

西藏天路股份有限公司
及其发行的天路转债与 21 西藏天路 MTN001

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(2021)100176】

评级对象: 西藏天路股份有限公司及其发行的天路转债与 21 西藏天路 MTN001

	天路转债	21 西藏天路 MTN001
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2021年6月8日	AA/稳定/AA/2021年6月8日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2020年6月16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

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	8.93	10.30	7.66	12.54
刚性债务	15.12	27.12	25.93	32.13
所有者权益	23.19	26.24	30.54	30.32
经营性现金净流入量	0.82	1.47	-2.40	0.19
合并口径数据及指标:				
总资产	85.64	114.63	124.85	125.66
总负债	42.68	59.17	59.14	60.46
刚性债务	25.01	39.38	39.12	45.43
所有者权益	42.96	55.46	65.71	65.20
营业收入	50.21	56.21	70.77	6.03
净利润	8.58	8.33	7.99	-0.51
经营性现金净流入量	6.86	7.06	5.96	-4.80
EBITDA	12.45	12.52	12.89	-
资产负债率[%]	49.83	51.62	47.37	48.12
权益资本与刚性债务 比率[%]	171.77	140.82	167.96	143.50
流动比率[%]	163.28	162.28	186.47	197.32
现金比率[%]	87.40	89.84	67.51	69.78
利息保障倍数[倍]	12.62	10.49	6.80	-
净资产收益率[%]	21.61	16.92	13.20	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	22.70	20.63	15.15	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.65	-6.94	-18.88	-
EBITDA/利息支出[倍]	15.10	12.63	8.31	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.44	0.39	0.33	-

注:根据西藏天路经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 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与 21 西藏天路 MTN001(简称“上述债券”)的跟踪评级反映了 2020 年以来西藏天路在行业地位、业务外部环境、政策支持和融资渠道方面保持优势,同时也反映了公司在区外业务、原燃料价格波动、工程业务拓展和业务结算回款方面继续面临风险和压力,在区域市场竞争方面的压力有所加大。

主要优势:

- **水泥业务区域内行业地位较高。**西藏天路系西藏自治区最大的水泥生产企业,在区域内保持较明显的规模优势,市场占有率及品牌认可度较高。
- **水泥业务外部环境较好。**西藏自治区基础设施建设相对薄弱,未来区内基建建设有望持续推进并对水泥需求形成支撑。
- **政策支持。**西藏天路持续享受低所得税、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。**西藏天路实际控制人为西藏国资委,股东背景较强,有助于公司获得大型金融机构的授信支持。同时,作为上市公司,公司股权融资渠道亦畅通,再融资能力较强。

主要风险:

- **区外业务风险。**西藏天路陆续投资参与多个西藏自治区外的 PPP 项目,面临一定的资本金沉淀及投资回收风险。另外,2020 年公司收购了两个区外公司,业务涉及融资租赁和文化艺术行业,与公司当前主业关联性较

弱，关注后续业务开展情况。

- **区域内建材市场竞争压力加剧。**2020 年下半年以来西藏自治区多条水泥熟料生产线陆续点火投产，区内市场竞争有所加剧。自治区水泥需求主要体现于基础设施建设，若项目推进不及预期，增量需求释放滞缓，供应端增长情况下，市场竞争或将愈发激烈。
- **原燃料供应及价格波动风险。**西藏自治区煤炭资源匮乏，供应对区外依赖性强，运输距离远，保供能力较差。煤炭价格和运输成本变动将使得公司面临一定的采购成本波动风险。
- **建筑业务拓展压力较大。**西藏地区建筑市场竞争激烈，资质等条件限制下，西藏天路工程项目承接难度较大。
- **部分业务结算及回款滞后。**主要因建筑业务及商砼销售结算回款相对滞后，西藏天路合同资产及应收账款有所增加，关注款项回收风险。

评级关注

- 根据西藏国资委要求，天路集团拟将其持有西藏天路的 21.36% 股权整体无偿划转至建工建材集团，划转完成后建工建材集团将成为公司控股股东，公司实际控制人仍为西藏国资委。新世纪评级将持续关注上述股权划转进展。

➤ 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天路转债与 21 西藏天路 MTN001

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与西藏天路股份有限公司 2021 年度第一期中期票据（分别简称“天路转债”与“21 西藏天路 MTN001”）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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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。

中国证券监督管理委员会于 2019 年 8 月 30 日公示了《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），核准该公司向社会公开发行面值总额人民币 1,086,988,100 元的可转换公司债券。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 2021 年 3 月末累计有 3.81 亿元天路转债转换为公司股票，转股数量为 5,314.97 万股。

图表 1. 本次债券募集资金拟投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	达到预定可使用状态的日期	拟使用募集资金	累计投入金额
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”）	11.65	2021 年 12 月	3.79	3.72
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”）	2.61	2020 年 8 月	1.52	1.49
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”）	0.50	2021 年 6 月	0.37	0.37
重交再生股份收购及增资项目	2.19	2020 年 3 月	2.19	2.19
补充流动资金	3.01	-	3.01	2.71
合计	20.50	-	10.87	10.48

资料来源：西藏天路（截至 2021 年 3 月末）

该公司拟以本次债券募集资金中的 3.79 亿元投入昌都二期项目，1.52 亿元投入林芝水泥粉磨站项目，0.37 亿元投入日喀则商品混凝土扩建环保改造项目，2.19 亿元用于收购及增资重庆重交再生资源开发股份有限公司（简称“重交再生”），3.01 亿元用于补充流动资金。截至 2021 年 3 月末，累计投入金额为 10.48 亿元。

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。

截至 2021 年 5 月末，该公司存续债务融资工具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	发行利率 (%)	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
20 西藏天路 SCP003	2.00	2.00	180 天	4.77	2020-12-18	2021-06-16	18 亿元/2020 年 1 月	未到兑付日
21 西藏天路 SCP001	3.00	3.00	180 天	5.18	2021-04-08	2021-10-08	18 亿元/2020 年 1 月	未到兑付日
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	未到付息日
天路转债	10.87	7.06	6 年	0.40	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 2021 年 5 月末）

注：2020 年 10 月 28 日天路转债利率已调整为 0.60%。天路转债待偿还本金余额系截至 2021 年 3 月末金额。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但其韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

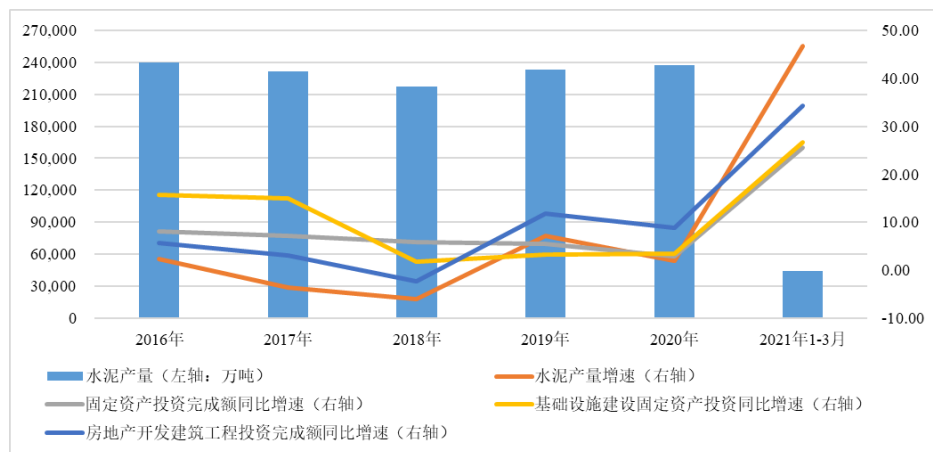
水泥行业属于典型的周期性行业和投资拉动型行业。2020 年受新冠疫情影响，固定资产投资及房地产建筑施工投资增速放缓；年初水泥需求释放滞缓，产量下滑，但后续恢复情况较好，全年水泥产量实现增长，但增速同比回落。2020 年水泥价格整体维持高位震荡运行态势，水泥价格重心同比略有下移，

全行业收入及利润小幅回落。近年来，我国水泥行业错峰生产及环保限产政策持续，对供求关系的改善起到了积极的作用。行业内整体维持强者恒强的格局，但需要关注跨省产能置换对部分区域市场竞争格局的影响。

a) 行业概况

水泥是一种粉状水硬性无机胶凝材料，广泛应用于土木工程、水利、国防等工程。作为国民经济建设中重要的基础原材料，水泥需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。近年来，我国宏观经济增速有所放缓，全国固定资产投资增速亦呈下降趋势，2018-2020年分别为5.90%、5.40%和2.90%，其中2020年受新冠疫情影响增速下滑较大。同期，基础设施建设投资增速分别为1.79%、3.33%和3.41%，2019年以来受益于基础设施建设“补短板”的逐步落实，增速有所提升。2018-2020年房地产开发投资增速分别为8.30%、9.92%和7.00%，但由于房地产业投资中拿地投资对水泥需求的拉动相对滞后，主要在后续房地产开发过程中体现，同时房地产开发投资中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，若单从房地产开发投资中的建筑工程投资额增长情况看，同期增速分别为-2.28%、11.78%和8.85%，2019年得益于前期房地产企业土地储备陆续进入建设阶段，该指标上升幅度相对较大，2020年受新冠疫情影响因素，增速略有放缓。2021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25.60%、26.76%和34.28%，因对比期间受新冠疫情影响基数较低，上述指标增幅均较大。

图表 3. 我国水泥产量、固定资产投资完成额及增速情况（单位：右轴：%）



资料来源：Wind

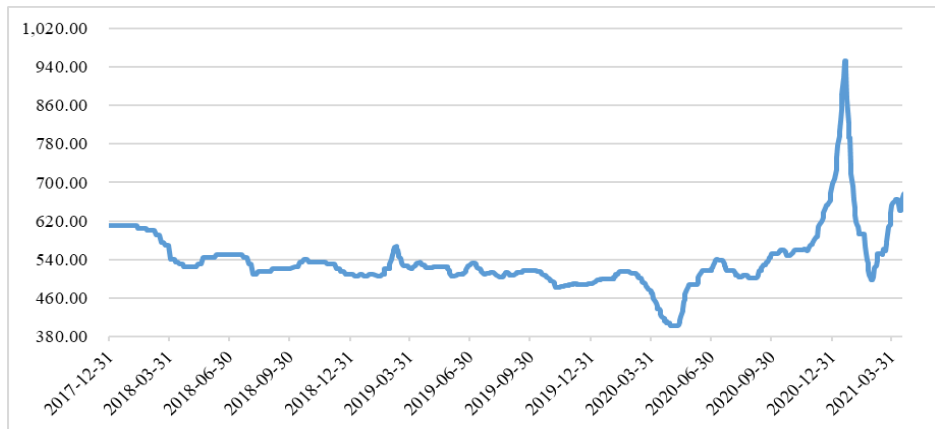
2012年起水泥行业产能过剩情况逐步显现，新增产能难以得到有效遏制，2015年随着水泥需求的缩减，行业供需矛盾进一步激化。2016年工信部发布了严禁新增产能政策，水泥熟料新增产能得到有效控制，但以往已获审批备案项目及产能置换项目投产使得近三年仍有新熟料生产线点火。据中国水泥协会和水泥大数据研究院统计，2018-2020年新点火水泥熟料生产线数量分别为14条、16条和26条，设计年产能分别为2,043万吨、2,372万吨和3,816万吨。水泥行业产能出清较为缓慢，主要因为缺乏有力的约束机制，同时在严控新增

产能情况下，产能置换作为实现产能更新的重要方式，产能指标成为一种战略资源，企业主动淘汰产能的意愿不强。即便遵循等量或减量置换，但非在役产能置换的新产能投放将造成市场实际有效产能的增加，加大供给端控制压力。近年来水泥行业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。2019 主要得益于基础设施和房地产开发投资增速回升，水泥产量为 23.30 亿吨，同比增长 7.06%。2020 年第一季度受疫情期间行业停产及下游行业复工复产推迟，水泥需求释放滞后，当期产量同比减少 23.63% 至 2.99 亿吨。当年 4 月起随着疫情逐步受控，需求释放，水泥单月产量均同比有所增长，10 月起累计产量增速转正。2020 年全年水泥产量为 23.77 亿吨，同比增长 2.00%，增速同比回落 5.06 个百分点。2021 年第一季度，因上年同期基数较低，水泥产量同比增加 46.83% 至 4.39 亿吨。

原材料方面，水泥生产中石灰质原料（主要为石灰石）为其最主要的原材料，故熟料生产具有资源导向性的特点。虽然行业内企业熟料生产线多配有石灰石矿山，石灰石成本相对稳定，但配备矿山出产的石灰石品位、开采及运输方式、运输距离等对于成本控制影响较大。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。

