kcal 动力煤市场价为例，2019 年煤炭价格相对平稳，中枢在 590 元/吨左右；2020 年煤炭价格呈前降后升走势，5 月起随着下游行业需求释放价格逐步上涨，年末受煤矿安检供应偏紧及采暖季用煤需求增加影响，价格大幅走高，年末价格达到 830 元/吨，全年价格中枢较上年基本持平；2021 年煤炭价格波动巨大，春节期间价格最低跌至 570 元/吨左右，3 月起供应增量有限加之下游需求走强，价格快速上涨，9 月下旬起因供需失衡价格最高飙升至 2,600 元/吨，10 月下旬得益于国家煤炭保供稳价，煤炭价格快速回落，年末价格降至 800 元/吨左右；2022 年第一季度煤炭价格反弹力度较大，3 月末突破 1,600 元/吨；4 月中上旬价格快速回落，最低跌至 1,100 元/吨左右，随后稳定在 1,200 元/吨左右。总体看，水泥企业面临的煤炭价格波动风险显著加大。电力方面，大多数水泥生产企业熟料生产线已配套余热发电设备，可以满足部分电力自给，一定程度上降低了生产成本对外购电价格波动的敏感性。2021 年 10 月国家发展改革委印发了《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，且高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，并将工商业目录销售电价取消，商业用户全部进入电力市场，按照市场价格购电。作为高能耗行业，市场化价格机制下，水泥企业购电成本或将上升。

图表 4. 秦皇岛港热值 5,500kcal 动力煤市场价走势（单位：元/吨）

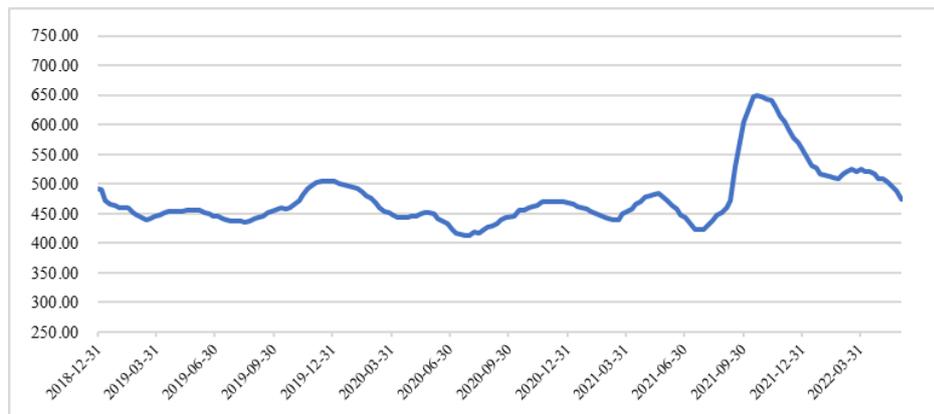


资料来源：百川盈孚

得益于错峰生产的有效执行，2019 年以来水泥价格整体维持在历史高位。水泥需求淡旺季明显，故价格变化也呈现较为明显的季节性特征。根据 Wind 数据，以 42.5 标号普通硅酸盐散装水泥全国平均价为例，2021 年初水泥价格为 468 元/吨，传统淡季期间价格下行，3 月中旬价格降至 440 元/吨左右，随

后至5月中旬价格开始反弹回升，最高升至480元/吨左右；6月起受梅雨及高温期下游施工进度放缓影响，价格再次回落，7月中下旬最低降至420元/吨左右，8月价格企稳回升；9月受能耗双控减产影响，价格大幅上调，10月中下旬价格最高升至650元/吨左右，创下历史新高，11月起北方地区入冬，水泥需求缩减，叠加煤炭价格大幅回落，成本支撑力明显减弱，水泥价格理性回落，年末降至560元/吨左右。2022年淡季期间水泥价格延续上年末下行走势，2月中旬价格最低回落至510元/吨，3月价格小幅回升至525元/吨左右，4月以来主要受华东地区新冠疫情影响，价格再次回落。

图表 5. PO42.5 散装水泥全国平均价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

行业收入和利润方面，根据工信部数据显示 2019-2021 年水泥行业分别实现收入 1.01 万亿元、1.00 万亿元和 1.08 万亿元；利润总额分别为 1,867 亿元、1,833 亿元和 1,694 亿元。2021 年主要得益于水泥价格中枢上移，收入同比增长 7.97%。由于 2021 年前三季度煤炭价格上涨过快，成本转移不充分，行业企业效益普遍下滑，第四季度水泥价格调整跟进较为迅速，产品利润空间加大，行业效益有所好转，但受能耗双控停限产、错峰生产陆续开展、北方地区入冬需求走弱等因素影响，产销放量有限，行业全年利润总额同比减少 7.58%。

B. 政策环境

近年来我国政府部门出台的水泥行业相关政策主要围绕严控新增产能、实施错峰生产、落实大气污染防治、规范产能置换行为等。其中 2021 年出台的重要政策主要系工信部于 7 月发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（工信部原[2021]80 号，简称《办法》）。《办法》将能够用于置换的产能进一步限制于合规、非淘汰、生产及排污许可齐备、未违反错峰生产规定且 2013 年以来未连续停产两年及以上的生产线；进一步提高对环境敏感及非敏感地区产能置换项目置换比例的要求；通过设置较高的置换比例，约束使用国家产业结构调整目录限制类生产线作为置换指标及跨省置换行为。

图表 6. 近年来水泥行业重要政策梳理

颁布部门	出台时间	政策发文标题/文件名	主要内容	主要影响
国务院	2013 年	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	严禁新增产能项目，分类妥善处理在建违规项目；清理整顿违规产能，加强规范和准入	提出了化解产能过剩遏制产能扩张的

颁布部门	出台时间	政策发文标题/文件名	主要内容	主要影响
		见》	管理；淘汰落后产能，引导产能有序退出等。	总体要求。
工信部	2016年	《工业和信息化部关于印发建材工业发展规划（2016—2020年）的通知》	提出压减水泥等传统建材行业严重过剩产能专项行动等。	严控新增产能、淘汰落后产能、促进行业兼并重组提升产业集中度、推行错峰生产等。
工信部、环保部	2016年	《工业和信息化部、环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等15个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。其中，承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。	主管部门明确北方地区15省/区/市采暖季期间水泥错峰生产时间安排。
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2017年	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市建材行业全面实施冬季错峰。	错峰范围更大、时间更长、执行力度有望更大；考虑停窑时间延长及去年实际执行率，本轮错峰生产预计或带来区域熟料缺口800-1200万吨。
工信部	2018年	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目，确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案。位于国家规定的环境敏感区的新建项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于非环境敏感区的新建项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。	减量置换力度加大，用于置换的产能限定更加严格，产能置换方案审核将简化。
国务院	2018年	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	开展大气污染防治行动，调整优化产业结构、能源结构、运输结构和用地结构，强化区域联防联控，狠抓秋冬季污染治理，坚决打赢蓝天保卫战，实现环境效益、经济效益和社会效益多赢。	奠定环保治理基调。加快推进城市建成区水泥等重污染企业搬迁改造或关闭退出；严控水泥等“两高”行业产能。
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2017-2020年	地区秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案相关文件	针对大气污染治理各项重点工作制定完成方案及空气质量改善目标等。	确定水泥等“两高”行业产能控制、错峰生产及环保限产采取具体措施。
工信部	2021年	《工业和信息化部关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	在2018年产能置换实施办法的基础上修订。提高置换比例：环境敏感区置换比例不低于2:1，非重点防治区置换比例不低于1.5:1。用于置换的产能进一步限制于合规、非淘汰、生产及排污许可齐备、未违反错峰生产规定且2013年以来未连续停产两年及以上的生产线。国家产业结构调整目录限制类生产线作为置换指标及跨省置换水泥指标，置换比例不低于2:1。	进一步提高减量置换要求；可用置换指标范围明确化，严格化。有利于规范置换行为，防范僵尸产能复活，维护行业整治成果。

资料来源：新世纪评级整理。

C. 竞争格局/态势

水泥产品销售半径约束较大，产品同质性较高，行业竞争呈现较为明显的区域性特征，核心竞争力主要体现于规模因素。规模的提升有利于企业获得较高的区域市场的占有率和定价主动性。供给侧改革背景下兼并重组是水泥企业扩张的核心手段。近年来，我国水泥龙头企业持续推进产能整合，竞争地位得

到巩固，行业整体呈现强者恒强的格局。另外，行业企业还通过相互参股、委托经营和资产交换等方式进行市场整合，区域市场自律协同意愿增强。但需要关注的是，近年来行业内存在非在役产能用于置换的情况，且跨省置换使得部分省份净置入产能增加，已对部分区域供应格局产生较大影响。

在国内水泥产能过剩背景下，海外投资成为企业业务拓展的方向之一。海螺水泥、华新水泥、红狮水泥等大型水泥生产企业持续实施水泥熟料海外布局，其生产线主要布局在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝、塔吉克斯坦等“一带一路”沿线国家。

图表 7. 行业部分企业基本数据概览（单位：万吨、亿元、%）

企业名称	核心经营指标				核心财务指标			
	熟料年产能	水泥销量	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性现金流净额
安徽海螺水泥股份有限公司	22,933.80	40,900.00	1,679.53	29.63	2,305.15	16.78	341.66	339.01
唐山冀东水泥股份有限公司	7,529.90	8,989.00	363.38	26.89	603.30	44.01	41.82	62.11
华新水泥股份有限公司	7,171.90	7,014.00	324.64	34.10	525.50	44.10	58.05	75.95
华润水泥控股有限公司	6,500.70	8,134.90	439.63	32.12	647.12	29.70	77.25	49.34
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	2,139.00	2,280.40	76.73	27.61	115.91	21.95	10.28	14.47
西藏天路股份有限公司	325.00	439.32	57.77	16.16	141.52	53.46	1.00	-0.16

资料来源：中国水泥网、Wind、公开资料，新世纪评级整理。

注：1) 上表数据系 2021 年（末）数据；2) 计量货币均为人民币；3) 部分熟料产能数据根据中国水泥网披露数填列，口径与上述企业披露口径或存在差异；4) 海螺水泥水泥产量以其自产水泥及熟料合计净销量填列。

D. 风险关注

行业产能出清缓慢，供需矛盾的改善仍主要依赖错峰生产的执行。水泥行业严禁新增产能政策延续，产能增量虽得到有效控制，但近年来产能出清效果欠佳，行业目前仍面临产能过剩问题，主要依靠错峰生产和环保限产，通过“减产量”的方式改善供需关系。后续需持续关注限产政策的持续性及落实情况。

