

西藏天路股份有限公司

2018 年公开发行 A 股可转换公司债券

# 信用评级报告



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.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2018)011319】

**评级对象:** 西藏天路股份有限公司 2018 年公开发行 A 股可转换公司债券

**主体信用等级:** AA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA

**评级时间:** 2018 年 12 月 28 日

**计划发行:** 11.22 亿元

**本次发行:** 11.22 亿元

**发行目的:** 项目建设及补充运营资金

**存续期限:** 6 年

**偿还方式:** 每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息

**增级安排:** 无

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	10.30	5.88	16.10	11.04
刚性债务	8.30	15.90	21.84	17.42
所有者权益	19.98	21.23	21.24	21.63
经营性现金净流入量	-1.86	-3.13	0.64	1.30
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	49.65	67.51	84.49	85.28
总负债	23.43	36.38	48.04	43.15
刚性债务	14.26	24.25	30.99	26.75
所有者权益	26.22	31.13	36.44	42.14
营业收入	20.87	25.01	35.91	36.23
净利润	2.01	3.48	5.79	6.97
经营性现金净流入量	2.03	4.72	5.45	6.89
EBITDA	3.92	5.72	8.63	—
资产负债率[%]	47.19	53.89	56.87	50.59
权益资本与刚性债务 比率[%]	183.84	128.34	117.57	157.53
流动比率[%]	155.52	156.81	149.20	172.83
现金比率[%]	77.57	68.39	96.44	103.45
利息保障倍数[倍]	5.00	8.09	9.38	—
净资产收益率[%]	9.92	12.14	17.14	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	11.27	21.52	19.30	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-11.26	-33.19	21.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.15	10.58	11.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.30	0.31	—

注: 根据西藏天路经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

### 评级观点

#### 主要优势:

- **水泥业务区域行业地位较高。**西藏天路系西藏自治区最大的水泥生产企业, 区域内具较强规模优势, 市场占有率及品牌认可度高。公司深耕西藏自治区已久, 具有一定先发优势, 区域行业龙头地位较稳固。
- **水泥业务外部环境较好。**西藏自治区基础设施相对薄弱, 按照当前有关规划, 未来基础设施建设预计仍将保持高速增长, 从而推动区域水泥需求增加。自治区水泥市场封闭性强, 区内自产水泥长期处于供不应求的状态, 预计中短期内水泥缺口仍明显, 为西藏天路水泥业务的开展提供较好的外部环境。
- **政策支持。**西藏天路所在西藏自治区出台众多优惠政策。公司持续享受低所得税、低息贷款等政策, 为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, 背景较好, 公司能够得到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, 整体再融资能力较强。

#### 主要风险:

- **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。近年来, 区域供应紧张及运输成本提高使得煤炭价格有所上升。
- **工程业务风险。**随着西藏建筑市场开放, 众多大型央企入藏, 行业竞争日益激烈, 资质等条件限制下, 西藏天路项目承接难度加大, 工程业务发展面临瓶颈。2017 年以来公司通过参与 PPP 项目拓展区外市场, 但相应区域政府财力较弱, 需关注项目回款风险。另外, 受压价竞

#### 分析师



吴晓丽 wxl@shxsj.com

杨亿 yangyi@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>

标、项目施工内容变更及营改增等因素影响，公司工程业务毛利率逐年下滑，盈利能力弱。

- **刚性债务规模扩张风险。**随着以往产能扩建项目债务资金的投入，西藏天路刚性债务有所增长，后续随着产能扩建及工程项目的持续推进，公司债务规模或进一步扩张。

## 评级关注

- 西藏天路发行的本次债券所募资金部分用于重交再生股权的收购及增资，后续需关注相关事项进展及收购标的未来经营情况及业绩承诺完成情况。

## ➤ 未来展望

通过对西藏天路及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 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 2018 年公开发行 A 股可转换公司债券

# 信用评级报告

### 概况

#### 1. 发行人概况

西藏天路股份有限公司（简称“西藏天路”、“该公司”或“公司”）系经西藏自治区人民政府“藏政函（1999）80 号”文批准，由西藏公路工程总公司（现名为“西藏天路建筑工业集团有限公司”，简称“天路集团”）作为主要发起人，联合西藏自治区交通工业总公司（现名为“西藏天海集团有限责任公司”）、西藏拉萨汽车运输总公司（现名为“西藏天海集团有限责任公司”）、西藏自治区汽车工业贸易总公司、西藏自治区交通厅格尔木运输总公司，于 1999 年 2 月设立，初始注册资本为 6,000 万元。2000 年 12 月公司发行人民币普通股 4,000 万股，2001 年 1 月公司股票于上海证券交易所上市交易（股票代码：600326）。随后历经非公开发行股票及数次资本公积转增股本，截至 2014 年末公司股本升至 5.47 亿元。2015 年公司向 9 家特定投资者非公开发行股票 11,848.04 万股，股本增至 6.66 亿元。2017 年，公司以资本公积每 10 股转增 3 股，股本增至 8.65 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司股本仍为 8.65 亿元。

截至 2017 年末，该公司合并范围 2 级子公司（以本部为一级起计）共 7 家，公司本部及子公司主要从事公路工程、铁路工程、房建工程、水利水电工程、桥梁工程、施工及建筑材料的生产及销售等。截至 2018 年 9 月末，公司水泥熟料年产能为 300 万吨，水泥年产能 405 万吨，在西藏地区市场占有率高。

#### 2. 债项概况

##### (1) 债券条款

该公司拟发行本次可转换公司债券已经公司 2018 年 12 月 5 日召开的董事会审议通过（第五届董事会第三十二次会议），并于 2018 年 12 月 28 日经 2018 年第一次临时股东大会决议通过。本次可转换公司债券计划发行规模不超过人民币 11.22 亿元，债券期限为 6 年，具体情况详见图表 1。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	西藏天路有限公司 2018 年公开发行 A 股可转换公司债券
总发行规模:	不超过 11.22 亿元人民币
本次发行规模:	不超过 11.22 亿元人民币
本次债券期限:	6 年

债券利率:	累进利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息
增级安排:	无

资料来源: 西藏天路

本次发行的可转换公司债券转股标的为该公司 A 股股票, 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。

本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日该公司 A 股股票交易均价 (若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形, 则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算<sup>1</sup>) 和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价<sup>2</sup>, 具体初始转股价格提请该公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构 (主承销商) 协商确定。债券发行之后, 若公司发生派送红股、转增股本、增发新股 (不包括因本次债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况, 将按下述公式进行转股价格的调整 (保留小数点后两位, 最后一位四舍五入):

派送红股或转增股本:  $P1 = P0 / (1+n)$ ;

增发新股或配股:  $P1 = (P0 + A \times k) / (1+k)$ ;

上述两项同时进行:  $P1 = (P0 + A \times k) / (1+n+k)$ ;

派送现金股利:  $P1 = P0 - D$ ;

上述三项同时进行:  $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中:  $P1$  为调整后转股价;  $P0$  为调整前转股价;  $n$  为派送红股或转增股本率;  $A$  为增发新股价或配股价;  $k$  为增发新股或配股率;  $D$  为每股派送现金股利。

当该公司出现上述股份和 (或) 股东权益变化情况时, 将依次进行转股价格调整, 并在上海证券交易所网站和中国证券监督管理委员会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告, 并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期 (如需)。当转股价格调整日为本次发行的可转债持有人转股申请日或之后, 转换股份登记日之前, 则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当该公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和 (或) 股东权益发生变化从而可能影响本次债券持有人的债权利益或转股衍生权益时, 公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调

<sup>1</sup>前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量。

<sup>2</sup>前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易量。

整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

本次债券设置转股价格向下修正条款：（1）修正权限与修正幅度：在本次债券存续期间，当该公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日公司股票交易均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。（2）修正程序：如公司决定向下修正转股价格时，公司将在上海证券交易所网站和中国证券监督管理委员会指定的信息披露媒体上刊登相关公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间等有关信息。从股权登记日后的第 1 个交易日（即转股价格修正日）起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，且为转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

本次债券设置赎回条款：（1）到期赎回条款：在本次债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回全部未转股的债券，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会及董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

（2）有条件赎回条款：在本次债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的债券：①在本次债券转股期内，如果公司 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%）。②当本次债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时。

本次债券设置回售条款：（1）有条件回售条款：本次债券最后 2 个计息年度，如果该公司 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。（2）附加回售条款：若本次债券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）募集资金用途

### A. 项目投资

该公司拟将本次债券所募资金 7.86 亿元（未扣除发行费用，下同）用于以下项目投资。

**图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（单位：万元）**

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	昌都新建 2,000t/d 熟料新型干法水泥生产线（二期）项目	116,501.00	37,857.00
2	林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站项目	26,130.32	15,205.01
3	日喀则年产 60 万立方米商品混凝土扩建环保改造项目	10,411.00	3,657.79
4	重庆重交再生资源开发股份有限公司股份收购及增资项目	21,879.01	21,879.01
合计:		<b>174,921.33</b>	<b>78,598.81</b>

资料来源：西藏天路

**a. 昌都新建 2,000t/d 熟料新型干法水泥生产线（二期）项目**

昌都新建 2,000t/d 熟料新型干法水泥生产线（二期）项目位于西藏昌都卡诺镇多然村。项目建设一条 2,000t/d 熟料新型干法水泥生产线，配套 6.0MW 余热发电系统。项目投资总额为 11.65 亿元（其中建设投资 11.12 亿元，流动资金 5,294.00 万元），拟使用募集资金 3.79 亿元，建设期为 2 年。目前项目已取得用地证书及自治区发改委出具的《西藏自治区企业投资项目备案表》（[2018 年度]藏发改产业备 01 号）以及西藏自治区环境保护厅出具的《关于西藏昌都高争建材股份有限公司二期 2000t/d 熟料新型干法水泥生产线环境影响报告书的批复》（藏环审[2018]81 号）。根据该公司披露的《公开发行 A 股可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》（简称《可行性分析报告》），项目投产后预期将实现税后年均收入（不含税）49,458 万元，年均税后利润 14,692 万元，项目税后全投资收益率为 16.31%，投资回收期为 6.79 年（含建设期 2 年，所得税后），项目经济效益较好，具经济可行性。