水泥行业属于能源消耗型行业，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%。水泥企业煤炭的采购价格一般随行就市，但具有规模优势的企业可以通过集中采购，并与供应商形成长期合作关系获得一定程度的优惠。价格方面，以秦皇岛热值 5,000kcal 山西产动力煤市场价为例，2018-2019 年煤炭价格持续高位震荡运行。2020 年 1 月至 2 月中旬，受新冠疫情影响，煤矿开工延后加之物流受阻，煤炭港口库存下降，价格小幅回升至 515 元/吨左右；随后至 5 月初，主要因主煤区供应持续增加，煤炭价格大幅下跌至 400 元/吨左右，但随着下游行业需求释放及煤炭供给收紧带动价格反弹，9 月末价格回升至 550 元/吨左右；11 月至次年 1 月末，主要受煤矿安检供应偏紧及采暖季用煤需求增加影响，煤炭价格大幅上升，2021 年 1 月价格最高突破 950 元/吨。2021 年 2 月，因春节期间工厂陆续停产，用煤需求减少，煤价开始回落。3 月以来，受港口库存下降，供应端增量有限，加之全球大宗商品牛市支撑，煤炭价格持续上涨。

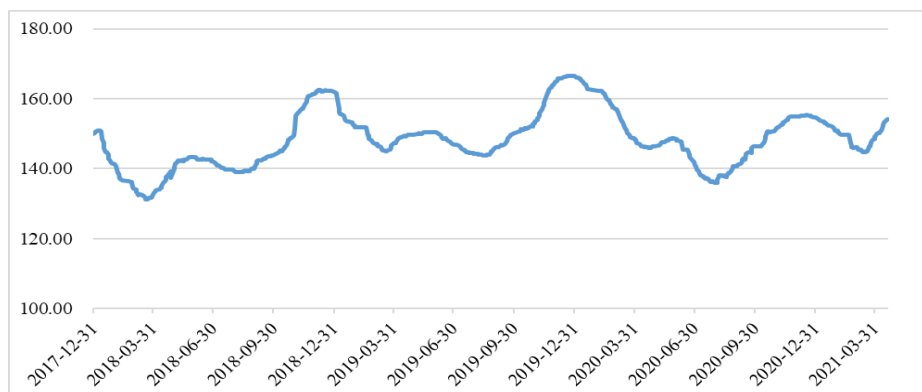
图表 4. 秦皇岛港热值 5,000kcal 山西产动力煤市场价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

电力方面，2018 年国家发改委发布《国家发展改革委关于降低一般工商业电价有关事项的通知》（发改价格[2018]500 号），通知决定分两批实施降价措施，落实一般工商业电价平均下降 10% 的目标要求；2019 年 5 月《国家发展改革委关于降低一般工商业电价的通知》（发改价格[2019]842 号）发布，明确了第二批降低一般工商业电价措施有关事项。电价下调的逐步落实对水泥行业盈利空间的扩大起到积极作用。为节约成本和减少环境污染，近年我国水泥新型干法生产线配套建成余热发电装置的比例逐年提升。目前国内新型干法生产线配套纯余热发电装置中吨熟料余热发电量约 35 千瓦时，而生产单位熟料耗电约 75 千瓦时，即纯余热发电可提供单位熟料生产约 45% 的用电，一定程度上减少了外购电力的支出，同时减弱了电价变动带来的成本控制压力。

图表 5. 全国水泥价格指数走势（单位：点）



资料来源：Wind

得益于错峰生产的有效执行，2018 年以来水泥价格整体维持在历史高位。水泥价格涨跌受季节性因素影响较大，第一季度因下游建筑施工行业春节期间停工以及夏季雨季及高温期间工程进度推进缓慢，市场需求减少，水泥价格一般呈阶段性下滑走势。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，春节假期延长，建筑施工行业复工延后，需求端缺乏支撑，水泥价格高位回落，全国水泥价格指数从年初的 166 点降至 3 月末的 148 点；随着国内疫情防控成效的显现，下游行业运行趋于正常，水泥价格于 4 月中旬筑底后企稳并小幅反弹，但反弹

期间较短，6-7 月受连续降雨及持续高温影响，水泥价格再次下滑，7 月下旬水泥价格指数最低跌至 136 点，8 月至年末随着施工旺季来临，加之第四季度部分省份错峰生产陆续实施，水泥价格持续上涨，至年末水泥价格指数达到 155 点左右。整体看 2020 年水泥价格除第一季度受上年末价格翘尾影响，价格高于上年同期外，期后价格均略低于上年水平，当年水泥价格重心小幅回落。2021 年第一季度水泥价格下跌相对温和，3 月中下旬水泥价格指数跌至 145 点，随后价格回升反映相对迅速，5 月中下旬指数回升至 159 点。

行业收入和利润方面，根据工信部数据显示 2018-2020 年水泥行业分别实现收入 8,823 亿元、1.01 万亿元和 9,960 亿元；利润分别为 1,546 亿元、1,867 亿元和 1,833 亿元。2020 年水泥行业收入及利润小幅回落。2021 年 1-2 月，受上年基数较低影响，水泥行业营业收入同比增长 50.8% 至 1,083 亿元，利润增长 20.8% 至 108 亿元。

b) 政策环境

近年来我国出台的水泥产业调控政策主要围绕严控新增产能、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，相关政策的执行有利于水泥行业的健康持续发展。另外，由于水泥行业属于高耗能、高污染的“双高”行业，节能减排亦是国家管制重点，从建设的源头就要求配置相应的装置以降低能耗，节约能源，减少污染物排放。近年来国家环保标准有所提高，虽使行业环保成本上升，但一定程度上提高了行业的进入壁垒。2017 年以来，我国加强北方地区秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，水泥行业生产经营受政策影响大。

图表 6. 近年来水泥行业重要政策梳理

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
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。
工信厅、环保厅	2017 年	《工业和信息化部办公厅、环境保护部办公厅关于“2+26”城市部分工业行业 2017-2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季按照工信部联原（2016）351 号文有关规定实施错峰生产；承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的，可不全面实施错峰生产，但应根据承担任务量核定最大允许生产负荷，报地市级人民政府备案并在门户网站上公告；水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。	要求各地确定实施错峰生产的企业名单、停限产装备及最大日产量、停限产时限、停限产方式等，执行力有望增强。
中国水泥协会	2017 年	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，使全国熟料产能平均利用	去产能工作明确到各行政区域。

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
			率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%，前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70% 以上，水泥产能集中度达到 60%。	
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。
中国建筑材料联合会	2019 年	《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》	减少碳排放约 3,000 万吨；实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7,000 万吨，进一步提升产能利用率至 70% 以上。2019 年，前 10 家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60% 以上。调整产品比例，实现 32.5 等级水泥产品产量占比降低到 50% 以下。	压减熟料产能，缓和市场竞争关系。
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防治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。

资料来源：新世纪评级整理。

另外，近年来相关监管部门围绕建材行业的反垄断相关事项持续开展。垄断行为惩治方面，2014 年 9 月国家发展改革委责成吉林省物价局对吉林亚泰集团水泥销售有限公司、北方水泥有限公司、冀东水泥吉林有限责任公司三家水泥企业实施价格垄断的行为，依法罚款共 1.14 亿元（其中，亚泰公司罚款 6,004 万元，北方水泥罚款 4,097 万元，对冀东水泥罚款 1,338 万元）。重大兼并重组反垄断审查方面，2016 年北京金隅集团股份有限公司（简称“金隅集团”）收购冀东发展集团有限责任公司（简称“冀东集团”）相关事项经由商务部反垄断局审查决定（商反垄断审查函[2016]第 72 号）不予禁止；2017 年中国建筑材料集团有限公司吸收合并中国中材集团有限公司获商务部反垄断局批准（商反垄断审查函[2017]第 10 号），同年上述公司下属中国建材股份有限公司（简称“中国建材”）和中国中材股份有限公司合并亦获批（商反垄断审查函[2017]第 73 号）。垄断防范方面，2017 年 12 月贵州省发改委发布《关于召开水泥行业反垄断提醒告诫会的通知》，组织省经信委、省住建厅及省建筑材料联合会、省水泥工业协会、省预拌混凝土行业协会和西南水泥有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司（简称“海螺水泥”）、红狮控股集团有限公司、台湾水泥股份有限公司等与会；2019 年 4 月，国家市场监督管理总局反垄断局组织在浙江杭州召开建材领域垄断行为告诫会，3 个建材领域全国性行业协会、15 个省级建材水泥混凝土行业协会、6 个水泥生产企业（中国建材、海螺水泥、唐山冀东水泥股份有限公司、华润水泥控股有限公司、华新水泥股份有限公司和中国山

水水泥集团有限公司)、10个省级反垄断执法机构参加了会议。

c) 竞争格局/态势

水泥行业区域特征的存在促使水泥企业在区域内做大做强。水泥产品较高的同质性又使水泥行业成为规模效应显著和较利于规模扩张的行业之一。基于以上特点,水泥生产商主要通过扩大经营规模,提高区域市场的占有率,获得区域内产品的定价权,从而获得较高的利润水平。因此行业内的兼并重组成为产业结构优化升级的重要手段之一。近年来,我国水泥行业产能整合持续推进,2016年金隅集团合并冀东集团,2017年华新水泥吸收了拉法基在我国西南地区的大部分产能,当年“两材”也完成了港股上市公司合并。兼并重组的实施使得水泥行业龙头企业规模优势突出,行业整体呈现强者恒强的格局。工业和信息化部数据显示,2020年前50家水泥企业(集团)熟料产能占全国总产能76%,与上年持平。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,例如:2019年联合水泥与河南投资集团成立合资公司,后者以旗下水泥资产出资,前者实际控制合资公司。通过兼并重组和参股合作等方式,市场集中度有所提高,区域市场把控力得到强化,自律协同意愿增强,市场竞争关系得到一定缓和。但还需要关注的是,近年来行业内企业产能置换意愿强烈,存在非在役产能用于置换的情况,且跨省置换将使得部分省份净置入产能增加,项目投产后或将对区域供应格局产生较大的影响。

市场开拓方面,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。针对“一带一路”沿线国家基础设施较薄弱的现状,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、塔吉克斯坦等国。海外业务的拓展亦将带动水泥企业进一步“做大做强”。

图表 7. 行业内部分企业基本数据概览(2020年/2020年末,单位:亿元、万吨、%)

企业名称	核心经营指标				核心经营指标			
	熟料产能	水泥产量	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	22,189.80	45,300.00	1,762.43	29.16	2,009.73	16.30	363.70	347.97
南方水泥有限公司	9,520.10	10,801.51	692.35	31.85	915.34	58.66	101.66	180.58
中国联合水泥集团有限公司	9,334.10	6,359.40	481.04	23.13	801.58	73.11	16.80	82.76
华润水泥控股有限公司	6,655.70	8,727.40	400.87	39.01	685.32	27.01	90.30	102.68
唐山冀东水泥股份有限公司	7,080.40	9,461.00	354.80	35.01	589.47	45.46	51.84	87.28
华新水泥股份有限公司	7,171.90	7,229.00	293.57	40.59	439.29	41.40	61.74	84.05
西南水泥有限公司	8,658.30	8,696.70	269.09	24.47	626.00	74.84	10.14	77.24
西藏天路股份有限公司	325.00	649.95	70.77	27.38	124.85	47.37	7.99	5.96

资料来源:中国水泥网、Wind、公开资料,新世纪评级整理

注:华润水泥以港币计,其他则以人民币计;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;西南水泥及中联水泥水泥产量引自中国建材2020年度报告,海螺水泥水泥产量以自产水泥及熟料合计净销量填列,华润水泥水泥产量以水泥销量填列。

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。2016年工信部发布了严禁新增产能政策，水泥熟料新增产能虽得到有效控制，但近年来行业产能出清效果欠佳，水泥行业目前仍面临产能过剩问题，行业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。

产能置换或将激活无效产能，同时跨省置换或将加大部分地区供给端控制压力。严控备案新增产能情况下，产能置换成为产能更新和布局的重要方式。近年来行业企业着手进行产能置换，但存在使用已关停或拆除的产能进行置换的情形。即便遵循等量或减量置换原则，置换项目投产后原本已不产生实际供给的产能反而将被激活。另外，由于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，或将对部分区域供应格局产生较大的影响。

环保压力及安全生产风险。水泥行业属于高耗能、高污染行业。随着国家提倡制造业“节能减排”及环保标准的提高，行业环保成本上升，一定程度上挤压了水泥生产企业的盈利空间。近年来，我国加强北方地区“2+26”城市秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，对水泥生产企业尤其是北方地区生产企业开工造成较大影响。冬季为水泥生产淡季，多数工厂开始停窑检修，管理不严、人员操作不当、设备老化等多重因素都有可能导致安全事故的发生。