产能置换激活无效产能，跨省置换使得部分区域竞争压力有所加大。2018 年以来已有许多产能置换项目涉及使用已关停或拆除的产能，相关置换项目投产后原本已不产生实际供给的产能被激活，造成行业实际产能的增加。另外，跨省置换的实施影响了各省份产能退出和置入的相对平衡关系，产能净置入地区竞争压力有所加大。

环保压力有所加大。水泥行业属于高耗能、高污染行业。近年来，我国持续开展北方地区“2+26”城市秋冬季大气污染综合治理，2021 年全国多地实施“能耗双控”，未来基于大气污染治理和能耗控制的停限产或将成为常态，对水泥企业的生产运营稳定性产生一定的影响。“双碳”背景下，未来水泥企业碳履约成本或将持续上升，为应对碳排放及能耗控制，行业企业在减碳降耗方面的研发及资本性支出或将加大。

(3) 区域市场因素

西藏自治区水泥需求易受基础设施项目投资及推进情况的影响。2020年下半年以来区内多条生产线投产，供应能力大幅增加；2021年区内水泥需求受投资项目推进滞缓而有所缩减，水泥市场竞争加剧，价格大幅下降。得益于自律错峰生产的实施及行业竞争逐步回归理性，2022年3月中下旬起区内水泥价格有所回升。

该公司水泥产能及产销集中于西藏自治区内，业务运营受区域市场供需及政策影响大。区内水泥需求主要体现于交通、水利等基础设施建设。根据西藏自治区国民经济和社会发展统计公报数据显示，2019-2021年西藏自治区固定资产投资完成额增长率分别为-2.1%、5.4%和-14.2%；其中交通运输、仓储和邮政业投资增长率分别为-6.0%、-15.3%和-27.1%，水利、环境和公共设施管理业投资增长率分别为-11.6%、23.4%和4.8%，2021年主要因重大项目推进滞缓，前者投资额同比大幅缩减，后者投资增速明显回落。交通领域中公路建设投资降幅大，根据Wind数据显示，2021年投资额同比下降53.42%至177.54亿元。2022年第一季度，西藏自治区固定资产投资额同比下降5.1%；公路建设投资额为29.94亿元，同比增长8.25%。

西藏自治区水泥以往长期处于供不应求的状态，2017年供应困难问题较为严重，自治区政府及下属部门曾多次发文协调保障区内重点项目水泥供应。当年3月自治区政府发布《西藏自治区人民政府办公厅关于促进建材产业快速健康发展的意见》，要求推进区内水泥生产线的扩能及新生产线的建设。根据公开资料，2018年以来区内共有8条新型干法水泥熟料生产线相继建成，其中2018年、2020年和2021年新投产生产线个数分别为2条、4条和2条，熟料设计产能合计分别为5,500吨/日、10,500吨/日和8,000吨/日。目前自治区共有新型干法水泥熟料生产线15条，熟料设计产能合计39,000吨/日，2020年以来产能增长了近90%。根据Wind数据显示，2019-2021年西藏自治区水泥产量分别为1,080.95万吨、1,085.04万吨和991.59万吨，2021年由于重大项目推进不及预期，水泥需求缩减，区内产能开工率明显下降；2022年1-4月，水泥产量为188.28万吨，同比增长2.10%。

图表 8. 截至 2022 年 3 月末西藏自治区水泥熟料生产线情况

序号	企业名称	生产线编号	建设地址	建成投产日期	设计产能 (吨/天)	实际产能 (吨/天)	备注
1	西藏高争建材股份有限公司	一线	拉萨市堆龙德庆区乃琼镇加木村	2002年4月	2,000	2,500	西藏天路合并范围
2		二线	拉萨市堆龙德庆区乃琼镇加木村	2009年3月	2,000	2,500	西藏天路合并范围
3	西藏藏中建材股份有限公司	一线	拉萨市堆龙德庆区乃琼镇加木村	2017年4月	4,000	4,500	西藏天路合并范围
4	西藏昌都高争建材股份有限公司	一线	昌都市卡若区特贡村经济技术开发区	2015年3月	2,000	2,500	西藏天路合并范围
5		二线	昌都市卡若区特贡村经济技术开发区	2020年11月	2,000	2,500	西藏天路合并范围；产能置换
6	西藏日喀则高新雪莲水泥有限公	一线	日喀则市萨迦县吉定镇加木村	2015年9月	2,000	2,500	

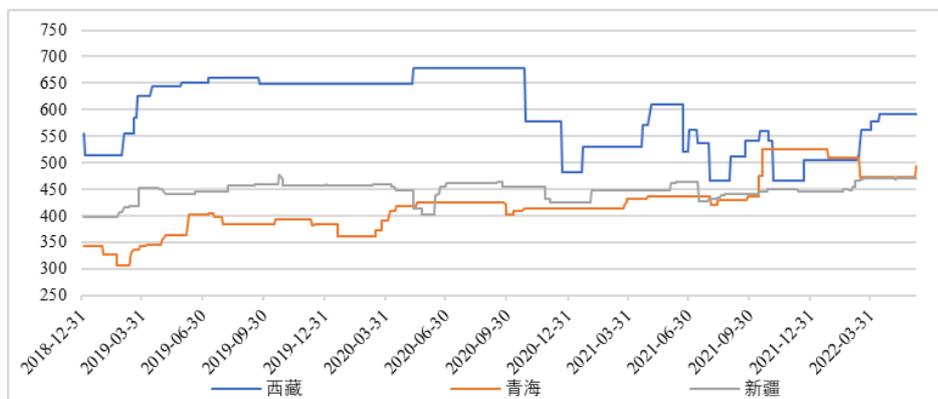
序号	企业名称	生产线编号	建设地址	建成投产日期	设计产能(吨/天)	实际产能(吨/天)	备注
7	司	二线	日喀则市萨迦县吉定镇加木村	2018年9月	2,500	3,000	
8	华新水泥(西藏)有限公司	一线	山南市桑日县绒乡冲达村	2004年10月	1,000	1,150	
9	华新水泥(西藏)有限公司	二线	山南市桑日县绒乡冲达村	2008年12月	2,000	2,200	
10	华新水泥(西藏)有限公司	三线	山南市桑日县绒乡冲达村	2018年8月	3,000	3,000	
11	拉萨城投祁连山水泥有限公司	一线	拉萨市达孜区章多乡尊木采村	2020年7月	4,000	4,500	产能置换
12	八宿县海螺水泥有限责任公司	一线	昌都市八宿县	2020年8月	2,500	2,500	产能置换
13	西藏开投海通水泥有限公司	一线	昌都市芒康县宗西乡海通沟	2020年9月	2,000	2,000	
14	西藏中材祁连山水泥有限公司	一线	山南市贡嘎县	2021年5月	4,000	4,000	
15	日喀则市雅曲新型建材有限公司	一线	日喀则市拉孜县热萨乡拉荣村	2021年9月	4,000	4,000	产能置换
合计					39,000	43,350	-

资料来源：公开资料，新世纪评级整理。

注：1) 建成投产日期根据点火日期填列而非正式投产；2) 西藏藏中建材股份有限公司已被西藏高争建材股份有限公司吸收合并。

由于西藏自治区的地理位置和地形地貌原因，区外水泥入藏运输成本高，区内水泥市场封闭性很强，竞争的区域性特征较其他省份更加明显。根据 Wind 数据显示，2019 年西藏自治区水泥平均价格中枢在 650 元/吨左右。2020 年前三季度，水泥价格稳定在 650-680 元/吨区间，10 月下旬因水泥产能扩张加之入冬后下游项目陆续停工，水泥价格大幅下降，年末降至 480 元/吨左右。2021 年 2 月起，随着下游施工企业陆续复工，水泥价格有所回升，5-6 月价格最高达到 610 元/吨，下半年价格在 460-560 元/吨区间波动，年末价格约为 500 元/吨；主要因需求较弱，同时新增产能大幅增加，区域价格竞争激烈，当年价格中枢较上年下降约 130 元/吨至 520 元/吨左右。价格战导致原区内水泥企业效益大幅下降，新进入者亏损经营情况加重，2021 年下半年起同业协同意愿加强，在区水泥协会牵头下，企业实行错峰生产，行业竞争逐步回归理性。2022 年 3 月中下旬起区内水泥价格有所回升，4 月中旬以来稳定在 590 元/吨左右。

图表 9. 西藏自治区及周边省份水泥均价走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2. 业务运营

跟踪期内，因西藏自治区重大项目推进滞缓，水泥需求缩减，同时区内产能继续增加，市场竞争进一步加剧，公司水泥销售量价齐跌，水泥业务收入大幅下滑；受煤炭价格上涨及销售费用核算调整影响，毛利率大幅下降。2021年公司建筑施工项目进入建设高峰期，业务收入大幅增长，但部分项目仍面临一定的结算和回款压力。

该公司核心主业为以水泥为主的建材生产销售业务和建筑业务。公司水泥业务集中于西藏自治区内，区域经济发展和基建等重大项目推进状况等对区域需求的释放影响重大；同时，西藏自治区水泥市场封闭性强，市场竞争呈很强的区域性，随着2020年以来多条生产线的投产，区内水泥供需平衡情况很大程度上取决于同行业企业的竞争状况。建筑业务方面，由于参与西藏自治区内项目投标竞争的大型施工央企众多，公司在资质等方面不占优势，项目获取难度较大，2017年以来公司通过参与PPP项目将业务范围拓展至自治区外。

图表 10. 公司主业基本情况

核心主业	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
水泥业务	西藏自治区	需求释放、同业竞争等
建筑业务	西藏自治区，目前已拓展至江西、贵州等省份	资质、管理等

资料来源：西藏天路

除上述核心主业外，该公司还涉及贸易业务，主要由下属西藏天路国际贸易有限公司（简称“天路国贸”）、安徽天路建材贸易有限公司（简称“安徽天路贸易”）²及林芝高争商贸有限公司等负责运营，主要贸易品种为电解铜、水泥和砂石等大宗商品。

另外，该公司控股子公司西藏天路矿业开发有限公司和西藏天联矿业开发有限公司拥有尼木县冲江及冲江西铜矿、工布江达县汤不拉铜钼矿及那曲县旁嘎弄巴铅矿的探矿权。公司持续将矿产业作为战略资源储备，未来将适时开发。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入合计	56.21	70.77	57.77	6.94	6.03
其中：核心业务营业收入	56.05	58.87	57.00	6.57	4.71
在营业收入中所占比重(%)	99.71	83.19	98.67	94.59	78.05
其中：(1) 水泥	34.31	31.88	20.26	2.17	1.62
在核心业务收入中所占比重(%)	61.21	54.16	35.54	32.98	34.46
(2) 商砼	3.53	6.51	6.16	0.36	0.66
在核心业务收入中所占比重(%)	6.30	11.06	10.80	5.53	13.93
(3) 骨料	0.99	0.23	0.19	0.17	0.01
在核心业务收入中所占比重(%)	1.76	0.38	0.34	2.58	0.15

