





内部编号: 2023060222

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

分析师: 杨亿 杨亿  yangyi@shxsj.com  
覃斌 覃斌  qb@shxsj.com

评级总监: 张明海   
联系电话: (021) 63501349  
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层  
公司网站: www.shxsj.com



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.

## 评级声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100204】

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

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	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	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
天路转债：	AA/稳定/AA/2023年6月16日	AA/稳定/AA/2022年6月17日	AA/稳定/AA/2022年6月17日	AA/稳定/AA/2018年12月28日		
21 西藏天路 MTN001：	AA/稳定/AA/2023年6月16日	AA/稳定/AA/2022年6月17日	AA/稳定/AA/2022年6月17日	AA/稳定/AA/2020年12月31日		
21 天路 01：	AA/稳定/AA/2023年6月16日	AA/稳定/AA/2022年6月17日	AA/稳定/AA/2022年6月17日	AA/稳定/AA/2021年7月20日		
23 天路 01：	AA/稳定/AA/2023年6月16日	-	-	AA/稳定/AA/2023年1月12日		

## 跟踪评级观点

### 主要优势：

- 水泥业务的区域市场地位较高。西藏天路系西藏自治区水泥先发企业，目前投产产能排名仍系区内首位，具有一定的规模优势，且公司品牌在区内认可度较高。
- 政策支持。西藏天路能够持续享受低所得税及低息贷款等优惠政策，可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：

- 2022 年亏损严重。2022 年受外部因素影响，西藏自治区水泥需求疲弱，西藏天路水泥销量下滑，叠加煤炭价格上涨及产能开工不足影响，水泥业务毛利大幅缩减。公司工程项目推进情况欠佳，施工内容变动及赶工影响下，建筑业务毛利亦有所下降。公司当年亏损额大，盈利能力显著下降。
- 煤炭保供风险及成本转嫁压力。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。2022 年西藏天路煤炭采购均价同比大幅上涨，2023 年第一季度采购价格维持高位，公司水泥业务成本转嫁压力较大。
- 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。
- 建筑业务结算及回款风险。西藏天路因建筑业务开展产生的合同资产及应收账款规模较大，面临一定的结算及回款风险。
- 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分析，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。

## 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
<b>母公司口径数据：</b>				
货币资金[亿元]	7.66	22.28	13.94	14.12
刚性债务[亿元]	25.93	33.69	35.67	37.40
所有者权益[亿元]	30.54	32.40	29.37	28.96
经营性现金净流入量[亿元]	-2.40	2.43	-1.61	-1.90
<b>合并口径数据及指标：</b>				

### 主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
总资产[亿元]	124.85	141.52	137.05	133.14
总负债[亿元]	59.14	75.65	77.66	74.82
刚性债务[亿元]	39.12	51.05	52.00	52.50
所有者权益[亿元]	65.71	65.87	59.39	58.32
营业收入[亿元]	70.77	57.77	38.45	5.32
净利润[亿元]	7.99	1.00	-6.02	-1.07
经营性现金净流入量[亿元]	5.96	-0.16	-0.49	-0.01
EBITDA[亿元]	12.89	5.20	-1.18	-
资产负债率[%]	47.37	53.46	56.66	56.20
权益资本与刚性债务比率[%]	167.96	129.03	114.23	111.09
流动比率[%]	186.47	195.71	149.33	157.92
现金比率[%]	67.51	95.43	66.98	72.31
利息保障倍数[倍]	6.80	1.73	-2.48	-
净资产收益率[%]	13.20	1.53	-9.61	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.15	-0.40	-1.02	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.88	7.80	-9.71	-
EBITDA/利息支出[倍]	8.31	3.32	-0.67	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.12	-0.02	-

注：根据西藏天路经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	4	
	初始信用级别		a <sup>+</sup>
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由： 无			
个体信用级别		a <sup>+</sup>	
外部支持	支持因素	+2	
	支持理由： 西藏天路系控股股东藏建集团体系内建材和建筑业务的核心运营实体，在必要时可获得股东的支持。		
主体信用级别		AA	

### 同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据				
	产能（水泥熟料，万吨/年）	营业收入（亿元）	毛利率（%）	资产负债率（%）	经营性现金净流量（亿元）
中建材集团	39,026.00	3,799.82	17.59	66.62	376.24
海螺水泥	22,094.00	1,320.22	21.30	19.67	96.49
上峰水泥	1,442.00	71.35	33.62	43.35	10.20
西藏天路	325.00	38.45	4.71	56.66	-0.49

注 1：中建材集团全称为中国建材集团有限公司，海螺水泥全称为安徽海螺水泥股份有限公司，上峰水泥全称为甘肃上峰水泥股份有限公司。

注 2：除西藏天路外，上表其他公司产能数据均来源于中国水泥协会。

# 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、西藏天路股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）（面向专业投资者）和西藏天路股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（分别简称天路转债、21 西藏天路 MTN001、21 天路 01 及 23 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 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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。如图表 1 所示，天路转债所募集资金拟用于 3 个项目建设和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 2023 年 3 月末募集资金已使用完毕。

图表 1. 截至 2023 年 3 月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	已累计投入募集金额
昌都新建 2,000t/d 熟料新型干法水泥生产线（二期）项目（简称“昌都二期项目”）	3.79	3.79
林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站项目（简称“林芝水泥粉磨站项目”）	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	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	3.01
<b>合计</b>	<b>10.87</b>	<b>10.87</b>

资料来源：西藏天路

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。公司分别于 2021 年 7 月和 2023 年 3 月发行了 21 天路 01 和 23 天路 01，发行金额均为 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 2023 年 5 月末，该公司存续债券如图表 2 所示，待偿还本金余额合计 17.58 亿元，付息情况（若有）均正常。

图表 2. 截至 2023 年 5 月末公司存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	起息日	到期日	待偿还本金余额（亿元）	本息兑付情况
23 天路 01	5.00	2+2+1	6.00	2023-03-02	2028-03-02	5.00	未到付息期
21 天路 01	5.00	2+2+1	5.15	2021-07-29	2026-07-29	5.00	付息正常
21 西藏天路 MTN001	3.00	2+1	6.30	2021-03-17	2024-03-17	0.53	付息正常
天路转债	10.87	6	0.40	2019-10-28	2025-10-28	7.06	付息正常
<b>合计</b>	<b>23.87</b>	-	-	-	-	<b>17.58</b>	-

资料来源：Wind

## 1. 外部环境

### (1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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

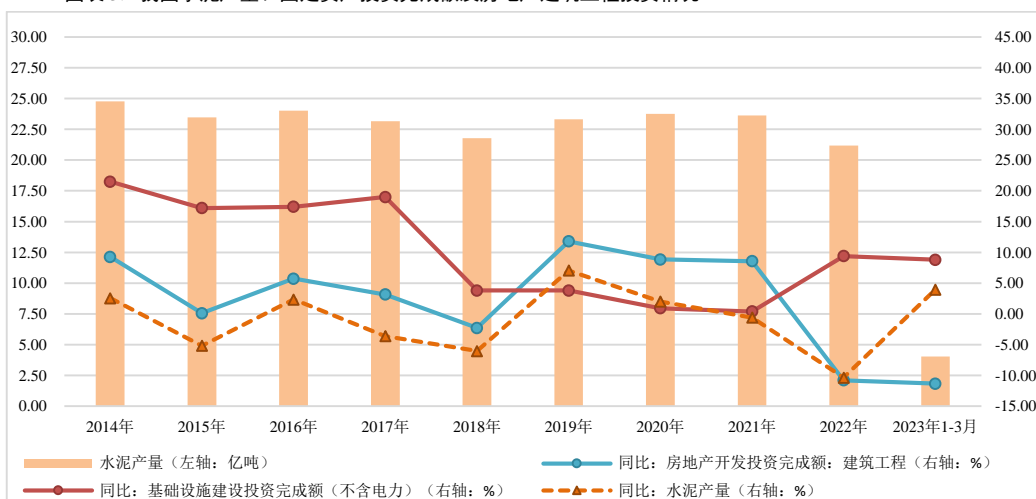
2022 年我国房地产行业景气度持续下行，建筑工程投资深跌，加之基建投资拉动效应较弱，水泥需求明显收缩。当年水泥价格整体呈下行态势，而主要成本端因素煤炭价格却有所上涨，行业成本压力难以转嫁下游，以致利润显著下降。

#### A. 行业概况

水泥广泛应用于土木建筑、水利、国防等工程，作为重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。我国进入经济发展新常态后，固定资产投资增长整体放缓，2020-2022 年增速分别为 2.90%、4.90%和 5.10%，其中 2020 年受外部因素影响增速同比下滑 2.50 个百分点，2021 年以

来呈恢复性增长。固定资产投资中房地产和基础设施投资对水泥需求影响程度大。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，建筑工程投资额能够作为水泥即期需求释放的判断依据，2020-2022 年其增速分别为 8.85%、8.86%和-10.80%，2022 年房地产行业景气度下行，建筑工程投资深跌，对水泥需求拖累明显。同期，我国基础设施建设投资（不含电力）增速分别为 0.90%、0.40%和 9.40%，2022 年投资虽实现快速增长，但受外部因素影响，施工节奏被打乱，影响了水泥需求的实际释放。2023 年第一季度，我国固定资产投资完成额同比增长 5.10%，增速同比下降 4.20 个百分点。其中，房地产开发投资恢复情况欠佳，当期建筑工程投资同比下降 11.33%，增速同比下降 12.89 个百分点；基础设施投资同比增长 8.80%，增速同比基本持平。