**b. 林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站项目**

林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站项目位于林芝市巴宜区建材规划园内。项目拟新建一套年产 90 万吨环保型水泥粉磨站，并配套建设原料库、水泥库等设施。项目所产水泥主要用于满足林芝市及周边地区的市场需要。项目投资总额为 2.61 亿元（其中建设投资 2.12 亿元，流动资金 4,959.33 万元），拟使用募集资金 1.52 亿元，项目建设期为 1 年（实际建设期为 8 个月）。项目已取得林芝市巴宜区发改委出具的《登记信息表》（项目代码为 2017-540402-59-03-003820）以及西藏林芝环境保护局出具的《林芝市环境保护局关于西藏高争建材股份有限公司林芝 90 万吨环保型水泥粉磨站建设项目环境影响报告表的批复》（林环审[2018]124 号），项目涉及的土地使用权出让合同亦已签署。根据该公司披露的《可行性分析报告》，项目投产后预期将实现年均收入（不含税）63,525 万元，年均税后利润分配利润 6,615 万元，项目投资财务内部收益率为 27.47%（税后），投资回收期为 4.36 年（所得税后），项目经济效益较好，具经济可行性。

**c. 日喀则年产 60 万立方米商品混凝土扩建环保改造项目**

日喀则年产 60 万立方米商品混凝土扩建环保改造项目位于西藏自治区日喀则地区日喀则市经济技术开发区。项目拟新建一条预拌混凝土生产线，年

产量 30 万方，同时对原有双机 120 站进行环保升级。项目所产商品混凝土用于满足日喀则市级周边地区市场需要。项目投资总额为 1.04 亿元（其中建设投资 5,093.00 万元，流动资金 5,318.00 万元），拟使用募集资金 0.37 亿元，项目建设期为 1 年。项目已取得桑珠孜区发改委出具的《登记信息表》（项目代码为 2018-540202-30-03-000033）及日喀则市环保局出具的《关于日喀则市高争商混有限责任公司年产 60 万立方米商品混凝土生产线项目环境影响报告表的批复》（日环审[2018]128 号），项目涉及的土地报批事项正在办理中。根据该公司披露的《可行性分析报告》，项目投产后预期将实现年均收入（不含税）21,470 万元，年均税后利润 2,705 万元，项目税前全投资内部收益率为 35.93%，项目投资回收期为 4.84 年（含建设期），项目经济效益较好，具经济可行性。

#### d. 重庆重交再生资源开发股份有限公司股份收购及增资项目

2018 年 12 月 5 日，该公司董事会及监事会审议通过了《关于公司通过协议转让及参与定向增发的方式收购重庆重交再生资源开发股份有限公司 51% 股份的议案》及《关于签订附条件生效的〈关于重庆重交再生资源开发股份有限公司之股份转让协议〉及〈关于重庆重交再生资源开发股份有限公司定向增发股票之股份认购协议〉的议案》。公司拟以现金 14,017.26 万元收购重庆重交再生资源开发股份有限公司（简称“重交再生”）40% 股权并以 5.33 元/股的价格认购重交再生定向增发的 14,750,000 股股票，合计拟投资金额为 2.19 亿元。股份收购及增资后，公司将持有重交再生 51% 股权，成为其控股股东，将其纳入合并报表范围。

图表 3. 重交再生收购前股权结构及本次股权交易情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例	转让股份数量(股)	转让对价(万元)
重庆咸通乘风实业有限公司	44,400,000.00	67.58%	13,282,000.00	7,464.48
陈先勇	8,398,400.00	12.78%	2,098,000.00	1,179.08
嘉兴臻胜股权投资基金合伙企业(有限合伙)	7,620,000.00	11.60%	5,620,000.00	2,770.66
宁波君润科胜股权投资合伙企业(有限合伙)	5,280,000.00	8.04%	5,280,000.00	2,603.04
李建平	1,600.00	0.00%	-	-
合计	65,700,000.00	100.00%	26,280,000.00	14,017.26

资料来源：西藏天路

注：持股数量及持股比例系截至 2018 年 12 月 5 日数据

重交再生系在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让的公众公司（股份代码：837781）。重交再生成立于 2012 年 3 月，是重庆市首家专注于建筑固废垃圾回收再利用及全路面建养服务的国家高新技术企业。重交再生主要从事道路新材料、新技术、新工艺的研发与应用，道路建养一体化模式推广，道路/建筑固废垃圾的回收及再生利用，公路、隧道、桥梁等特殊路面铺装及咨询、检测、技术服务等。通过重交再生的收购，公司将进入建筑固废垃圾回收再利用及全路面建养服务领域，有助于产业布局的完善和产业链的拓宽。

截至 2017 年末，重交再生总资产为 4.11 亿元，所有者权益为 1.33 亿元；当年实现营业收入 3.90 亿元，净利润 0.32 亿元，经营性现金净流量为-0.18 亿



元。业绩承诺与补偿安排方面，重庆咸通乘风实业有限公司（简称“重庆咸通”）和陈先勇同意，重交再生 2018-2021 年<sup>3</sup>合并报表口径下扣除非经常性损益后归属母公司所有的净利润应不低于 2,900.00 万元、3,200.00 万元、3,600.00 万元及 4,100.00 万元。该公司应聘请具有证券期货业务资格的会计师事务所对重交再生在业绩承诺期的相应承诺年度内实际实现的净利润及差异情况出具《专项审计报告》。根据《专项审计报告》显示，若重交再生在单个承诺年度实现的累计净利润数低于累计承诺净利润数，则公司可要求重庆咸通以现金形式进行业绩补偿<sup>4</sup>。

**图表 4. 重交再生近年来主要财务数据（单位：万元）**

项目	2016 年（末）	2017 年（末）	2018 年 1-8 月/8 月末
总资产	24,223.94	41,130.18	43,543.46
所有者权益	7,102.72	13,291.38	13,292.06
归属于母公司所有者权益	6,171.51	11,348.33	11,810.61
营业收入	24,455.94	38,970.47	19,475.64
净利润	2,177.66	3,207.59	90.68
扣除非经常性损益后的净利润	2,161.77	3,004.47	29.95
经营活动产生的现金流量净额	232.64	-1,774.78	1,135.65

资料来源：西藏天路

该公司对重交再生增资涉及重庆市江津区路面材料再生工厂项目。项目实施主体为重交再生全资子公司重庆市江津区重交再生资源开发有限公司，项目位于江津区珞璜珞璜工业园区。项目建成后能够年消纳处理 15 万吨废旧路面材料，年产再生沥青砼 30 万吨，年产原生沥青砼 10 万吨。项目总投资额为 13,000 万元，其中：建筑工程费 6,064.39 万元；设备设施费 3,930.00 万元；工程建设其他费用 1,276.11 万元；基本预备费 527.53 万元，建设期贷款利息 120.05 万元，流动资金 1,081.92 万元。项目的建设期为 1 年、投产期为 1 年，从第 3 年开始达产运营。项目投产后预期将实现年均收入 15,225.66 万元，年均税后利润 2,507.99 万元，项目财务内部收益率为 22.49%，投资回收期为 5.35 年，项目经济效益较好，具经济可行性。

后续需关注股权收购和增资的进展、重交再生未来经营状况和业绩承诺的完成情况等。

## B. 补充营运资金

该公司拟将本次债券所募资金 3.36 亿元用于补充流动资金。

### (3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

<sup>3</sup> 如本次收购能够在 2018 年完成交割，则业绩承诺期应为 2018 年至 2020 年；如本次收购未能在 2018 年完成交割，则业绩承诺期应为 2019 年至 2021 年。

<sup>4</sup> 当年应补偿金额数 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) \* 西藏天路届时持有标的公司的股权比例 - 累积已补偿金额。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产

调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

该公司所处水泥行业属于典型的投资拉动型行业，与宏观经济的发展阶段和固定资产投资规模紧密相关，受外部经济环境影响大。

## **(2) 行业因素**

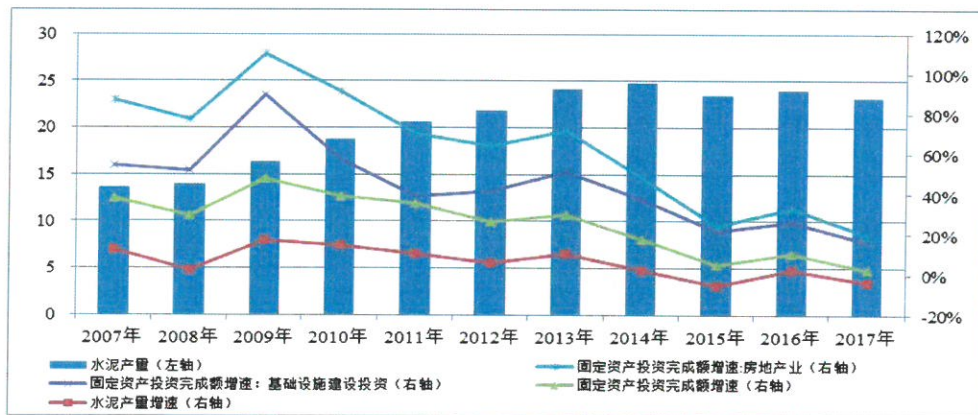
水泥行业产能过剩矛盾突出，近年产能去化效果不佳，主要依靠行业自律

及环保限产来改善供求关系。2016 年前三季度，房地产市场回暖，当年水泥市场呈弱势复苏态势，行业利润有所增长；2017 年水泥总需求与上年基本持平，但受益于价格上涨，利润得到大幅提升。水泥行业与宏观经济发展高度相关，在“新常态”下行业发展趋于放缓，行政干预、行业自律和环保压力成为影响行业波动的主要因素。在多项政策指导推动及行业兼并重组下，水泥企业有望向更为有序、健康、良好的方向发展。