² 安徽天路贸易已于2021年末清算完成，并于2022年2月注销。

主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
(4) 沥青砼	0.79	3.87	3.95	0.58	0.75
在核心业务收入中所占比重(%)	1.42	6.58	6.93	8.84	15.84
(5) 建筑业务	16.43	16.38	26.44	3.29	1.68
在核心业务收入中所占比重(%)	29.31	27.82	46.39	50.07	35.62
毛利率(%)	31.09	27.38	16.16	8.14	19.05
其中：(1) 水泥(%)	43.27	45.98	22.00	4.82	40.47
(2) 商砼(%)	15.67	24.85	22.24	-7.82	23.91
(3) 骨料(%)	53.29	56.49	8.08	-5.37	56.07
(4) 沥青砼(%)	23.29	28.33	22.10	15.29	19.67
(5) 建筑业务(%)	7.99	8.46	8.67	11.64	9.79

资料来源：西藏天路

2019-2021年，该公司营业收入分别为56.21亿元、70.77亿元和57.77亿元，2021年同比下滑18.37%，主要系公司贸易业务收入改为净额法确认所致。同期，核心业务收入分别为56.05亿元、58.87亿元和57.00亿元，规模虽变化不大，但2021年构成发生较大改变。其中，水泥销售收入分别为34.31亿元、31.88亿元和20.26亿元，2021年因销售量价齐跌，收入同比减少36.45%，在核心业务收入中的占比降至35.54%；建筑业务收入分别为16.43亿元、16.38亿元和26.44亿元，2021年因承建的项目进入施工高峰期，收入同比大幅增长61.44%，在核心收入中的占比提升至46.39%。2019-2021年，公司综合毛利率分别为31.09%、27.38%和16.16%，主要受核心业务收入构成变动以及水泥业务成本上升、价格下跌影响，2021年大幅下降；2021年水泥毛利率同比下降23.98个百分点至22.00%。

2022年第一季度，该公司营业收入同比增长15.12%至6.94亿元，其中核心业务增长39.52%至6.57亿元，主要系建筑业务收入增长带动；综合毛利率为8.14%，同比下降10.91个百分点，水泥、商砼及骨料毛利率同比明显下降。

A. 建材业务

该公司水泥相关建材业务（含熟料、水泥、商砼及骨料）主要由下属子公司西藏高争建材股份有限公司（简称“高争股份”）和西藏昌都高争建材股份有限公司（简称“昌都高争”）运营。公司系西藏自治区水泥先发企业，具有较为明显的规模优势，区域内的市场地位较突出。

产能方面，2020年8月该公司林芝水泥粉磨站投产，水泥产能增加90万吨，另外当年末公司下属昌都高争2,000t/d熟料生产线点火³；2021年以来公司熟料及水泥产能未发生变化。截至2022年3月末，公司控股并正式投产的水泥熟料生产线共4条，熟料设计日产能合计10,000吨，折算年产能325万吨；公司熟料生产线配套及独立粉磨站水泥年产能合计615万吨。商砼及骨料方面，2020年因增加混凝土搅拌站，公司商砼年产能增至210万立方米，之后截至2022年3月末产能未发生变化；公司于2017年拓展商砼上游骨料业务，近年来产能未发生变化，截至2022年3月末公司共有骨料基地1个，年产能

³ 因根据自治区经信厅相关文件要求，逐级申请实际生产能力进行实地督导查验，截至2022年3月末该线尚未正式投产。

为 150 万吨。

图表 12. 公司水泥相关产品产能及产销情况

产品	指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
熟料	产能（万吨）	325.00	325.00	325.00	325.00
	产量（万吨）	452.83	456.62	337.47	15.81
	产能利用率	139.33%	140.50%	103.84%	19.46%
水泥	产能（万吨）	525.00	615.00	615.00	615.00
	产量（万吨）	648.24	649.95	450.51	48.83
	其中：P.O.32.5 标号	192.50	189.14	122.48	11.23
	其中：P.O.42.5 标号	435.30	447.69	317.67	36.44
	其中：P.O.52.5 标号	20.44	13.12	1.19	0.04
	产能利用率	123.47%	105.68%	73.25%	31.76%
	销量（万吨）	651.69	654.20	439.32	50.06
	销售均价（元/吨）	603.10	570.21	442.02	456.28
	产销率	100.53%	100.65%	97.52%	102.52%
商砼	产能（万立方米）	230.00	260.00	260.00	260.00
	产销量（万立方米）	87.00	139.11	137.14	8.18
	产能利用率	37.83%	53.50%	52.75%	12.58%
	销售均价（元/立方米）	542.55	520.63	455.08	431.26
骨料	产能（万吨）	150.00	150.00	150.00	150.00
	产量（万吨）	249.00	296.79	50.69	0.17
	产能利用率	166.00%	197.86%	33.79%	0.45%
	销量（万吨）	249.00	44.02	50.69	0.17
	销售均价（元/吨）	44.70	34.50	30.53	27.43

资料来源：西藏天路

注：表内产能为已投产生产线设计年产能；产能利用率系根据产量及产能估算，季度数据经年化处理；销售均价不含运费及税费。

2019-2021 年，该公司熟料产量分别为 452.83 万吨、456.62 万吨和 337.47 万吨，产能利用率分别为 139.33%、140.50% 和 103.84%，2021 年因市场需求释放不及预期且区内同业竞争加剧，公司降低生产负荷，同时下属高争股份 1 条生产线停窑检修，产能利用率同比大幅下降。公司生产的熟料均自用于生产水泥。公司 2021 年生产各标号水泥共计 450.51 万吨，销量为 442.02 万吨，受市场需求和竞争因素影响，产销量分别减少 30.69% 和 32.85%。2021 年公司商砼产销量为 137.14 万立方米，同比基本持平；骨料产量同比减少 82.92%，主要因核算口径变化所致⁴，销量同比增加 15.15%。2022 年第一季度因自律开展错峰生产叠加停窑因素，公司熟料产量同比减少 80.85% 至 15.81 万吨；水泥产销量分别为 48.83 万吨和 50.06 万吨，同比分别增长 13.93% 和 53.70%；下游尚未复工，商砼和骨料产销量均较小。

价格方面，2019-2021 年该公司水泥销售均价分别为 603.10 元/吨、570.21 元/吨和 442.02 元/吨，随着区内新点火生产线陆续达产，市场竞争加剧，2021 年水泥价格大幅下滑；2022 年第一季度区域市场协同意愿加强，水泥价格有所回升，当期公司水泥销售均价为 456.28 元/吨。商砼方面，2019-2021 年及 2022 年第一季度销售均价分别为 542.55 元/立方米、520.63 元/立方米、455.08

⁴ 骨料以公司石灰石矿山开采出的废石加工而成，以往数据包括产出的石灰石。

元/立方米和 431.26 元/立方米，2021 年因水泥价格下滑，商砼价格亦有所下调，2022 年第一季度尚处下游施工淡季，价格进一步下降。同期，公司骨料销售均价分别为 44.70 元/吨、34.50 元/吨、30.53 元/吨和 27.43 元/吨，持续下降。

图表 13. 公司水泥相关产品主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
石灰石	采购量（万吨）	444.94	456.61	399.03	16.34
	采购均价（元/吨）	28.85	28.45	16.77	16.64
煤炭	采购量（万吨）	59.16	58.80	39.64	3.00
	采购均价（元/吨）	786.40	771.15	833.58	1,184.66
电	采购量（万千瓦时）	42,107.66	40,550.90	32,150.79	2,895.32
	采购均价（元/千瓦时）	0.69	0.67	0.63	0.62
熟料	采购量（万吨）	107.29	76.69	41.31	-
	采购均价（元/吨）	543.82	626.90	466.45	-

资料来源：西藏天路

注：1）表内数据系外部采购数据，石灰石采购数据包括高争股份自有矿山外包加工部分；2）采购均价均不含税。

石灰石系水泥熟料最主要的原料，截至 2022 年 3 月末该公司下属高争股份生产线配套矿山石灰石保有储量为 15,002.38 万吨，矿山至产线运距短，通过皮带廊运输，具有一定成本优势；昌都高争生产线配套石灰石矿山保有储量为 6,277.74 万吨。近年来公司所需绝大部分石灰石均自给，昌都高争仅 2019 年少量外采，2020 年以来石灰石均来源于自有矿山；高争股份石灰石采用外包加工的模式，2021 年以来单位加工费有所下降。

西藏地区水泥生产企业煤炭资源对区外依赖度很高，该公司煤炭主要采自青海省，运距超过 1,000 公里，当前主要通过公路运输，为确保煤炭供应，公司备货量较大。2021 年以来煤炭价格上涨，公司 2021 年及 2022 年第一季度煤炭采购均价分别为 833.58 元/吨和 1,184.66 元/吨，成本压力加大。公司煤炭采购款一般按月以现汇结算。电力方面，截至目前公司在役 4 条熟料生产线均配备余热发电装置，装机总量为 21.50 兆瓦，可满足约 20% 的生产用电需求。2021 年及 2022 年第一季度，因产量下降，公司电力采购量分别同比减少 20.71% 和 51.75%；采购均价分别为 0.63 元/千瓦时和 0.62 元/千瓦时，主要得益于峰谷时段生产安排调整，同比分别下降 6.68% 和 12.22%。公司部分熟料通过外部采购，经粉磨加工成水泥成品后进行销售，2021 年公司熟料采购量为 41.31 万吨，同比减少 46.13%；以往熟料主要采购自区外，运输成本较高，2021 年熟料主要采自区内其他企业，采购价格同比下降 25.59% 至 466.45 元/吨。

其他建材产品方面，该公司于 2019 年 11 月完成重交再生的收购，故建材产品增加沥青砼。2019-2021 年及 2022 年第一季度，重交再生沥青砼销量分别为 23.67 万吨（并表期间）、175.34 万吨、145.66 万吨和 24.86 万吨，销售均价分别为 318.99 元/吨、304.51 元/吨、277.78 元/吨和 278.47 元/吨，2021 年以来价格同比有所下降。