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



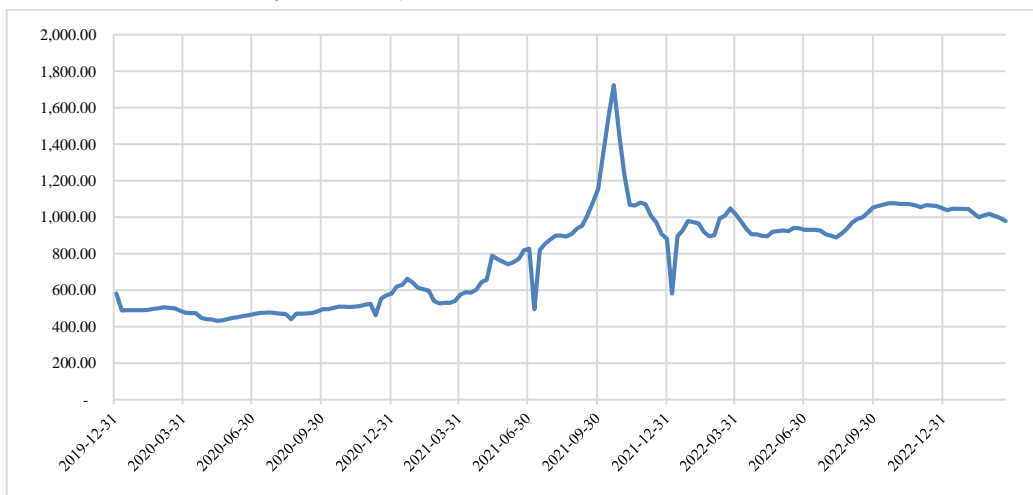
资料来源: Wind

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。根据水泥网数据显示，2020-2022 年我国产能置换项目水泥熟料设计年产能分别为 7,027.51 万吨、3,995.9 万吨和 449.5 万吨，产能置换项目建成投产新增产能分别为 3,763.4 万吨、3,183.7 万吨和 2,318.8 万吨。尽管修订优化后的产能置换政策已于 2021 年 8 月起实行，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质性改善。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。2020-2022 年全国水泥产量分别为 23.77 亿吨、23.63 亿吨和 21.18 亿吨，其中 2022 年因水泥需求走弱，多地对错峰生产政策进行了强化，当年水泥产量同比减少 10.36%，创 2012 年以来最低值。2023 年第一季度，全国水泥产量同比微增 3.97%至 4.02 亿吨。

水泥行业资源与能源消耗量大。石灰质原料（主要为石灰石）为水泥生产中最主要的原材料，虽然行业内企业水泥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，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；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 880 元/吨左右，全年价格中枢在 850 元/吨左右，较上年上涨近 360 元/吨；2022 年煤炭价格整体处于高位，年内呈前低后高走势，年末价格升至 1,050 元/吨，当年价格振幅虽远小于上年，

但全年价格重心较上年上升 130 元/吨至 980 元/吨左右；2023 年第一季度煤炭价格小幅下降，季末价格降至 970 元/吨左右，当期均价同比上涨约 70 元/吨。总体看，2022 年以来水泥企业燃料成本压力持续上升。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。水泥行业系高能耗行业，2022 年主要由于市场化购电尚处过渡期，尚未观测到行业企业电力采购价的明显上涨，但未来随着电价市场化机制的逐步落实，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）

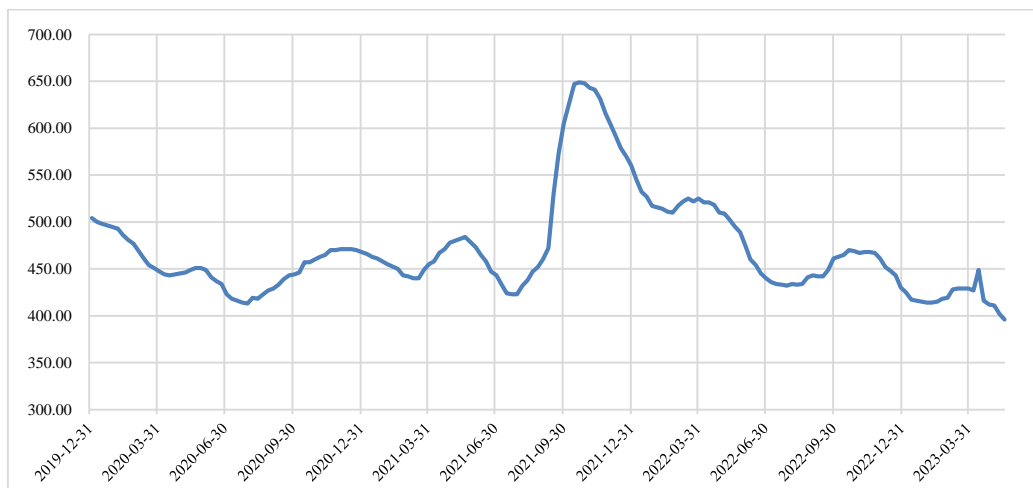


资料来源：百川盈孚

受下游行业影响，水泥需求淡季明显，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，传统春节淡季期间价格下行，3 月中旬至 5 月中旬价格开始反弹回升，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，随后价格企稳回升，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 年水泥价格整体呈震荡下行走势，旺季不旺淡季更淡。春节期间水泥价格延续上年末下行走势，3 月价格小幅回升至 525 元/吨，4 月起主要受封控因素影响，价格再次回落，之后叠加雨季和高温因素，7 月末价格最低降至 432 元/吨，随后价格缓慢上调，9 月以来受需求较弱影响，传统旺季提价亦不明显，价格最高回升至 470 元/吨，12 月起价格下降，至年末价格降至 430 元/吨。2023 年第一季度水泥价格较为稳定，3 月起价格短期上涨后，4 月中旬起价格再次进入下行轨道。



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 2020-2021 年水泥行业分别实现收入 1.00 万亿元和 1.08 万亿元,利润总额分别为 1,833 亿元和 1,694 亿元; 2022 年根据中国水泥协会测算,行业营业收入约为 9,500 亿元,利润总额约为 680 亿元。2022 年 8 月以来水泥价格上调幅度较小,煤炭价格上涨带来的成本压力转嫁不足,盈利空间明显收窄,加之需求较弱,产销量下降影响,全年行业收入及利润总额同比大幅下降。

### 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、规范产能置换行为等。2020 年工信部及环境部发布的《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》提出错峰生产将持续常态化开展。2021 年工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法》(工信部原[2021]80 号),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。2022 年四部门发布了《建材行业碳达峰实施方案》,在能耗控制及碳排放等方面设定了压降目标,提出了强化总量控制等重点任务。能耗及碳排放控制将倒逼企业提升技术水平,落后企业或将被挤出。

图表 6. 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,加强规范和准入管理;淘汰落后产能,引导产能有序退出等。	提出了化解产能过剩遏制产能扩张的总体要求。
工信部、环保部	2015 年	《工业和信息化部、环境保护部关于在北方采暖区全面试行冬季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/直辖市水泥熟料生产线试行错峰生产。	明确北方 15 省份采暖季期间水泥错峰生产时间安排。
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》	北方 15 个省/自治区/直辖市所有水泥生产线在 2016-2020 年期间执行错峰生产;其他地区应结合本地实际,在春节、酷暑伏天、雨季和重大活动期间开展错峰生产。	明确北方 15 省份采暖季期间水泥错峰生产时间安排。其他地区结合实际自行开展。
环保部、国家发改委、工信部、公安	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。	加大错峰力度,采暖季实施停产,且水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

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
部、财政部、住建部等				
工信部	2017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	针对大气污染防治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、环境部	2020年	《工业和信息化部、生态环境部关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》	推动全国水泥错峰生产地域和时间常态化。其中，北方15个省/自治区/直辖市时间确定，其他地区应结合本地实际，在春节、酷暑伏天、雨季和重大活动期间开展错峰生产。	推进错峰生产常态化开展。
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。
工信部、国家发改委、环境部、住建部	2022年	《四部门关于印发建材行业碳达峰实施方案的通知》	主要目标：十四五期间，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上。十五五期间，建材行业绿色低碳关键技术产业化实现重大突破，原燃料替代水平大幅提高，基本建立绿色低碳循环发展的产业体系。确保2030年实现碳达峰。 重点任务：总量控制方面，引导低效产能退出、防范过剩产能新增、完善错峰生产；推动原料替代；转换用能结构；加快技术创新；推进绿色制造。	行业产能控制及错峰生产持续开展。能耗及碳排放控制倒逼企业提升技术水平，落后企业或将被挤出。

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。

#### 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，通过“减产量”的方式改善供需关系。错峰生产未来虽将常态化开展，但错峰力度及落实情况仍有待持续关注。

**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。2022年受外部因素影响，重大项目建设停滞时间较长，区内水泥需求持续下滑。2020-2021年区内多条新建生产线投产使得水泥供应能力大幅增加，2022年需求不振情况下供需矛盾愈发突出。2023年以来西藏地区经济运行企稳回升，重大项目推进良好刺激水泥需求增长，产能过剩情况有所改善。**

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，2020-2022年西藏自治区固定资产投资完成额增长率分别为5.4%、-14.2%和-18.0%；其中交通运输、仓储和邮政业投资增长率分别为-15.3%、-27.1%和-38.6%，投资持续收缩，水利、环境和公共设施管理业投资增长率分别为23.4%、4.8%和32.7%，2022年大幅增长主要得益于区内水电站建设投资力度加大。房地产投资方面，2020-2022年西藏自治区房地产开发投资额分别为165.47亿元、141.97亿元和60.68亿元，2021年增长率首次转负，2022年维持负增长状态。2023年以来西藏自治区经济运行企稳回升，wind数据显示当年1-4月区内固定资产投资同比大幅增长59.80%。

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，截至2022年末实际共有6条投产，其中2018年、2020年和2021年新投产生产线个数分别为2条、2条和2条，熟料设计产能合计分别为5,500吨/日、6,500吨/日和6,000吨/日。截至2022年末西藏自治区共有新型干法水泥熟料生产线15条，其中已正式投产生产线共计13条，熟料设计产能合计33,000吨/日，2020年以来新投产产能增长了近60%。根据Wind数据显示，2020-2022年西藏自治区水泥产量分别为1,085.04万吨、991.59万吨和792.74万吨，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年受外部因素影响，重大项目建设停滞时间较长，区内水泥需求进一步下滑，水泥产量同比减少20.05%。2023年以来，西藏重大项目推进情况良好，刺激水泥需求增长，1-4月区内水泥产量为251.33万吨，同比增长33.49%。

