



内部编号: 2024060274

西藏天路股份有限公司及其发行的公开发行债券

定期跟踪评级报告

分析师: 吴晓丽 吴晓丽 wxl@shxsj.com
何婕妤 何婕妤 hejieyu@shxsj.com

评级总监: 张明海 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.

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，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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于授权范围以外的债券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。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100188】

评级对象：西藏天路股份有限公司及其发行的公开发行债券

	天路转债	21天路01	23天路01
	主体/展望/债项/评级时间		主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA/稳定/AA/2024年6月21日		AA/稳定/AA/2024年6月21日
前次跟踪：	AA/稳定/AA/2023年6月16日		AA/稳定/AA/2023年6月16日
首次评级：	AA/稳定/AA/2018年12月28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，目前产能排名仍位居区内首位，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息贷款及低所得税等优惠政策，可为其业务的开展提供有利条件。
- 外部融资渠道较通畅。西藏天路控股股东为藏建集团，实际控制人为西藏自治区国资委，股东背景较强。公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，且作为上市公司，公司债务及股权融资渠道均较通畅。

主要风险：

- 大额亏损持续。2023年主要受建筑业务拖累，加之所持中国电建股票市值下降等因素影响，西藏天路亏损额仍较大。
- 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，2023年公司新签合同额大幅下降。
- 建筑业务成本控制及结算回款风险。西藏天路部分项目受设计变更及工期延误等因素影响，成本上升，业务盈利空间收窄，2023年毛利率转负。公司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。2023年公司转让凯里项目部分股权，转让款尚未收到，关注后续回收情况。

跟踪评级结论

通过对西藏天路主要信用风险要素及影响上述债券偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级AA，评级展望稳定，并维持上述债券AA信用等级。

未来展望

本评级机构预计西藏天路信用质量在未来12个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司所在区域水泥市场供需改善情况严重不及预期，致使公司水泥业务出现严重亏损；
- ② 公司在建筑施工、PPP项目投资运营等方面出现重大信用减值或资产减值情况。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司产能规模增长，对区域市场控制力显著增强，并带动经营业绩提升；
- ② 公司权益资本实力显著增强，财务杠杆显著下降，财务结构趋于稳健。

主要财务数据及指标

项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金[亿元]	22.28	13.94	12.13	9.52
刚性债务[亿元]	33.69	35.67	34.44	35.71
所有者权益[亿元]	32.40	29.37	27.01	26.72
经营性现金净流入量[亿元]	2.43	-1.61	-1.97	-0.52
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	141.14	136.88	137.12	131.50
总负债[亿元]	75.65	77.66	81.32	76.67
刚性债务[亿元]	51.05	52.00	50.42	50.02
所有者权益[亿元]	65.49	59.22	55.80	54.83
营业收入[亿元]	57.77	38.45	40.86	3.06
净利润[亿元]	1.00	-5.81	-5.46	-0.99
经营性现金净流入量[亿元]	-0.16	-0.49	2.24	-1.15
EBITDA[亿元]	5.26	-0.97	-0.53	-
资产负债率[%]	53.60	56.74	59.30	58.31
权益资本与刚性债务比率[%]	128.28	113.89	110.66	109.62
流动比率[%]	194.82	148.86	142.95	148.15
现金比率[%]	95.43	66.98	57.97	59.62
利息保障倍数[倍]	1.73	-2.36	-2.12	-
净资产收益率[%]	1.54	-9.31	-9.50	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.40	-1.02	4.24	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.80	-9.71	0.49	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.36	-0.55	-0.30	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	-0.02	-0.01	-

注：根据西藏天路经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2021 年和 2022 年数据经追溯调整。

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		结果	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	5	
	初始信用级别		a
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
个体信用级别		a	
外部支持	支持因素	↑3	
主体信用级别		AA	

调整因素：（/）

支持因素：（↑3）

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。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26755&mid=4&listype=1

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023 年建材行业信用回顾与 2024 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29953&mid=5&listype=1
《2023 年建筑施工行业信用回顾与 2024 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29958&mid=5&listype=1

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 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股份有限公司（简称“西藏天路”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度财务报表及相关经营数据，对西藏天路的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）《关于核准西藏天路股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2019]1574 号）核准，该公司于 2019 年 10 月 28 日发行了天路转债，发行金额为 10.87 亿元，期限为 6 年；转股期为 2020 年 5 月 2 日至 2025 年 10 月 27 日。如图表 1 所示，天路转债所募集资金拟用于 3 个项目建设、重庆重交再生资源开发股份有限公司（简称“重交再生”）的收购及增资以及补充流动资金，截至 2024 年 5 月末募集资金已使用完毕，募投项目均已投产。截至同期末，累计已有 7.68 亿元天路转债转股，天路转债待偿还本金余额为 3.19 亿元。

图表 1. 截至 2024 年 5 月末天路转债募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金	已使用募集资金
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	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”）	2.61	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	1.04	0.37	0.37
重交再生股份收购及增资项目	2.19	2.19	2.19
补充流动资金	3.01	3.01	3.01
合计	20.50	10.87	10.87

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

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，上述债券所募资金均用于偿还有息债务。2023 年 6 月，21 天路 01 投资者全部行使回售权，公司将部分债券成功转股，转股后 21 天路 01 待偿还本金余额为 3.40 亿元。

截至 2024 年 5 月末，该公司存续债券待偿还本金余额合计 11.59 亿元，付息情况均正常。

图表 2. 截至 2024 年 3 月末公司存续债券情况

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	付息正常
21 天路 01	5.00	2+2+1	5.15	2021-07-29	2026-07-29	3.40	付息正常
天路转债	10.87	6	0.40	2019-10-28	2025-10-28	3.19	付息正常
合计	20.87	-	-	-	-	11.59	-

注：根据公开资料整理、绘制。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。中天

运会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 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 2022-2023 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定。公司自 2021 年起执行新租赁准则（财会[2018]35 号）。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，本评级报告列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”。

2021 年，该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。2023 年，公司以 145.31 万元收购子公司 1 家，构成非同一控制下企业合并，产生负商誉 19.52 万元；公司设立子公司 1 家，注销子公司 1 家。2024 年第一季度公司合并范围未发生变化。整体看，最近三年一期合并范围变化对公司财务状况影响较小，数据具有可比性。

2024 年 4 月 7 日，该公司收到西藏证监局出具的《行政监管措施决定书》（[2024]7 号），称公司存在商誉减值测试不准确¹和计提资产减值准备不规范²的问题。公司对前期差错进行了更正，对 2019-2022 年财务报表进行了追溯重述。本评级报告 2021-2022 年采用追溯调整后的数据进行分析，追溯调整对公司合并口径主要会计报表科目的影响如图表 3 所示。

图表 3. 公司本次追溯调整对以往年度主要合并口径会计报表科目的影响情况（单位：亿元）

会计报表科目	2021 年（末）		2022 年（末）	
	重述前	重述后	重述前	重述后
合同资产	13.40	13.02	13.79	13.55
商誉	1.48	1.48	0.94	1.01
资产总计	141.52	141.14	137.05	136.88
未分配利润	19.02	18.64	13.10	12.92
所有者权益	65.87	65.49	59.39	59.22
资产减值损失	0.20	0.20	-1.39	-1.18
营业利润	1.03	1.03	-6.30	-6.09
利润总额	1.15	1.15	-6.12	-5.92
净利润	1.00	1.00	-6.02	-5.81

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

2. 业务

该公司主要从事以水泥为主的建材业务和建筑业务。2023 年，西藏自治区内水泥需求回暖，加之区域竞争有所缓和，公司水泥销售量价齐升，带动营业收入回升，同时得益于煤炭价格下降，水泥业务盈利能力有所改善。建筑业务方面，受资质限制，公司新签合同较少，且存量项目推进不及预期，部分项目因设计变动及工期延误等因素影响，成本上升，致使业务毛利率转负。主要受建筑业务拖累，并叠加所持股票公允价值下降等因素影响，公司亏损额仍较大。2024 年第一季度，因下游需求释放情况滞后，水泥销量同比有所下滑，期间费用侵蚀下，公司经营性亏损持续。