B. 建筑业务

该公司建筑业务包括施工业务及监理与检测业务，主要运营主体包括公司

本部、重交再生、西藏天源路桥有限公司（简称“天源路桥”）、西藏天鹰公路技术开发有限公司（简称“天鹰公路”）和左贡县天路工程建设有限责任公司（简称“左贡天路”）等。公司施工业务按照类型可分为公路工程、房建工程、市政道路工程和水利工程等；公司监理检测业务规模较小，收入及利润贡献有限。2019-2021年，公司施工业务收入分别为16.09亿元、16.08亿元和26.08亿元，其中2021年主要因公路工程和市政工程项目进入施工高峰期带动，收入大幅增长；2022年第一季度施工业务收入为3.28亿元，同比增加2.27亿元。2019-2021年及2022年第一季度，施工业务毛利率分别为7.47%、8.03%、8.40%和12.06%，主要得益于施工成本控制的加强而有所提升。

图表 14. 公司建筑业务分类型收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
施工业务	16.09	7.47%	16.08	8.03%	26.08	8.40%	3.28	12.06%
其中：公路工程	13.58	6.44%	6.39	6.48%	12.53	11.47%	1.34	13.53%
房建工程	1.95	9.22%	8.32	8.01%	9.41	4.45%	0.77	5.46%
市政道路	0.40	40.22%	1.26	28.75%	4.10	8.86%	1.16	14.76%
水利及其他专业工程	0.16	-7.00%	0.11	-143.19%	0.04	-64.68%	-	-
监理与检测业务	0.34	32.57%	0.30	31.92%	0.36	28.73%	0.01	-109.54%

资料来源：西藏天路

资质方面，该公司下属重交再生拥有市政公用工程施工、公路工程施工、房屋建筑工程施工总承包一级资质。其余经营实体拥有的总承包资质包括：市政公用工程施工、公路工程施工、房屋建筑工程施工总承包二级资质，铁路工程施工和水利水电工程施工总承包三级资质；专业承包资质包括：公路路面工程专业承包一级资质、桥梁工程专业承包一级资质、公路路基工程专业承包二级资质。西藏建筑市场较为开放，市场竞争激烈，竞争者多为大型央企，相较之下公司在自治区内的建筑业务核心运营主体资质较低，业务承接难度较大。2017年公司通过与央企组成联合体的方式投资参与区外PPP项目进行业绩积累，为资质升级奠定基础。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司施工业务新签合同额（含合并范围内工程项目）分别为11.27亿元、23.42亿元、30.31亿元和6.52亿元。2021年新签合同金额保持增长，新承接项目类型仍主要为房建工程，其中重大项目包括西藏极高海拔生态搬迁森布日安置区二期民居及附属工程建设项目三标段项目和西藏建工建材集团有限公司（简称“藏建集团”）合并范围内房地产项目。截至2022年3月末公司在手合同金额（含合并范围内工程项目）为26.29亿元，其中西藏自治区外在手合同金额为12.57亿元，占比为47.84%。

图表 15. 公司施工业务新签合同情况（单位：亿元）

类型	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
公路工程	4.26	7.20	4.73	-
房建工程	4.73	14.43	17.13	6.52
水利及其他专业工程	2.28	1.79	8.44	-
合计	11.27	23.42	30.31	6.52

类型	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
其中：西藏自治区外	6.54	6.15	7.86	6.52

资料来源：西藏天路

注：上表含公司合并范围内工程项目。

截至 2022 年 3 月末，该公司参与的 PPP 项目共 5 个，包括江西省萍乡市安源区白源河片区海绵城市建设 PPP 项目（简称“萍乡项目”）、贵州省黔东南州凯里环城高速公路北段 PPP 项目（简称“凯里项目”）、云南省昆明市嵩明北互通至国道 213 等三条连接线工程 PPP 项目（简称“嵩明项目”）、西昌市菜子山大道西延线与宁远大道西延线建设 PPP 项目（简称“西昌项目”）和广西崇左市扶绥县中国-东盟南宁空港扶绥经济区第二自来水厂及配套基础设施 PPP 项目（简称“扶绥项目”）。公司已累计投入资本金 4.64 亿元，上述项目公司均不纳入公司合并范围。项目回报机制方面，萍乡项目运营期内采用政府付费模式，其余项目均为使用者付费与政府方提供缺口性运营补贴相结合的形式。萍乡项目于 2018 年 10 月进入运营期，2021 年及 2022 年第一季度项目公司分别净亏损 169.78 万元和 98.80 万元；凯里项目于 2020 年 11 月进入运营期，2021 年及 2022 年第一季度项目公司分别净亏损 2.98 亿元和 0.51 亿元。由于公司参与的上述 PPP 项目所处区域经济发展水平及政府财力情况一般，项目实施及运营期回报面临的不确定性较大。

图表 16. 公司参与 PPP 项目情况（单位：万元）

项目名称	政府合作方	项目公司名称	公司持股比例	是否并表	项目回报机制	建设期+运营期（年）	公司已投入资本金	进入运营期时间	进入运营期项目公司净利润	
									2021年	2022年第一季度
萍乡项目	萍乡市昌兴投资有限公司	萍乡市水电八局白源河海绵城市建设有限公司	54.80%	否	政府付费	1+9	3,413.46	2018.10	-169.78	-98.80
凯里项目	黔东南州文化旅游建设投资有限公司	中电建黔东南州高速公路投资有限公司	10.50%	否	使用者付费+可行性缺口补助	3+30	32,676.98	2020.11	-29,842.16	-5,072.75
嵩明项目	嵩明县土地开发投资经营有限责任公司	中电建嵩明基础设施投资有限公司	40.00%	否	使用者付费+可行性缺口补助	3+15	4,000.00	尚未进入运营期	-	-
西昌项目	西昌城市建设投资管理有限责任公司	西昌乐和工程建设有限责任公司	40.40%	否	使用者付费+可行性缺口补助	3+17	4,040.00	尚未进入运营期	-	-
扶绥项目	广西扶绥县城市开发投资有限公司	中电建扶绥工程投资运营有限公司	19.00%	否	使用者付费+可行性缺口补助	3+22	2,280.00	尚未进入运营期	-	-
合计	-	-	-	-	-	-	46,410.44	-	-30,011.94	-5,171.55

资料来源：西藏天路（截至 2022 年 3 月末）

截至 2022 年 3 月末，该公司主要建筑施工项目如图表 16 所示，表内项目合同金额合计 74.25 亿元（含税），已累计确认收入 50.87 亿元，累计回笼资金 47.68 亿元（含税）。其中，西昌项目、林芝天路企业管理交流中心项目建筑安装工程、西藏极高海拔生态搬迁森布日安置区二期民居及附属工程建设项目三标段项目和凯里项目已结算尚待回款金额较大。

图表 17. 公司主要建筑施工项目情况（单位：亿元）

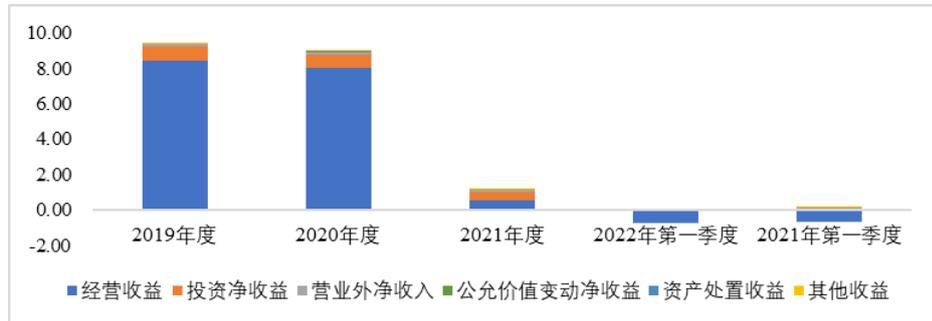
项目名称	工程类型	项目合同金额	工期	完工百分比	累计确认收入	累计成本投入	累计回笼资金
BL 项目	公路工程	3.78	12 个月	48.17%	1.82	1.60	2.57
西藏企业天地项目建设工程施工合同	房建工程	4.22	24 个月	39.45%	1.66	1.50	1.05
西藏极高海拔生态搬迁森布日安置区（二期）综合管廊及市政道路建设项目施工三标段专业分包合同	市政工程	3.78	120 天	84.40%	3.19	2.45	7.16
长九（神山）灰岩矿项目 7000 万吨/年建设二期矿石加工系统土建及安装工程（三标段）施工合同	其他工程	0.75	156 天	91.01%	0.68	0.66	0.75
安徽省池州市长九（神山）灰岩矿项目料场土石方剥离与毛料挖装运二标工程专业分包合同	其他工程	3.67	1826 天	80.03%	2.94	2.88	3.12
林芝天路企业管理交流中心项目建筑安装工程	房建工程	2.35	18 个月	77.75%	1.82	1.64	0.55
西藏美术馆建设项目	房建工程	2.12	425 天	99.10%	2.10	1.90	1.33
涉密项目	公路工程	1.16	18 个月	81.14%	0.94	0.89	-
石材精加工厂 EPC 总承包项目工程（设计、施工）	其他工程	1.15	24 个月	71.69%	0.82	0.77	0.45
小龙高速嵩明西互通至杨嵩大道连接线（前段）及嵩明官渡至国道 320 连接 L 线（后段）工程专业分包合同	公路工程	3.41	36 个月	11.26%	0.38	0.34	0.27
西藏极高海拔生态搬迁森布日安置区二期民居及附属工程建设项目三标段	房建工程	7.80	300 天	95.52%	7.44	7.68	6.31
西昌市菜子山大道与宁远大道西延线建设 PPP 项目	公路工程	7.79	19 个月	88.09%	6.86	5.52	4.84
昌都市八宿县（同卡镇波查村）乡村振兴和环境保护公益慈善项目经	市政工程	0.14	180 天	99.24%	0.14	0.14	0.06
乡村振兴和环境保护公益慈善项目（昌都市八宿县吉达乡郎宗村、同空村）	市政工程	0.07	180 天	99.89%	0.07	0.07	0.07
西藏天路股份有限公司援尼泊尔沙拉公路修复改善项目经理部	公路工程	2.48	36 个月	1.22%	0.03	0.03	-
西藏天路股份有限公司龙潭新城知乐路 24 班小学项目经理部	房建工程	1.05	15 个月	48.02%	0.50	0.50	0.36
西藏天路股份有限公司天路林芝花园小区项目 EPC 总承包项目经理	房建工程	3.63	912 天	0.23%	0.01	0.01	-
西藏天路股份有限公司中国-东盟南宁空港绥绥经济区市政道路项目	市政工程	2.87	36 个月	1.02%	0.03	0.03	0.69
西藏天路股份有限公司 2020 年比如县农村饮水安全巩固提升工程	其他工程	0.07	365 天	96.59%	0.07	0.07	0.06
西藏天路股份有限公司昌都高争二线项目经理部	其他工程	3.65	18 个月	55.27%	2.02	1.75	1.75
云南红河州高速公路项目经理部	公路工程	3.49	36 个月	98.89%	3.45	3.17	3.52
西藏天路股份有限公司长九灰岩矿项目二期加工系统土建及安装项目	其他工程	0.75	156 天	91.01%	0.68	0.66	0.68
西藏天路股份有限公司比如萨普旅游扶贫项目经理部	其他工程	0.13	365 天	99.96%	0.13	0.13	0.08
西藏天路股份有限公司安徽长九灰岩矿项目码头一期项目经理部	其他工程	2.54	201 天	99.93%	2.53	2.35	2.78
贵州凯里环城高速公路北段 PPP 项目部	公路工程	9.22	482 天	99.95%	9.21	7.91	8.24
林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站土建工程项目	其他工程	1.05	240 天	99.29%	1.04	0.92	0.76
西藏天路股份有限公司山南市贡嘎县桑布日安置区养老院建设项目部	房建工程	0.36	480 天	3.62%	0.01	0.01	-
藏建都江堰幸福里小区新建项目	房建工程	0.81	330 天	34.72%	0.28	0.27	0.20
合计	-	74.25	-	-	50.87	45.85	47.68