### A. 行业概况

水泥系国民经济建设中重要的基础原材料，其需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。以往年份我国经济的快速增长为我国水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等刺激了水泥需求的迅猛增长。由于行业进入壁垒较低，大量企业趋利涌入，经过多年快速发展，我国水泥行业呈现出产能严重过剩，市场竞争程度高，终端市场分散的现状。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，2015-2017 年分别为 10.04%、8.14%和 5.90%。其中，基础设施建设投资增速由 2015 年的 17.02%下滑至 2017 年的 13.86%；2015 年全国房地产开发投资增速较上年同比大幅下降 9.50 个百分点至 0.99%，2016 年全国房地产开发投资完成额增速回升至 6.88%，2017 年微升至 7.04%。2018 年前三季度，我国固定资产投资完成额增速为 5.44%，增速同比下降 1.95 个百分点。

图表 5. 近年来我国水泥产量、固定资产投资额及增速情况（单位：亿吨）



资料来源: Wind、国家统计局

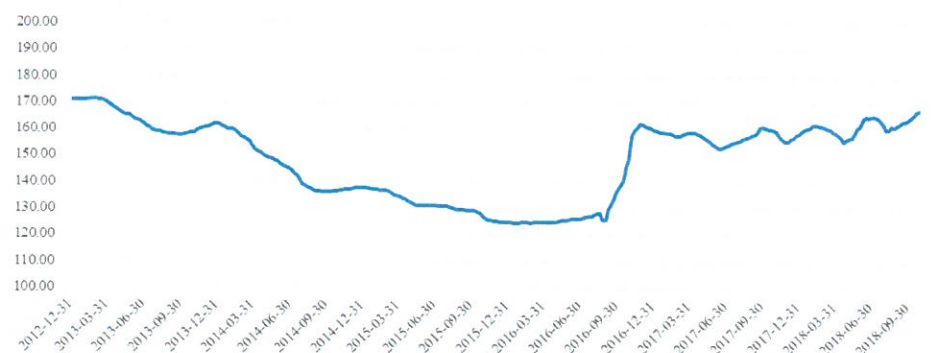
供给方面，为抑制行业产能过剩问题，加快行业转型升级，自 2009 年起，国家加大水泥行业调整力度，密集出台多项调控政策，严控新增产能，淘汰落后产能，化解存量产能，推进产业结构调整。近年水泥行业新增产能虽逐年下降，但新增产能大于淘汰落后产能以致水泥总产能依旧未得到有效压缩。据中国水泥协会统计，2015 年新点火 31 条熟料生产线，新增产能约 4712 万吨；2016 年新增水泥熟料产能 2558 万吨，当年末全国水泥熟料设计总产能约为 18.3 亿吨，较上年末增长近 1 个百分点；2017 年新增水泥熟料产能 2046 万吨，当年末设计熟料产能为 18.2 亿吨。水泥行业去产能政策的落实较为缓慢，需求增速下行趋势下，产能过剩矛盾依旧非常突出，近年主要依靠行业自律和环

保压力限产推动水泥供需改善。2017年12月中国水泥协会出台《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，明确了三年内各省份的去化目标，未来产能去化有望加快落实。但需看到，行业的高度市场化和较低的产业集中度，加之地方保护主义，或将加大“去产能”、行业供给侧结构性改革等政策的落实难度。受经济增速及固定资产投资增速下滑的影响，近年水泥需求增长乏力，全国水泥产量增速回落，2015年首次出现了负增长。2016年，主要得益于房地产固定资产投资增速回升，水泥市场呈弱势复苏态势，水泥需求低速增长，全国水泥总产量同比增长2.50%至24.03亿吨。主要受限产因素影响，2017年全国水泥产量为23.16亿吨，同比减少3.61%；2018年前三季度水泥产量15.83亿吨，同比减少10.42%。

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。多数大型水泥生产企业均有配套石灰石矿山，石灰石自给率较高，其主要成本相对固定，成本占比不大。

水泥行业属于能源消耗型行业，煤炭、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例超过50%。2015年，全国煤炭价格持续下跌，使得当年水泥行业成本压力有所减轻。2016年上半年度全国煤炭价格保持相对平稳，全国煤炭价格指数维持在125点左右；在煤炭行业276工作日减量生产政策带来供需的短暂失衡以及市场预期炒作等多方面因素的影响下，9月起煤炭价格骤升，煤炭价格指数从9月初的125.80点上升至12月初的162.00点。为防止煤炭价格过快上涨，有关部门多策并举，出台先进产能释放措施稳定了市场供给，12月以来煤炭价格停止上涨，保持相对平稳。2017年第一季度，煤炭价格大体延续上年末水平，4、5月煤价开始松动并小幅回落，之后又一度反弹。2018年以来煤炭价格持续高位震荡运行。

图表 6. 我国煤炭价格指数走势（单位：点）

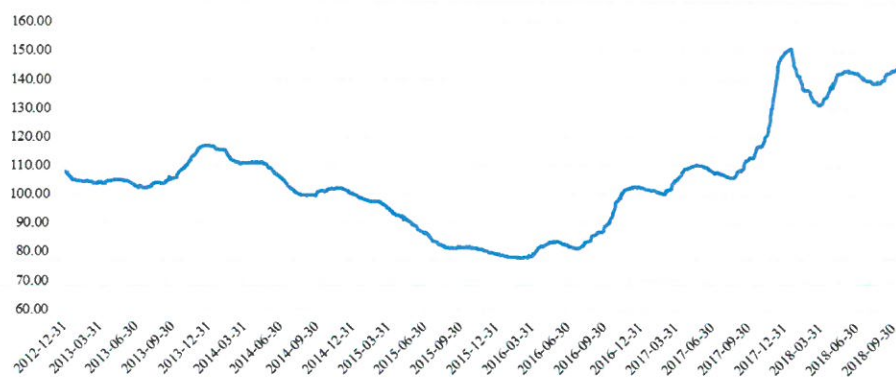


资料来源：Wind

电力方面，基于煤价持续下行，2013年10月国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2015年电力改革进一步深化，于4月8日下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约0.02元。2017年国家发改委完成了省级电网输配电价的核定，并决定取消向发电企业征收工业企业结构调整专

项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%。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。电价下调的逐步落实将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 7. 近年全国水泥价格指数走势（单位：点）



资料来源：Wind

2014-2015 年，全国水泥价格主要受产能过剩、需求增速减缓影响持续走低。2016 年，在需求的平稳支撑和供给端的有效控制下，全国水泥市场行情好转，水泥价格大体呈波动上涨趋势。2017 年，在煤炭价格高位运行、石灰石矿山治理力度加大以及运输成本持续增长等多因素共同影响下，年初以来水泥价格纷纷上调，前三季度全国大部分地区水泥价格震荡上涨，四季度受环保治理、错峰生产、节能减排等因素影响，市场供需关系发生改变，加之南方赶工潮助推价格加速上涨。2017 年 1 月水泥价格指数在 101 至 103 点之间，之后略有回落，3 月初重新上涨，至 5 月达到 110 点上下。至 6 月末水泥价格指数为 107.88 点，比年初提高 5.50 点。下半年则呈明显上升态势，至 12 月末水泥价格指数升至 150 点附近。进入 2018 年，一季度季节性的下游建筑施工停工以致市场需求减少，水泥价格有所回落，3 月以来工程陆续开工，水泥价格止跌回升。

利润方面，2014 年虽然经济增速放缓，但水泥行业的新产能增速放缓使得供应过剩问题有所改善，同时煤炭价格下行使行业成本压力减轻，全年水泥行业实现利润 780.20 亿元，同比增长 1.40%。2015 年需求减弱导致全国水泥价格前三季度显著下降，第四季度持续下滑但降幅有所放缓，全年总体水泥行业的利润出现明显下滑，全行业利润总额降至 329.70 亿元；亏损企业亏损总额达 215.36 亿元，亏损面约 35%。2016 年主要得益于水泥价格反弹，水泥行业

盈利有所改善，全行业实现利润约 518 亿元，同比增长近 55%，行业利润明显提升。2017 年水泥价格大幅走高，当年行业实现利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%，利润总额已经位居历史利润第二位，为仅次于 2011 年的历史最高点。

### B. 政策环境

近年我国出台的水泥产业调控政策主要集中在五个方面：一是提高行业准入门槛，二是严控新增产能，三是淘汰落后产能，四是促进行业兼并重组，五是推行错峰生产。这些政策的执行有利于水泥行业的健康持续发展。由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，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。国家环保标准的提高，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，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 8. 近年来全国性水泥产业相关政策