(3) 区域市场因素

西藏自治区水泥需求易受重大基础设施项目投资影响。2020年以来公路建设投资持续缩减。根据相关规划，区内基建建设将持续推进，铁路及水利等项目未来有望对区域水泥需求形成重要支撑。近年来西藏自治区加大水泥工业建设支持力度，部分具有较强竞争力的水泥企业已进入布局，2020年下半年以来多条水泥熟料生产线陆续点火投产，区内行业竞争有所加剧。

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。根据 Wind 数据显示，2018-2020 年西藏自治区固定资产投资完成额增长率分别为 9.80%、-2.10% 和 5.40%，2020 年固定资产投资完成额有所回升。西藏地区地广人稀，房地产投资对水泥需求拉动作用较小，且由于西藏地区基础设施薄弱，水泥需求主要体现于交通、水利等基础设施建设，2018-2020 年公路建设投资额分别为 650.92 亿元、455.19 亿元和 435.14 亿元，2020 年投资额同比减少 4.40%。2021 年第一季度，西藏固定资产投资额同比增加 25.50%；公路建设投资额为 27.66 亿元，同比减少 41.44%。

交通运输方面，2021 年 3 月自治区交通运输工作会议明确“十四五”期间实施路网升级战略：推进进出藏高速通道建设，推进启动 G6 京藏高速格尔木至那曲试验段建设；推进国省道升级改造，对国道 318 线按照全线二级公路标准实施提质升级改造，完成川藏铁路配套公路项目建设，加快推进普通国省道

待贯通路段建设和低等级路段改造，实现全区国道全部黑色化，完成国道 219 线升级前期工作和国道 317、214 线升级改造前期规划工作；推进“四好农村路”建设。到 2025 年，力争全区公路通车总里程和高速公路通车里程分别突破 12 万公里和 1,300 公里；视投资到位情况，力争实现全区所有具备条件的乡镇、建制村、抵边自然村通硬化路；建成以拉萨为中心的 3 小时综合交通圈，基本构建形成“便捷顺畅、协同融合、公平共享、安全绿色、保障有力”的综合交通运输体系。此外，会议指出 2021 年的主要预期目标是力争落实中央投资 280 亿元，完成交通运输固定资产投资 200.85 亿元，新增 10 个乡镇、66 个建制村通畅，新增 23 个乡镇、175 个建制村通客车。铁路重大项目方面，2020 年 9 月雅林铁路的建设获国务院批准，根据国家发改委发布的《关于新建川藏铁路雅安至林芝段可行性研究报告批复的主要内容》，该段铁路系 I 级铁路，全长 1,011 公里，估算总投资达 3,198 亿元，项目预计建设周期为 10-12 年。目前雅林铁路先期开工段已于 2021 年 3 月末开工建设，后续工程的推进有望对西藏水泥需求形成重要支撑。根据西藏自治区国民经济和社会发展统计公报数据显示，2018-2020 年末西藏自治区公路通车里程分别为 9.78 万公里、10.40 万公里和 11.88 万公里，较上年末分别增加 0.85 万公里、0.62 万公里和 1.44 万公里，2020 年增量同比增加 0.82 万公里。铁路方面，根据西藏自治区第十一届人民代表大会第四次会议中的政府工作报告，2020 年末西藏自治区铁路运营里程为 954 公里。

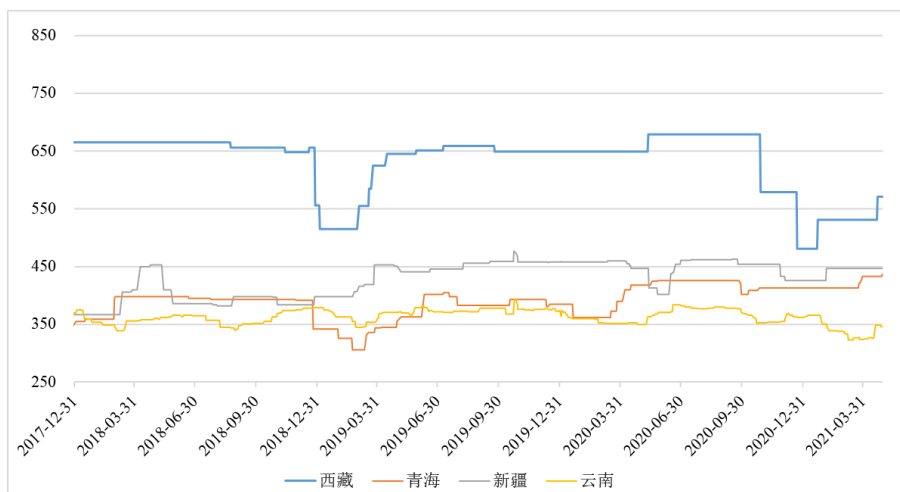
水利方面，西藏自治区是我国跨国河流分布最多的一个省（区），其特殊的地理位置、地形地貌、气候条件等决定了较特殊的水利特点，目前西藏自治区水利建设仍然较滞后，主要存在供水保供能力弱、农田水利设施薄弱、河湖湖泊治理保护滞后等问题。《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》（中发[2011]1 号）和《中共西藏自治区委员会西藏自治区人民政府关于加快水利改革发展的意见》（藏党发[2011]6 号）等一系列政策措施，为推进西藏水利跨越式发展提供了政策保障。综合看，未来交通及水利工程等基础设施建设的持续开展将对区域内水泥需求形成良好支撑。

西藏自治区水泥以往长期处于供不应求的状态。根据西藏自治区人民政府《2017 年度全区重点项目推进工作会议》和《关于进一步做好我区 2017 年度重点项目建材供应保障工作的通知》（藏政办发[2017]487 号）文件精神，2017 年 3 月西藏自治区发改委发布《关于做好 2017 年度我区重点项目建材（水泥、钢材、民爆品）供需对接的通知》（简称《通知》），以保障区内重点项目水泥供应。2018 年以来共 6 条新型干法水泥熟料生产线投产，其中 2020 年下半年有 4 条生产线投产；根据西藏自治区经济和信息化厅于 2021 年 3 月发布的《西藏自治区经济和信息化厅关于公开全区水泥熟料生产线清单的公告》，截至 2020 年末自治区共有新型干法水泥熟料生产线 13 条，设计熟料年产能 961.00 万吨，实际熟料年产能为 1,089.65 万吨，分别较上年末增加 346.00 万吨和 320.15 万吨。根据 Wind 数据显示，2018-2020 年西藏自治区水泥产量分别为 913.03 万吨、1,080.95 万吨和 1,085.04 万吨，2020 新增熟料产能尚未充分释放；2021 年第一季度，因上年疫情期间可比基数较低，区内水泥产量同

比增长 55.98% 至 84.48 万吨。

根据公开资料显示，2021 年 4 月西藏自治区内祁连山 1 条 4,000t/d 的熟料生产线已点火投产。目前区内另有日喀则市雅曲新型建材有限公司 1 条 4,000t/d 的熟料生产线处于建设状态，预计于 2021-2022 年点火投产。随着已点火生产线产能的充分释放及新生产线的投产，未来区内水泥熟料供应规模将明显扩大，区域市场竞争将加剧。

图表 8. 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

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，故区内水泥市场封闭性很强。以往区域内供应不足，水泥价格远高于毗邻省份。另外，水泥生产所需煤炭对区外的供应依存度很高，以致生产成本低，进一步支撑水泥价格。Wind 数据显示，2018 年区内水泥均价稳定在 650-660 元/吨左右；由于自治区内尚未执行错峰生产，冬季工程停工期间水泥企业库存增长，2019 年第一季度区内企业冬储水泥降价销售，以致短期内区内水泥价格明显回落，1-2 月价格筑底 515 元/吨左右，但 3 月起价格快速回升，4 月至年末价格稳定在 650 元/吨左右。2020 年 1-4 月，水泥价格维持在上年末水平，5-10 月水泥价格升至 680 元/吨左右，10 月下旬至 2021 年 2 月，因区内水泥产能扩张、下游施工企业冬季停工以及冬储水泥库存降价销售，水泥价格降至 480 元/吨左右。2021 年 2 月以来，随着下游施工企业陆续复工，水泥价格回升至 570 元/吨左右。

2. 业务运营

该公司核心主业为以水泥及商砼为主的建材业务和建筑业务，2020 年公司新增商品贸易业务。另外公司持有西藏区域部分矿权，目前仍作为储备资源，未来将适时开发。近三年公司水泥产销规模保持相对稳定，但 2020 年区内市场竞争加剧，水泥销售均价下降，业务收入规模缩减。2020 年建筑业务收入保持相对稳定，业务回款压力仍较大。公司建材业务盈利空间较大，2020 年主要因含运费销售水泥量增加，销售费用增加，以致盈利有所下滑。因一季度

系水泥及建筑业务淡季，2021年第一季度公司出现经营性亏损。

该公司以建筑业务起步，2007年业务拓展至建材领域，目前公司主业仍以水泥为主的建材生产销售和建筑业务。水泥行业属于较为典型的投资拉动型行业，由于西藏自治区水泥市场封闭性强，公司水泥市场集中于区内，区域经济发展和基建投资状况等对业务开展的影响大；同时，由于自治区内生态环境脆弱，水泥作为高能耗及高污染行业，地方性准入门槛较高，公司作为先发企业，能够凭借已有规模及品牌口碑维持在区域市场内的竞争地位。另外，公司于2019年末完成重庆重交再生资源开发股份有限公司（简称“重交再生”）51%股权的收购，从而拓展了沥青砼的生产销售业务。建筑业务方面，由于众多大型施工央企入藏加剧区域竞争，公司区内项目获取难度较大，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 9. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
水泥业务	西藏自治区	政策、规模、成本、品牌等
建筑业务	西藏自治区，目前已拓展至江西、贵州等省份	资质、品牌等

资料来源：西藏天路

2020年该公司新增商品贸易业务，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及林芝高争商贸有限公司负责运营，主要贸易品种为电解铜、水泥和砂石等大宗商品。2020年及2021年第一季度，该业务收入分别为11.43亿元和1.25亿元，毛利率分别为3.21%和0.76%，毛利水平较低。

另外，该公司持续将矿产业作为业务资源储备、培育，近年来该业务尚未实现收益。目前公司下属西藏天路矿业开发有限公司（持股比例90%）和西藏天联矿业开发有限公司（持股比例80%）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。其中，冲江及冲江西铜矿的详查地质报告已通过国土资源部专家评审。按照评审专家修改意见，需要将冲江和冲江西两个矿权合并。由于两个矿权证勘察级别不相同，公司目前尚未能实现两个矿权的合并，因此当前暂做战略储备资源，未来将适时开发。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	50.21	56.21	70.77	6.03	3.47
其中：核心业务营业收入	50.16	56.05	58.87	4.71	3.15
在营业收入中所占比重（%）	99.88	99.71	83.19	78.05	90.87
其中：（1）水泥	34.39	34.31	31.88	1.62	1.29
在核心业务收入中所占比重（%）	68.56	61.21	54.16	34.46	41.02
（2）商砼	2.72	3.53	6.51	0.66	0.02
在核心业务收入中所占比重（%）	5.43	6.30	11.06	13.93	0.67

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
(3) 骨料	1.21	0.99	0.23	0.01	0.22
在核心业务收入中所占比重 (%)	2.42	1.76	0.38	0.15	6.84
(4) 沥青砼	-	0.79	3.87	0.75	0.51
在核心业务收入中所占比重 (%)	-	1.42	6.58	15.84	16.03
(5) 建筑业务	11.83	16.43	16.38	1.68	1.12
在核心业务收入中所占比重 (%)	23.59	29.31	27.82	35.62	35.44
毛利率 (%)	32.59	31.09	27.38	19.05	20.04
其中：(1) 水泥 (%)	42.42	43.27	45.98	40.47	29.23
(2) 商砼 (%)	19.05	15.67	24.85	23.91	2.49
(3) 骨料 (%)	52.22	53.29	56.49	56.07	56.67
(4) 沥青砼 (%)	-	23.29	28.33	19.67	12.57
(5) 建筑业务 (%)	4.80	7.99	8.46	9.79	11.26

资料来源：西藏天路

2018-2020 年，该公司营业收入分别为 50.21 亿元、56.21 亿元和 70.77 亿元，2020 年同比增幅较大，除核心业务影响外，主要系因新增商品贸易业务。同期核心业务收入分别为 50.16 亿元、56.05 亿元和 58.87 亿元，逐年增加。收入构成方面，同期公司水泥销售收入分别为 34.39 亿元、34.31 亿元和 31.88 亿元，2020 年水泥产销规模保持相对稳定，但主要因区内水泥产能扩张，市场竞争加剧，销售均价下降，收入规模有所缩减；水泥业务系公司核心收入来源，同期该业务收入占核心业务收入的比重分别为 68.56%、61.21% 和 54.16%。同期公司商砼业务收入分别为 2.72 亿元、3.53 亿元和 6.51 亿元，2020 年因公司增加混凝土搅拌站，商砼产销量增加，业务收入有所增加。同期公司骨料业务分别实现收入 1.21 亿元、0.99 亿元和 0.23 亿元，2020 年有所下降，主要系公司商砼业务扩张，自用骨料增加，外销减少所致。另外，重交再生于 2019 年 12 月纳入公司合并范围，2019-2020 年公司沥青砼销售收入分别为 0.79 亿元和 3.87 亿元。2018-2020 年，公司建筑业务收入分别为 11.83 亿元、16.43 亿元和 16.38 亿元，2019 年收入增加主要系合同完工量增加。