资料来源：西藏天路（截至 2022 年 3 月末）

注：含公司合并范围内项目。

(2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本⁵

2019-2021年，该公司分别实现营业毛利17.48亿元、19.37亿元和9.34亿元，其中2021年主要因水泥毛利缩减而大幅减少。同期，公司期间费用分别为8.02亿元、10.72亿元和7.64亿元，2021年有所减少，主要因会计政策调整，将原销售费用中核算的运输费等纳入营业成本核算所致。期间费用中管理费用金额较大，分别为4.75亿元、4.11亿元和4.29亿元，主要为职工薪酬、保险及修理等费用等，近年来小幅波动；财务费用分别为0.81亿元、1.18亿元和1.44亿元，随着刚性债务的增加而增长，但因公司能够享受西藏自治区低息贷款政策，资金成本低，财务费用规模不大。资产减值损失和信用减值损失合计金额分别为0.61亿元、0.24亿元和0.86亿元，2021年增长主要因应收账款余额及账龄增加所致。同期，公司经营收益分别为8.45亿元、8.02亿元和0.54亿元，2021年规模大幅缩减。

2022年第一季度，该公司实现营业毛利0.57亿元，同比减少50.78%；期间费用为1.33亿元，同比减少23.98%。由于第一季度系公司业务传统淡季，业务收益较小，而固定开支相对较大，当期经营收益为-0.69亿元，亏损额同比增加0.06亿元。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入合计（亿元）	56.21	70.77	57.77	6.94	6.03
毛利（亿元）	17.48	19.37	9.34	0.57	1.15
其中：建材业务（亿元）	16.11	17.50	6.72	0.16	0.96
建筑业务（亿元）	1.31	1.39	2.29	0.38	0.16
期间费用率（%）	14.27	15.15	13.23	19.14	28.98
其中：财务费用率（%）	1.44	1.66	2.49	5.49	5.18
全年利息支出总额（亿元）	0.99	1.55	1.57	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2019-2021年，该公司投资收益分别为0.78亿元、0.78亿元和0.50亿元，

⁵ 包括资产减值损失及信用减值损失。

其中权益法核算的长期股权投资收益分别为 0.76 亿元、0.50 亿元和 4.21 万元，主要来源于参股公司西藏高新建材集团有限公司（简称“高新建材”，公司持股 30%），高新建材为西藏自治区水泥、骨料及商砼生产企业，公司所持其股权产生的投资收益与自身建材主业盈利具有较强同向性，2021 年因区内水泥市场竞争加剧，高新建材亏损，公司当年投资收益主要来源于理财及其他权益类金融资产，整体规模同比有所缩减。公司可获得一定规模的政府补助，2019-2021 年营业外净收入及其他收益合计金额分别为 0.18 亿元、0.13 亿元和 0.12 亿元。同期，公司利润总额分别为 9.41 亿元、8.99 亿元和 1.15 亿元；得益于西藏自治区所得税相关优惠政策，公司所得税费用不大，扣除所得税后分别实现净利润 8.33 亿元、7.99 亿元和 1.00 亿元；总资产报酬率分别为 10.38%、8.81% 和 2.04%。

2022 年第一季度，该公司投资收益及其他盈利影响因素金额均较小，当期净亏损 0.70 亿元，同比增加 0.19 亿元。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益（万元）	7,775.77	7,835.56	5,018.75	-24.73	765.11
营业外净收入及其他收益（万元）	1,789.62	1,334.50	1,192.04	132.13	337.98
资产处置收益（万元）	-21.11	581.77	-81.99	-8.70	-1.14

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

整体看，该公司盈利主要来源于主营业务，2021 年主要受建材业务盈利下滑影响，盈利规模同比大幅缩减；2022 年第一季度因处于水泥及工程业务传统淡季，公司呈亏损状态。

（3）运营规划/经营战略

根据该公司制定的发展规划，未来公司仍将专注于当前主业。建筑业务方面，公司计划力争本部资质升级，安排专人跟踪重点项目，开拓市场，提高占有率；注重精细化管理，提升材料核销管理水平，控制物资耗用，降本增效。建材业务方面，公司计划提升服务水平和质量，挖掘客户资源，保障市场占有率；计划通过降低煤耗、电耗，并加强非生产费用的控制，以强化成本管控；计划提升管理能力，紧跟市场环境变化，及时调整管理模式。

截至 2022 年 3 月末，该公司主要在建项目为昌都水泥二期工程项目，计划总投资为 11.65 亿元，已累计投资 8.14 亿元，2022 年内计划投资 3.51 亿元；其他项目未来待投资规模不大。

图表 21. 公司主要在建项目未来投融资规划（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2022 年 3 月末已投资	投资规划			资金来源
			2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	
昌都水泥二期工程	11.65	8.14	3.51	-	-	债务类融资（含可转换公司债券）
荣昌拌合站	2.30	1.19	0.06	0.12	0.20	自有资金

项目名称	预计总投资	截至 2022 年 3 月末已投资	投资规划			资金来源
			2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	
合计	13.95	9.33	3.57	0.12	0.20	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：计划总投资为估算值；投资规划根据当前已有规划金额填列。

管理

跟踪期内该公司控股股东变更为藏建集团，实际控制人仍为西藏自治区国资委。主要因换届选举及控股股东变更原因，公司董事会及监事会人员发生较大变动。公司关联交易金额仍较小，对经营及财务未产生重大影响。

股权结构方面，2021 年 6 月该公司控股股东西藏天路置业集团有限公司（简称“天路集团”）与藏建集团签署协议，天路集团将其所持公司全部股份（19,620.06 万股）无偿划转至藏建集团。上述股权划转涉及的工商变更已完成，截至 2022 年 3 月末藏建集团持有公司 21.36% 的股份，为公司新控股股东，由于藏建集团由西藏自治区人民政府国有资产监督管理委员会（简称“西藏自治区国资委”）全资控股，公司实际控制人未发生变化，仍为西藏自治区国资委。

人事方面，该公司第五届董事会、监事会于 2019 年 1 月届满，因原控股股东天路集团重组工作推进中，故延期至 2021 年 3 月进行换届选举。经投票表决，陈林先生、邱波先生、达瓦扎西先生、格桑罗布先生、梅珍女士和孙旭先生当选公司董事；逯一新先生、罗会远先生和孙茂竹先生当选公司独立董事；扎西尼玛先生和德吉旺姆女士当选公司监事。2021 年 8 月，因公司控股股东变更，原天路集团委派的梅珍女士提请辞去董事一职。2022 年 1 月，逯一新先生、罗会远先生因已连任满 6 年辞任独立董事；2 月公司增补梁青槐先生和徐扬先生为新增独立董事。2022 年 5 月因工作调动原因，陈林先生辞去董事长及董事会各专门委员会相关职务，但仍担任董事；达瓦扎西先生辞去副董事长及董事职务，但仍担任党委委员。2022 年 6 月，扎西尼玛先生辞去监事会主席及监事职务，并当选为公司新任董事长；达瓦扎西先生当选公司新任监事会主席。目前公司董事会及监事会分别由 9 名和 3 名成员组成，符合相关法律法规及公司章程要求。

根据审计报告所载，2019-2021 年该公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额较小；销售商品、提供劳务产生的关联交易金额分别为 2.78 亿元、4.28 亿元和 7.80 亿元，其中 2021 年有所增加主要因向藏建集团下属公司及中国水利水电第七工程局有限公司提供工程施工服务所致。2021 年末，公司应收关联方款项余额合计数为 3.40 亿元，较上年末增加 2.62 亿元，主要因提供工程服务产生的合同资产、应收账款及履约保证金增加所致；应付关联方款项余额合计 0.91 亿元。整体看，公司关联交易金额不大，对经营及财务未产生重大影响。

图表 22. 公司关联交易情况（单位：万元）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）
关联采购及接受劳务	99.79	7,511.07	14,620.99
其中：西藏高争投资有限公司	-	6,609.71	5,508.77
甘肃恒拓藏建贸易有限公司	-	-	7,082.01
关联销售及提供劳务	27,797.54	42,815.58	78,033.51
其中：西藏高争集团建材销售有限公司	14,806.25	19,605.01	10,325.59
中国水利水电第七工程局有限公司	-	-	41,447.81
中电建安徽长九新材料股份有限公司	3,728.44	1,659.47	6,855.81
西藏高争投资有限公司	-	3,064.63	4,744.41
西藏建设投资有限公司	-	-	7,617.23
西藏天路石业有限公司	-	-	6,378.50
关联应收款项（账面余额）	12,976.02	7,738.95	33,987.52
其中：西藏天路置业集团有限公司	5,133.36	5,134.83	5,213.54
中国水利水电第七工程局有限公司	-	-	9,444.14
西藏高争投资有限公司	-	-	8,374.03
关联应付款项（账面余额）	2,575.40	4,164.90	9,054.63
其中：甘肃恒拓藏建贸易有限公司	-	-	4,396.69
西藏高争投资有限公司	-	1,819.78	2,154.34
藏建集团	1,554.67	975.33	1,042.67

资料来源：西藏天路

注：关联应收款包括应收账款、其他应收款和预付账款；其他应付款包括预收账款、应付股利、应付款项和其他应付款。

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2022 年 5 月 12 日）及下属主要二级子公司高争股份（截至 2022 年 5 月 19 日）和昌都高争（截至 2022 年 1 月 4 日）本部口径近三年不存在借款违约或欠息情况。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2022 年 5 月末公司本部以及子公司高争股份和昌都高争本部口径自 2019 年以来不存在被实施行政处罚、列入经营异常名单或列入违法失信黑名单的情况。