图表 7. 截至 2022 年末西藏自治区水泥熟料生产线情况

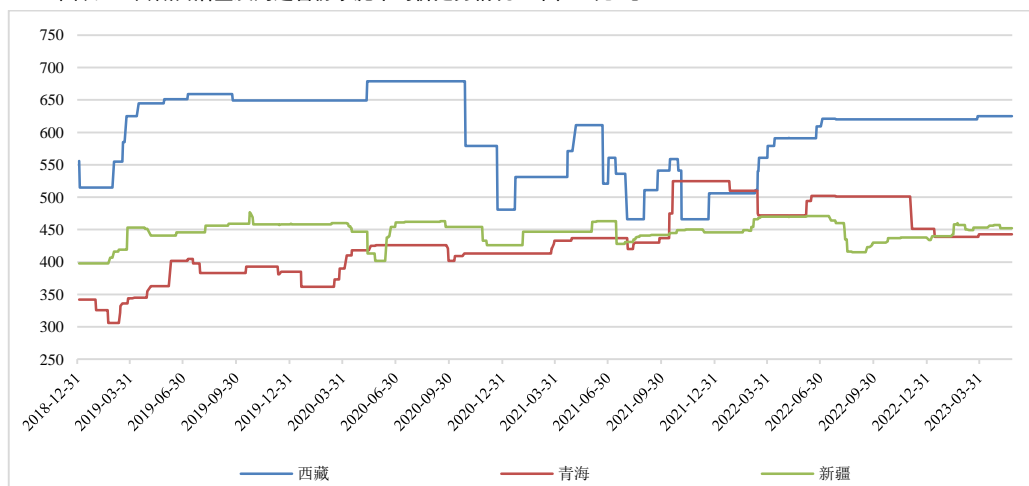
所在地市	序号	企业名称	建成投产日期	设计产能 (吨/天)	备注
拉萨市	1	西藏高争建材股份有限公司	2005年4月	2000	西藏天路合并范围
	2		2009年6月	2000	西藏天路合并范围

所在地市	序号	企业名称	建成投产日期	设计产能(吨/天)	备注
	3		2017年5月	4000	西藏天路合并范围
	4	拉萨城投祁连山水泥有限公司	2020年7月	4000	产能置换
昌都市	5	西藏昌都高争建材股份有限公司	2014年12月	2000	西藏天路合并范围
	6		未正式投产	2000	西藏天路合并范围；产能置换
	7	八宿县海螺水泥有限责任公司	2020年8月	2500	产能置换
	8	西藏开投海通水泥有限公司	2021年5月	2000	
山南市	9	华新水泥(西藏)有限公司	2008年9月	1000	
	10		2010年10月	2000	
	11		2018年8月	3000	
	12	西藏中材祁连山水泥有限公司	2021年5月	4000	
日喀则市	13	西藏日喀则高新雪莲水泥有限公司	2015年2月	2000	
	14		2018年10月	2500	
	15	日喀则市雅曲新型建材有限公司	未正式投产	4000	产能置换
合计				39,000	-

资料来源：公开资料，新世纪评级整理。

由于西藏自治区的地理位置和地形地貌原因，水泥运进及运出成本高，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，2020 年前三季度西藏自治区水泥平均价格稳定在 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。2022 年 3 月中下旬起区内水泥价格有所回升，当年 7 月起至 2023 年 5 月价格稳定在 620 元/吨左右。

图表 8. 西藏自治区及周边省份水泥平均价走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

## 2. 业务运营

2022 年，外部因素影响下，西藏自治区内建设项目推进受阻，对该公司建材及建筑业务的开展产生了较大的负面影响。建材业务方面，虽然区内开始执行错峰生产，水泥价格有所回升，但因区域需求疲弱，公司销量大幅下降，水泥业务收入大幅下滑；受煤炭价格大幅上涨及开工率下降影响，业务毛利率大幅下降。建筑业务方面，公司新签合同金额有所下降，承接项目进度不及预期，业务收入亦大幅下降，受赶工等因素影响，盈利空间有所收窄，并持续面临一定的结算和回款压力。因营业毛利缩减，加之减值损失增加，公司亏损额大。2023 年第一季度，公司建材业务经营情况虽初现好转态势，

但建筑业务恢复情况仍欠佳，公司当期仍呈亏损状态。

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合状况。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。

除上述核心主业外，该公司还开展贸易业务，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“安徽天路贸易公司”）及林芝高争商贸有限公司（简称“林芝商贸”）等负责运营，2022 年安徽天路贸易公司和林芝商贸完成注销，天路国贸自当年下半年暂停开展业务，公司贸易业务显著收缩。

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 9. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
<b>营业收入合计</b>	<b>70.77</b>	<b>57.77</b>	<b>38.45</b>	<b>5.32</b>	<b>6.94</b>
其中：核心业务营业收入	58.87	57.00	38.21	5.20	6.57
在营业收入中所占比重（%）	83.19	98.67	99.37	97.84	94.59
其中：（1）水泥	31.88	20.26	16.16	2.83	2.17
在核心业务收入中所占比重（%）	54.16	35.54	42.30	54.34	32.98
（2）商砼	6.51	6.16	2.18	0.39	0.36
在核心业务收入中所占比重（%）	11.06	10.80	5.71	7.57	5.53
（3）骨料	0.23	0.19	0.15	0.02	0.17
在核心业务收入中所占比重（%）	0.38	0.34	0.39	0.47	2.58
（4）沥青砼	3.87	3.95	2.99	0.46	0.58
在核心业务收入中所占比重（%）	6.58	6.93	7.82	8.84	8.84
（5）建筑业务	16.38	26.44	16.73	1.50	3.29
在核心业务收入中所占比重（%）	27.82	46.39	43.78	28.77	50.07
<b>毛利率（%）</b>	<b>27.38</b>	<b>16.16</b>	<b>4.71</b>	<b>4.78</b>	<b>8.14</b>
其中：（1）水泥（%）	45.98	22.00	5.05	4.86	4.82
（2）商砼（%）	24.85	22.24	12.90	-4.44	-7.82
（3）骨料（%）	56.49	8.08	19.56	12.07	-5.37
（4）沥青砼（%）	28.33	22.10	14.00	8.25	15.29
（5）建筑业务（%）	8.46	8.67	1.19	5.32	11.64

资料来源：西藏天路

2020-2022 年，该公司营业收入分别为 70.77 亿元、57.77 亿元和 38.45 亿元，2021 年主要系贸易业务收入改为净额法确认加之水泥收入下滑，营业收入同比减少 18.37%，2022 年受外部因素影响，各类建材及建筑业务收入均有所下降，营业收入同比减少 33.44%。公司收入及毛利主要由建材业务贡献，同期建材业务收入占营业收入的比重分别为 60.04%、52.90%和 55.87%，营业毛利占比分别为 90.35%、71.94%和 85.27%。2020-2022 年，公司综合毛利率分别为 27.38%、16.16%和 4.71%，持续下降，2022 年除骨料外其他建材产品以及建筑业务毛利率均有所下降，综合毛利率同比下降 11.45 个百分点。

2023 年第一季度，主要受建筑业务影响，该公司营业收入同比减少 23.41%至 5.32 亿元，综合毛利率同比下降 3.36 个百分点至 4.86%。

## 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。

水泥业务产能变化方面，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，2021年以来公司熟料及水泥产能未发生变化<sup>1</sup>。截至2023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2023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2023年3月末公司共有骨料基地1个，年产能为150万吨。公司系西藏自治区水泥行业先发企业，2020年以来区内虽先后有4条生产线投产，但公司仍为区内最大的水泥生产企业，控股产能占比达35%左右，市场地位仍较突出。

图表 10. 公司水泥相关产品产能及产销情况

产品	指标	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
熟料	产能（万吨）	325.00	325.00	325.00	325.00
	产量（万吨）	456.62	337.47	257.50	15.49
	产能利用率	140.50%	103.84%	79.23%	19.06%
水泥	产能（万吨）	615.00	615.00	615.00	615.00
	产量（万吨）	649.95	450.51	314.40	55.33
	其中：P.O.32.5 标号	189.14	122.48	50.00	-
	其中：P.O.42.5 标号	447.69	317.67	256.62	54.71
	其中：P.O.52.5 标号	13.12	1.19	7.78	0.62
	产能利用率	105.68%	73.25%	51.12%	35.99%
	销量（万吨）	654.20	439.32	319.63	56.07
	销售均价（元/吨）	570.21	442.02	453.44	494.49
	产销率	100.65%	97.52%	101.66%	101.34%
商砼	产能（万立方米）	260.00	260.00	260.00	260.00
	产销量（万立方米）	139.11	137.14	80.71	11.96
	产能利用率	53.50%	52.75%	31.04%	18.40%
	销售均价（元/立方米）	520.63	455.08	433.62	459.01
骨料	产能（万吨）	150.00	150.00	150.00	150.00
	产量（万吨）	296.79	50.69	45.63	5.63
	产能利用率	197.86%	33.79%	30.42%	15.01%
	销量（万吨）	44.02	50.69	45.63	5.63
	销售均价（元/吨）	34.50	30.53	32.24	33.43

资料来源：西藏天路

注：1）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；2）销售均价不含运费及税费；3）骨料以公司石灰石矿山开采出的废石加工而成，上表2020年数据包括产出的石灰石。