（1）外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

¹ 公司在对重交再生开展 2022 年商誉减值测试时，未准确评估商誉减值金额。

² 2020 年 1 月，西藏自治区审计厅对公司承建的区直机关行政事业单位周转房一期工程进行核算，已完工未结算部分已经出现明显减值迹象。公司对上述周转房项目未及时计提资产减值准备，而在 2022 年计提相关资产减值准备。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。2023 年制造业、基础设施建设投资增速均明显回落，房地产投资仍负增长；基建投资稳增长的功能持续，增发国债各批次项目的落地有望促进基础设施建设投资平稳较快增长；“三大工程”建设的推进有利于房地产投资降幅收窄，但房地产行业正处发展模式转变过程中，房地产投资仍疲弱。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

水泥需求主要来自房地产、基础设施及民用领域，且以前二者为主。房地产端，2023 年我国房屋建筑工程投资额为 6.16 万亿元，同比下滑 12.20%，因房地产行业持续低迷，投资跌幅走阔；同年，我国成交土地规划面积同比减少 24.76%至 30.20 亿平方米，后续房地产开工势能或不足。基础设施建设端，2023 年我国交通领域投资情况良好，水利领域投资则表现欠佳，增长率分别为 10.50%和 0.10%。整体看，2023 年主要因房地产建筑工程推进不济，我国水泥需求持续下降，以水泥产量估计，需求缩减 0.70%。供给端方面，水泥行业新增产能限制性政策持续，因产能置换 2023 年新投产熟料产能为 2,352.9 万吨，同比基本持平，因其中存在非在役产能置换，行业实际产能有所增加。近年来，我国持续执行错峰生产，通过“减产量”的方式改善供需关系，2023 年多地政策执行有所强化。价格方面，以 42.5 标号普通硅酸盐散装水泥全国平均价为例，2023 年前三季度水泥价格整体呈下跌走势，第四季度旺季不旺，价格回升幅度有限，全年水泥价格重心约为 370 元/吨，同比降幅约为 22%。成本端方面，以动力煤（Q5500K）市场均价为例，2023 年煤炭价格重心约为 850 元/吨，同比降幅约为 13%，小于水泥价格降幅。受水泥价格大幅下降及需求下滑因素影响，2023 年行业利润同比降幅估计达 60%左右。

展望 2024 年，基础设施建设有望对水泥需求形成拉动，但房地产端开工势能不足仍将对水泥需求产生拖累，预期水泥需求偏弱。行业错峰生产将常态化开展，供应端持续受控，但在需求下滑背景下，竞合生态较差的区域同业竞争强度仍可能加大，削弱错峰生产的边际效应。中短期内行业产能置换意愿或将维持在低水平，砂石骨料业务拓展放缓，相关资本性支出将有所缩减；但在双碳背景下，水泥行业将加大减碳降耗方面的资本投入。

详见：《2023 年建材行业信用回顾与 2024 年展望》。

2023 年我国基础设施建设投资增速放缓，同时细分领域分化加剧。全年基础设施建设投资（不含电力）增速为 5.90%，较上年下降 3.50 个百分点；其中铁路运输、道路运输、水利管理和公共设施管理等领域投资增速分别为 25.20%、-0.70%、5.20%和-0.80%，较上年增加 23.40、-4.40、-8.40 和-10.90 个百分点。基建施工行业以大型央企为主，经营较为稳健，但财务杠杆水平偏高，投融资业务模式下有息债务规模持续攀升，进一步加大杠杆拓展业务的空间较为有限。

2023 年我国房地产累计开发投资 11.09 万亿元，同比下降 9.6%，其中土地购置支出同比下降 5.5%，建安投资支出同比下降 11.8%。同期，全国房屋新开工面积同比下降 20.40%至 9.54 亿平方米，降幅较上年同期收窄 19 个百分点；房屋竣工面积同比增长 17.0%至 9.98 亿平方米，竣工面积由降转增；房屋施工面积同比下降 7.2%至 83.84 亿平方米。总体来看，我国房地产市场继续底部调整，在销售端企稳、新旧模式转换完成前，房地产行业建筑领域需求弱化，同时地产开发企业流动性风险外溢导致房建施工企业工程款回收和资产减值风险加大。

在当前我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势下，预计 2024 年房地产建筑领域面临需求持续弱化风险，“三大工程”落地可在一定程度上对冲地产需求转弱负面影响。作为经济稳增长的重要支撑，我国基建投资仍将保持较强韧性，其中铁路和水利领域的政府投入持续加大并有望维持较高景气度，公路投资将维持稳定，公共设施管理业投资短期内仍存弱化趋势；此外，12 个重点省份分类加强政府投资项目监管，深耕前述区域且区域集中度高的施工企业面临较大的项目承揽风险。短期而言，施工企业财务杠杆水平整体偏高，债务负担较为沉重，工程款项回收风险加大。中长期看，增量与更新优化需求仍可使得施工市场维持庞大规模。

模，而供给端压力或将随着人口结构变化而逐步减轻，加之下游融资环境的进一步规范与稳定，预计建筑市场竞争环境或将逐步得到优化，行业高质量发展可期。

详见：《2023 年建筑施工行业信用回顾与 2024 年展望》

区域市场因素

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在于交通、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，2021-2023 年西藏自治区固定资产投资完成额增长率分别为-14.2%、-18.0%和 35.1%；其中交通运输、仓储和邮政业投资增长率分别为-27.1%、-38.6%和 37.3%，2023 年得益于公路建设投资恢复性增长而转正，水利、环境和公共设施管理业投资增长率分别为 4.8%、32.7%和 37.6%，得益于区内水电站建设投资力度加大，增幅走阔。房地产投资方面，2021-2023 年西藏自治区房地产开发投资额分别为 141.97 亿元、60.68 亿元和 79.16 亿元，2023 年区内房地产市场略有回暖，开发投资额同比增长，但尚未恢复至往年水平。2024 年第一季度西藏自治区固定资产投资完成额同比增长 37.70%，投资端表现较好。

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。根据公开资料显示，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投产，其中 2018 年、2020 年、2021 年和 2023 年各有 2 条生产线投产，熟料设计产能合计分别为 5,500 吨/日、6,500 吨/日、6,000 吨/日和 6,000 吨/日。截至 2023 年末西藏自治区已投产新型干法水泥熟料生产线共计 15 条，熟料设计产能合计 39,000 吨/日，2021 年以来新投产产能增长了近 45%。根据 Wind 数据显示，2021-2023 年西藏自治区水泥产量分别为 991.59 万吨、792.74 万吨和 1,198.43 万吨，2021-2022 年同比分别下降 8.61%和 20.05%，主要受公卫因素影响，重大项目推进不及预期所致；2023 年重大项目建设进度加快，刺激区内水泥需求增长，当年水泥产量同比大幅增长 51.18%。2024 年第一季度区内水泥产量为 129.37 万吨，同比基本持平。

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，水泥价格主要受区内供需状况影响。根据 Wind 数据显示，2021 年主要因需求较弱，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，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首次开展错峰生产，3 月中下旬起区内水泥价格有所回升，当年 7 月起至年末水泥价格稳定在 620 元/吨左右，全年价格重心升至约 590 元/吨。2023 年区内错峰生产持续开展，当年区内水泥价格在 620-660 元/吨区间小幅波动，全年价格重心约为 640 元/吨。2024 年第一季度，区内水泥价格稳定在 630 元/吨。