财务

跟踪期内，该公司债务规模有所增长，资产负债率有所上升，但当前尚处合理水平。公司增量债务以中长期债务为主，期限结构有所改善。公司能够持续享受西藏自治区银行融资贴息政策，融资成本低。受建材业务影响，2021 年公司经营性现金流表现有所弱化，但公司货币资金较充裕，剩余授信较充足，可为债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019-2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定。公司自 2019 年起执行新金融工具准则（财会[2017]8 号、9 号和 14 号）；自 2020 年起执行新收入准则（财会[2017]22

号)；自 2021 年起执行新租赁准则（财会[2018]35 号）。

2019-2021 年该公司财务报表的编制遵循财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）的要求。因分析开展需要，本评级报告所列示的“其他应收款”不包含“应收利息”和“应收股利”，“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”，“长期应付款”不包含“专项应付款”。

2020 年，该公司投资设立子公司 3 家；收购非同一控制下企业共 4 家，分别为北京恒盛泰文化有限公司（简称“恒盛泰文化”）、天路融资租赁（上海）有限公司（简称“天路租赁”）、重庆鑫思倍建筑工程有限公司（简称“重庆鑫思倍”）和重庆庆吉宇建筑工程有限公司（简称“重庆庆吉宇”）100% 股权；转让及注销子公司 7 家。2021 年公司投资设立子公司 5 家，注销子公司 2 家。2022 年第一季度公司注销子公司 1 家，系前述安徽天路贸易。截至 2022 年 3 月末，公司合并范围内子公司数量共计 35 家。

图表 23. 2019 年以来公司收购情况

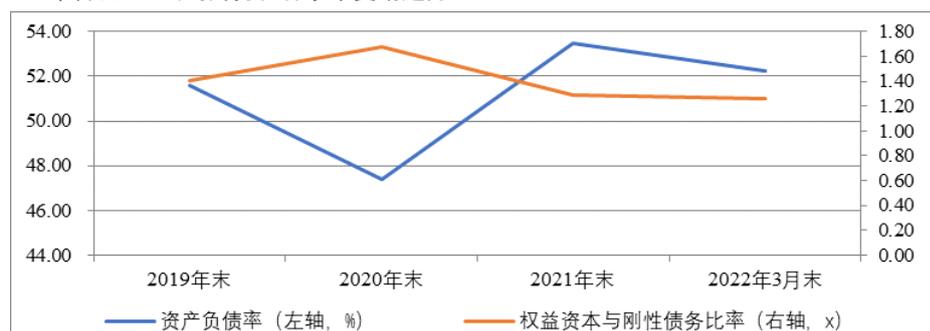
被收购企业名称	收购日期	是否构成同一控制下企业合并	股权取得比例	收购对价	取得的可辨认净资产公允价值份额	商誉
重交再生	2019.12	否	51.00%	2.19 亿元	1.28 亿元	0.91 亿元
重庆庆吉宇	2020.01	否	100.00%	0.00 元	0.00 元	-
重庆鑫思倍	2020.03	否	100.00%	0.00 元	0.00 元	-
天路租赁	2020.06	否	51.00%	1.00 元	17.74 万元	-17.74 万元
恒盛泰文化	2020.12	否	100.00%	0.13 亿元	0.13 亿元	-

资料来源：西藏天路

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 24. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

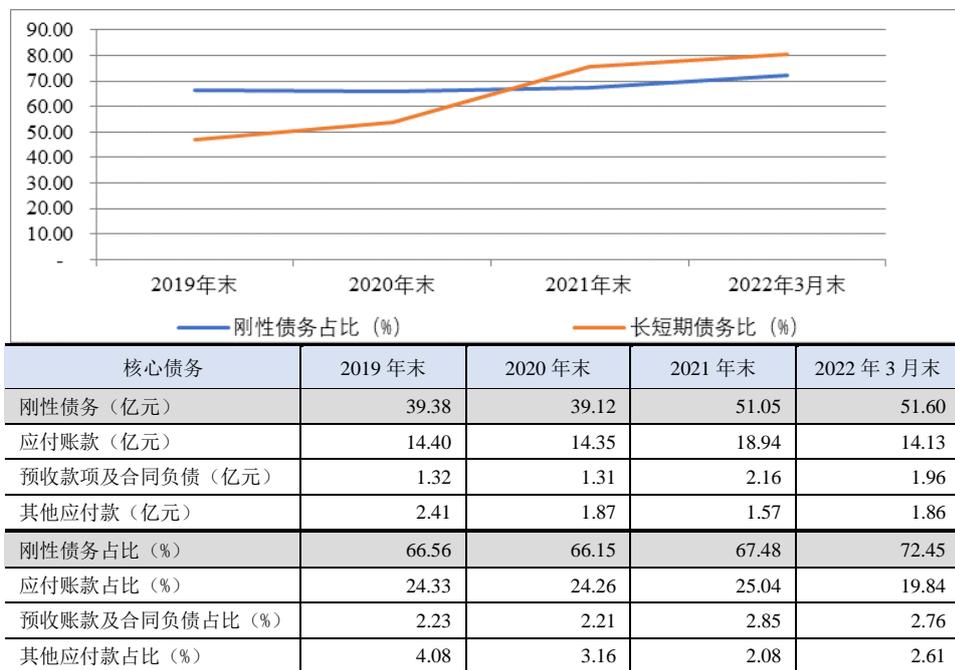
2019-2021 年末，该公司负债总额分别为 59.17 亿元、59.14 亿元和 75.65 亿元，2021 年增幅较大主要因刚性债务增加所致。同期末，公司所有者权益分别为 55.46 亿元、65.71 亿元和 65.87 亿元，2019-2020 年公司盈利情况良好，利润留存对所有者权益形成补充，另外发行的天路转债在 2020 年部分转股后增加股本及资本公积带动所有者权益进一步增长；2021 年末所有者权益小幅增长，主要系因金融资产公允价值变动，其他综合收益增长所致。

2019-2021 年末，公司资产负债率分别为 51.62%、47.37%和 53.46%，2021 年末虽有所上升，但仍处于合理水平。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 1.41 倍、1.68 倍和 1.29 倍，2021 年末因刚性债务增长，比率有所下降，但权益资本对刚性债务的覆盖能力仍较强。

2022 年 3 月末，主要因偿还经营性负债，该公司负债总额较上年末减少 4.43 亿元至 71.23 亿元；主要因当期亏损，所有者权益较年初减少 0.69 亿元至 65.18 亿元。同期末，公司资产负债率微降至 52.22%，权益资本与刚性债务比率微降至 1.26 倍。

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

注：上表“占比”指占总负债的比重。

负债构成方面，该公司负债以刚性债务为主，近年来占比保持在 70% 左右。除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、预收款项及合同负债和其他应付款构成。公司应付账款主要系尚未到约定付款期或结算期的材料采购款和工程款，2021 年末主要因公司本部应付工程款增加而较上年末增加 4.60 亿元。预收款项及合同负债主要系预收货款及工程款，2021 年末增长主要因新开工项目预收工程款增加所致。其他应付款主要为保证金、押金、代扣代垫款及往来款，2019-2021 年末余额有所下降。

2022 年 3 月末，该公司主要因工程及材料采购款结算支付，应付账款较上年末减少 4.81 亿元至 14.13 亿元；其他主要负债科目金额较上年末变化不大。

负债期限结构方面，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 47.05%、53.93%、75.63%和 80.41%，主要因刚性债务结构调整而有所

上升。

(3) 刚性债务

图表 26. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	20.62	18.68	18.77	20.13
其中：短期借款	8.32	5.37	10.28	9.82
一年内到期的非流动负债	11.42	5.24	7.89	9.39
超短期融资券	-	7.00	-	-
应付票据	0.85	1.00	0.58	0.92
应付利息	0.03	0.07	0.03	-
中长期刚性债务合计	18.76	20.44	32.27	31.48
其中：长期借款	10.17	14.58	18.15	17.29
应付债券	8.54	5.85	14.12	14.19
其他中长期刚性债务	0.05	0.02	-	-
综合融资成本（年化）	3.08%	3.95%	3.48%	2.84%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：2019-2021 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，2022 年第一季度根据公司提供的期末银行借款和存续债券余额加权平均利率填列。

2019-2021 年末，该公司刚性债务余额分别为 39.38 亿元、39.12 亿元和 51.05 亿元。融资渠道方面，公司刚性债务以借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款，下同）为主，2019-2021 年末余额分别为 29.87 亿元、25.16 亿元和 36.01 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 75.84%、64.31% 和 70.54%，2021 年末因增加银行借款融资，占比有所回升。从借款类型来看，公司银行借款绝大部分为信用借款，少量保证借款主要由公司本部为下属子公司提供担保。承债主体方面看，公司刚性债务主要由本部承担，2021 年末本部刚性债务余额为 33.69 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 66%；其他刚性债务主要分布于下属昌都高争和高争股份。期限结构方面，2019-2021 年末中长期刚性债务占比分别为 47.64%、52.25% 和 63.22%，2021 年主要因长期借款增加及发行 21 天路 01，占比有所上升。

2022 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末微增 0.56 亿元至 51.60 亿元；刚性债务类型结构、期限结构及偿债主体分布方面未发生重大变化。

融资成本方面，根据财务报表数据测算，2019-2021 年该公司综合融资成本分别为 3.08%、3.95% 和 3.48%⁶。由于西藏地区企业借款融资能够持续享受低息政策优惠，公司近年来债务融资成本低，2021 年因借款融资增量较大，综合融资利率有所下降。2022 年第一季度根据公司借款和债券余额计算的加权平均利率为 2.84%。

⁶ 年化融资成本=全部利息支出/[当年末刚性债务余额+上年末刚性债务余额]/2]*100%。

图表 27. 公司借款及债权到期剩余期限结构及利率情况（单位：亿元）

到期剩余期限 利率区间	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)
0~1% (含 1%)	-	-	-	7.06
1~2% (含 2%)	7.19	-	-	-
2~3% (含 3%)	7.47	10.04	2.45	0.25
3~4% (含 4%)	2.62	-	-	-
4~5% (含 5%)	1.49	2.05	2.10	0.21
5~6% (含 6%)	0.18	5.00	-	-
6~7% (含 7%)	3.01	0.08	-	-
合计	21.96	17.17	4.55	7.52