颁布部门	出台时间	政策文件名	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》	加快修订水泥、混凝土产品标准和相关设计规范，推广使用高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消 32.5 复合水泥产品标准	淘汰低标号水泥，化解产能过剩矛盾
国家发改委	2016 年	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	决定对水泥生产企业生产用电实行基于可比熟料（水泥）综合电耗水平标准的阶梯电价政策	预计将促使约 10% 左右产能的水泥生产线因达不到能耗要求被淘汰，对化解水泥行业过剩产能起到一定作用
国务院办公厅	2016 年	《建材工业指导意见》	到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60% 左右；提出压减过剩产能、加快转型升级、促进降本增效、完善支持政策；提出“停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥”	国务院首次制定出台的建材工业专项政策，标志错峰生产由企业、行业自律行为上升至国家水泥行业、建材行业重大产业政策
工信部	2016 年	《绿色制造工程实施指南（2016-2020 年）》	到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；推进工业余热用于城镇供暖制冷、水泥窑协同处理生活垃圾、污泥和飞灰等，促进产城融合。	加快构建绿色制造体系，促进水泥产业资源能源利用效率提升
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》	明确了建材工业“十三五”期间发展目标，在加快结构优化、强化协同创新、推进绿色发展、促进融合发展、推进国际合作五个方面对水泥行业提出五大具体任务。提出到 2020 年底前，严禁各案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换。	严禁水泥新增产能，促进行业转型升级、由大变强，实现可持续发展
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	2017 年	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气	“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

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
委、工信部、公安部、财政部、住建部等		《污染综合治理攻坚行动方案》		更大；考虑停窑时间延长及去年实际执行率，此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、停限产设备及最大日产量、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%。	去产能工作明确到各行政区域，同时去化任务艰巨
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

资料来源：新世纪评级整理

### C. 竞争格局/态势

我国水泥行业集中度处于较低水平。2014 年，我国前 10 大水泥企业市场集中度仅为 36%。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，主要的水泥生产商都是通过扩大经营规模，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。经过多年的兼并重组，水泥行业协同效应得以加强，区域竞争格局趋向稳定，龙头企业规模优势突出。根据中国水泥网数据，2016 年我国前 10 大水泥企业产能合计 14.4 亿吨，前 10 大水泥企业产能集中度为 41.7%，产能集中度有所提升但仍处较低水平。

财务方面，2016 年以来水泥价格反弹，水泥生产企业盈利好转，2017 年收入与盈利持续改善。鉴于行业已过高速扩张期，水泥企业债务以存量为主；目前水泥行业负债率处于偏高水平，但由于不同企业发展策略不同，行业内个体差异较大，资产负债率在 20%-90%之间不等；此外，行业整体债务期限结构趋向短期，在市场流动性偏紧状况下，债务偿付压力或将上升。

图 9. 行业内部分企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，万吨，%）

企业名称	核心经营指标				核心经营指标			
	营业收入	毛利率	熟料产能	水泥产量	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
海螺水泥	753.11	35.09	20109.70	23300.00	1221.43	24.71	164.29	173.63
南方水泥	431.67	27.04	9499.00	9709.12	899.11	75.76	18.32	81.56



企业名称	核心经营指标				核心经营指标			
	营业收入	毛利率	熟料产能	水泥产量	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
西南水泥	225.97	27.70	8645.90	8517.30	705.43	81.54	8.62	39.85
中联水泥	318.71	28.94	8109.60	5604.00	873.64	81.63	8.66	30.32
冀东水泥	152.90	29.83	6956.40	5059.00	410.34	72.53	1.31	27.02
华润水泥	299.58	30.81	6578.20	7589.50	565.27	46.07	35.93	66.13
华新水泥	208.89	29.55	5437.40	6611.00	304.99	56.87	22.12	39.04
红狮集团	180.89	19.73	4572.50	6170.80	351.03	51.79	20.09	42.50
天瑞集团	159.21	23.51	3524.70	2930.00	688.05	50.75	14.07	30.33

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；熟料产能数据系根据中国水泥网披露数填列；海螺水泥、西南水泥、中联水泥和红狮集团水泥产量为2016年数据；华润水泥水泥产量以销量填列，天瑞集团水泥产量以其子公司天瑞水泥销量数据填列。

在国内水泥产能严控、进入存量市场的背景下，海外投资已成为大型水泥企业业务拓展的一大选择。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、上峰水泥、红狮水泥等积极实施水泥熟料海外布局，未来行业将呈现“强者恒强”格局。

#### D. 风险关注

**行业产能过剩严重。**目前我国水泥行业产能严重过剩，市场竞争激烈。近年国家提出严控新增产能，淘汰落后产能，但产能出清效果不佳，且仍呈现缓慢增长，产能过剩问题突出。未来我国将加大去产能执行力度，各地落实情况有待持续关注。

**下游需求增长乏力。**近年来，我国宏观经济增速及固定资产投资增速持续放缓，水泥需求增长支撑不足。房地产及基础设施建设投资为水泥下游的主要需求端，在调控政策趋严及地方政府债务管理趋严的背景下，我国水泥总体需求缺乏明显的增长动力。

**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。2017年以来，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引发安全事故发生。

**财务杠杆水平总体偏高。**目前我国水泥行业负债率处于偏高水平，债务期限结构偏向短期，行业面临一定的即期债务偿付压力。另外，由于行业特性，水泥企业资产以非流动资产为主，面临一定流动性压力。

#### (3) 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，公司水泥业务受区域市场供

需及政策影响大。2015-2017年，西藏自治区固定资产投资完成额分别为1,295.68亿元、1,596.05亿元和1,975.60亿元，增长率分别为21.18%、23.18%和23.78%，保持快速增长态势。由于西藏地区基础设施薄弱，近年来固定资产投资主要体现于交通、水利等基础设施建设，同期交通运输、仓储及邮政业固定资产投资完成额分别为346.88亿元、542.30亿元和581.72亿元，水利、环境及公共设施管理固定资产投资完成额分别为143.81亿元、193.52亿元和276.04亿元；上述两者合计占固定资产投资比重分别为37.87%、46.10%和43.42%。

交通运输方面，根据西藏自治区发改委发布的《西藏自治区综合交通运输“十三五”发展规划》（简称“交运十三五规划”），到2020年，西藏自治区计划基本建成“布局合理、优势互补、衔接顺畅、功能健全、安全绿色”的综合交通运输体系，“三小时综合交通圈”基本建成。Wind数据显示，截至2017年末西藏自治区公路里程为8.93万公里，较2016年末增加0.72万公里，2017年增量较2016年增加0.35万公里。按照《交运十三五规划》，2020年末目标实现公路总里程11.0万公里，二级及以上高等级公路里程达到3500公里，普通国道三级以上公路比例达到65%，实现所有的县通油路，所有乡镇、建制村通公路，90%的乡镇和40%的行政村通硬化路，具备条件的自然村、所有寺庙、所有边防站点通公路，全面完成危桥改造和生命安全防护工程；消除省道失养路段，国省干线公路、边防公路经常性养护比例达到100%；国省干线公路路面优良率达到68%。铁路方面，wind数据显示，2017年末西藏自治区铁路运营里程为785.09公里<sup>5</sup>。根据《交运十三五规划》，截至2020年末目标实现铁路经营里程2,940.0公里，期间重点项目包括青藏铁路（格尔木至拉萨扩能和电气化改造）、川藏铁路（拉萨至林芝段，林芝至昌都段）、日喀则桑珠孜区至吉隆口岸铁路、拉萨柳梧区至墨竹工卡货运专线。整体看，未来交通运输基础设施建设仍将保持高速发展态势。

图表 10. 西藏自治区“十三五”交通运输发展主要指标

指标	2015年	2020年	指标类型
铁路营业里程(公里)	954.0	2,940.0	预期性
铁路营业里程电气化率(%)	-	43.8	预期性
公路总里程(万公里)	7.0	11.0	预期性
高速公路通车里程(公里)	38.0	592.0	预期性
国省干线三级及以上公路比重(%)	43.0	65.0	预期性
乡镇通达比例(%)	99.7	100.0	约束性
乡镇通硬化路比例(%)	72.3	90.0	约束性
建制村通达比例(%)	99.2	100.0	约束性
建制村通硬化路比例(%)	33.2	40.0	约束性
普通国道优良路率(%)	47.8	70.0	预期性
民用运输机场数	5.0	6.0	预期性

资料来源：《西藏自治区综合交通运输“十三五”发展规划》

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

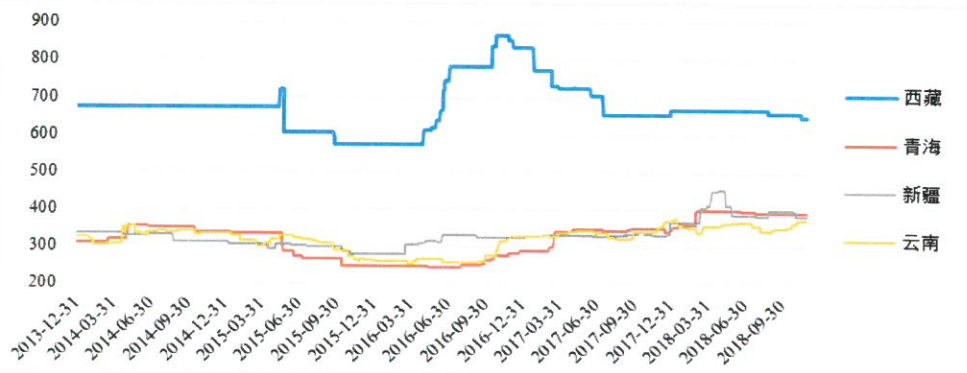
<sup>5</sup> 统计口径与《交运十三五规划》或存在差异

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、河流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。根据西藏自治区发改委发布的《西藏自治区水利改革发展“十三五”规划》（简称《水利十三五规划》），其中明确了“十三五”期间自治区水利发展任务，具体围绕供水工程、农田水利工程、水源工程等建设，重点水利工程包括湘河水利枢纽及配套灌区工程、宗通卡水利枢纽工程、帕孜水利枢纽工程、拉萨市城区防洪续建工程、桑德水利枢纽及配套灌区工程和易贡湖生态修复与综合整治工程等。