2020-2022年，该公司熟料产量分别为456.62万吨、337.47万吨和257.50万吨，产能利用率分别为140.50%、103.84%和79.23%。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；2022年受外部因素影响，区内重大项目推进受阻，水泥需求疲弱，在西藏自治区建材工业协会（简称“自治区建材协会”）督导下，区内各水泥生产企业开展错峰生产，当年公司熟料产量及产能利用率进一步下降。公司生产的熟料均自用于生产水泥，2022年受市场需求和竞争因素影响，公司水泥产销量分别减少30.21%和27.24%。2022年下半年起响应国家相关政策，全面取消32.5标号水泥，当年高标号水泥产销占比提升。2022年公司水泥下游及相关建材产品商砼及骨料产销量同比分别减少41.15%和9.98%。2023年第一季度，公

<sup>1</sup> 2020年末公司下属昌都高争2,000t/d熟料生产线虽建成点火，但受环保督查整改影响，截至2023年3月末该线未实际投产，目前整改已基本完成，等待验收批复，2023年4月起已投入试运行。

司熟料产量同比微减 2.02%至 15.49 万吨，得益于区内水泥需求恢复，公司水泥产销量同比分别增长 13.31%和 12.01%至 55.33 万吨和 56.07 万吨，商砼和骨料产销量同比亦明显增长。

价格方面，2020-2022 年该公司水泥销售均价分别为 570.21 元/吨、442.02 元/吨和 453.44 元/吨，2021 年受区内新点火生产线陆续达产，市场竞争加剧，水泥价格大幅下滑，2022 年市场需求不振情况下，公司水泥销售均价未见明显起色。2022 年公司商砼销售价格亦持续下滑，骨料销售均价则略有增长。2023 年第一季度，市场需求好转，公司水泥销售价格同比上涨 38.21 元/吨至 494.49 元/吨；商砼及骨料价格亦同比有所上涨。

图表 11. 公司水泥相关产品主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
石灰石	采购量（万吨）	456.61	399.03	299.13	1.05
	采购均价（元/吨）	28.45	16.77	16.50	16.33
煤炭	采购量（万吨）	58.80	39.64	37.53	3.54
	采购均价（元/吨）	771.15	833.58	1,222.92	1,253.99
电	采购量（万千瓦时）	40,550.90	32,150.79	22,972.57	3,831.81
	采购均价（元/千瓦时）	0.67	0.63	0.63	0.59
熟料	采购量（万吨）	76.69	41.31	24.40	0.21
	采购均价（元/吨）	626.90	466.45	525.72	565.95

资料来源：西藏天路

注：1）表内数据系外部采购数据，石灰石采购数据系高争股份自有矿山外包加工；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 2023 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 14,664.11 万吨，昌都高争生产线配套石灰石矿山保有储量为 6,179.51 万吨，公司自有矿山石灰石储量较为丰富。2020 年来公司所需石灰石均通过自有矿山供应，下属高争股份石灰石采用外包加工的模式，近年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，公司备货量相对较大。近年来公司采购煤炭价格大幅上涨，2022 年及 2023 年第一季度采购均价同比分别上涨 389.34 元/吨和 31.07 元/吨，成本压力持续加大。公司向煤炭贸易商采购，采购款一般次月以现汇结算。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 30%的生产用电需求。2022 年和 2023 年第一季度，主要受产量因素影响，公司电力采购量分别同比减少 28.55%和增长 32.34%；采购均价分别为 0.63 元/千瓦时和 0.59 元/千瓦时，2023 年第一季度下降主要因昌都高争用电量增加，其采购电价较低所致。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。2022 年公司熟料采购量同比减少 40.93%，因昌都高争采购高价熟料占比上升，采购均价同比上涨 12.71%；2023 年第一季度熟料采购价格进一步增长。

整体看，2022 年因该公司煤炭采购价格大幅上涨，加之生产开工率下降，水泥单位变动及固定成本大幅上升，水泥毛利率同比下降 16.96 个百分点至 5.05%；2023 年一季度水泥价格虽有所上涨，但因煤炭成本上涨，加之错峰生产执行期间开工率很低影响，公司水泥毛利率仅同比微升 0.04 个百分点至 4.86%。

其他建材产品方面，该公司于 2019 年 11 月完成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，拓展了沥青砼的生产业务。2020-2022 年及 2023 年第一季度，重交再生沥青砼销量分别为 175.34 万吨、145.66 万吨、90.48 万吨和 17.50 万吨，因政府整治临时搅拌站，重交再生关停一处拌合站，2022 年及 2023 年第一季度沥青砼产销量分别同比分别减少 37.88%和 29.61%；同期，销售均价分别为 304.51 元/吨、277.78 元/吨、296.23 元/吨和 267.18 元/吨，呈波动态势。

## 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。2020-2022年，公司施工业务收入分别为16.08亿元、26.08亿元和16.56亿元，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年在外部环境影响下，项目推进情况欠佳，收入大幅回落；2023年第一季度施工业务收入为1.50亿元，同比减少54.47%。同期，公司施工业务毛利率分别为8.03%、8.40%、1.79%和7.63%，2022年主要因房建工程项目设计变动，赶工成本上升，以致该业务毛利率有所下滑。

图表 12. 公司建筑业务分类型收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2021年		2022年		2023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
<b>施工业务</b>	<b>16.08</b>	<b>8.03%</b>	<b>26.08</b>	<b>8.40%</b>	<b>16.56</b>	<b>1.79%</b>	<b>1.50</b>	<b>7.63%</b>
其中：公路工程	6.39	6.48%	12.53	11.47%	7.43	3.17%	0.39	8.91%
房建工程	8.32	8.01%	9.41	4.45%	3.33	-9.38%	0.17	9.97%
市政工程	1.26	28.75%	4.10	8.86%	5.75	9.06%	0.37	9.47%
水利及其他专业工程	0.11	-143.19%	0.04	-64.68%	0.06	-265.29%	0.56	4.77%
<b>监理与检测业务</b>	<b>0.30</b>	<b>31.92%</b>	<b>0.36</b>	<b>28.73%</b>	<b>0.16</b>	<b>-58.79%</b>	<b>0.002</b>	<b>-2227.20%</b>

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。

2020-2022年及2023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，下同）分别为23.42亿元、30.31亿元、24.75亿元和2.26亿元，其中2022年新签合同金额同比下降，承接项目主要为区外其他专业工程项目。截至2023年3月末公司在手合同金额为29.27亿元，其中西藏自治区外在手合同金额为18.48亿元，占比为63.15%。

图表 13. 公司施工业务新签合同情况（单位：亿元）

类型	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
公路工程	7.20	4.73	1.42	-
房建工程	14.43	17.13	0.17	-
水利及其他专业工程	1.79	8.44	23.16	2.26
<b>合计</b>	<b>23.42</b>	<b>30.31</b>	<b>24.75</b>	<b>2.26</b>
<b>其中：西藏自治区外</b>	<b>6.15</b>	<b>7.86</b>	<b>22.47</b>	<b>0.79</b>

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2023年3月末，该公司参与的PPP项目共5个（如图表14所示），上述项目公司均不纳入公司合并范围，公司已累计投入资本金5.89亿元。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。萍乡项目和凯里项目分别于2018年10月和2020年11月进入运营期，2022年及2023年第一季度对应项目公司均为亏损状态。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较弱，项目实施及经营期回报面临的不确定性较大。



图表 14. 截至 2023 年 3 月末公司参与 PPP 项目情况 (单位: 万元)

项目简称	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	
									2022 年	2023 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	-152.83	-41.59
凯里项目	黔东南州交通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	-15,143.79	-2,573.76
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	14,826.80	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	4,016.00	尚未进入运营期	-	-
<b>合计</b>	-	-	-	-	-	-	<b>58,933.24</b>	-	<b>-15,296.62</b>	<b>-2,615.35</b>

资料来源: 西藏天路

截至 2023 年 3 月末, 该公司主要建筑施工项目如图表 15 所示, 表内项目合同金额合计 96.66 亿元 (含税), 已累计确认收入 55.04 亿元, 累计回笼资金 50.32 亿元 (含税)。其中, 科学大道二期工程 EPC 三标段、林芝天路企业管理交流中心项目、BL 涉密项目、西藏美术馆建设项目和西昌项目等已结算尚待回款金额较大。

图表 15. 公司主要建筑施工项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	工程类型	合同金额	工期	完工百分比	累计确认收入	累计投入成本	累计回款金额
TH 涉密项目	公路工程	1.42	365 天	68.80%	0.90	0.82	0.85
安徽长九灰岩矿项目码头一期项目	其他工程	2.76	201 天	100.00%	2.54	2.38	2.78
西昌市菜子山大道西延线与宁远大道西延线建设 PPP 项目	市政工程	10.72	19 个月	91.90%	9.04	7.96	8.50
石材精加工厂 EPC 总承包项目	其他工程	1.34	24 个月	80.90%	0.93	0.87	1.04
西藏极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三标段专业分包合同	市政工程	4.12	115 天	95.20%	3.59	2.76	3.06
西藏美术馆建设项目	房屋建筑	2.28	425 天	94.40%	1.98	2.26	1.43
龙潭新城知乐路 24 班小学项目施工	房屋建筑	1.14	15 个月	48.10%	0.50	0.50	0.42
小龙高速嵩明西互通	公路工程	3.96	36 个月	12.00%	0.41	0.36	0.27
KL 涉密项目	公路工程	1.26	18 个月	99.70%	1.15	1.10	1.09
西藏企业天地建设项目	房屋建筑	4.60	24 个月	50.50%	2.30	2.15	1.98
安徽长九灰岩矿项目二期加工系统土建及安装项目	其他工程	0.84	156 天	90.20%	0.69	0.68	0.75
重庆潼南区中新食品产业园项目	市政工程	5.89	730 天	7.70%	0.06	0.05	-
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	1.14	240 天	98.90%	1.03	0.91	0.84
援尼泊尔沙拉公路修复改善项目	公路工程	2.71	36 个月	1.20%	0.03	0.03	-
山南市贡嘎县桑布日安置区养老院建设项目	房屋建筑	0.39	480 天	4.70%	0.01	0.02	-
天路林芝花园小区项目 EPC 总承包项目	房屋建筑	4.06	912 天	0.30%	0.01	0.01	-
西藏极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	房屋建筑	8.50	300 天	97.60%	7.60	7.85	7.72
安徽长九矿山项目	其他工程	4.12	1826 天	100.00%	3.59	3.53	3.98
BL 涉密项目	公路工程	4.12	12 个月	99.80%	3.78	3.36	3.04
昌都高争二线项目	其他工程	3.98	18 个月	62.10%	2.27	1.97	1.80
中国东盟南宁扶绥经济区 PPP 项目大塘路及兴武路工程施工专业分包	市政工程	6.52	36 个月	3.80%	0.11	0.10	2.74
林芝天路企业管理交流中心项目	房屋建筑	4.16	18 个月	78.70%	1.85	1.66	1.05