2018-2020 年，该公司综合毛利率分别为 32.59%、31.09% 和 27.38%，其中 2020 年主要因商品贸易业务影响，综合毛利率同比下降 3.71 个百分点。同期，公司水泥销售毛利率分别为 42.42%、43.27% 和 45.98%，2020 年毛利率增加主要系因公司改变销售合同模式，价格由出厂价变为到岸价，导致公司水泥业务收入中含运输收入，而运输费用则纳入销售费用核算。公司商砼毛利率分别为 19.05%、15.67% 和 24.85%，呈现一定波动；骨料毛利率保持在 50% 左右；2019-2020 年沥青砼毛利率分别为 23.29% 和 28.33%。2018-2020 年，建筑业务毛利率分别为 4.80%、7.99% 和 8.46%，逐年提升。

2021 年第一季度，该公司营业收入同比增加 73.89% 至 6.03 亿元，主要系因上年同期受新冠疫情影响，各项业务比较基数较低，以及当期增加商品贸易收入。同期，水泥业务实现收入 1.62 亿元，同比增加 25.49%；建筑业务收入为 1.68 亿元，同比增加 50.12%。当期，公司综合毛利率为 19.05%，同比下降 0.99 个百分点，主要受商品贸易业务影响。

A. 建材业务

该公司子公司西藏高争建材股份有限公司（简称“高争股份”）系西藏自治区水泥先发企业，规模优势较为突出，旗下高争水泥品牌在区域内的市场知名度高，品牌口碑好。产能方面，2020年9月林芝水泥粉磨站建成投产，公司水泥粉磨产能增至615万吨；2020年11月公司下属西藏昌都高争建材股份有限公司（简称“昌都高争”）2,000t/d熟料生产线进入试生产阶段，但尚未正式投产，年末水泥熟料产能仍为325万吨。2021年3月末，公司熟料及水泥产能未发生变化，当期末公司控股的在役水泥熟料生产线仍为4条。2020年西藏自治区虽另有3条水泥熟料生产线投产，但新投产产能尚未完全释放，公司水泥业务在区内的市场份额仍超过50%。综合考虑区内另2条在建熟料生产线设计产能，预计未来公司水泥业务产能仍能保持区内第一，但随着其他企业产能投产并稳定运行，公司市场份额将有所下降。

2020年因增加混凝土搅拌站，该公司商砼产能有所增加，当年年末产能为210万立方米，之后截至2021年3月末产能未发生变化。公司于2017年拓展了商砼上游骨料业务，近年来产能未发生变化，截至2021年3月末公司共有骨料基地1个，年产能为150万吨。

图表 11. 公司建材产品产能及产销情况

产品	指标	2018年（末）	2019年（末）	2020年（末）	2021年 第一季度（末）
熟料	产能（万吨）	325.00	325.00	325.00	325.00
	产量（万吨）	445.18	452.83	456.62	86.09
	产能利用率	136.98%	139.33%	140.50%	105.96%
水泥	产能（万吨）	525.00	525.00	615.00	615.00
	产量（万吨）	639.48	648.24	649.95	42.86
	其中：P.O.32.5 标号	211.43	192.50	189.14	13.58
	其中：P.O.42.5 标号	417.42	435.30	447.69	28.72
	其中：P.O.52.5 标号	10.63	20.44	13.12	0.56
	产能利用率	121.81%	123.47%	105.68%	27.88%
	销量（万吨）	641.89	651.69	654.20	32.57
	销售均价（元/吨）	626.31	603.10	570.21	546.30
	产销率	100.38%	100.53%	100.65%	75.99%
商砼	产能（万立方米）	180.00	180.00	210.00	210.00
	产销量（万立方米）	74.66	86.84	120.69	9.92
	产能利用率	41.48%	48.24%	57.47%	18.90%
	销售均价（元/立方米）	571.35	542.66	529.97	509.35
骨料	产能（万吨）	150.00	150.00	150.00	150.00
	产量（万吨）	314.69	249.00	296.79	1.77
	产能利用率	209.79%	166.00%	197.86%	4.72%
	销量（万吨）	314.69	249.00	44.02	1.77
	销售均价（元/吨）	41.00	44.70	34.50	38.89

资料来源：西藏天路

注：表内产能为年末设计年产能；产能利用率系根据产量及加权平均产能计算；2021年第一季度产能利用率经年化处理；销售均价不含运费。

2018-2020年，该公司熟料产量分别为445.18万吨、452.83万吨和456.62万吨。由于西藏地区未实行错峰生产，除进行正常生产线检修外，设备运转率

较高，且设计年产能按照 300 天/年计算，实际运转天数高于设计值，故公司熟料产能利用率保持高水平，同期分别为 136.98%、139.33%和 140.50%。公司生产的熟料均内部生产领用，未对外销售。同期，公司分别生产水泥 639.48 万吨、648.24 万吨和 649.95 万吨；水泥生产计划制定根据“以销定产”原则，产销率在 100%左右。公司高标号水泥产品占比较高，且近年来占比持续提升，2018-2020 年 42.5 及以上标号水泥产量占比分别为 66.94%、70.30%和 70.90%。2018-2020 年公司分别生产并销售商砼 74.66 万立方米、86.84 万立方米和 120.69 万立方米，其中 2020 年因增加混凝土搅拌站，产量有所增加，但产能利用率仍处于较低水平。以往公司骨料均对外销售，2020 年公司生产的骨料主要由内部生产领用。2018-2020 年，公司骨料产量分别为 314.69 万吨、249.00 万吨和 296.79 万吨，销量分别为 314.69 万吨、249.00 万吨和 44.02 万吨。2021 年第一季度因处于需求淡季，公司熟料生产负荷有所下降，当期熟料产量为 86.09 万吨，同比减少 5.25%，产能利用率为 105.96%；因上年同期受新冠疫情影响，可比基数较低，当期水泥产量和销量同比分别增加 29.96%和 24.50%至 42.86 万吨和 32.57 万吨，但粉磨设备开工仍不足，产能利用率仅 27.88%。同期，骨料产销量为 1.77 万吨；商砼产销量为 9.92 万立方米。

2018-2020 年，该公司水泥销售均价分别为 626.31 元/吨、603.10 元/吨和 570.21 元/吨，持续下降，其中 2020 年水泥销售均价降幅较大，主要系区内水泥产能扩张，市场竞争加剧，水泥降价销售所致。2021 年第一季度因处于水泥销售淡季加之冬储水泥的释放，公司水泥销售均价进一步降至 546.30 元/吨。商砼方面，2018-2020 年及 2021 年第一季度销售均价分别为 571.35 元/立方米、542.66 元/立方米、529.97 元/立方米和 509.35 元/立方米，价格与水泥关联度高，亦呈下降走势。同期，公司骨料销售均价分别为 41.00 元/吨、44.70 元/吨、34.50 元/吨和 38.89 元/吨，2020 年以来波动较大。

图表 12. 公司主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
石灰石	采购量(万吨)	454.94	444.94	456.61	111.59
	采购均价(元/吨)	37.98	28.85	28.45	23.08
煤炭	采购量(万吨)	65.87	59.16	58.80	8.15
	采购均价(元/吨)	889.31	786.40	771.15	779.86
电	采购量(万千瓦时)	45,593.97	42,107.66	40,550.90	6,000.83
	采购均价(元/千瓦时)	0.70	0.70	0.71	0.72
骨料	采购量(万吨)	-	228.15	296.79	1.77
	采购均价(元/吨)	-	39.61	34.51	39.02
熟料	采购量(万吨)	73.42	107.87	76.69	41.32
	采购均价(元/吨)	674.04	541.39	627.19	546.17

资料来源：西藏天路

注：1) 表内数据系外部采购数据；2) 电力采购均价为含税价。

石灰石系水泥熟料最主要的原料，石灰石矿山系水泥生产企业核心资源。该公司下属高争股份生产线配套有石灰石矿山，截至 2021 年 3 月末石灰石保有储量为 10,892.92 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，近年来石灰石的自给率约为 50-60%。昌都高争生产线所配套的石灰石矿山采矿权于 2016 年 4 月获得，截至 2021 年 3 月末石灰石保有储量为 4,691.00 万吨；2017 年第四季度起矿山投入开采后，已实现大部分石灰石自给。2019 年以来公司水泥熟料产量保持相对稳定，石灰石外采量同比变化不大。2018-2020 年石灰石采购价格持续下降。

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，大部分采购自格尔木开源煤业有限公司，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，公司一般留有较多备货。2019 年以来公司煤炭采购量及采购均价变化不大。煤炭供应商给予公司的信用账期较短，一般按月结算，结算模式以现汇为主。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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司电力采购量分别为 4.56 亿千瓦时、4.21 亿千瓦时、4.06 亿千瓦时和 0.60 亿千瓦时；采购均价分别为 0.70 元/千瓦时、0.70 元/千瓦时、0.71 元/千瓦时和 0.72 元/千瓦时，2020 年以来电价略有上升。

该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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司熟料采购量分别为 73.42 万吨、107.87 万吨、76.69 万吨和 41.32 万吨，熟料主要采自区外，公司主要根据运力筛选熟料供应商，近年来主要供应商为青海海西化工建材股份有限公司，熟料采购集中度高。同期，熟料采购均价分别为 674.04 元/吨、541.39 元/吨、627.19 元/吨和 546.17 元/吨，波动较大。结算模式方面，熟料采购按照发货量按周或按月结算。

另外，该公司收购重交再生的事项于 2019 年 11 月完成，公司建材业务产品增加沥青砼品种。2020 年重交再生沥青砼年产能小幅增至 240 万吨。2019 年 12 月、2020 年及 2021 年第一季度，重交再生沥青砼产量分别为 19.66 万吨、175.34 万吨和 30.52 万吨，销量分别为 23.67 万吨、175.34 万吨和 30.52 万吨，销售均价分别为 318.99 元/吨、304.51 元/吨和 296.61 元/吨，价格略有下降。

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、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。2018-2020 年，公司施工业务收入分别为 11.51 亿元、16.09 亿元和 16.08 亿元，其中 2019 年收入增长主要系因公路工程项目进入施工高峰期，2020 年收入较上年基本持平，但项目类型构成发生一定变化。同期，毛利率分别为 3.89%、7.47% 和 8.03%，其中 2019 年主要得益于公司加强施工成本控制力度，业务毛利率有所提升，2020 年主要因毛利率相对较高的市政道路及房建工程结转收入占比较大，毛利率进一步提升。2021 年第一季度施工业务实现收入 1.67 亿

元，毛利率为 9.74%。

图表 13. 公司建筑业务分类型收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	11.51	3.89%	16.09	7.47%	16.08	8.03%	1.67	9.74%
其中：公路工程	10.53	3.51%	13.58	6.44%	6.39	6.48%	0.96	7.67%
房建工程	0.71	10.61%	1.95	9.22%	8.32	8.01%	0.49	8.21%
市政道路	-	-	0.40	40.22%	1.26	28.75%	0.19	25.93%
水利及其他专业工程	0.27	0.93%	0.16	-7.00%	0.11	-143.19%	0.03	0.00%
监理与检测业务	0.33	36.92%	0.34	32.57%	0.30	31.92%	0.003	43.01%

资料来源：西藏天路

2020 年该公司下属重交再生取得市政公用工程施工、公路工程施工、建筑工程施工总承包一级资质。除上述资质外，公司还拥有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、公路工程施工总承包二级资质、公路路基工程专业承包二级资质、房屋建筑工程施工总承包二级资质、市政公用工程施工总承包二级资质、铁路工程施工总承包三级资质和水利水电工程施工总承包三级资质等。

西藏建筑市场较为开放，入藏大型央企众多，市场竞争激烈，项目承接对企业资质、管理、技术和创新能力的要求较高。该公司在自治区内的建筑业务核心主体资质相对较低，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。

2018-2020 年及 2021 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 13.56 亿元、11.27 亿元、23.42 亿元和 0.70 亿元。2020 年公司新签合同金额大幅增加，主要为房建工程项目，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和林芝天路企业管理交流中心等项目。截至 2021 年 3 月末公司在手合同金额（含合并范围内工程项目）为 13.87 亿元，其中西藏自治区外在手合同金额为 4.81 亿元，占比为 34.68%。