综合看，随着未来交通及水利工程建设的持续开展，将对区域内水泥需求形成良好支撑。

西藏自治区经济发展及建设投入增加使得水泥需求不断增长，近年来区内水泥一直处于产不足需的状态。产能方面，根据西藏自治区发改委于2018年7月发布的《西藏自治区化解产能过剩工作情况》，自治区水泥在生产产线共13条、设计熟料产能405万吨，其中新型干法水泥生产线6条、设计熟料产能330万吨；需淘汰的湿法窑及立窑水泥生产线7条、熟料产能75万吨；规划内在建、拟建的水泥熟料总产能为275万吨。如在建拟建产能投产且落后湿法及立窑产能淘汰后，区水泥熟料产能将达到605万吨、水泥产能910万吨。供应方面，Wind数据显示，2015-2017年及2018年前三季度西藏自治区水泥产量分别为467.90万吨、617.66万吨、642.14万吨和695.77万吨。经初步预测，至“十三五”末，区内水泥需求量将达1700万吨左右，水泥缺口近800万吨。水泥供应不足已成为制约自治区建设发展的瓶颈。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》（藏政办发电[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。

图表 11. 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，区外水泥运输成本高，市场封闭性很强。区域内供应不足，水泥价格远高于毗邻省份。同时，水泥生产所需煤炭对区外依存度很高，以致生产成本低，进一步支撑水泥价格。Wind 数据显示，2015 年初西藏自治区水泥均价为 673.00 元/吨，当年上半年价格有所回落，第四季度价格维持在 570 元/吨左右。2016 年随着全国水泥价格回暖，自治区水泥价格亦持续回升，价格峰值出现在当年 11 月，达到 866 元/吨。2017 年第一季度水泥价格略有回落，3 月均价为 770 元/吨左右；《通知》同时提出合理确定水泥供货价格，区域内重点水泥企业执行政府指导价并对水泥流通环节限制价差率，以致区内水泥价格回落，自当年 7 月起以来均价稳定在 650-660 元/吨左右。

整体看，西藏自治区基建较为薄弱，以公路及水利为主的基础设施建设未来预计保持高速增长，区域水泥需求将持续增加。自治区水泥长期处于产不足需的状态，虽然自治区加大水泥工业建设支持力度，但随着经济发展及建设投入的增加，预计中短期内水泥缺口仍明显。自治区水泥市场封闭性强，供应不足、外部水泥运输成本高、燃料对外依存度高等因素使得区内水泥价格远高于其他省份。2016 年水泥价格持续上涨，2017 年政府指导价的执行压制了水泥价格的上涨，目前区内水泥价格保持相对稳定。

## 2. 业务运营

该公司主营业务涉及以水泥及商砼为主的建材业务和工程业务，另外公司持有西藏区域部分矿权，当前作为战略储备资源，未来将适时开发。近年来，公司产线运转率高，且随着新产线的陆续投产，产能充分释放，产销量提升，建材板块收入快速增长。工程业务方面，近年来西藏区域市场竞争加剧，资质提升等问题成为该业务发展瓶颈。2017 年以来公司通过参与 PPP 项目实现区外市场拓展，项目所处地方政府财力相对较弱，需关注相关项目回款风险。公司建材业务盈利能力良好，近年来盈利保持快速增长。

该公司以工程业务起步，2007 年业务拓展至建材领域，目前公司主业仍为以水泥为主的建材生产销售和工程业务。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，公司水泥主要核心市场集中于西藏，区域经济发展和基建投资政策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，区域准入门槛较高，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。工程施工业务对于施工方的资质要求高，由于众多大型施工央企入藏加剧区域竞争，公司项目获取难度加大，2017 年以来公司主要通过参与 PPP 项目将业务拓展至自治区外。

图表 12. 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
水泥及商品混凝土	西藏自治区	政策、规模、成本、品牌等

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
工程业务	西藏自治区，后拓展至江西、贵州等省份	资质、品牌等

资料来源：西藏天路

除水泥和工程业务外，该公司持续将矿产业作为战略资源储备、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 13. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计	20.87	25.01	35.91	36.23	25.34
其中：核心业务营业收入（亿元）	20.86	24.98	35.63	33.49	25.31
在营业收入中所占比重（%）	99.95	99.88	99.22	92.44	99.89
其中：（1）水泥	12.87	17.54	26.72	24.26	20.01
在核心业务收入中所占比重（%）	61.68	70.22	74.98	72.44	79.07
（2）商砼	0.98	1.10	3.78	2.26	2.26
在核心业务收入中所占比重（%）	4.72	4.40	10.61	6.76	8.93
（3）工程业务	7.01	6.34	5.13	6.97	3.04
在核心业务收入中所占比重（%）	33.60	25.38	14.41	20.80	12.01
毛利率（%）	26.57	27.55	29.15	31.09	31.11
其中：（1）水泥（%）	33.31	34.17	35.62	42.35	34.47
（2）商砼（%）	11.58	14.28	11.98	11.64	10.82
（3）工程业务（%）	16.31	11.22	6.83	1.63	23.83

资料来源：西藏天路

2015-2017 年，该公司营业收入分别为 20.87 亿元、25.01 亿元和 35.91 亿元，其中核心业务营业收入分别为 20.86 亿元、24.98 亿元和 35.63 亿元，近三年逐年增长。同期，水泥销售收入分别为 12.87 亿元、17.54 亿元和 26.72 亿元，2016 年水泥价格走高且公司产销量增加带动收入增长，2017 年主要得益于公司水泥产能的释放，公司水泥收入大幅增加；水泥销售收入占核心业务收入的比重从 2015 年的 61.68% 升至 2017 年的 74.98%。2015-2017 年公司商砼业务收入分别为 0.98 亿元、1.10 亿元和 3.78 亿元，2015-2016 年该业务收入占核心业务收入的比重低于 5%，2017 年以来随着产能的释放，占比升至 10.61%。2015-2017 年公司工程业务收入持续下滑，分别为 7.01 亿元、6.34 亿元和 5.13 亿元，占核心业务比重从 2015 年的 33.60% 降至 2017 年的 14.41%。2015-2017 年公司水泥毛利率略有提高，分别为 33.31%、34.17% 和 35.62%；商砼毛利率

分别为 11.58%、14.28%和 11.98%，呈现一定波动；工程业务毛利率则逐年下滑，分别为 16.31%、11.22%和 6.83%。同期公司综合毛利率分别为 26.57%、27.55%和 29.15%，主要系由水泥销售毛利率提高带动。

2018 年前三季度，公司实现营业收入 36.23 亿元，同比大幅增长 42.97%；其中水泥和工程业务收入分别为 24.26 亿元和 6.97 亿元，同比分别增长 21.23%和 129.24%。当期公司综合毛利率为 31.09%，较上年同期基本持平。

### A. 建材业务

该公司系西藏自治区最大的水泥生产企业，市场份额超过 50%。旗下高争水泥品牌在区域内的市场知名度高，品牌口碑好。2015 年 3 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 生产线正式投产，当年末公司水泥熟料设计总产能增至 180 万吨。2017 年 7 月子公司西藏高争建材股份有限公司（简称“高争股份”）下属西藏藏中建材股份有限公司（简称“藏中建材”）4,000t/d 生产线投产。公司商砼业务集中于高争股份下属公司，2017 年 5 月因增加双机 180 混凝土搅拌站，公司商砼产能有所扩张。截至 2018 年 9 月末，公司控股的在役水泥生产线共 4 条，熟料设计年产能合计为 300 万吨，配套水泥粉磨窑设计年产能 405 万吨；商砼年产能为 355 万立方米。

图表 14. 公司建材产品产能及产销情况

产品	指标	2015 年（末）	2016 年（末）	2017 年（末）	2018 年前三季度/9 月末
熟料	产能（万吨）	180.00	180.00	300.00	300.00
	产量（万吨）	205.92	228.63	350.88	328.90
	产能利用率	121.13%	127.02%	134.96%	109.63%
水泥	产能（万吨）	255.00	255.00	405.00	405.00
	产量（万吨）	299.36	365.45	519.65	488.00
	其中：P.O.32.5 标号	135.60	105.15	181.73	174.86
	其中：P.O.42.5 标号	152.28	248.30	329.98	305.42
	其中：P.O.52.5 标号	11.48	12.00	7.94	7.72
	产能利用率	124.30%	143.31%	146.38%	120.49%
	销量（万吨）	290.66	365.86	513.40	494.81
	销售均价（元/吨）	533.61	585.28	607.11	634.22
	产销率	97.09%	100.11%	98.80%	101.40%
商砼	产能（万立方米）	300.00	300.00	360.00	355.00
	产销量（万立方米）	24.67	39.50	80.10	47.11
	产能利用率	8.22%	13.17%	22.25%	13.27%
	销售均价（元/吨）	395.14	379.31	459.79	472.83

资料来源：西藏天路

注：表内产能为年末设计年产能；熟料及水泥产能利用率系根据产量及加权平均产能计算，2015 年昌都高争生产线按投产 10 个月计算，2017 年藏中建材生产线按投产 8 个月计算。