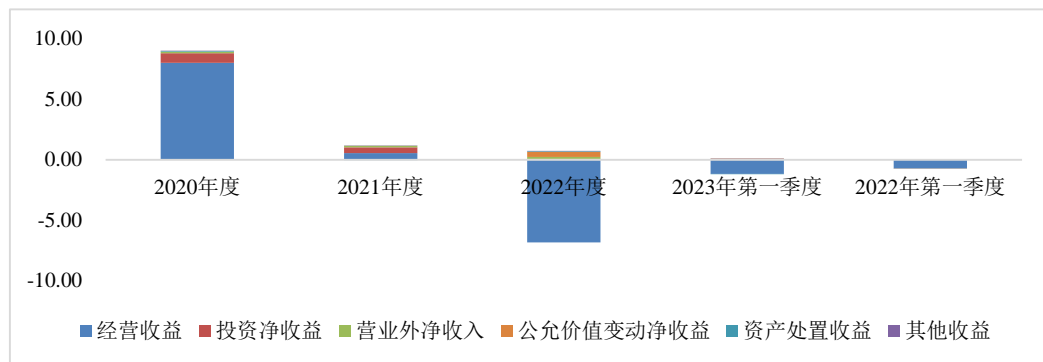
项目名称	工程类型	合同金额	工期	完工百分比	累计确认收入	累计投入成本	累计回款金额
科学大道二期工程 EPC 三标段	市政工程	10.07	426 天	47.50%	4.78	4.26	1.40
藏建都江堰幸福里小区新建项目	房建工程	0.90	330 天	95.00%	0.86	0.82	0.64
山南水厂项目	其他工程	0.33	365 天	0.00%	-	-	-
西藏高争新型建材有限公司年产 30 万吨活性石灰生产线 EPC 建设项目	房建工程	0.95	8 个月	80.00%	0.87	0.22	0.72
国道 219 线康措 13 标项目	公路工程	2.31	30 个月	100.00%	2.31	2.12	2.40
高原绿色基地项目	其他工程	0.04	215 天	100.00%	0.04	0.04	0.04
南北山绿化（香嘎 2 号片区）项目	绿化工程	0.44	10 个月	80.00%	0.31	0.30	0.17
天河宾馆项目	装饰工程	0.17	120 天	100.00%	0.11	0.11	0.08
林芝展厅项目	装饰工程	0.04	55 天	100.00%	0.04	0.03	0.03
提前实施十三五公路危桥改造工程第二标段	公路项目	1.40	中小桥 9 个月；大桥 26 个月	100.00%	1.36	1.65	1.49
<b>合计</b>	-	<b>96.66</b>	-	-	<b>55.04</b>	<b>50.86</b>	<b>50.32</b>

资料来源：西藏天路（截至 2023 年 3 月末）

注：含公司合并范围内项目。

## （2）盈利能力

图表 16. 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<sup>2</sup>

2020-2022 年，该公司分别实现营业毛利 19.37 亿元、9.34 亿元和 1.81 亿元，主要受建材业务影响而大幅下降。同期，公司期间费用分别为 10.72 亿元、7.64 亿元和 6.59 亿元，2021 年明显下降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分别为 4.11 亿元、4.29 亿元和 3.99 亿元，其中 2022 年同比下降主要系因当年设备大修费减少；财务费用分别为 1.18 亿元、1.44 亿元和 1.39 亿元，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 0.24 亿元、0.86 亿元和 1.84 亿元，逐年增长，2022 年金额较大，主要系公司对施工产生的合同资产计提减值损失 0.81 亿元，并对以往收购重交再生产生的商誉计提减值 0.54 亿元。同期，公司经营收益分别为 8.02 亿元、0.54 亿元和 -6.84 亿元，持续下降，2022 年出现经营性亏损。2023 年第一季度，公司实现营业毛利 0.25 亿元，同比减少 55.05%，期间费用为 1.33 亿元，同比微增 4.73%，当期经营收益为 -1.17 亿元，亏损额同比增加 0.49 亿元。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度	2022 年第一季度
营业收入合计（亿元）	70.77	57.77	38.45	5.32	6.94

<sup>2</sup> 包括资产减值损失及信用减值损失。

公司营业利润结构	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度	2022年 第一季度
毛利（亿元）	19.37	9.34	1.81	0.25	0.57
其中：建材业务（亿元）	17.50	6.72	1.54	0.16	0.16
建筑业务（亿元）	1.39	2.29	0.20	0.08	0.38
期间费用率（%）	15.15	13.23	17.13	26.17	19.14
其中：财务费用率（%）	1.66	2.49	3.63	7.29	5.49
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>1.55</b>	<b>1.57</b>	<b>1.76</b>	-	-
<b>其中：资本化利息数额（万元）</b>	-	-	<b>0.35</b>	-	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2020-2022年，该公司投资收益分别为0.78亿元、0.50亿元和0.06亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益分别为0.50亿元、4.21万元和-0.09亿元，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，2021-2022年高新建材亏损，故公司投资收益有所下降。2022年公司参与中国电力建设股份有限公司（简称“中国电建”）定增，以4.30亿元取得中国电建0.67亿股，当年股票价格上涨，公司确认公允价值变动收益0.43亿元。2020-2022年公司营业外净收入及其他收益合计金额分别为0.13亿元、0.12亿元和0.18亿元，主要系获得的政府补助。同期，公司净利润分别为7.99亿元、1.00亿元和-6.01亿元，2022年主要因主业利润下降及减值计提的影响，公司亏损额较大。2023年第一季度，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1.07亿元。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度	2022年 第一季度
投资净收益	7,835.56	5,018.75	592.61	151.67	-24.73
公允价值变动收益	-	-	4,273.29	333.85	
资产处置收益	581.77	-81.99	486.78	-0.45	-8.70
营业外净收入及其他收益	1,334.50	1,192.04	1,770.55	573.09	132.13

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

### （3）运营规划/经营战略

随着国家碳中和碳达峰政策的要求和区域建筑建材行业竞争压力的变化，该公司确定了“提升建筑业、做强建材业、发展矿产业、拓展投资业、探索新能源产业”的发展战略。建筑业务方面，公司将加快施工资质提升，以区内资源为依托，开拓区内市场；将强化项目精细化管理，严格执行前期策划制度，合理制定成本指标，严肃考核机制，打造履约和经营并重的项目团队，提升整体竞争力。建材业务方面，公司将强化市场营销，主动跟踪各区域市场情况，因地制宜地制定销售方式；公司将提升服务水平，巩固市场占有率；公司将多元化降本增效，继续推进上下游产业链项目，加大低碱、低热等特种水泥的研发和市场推广工作，增加产品知名度、美誉度；公司将根据自治区建材协会错峰停产要求，提升与其他水泥生产企业的协调沟通联动，做好对材料及备品备件的储备、设备检修、人员培训等，合理安排人力、材料，并确保设备的利用效率。

截至2023年3月末，该公司主要尚待投资的项目为昌都水泥二期工程项目，该项目计划总投资为11.65亿元，已累计投资8.14亿元，根据当前规划2023年内计划投资0.14亿元；其他项目未来待投资规模不大。

图表 19. 公司主要项目未来投融资规划（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至2023年3月末已投资	投资规划			资金来源
			2023年 4-12月	2024年	2025年	
昌都水泥二期工程	11.65	8.14	0.14	-	-	债务类融资（含可转换公司债券）
荣昌拌合站	2.30	1.22	0.03	0.20	0.20	经营资金，股东投资款

项目名称	预计总投资	截至 2023 年 3 月末已投资	投资规划			资金来源
			2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年	
渝藏民族融合示范项目	1.15	0.70	0.41		0.04	银行贷款及股东投资款
<b>合计</b>	<b>15.10</b>	<b>10.06</b>	<b>0.58</b>	<b>0.20</b>	<b>0.24</b>	-

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仍为藏建集团，实际控制人仍为西藏自治区国资委。公司组织结构及管理制度未发生重大变化。因援藏期满及其他个人原因，公司董事会及监事会人员发生较大变动。公司关联交易金额较小，对经营及财务未产生重大影响。

跟踪期内该公司产权结构未发生变化，西藏建工建材集团有限公司（简称“藏建集团”）仍为公司的控股股东，截至 2023 年 3 月末持有公司 21.36% 的股份。藏建集团仍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，故公司实际控制人仍为西藏自治区国资委。公司组织结构及管理制度未发生重大变化。

跟踪期内该公司董事会及监事会人员发生较大变化。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任独立董事。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。2022 年 6 月，陈林先生辞去董事职务；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。2022 年 7 月，公司增补西虹为新任董事。2022 年 8 月，多吉罗布先生因个人原因辞去公司董事及董事会审计委员会委员等职务。2022 年 12 月，因援藏期满，邱波先生辞去公司副董事长的职务。2023 年 4 月，公司增补刘显军先生和陈行军先生为新任董事，增补蔡顺利先生为新任监事。截至目前公司董事会及监事会分别由 8 名和 3 名成员组成，符合相关法律法规及公司章程的要求。