(2) 业务运营

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
营业收入合计	57.77	38.45	40.86	3.06
其中：核心业务收入	57.00	38.21	40.55	3.05
在营业收入中所占比重（%）	98.67	99.37	99.22	99.80
其中：（1）水泥	20.26	16.16	21.31	1.81
在核心业务收入中所占比重（%）	35.54	42.30	52.55	59.42
（2）商砼	6.16	2.18	3.11	0.18
在核心业务收入中所占比重（%）	10.80	5.71	7.67	5.91
（3）骨料	0.19	0.15	0.26	0.001
在核心业务收入中所占比重（%）	0.34	0.39	0.65	0.03
（4）沥青砼	3.95	2.99	2.49	0.42
在核心业务收入中所占比重（%）	6.93	7.82	6.15	13.67
（5）建筑业务	26.44	16.73	13.37	0.64
在核心业务收入中所占比重（%）	46.39	43.78	32.98	20.98
综合毛利率（%）	16.16	4.71	9.39	6.15
其中：（1）水泥（%）	22.00	5.05	16.23	10.67

主导产品或服务	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度
(2) 商砼 (%)	22.24	12.90	8.06	-14.88
(3) 骨料 (%)	8.08	19.56	28.07	-942.14
(4) 沥青砼 (%)	22.10	14.00	8.35	6.57
(5) 建筑业务 (%)	8.67	1.19	-1.50	0.52

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

2021-2023年，该公司营业收入分别为57.77亿元、38.45亿元和40.86亿元，2022年主要受公卫因素影响，公司各类建材及建筑业务收入均有所下降，以致营业收入同比下滑33.44%，2023年区内水泥需求回暖，公司水泥销售量价齐升，带动营业收入同比增长6.27%。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52.90%、55.87%和66.50%，营业毛利占比分别为71.94%、85.27%和104.04%。2021-2023年，公司综合毛利率分别为16.16%、4.71%和9.39%，2023年回升亦主要得益于水泥业务盈利能力改善。

2024年第一季度，主要因水泥及建筑业务收入下降，该公司营业收入同比减少23.41%至5.32亿元；因水泥毛利率高于上年同期，且其收入占比较高，当期公司综合毛利率同比微升1.37个百分点至6.15%。

① 经营状况

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。

2023年1月昌都高争二线投产，截至2024年3月末该公司已投产水泥熟料生产线增至5条，熟料年产能增至360万吨，水泥年产能增至660万吨。2021年以来，公司商砼及骨料产能未发生变化，截至2024年3月末产能分别为260万立方米和150万吨。

图表5. 公司水泥相关产品产能及产销情况

产品	指标	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度
熟料	产能(万吨)	325.00	325.00	360.00	360.00
	产量(万吨)	337.47	257.50	315.01	5.67
	产能利用率	103.84%	79.23%	87.50%	6.30%
水泥	产能(万吨)	615.00	615.00	660.00	660.00
	产量(万吨)	450.51	314.40	406.22	43.99
	其中：P.O.32.5标号	122.48	50.00	2.19	-
	其中：P.O.42.5标号	317.67	256.62	352.48	36.87
	其中：P.O.52.5标号	1.19	7.78	9.53	0.58
	产能利用率	73.25%	51.12%	61.55%	26.66%
	销量(万吨)	439.32	319.63	407.68	37.21
	销售均价(元/吨)	442.02	453.44	495.93	478.38
商砼	产能(万立方米)	260.00	260.00	260.00	260.00
	产销量(万立方米)	137.14	80.71	100.05	5.34
	产能利用率	52.75%	31.04%	38.48%	8.22%
	销售均价(元/立方米)	455.08	433.62	462.95	405.48
骨料	产能(万吨)	150.00	150.00	150.00	150.00
	产量(万吨)	50.69	45.63	83.15	0.10
	产能利用率	33.79%	30.42%	55.43%	0.27%
	销量(万吨)	50.69	45.63	83.15	0.10
	销售均价(元/吨)	30.53	32.24	29.29	38.05

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

2022年受公卫因素影响，区内重大项目推进受阻，水泥需求疲弱，在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大幅下降；2023年区内水泥需求回暖，当年错峰生产时长缩短，叠加公司新增产能投放因素，公司熟料产量同比增长22.33%，产能利用率同比有所提升。公司生产的熟料均自用于生产水泥，2023年公司水泥产销量分别增长29.20%和27.55%，随着取缔32.5标号水泥政策的执行，当年高标号水泥产销占比进一步提升。2023年公司水泥下游及相关建材产品商砼及骨料需求亦有所

增长，产销量同比分别增长 26.03%和 82.23%。价格方面，2021-2023 年公司水泥销售均价逐年上涨，其中 2023 年主要得益于市场需求增长及错峰生产的实施，水泥价格同比上涨 9.37%，涨幅相对较大；2023 年，需求增长叠加原材料水泥价格上涨，公司商砼销售价格亦跟进调涨；同年，受区内河砂低价销售冲击，公司骨料销售均价同比下降。

2024 年第一季度，因下游需求释放情况滞后，该公司结合市场需求及错峰生产要求组织停窑检修，熟料产量同比减少 63.40%；水泥产销量同比分别减少 20.50%和 33.64%，销售均价同比微降 3.26%；商砼产销量减少 55.35%，销售均价同比下降 11.66%；骨料产销量大幅减少 98.22%，因销售产品结构变化，销售均价同比上涨 13.82%。

图表 6. 公司水泥相关产品主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
煤炭	采购量（万吨）	39.64	37.53	50.29	0.01
	采购均价（元/吨）	833.58	1,222.92	1,139.12	1,088.63
电	采购量（万千瓦时）	32,150.79	22,972.57	32,742.98	2,613.51
	采购均价（元/千瓦时）	0.63	0.63	0.64	0.87
熟料	采购量（万吨）	41.31	24.40	19.23	-
	采购均价（元/吨）	466.45	525.72	489.06	-

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制；表内数据系外部采购数据；采购均价均不含税。

石灰石系水泥熟料最主要的原料，2021 年来该公司所需石灰石均通过自有矿山供应；截至 2024 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 11,868.86 万吨，昌都高争生产线配套石灰石矿山保有储量为 6,006.93 万吨，公司自有矿山石灰石储量较为丰富。高争股份石灰石采用外包加工的模式，2021-2023 年及 2024 年第一季度加工费分别为 16.77 元/吨、16.50 元/吨、20.88 元/吨和 18.87 元/吨，2023 年以来同比虽有所增长，但对石灰石整体供应成本影响有限。2023 年以来，昌都高争因落实中央环保督查整改要求，间接限制了矿山开采，石灰石开采成本上升。

西藏地区水泥生产企业煤炭资源对外依赖度很高，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。2023 年及 2024 年第一季度，公司煤炭采购均价同比分别下降 6.85%和 13.19%。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，2023 年及 2024 年第一季度外购电力主要随水泥产量变化而增减；2023 年价格同比持平，2024 年第一季度因执行新的电价政策，公司电力采购均价同比增加 0.28 元/度。公司外购部分熟料并粉磨加工成水泥后进行销售，2023 年因昌都高争二线投产，当年熟料采购量有所减少，熟料采购均价下降 6.97%；2024 年第一季度公司未外采熟料。

整体看，2023 年主要得益于水泥销售价格上涨及煤炭采购价格下降，公司水泥毛利率同比上升 11.18 个百分点至 16.23%；2024 年第一季度公司水泥毛利率为 10.67%，因错峰生产执行期间开工率很低影响，固定成本难以摊薄，故低于上年全年水平，但因煤炭价格同比降幅较大，毛利率较上年同期上升 5.81 个百分点。

其他建材产品方面，该公司于 2019 年 11 月完成重交再生的收购，拓展了沥青砼的生产业务。2021-2023 年及 2024 年第一季度，重交再生沥青砼销量分别为 145.66 万吨、90.48 万吨、94.83 万吨和 16.49 万吨，2022 年因政府整治临时搅拌站，重交再生关停一处拌合站，以致当年沥青砼产销量同比大幅减少，2023 年沥青砼产销量同比微增 4.81%；同期，销售均价分别为 277.78 元/吨、296.23 元/吨、279.54 元/吨和 272.89 元/吨，2023 年以来受市场环境的影响，价格有所下降。

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、西藏天鹰公路技术开发有限公司和左贡县天路工程建设有限责任公司等。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。2023 年和 2024 年第一季度，主要因新签项目较少且存量部分项目延迟开工，公司施工业务收入同比减少 19.84%和 57.26%；施工业务毛利率分别为-0.22%和 6.61%，其中 2023 年主要因部分项目设计变动及工期延误等因素影响，成本上升，以致该业务毛利率为负。