2015-2017 年，该公司熟料产量分别为 205.92 万吨、228.63 万吨和 350.88 万吨，由于设计年产能按照 300 天/年计算，实际运转天数高于设计值，产能利用率分别为 121.13%、127.02%和 134.96%，设备运转率高。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 299.36 万吨、365.45 万吨和 519.65 万吨；水泥生产计划制定根据“以销定产”原则，同期销售量分别为 290.66 万吨、365.86 万吨和 519.65 万吨，产销率接近 100%。水泥产品结构方面，42.5 及以上标号水泥产量占比分别为 54.70%、71.23%和 65.03%。2015-2017 年公司分别生产销售商砼 24.67 万立方米、39.50 万立方米和 80.10 万立方米，随着销售拓展，产能利用率有所提高，但整体仍处于低水平。2018 年前三季度，随着藏中建材产能的释放，公司熟料及水泥产量分别为 328.90 万吨和 488.00 万吨，水泥销量为 494.81 万吨；同期商砼产销量为 47.11 万立方米。

西藏地区基础设施薄弱，近年来基建投资保持高速增长，区域内水泥供应偏紧，为保证国家大型重点工程、精准扶贫项目等建材供应，2017 年以来该公司所产水泥对接上述项目产生的销售收入占水泥销售总收入的比重约为 10-20%。价格方面，由于西藏自治区水泥市场封闭性强，区外水泥入藏运输成本高，区内水泥供应紧张，价格处于全国高位。2015-2017 年及 2018 年前三季度公司水泥销售均价分别为 533.61 元/吨、585.28 元/吨、607.11 元/吨和 634.22 元/吨；2017 年，按照藏国资函[2017]73 号及藏政办发电[2017]487 号文件要求，公司对重点项目供货执行政府指导价，一定程度上抑制了公司水泥平均销售价格的涨幅。商砼方面，公司商砼销售均价分别为 395.14 元/立方米、379.31 元/立方米、459.79 元/立方米和 472.83 元/立方米，2016 年有所回落，2017 年以来增幅较大。

图表 15. 公司主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
石灰石	采购量（万吨）	280.14	293.22	374.91	80.53
	采购均价（元/吨）	29.36	31.38	26.65	18.92
煤炭	采购量（万吨）	30.55	32.48	48.01	43.88
	采购均价（元/吨）	765.57	703.07	759.26	896.41
电	采购量（万千瓦时）	28,681.90	28,819.37	27,856.85	23,186.32
	采购均价（元/千瓦时）	0.67	0.73	0.74	0.69
熟料	采购量（万吨）	32.00	63.75	74.59	69.44
	采购均价（元/吨）	496.03	429.29	567.92	553.76

资料来源：西藏天路

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产线配套有石灰石矿山，截至 2018 年 9 月末石灰石储量为 4,161.44 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 2017 年末石灰石储量为 4,888.00 万吨；前期因征地补偿及通车条件原因未进入实际开采阶段，以往主要依赖外采石灰石进行生产，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。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司共外采石灰石 280.14 万吨、293.22 万吨、374.91 万吨和 80.53 万吨；采购均价分别为 29.36 元/吨、31.38 元/吨、26.65 元/吨和 18.92 元/吨，2017 年以来价格有所下降主要系因昌都生产线石灰石实

现部分自给，价格相对较高的石灰石采购量减少所致。

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，大部分采购自格尔木开源煤业有限公司，运距超过 1000 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。2015-2017 年公司采购煤炭 30.55 万吨、32.48 万吨和 48.01 万吨，随着藏中建材生产线的投产，2017 年以来煤炭采购量增量较大；采购均价分别为 765.57 元/吨、703.07 元/吨和 759.26 元/吨。2018 年前三季度公司采购煤炭 43.88 万吨，由于运输成本增加及煤炭供应紧张，采购均价较上年增加近 150 元/吨至 896.41 元/吨。煤炭供应商给予公司的信用账期较短，一般按月结算或货到票到付款，结算模式以现汇为主。电力方面，2015 年公司非公开发行股份部分募集资金投入高争股份生产线余热发电项目（2016 年起运行），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，可解决一部分生产用电需求。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司电力采购量分别为 2.19 亿千瓦时、2.05 亿千瓦时、2.14 亿千瓦时和 1.64 亿千瓦时；同期电力采购均价分别为 0.70 元/千瓦时、0.78 元/千瓦时、0.79 元/千瓦时和 0.73 元/千瓦时，2018 年前三季度电价下降主要得益于当年 4 月起国家发改委调低工商企业电价。

西藏自治区水泥存在较大供应缺口，部分需通过区外采购熟料，当地粉磨加工为水泥成品满足区域需求。2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司熟料采购量分别为 32.00 万吨、63.75 万吨、74.59 万吨和 69.44 万吨，采购量呈现上升趋势。为保证原料供给，公司选择熟料供应商主要根据运力筛选，近年来主要供应商为青海海西化工建材有限股份有限公司，熟料采购集中度高，但预计随着新增产能的逐步释放，熟料对外依存度或下降。同期，熟料采购均价分别为 496.03 元/吨、429.29 元/吨、567.92 元/吨和 553.76 元/吨，2017 年价格涨幅明显。熟料采购按照发货量一周或几个月结算。

## B. 工程业务

该公司以工程业务起家，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”）。

该公司目前拥有建设部批准的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，自治区建设厅核准的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及水利水电工程施工总承包三级资质，在西藏自治区内具有一定的优势。但近年来随着西藏建筑市场开放，众多大型央企入藏，行业竞争日益激烈，相关部门对企业资质、管理、技术和创新能力的要求不断提高，公司该板块业务发展面临瓶颈。

图表 16. 公司工程业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
施工业务	6.92	15.61%	6.18	10.62%	4.85	5.29%	6.76	0.69%



项目	2015年		2016年		2017年		2018年前三季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
其中：公路工程	6.39	16.78%	5.72	8.86%	3.60	3.80%	5.95	0.55%
房建工程	0.19	6.03%	0.12	106.81% <sup>6</sup>	1.30	11.62%	0.49	2.36%
水利及其他专业工程	0.34	-0.78%	0.34	6.13%	-0.04 <sup>7</sup>	77.49%	0.32	0.85%
监理业务	<b>0.09</b>	<b>69.56%</b>	<b>0.16</b>	<b>34.37%</b>	<b>0.28</b>	<b>33.58%</b>	<b>0.20</b>	<b>32.61%</b>

资料来源：西藏天路

该公司工程业务包括施工业务及监理业务。施工业务按照类型可分为公路工程、房建工程和水利工程等，近年来收入主要来源于公路工程；公司监理业务规模较小，对收入及利润贡献有限。2015-2017年，施工业务收入分别为6.92亿元、6.18亿元和4.85亿元，收入持续下滑，毛利率从2015年的15.61%降至2017年的5.29%，主要系受压价竞标、项目施工内容变更及营改增等因素影响。2018年前三季度，公司施工业务实现收入6.76亿元，毛利率进一步降至0.69%。

图表 17. 公司施工业务新签合同情况（单位：亿元）

类型	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
公路工程	2.71	3.05	4.34	9.05
房建工程	1.20	0.08	0.02	-
水利及其他专业工程	14.77	0.93	4.52	-
合计	<b>18.68</b>	<b>4.06</b>	<b>8.88</b>	<b>9.05</b>
其中：西藏自治区外	-	-	<b>3.52</b>	<b>8.52</b>

资料来源：西藏天路

注：上表含公司合并范围项目

2015-2017年及2018年前三季度，该公司施工业务新签合同额分别为18.68亿元、4.06亿元、8.88亿元和9.05亿元，其中2015年水利及其他专业工程新签金额较大主要系承接藏中建材4,000t/d水泥生产线项目工程（合并范围内）。2017年以前公司所承接的施工项目集中于西藏自治区内，2017年起主要通过与企业组成联合体的方式投资参与PPP项目，将业务拓展至自治区以外，具体包括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”，项目合同金额1.21亿元）和贵州省凯里环城高速公路北段PPP项目（简称“凯里项目”，项目合同金额8.41亿元），上述项目均已纳入财政部PPP项目库。

图表 18. 公司承接的 PPP 项目情况（单位：万元）

项目名称	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
萍乡市安源区白源河片区海绵城市建设 PPP 项目	专业工程	12,056.71	180 天	59.10%	6,418.92	5,550.54
贵州省凯里环城高速公路北段 PPP 项目	公路工程	84,068.00	3 年	6.58%	5,213.99	3,910.49

资料来源：西藏天路（截至 2017 年末）

注：上表金额及期限仅为项目部分标段对应数据。

萍乡项目对应项目公司系萍乡市水电八局白源河海绵城市建设有限公司

<sup>6</sup> 成本为负，系抵消承建的藏中水泥生产线总包项目营业成本所致。

<sup>7</sup> 收入为负，系子公司天源路桥承建拉洛水利项目结算调整。

(简称“海绵城市建设公司”), 由该公司与中国电建水电八局、中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司、萍乡市昌兴投资有限公司共同投资组建, 公司认缴出资额为 0.34 亿元, 持股比例 54.80%。该项目采用 BOT 模式进行, 合同期为 10 年, 其中建设期 1 年, 运营维护期 9 年。该项目为无收费市政公用项目, 公益性强, 运营期内采用政府付费模式购买服务。凯里项目对应项目公司系中电建黔东南州高速公路投资有限公司, 由该公司与中国水利水电第十四工程局有限公司、中国电建集团成都勘测设计研究院有限公司、中国电建集团贵阳勘测设计研究院有限公司和黔东南州交通旅游建设投资集团有限公司投资组建, 公司认缴出资额 2.90 亿元, 持股比例为 10.50%。该项目位于黔东南州凯里市、麻江县及黔南州福泉市路线全长 71.70 公里, 社会资本方承担高速公路建设和运营职责。该项目采用 BOT 模式进行, 合同期为 33 年。

该公司当前所参与的 PPP 项目公司均不纳入合并范围。由于上述参与的 PPP 项目所处萍乡市及凯里市经济发展水平一般, 政府财力相对较弱, 需关注相关项目的回款风险。

图表 19. 公司施工在手合同情况 (单位: 亿元)