图表 14. 公司施工业务新签合同情况（单位：亿元）

类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
公路工程	13.03	4.26	7.20	-
房建工程	0.53	4.73	14.43	0.04
水利及其他专业工程	-	2.28	1.79	0.66
合计	13.56	11.27	23.42	0.70
其中：西藏自治区外	12.72	6.54	6.15	0.66

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 2021 年 3 月末，该公司参与的 PPP 项目共 4 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”）和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”）。公司已累计投入资本金 4.40 亿元，上述项目公司均不纳入西藏天路合并范围。项目回报机制方面，萍乡项目运营期内采用政府付费模式购买服务，其余项目均为政府方提供缺口性运营补贴。萍乡项目于 2018 年 10 月进入运营期，2019-2020 年及 2021 年第一季度项目公司分别净亏损 339.87 万元、46.37 万元和 29.73 万元。凯里项目已于 2020 年 11 月进入运营期，2020 年及 2021 年第一季度项目公司分别净亏损 0.02 万元和 0.05 万元。由于西藏天路参与的上述 PPP 项目所处区域经济发展水平一般，政府财力一般，项目经营期收益存在一定不确定性。

图表 15. 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	投入运营期时间	2020 年项目公司净利润
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	-46.37
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	可行性缺口补助	3+30	32,676.98	2020.11	-0.02
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	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	可行性缺口补助	3+17	4,040.00	尚未进入运营期	-
合计	-	-	-	-	-	-	44,130.44	-	-46.39

资料来源：西藏天路（截至 2021 年 3 月末）

截至 2021 年 3 月末，该公司主要在建及已完工项目如图表 16 所示，表内项目合同金额合计 68.06 亿元（含税），已累计确认收入 46.50 亿元，累计回笼资金 38.67 亿元（含税）；其中，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、昌都市农村公路总承包项目施工第十四标段项目和凯里项目待结算及回款金额相对较大。

图表 16. 公司主要在建及已完工工程项目情况（单位：万元）

项目名称	工程类型	项目金额	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
贵州省凯里环城高速公路北段 PPP 项目	公路工程	95,215.09	482 天	99.23%	91,445.76	78,570.20	81,752.04
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	房屋建筑	79,579.63	300 天	58.08%	43,584.00	40,453.27	24,373.69
昌都市农村公路总承包项目施工第十四标段	公路工程	63,670.87	28 个月	99.62%	57,620.64	54,748.95	45,151.86
林芝天路企业管理交流中心项目建筑安装工程	房建工程	41,594.00	18 个月	23.56%	8,989.72	8,232.46	-
西藏昌都高争建材有限公司二期 2000t/d 熟料新型干法水泥生产线项目土建工程	房建工程	39,800.00	18 个月	46.19%	16,866.86	14,665.28	14,869.57
嵩明北互通至国道 213 等三条连接线工程	公路工程	39,591.00	36 个月	8.76%	2,985.35	2,606.42	1,450.00
云南红河州建个元高速公路	公路工程	38,000.00	36 个月	97.73%	34,125.41	31,310.06	33,233.61
援尼泊尔沙拉公路修复改善项目	公路工程	27,603.51	36 个月	1.20%	297.10	273.48	-
长久（神山）灰岩矿项目码头一期工程陆域部分土建及安装	房建工程	25,886.50	201 天	99.53%	23,025.02	2,040.31	25,885.49
国道 219 线康马县至措美县古堆乡段新改建工程洛扎至古堆段第 13	公路工程	23,468.53	30 个月	97.72%	22,490.24	21,766.41	21,810.71

项目名称	工程类型	项目金额	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
标段							
安徽省池州长九灰岩矿项目料场覆盖层剥离及毛料挖装运二标工程专业分包合同	专业工程	22,784.30	1,826 天	83.38%	16,822.34	16,489.91	15,233.00
西藏美术馆建设项目	房建工程	20,748.85	425 天	74.72%	13,796.21	12,485.50	10,367.50
提前实施“十三五”公路危桥改造工程第五标段	公路工程	17,240.74	21 个月	99.61%	15,247.61	14,999.07	12,813.90
公路危桥改造工程施工第二标段	公路工程	13,544.00	21 个月	99.63%	12,484.90	14,681.79	13,031.63
西藏天路股份有限公司石材精加工厂 EPC（设计、施工）总承包项目	专业工程	13,389.55	24 个月	15.78%	1,809.41	1,694.87	3,941.85
萍乡市安源区白源河海绵城市建设 PPP 项目	专业工程	12,056.71	180 天	99.77%	10,942.26	9,956.47	12,503.36
西藏拉洛水利枢纽及配套灌区工程贝琼隧洞施工第二标段	专业工程	11,166.35	45 个月	97.95%	11,022.82	12,514.82	8,931.76
涉密项目	公路工程	9,682.98	18 个月	28.12%	2,497.61	2,372.72	3,684.36
永川人民广场项目	专业工程	7,460.32	260 天	98.94%	6,735.42	5,275.79	-
长九（神山）灰岩矿项目物流廊道工程土建二标	房建工程	6,552.80	210 天	99.69%	6,638.58	6,200.42	6,788.92
江津建筑垃圾资源化利用基地工程	房建工程	5,000.00	201 天	98.75%	4,700.00	4,972.00	3,200.00
那曲地区申扎县恰乡普玛村至强欧贡玛村公路改建工程	公路工程	3,154.36	12 个月	99.37%	1,375.37	1,334.11	90.00
主城区内环快速路道路综合整治一期工程	公路工程	3,101.98	220 天	98.70%	295.41	295.41	1,366.16
两江大道北延伸段（石船段）公路工程	公路工程	3,030.26	60 天	95.80%	2,641.05	2,433.73	-
林芝市巴宜区建材产业园区用地回填项目	专业工程	2,499.00	30 天	99.58%	2,459.11	2,296.40	2,557.17
日喀则市高争商混有限责任公司年产 60 万立方商品混凝土建设项目	房屋建筑	2,395.00	90 天	97.62%	2,144.84	1,983.77	-
国道 219 线措美县古堆乡至朗县金东乡段新建改建工程古堆至三安曲林段第 21 标段	公路工程	28,854.09	30 个月	103.52%	28,521.28	25,985.76	22,797.30
高争股份公司六期技改项目（环保整改物料露天堆场技术改造工程网架工程）	房建工程	7,000.00	240 天	100.00%	7,386.77	7,899.38	8,114.19
日喀则市萨迦县萨迦镇至查荣乡公路工程一阶段施工项目第一标段	公路工程	5,793.21	26 个月	100.00%	5,303.34	5,033.32	1,710.62
西藏日喀则高新雪莲水泥有限公司二期水泥熟料生产线项目	专业工程	5,293.91	180 天	100.00%	5,406.44	5,919.18	7,687.57
G348 峰高至邮亭、安富至四川界、老成渝路峰高至安富段路面改造工程	公路工程	3,370.07	252 天	100.00%	3,490.94	3,211.14	2,029.67
日喀则市萨迦县萨查荣乡至雄玛乡公路工程全一标段	公路工程	2,043.02	9 个月	100.00%	1,881.38	1,847.12	1,300.00
合计	-	680,570.63	-	-	465,033.19	414,549.52	386,675.93

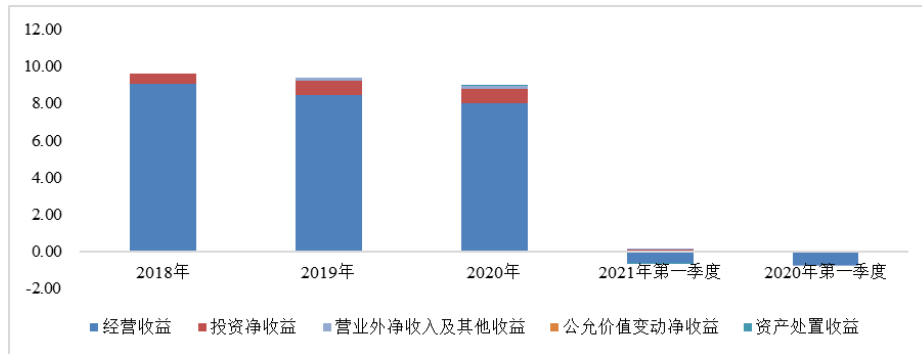
资料来源：西藏天路（截至 2021 年 3 月末）

注 1）上表含公司合并范围内工程项目；

2）部分项目因实际发生成本超过预计总成本，完工百分比超过 100%。

(2) 盈利能力

图表 17. 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¹

2018-2020 年，该公司分别实现营业毛利 16.36 亿元、17.48 亿元和 19.37 亿元，持续增加。2019-2020 年水泥业务毛利规模保持相对稳定，2019 年营业毛利的增长主要来源于建筑业务，2020 年则主要来源于商砼及沥青砼业务。同期，公司期间费用分别为 6.78 亿元、8.02 亿元和 10.72 亿元。其中，销售费用分别为 0.31 亿元、0.84 亿元和 3.82 亿元，其中 2020 年销售费用大幅增加，主要系含运费销售水泥增加所致；管理费用分别为 4.60 亿元、4.75 亿元和 4.11 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；研发费用分别为 1.60 亿元、1.63 亿元和 1.62 亿元；财务费用分别为 0.26 亿元、0.81 亿元和 1.18 亿元，公司在西藏自治区内融资能够持续享受金融优惠政策，贷款利率很低，因而财务费用金额不大，2020 年财务费用同比有所增长，主要因刚性债务规模扩张，且其中发行债券融资成本相对较高所致。2018-2020 年公司确认资产减值损失和信用减值损失合计分别为 0.10 亿元、0.61 亿元和 0.24 亿元，主要为计提的坏账准备。同期，公司经营收益分别为 9.05 亿元、8.45 亿元和 8.02 亿元，受期间费用增加影响持续下降。

2021 年第一季度，该公司实现营业毛利 1.15 亿元，同比增长 65.31%；期间费用为 1.75 亿元，同比增长 20.13%，主要系含运费销售水泥增加及公司熟料生产线冬季检修费用增加所致。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-0.62 亿元，同比减亏 0.14 亿元。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	50.21	56.21	70.77	6.03	3.47
毛利（亿元）	16.36	17.48	19.37	1.15	0.70
期间费用率（%）	13.50	14.27	15.15	28.98	41.95
其中：财务费用率（%）	0.52	1.44	1.66	5.18	10.62

¹ 为保持口径一致性，2019 年以来营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
全年利息支出总额（亿元）	0.82	0.99	1.55	-	-
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。

2018-2020 年，该公司分别确认投资净收益 0.57 亿元、0.78 亿元和 0.78 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益分别为 0.56 亿元、0.76 亿元和 0.50 亿元，主要来自参股公司西藏高新建材集团有限公司（简称“高新建材”，截至 2020 年末公司持股 30%）。高新建材主营水泥、骨料、商砼的生产销售，主要销售市场亦为西藏自治区，因此确认的投资收益与公司建材主业盈利具有较强同向性。公司营业外收支、其他收益和资产处置收益金额均不大。2018-2020 年公司利润总额分别为 9.59 亿元、9.41 亿元和 8.99 亿元；公司持续享受西藏自治区所得税相关优惠政策，所得税费用分别为 1.01 亿元、1.08 亿元和 1.00 亿元，扣除所得税后公司实现净利润 8.58 亿元、8.33 亿元和 7.99 亿元；同期，公司总资产报酬率分别为 12.24%、10.38% 和 8.81%。

2021 年第一季度，该公司确认投资净收益为 0.08 亿元，营业外净收入及其他收益合计 337.98 万元，资产处置损失为 1.14 万元。当期公司利润总额为 -0.51 亿元，同比减亏 0.25 亿元；净利润为 -0.51 亿元，同比减亏 0.24 亿元。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益（万元）	5,697.68	7,775.77	7,835.56	765.11	18.57
营业外净收入及其他收益（万元）	-351.59	1,789.62	1,334.50	337.98	-17.84
资产处置收益（万元）	-5.29	-21.11	581.77	-1.14	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

整体看，近年来该公司盈利主要来源于主营业务，投资收益主要系参股的区域内同行业企业权益法下确认的收益，与公司主业呈现较强共周期性；其他盈利影响因素对公司盈利影响则相对较小。因一季度系水泥及工程业务淡季，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，公司计划加大自治区内项目营销范围，安排专人跟踪区内重点项目，同时借助央企平台，充分抢抓区外发展机遇，实现区内外市场的协同增长。此外，公司将加强境外业务相关的准备，以援尼沙拉公路项目为依托，探索国外营销方式。建材业务方面，公司计划将公司将继续按照绿色低碳环保的发展要求，将建材产业链横向拓展与上下游延伸紧密结合，进一步提高公司建材产业整体盈利水平和市场竞争力。