图表 7. 公司建筑业务分类收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 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	26.08	8.40%	16.56	1.79%	13.28	-0.22%	0.64	6.61%
其中：公路工程	12.53	11.47%	7.43	3.17%	0.58	-64.53%	0.15	8.66%
房建工程	9.41	4.45%	3.33	-9.38%	4.49	-2.60%	0.23	11.26%
市政工程	4.10	8.86%	5.75	9.06%	6.23	5.75%	0.22	1.02%
水利及其他专业工程	0.04	-64.68%	0.06	-265.29%	1.97	5.22%	0.04	2.71%
监理与检测业务	0.36	28.73%	0.16	-58.79%	0.09	-181.92%	0.002	-2,503.03%

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

资质方面，该公司及下属子公司拥有的总承包资质包括：公路工程总承包、房屋建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包一级资质、水利水电工程施工总承包二级资质和铁路工程施工总承包三级资质；专业承包资质包括：公路路面工程和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弱，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。

2021-2023 年及 2024 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 30.31 亿元、24.75 亿元、8.77 亿元和 2.45 亿元，其中 2023 年以来公司区外项目承接规模大幅缩减，新签合同金额较小。截至 2024 年 3 月末公司在手施工合同金额为 31.02 亿元。

截至 2024 年 3 月末，该公司参与的 PPP 项目共 5 个（如图表 8 所示），上述项目公司均不纳入合并范围。2023 年 1 月，公司向贵州交通建设集团有限公司（简称“贵州交建”）平价转让其持有凯里项目的项目公司凯里北环高速公路投资有限公司（简称“凯里北环公司”）2.85%的股权，股权转让价款为 8,299.20 万元，股权比例由 10.50% 下降至 7.65%；按照相关协议，股权转让款分 3 年收回，其中 2023 年应收部分尚未收回，关注后续回款情况。截至 2024 年 3 月末，公司 PPP 项目累计投入资本金为 5.23 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，2023 年及 2024 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 8. 截至 2024 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	项目类型	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	
									2023 年	2024 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%	专业工程	政府付费	1+9	3,413.46	2018.10	-109.02	-34.54
凯里项目	黔东南州交通旅游建设投资有限公司	凯里北环高速公路投资有限公司	7.65%	公路工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+30	23,807.51	2020.11	-14,339.09	-116.49
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%	公路工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+15	4,320.00	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%	公路工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+17	16,756.38	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%	市政工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+22	4,016.00	尚未进入运营期	-	-
合计	-	-	-	-	-	-	52,313.35	-	-14,448.11	-151.03

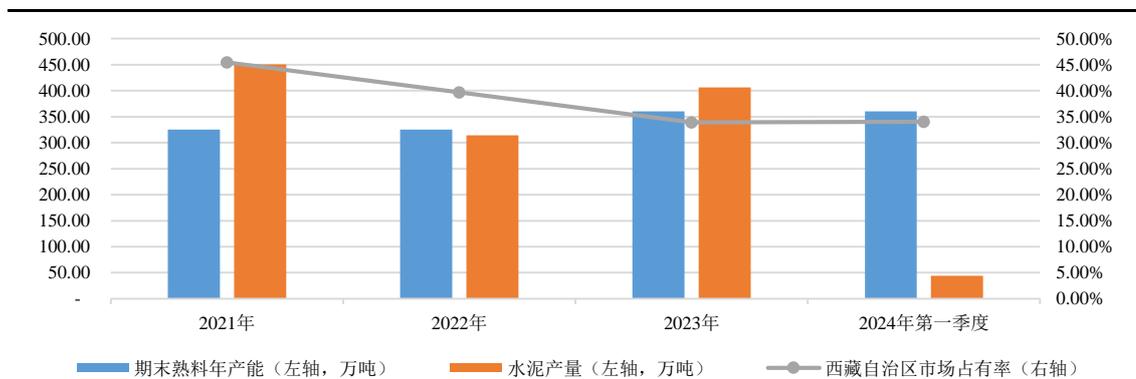
注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

建筑施工业务面临一定的结算及回款滞后的风险。根据该公司提供的重大在建项目清单，截至 2024 年 3 月末，项目合同金额合计 83.32 亿元，累计确认收入 58.62 亿元，累计回笼资金 50.70 亿元（含税）。其中，薛城区城市市政道路路网新建改造提升（含配套）工程总承包（EPC）项目、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建筑安装工程、西昌市菜子山大道西延线与宁远大道西延线建设 PPP 项目综合

工程项目和西藏自治区 G318 线波密至鲁朗段建设工程项目尚待回款金额较大，后续款项回收情况有待关注。

② 竞争地位

图表 9. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



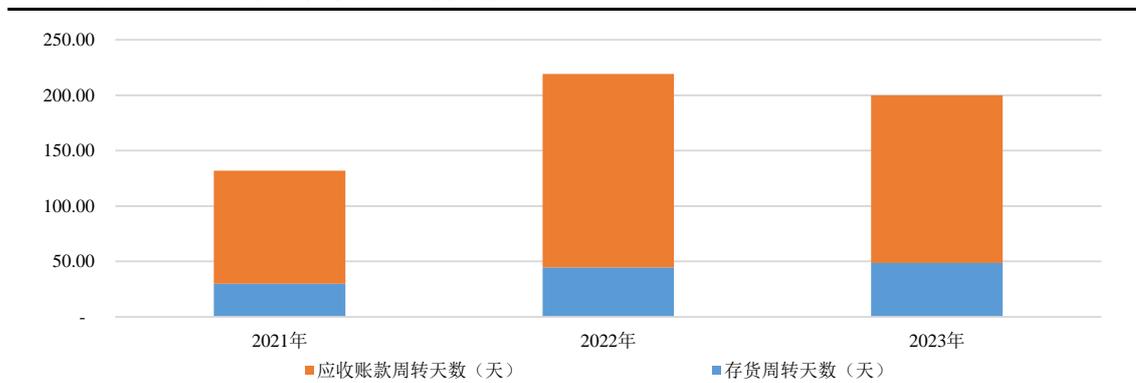
注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制；上表西藏自治区市场占有率根据公司水泥产量及西藏自治区水泥产量估算。

该公司水泥业务竞争区域为西藏自治区全域，作为西藏自治区水泥行业先发企业，2021 年以来虽除公司下属昌都高争 1 条新建生产线投产外，区内另有 3 条生产线投产，但公司目前仍为区内最大的水泥生产企业，熟料年产能 360 万吨，占区内总产能的比重超过 30%。从 2023 年公司水泥产量和西藏自治区水泥产量判断，公司市场占有率约为 35%，市场地位仍较突出。根据水泥网数据，从全国水泥企业排名看，2023 年公司产能规模位于百强企业中 50 名左右，处于行业中等水平。

西藏自治区煤炭资源匮乏，主要依赖区外供应，运距远，保供能力较差。该公司煤炭采购自贸易商，且采购量不大，议价能力一般。电力自给方面，公司 5 条熟料生产线均配备余热发电装置，装机总量为 27.50 兆瓦，可满足约 30% 的生产用电需求。