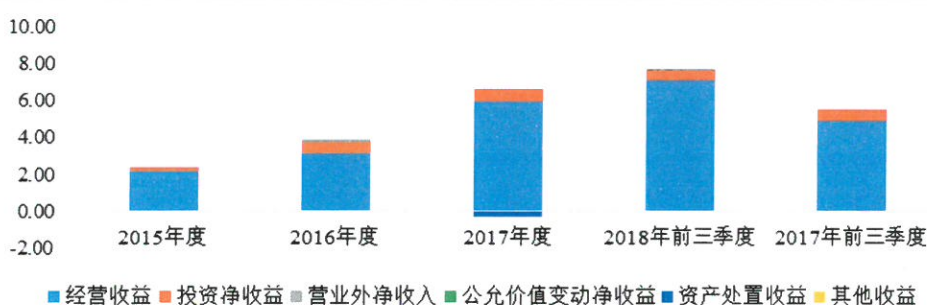
项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
公路工程	4.39	1.17	6.30	11.18
房建工程	0.02	0.85	0.58	0.38
水利及其他专业工程	0.02	-	3.60	0.32
合计	4.44	2.02	10.48	11.88
其中: 西藏自治区外	-	-	2.53	7.37

资料来源: 西藏天路

注: 上表含公司合并范围项目

## (2) 盈利能力

图表 20. 公司盈利来源结构



资料来源: 根据西藏天路所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

2015-2017 年, 该公司分别实现营业毛利 5.54 亿元、6.89 亿元和 10.47 亿元, 2017 年毛利规模大幅增长主要得益于产能释放, 水泥销售量价齐升。同期公司期间费用分别为 2.85 亿元、3.46 亿元和 3.94 亿元。其中, 销售费用分

别为 0.17 亿元、0.19 亿元和 0.24 亿元，公司销售机构及人员设置较为精简同时主要产品集中于自治区内供货，运输成本较低，销售费用较小；管理费用分别为 2.25 亿元、2.85 亿元和 3.34 亿元，主要因职工薪酬调高及保险、修理等费用增加以致管理费用逐年增加；财务费用分别为 0.42 亿元、0.42 亿元和 0.37 亿元，金额不大，主要系公司债务负担较轻，同时西藏自治区享受金融优惠政策，公司贷款利率很低。同期，公司期间费用率分别为 13.65%、13.82%和 10.98%，2017 年收入大幅增长，期间费用率下降较明显。2015-2017 年公司确认资产减值损失均不大，分别为 1094.48 万元、5.49 万元和 1634.32 万元；其中坏账损失分别为 1094.48 万元、-37.34 万元和 3629.68 万元，2017 年金额较大主要系销售应收账款增加，同时账龄有所延长所致。2015-2017 年公司经营收益分别为 2.17 亿元、3.13 亿元和 5.95 亿元，主营业务盈利能力持续提升。

2018 年前三季度，该公司实现营业毛利 11.26 亿元，同比大幅增长 42.89%；期间费用为 3.83 亿元，同比增长 51.52%；当期资产减值损失为 677.78 万元，经营收益为 7.13 亿元，同比大幅增长 46.00%。

**图表 21. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计（亿元）	20.87	25.01	35.91	36.23	25.34
毛利（亿元）	5.54	6.89	10.47	11.26	7.88
期间费用率（%）	13.65	13.82	10.98	10.58	9.98
其中：财务费用率（%）	2.03	1.67	1.03	0.74	1.27
全年利息支出总额（亿元）	<b>0.55</b>	<b>0.54</b>	<b>0.75</b>		
其中：资本化利息数额（亿元）	-	<b>0.02</b>	<b>0.02</b>		

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司分别确认投资收益 0.18 亿元、0.63 亿元和 0.69 亿元，主要为权益法下确认的长期股权投资产生的投资收益，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”，截至 2017 年末公司持股比例为 30%），主营业务为水泥、骨料、商砼的生产销售，主要销售市场亦为西藏自治区，因此公司投资收益与主业盈利具有较强同向性。2015-2017 年，公司营业外收入分别为 373.17 万元、1,333.16 万元和 298.54 万元，主要包括分摊余热发电政府拨款及各种补贴和奖励资金，金额不大。同期，营业外支出分别为 402.98 万元、475.30 万元和 441.95 万元，营业外净收入分别为-447.78 万元、930.18 万元和-176.76 万元。2017 年资产处置收益为-3,141.07 万元，主要系高争股份处置固定资产所致。2015-2017 年公司分别实现利润总额 2.30 亿元、3.85 亿元和 6.31 亿元。公司享受西藏自治区所得税相关优惠政策，同期所得税费用分别为 0.29 亿元、0.37 亿元和 0.52 亿元，扣除所得税后公司实现净利润 2.01 亿元、3.48 亿元和 5.79 亿元。整体看公司盈利规模持续扩大。

2018 年前三季度，该公司确认投资收益为 0.53 亿元，营业外净收入 783.48 万元，资产处置收益为-4.05 万元；当期实现利润总额 7.74 亿元，同比增长 40.27%；所得税费用为 0.76 亿元，扣除后公司实现净利润为 6.97 亿元，同比

增长 36.51%。

图表 22. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资净收益（万元）	1,763.22	6,316.58	6,939.60	5,276.27	6,477.75
营业外净收入（万元）	-447.78	930.18	-176.76	783.48	-162.99
资产处置收益（万元）	-	-	-3,141.07	-4.05	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

整体看，该公司近年来盈利主要来源于主营业务，近年来随着水泥产能的释放和水泥价格的上涨，盈利保持快速增长。公司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，与主业共周期明显；其他盈利影响因素对盈利影响不大。

### （3）运营规划/经营战略

根据该公司制定的 2018-2020 年发展规划，未来三年公司仍将专注于当前主业。工程业务方面，抓住西藏固定资产投资高速增长机遇，加大自治区内市场开拓力度，同时挺进区外市场。建材业务方面，鉴于西藏区内产能缺口较大，未来公司仍有计划进行产能扩张，以保持区域龙头地位。矿业方面，公司将以绿色发展理念为引领，科学合理规划矿产业开发工作，积极寻求切实可行的开发方式，稳步推动“科学发展矿产业”的战略目标。

图表 23. 公司 2018 年~2020 年主要拟建项目投融资规划

项目名称	项目所属公司	预计总投资	已投资	投资规划			资金来源
				2018 年 第四季度	2019 年	2020 年	
昌都基建二期项目	子公司	11.65	-	-	2.73	1.06	债务类融资 (本次债券)
林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站项目	子公司	2.61	-	-	1.52	-	债务类融资 (本次债券)
日喀则年产 60 万立方米商品混凝土扩建环保改造项目	子公司	1.04	-	-	0.37	-	债务类融资 (本次债券)
西藏高天企业孵化股份有限公司房建项目	子公司	3.80	-	0.03	0.68	-	自筹资金
合计	-	19.10	-	0.03	5.30	1.06	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

该公司主要拟建项目（如上表所示）预计总投资合计 19.10 亿元，按照当前规划，2018 年第四季度、2019 年及 2020 年预计分别投入资金 0.03 亿元、5.30 亿元和 1.06 亿元，资金主要来源于本次债券募集资金及自有资金。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

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。公司治理结构较为完善。近年来公司关联交易金额不大，对经营及财务未产生重大影响。

#### (1) 产权关系

该公司控股股东一直为西藏天路建筑工业集团有限公司（简称“天路集团”），截至2018年9月末持有公司22.67%的股权。同期末，天路集团为西藏国盛国有资产投资控股有限公司（简称“西藏国盛”）全资子公司，西藏国盛为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”）全资子公司，因此公司实际控制人为西藏国资委<sup>8</sup>。

天路集团前身系西藏自治区公路工程局（于1959年成立），2009年变更为现名。天路集团2017年末其经审计的合并口径资产总额为103.16亿元，净资产为47.67亿元（其中实收资本为8.67亿元）；当年实现营业收入36.13亿元，净利润为5.13亿元；经营性现金净流入量为5.89亿元。天路集团资产集中于该公司，收入及利润绝大部分由公司贡献，公司为天路集团下属最为核心的子公司。

2013年9月，天路集团将持有该公司的0.75亿股非限售流通股股票（占当时其持有公司总股份的49.69%）<sup>9</sup>质押给国家开发银行融资3.90亿元，用于投资项目建设<sup>10</sup>。截至目前，该笔质押尚未解除。

#### (2) 主要关联方及关联交易

根据审计报告所载，2016-2017年该公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额<sup>11</sup>分别为127.19万元和138.89万元；销售商品、提供劳务产生的关联交易金额分别为7,814.48万元和9,530.33万元，占营业收入的比重小于5%。2016-2017年末，公司应收关联方款项（含应收账款和其他应收款等）合计金额分别为4,044.65万元和3,424.30万元；应付关联方款项（含预收款项和应付

<sup>8</sup> 公司2018年9月26日发布公告，根据西藏国资委下发《关于西藏国盛国有资产投资控股有限公司所持西藏天路建筑工业集团有限公司等四家公司国有股权上划的通知》，本次股权划转完成后，西藏国盛将不再持有天路集团股权，由西藏国资委履行出资人职责。公司在西藏国资委体系内层级将提升。

<sup>9</sup> 2016年因公司通过资本公积每10股转增3股，天路集团质押股份数相应增至0.975亿股。

<sup>10</sup> 根据该公司提供的天路集团2017年审计报告所载，该笔借款除以天路集团持有西藏天路0.75亿股上市流通A股股票作为质押物外，还将与西藏自治区拉萨市人民政府签订的《西藏自治区拉萨市拉萨河（城区段）治理工程（3#闸）项目委托代建协议》及其补充协议项下享有的全部权益和收益作为质押标的，并由西藏自治区国有资产经营公司提供保证担保，且由下属西藏林芝毛纺厂两处土地证号为“林地国用（2013）第494号、林地国用（2007）第302号”的土地使用权提供抵押担保。