图表 20. 公司主要在建/拟建项目投融资规划（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2021 年 3 月末已投资	投资规划			资金来源
			2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年	
昌都水泥二期工程	11.00	7.63	2.00	1.00	-	债务类融资（含可转换公司债券）
林芝水泥粉磨站项目	2.61	1.48	1.02	0.10	-	债务类融资（含可转换公司债券）
江津建筑垃圾资源化利用基地项目	1.30	0.72	0.58	-	-	流动资金
合计	14.91	9.83	3.60	1.10	-	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：投资规划根据当前已有规划金额填列。

该公司目前在建项目主要围绕建材业务，项目预计总投资合计 14.91 亿元，其中昌都高争二期项目预计总投资为 11.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，上述项目已累计投资 9.83 亿元，其中昌都二期项目已累计完成投资 7.63 亿元。项目目前已处于试产状态。按照当前规划，2021 年 4-12 月和 2022 年公司计划分别投资 3.60 亿元和 1.10 亿元。

管理

该公司为国有控股上市公司，控股股东为天路集团，实际控制人为西藏自治区国资委。天路集团拟将所持公司股份无偿划转至建工建材集团，若划转事项完成，公司控股股东将发生变更，但实际控制人不变。跟踪期内，主要因换届选举原因公司董事会及监事会人员发生一定变动。近年来公司关联交易金额较小，对经营及财务影响不大。

跟踪期内，该公司控股股东仍为西藏天路置业集团有限公司（简称“天路集团”，即原西藏天路建筑工业集团有限公司，2019 年 1 月变更为现名），截至 2021 年 3 月末天路集团持有公司 21.36% 的股权。公司于 2020 年 6 月收到《区政府国资委关于无偿划转西藏天路置业集团有限公司全部国有产权的批复》（藏国资发[2020]111 号），根据该批复，将天路集团无偿划转至西藏建工建材集团有限公司（原名为西藏高争建材集团有限公司，简称“建工建材集团”），天路集团成为建工建材集团的全资子公司。西藏自治区人民政府国有资产监督管理委员会（简称“西藏国资委”）持有建工建材集团 100% 股权，因此公司实际控制人为西藏国资委。公司产权状况详见附录一。

该公司 2019 年 12 月 2 日收到天路集团通知，天路集团后续拟按照西藏国资委《关于西藏天路股份有限公司变更股东相关事宜的通知》（藏国资发[2017]249 号）的要求，将持有公司 21.36% 股权整体无偿划转至建工建材集团，若股权划转事项完成，建工建材集团将成为公司控股股东，公司实际控制人不变。根据公司于 2019 年 12 月 13 日发布的《关于控股股东通过大宗交易方式转让公司可转换公司债券的公告》，截至 2019 年 12 月 12 日天路集团已通过大宗交易方式将其持有公司全部天路转债共计 2,464,280 张转让给建工建材集

团。

2020年10月27日，根据该公司公告，公司董事及董事会战略委员会委员何黎峰涉嫌严重违纪违法，目前正接受西藏自治区纪委监委纪律审查和监察调查。因何黎峰系由公司第二大股东西藏天海集团有限责任公司委派，未担任公司其他职务，且不参与公司日常经营管理工作，公司认为该事项不会对公司生产经营和长远发展产生影响。

2021年3月，该公司举行第六届董事会董事、独立董事及监事的选举，选举陈林先生、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为公司董事；选举逯一新先生、罗会远先生和孙茂竹先生为公司独立董事；选举举扎西尼玛先生和德吉旺姆女士为公司监事。周李梅女士仍为公司职工监事。目前公司董事会成员9名，监事会成员3名，符合章程要求。

天路集团所持该公司9,750万股已质押，占公司总股本的10.61%；根据公司于2021年5月21日发布的公告，上述质押事项已解除。

图表 21. 公司关联交易情况（单位：万元）

项目	2018年（末）	2019年（末）	2020年（末）
关联采购及接受劳务	1,264.07	99.79	7,511.07
其中：西藏高争投资有限公司	-	-	6,609.71
关联销售及提供劳务	40,339.16	27,797.54	42,815.58
其中：西藏高争集团建材销售有限公司	11,261.92	14,806.25	19,605.01
水电八局	6,480.10	9,262.85	2,303.08
中电建安徽长九新材料股份有限公司	22,597.14	3,728.44	1,659.47
西藏高争投资有限公司	-	-	3,064.63
关联应收款项（账面余额）	11,133.23	12,976.02	7,738.95
其中：西藏天路置业集团有限公司	1,833.38	5,133.36	5,134.83
水电八局	5,835.43	6,005.22	-
萍乡市水电八局白源河海绵城市建设有限公司	1,903.00	998.67	1,076.66
关联应付款项（账面余额）	4,599.82	2,575.40	4,164.90
其中：水电八局	2,215.13	-	-
西藏高争投资有限公司	-	-	1,819.78
建工建材集团	899.67	1,554.67	975.33
西藏高争集团建材销售有限公司	300.00	94.58	332.51

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。

根据审计报告所载，该公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额较小；2018-2020年公司销售商品、提供劳务产生的关联交易金额分别为4.03亿元、2.78亿元和4.28亿元，其中2018年金额较大主要因向参股公司中电建安徽长九新材料股份有限公司（简称“安徽长九”）提供土建及安装工程施工服务，2020年主要系向西藏高争集团建材销售有限公司销售水泥等建材产品，交易价格均参照市场价格。2020年末，公司应收及应付关联方款项账面余额合计数分别为0.77亿元和0.42亿元。整体看，公司关联交易金额相对较小，

对经营及财务未产生重大影响。

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2021 年 3 月 31 日）及下属主要二级子公司高争股份（截至 2021 年 1 月 19 日）和昌都高争（截至 2021 年 4 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 2021 年 4 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 2018 年以来不存在被行政处罚、列入经营异常名单或列入违法失信黑名单的情况。

财务

2020 年主要得益于部分天路转债转股和盈利留存，该公司资产负债率小幅下降，财务杠杆处于较合理水平。2020 年公司刚性债务规模保持稳定，债务期限结构趋于长期化。公司主要经营实体位于西藏自治区，区内项目能够持续享受低息政策，融资成本低。公司工程项目及商砼销售回款虽有所滞后，但水泥业务获现能力强，经营性现金流维持净流入状态，加之公司可动用货币资金较充裕，整体看公司债务偿付保障能力较强。

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 2018-2020 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。

该公司 2018 年度和 2019 年度财务报表的编制分别遵循财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）和《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）文件的要求。2020 年起公司执行财政部 2017 年修订的《企业会计准则 14 号——收入（修订）》。因分析开展需要，本评级报告所列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”；并将“应付利息”纳入刚性债务核算。

截至 2018 年末，该公司合并范围内二级子公司数为 9 家。2019 年，公司设立全资二级子公司安徽天路建材贸易有限公司；当年通过股权转让及增资完成了重交再生的 51% 股权的收购，将其纳入合并范围；另外，公司转让二级子公司林芝天智企业管理股份有限公司和西藏高天企业孵化股份有限公司 100% 股权。截至 2019 年末，公司合并范围内二级子公司数仍为 9 家。2020 年，公司收购了北京恒盛泰文化有限公司（简称“恒盛泰文化”）100% 的股权和天路融资租赁（上海）有限公司（简称“天路租赁”）51% 的股权，并投资新设天路国贸，将其纳入合并范围；公司下属重交再生收购了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；上述收购事项系非同一控制下企业合并。截至 2020 年末，公司合并范围内二级子公司数量增至 12 家。

图表 22. 2018 年以来公司收购纳入合并范围的企业情况

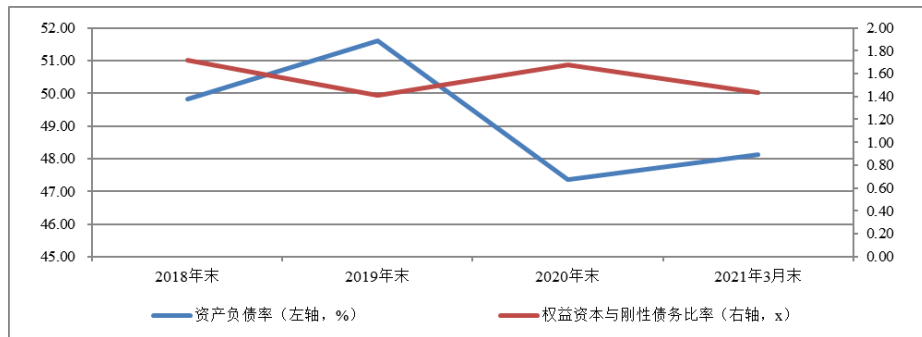
被收购企业名称	收购日期	是否同一控制	股权取得比例	收购对价	取得的可辨认净资产公允价值份额	商誉
重交再生	2019.12	否	51.00%	2.19 亿元	1.28 亿元	0.91 亿元
重庆庆吉宇	2020.01	否	100.00%	0.00 元	0.00 元	-
重庆鑫思倍	2020.03	否	100.00%	0.00 元	0.00 元	-
天路租赁	2020.06	否	51.00%	1.00 元	17.74 万元	-17.74 万元
恒盛泰文化	2020.12	否	100.00%	0.13 亿元	0.13 亿元	-

资料来源：西藏天路

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



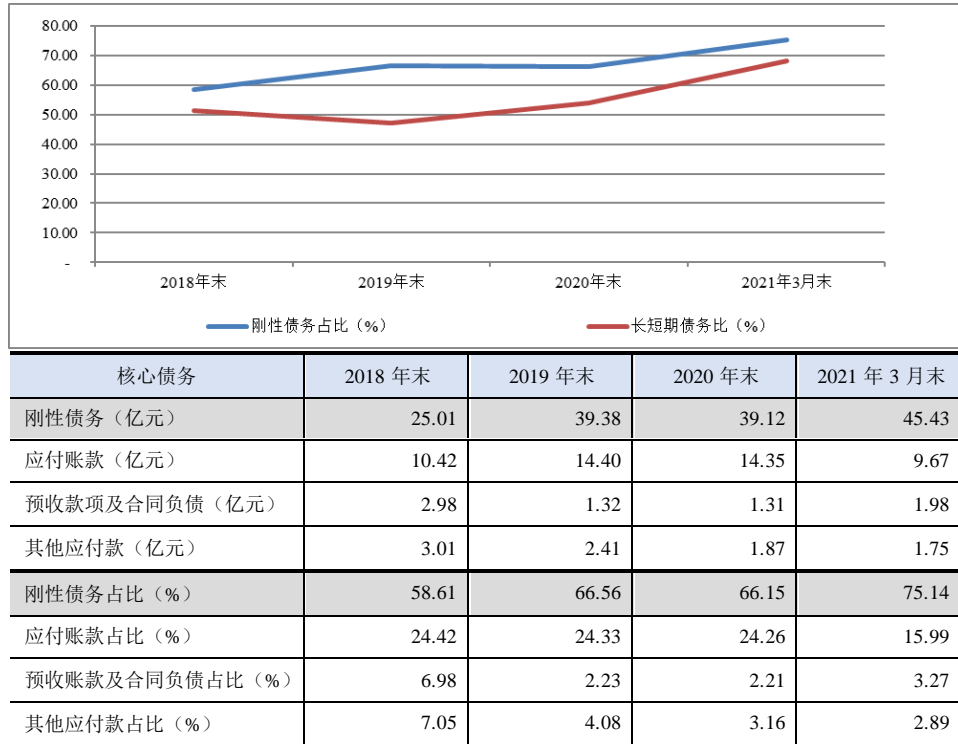
资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

2018-2020 年末，该公司负债总额分别为 42.68 亿元、59.17 亿元和 59.14 亿元，2019 年末增量较大主要系因刚性债务增加所致。2018-2020 年公司分别实现净利润 8.58 亿元、8.33 亿元和 7.99 亿元，派发上年度现金分红金额分别为 2.31 亿元、1.44 亿元和 2.48 亿元，盈利留存对所有者权益形成补充。另外，2019 年因发行天路转债，确认权益部分金额为 2.09 亿元（纳入“其他权益工具”核算），2020 年部分天路转债转股后增加股本 0.53 亿元并转增资本公积 3.28 亿元。2018-2020 年末，公司所有者权益分别为 42.96 亿元、55.46 亿元和 65.71 亿元。构成方面，公司权益以实收资本、资本公积金、未分配利润和少数股东权益为主，2020 年末上述科目占所有者权益的比重分别为 13.98%、17.78%、29.75%和 33.02%。2018-2020 年末，公司资产负债率分别为 49.83%、51.62%和 47.37%，财务结构相对稳健。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 1.72 倍、1.41 倍和 1.68 倍，权益资本对刚性债务的覆盖能力较强。