③ 经营效率

图表 10. 反映公司经营效率要素的主要指标值及变化趋势

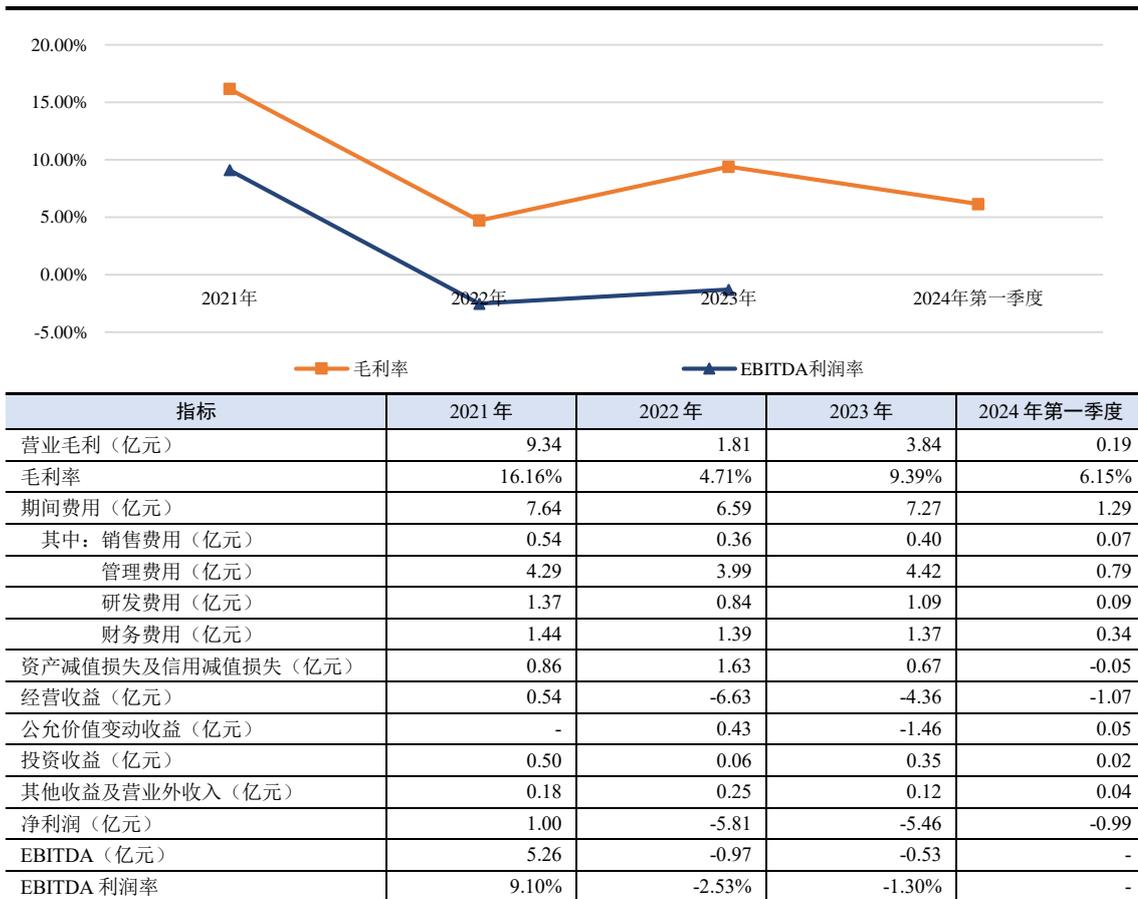


注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年，该公司存货周转天数分别为 30.01 天、44.56 天和 48.69 天，主要因原燃料备货增加而小幅上升；应收账款周转天数分别为 101.99 天、174.71 天和 151.21 天，周转速度较慢，主要因建筑业务营收账款较大所致，2023 年得益于催收管理的加强，应收账款周转天数有所下降。同期，公司营业周期分别为 132.00 天、219.26 天和 199.91 天，整体看主要在建筑业务拖累下，公司经营效率较低。

④ 盈利能力

图表 11. 反映公司盈利能力要素的主要指标值及变化趋势



注：根据西藏天路所提供的数据整理、绘制；经营收益=营业总收入-营业总成本，其中营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

2021-2023年，该公司营业毛利分别为9.34亿元、1.81亿元和3.84亿元，主要受水泥业务影响而大幅波动；其中，2022年受外部因素影响，水泥产销量大幅下降，加之煤炭价格大幅上涨，营业毛利同比大幅减少80.59%；2023年得益于水泥产销量回升，且价格涨幅较大，叠加煤炭成本下降因素，水泥业务盈利能力改善，带动营业毛利回升。公司期间费用较高，对利润侵蚀严重，其中管理费用较大，2023年同比增长10.77%，除因职工薪酬增长外，还因施工项目缺陷修复费用增长所致。资产减值损失及信用减值损失合计金额有所波动，2022年金额较大主要因对建筑施工业务产生的合同资产及收购重交再生产生的商誉分别计提减值0.68亿元和0.47亿元，2023年针对二者计提的金额同比有所下降，分别为0.13亿元和0.17亿元。2023年营业毛利虽有所回升，但主要在期间费用侵蚀下，公司维持经营性亏损状态，经营收益为-4.36亿元。2024年第一季度，公司营业毛利为0.19亿元，同比减少0.06亿元；主要受期间费用影响，经营收益为-1.07亿元。

该公司投资收益主要来源于权益法核算的对西藏高新建材集团有限公司（简称“高新建材”，公司持股30%）的投资，高新建材为西藏自治区水泥、骨料及商砼生产企业，2021-2022年高新建材亏损，公司投资收益有所下降，2023年高新建材扭亏，公司投资收益有所回升。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；2022-2023年因其股票价格上涨及下跌，公司分别确认公允价值变动收益0.43亿元和-1.46亿元。2024年第一季度，公司上述其他盈利因素金额均不大。

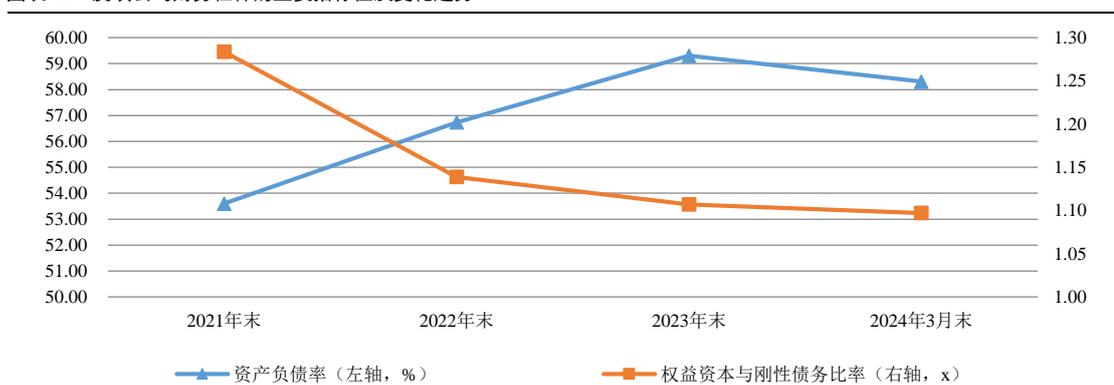
2021-2023年和2024年第一季度，该公司净利润分别为1.00亿元、-5.81亿元、-5.46亿元和-0.99亿元，2022年以来持续呈亏损状态。2021-2023年，EBITDA分别为5.26亿元、-0.97亿元和-0.53亿元，EBITDA利润率分别为9.10%、-2.53%和-1.30%。整体看，2023年公司盈利状况未显著改善，盈利能力仍较弱。

3. 财务

因持续亏损，2023 年末该公司所有者权益有所减少，资产负债率有所上升，但尚处合理区间。公司可持续享受西藏自治区低息融资政策，融资成本低。因净偿还债务，公司刚性债务略有减少，但短期债务占比较高。公司货币资金较充裕，且拥有一定规模易变现的金融资产，可为即期债务的偿付提供良好保障。

(1) 财务杠杆

图表 12. 反映公司财务杠杆的主要指标值及变化趋势



注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年末，该公司资产负债率分别为 53.60%、56.74%和 59.30%，有所上升，主要因经营性负债增长，加之亏损造成所有者权益规模缩减所致；2024 年 3 月末公司资产负债率微降至 58.31%，当前财务杠杆尚处合理区间。2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 1.28 倍、1.14 倍、1.11 倍和 1.10 倍，所有者权益对刚性债务的覆盖程度有所弱化。