资料来源：西藏天路（截至 2022 年 3 月末）

注：1）天路转债按照当前利率和到期日填列；2）其他设置回售/赎回条款的债券，均假设于下一个行权日全部行权到期；3）利率区间根据借款及债券于 2022 年 3 月末现行利率汇总填列。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
营业周期（天）	138.40	110.53	132.00	-
营业收入现金率（%）	98.61	98.32	101.39	193.44
业务现金收支净额（亿元）	10.70	10.67	1.80	-1.64
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.64	-4.72	-1.97	0.02
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	7.06	5.96	-0.16	-1.62
EBITDA（亿元）	12.52	12.89	5.26	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.39	0.33	0.12	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	12.63	8.31	3.36	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019-2021 年，该公司营业周期分别为 138.40 天、110.53 天和 132.00 天，2021 年主要因应收账款增长，营业周期有所延长。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 98.61%、98.32%、101.39% 和 193.44%，其中 2022 年第一季度主要因收到前期工程项目回款，该指标大幅上升。2021 年主要因建材业务收入规模收缩，盈利能力弱化，加之职工薪酬等现金支出增加，业务现金净流入规模大幅缩减，经营性现金流表现为小额净流出状态。2022 年第一季度受季节性因素影响，现金流入规模较小，而员工工资等固定开支较大，以致经营性现金流量净额为负；但得益于部分前期工程款项的回收，当期净流出规模同比缩减 3.18 亿元。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 12.52 亿元、12.89 亿元和 5.56 亿元，其中 2021 年主要因建材业务盈利收缩而大幅下降。EBITDA 原主要由利润总额贡献，2021 年占比大幅降至 21.83%；主要因刚性债务增长，当年

EBITDA 对债务及其孳息的覆盖能力明显下降。

(2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
回收投资与投资支付净额	-1.72	-1.71	-1.85	-1.28
取得投资收益收到的现金	1.17	0.14	0.51	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额	-8.59	-5.30	-3.18	-0.39
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.45	-10.26	9.94	-
投资环节产生的现金流量净额	-10.59	-17.13	5.42	-1.67

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，主要因实缴 PPP 项目公司出资及对联营企业投资，该公司回收投资与投资支付现金流净额持续为负。取得投资收益收到的现金来源于被投企业的现金分红，2019 年金额较大，主要来源于高新建材，2020-2021 年规模相对较小。因昌都二期、林芝水泥粉磨站等项目持续投入，购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净流量为负，2021 年以来随着项目基本投建完成，净流出规模有所缩减。2020-2021 年其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为-10.26 亿元和 9.94 亿元，主要系购买和赎回理财产品所致。整体看，主要受项目投建、理财产品申赎和企业股权投资影响，公司投资性现金流量净额波动较大。

(3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
权益类净融资额	0.38	-1.37	-0.88	-
债务类净融资额	14.39	1.80	10.02	-0.37
其中：现金利息支出	-0.78	-0.49	-1.61	-0.61
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.24	-0.36	-0.10	-0.02
筹资环节产生的现金流量净额	15.02	0.07	9.04	-0.39

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：现金利息支出以负值填列。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 15.02 亿元、0.07 亿元、9.04 亿元和-0.39 亿元，主要受债务性融资影响而呈波动态势。同期，公司吸收投资收到的现金分别为 1.82 亿元、1.11 亿元、0.53 亿元和 0 亿元，均系少数股东投资；扣除现金分红后，公司权益类融资净额分别为 0.38 亿元、-1.37 亿元、-0.88 亿元和 0 亿元。债务融资净额分别为 14.39 亿元、1.80 亿元、10.02 亿元和-0.37 亿元，2019 年主要因发行天路转债而呈大额净流入，2021 年公司增加银行借款并发行 21 天路 01，净融资规模亦较大。

4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产	金额 (亿元)	65.30	71.64	84.30	79.29
	在总资产中占比	56.96%	57.38%	59.57%	58.13%
其中: 货币资金 (亿元)		35.79	24.83	39.28	35.54
应收账款 (亿元)		16.04	12.76	19.53	17.08
其他应收款 (亿元)		3.78	3.39	3.90	3.99
存货 (亿元)		6.41	3.81	4.15	4.26
合同资产 (亿元)		-	12.72	13.40	12.16
其他流动资产 (亿元)		0.99	11.39	0.95	0.99
非流动资产	金额 (亿元)	49.33	53.21	57.22	57.11
	在总资产中占比	43.04%	42.62%	40.43%	41.87%
其中: 其他权益工具投资 (亿元)		4.97	6.05	6.94	6.94
长期股权投资 (亿元)		3.10	4.34	5.92	6.20
固定资产 (亿元)		28.92	28.72	36.14	35.46
在建工程 (亿元)		4.47	6.73	1.02	1.12
无形资产 (亿元)		3.79	4.28	4.54	4.80
商誉 (亿元)		1.49	1.48	1.48	1.48
期末全部受限资产账面金额 (亿元)		8.00	7.91	14.51	14.45
受限资产账面价值/总资产		6.98%	6.34%	10.25%	10.59%

资料来源: 根据西藏天路所提供数据整理。

2019-2021 年末, 该公司资产总额分别为 114.63 亿元、124.85 亿元和 141.52 亿元, 其中流动资产占比保持在 55-60% 左右。

该公司流动资产主要包括货币资金、合同资产、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产。2021 年末, 货币资金为 39.28 亿元, 其中受限金额为 0.85 亿元, 受限比率为 2.17%。应收账款账面价值为 19.53 亿元, 因已结算待支付工程款及商砼业务赊销增加而较上年末增加 6.77 亿元; 坏账准备余额为 2.60 亿元, 综合计提比例为 11.76%; 按组合计提坏账准备的应收账款占比为 97.86% (以余额计算, 下同), 其中账龄在一年以内的部分占比为 74.62%; 前五大应收账款债务人款项余额合计 6.66 亿元, 占比为 30.09%。其他应收款为 3.90 亿元, 主要为施工履约及农民工工资等保证金 (3.69 亿元)。存货为 4.15 亿元, 主要包括原材料 1.79 亿元、在产品 1.60 亿元和库存商品 0.74 亿元。合同资产为 13.40 亿元, 其中建筑业务产生的已完工未结算资产为 11.27 亿元, 未到期质保金为 2.13 亿元, 该科目账面价值及构成较上年末变化不大; 按合同归集的余额前五大项目合同资产共计 7.39 亿元, 占总余额的 52.46%。其他流动资产为 0.95 亿元, 较上年末减少 10.44 亿元, 主要系理财产品到期收回所致。

该公司非流动资产主要包括其他权益工具投资、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉。2021 年末, 其他权益工具投资账面价值为 6.94 亿元, 主要包括持有的中电建黔东南州高速公路投资有限公司 10.50% 的股份 (3.27 亿元)、中电建安徽长九新材料股份有限公司 (简称“安徽长九”) 11.07% 的股份 (2.44 亿元)、西藏银行股份有限公司 2.12% 的股份 (0.60 亿元)

和西藏开投海通水泥有限公司（简称“开投海通”）20%的股份（0.60 亿元）；较上年增加 1.13 亿元，系因安徽长九公允价值增加 1.13 亿元，其他公司股权账面价值均系初始投资成本。长期股权投资为 5.92 亿元，较上年末增加 1.58 亿元，主要因对 PPP 项目公司西昌乐和工程建设有限责任公司和中电建扶绥工程投资运营有限公司实缴出资 1.21 亿元和 0.23 亿元。固定资产和在建工程分别为 36.14 亿元和 1.02 亿元，较上年末分别增加 7.42 亿元和减少 5.70 亿元，主要因昌都二期工程等在建项目达到预定可使用状态而转固所致。无形资产为 4.54 亿元，主要包括土地使用权（2.60 亿元）和矿权（1.51 亿元）。商誉为 1.48 亿元，主要系公司收购重交再生产生的商誉 0.91 亿元，其余部分系重交再生以往溢价收购企业产生。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 136.41 亿元，较上年末减少 5.11 亿元。其中，货币资金减少 3.74 亿元至 35.54 亿元，主要因支付工程及材料款所致；应收账款减少 2.45 亿元至 17.08 亿元，主要得益于前期工程款的回笼；除上述科目外，其余资产科目较上年末变化均较小。当期末，公司受限资产账面价值总计 14.45 亿元，占总资产的比重为 10.59%；其中受限货币资金、固定资产和无形资产分别为 0.80 亿元、13.46 亿元和 0.20 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	162.28	186.47	195.71	200.84
现金比率（%）	89.84	67.51	95.43	97.73

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 162.28%、186.47%、195.71%和 200.84%，现金比率分别为 89.84%、67.51%、95.43%和 97.73%。2021 年以来得益于债务期限结构的调整及货币资金储备的增加，上述指标均有所提升，整体来看公司流动性表现较优。

6. 表外事项

根据审计报告所示，截至 2021 年末该公司对参股公司开投海通担保余额为 450 万元，金额较小，担保代偿风险不大。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担部分建筑业务及管理职能。2021 年末，公司本部总资产为 84.04 亿元，除账面价值为 26.14 亿元的长期股权投资外（其中对子公司投资为 21.01 亿元，其他主要为对高新建材及 PPP 项目公司投资），还包括：货币资金 22.28 亿元，应收账款及合同负债合计 15.80 亿元（主要产生于本部建筑业务），其他应收款 9.04 亿元（主要包括保证金 2.04 亿元和代收代付款 6.66 亿元），其他权益工具投资 6.34 亿元。公司本部负债总额为 51.64

亿元，其中刚性债务余额为 33.69 亿元，应付账款为 10.29 亿元（主要系未结算支付的工程款），其他应收款为 6.34 亿元（主要系应付下属公司资金归集款）；所有者权益为 32.40 亿元，资产负债率为 61.45%。2021 年公司本部实现收入 23.01 亿元，主要产生于建筑业务；实现投资收益 2.45 亿元，主要系确认的下属公司收益；主要在投资收益补充下，公司当年实现净利润 1.94 亿元；经营性现金净流量为 2.43 亿元。公司本部开展建筑业务能够产生一定规模的收入和现金流，且公司本部对下属子公司实施较为严格的账户管理，并能够实现部分账户资金的归集，资金调拨能力较强，能够为账务偿付提供一定的保障。

外部支持因素

1. 政策支持

该公司能够持续享受多项优惠政策。税率优惠方面，公司本部及 17 家子公司 2021 年持续享受《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58 号）文件规定的按 15% 的税率缴纳企业所得税；其中本部及 5 家子公司根据《关于印发西藏自治区招商引资优惠政策若干规定（试行）的通知》（藏政发[2018]25 号）文件规定，可在享受前述西部大开发 15% 所得税税率基础上，进一步免于征收自治区企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享的部分（6%），即所得税执行税率为 9%。金融政策方面，根据上述藏政发[2018]25 号文件，公司向在藏银行业金融机构申请用于西藏自治区境内项目建设、生产经营等符合条件的贷款，持续享受比全国贷款基准利率低 2 个百分点的利率优惠政策。