根据审计报告所载，2020-2022 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 4.28 亿元、7.80 亿元和 6.89 亿元，其中 2021-2022 年金额相对较大，主要因向中国水利水电第七工程局有限公司（简称“水电七局”）提供工程施工服务所致。2022 年末，公司应收关联方款项余额合计 4.53 亿元，较上年末增加 1.13 亿元，主要因水电七局待结算支付公司的工程款增加所致；应付关联方款项余额合计 1.67 亿元，较上年末增加 0.76 亿元，主要因待支付的昌都二线建设款增加所致。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 20. 公司关联交易情况（单位：万元）

项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
<b>关联采购及接受劳务</b>	<b>7,511.07</b>	<b>14,620.99</b>	<b>17,739.14</b>
其中：昌都高争水泥项目建设有限公司	-	-	5,229.99
西藏藏建投资有限公司 <sup>3</sup>	6,609.71	5,508.77	4,265.50
甘肃恒拓藏建贸易有限公司	-	7,082.01	1,985.04
<b>关联销售及提供劳务</b>	<b>42,815.58</b>	<b>78,033.51</b>	<b>68,898.99</b>
其中：西藏高争集团建材销售有限公司	19,605.01	10,325.59	4,763.90
水电七局	-	41,447.81	48,331.84
中电建安徽长九新材料股份有限公司	1,659.47	6,855.81	566.19
西藏藏建投资有限公司	3,064.63	4,744.41	6,030.80
西藏建设投资有限公司	-	7,617.23	-718.86
西藏天路石业有限公司	-	6,378.50	1,392.49

<sup>3</sup> 原西藏高争投资有限公司，2022 年变更为现名。

项目	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)
四川藏建置业有限公司	-	-	6,119.69
<b>关联应收款项(账面余额)</b>	<b>7,738.95</b>	<b>33,987.52</b>	<b>45,273.83</b>
其中: 西藏天路置业集团有限公司	5,134.83	5,213.54	5,242.08
水电七局	-	9,444.14	17,802.58
西藏藏建投资有限公司	-	8,374.03	5,649.71
<b>关联应付款项(账面余额)</b>	<b>4,164.90</b>	<b>9,054.63</b>	<b>16,684.80</b>
其中: 昌都高争水泥项目建设有限公司	-	4,396.69	7,243.49
甘肃恒拓藏建贸易有限公司	-	4,396.69	4,638.23
西藏藏建投资有限公司	1,819.78	2,154.34	1,604.17
藏建集团	975.33	1,042.67	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、应收利息、预付账款和合同资产等; 其他应付款包括预收账款、应付股利、应付款项、其他应付款、应付股利和合同负债等。

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2023 年 1 月 6 日）及下属主要二级子公司高争股份（截至 2023 年 4 月 24 日）、昌都高争（截至 2023 年 4 月 23 日）和重交再生（截至 2023 年 5 月 15 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 2023 年 5 月末公司本部以及子公司高争股份、昌都高争和重交再生本部自 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

受大额亏损影响，2022 年末该公司所有者权益规模缩减，资产负债率上升，且当年经营性现金流表现有所弱化。因部分债务临近到期，公司即期偿债压力有所加大，但鉴于公司货币资金较充裕，且剩余授信较充足，仍可为债务的滚续提供一定保障。

### 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 2020-2021 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；信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2022 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。公司分别自 2020 年和 2021 年起执行新收入准则（财会[2017]22 号）和新租赁准则（财会[2018]35 号）。

2020-2022 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”）；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 年公司投资设立子公司 1 家，注销子公司 3 家。

图表 21. 2020 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	-

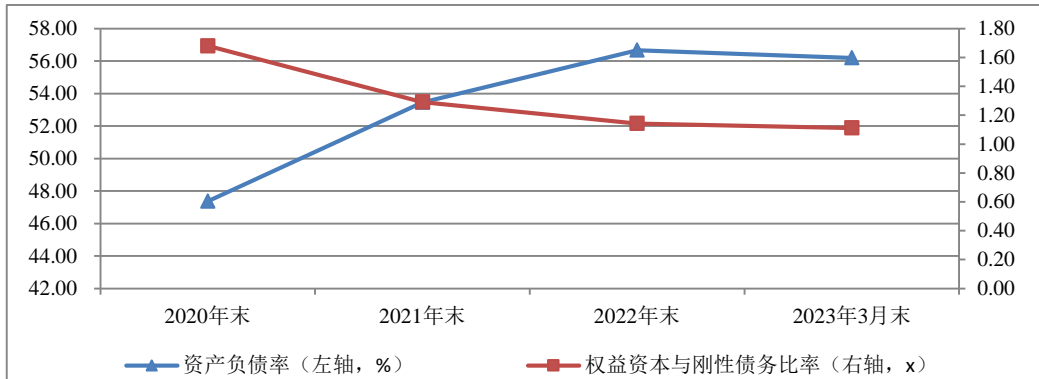
被收购企业名称	收购日期	是否构成同一控制下企业合并	股权取得比例	收购对价	取得的可辨认净资产公允价值份额	商誉
天路租赁	2020.06	否	51.00%	1.00 元	17.74 万元	-17.74 万元
恒盛泰文化	2020.12	否	100.00%	0.13 亿元	0.13 亿元	-

资料来源：西藏天路

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



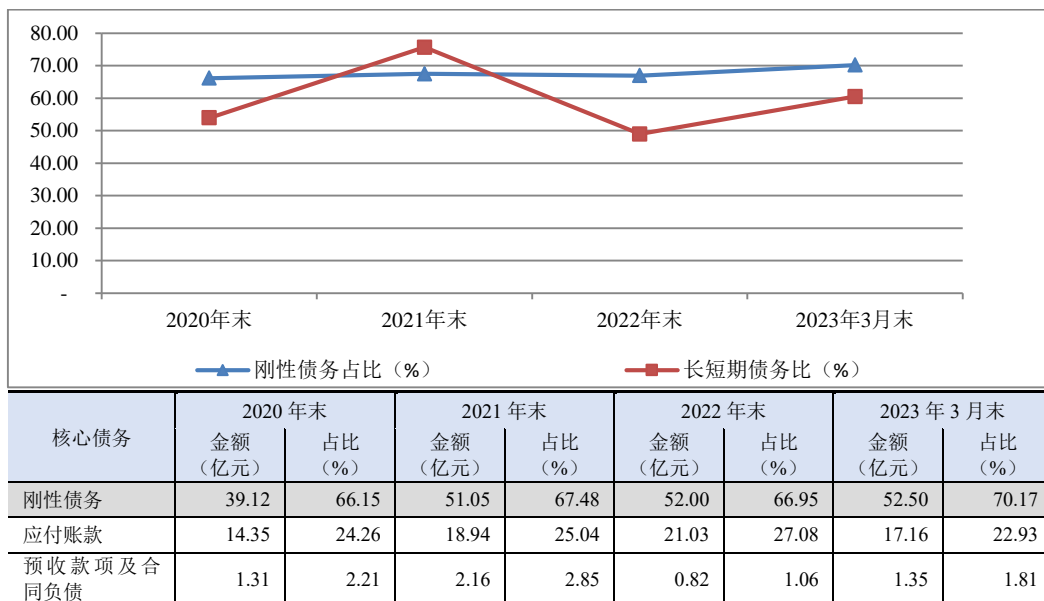
资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

2020-2022 年末，该公司负债总额分别为 59.14 亿元、75.65 亿元和 77.66 亿元，2021 年末主要因刚性债务增加，负债总额较上年末大幅增加。同期末，公司所有者权益分别为 65.71 亿元、65.87 亿元和 59.39 亿元，2022 年主要因公司亏损，所有者权益较上年末减少 6.47 亿元。2020-2022 年末，公司资产负债率分别为 47.37%、53.46%和 56.66%，虽持续上升，但尚处合理水平。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 1.68 倍、1.29 倍和 1.14 倍，虽持续下降，但权益资本对刚性债务的覆盖能力仍较强。

2023 年 3 月末，该公司负债总额和所有者权益分别较上年末减少 2.84 亿元和 1.07 亿元，资产负债率微降 0.47 个百分点至 56.20%，权益资本与刚性债务比率则微降至 1.11 倍。

### (2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
其他应付款	1.87	3.16	1.57	2.08	1.87	2.40	2.07	2.77

资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

注：占比指占负债总额的比重。

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，2020-2022 年末有所增长。预收款项及合同负债主要系预收货款及工程款，2022 年末较上年末减少 1.33 亿元，主要因预收工程款减少所致。其他应付款主要为保证金、押金、代扣代垫款及往来款，2022 年末较上年末金额变化不大，其中押金及保证金余额为 1.05 亿元。

2023 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 3.87 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，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末该公司长短期债务比<sup>4</sup>分别为 53.93%、75.63%、48.96%和 60.46%，其中 2022 年末主要因长期借款重分类至一年内到期的长期借款而有所下降，2023 年 3 月末因经营性负债及短期刚性债务减少而有所回升。

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>18.68</b>	<b>18.77</b>	<b>26.81</b>	<b>24.64</b>
其中：短期借款	5.37	10.28	10.00	8.64
一年内到期的非流动负债	5.24	7.89	15.86	14.94
超短期融资券	7.00	-	-	-
应付票据	1.00	0.58	0.91	1.05
应付利息	0.07	0.03	0.03	0.02
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>20.44</b>	<b>32.27</b>	<b>25.19</b>	<b>27.86</b>
其中：长期借款	14.58	18.15	10.61	10.74
应付债券	5.85	14.12	14.58	17.12
其他中长期刚性债务	0.02	-	0.0001	0.0001
<b>综合融资成本（年化）</b>	<b>3.95%</b>	<b>3.48%</b>	<b>3.42%</b>	<b>3.10%</b>

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理

注：2020-2022 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，计算公式为：综合融资成本=(本年列入财务费用的利息支出+本年资本化利息支出)/[(上年末刚性债务余额+本年末刚性债务余额)/2]；2023 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。