① 资产

图表 13. 公司核心资产及其变动趋势（单位：亿元）

主要数据及指标		2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动资产	金额	83.92	77.61	76.41	71.35
	占资产总额的比重	59.46%	56.70%	55.73%	54.26%
其中：货币资金		39.28	29.08	25.59	23.66
交易性金融资产		-	4.73	3.27	3.32
应收账款		19.53	17.28	16.58	15.44
合同资产		13.02	13.55	16.35	14.75
存货		4.15	4.79	5.09	5.03
非流动资产	金额	57.22	59.27	60.71	60.15
	占资产总额的比重	40.54%	43.30%	44.27%	45.74%
其中：其他权益工具投资及其他非流动金融资产		6.94	8.71	8.73	8.73
长期股权投资		5.92	6.57	6.90	6.92
固定资产		36.14	35.34	34.99	34.35
无形资产		4.54	4.93	6.78	6.72
商誉		1.48	1.01	0.84	0.84
期末全部受限资产账面价值		14.51	9.03	2.30	2.30
受限资产账面价值/资产总额		10.28%	6.59%	1.68%	1.75%

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司资产总额分别为 141.14 亿元、136.88 亿元、137.12 亿元和 131.50 亿元；主要随着货币资金的消耗，流动资产占比有所下降。

2023 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、存货和合同资产。其中，货币资金为 25.59 亿元，主要因偿还债务而较上年末减少 3.49 亿元；其中 0.29 亿元因被冻结而受限，受限比率为 1.13%。交易性金融资产为 3.27 亿元，为持有的中国电建 0.67 亿股股票，因股价下跌而较上年末减少 1.46 亿元。应收账款账面价值为 16.58 亿元，因收回部分以往年度款项而较上年末减少 0.71 亿元；按组合计提坏账准

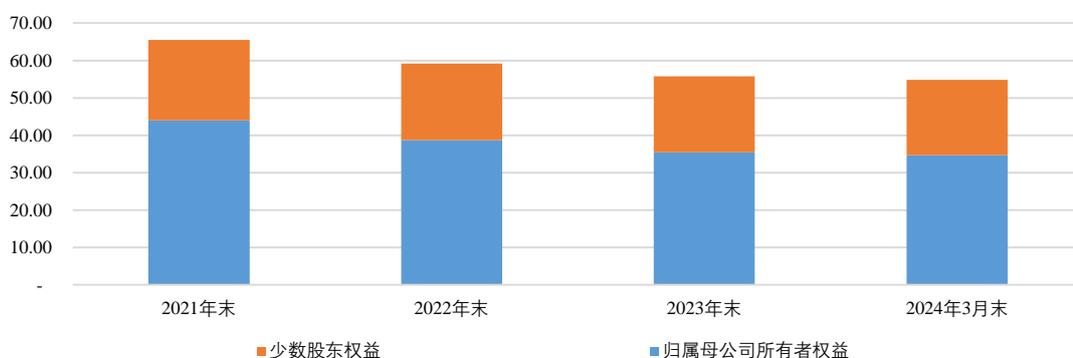
备的应收账款占比为 97.81%（以余额计算，下同），账龄在一年以内的部分占比为 56.28%，因平均账龄增长，应收账款坏账准备综合计提比例提升至 13.59%，坏账准备余额较上年末增加 0.05 亿元至 3.04 亿元；前五大应收账款债务人款项余额合计 2.87 亿元，占比为 14.61%。合同资产为 16.35 亿元，较上年末增加 2.80 亿元，主要因建筑业务产生的已完工未结算资产增长所致，账面价值为 13.91 亿元（已计提减值准备 0.88 亿元），另外未到期质保金为 2.44 亿元（已计提减值准备 1.00 亿元）；按合同归集的余额前五大项目合同资产共计 8.36 亿元，占总余额的 45.89%。存货为 5.09 亿元，因备货增加而较上年末略有增长；其中原材料、在产品和库存商品账面价值分别为 2.76 亿元、1.75 亿元和 0.57 亿元。

2023 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 7.80 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 11.07% 的股份（3.45 亿元）、凯里北环公司 7.65% 的股份（2.38 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）；较上年末减少 0.15 亿元，主要因转让凯里北环公司 2.85% 的股权所致。长期股权投资为 6.90 亿元，较上年末增加 0.33 亿元，主要因对 PPP 项目追加出资所致。固定资产为 34.99 亿元，主要因折旧而较上年末减少 0.34 亿元。无形资产为 6.78 亿元，较上年末增加 1.85 亿元，主要因下属高争股份增加石灰石矿权所致；其中土地使用权为 2.80 亿元和矿权为 3.63 亿元。商誉为 0.84 亿元，因对以往收购重交再生产生的商誉持续计提减值而较上年末减少 0.17 亿元。

2024 年 3 月末，主要因支付经营性债务，该公司货币资金较上年末减少 1.93 亿元；应收账款及合同资产分别较上年末减少 1.14 亿元和 1.60 亿元，主要因工程项目结算并回款所致；除上述科目外，公司其他主要资产科目较上年末变化均较小。同期末，公司受限资产为 2.30 亿元，具体包括货币资金 0.23 亿元、长期股权投资 1.18 亿元、固定资产 0.53 亿元和无形资产 0.37 亿元；受限比率为 1.75%。

② 所有者权益

图表 14. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据西藏天路所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 65.49 亿元、59.22 亿元、55.80 亿元和 54.83 亿元，2022 年以来主要因亏损而持续下降。2023 年末，公司股本和资本公积分别为 12.29 亿元和 10.07 亿元，较上年末分别增加 3.09 亿元和减少 1.58 亿元，除因资本公积转增股本致使二者分别增减 2.76 亿元外，因本次债券转股及股权激励使得股本及资本公积分别增加 0.32 亿元和 1.19 亿元；未分配利润为 7.50 亿元，较上年末减少 5.42 亿元，主要因当年亏损所致；当年末其他所有者权益科目较上年末变化不大。2023 年末，股本及资本公积合计占所有者权益的 40.07%，另外未分配利润及少数股东权益占比分别为 13.44% 和 36.52%；2024 年 3 月末，公司所有者权益科目及其占比较上年末变化均不大。

③ 负债

图表 15. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	51.05	52.00	50.42	50.02
其中：短期刚性债务	18.77	26.81	24.73	23.69

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
中长期刚性债务	32.27	25.19	25.70	26.32
应付账款	18.94	21.03	24.74	20.12
预收款项及合同负债	2.16	0.82	0.75	1.05
其他应付款	1.57	1.87	1.88	2.22
综合融资成本（年化，%）	3.48%	3.42%	3.41%	3.13%

注：根据西藏天路所提供的数据整理、绘制；2021-2023 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]，2024 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。

2021-2023 年末，该公司负债总额分别为 75.65 亿元、77.66 亿元和 81.32 亿元，主要因经营性债务增加而持续增长，刚性债务占负债总额的比重虽有所下降，但 2023 年末占比仍较高，为 62.01%。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。同期末，因尚未到约定付款期或结算期的材料采购款和工程款增加，公司应付账款有所增长；预收款项及合同负债主要系预收货款及工程款，因结转收入而有所减少；其他应付款主要为押金、保证金、代扣代垫款及往来款，2023 年末其中的押金及保证金为 1.11 亿元，主要系收到分包商的履约保证金。2024 年 3 月末，因支付材料及工程款应付账款较上末减少 3.71 亿元；其他非刚性债务负债科目较上年末变化均不大。

2021-2023 年末，该公司刚性债务分别为 51.05 亿元、52.00 亿元和 50.42 亿元，2023 年末主要因净偿还借款而较上年末略有减少。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 36.01 亿元、35.91 亿元和 33.12 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 70.54%、69.05%和 65.69%。从借款类型来看，公司银行借款绝大部分为信用借款，少量担保及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，2023 年末本部刚性债务余额为 34.44 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 68.30%；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，2021-2023 年末中长期刚性债务占比分别为 63.22%、48.45%和 50.96%，2022 年末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 年末债务期限结构较上年末变化不大。2024 年 3 月末，公司刚性债务较上年末减少 0.41 亿元至 50.02 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。

融资成本方面，根据该公司财务数据测算，2021-2023 年公司综合融资成本分别 3.48%、3.42%和 3.41%；2024 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 3.13%（按现行利率并以当期末余额为权重计算）。由于公司能够持续享受西藏自治区银行借款贴息政策优惠，公司融资成本低。