2. 金融机构支持

截至 2022 年 3 月末，该公司共获得银行贷款授信 109.27 亿元，其中大型国有商业银行授信额度为 39.19 亿元，占授信总额的 36.78%；公司已使用授信为 46.08 亿元，未使用授信 63.19 亿元，后续融资空间较为充足。

图表 33. 金融机构的信贷支持

机构类别	贷款授信	已使用授信	剩余授信
全部（亿元）	109.27	46.08	63.19
其中：国家政策性金融机构（亿元）	1.00	1.00	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	39.19	25.93	13.26
其中：大型国有金融机构占比	36.78%	58.43%	20.99%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）。

带特定条款的债项跟踪分析

1. 天路转债

天路转债系可转换公司债券，转股标的为该公司 A 股股票，转股期限自发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至债券到期日止，即 2020 年 5 月 2 日至 2025 年 10 月 27 日，初始转股价格为 7.24 元/股。

天路转债除设置到期赎回条款外，还设置了有条件赎回条款。若在天路转债转股期内，该公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当天路转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权赎回全部或部分未转股的债券。

另外，天路转债设置了有条件回售和附加回售条款，一定程度上维护了债券持有人的利益。若天路转债最后 2 个计息年度，该公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70% 时，债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若天路转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证券监督管理委员会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证券监督管理委员会认定为改变募集资金用途的，债券持有人享有一次以面值（含当期利息）的价格向公司回售其持有的部分或全部可转债的权利。

2. 21 西藏天路 MTN001

21 西藏天路 MTN001 附发行人利率调整选择权和投资人回售选择权。在本期中期票据存续期的第 2 个计息年度末，该公司有权选择上调或者下调本期中期票据的票面利率。调整后的票面利率在后 1 个计息年度固定不变。公司披露投资人回售选择权行使公告后，投资人有权选择在投资人回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。

3. 21 天路 01

21 天路 01 附发行人利率调整选择权和投资者回售选择权。该公司有权决定在本期债券存续期的第 2 年末和第 4 年末调整后续期限的票面利率。公司将于第 2 个和第 4 个计息年度付息日前的第 30 个交易日，在证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 2 个和第 4 个计息年度付息日将持有的债券按票面金额全部或部分回售给公司，公司将按照上交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

跟踪评级结论

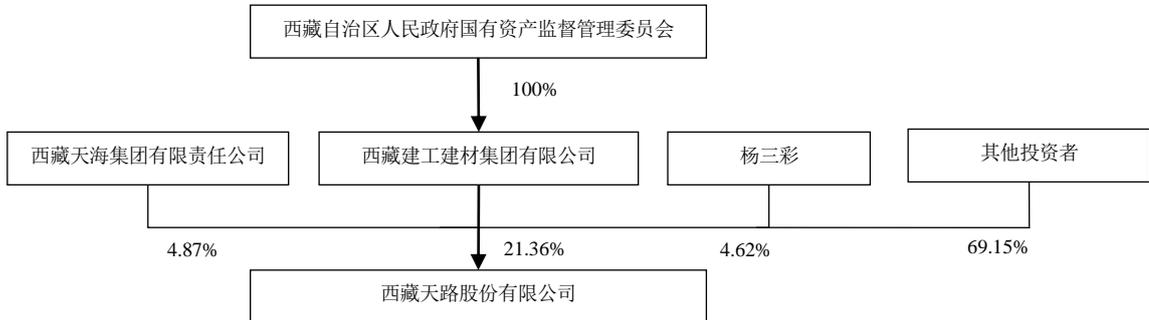
跟踪期内该公司控股股东变更为藏建集团，实际控制人仍为西藏自治区国资委。公司核心主业仍为以水泥为主的建材业务和建筑业务。因西藏自治区重大项目推进滞缓，水泥需求缩减，同时区内产能大幅增加，市场竞争加剧，公司水泥销售量价齐跌，水泥业务收入大幅下滑；受煤炭价格上涨及销售费用核算调整影响，毛利率大幅下降。2021年公司建筑施工项目进入建设高峰期，业务收入大幅增长；项目仍面临一定的结算和回款压力。

跟踪期内，该公司债务规模有所增长，资产负债率有所上升，但当前尚处合理水平。公司增量债务以中长期债务为主，期限结构有所改善。公司能够持续享受西藏自治区银行融资贴息政策，融资成本低。受建材业务影响，2021年公司经营性现金流表现有所弱化，但公司货币资金较充裕，剩余授信较充足，可为债务偿付提供一定保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）西藏自治区重大项目后续开工建设情况及对水泥需求的支撑；（2）自治区内水泥企业协同意愿及自愿错峰生产执行情况；（3）该公司水泥销售及煤炭采购价格走势及成本转移情况；（4）公司昌都二期项目投产情况；（5）公司本部建筑施工资质提升及业务拓展情况；（6）建筑及商砼业务结算及回款情况；（7）本次债券转股情况等。

附录一：

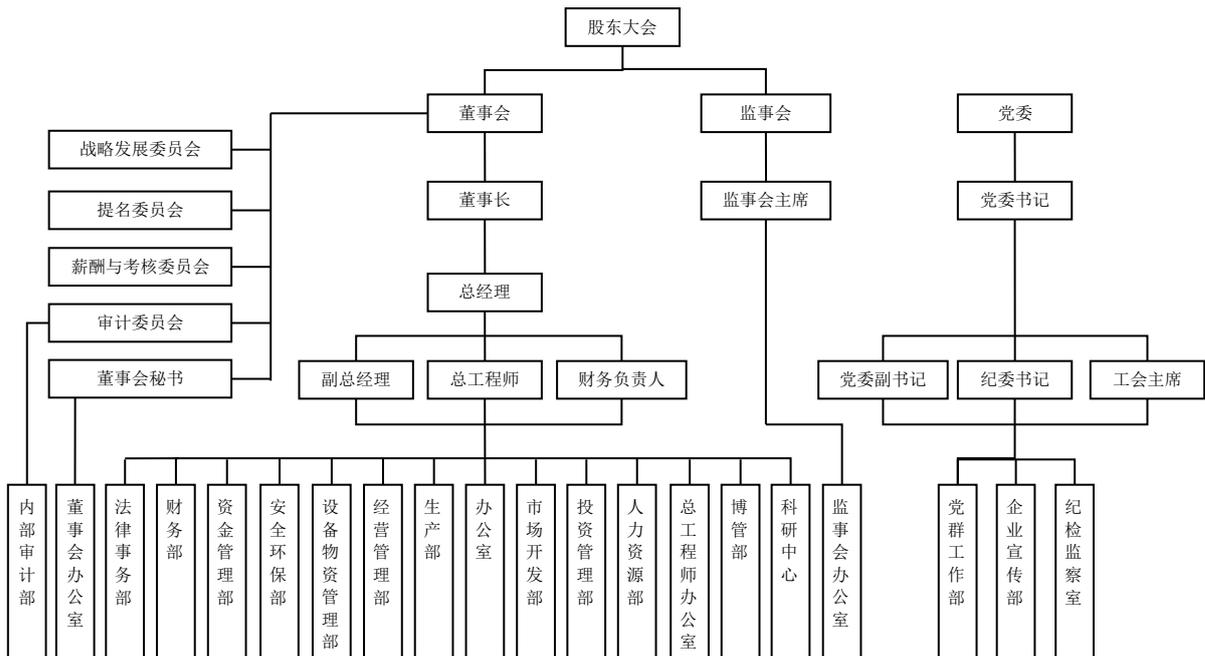
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏天路提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据西藏天路提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
西藏建工建材集团有限公司	藏建集团	控股股东	-	建材、建筑、房地产业务等	91.35	105.13	92.41	1.33	0.11	合并口径
西藏天路股份有限公司	西藏天路	本级	-	建筑业务	33.69	32.40	23.01	1.94	2.43	母公司口径
西藏高争建材股份有限公司	高争股份	子公司	60.02	建材的生产与销售	10.31	37.76	23.35	1.91	-1.31	合并口径
西藏昌都高争建材股份有限公司	昌都高争	子公司	64.00	建材的生产与销售	4.42	9.76	2.18	-1.13	-0.61	
重庆重交再生资源开发股份有限公司	重交再生	子公司	51.00	矿物制品业	2.69	3.83	10.88	0.51	0.48	合并口径

注：根据西藏天路所提供的资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	114.63	124.85	141.52	136.41
货币资金 [亿元]	35.79	24.83	39.28	35.54
刚性债务[亿元]	39.38	39.12	51.05	51.60
所有者权益[亿元]	55.46	65.71	65.87	65.18
营业收入[亿元]	56.21	70.77	57.77	6.94
净利润[亿元]	8.33	7.99	1.00	-0.70
EBITDA[亿元]	12.52	12.89	5.26	-
经营性现金净流入量[亿元]	7.06	5.96	-0.16	-1.62
投资性现金净流入量[亿元]	-10.59	-17.13	5.42	-1.67
资产负债率[%]	51.62	47.37	53.46	52.22
权益资本与刚性债务比率[%]	140.82	167.96	129.03	126.31
流动比率[%]	162.28	186.47	195.71	200.84
现金比率[%]	89.84	67.51	95.43	97.73
利息保障倍数[倍]	10.49	6.80	1.73	-
担保比率[%]	-	-	0.07	0.07
营业周期[天]	138.40	110.53	132.00	-
毛利率[%]	31.09	27.38	16.16	8.14
营业利润率[%]	16.42	12.53	1.79	-9.91
总资产报酬率[%]	10.38	8.81	2.04	-
净资产收益率[%]	16.92	13.20	1.53	-
净资产收益率*[%]	12.97	10.86	0.91	-
营业收入现金率[%]	98.61	98.32	101.39	193.44
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	20.63	15.15	-0.40	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.94	-18.88	7.80	-
EBITDA/利息支出[倍]	12.63	8.31	3.36	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.33	0.12	-

注：表中数据依据西藏天路经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录六：

发行人本次评级模型打分表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	7
		盈利能力	4
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	2
		现金流状况	5
		负债结构和资产质量	2
		流动性	1
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录七：

本机构历次评级情况

评级类型	评级对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级		历史首次评级	2018年12月28日	AA/稳定	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2021年7月20日	AA/稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2022年6月17日	AA/稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	天路转债	历史首次评级	2018年12月28日	AA	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
		前次评级	2021年6月8日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2022年6月17日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	21 西藏天路 MTN001	历史首次评级	2020年12月31日	AA	杨亿、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		前次评级	2021年6月8日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2022年6月17日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-
债项评级	21 天路 01	历史首次评级	2021年7月20日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
		本次评级	2022年6月17日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。