2020-2022 年末，该公司刚性债务余额分别为 39.12 亿元、51.05 亿元和 52.00 亿元，逐年增加，2022 年末增量较小。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，同期末余额分别为 25.16 亿元、36.01 亿元和 35.91 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 64.31%、70.54%和 69.05%。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，2022 年末本部刚性债务余额为 35.67 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 68.61%；其他刚性债务主要分布于下属高争股份和昌都高争。期限结构方面，2020-2022 年末中长期刚性债务占比分别为 52.25%、63.22%和 48.45%，2022 年主要因较大金额长期借款重分类至一年内到期的非流动负债科目而有所下降。

2023 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增加 0.50 亿元至 52.50 亿元，刚性债务类型结构、偿债主体分布及期限结构较上年末均未发生重大变化。

<sup>4</sup> 长短期债务比=非流动负债/流动负债

图表 25. 2023 年 3 月末公司借款及债券到期剩余期限结构

到期剩余年限	1 年以下 (含 1 年)	1~2 年 (含 2 年)	2~3 年 (含 3 年)	3~5 年 (含 5 年)	5 年以上	合计
合并口径	27.40	11.86	11.23	0.44	0.46	51.39
母公司口径	15.55	11.68	9.98	-	-	37.22

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理

注：天路转债按照到期日，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汇总填列。

融资成本方面，根据财务报表数据测算，2020-2022 年该公司综合融资成本分别为 3.95%、3.48% 和 3.42%，由于公司银行借款能够持续享受西藏自治区低息政策优惠，2021 年因借款融资增量较大，综合融资利率有所下降；2023 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 3.10%。整体看，公司融资成本低。

### 3. 现金流量

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
营业周期（天）	110.53	132.00	219.26	-
营业收入现金率（%）	98.32	101.39	108.85	177.40
业务现金收支净额（亿元）	10.67	1.80	-0.16	-0.37
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.72	-1.97	-0.33	0.36
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.96	-0.16	-0.49	-0.01
EBITDA（亿元）	12.89	5.26	-1.18	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.33	0.12	-0.02	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	8.31	3.36	-0.67	-

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。

2020-2022 年，该公司营业周期分别为 110.53 天、132.00 天和 219.26 天，2022 年主要因收入下滑，营业周期大幅延长。2022 年及 2023 年第一季度，得益于应收账款的回收，公司营业收入现金率有所上升；主要因收入规模收缩，盈利能力弱化，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。

2020-2022 年，该公司 EBITDA 分别为 12.89 亿元、5.26 亿元和-1.18 亿元，2022 年因亏损额较大而转负，其对债务及其孳息的覆盖能力明显下降。

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
回收投资与投资支付净额	-1.71	-1.85	-5.87	-0.37
取得投资收益收到的现金	0.14	0.51	0.14	0.04
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	-5.30	-3.18	-1.21	-0.50
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-10.26	9.94	-0.02	-
投资环节产生的现金流量净额	-17.13	5.42	-6.96	-0.84

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司回收投资与投资支付现金流净额持续为负，其中 2022 年净流出规模较大，除因持续实缴 PPP 项目公司出资外，主要系当年认购中国电建增发的股票所致。取得投资收益收到的现金规模相对较小。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，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波动较大，主要系购买和赎回理财产品所致。整体看，近年来主要受项目投建、理财产品申赎和股权投资影响，公司投资性现金流量净额波动较大。



图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
权益类净融资额	-0.84	-1.40	-0.65	0.0003
债务类净融资额	1.27	10.54	-1.93	0.01
其中：现金利息支出	-1.02	-1.09	-1.75	-0.41
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.36	-0.10	0.01	-0.002
筹资环节产生的现金流量净额	0.07	9.04	-2.57	0.01

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。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，主要受债务性融资影响，该公司筹资性现金净流量呈波动态势。同期，公司吸收投资收到的现金分别为 1.11 亿元、0.53 亿元、0.08 亿元和 3 万元，2022 年以来外部权益性资本的补充较小；其中 2020-2022 年公司现金分红金额分别为 1.95 亿元、1.93 亿元和 0.73 亿元，扣除现金分红后，公司权益类融资净额为负。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司债务融资净额分别为 1.27 亿元、10.54 亿元、-1.93 亿元和 0.01 亿元，其中 2021 年金额较大主要因当年公司增加银行借款并发行 21 天路 01，净融资规模较大所致。

#### 4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标		2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产	金额	71.64	84.30	77.85	73.64
	占资产总额的比重	57.38%	59.57%	56.80%	55.31%
其中：货币资金		24.83	39.28	29.08	28.05
交易性金融资产		-	-	4.73	4.76
应收账款		12.76	19.53	17.28	16.30
其他应收款		3.39	3.90	3.77	4.12
存货		3.81	4.15	4.79	4.16
合同资产		12.72	13.40	13.79	12.56
其他流动资产		11.39	0.95	1.22	1.17
非流动资产	金额（亿元）	53.21	57.22	59.20	59.51
	占资产总额的比重	42.62%	40.43%	43.20%	44.69%
其中：其他权益工具投资及其他非流动金融资产		6.05	6.94	8.71	8.89
长期股权投资		4.34	5.92	6.57	6.76
固定资产		28.72	36.14	35.34	34.80
在建工程		6.73	1.02	1.10	1.32
无形资产		4.28	4.54	4.93	5.13
商誉		1.48	1.48	0.94	0.94
<b>期末全部受限资产账面价值</b>		<b>7.91</b>	<b>14.51</b>	<b>9.03</b>	<b>7.94</b>
<b>受限资产账面价值/资产总额</b>		<b>6.34%</b>	<b>10.25%</b>	<b>6.59%</b>	<b>5.96%</b>

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司资产总额分别为 124.85 亿元、141.52 亿元、137.05 亿元和 133.14 亿元，其中流动资产占比保持在 55-60% 区间。

2022 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款、存货、合同资产和其他流动资产。货币资金为 29.08 亿元，其中受限金额为 3.17 亿元，受限比率为 10.90%。交易性金融资产为 4.73 亿元，为持有的中国电建 0.67 亿股股票。应收账款账面价值为 17.28 亿元，因收回部分以往年度款项而较上年末减少 2.25 亿元；按组合计提坏账准备的应收账款占比为 97.88%（以余额计算，下同），平均账龄有所增长，账龄在一年以内的部分占比下降至 53.87%，主要受此影响公司应收账款坏账准备综合计提比例提升至 14.75%，坏账准备余额较上年末增加 0.39 亿元至 2.99 亿元；前五大应收账款债务人款项余额合计 6.15 亿元，占比为 30.34%。其他应收款为 3.77 亿元，主要为施工

履约及农民工工资等保证金（3.07 亿元）。存货为 4.79 亿元，其中原材料为 2.22 亿元，主要体现为煤炭的备货。合同资产为 13.79 亿元，其中建筑业务产生的已完工未结算资产为 11.27 亿元（已计提减值准备 0.60 亿元），未到期质保金为 2.52 亿元（已计提减值准备 0.90 亿元）；按合同归集的余额前五大项目合同资产共计 7.76 亿元，占总余额的 50.74%。其他流动资产为 1.22 亿元，其中待抵扣进项税额为 0.78 亿元，预缴税金为 0.43 亿元。

2022 年末，该公司非流动资产主要包括其他权益工具投资及其他非流动金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉。其他权益工具投资账面价值为 7.95 亿元，主要包括持有的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（3.45 亿元）、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）、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 1.01 亿元，系因安徽长九公允价值增加所致，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 6.57 亿元，较上年末增加 0.65 亿元，主要因对 PPP 项目实缴/追加出资所致。固定资产为 35.34 亿元，主要因折旧而较上年末减少 0.80 亿元。无形资产为 4.39 亿元，主要包括土地使用权（2.87 亿元）和矿权（1.65 亿元）。商誉为 0.94 亿元，较上年末减少 0.54 亿元，主要系公司对以往收购重交再生产产生的商誉计提减值准备所致。

2023 年 3 月末，该公司资产总额为 133.14 亿元，较上年末减少 3.91 亿元，主要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 7.94 亿元，占总资产的比重为 5.96%。其中，受限货币资金为 2.05 亿元，主要系受限的保证金；交易性金融资产为 4.76 亿元，主要系所持中国电建的股票尚在禁售期；固定资产和无形资产分别为 0.74 亿元和 0.39 亿元，主要因作为借款抵押物而受限。

## 5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	186.47	195.71	149.33	157.92
现金比率（%）	67.51	95.43	66.98	72.31

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2022 年末，主要因较大金额长期借款重分类至流动负债科目，该公司流动比率和现金比率均较上年末有所下降。2023 年 3 月末，上述指标略有回升。

## 6. 表外事项

根据该公司提供的资料所示，截至 2023 年 3 月末公司对参股公司开投海通担保余额为 3000 万元，担保比率为 0.51%。

## 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。2022 年末，公司本部总资产为 78.51 亿元，除账面价值为 26.76 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），还主要包括：货币资金 13.94 亿元、交易性金融资产 4.73 亿元（系前述中国电建股票）、应收账款及合同负债合计 12.01 亿元（主要产生于本部建筑业务）、其他应收款 9.60 亿元（主要包括保证金 2.09 亿元和对子公司的拆借款项 6.66 亿元）、其他权益工具投资 7.35 亿元。公司本部负债总额为 49.14 亿元，其中刚性债务余额为 35.67 亿元，应付账款为 7.77 亿元（主要系未结算支付的工程款），其他应付款为 5.14 亿元（主要系应付下属公司资金归集款）；所有者权益为 29.37 亿元，资产负债率为 62.59%。2022 年公司本部实现收入 9.90 亿元，主要产生于建筑业务，因外部因素影响而大幅下降 56.85%；实现投资收益 0.04 亿元，主要因下属水泥业务子公司盈利大幅下滑而同比下降 98.53%；公司当年净亏损 2.75 亿元；经营性现金净流量为-1.61 亿元。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