2021 年 3 月末，该公司负债总额较年初增加 1.32 亿元至 60.46 亿元；主要因当期发生亏损，所有者权益较年初减少 0.51 亿元至 65.20 亿元。同期末，公司资产负债率为 48.12%，较年初上升 0.75 个百分点；权益资本与刚性债务比率降至 1.43 倍。

(2) 债务结构

图表 24. 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。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2018-2020 年末刚性债务占比分别为 58.61%、66.56% 和 66.15%；除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成。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，同期末余额分别为 10.42 亿元、14.40 亿元和 14.35 亿元，其中 2019 年除因原合并范围内公司应付工程及材料款增加外，增量还体现于收购重交再生的合并口径变化。预收款项及合同负债主要系预收货款及工程款，同期末分别为 2.98 亿元、1.32 亿元和 1.31 亿元，其中 2019 年主要因结转收入而减少。其他应付款主要为保证金、押金、代扣代垫款及非关联方往来款，同期末分别为 3.01 亿元、2.41 亿元和 1.87 亿元，逐年减少。

2021 年 3 月末，该公司主要因工程及材料采购款结算支付，应付账款较年初减少 4.68 亿元至 9.67 亿元；除刚性债务以外上述其他主要负债科目金额较年初变化不大。

债务期限结构方面，该公司负债以流动负债为主，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末长短期债务比分别为 51.42%、47.05%、53.93% 和 68.34%。

(3) 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	10.66	20.62	18.68	18.17
其中：短期借款	5.82	8.32	5.37	5.60
一年内到期的非流动负债	4.79	11.42	5.24	4.75
超短期融资券	-	-	7.00	7.00
应付票据	0.04	0.85	1.00	0.67
应付利息	0.02	0.03	0.07	0.15
中长期刚性债务合计	14.35	18.76	20.44	27.26
其中：长期借款	14.35	10.17	14.58	18.26
应付债券	-	8.54	5.85	8.92
其他中长期刚性债务	-	0.05	0.02	0.08
综合融资成本（年化）	2.95%	3.08%	3.95%	2.85%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：2018-2020 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，2021 年第一季度综合融资成本系根据公司提供的银行借款和存续债券明细计算填列。

2018-2020 年末，该公司刚性债务余额分别为 25.01 亿元、39.38 亿元和 39.12 亿元，其中 2019 年末公司刚性债务增量较大。从期限结构方面看，同期末中长期刚性债务占比分别为 57.36%、47.64% 和 52.25%，2019 年因长期借款转入一年内到期的非流动负债，故占比有所下降，2020 年因长期借款增加，占比回升。从融资渠道来看，公司刚性债务以银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款，下同）为主，2018-2020 年末余额分别为 24.96 亿元、29.87 亿元和 25.16 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 99.77%、75.84% 和 64.31%，因公司直接融资增加，比重持续下降。从借款类型来看，公司银行借款均为信用和保证借款（公司本部为下属子公司提供担保）。从偿债主体分布看，公司债务主要由公司本部承担，2020 年末本部刚性债务余额为 25.93 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 66.28%。其他刚性债务主要分布于下属昌都高争和高争股份，当年末两者刚性债务合计 11.83 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 30.24%。

2021 年 3 月末，因发行中期票据并增加长期借款，该公司刚性债务较年初增加 6.31 亿元至 45.43 亿元；刚性债务期限结构有所延长，当期末中长期刚性债务占比升至 60.00%。

融资成本方面，根据该公司财务报表及提供的数据测算，2018-2020 年及 2021 年第一季度公司综合融资成本分别为 2.95%、3.08%、3.95% 和 2.85%。由于西藏地区企业融资享受低息政策，公司近年来债务融资成本低。2020 年因债券发行利率相对较高，综合融资利率有所上升。

图表 26. 公司 2021 年 3 月末银行借款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）
2~3%（含 3%）	0.60	9.32	7.58	2.50
3~4%（含 4%）	0.03	-	-	-
4~5%（含 5%）	2.04	1.14	2.00	-
5~6%（含 6%）	0.30	0.20	-	-
6~7%（含 7%）	-	-	0.10	-
合计	2.97	10.66	9.68	2.50

资料来源：西藏天路

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 27. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
营业周期（天）	114.19	138.40	110.53	-
营业收入现金率（%）	109.08	98.61	98.32	196.76
业务现金收支净额（亿元）	9.56	10.70	10.67	-4.45
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.70	-3.64	-4.72	-0.35
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.86	7.06	5.96	-4.80
EBITDA（亿元）	12.45	12.52	12.89	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.44	0.39	0.33	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	15.10	12.63	8.31	-

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。

2018-2020 年，该公司营业周期分别为 114.19 天、138.40 天和 110.53 天，其中 2019 年主要因应收工程项目业主方款项及商砼销售货款增加，营业周期有所延长，2020 年因部分存货及应收账款重分类至合同资产中，表观营业周期有所缩短。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 109.08%、98.61%、98.32% 和 196.76%，其中 2021 年第一季度主要因收到前期工程项目回款及货款，该指标大幅上升。近三年业务现金流表现情况较好，2021 年第一季度受季节性因素现金流入规模较小，而职工工资等固定开支较大，以致现金收支净额为负。公司收到其他与经营活动有关的现金主要包括保证金、保函资金等的回收；支付其他与经营活动有关的现金主要核算各项保证金、期间费用及往来款支出等。同期公司其他因素收支净额分别为-2.70 亿元、-3.64 亿元、-4.72 亿元和-0.35 亿元，因期间费用现金支出增加，2018-2020 年净支出额增加。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司经营性现金流净额分别为 6.86 亿元、7.06 亿元、5.96 亿元和-4.80 亿元。

2018-2020 年，该公司 EBITDA 分别为 12.45 亿元、12.52 亿元和 12.89 亿元，逐年增长；EBITDA 主要由利润总额贡献，占比分别为 76.99%、75.12% 和 69.79%。同期，主要因刚性债务的增长，EBITDA 对债务及其孳息的覆盖能力持续下降。

(2) 投资环节

图表 28. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.66	-1.72	-1.71	-0.43
取得投资收益收到的现金	0.01	1.17	0.14	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.65	-8.59	-5.30	-1.29
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-1.45	-10.26	-
投资环节产生的现金流量净额	-4.30	-10.59	-17.13	-1.71

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司回收投资与投资支付净额分别 -1.66 亿元、-1.72 亿元、-1.71 亿元和 -0.43 亿元，近年来主要因投资 PPP 项目公司和四川藏建置业有限公司（简称“藏建置业”）等联营公司而呈净流出状态。2019 年取得投资收益收到的现金金额较大，为 1.17 亿元，主要产生于高新建材现金分红，2020 年以来投资产生的现金收益规模不大。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分别为 -2.65 亿元、-8.59 亿元、-5.30 亿元和 -1.29 亿元，2019-2020 年净流出规模较大，主要系昌都二期、林芝水泥粉磨站等项目持续建设投入，以及购置房屋及建筑物支出增加所致。2020 年其他因素对投资环节现金流量影响净额为 -10.26 亿元，主要系购买理财产品所致。整体看，主要因项目投资及理财产品的购买，公司投资性现金净流量持续为负。

(3) 筹资环节

图表 29. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
权益类净融资额	-2.12	0.38	-1.37	-
债务类净融资额	-6.82	14.39	1.80	6.36
其中：现金利息支出	-0.79	-0.78	-0.49	-0.29
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-	0.24	-0.36	-
筹资环节产生的现金流量净额	-8.94	15.02	0.07	6.36

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：现金利息支出以负数填列。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 -8.94 亿元、15.02 亿元、0.07 亿元和 6.36 亿元。同期，公司吸收投资收到的现金分别为 0.19 亿元、1.82 亿元、1.11 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-2.12 亿元、0.38 亿元、-1.37 亿元和 0 亿元，其中 2018 年及 2020 年主要因子公司向少数股东分红金额较大以致权益类融资净流出金额较大。债务融资净额分别为-6.82 亿元、14.39 亿元、1.80 亿元和 6.36 亿元，2019 年以来维持净流入状态。

4. 资产质量

图表 30. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产	金额 (亿元)	46.02	65.30	71.64	70.87
	在总资产中占比	53.73%	56.96%	57.38%	56.40%
其中：货币资金 (亿元)		24.20	35.79	24.83	24.56
合同资产 (亿元)		-	-	12.72	10.46
应收账款 (亿元)		6.76	16.04	12.76	11.06
存货 (亿元)		7.26	6.41	3.81	7.34
其他流动资产 (亿元)		1.03	0.99	11.39	11.98
非流动资产	金额 (亿元)	39.62	49.33	53.21	54.79
	在总资产中占比	46.27%	43.04%	42.62%	43.60%
其中：可供出售金融资产 (亿元)		3.80	-	-	-
其他权益工具投资 (亿元)		-	4.97	6.05	6.08
长期股权投资 (亿元)		2.99	3.10	4.34	4.72
固定资产 (亿元)		26.34	28.92	28.72	28.65
在建工程 (亿元)		2.16	4.47	6.73	7.59
无形资产 (亿元)		3.51	3.79	4.28	4.25
商誉 (亿元)		-	1.49	1.48	1.48
期末全部受限资产账面金额 (亿元)		8.23	8.00	7.91	7.79
受限资产账面价值/总资产		9.61%	6.98%	6.34%	6.20%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：因执行新准则，2019 年起可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资科目中；2020 年起部分应收账款及存货重分类至合同资产科目中。

2018-2020 年末，该公司资产总额分别为 85.64 亿元、114.63 亿元和 124.85 亿元，流动资产占资产总额的比重保持在 55% 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、存货和其他流动资产。2020 年末，货币资金为 24.83 亿元，较上年末减少 30.61%。因执行新收入准则，公司将原存货中已完工未结算施工资产和应收账款中应收工程项目保证金重分类至合同资产科目中，当年末合同资产账面价值为 12.72 亿元。公司合同资产较为集中，前五大合同金额共计 8.27 亿元，占合同资产余额的 62.12%，具体构成如图表 31 所示。应收账款账面价值为 12.76 亿元，受重分类因素影响较上年末减少 20.45%。账龄方面看，应收账款账龄在一年以内的部分占比为 61.95%（以余额计算，下同）。公司应收账款较为分散，应收前五名应收账款债务人款项余额合计 3.78 亿元，占应收账款余额的 25.53%；其中，应收西藏自治区交通运输厅重点公路建设项目管理中心及下属交通运输局（简称“西藏交运厅相关单位”）账款金额较大（2.54 亿元），

期限较长，目前因预计对其部分款项不可收回，已累计计提坏账准备 0.39 亿元。公司应收账款坏账准备余额为 2.06 亿元，计提比例为 13.93%。存货账面价值为 3.81 亿元，较上年末减少 40.51%，主要包括原材料 2.50 亿元和在产品 0.97 亿元。其他流动资产为 11.39 亿元，较上年末增加 10.40 亿元，主要系当年购买理财产品所致。

图表 31. 2020 年末公司前五大合同资产项目情况（单位：亿元、%）

合同名称	期末余额	占合同资产余额的比例	坏账准备期末余额
西藏极高海拔生态搬迁森布日安置区（二期）建设项目	4.24	31.86	-
贵州凯里环城高速公路北段 PPP 项目	1.53	11.49	0.03
周转房项目	1.00	7.51	-
林芝天路企业管理交流中心项目	0.86	6.48	-
国道 219 线古堆乡至朗县金东乡段新改建工程第 21 施工合同段项	0.64	4.78	0.004
合计	8.27	62.12	0.03

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

图表 32. 2020 年末公司前五大应收账款债务人情况（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占应收账款余额的比例	坏账准备期末余额
西藏自治区交通运输厅重点公路建设项目管理中心及下属交通运输局	2.54	17.17	0.39
重庆市永川区惠通建设发展有限公司	0.45	3.02	0.02
西藏恒基商砼建设有限责任公司	0.39	2.66	0.02
安徽省路港工程有限责任公司	0.20	1.35	0.01
西藏顺宇商品混凝土有限公司	0.20	1.33	0.01
合计	3.78	25.53	0.45

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

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。2020 年末，其他权益工具投资账面价值为 6.05 亿元，主要包括持有西藏银行股份有限公司 2.12% 的股份（账面价值 0.60 亿元）、安徽长九 11.07% 的股份（账面价值 1.82 亿元）和中电建黔东南州高速公路投资有限公司（简称“黔东南公司”）10.50% 的股份（账面价值 3.27 亿元）。主要因对黔东南公司增加出资，其他权益工具较上年末增长 17.85%。长期股权投资为 4.34 亿元，主要包括对高新建材、藏建置业、中电建嵩明基础设施投资有限公司和萍乡市水电八局白源河海绵城市建设有限公司的投资，账面价值分别为 2.52 亿元、0.74 亿元、0.40 亿元和 0.32 亿元，持股比例分别为 30%、25%、40% 和 54.80%。主要因公司计划与西藏高争投资有限公司等关联方在都江堰合作拿地，对联营项目公司藏建置业出资 0.74 亿元，当年长期股权投资较上年末增长 39.74%。固定资产为 28.72 亿元，主要包括房屋建筑物（16.98 亿元）及机器设备（11.34 亿元）。在建工程为 6.73 亿元，因昌都水泥二期工程等项目持续建设投入，较上年末增长 50.51%。无形资产为 4.28 亿元，主要包括土地使用权（2.40 亿元）和未探明矿区权益、探矿权及采矿权（1.52 亿元）。商誉为 1.48 亿元，除公司收购重交再生产生的 0.91 亿元商誉外，其余部分系由重交再生以往溢价收购企业产生。