图表 16. 截至 2024 年 3 月末公司刚性债务到期剩余期限分布情况（单位：亿元）

到期剩余期限	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)	5 年及以上
合并口径	28.40	16.48	3.16	0.40	0.82
母公司口径	20.51	14.65	1.16	-	-

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制；上表数据不包括租赁负债及应付票据。

资金管理方面，该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，能够为偿债资金的筹备提供一定的保障。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 17. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额	-0.16	-0.49	2.24	-1.15
其中：业务现金收支净额	1.80	-0.16	2.08	-1.54
投资环节产生的现金流量净额	5.42	-6.96	-1.85	0.02
其中：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	-3.18	-1.21	-1.73	-0.10
筹资环节产生的现金流量净额	9.04	-2.57	-3.49	-0.53

主要数据及指标	2021年	2022年	2023年	2024年第一季度
其中：现金利息支出	-1.09	-1.56	-1.35	-0.55

注：根据西藏天路所提供的数据整理、绘制；业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额；现金利息支出以负值填列。

2023年，主要得益于水泥业务盈利能力好转，叠加应收账款的回收，公司业务现金收支净额转正，带动经营性现金流转为净流入状态；2024年第一季度，业务现金流入同比减少，但因支付工程款增加，公司经营性现金流净额为负。

2021-2022年，主要因理财产品的申购和赎回，该公司投资性现金净流量波动较大，另外2022年净流出还因当年认购中国电建增发的股票所致；2023年投资性现金净流出规模相对较小，主要系昌都二线及林芝粉磨站建设尾款、生产线大修等水泥业务相关支出。

2021-2023年及2024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，公司权益性融资净额分别为-1.40亿元、-0.85亿元、-0.38亿元和-0.01亿元，2023年以来流出金额较小，主要因公司持续亏损，现金分红金额下降所致。2021-2023年及2024年第一季度，公司债务融资净额分别为10.54亿元、-1.73亿元、-3.31亿元和-0.57亿元，其中2021年金额较大主要因当年公司银行借款增加及发行21天路01所致。

② 偿债能力

图表 18. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021年	2022年	2023年
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	-0.02	-0.01
EBITDA/利息支出（倍）	3.36	-0.55	-0.30

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2022-2023年，该公司亏损额较大，EBITDA持续为负，EBITDA对刚性债务及其孳息无法形成有效的覆盖。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 19. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
流动比率（%）	194.82	148.86	142.95	148.15
短期刚性债务现金覆盖率（%）	218.95	130.26	125.30	121.19

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制；短期刚性债务现金覆盖率=（货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票）/短期刚性债务*100%。

2023年末和2024年3月末，该公司流动比率及短期刚性债务现金覆盖率较上年末变动均不大。整体看，公司货币资金较为充裕，可为即期债务偿付提供较强保障。

该公司与大型国有商业银行及多家股份制银行建立了良好的合作关系。截至2024年3月末，公司获得银行授信总额为81.94亿元（其中大型国有商业银行授信占比为52.08%），尚未使用额度为32.82亿元。

(2) ESG因素

环境方面，根据该公司年度报告显示，2023年8月昌都高争完成了2022年4月第二轮第六批中央生态环境保护督察组通报的生态环境破坏问题的整改，并按要求进行了验收、公示和销号；排放方面，2023年公司下属高争股份、昌都高争和重交再生等重点排污企业，污染物排放均低于排放限值；污染防治设施建设运行方面，公司根据国家及自治区有关部门要求推进环保项目建设，加大环境保护投入，并设立巡检岗位确保日常污染设施的正常运行。社会责任方面，公司积极参与各项社会公益事业活动，2023年对外捐赠资金及物资总投入24.20万元；公司推动地企合作，通过就业带动驻地农牧民增收。

治理方面，该公司设股东大会、董事会、监事会。股东大会是公司的权力机构。董事会对股东大会负责，由 5-9 人组成（含独立董事 3 名），设董事长 1 名，由全体董事过半数选举产生。董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会，依照公司章程和董事会授权履行职责。监事会主要负有监督职责，由 3 人组成（其中职工代表监事 1 名），设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司经营层设总裁 1 名及副总裁若干名，由董事会聘任或解聘。2023 年以来，公司董事、监事及高管发生了一定的变动。因工作调动，扎西尼玛不再担任董事长和董事职务，孙旭不再担任董事职务，德吉旺姆不再担任监事职务，西虹不再担任副总经理；经选举，顿珠朗加为公司新任董事长，赵云德成为公司新任董事，刘世君和巴桑次仁成为公司新任副总经理。2024 年 3 月公司第六届董事会及监事会任期届满，因相关候选人提名工作尚未结束，换届工作尚在筹备中，为保证董事会及监事会工作连贯性，换届工作将适当延期，董事会各专业委员会及高级管理人员的任期也将相应顺延。2023 年以来，公司基于管理及业务开展需要对组织结构进行了调整，调整后的组织结构图详见附录二。

（3）表外事项

根据该公司提供的资料显示，截至 2024 年 3 月末公司为参股公司开投海通担保余额为 0.36 亿元。根据公司审计报告所载，2023 年末公司涉及多起诉讼，案由均系买卖合同纠纷，公司均系原告，主要产生于应收款项的催缴。

（4）其他因素

根据审计报告的认定标准，该公司关联方主要包括控股股东西藏建工建材集团有限公司（简称“藏建集团”）及其下属子公司以及公司的联营企业。2021-2023 年公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额较小；2021-2022 年销售商品、提供劳务产生的关联交易金额相对较大，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，2023 年金额较小。2023 年末，公司应收关联方款项余额合计 5.69 亿元，较上年末增加 1.16 亿元，主要因承建藏建集团体系内项目产生的合同负债及其他应收款增加所致；应付关联方款项余额合计 2.05 亿元，主要系应付昌都二线建设款及矿山工程款项所致。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. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
关联采购及接受劳务	1.46	1.77	2.26
关联销售及提供劳务	7.80	6.89	2.05
关联应收款项（余额）	3.40	4.53	5.69
关联应付款项（余额）	0.91	1.67	2.05

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制；关联应收款包括预付账款、应收账款、其他应收款、应收利息和合同资产等；其他应付款包括预收账款、应付款项、其他应付款、应付股利和合同负债等。

根据该公司提供的公司本部、高争股份、昌都高争和重交再生的《企业信用报告》（查询日期分别为 2024 年 4 月 22 日、5 月 8 日、4 月 30 日和 5 月 9 日），上述公司本部均不存在欠贷欠息事项。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2024 年 6 月 17 日公司本部不存在被实施重大行政处罚及被列入经营异常或严重违法失信企业名单的情形。

5. 外部支持

该公司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。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了江西万年青水泥股份有限公司和甘肃上峰水泥股份有限公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以水泥业务为核心主业，与公司具有一定的可比性。

相较于上述主体，该公司水泥业务规模较小，盈利能力较弱；因从事建筑业务，营业周期相对较长。公司资

产负债率相对较高，偿债指标表现较弱。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

(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 2024 年 5 月末，累计已有 7.68 亿元天路转债转股，天路转债待偿还本金余额为 3.19 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 天路 01 和 23 天路 01