### 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 27 家（分）子公司 2022 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 8 家子公司根据《西藏自治区企业所得税政策实施办法（暂行）》（藏政发[2022]11 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 2023 年 3 月末，该公司共获得银行贷款授信 95.34 亿元，其中大型国有银行授信额度为 55.35 亿元，占授信总额的 58.06%；公司已使用授信为 50.44 亿元，未使用授信 44.90 亿元，后续尚有一定的融资空间。

图表 31. 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）	95.34	50.44	44.90
其中：国家政策性金融机构（亿元）	1.00	0.45	0.55
工农中建交五大商业银行（亿元）	54.35	33.98	20.37
其中：大型国有金融机构占比	58.06%	68.26%	46.59%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理（截至 2023 年 3 月末）。

## 附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。截至 2023 年 3 月末，累计有 3.81 亿元天路转债转股，转股数量为 5,317.34 万股，待偿还本金余额为 7.06 亿元。

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格的 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。

该公司于 2023 年 2 月 17 日发布了《西藏天路股份有限公司 2021 年度第一期中期票据发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权行使公告》，公司行使利率调整选择权，下调票面利率 120BP 至 5.10%，部分投资人行使回售选择权，21 西藏天路 MTN001 待偿还本金余额为 5,250.00 万元，剩余未回售债券将于 2024 年 3 月 17 日到期。

## 3. 21 天路 01 和 23 天路 01

21 天路 01 和 23 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

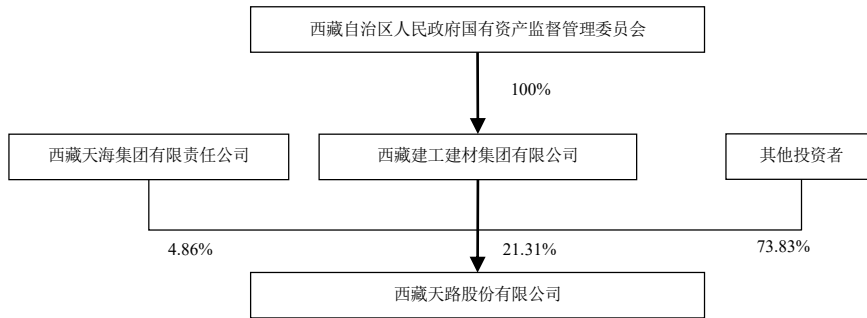
跟踪期内该公司产权关系未发生变化，控股股东仍为藏建集团，实际控制人仍为西藏自治区国资委。公司核心主业仍系以水泥为主的建材业务和建筑业务。2022 年，外部因素影响下，西藏自治区内建设项目推进受阻，对公司建材及建筑业务的开展产生了较大的负面影响。建材业务方面，虽然区内开始执行错峰生产，水泥价格有所回升，但因区域需求疲弱，公司销量大幅下降，水泥业务收入大幅下滑；受煤炭价格大幅上涨及开工率下降影响，业务毛利率大幅下降。建筑业务方面，公司新签合同金额有所下降，承接项目进度不及预期，业务收入亦大幅下降，受赶工等因素影响，盈利空间有所收窄，并持续面临一定的结算和回款压力。因营业毛利缩减，加之减值损失增加，公司亏损额大。2023 年第一季度，公司建材业务经营情况虽初现好转态势，但建筑业务恢复情况仍欠佳，公司当期仍呈亏损状态。

受大额亏损影响，2022 年末该公司所有者权益规模缩减，资产负债率上升，且当年经营性现金流表现有所弱化。因部分债务临近到期，公司即期偿债压力有所加大，但鉴于公司货币资金较充裕，且剩余授信较充足，仍可为债务的滚续提供一定保障。

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）区内水泥错峰生产执行及同业竞争状况；（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）公司昌都二期项目未来产能释放情况；（5）公司本部建筑施工资质提升及业务拓展情况；（6）建筑业务结算及回款情况；（7）可转换公司债券未来转股情况等。

附录一：

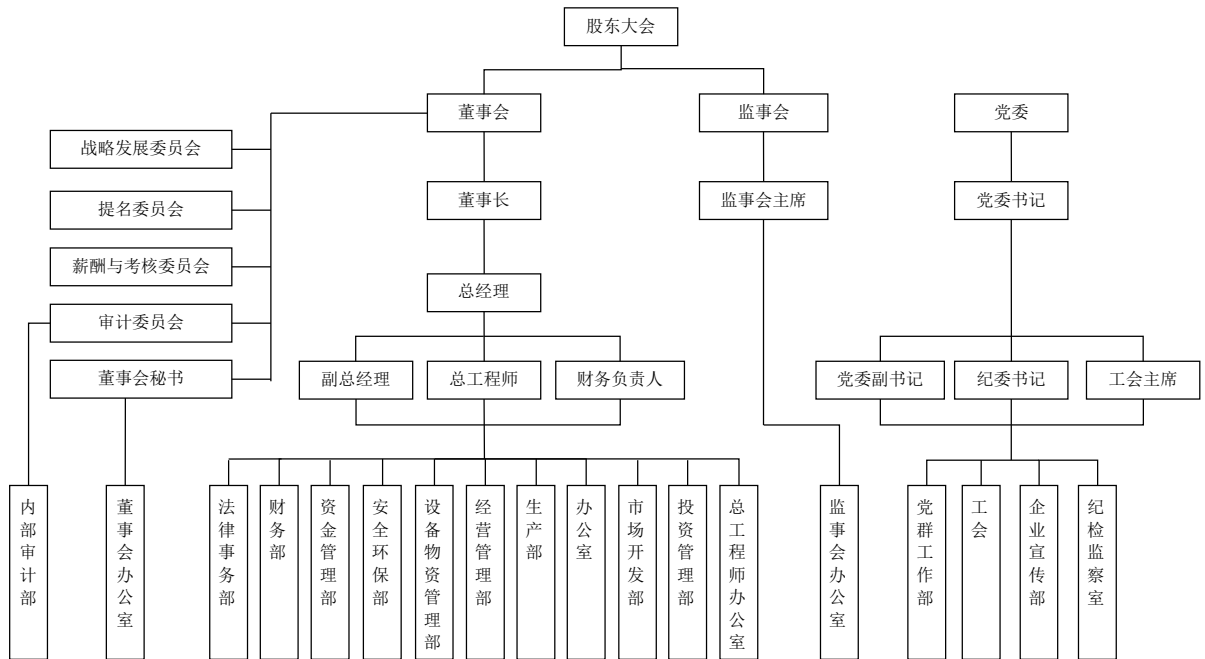
### 公司与实际控制人关系图



注：根据西藏天路提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	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	98.53	96.49	53.53	-8.67	-2.82	合并口径
<b>西藏天路股份有限公司</b>	<b>西藏天路</b>	<b>本级</b>	<b>-</b>	<b>建筑业务</b>	<b>35.67</b>	<b>29.37</b>	<b>9.93</b>	<b>-2.75</b>	<b>-1.61</b>	<b>母公司口径</b>
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	9.48	37.26	12.59	-0.38	0.02	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	3.71	7.89	5.31	-1.87	0.45	
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	3.22	3.81	10.68	0.01	0.41	合并口径

注：根据西藏天路 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
资产总额[亿元]	124.85	141.52	137.05	133.14
货币资金[亿元]	24.83	39.28	29.08	28.05
刚性债务[亿元]	39.12	51.05	52.00	52.50
所有者权益[亿元]	65.71	65.87	59.39	58.32
营业收入[亿元]	70.77	57.77	38.45	5.32
净利润[亿元]	7.99	1.00	-6.02	-1.07
EBITDA[亿元]	12.89	5.26	-1.18	-
经营性现金净流量[亿元]	5.96	-0.16	-0.49	-0.01
投资性现金净流量[亿元]	-17.13	5.42	-6.96	-0.84
资产负债率[%]	47.37	53.46	56.66	56.20
权益资本与刚性债务比率[%]	167.96	129.03	114.23	111.09
流动比率[%]	186.47	195.71	149.33	157.92
现金比率[%]	67.51	95.43	66.98	72.31
利息保障倍数[倍]	6.80	1.73	-2.48	-
担保比率[%]	-	0.07	0.51	0.51
营业周期[天]	110.53	132.00	219.26	-
毛利率[%]	27.38	16.16	4.71	4.78
营业利润率[%]	12.53	1.79	-16.38	-21.11
总资产报酬率[%]	8.81	2.04	-3.13	-
净资产收益率[%]	13.20	1.53	-9.61	-
净资产收益率*[%]	10.86	0.91	-12.46	-
营业收入现金率[%]	98.32	101.39	108.85	177.40
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	15.15	-0.40	-1.02	-
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-18.88	7.80	-9.71	-
EBITDA/利息支出[倍]	8.31	3.36	-0.67	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.12	-0.02	-

注：表中数据依据西藏天路经审计的2020-2022年度及未经审计的2023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 级及以下等级外，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 级及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



附录六：

### 发行人历史评级

评级类型/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	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建材行业信用评级方法（2014）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年1月12日	AA/稳定	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月16日	AA/稳定	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）</a>	-
天路转债	历史首次评级	2018年12月28日	AA	吴晓丽、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建材行业信用评级方法（2014）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月17日	AA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月16日	AA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）</a>	-
21 西藏天路 MTN001	历史首次评级	2020年12月31日	AA	杨亿、吴晓丽	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月17日	AA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月16日	AA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）</a>	-
21 天路 01	历史首次评级	2021年7月20日	AA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月17日	AA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建材行业信用评级方法（2018版）</a> <a href="#">工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月16日	AA	杨亿、覃斌	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a>	-

评级类型/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
23 天路 01	历史首次评级	2023 年 1 月 12 日	AA	杨亿、覃斌	工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12） 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	2023 年 6 月 16 日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。