2020 年末，该公司受限资产账面价值为 7.91 亿元，占总资产的比重为 6.34%。其中，货币资金为 0.70 亿元，主要因作为保证金而受限，受限比例为 2.82%；其余受限资产主要为抵押借款而受限的固定资产，账面价值为 7.08 亿元。

2021 年 3 月末，该公司资产总额为 125.66 亿元，较年初增长 0.65%。其中，主要因施工资产结算并回笼工程款，合同资产减少 17.77%至 10.46 亿元，应收账款减少 13.34%至 11.06 亿元；主要因原材料及燃料增加，存货增长 92.52%至 7.34 亿元；因在建项目持续投入，在建工程增长 12.78%至 7.59 亿元。除上述科目外，其余上述主要资产科目变化较小。当期末，公司受限资产账面价值总计 7.79 亿元，占总资产的比重为 6.20%。其中受限货币资金为 0.58 亿元，受限固定资产为 7.08 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	163.28	162.28	186.47	197.32
现金比率 (%)	87.40	89.84	67.51	69.78

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 163.28%、162.28%、186.47%和 197.32%；现金比率分别为 87.40%、89.84%、67.51%和 69.78%。整体来看，公司各项流动性指标表现较优。

6. 表外事项

根据审计报告所示，截至 2020 年末该公司无对外担保事项和重大诉讼事项。

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。2020 年末，公司本部总资产为 73.29 亿元，除长期股权投资 24.64 亿元（主要系对子公司投资）外，还主要包括：货币资金 7.66 亿元；其他应收款 7.31 亿元，其中 5.35 亿元系以往来款形式划拨给子公司的资金，1.81 亿元系建筑业务履约保证金；其他流动资产 10.63 亿元，主要为理财产品。公司本部负债总额为 42.74 亿元，其中刚性债务余额为 25.93 亿元，应付账款为 4.76 亿元（主要系未结算支付的工程款）；所有者权益为 30.54 亿元，资产负债率为 58.32%。2020 年公司本部实现收入 13.14 亿元，主要产生于建筑业务；实现投资收益 2.50 亿元，主要系权益法下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 1.48 亿元；经营性现金净流量为-2.40 亿元。公司偿债资金主要来源于自身业务开展产生的现金流以及子公司拆借资金的回收，但本部对控股子公司的管控力较强，资金调拨风险较小。

外部支持因素

1. 政策支持

该公司所在西藏自治区出台了众多优惠政策。根据西藏自治区人民政府《关于我区企业所得税税率问题的通知》（藏政发[2011]14号）文件规定，对设在西藏地区的各类企业，在2011年至2020年期间，继续按15%的税率征收企业所得税。根据西藏自治区人民政府《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，“吸纳我区农牧民、残疾人员、享受城市最低生活保障人员、高校毕业生及退役士兵五类人员就业人数达到企业职工总数30%（含本数）以上的；或吸纳西藏常住人口就业人数达到企业职工总数70%（含本数）以上的企业。”在享受西部大开发15%所得税税率基础上，暂免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%），有效期自2018年1月1日起至2021年12月31日。2018年9月公司本部、下属天源路桥及天鹰公路获得西藏自治区科学技术厅、西藏自治区财政厅、国家税务总局西藏自治区税务局的高新技术企业认定，有效期为3年，适用所得税税率为9%。2019年，公司下属昌都高争和高争股份获得高新技术企业认定，有效期为3年，适用所得税税率为9%。

另外，根据上述藏政发[2018]25号文件，金融政策方面，西藏自治区企业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，执行比全国贷款基准利率低2个百分点的利率政策。另外，对符合条件的扶贫龙头企业，申请贷款享受年利率1.08%的西藏扶贫贴息贷款利率政策。

2. 金融机构支持

截至2021年3月末，该公司共获得银行贷款授信116.71亿元，其中大型国有商业银行授信额度为51.15亿元，占授信总额的43.83%；公司已使用授信39.35亿元，未使用授信77.36亿元，后续融资空间较为充足。

图表 34. 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）	116.71	39.35	77.36
其中：国家政策性金融机构（亿元）	10.00	10.00	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	41.15	23.10	18.05
其中：大型国有金融机构占比	43.83%	84.12%	23.33%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理（截至2021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，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。

21 西藏天路 MTN001 附投资人回售选择权，该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。

跟踪评级结论

该公司为国有控股上市公司，实际控制人为西藏自治区国资委，股东背景较强。公司主营业务为以水泥及商砼为主的建材业务和建筑业务，另外公司所持西藏区域部分矿权，仍作为战略储备资源待未来适时开发。2020 年公司新增商品贸易业务，毛利率较低。近年来公司水泥产销规模保持相对稳定，但 2020 年区内市场竞争加剧，水泥销售均价下降，业务收入规模缩减。2020 年建筑业务收入保持相对稳定，业务回款压力仍较大。公司建材业务盈利空间较大，2020 年主要因含运费销售水泥量增加，销售费用增加，以致盈利有所下滑。因一季度系水泥及建筑业务淡季，2021 年第一季度公司出现经营性

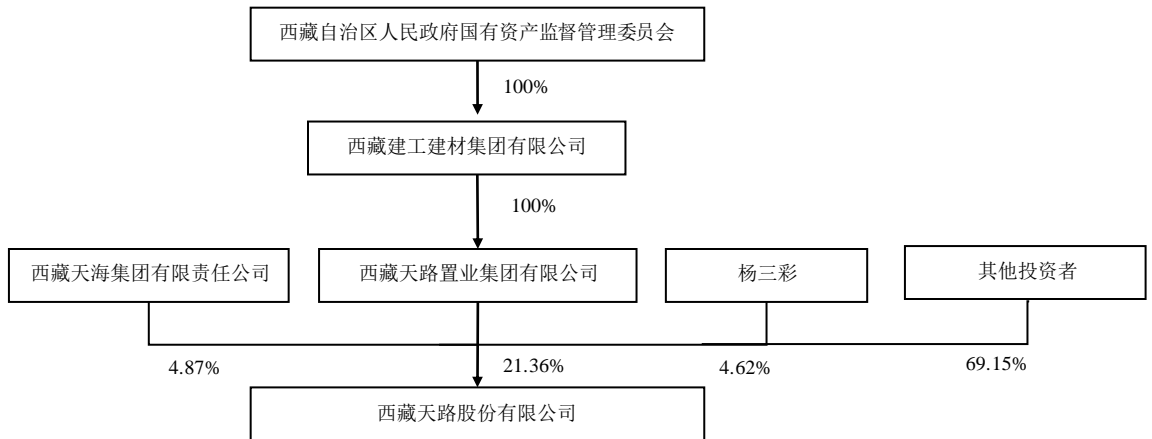
亏损。

2020 年主要得益于部分天路转债转股和盈利留存，该公司资产负债率小幅下降，财务杠杆处于较合理水平。2020 年公司刚性债务规模保持稳定，债务期限结构趋于长期化。公司主要经营实体位于西藏自治区，能够持续享受低息政策，融资成本低。公司工程项目及商砼销售回款虽有所滞后，但水泥业务获现能力强，经营性现金流维持净流入状态，加之公司可动用货币资金较充裕，整体看公司债务偿付保障能力较强。

同时，我们仍将持续关注：（1）西藏自治区基建项目后续开工建设情况及对水泥需求的支撑；（2）自治区内其他企业水泥生产线建设和投产情况及对区域水泥供需关系的影响；（3）该公司昌都二期等项目投资建设情况；（4）公司建筑施工业务结算及回款情况；（5）本次债券转股情况等。

附录一：

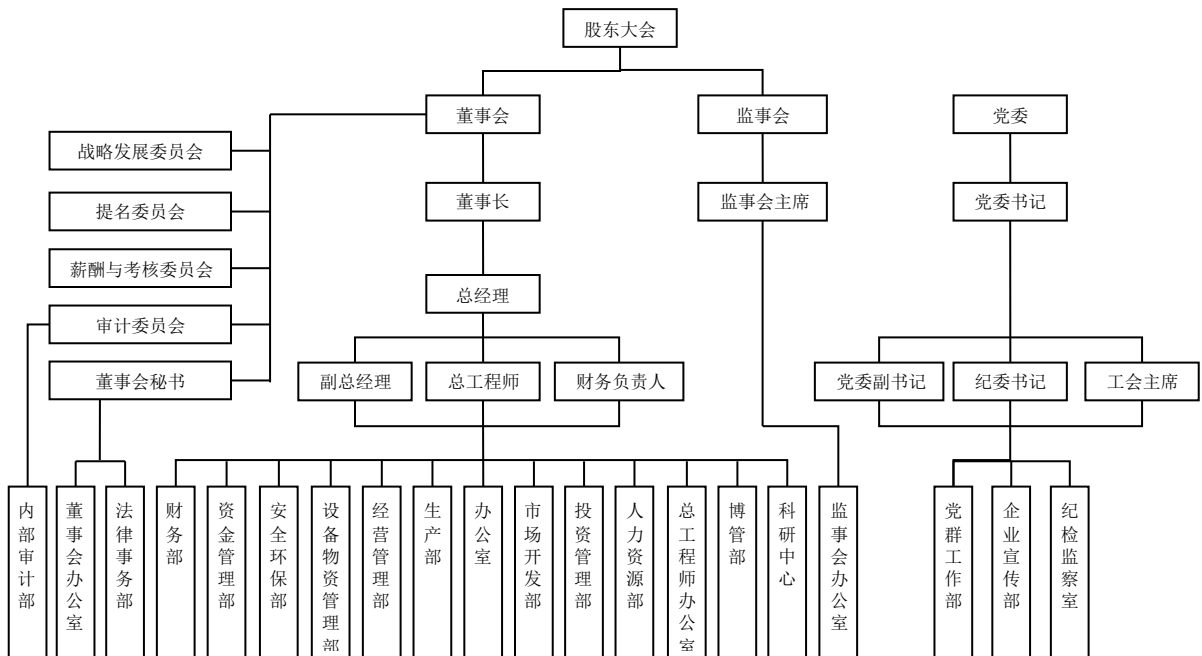
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏天路提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020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	建材建工集团	股东	-	-	78.57	104.66	85.52	8.97	7.13	
西藏天路股份有限公司	西藏天路	本级	-	建筑业务	25.93	30.54	13.14	1.48	-2.40	本部口径
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	7.08	37.88	35.02	7.37	10.31	
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	4.75	11.18	5.05	0.52	1.13	
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	1.39	3.68	16.00	0.72	0.07	

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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额[亿元]	85.64	114.63	124.85	125.66
货币资金[亿元]	24.20	35.79	24.83	24.56
刚性债务[亿元]	25.01	39.38	39.12	45.43
所有者权益[亿元]	42.96	55.46	65.71	65.20
营业收入[亿元]	50.21	56.21	70.77	6.03
净利润[亿元]	8.58	8.33	7.99	-0.51
EBITDA[亿元]	12.45	12.52	12.89	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.86	7.06	5.96	-4.80
投资性现金净流入量[亿元]	-4.30	-10.59	-17.13	-1.71
资产负债率[%]	49.83	51.62	47.37	48.12
权益资本与刚性债务比率[%]	171.77	140.82	167.96	143.50
流动比率[%]	163.28	162.28	186.47	197.32
现金比率[%]	87.40	89.84	67.51	69.78
利息保障倍数[倍]	12.62	10.49	6.80	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	114.19	138.40	110.53	—
毛利率[%]	32.59	31.09	27.38	19.05
营业利润率[%]	19.17	16.42	12.53	-9.02
总资产报酬率[%]	12.24	10.38	8.81	—
净资产收益率[%]	21.61	16.92	13.20	—
净资产收益率*[%]	15.75	12.97	10.86	—
营业收入现金率[%]	109.08	98.61	98.32	196.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.70	20.63	15.15	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.65	-6.94	-18.88	—
EBITDA/利息支出[倍]	15.10	12.63	8.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.44	0.39	0.33	—

注：表中数据依据西藏天路经审计的2018-2020年及未经审计的2021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	2
		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	3
		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	2020年12月31日	AA/稳定	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
		本次评级	2021年6月8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	2020年6月16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
		本次评级	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）	-
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
		本次评级	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）	-

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。