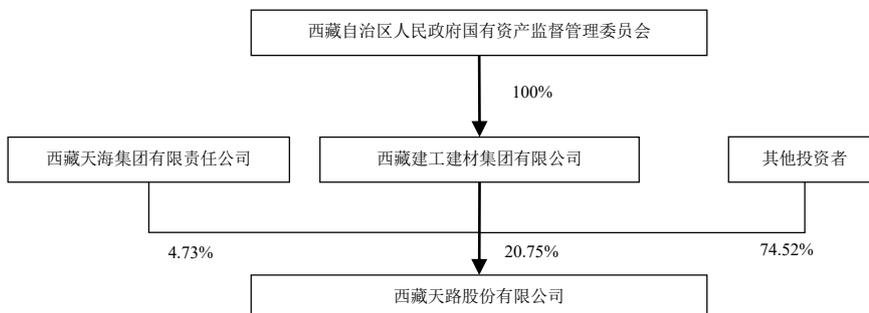
21 天路 01 和 23 天路 01 附发行人利率调整选择权和投资者回售选择权。该公司有权决定在上述债券存续期的第 2 年末和第 4 年末调整后续期限的票面利率。公司将于第 2 个和第 4 个计息年度付息日前的第 30 个交易日，在证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。公司发出关于是否调整上述债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在上述债券的第 2 个和第 4 个计息年度付息日将持有的债券按票面金额全部或部分回售给公司，公司将按照上交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。2023 年 6 月 14 日，公司发布公告称不调整 21 天路 01 票面利率，2023 年 6 月 15-21 日回售登记期内投资者全部行使回售权，公司后在规定期限内成功转售 3.40 亿元债券，未转售部分债券已兑付并注销。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定西藏天路信用等级为 AA，评级展望为稳定，天路转债、21 天路 01 和 23 天路 01 信用等级均为 AA。

附录一：

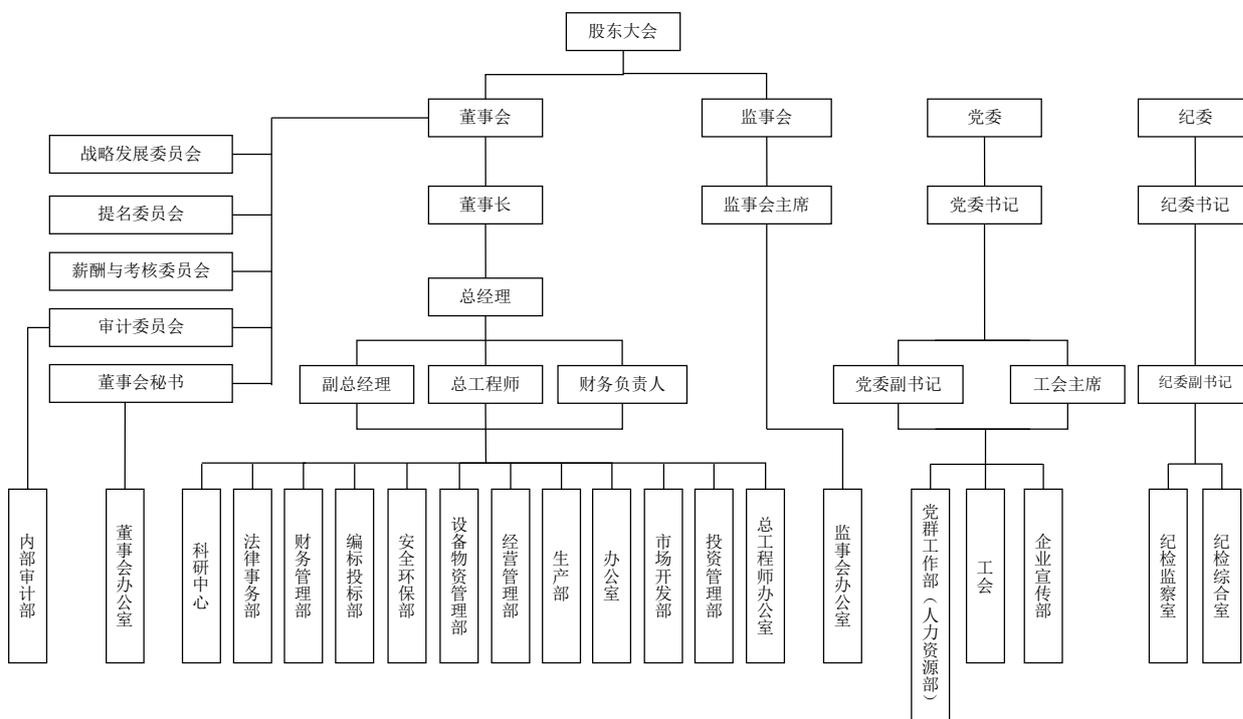
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏天路提供的资料整理绘制（截至 2023 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据西藏天路提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2023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（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	
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	88.79	101.34	66.04	-5.15	0.06	合并口径
西藏天路股份有限公司	西藏天路	本级	-	建筑业务	34.44	27.01	6.97	-4.21	-1.97	母公司口径
西藏高争建材股份有限公司	高争股份	子公司	60.02	水泥、商砼、骨料等	9.17	38.15	17.15	0.94	4.04	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	水泥	2.84	6.93	7.02	-0.96	0.27	
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	沥青砼、商砼、建筑业务等	4.21	3.48	9.71	-0.30	0.26	合并口径

注：根据西藏天路 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：水泥 归属行业：建筑材料

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据						2023 年（末）财务数据/指标			
		规模指标	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	营业周期 （天）	毛利率 （%）	EBITDA 利 润率（%）	资产负债率 （%）	权益资本/刚性债务 （倍）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
江西万年青水泥股份有限公司	AA+/稳定	熟料年产能：1,396.55 万吨	81.90	3.15	112.73	18.43	13.54	38.89	3.58	9.09	0.38
甘肃上峰水泥股份有限公司	AA+/稳定	熟料年产能：1,757.70 万吨	63.97	7.01	109.14	27.75	24.74	46.51	1.61	10.14	0.27
西藏天路股份有限公司	AA/稳定	熟料年产能：360 万吨	40.86	-5.46	199.91	9.39	-1.30	59.30	1.11	-0.30	-0.01

注：上表除西藏天路外，其余企业数据及指标根据公开市场可获取数据计算填列，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年第一季度/末
资产总额[亿元]	141.14	136.88	137.12	131.50
货币资金[亿元]	39.28	29.08	25.59	23.66
刚性债务[亿元]	51.05	52.00	50.42	50.02
所有者权益[亿元]	65.49	59.22	55.80	54.83
营业收入[亿元]	57.77	38.45	40.86	3.06
净利润[亿元]	1.00	-5.81	-5.46	-0.99
EBITDA[亿元]	5.26	-0.97	-0.53	-
经营性现金净流入量[亿元]	-0.16	-0.49	2.24	-1.15
投资性现金净流入量[亿元]	5.42	-6.96	-1.85	0.02
资产负债率[%]	53.60	56.74	59.30	58.31
权益资本与刚性债务比率[%]	128.28	113.89	110.66	109.62
流动比率[%]	194.82	148.86	142.95	148.15
现金比率[%]	95.43	66.98	57.97	59.62
利息保障倍数[倍]	1.73	-2.36	-2.12	-
担保比率[%]	0.07	0.51	0.65	0.66
营业周期[天]	132.00	219.26	199.91	-
毛利率[%]	16.16	4.71	9.39	6.15
营业利润率[%]	1.79	-15.84	-13.34	-32.50
总资产报酬率[%]	2.04	-2.99	-2.70	-
净资产收益率[%]	1.54	-9.31	-9.50	-
净资产收益率*[%]	0.91	-12.04	-14.47	-
营业收入现金率[%]	101.39	108.85	95.07	223.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.40	-1.02	4.24	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.80	-9.71	0.49	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.36	-0.55	-0.30	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	-0.02	-0.01	-

注：依据西藏天路经审计的2021-2023年度及未经审计的2024年第一季度财务数据整理、计算，其中2021年和2022年数据经追溯调整。

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]
上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
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
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

附录六：

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。

附录七：

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	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	2023年6月16日	AA/稳定	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）	报告链接
	本次评级	2024年6月21日	AA/稳定	吴晓丽、何婕妤	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）	-
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	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）	报告链接
	本次评级	2024年6月21日	AA	吴晓丽、何婕妤	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）	-
21天路01	历史首次评级	2021年7月20日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
	前次评级	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）	报告链接
	本次评级	2024年6月21日	AA	吴晓丽、何婕妤	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）	-
23天路01	历史首次评级	2023年1月12日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
	前次评级	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）	报告链接

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
	本次评级	2024年6月21日	AA	吴晓丽、何婕妤	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：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。