<sup>11</sup> 2016年（末）关联交易明细数据为2017年审计报告上期（期初）数。

股利等) 合计金额分别为 1,955.63 万元和 2,016.66 万元。整体看, 公司关联交易金额相对较小, 对公司经营及财务产生的影响有限。

### (3) 公司治理

该公司经营决策体系由股东大会、董事会、监事会和高管层组成, 法人治理结构健全。股东大会是公司的权力机构。董事会是股东会的常设执行机构, 对股东会负责。董事会由 9 人组成, 设董事长 1 名, 董事 8 名 (含独立董事 3 名)。监事会主要负有监督职责, 由 3 人组成 (其中股东代表 2 名, 职工代表监事 1 名), 设监事会主席 1 名。公司设总经理 1 名, 副总经理若干名; 董事长由董事会聘任或解聘, 主要负责公司日常经营管理工作。

## 2. 运营管理

该公司建立了较合理的组织架构, 可以满足现有经营管理需要。公司内部控制制度基本健全, 并能得到有效落实。

### (1) 管理架构/模式

该公司本部主要承担建筑板块部分运营职能, 公路施工、矿业及建材等业务由下属子公司及项目公司具体运营。子公司管理方面, 公司主要通过加强法人治理结构建设, 制定较为完善的公司章程等多项管理制度来实现。按照相关法律法规, 公司向子公司派出董事、监事及经营管理者对其进行管理。

组织结构方面, 该公司本部设有生产部、经营管理部、设备物资管理部、安全环保部、市场开发部、投资管理部、财务部、资金管理部等 19 个职能部门。公司组织架构详见附录二。

### (2) 经营决策机制与风险控制

该公司董事会确定对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易的权限, 建立严格的审查和决策程序; 重大投资项目应当组织有关专家、专业人员进行评审, 并报股东大会批准。

对外担保方面, 以下情况对外担保需经过股东大会审议: (1) 本公司及控股子公司的对外担保总额达到或超过最近一期经审计净资产的 50% 以后提供的任何担保; (2) 公司的对外担保总额达到或超过最近一期经审计总资产的 30% 以后提供的任何担保; (3) 为资产负债率超过 70% 的担保对象提供的担保; (4) 单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10% 的担保; (5) 对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

### (3) 投融资及日常资金管理

资金管理方面, 该公司建立了较为完善的资金管理制度, 对公司资金管理工作的管理方针、目标、组织框架和管理职责, 确定了资金管理工作的主

要管理过程和活动；规定了账户管理、资金预算、内部融通资金等各项工作的管理程序和工作流程。

投融资方面，财务部门需配合参与相关评估工作，投资收益必须高于资金成本，并有利于提高公司整体盈利及发展水平。投后需定期对被投资单位进行监督、检查、按期收回投资收益。投资占用的资金必须遵守避免债务风险，不影响公司实现年度利润预算。经批准的对外投资项目资金由该公司资金部负责筹措，投资资金付款条件由资金部负责审核。

#### (4) 不良行为记录

根据该公司提供《企业信用报告》，公司本部（截至 2018 年 8 月 1 日）及下属主要二级子公司高争股份（截至 2018 年 11 月 20 日）、昌都高争（截至 2018 年 9 月 26 日）、天鹰公路（截至 2018 年 10 月 24 日）、天源路桥（截至 2018 年 1 月 10 日）和左贡天路（截至 2018 年 4 月 18 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 2018 年 10 月末，公司本部以及高争股份、昌都高争、天鹰公路和左贡天路本部口径不存在被行政处罚、列入经营异常名单或列入违法失信黑名单的情况。天源路桥分别于 2015 年 10 月和 2016 年 4 月因未按照规定期限办理纳税申报和报送纳税资料被拉萨市国家税务局直属税务分局办税服务厅（简称“拉萨国税办税厅”）罚款 0.10 万元和 0.05 万元，2017 年 4 月因未按规定保存、报送开具发票的数据被拉萨国税办税厅实施行政处罚。

## 财务

**2015-2017 年末，该公司刚性债务逐年增加，资产负债率有所提高；2018 年 9 月末随着刚性债务的缩减及利润留存的增加，公司资产负债率有所回落，当前财务杠杆较合理。2016 年以来为配合产能扩张，公司负债期限结构有所优化。公司水泥业务收现质量较好，近年来随着销售增长，经营性现金净流入量持续增加，同时公司流动性较好，货币资金充裕，即期债务偿付能力强。**

### 1. 数据与调整

中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司的 2015 年进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。中天运会计师事务所(特殊普通合伙)对公司的 2016 至 2017 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。

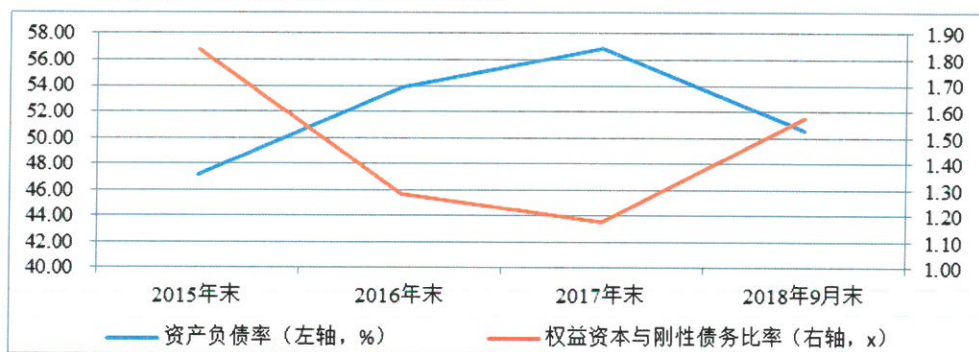
截至 2015 年末，该公司纳入合并范围的二级子公司共有 5 家（以公司本部为一级）。2016 年，公司与西藏联诚矿业开发有限公司共同出资成立西藏天联矿业开发有限公司，公司持股比例为 80%，公司合并范围内二级子公司增至 6 家。2017 年，公司中标昌都市农村公路整体总承包项目第十四标段项

目，根据业主及招标文件要求，公司设立全资二级子公司左贡天路；同年公司与电建水电八局、电建集团中南勘测设计研究院有限公司、萍乡市昌兴投资有限公司共同投资组建萍乡市水电八局白源河海绵城市建设有限公司（简称“海绵城市建设公司”），公司持股比例为 54.80%，但因其董事会成员有七人，而公司仅派出一名董事，未达到实际控制，因此未将其纳入合并范围。截至 2017 年末，公司合并范围内二级子公司数增至 7 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 24. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

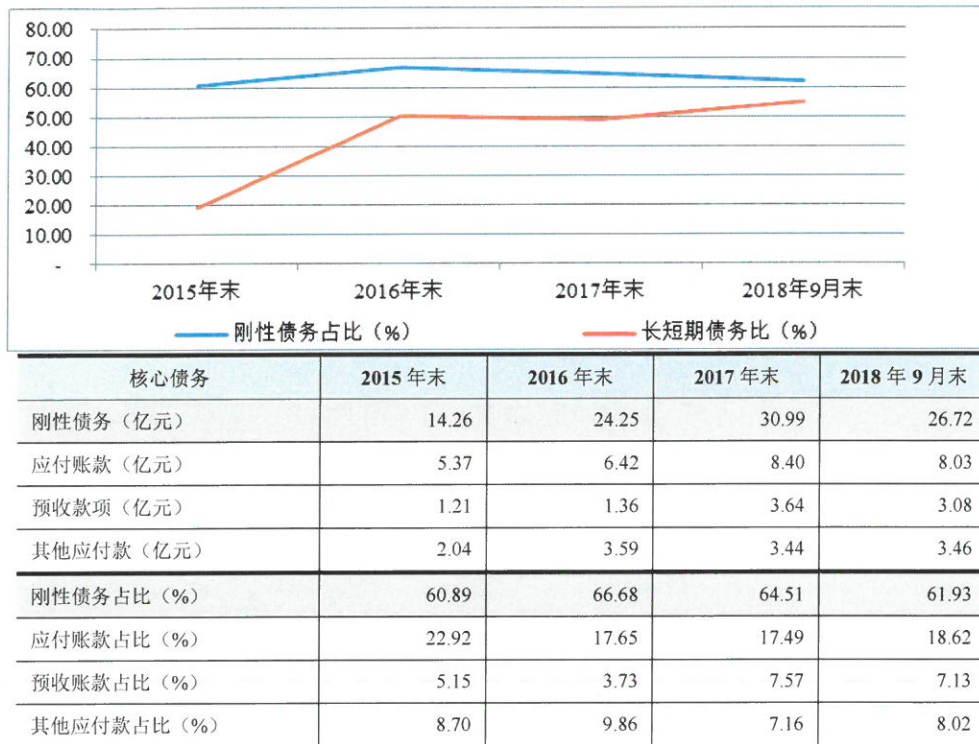
2015-2017 年末，该公司负债总额分别为 23.43 亿元、36.38 亿元和 48.04 亿元，呈现较快增长。2015-2017 年，公司分别实现净利润 2.01 亿元、3.48 亿元和 5.79 亿元，同期公司派发上年度现金分红金额分别为 0.54 亿元、0.77 亿元和 0.79 亿元，多数盈利能够留存于企业，对所有者权益形成补充。同期末公司所有者权益分别为 26.22 亿元、31.13 亿元和 36.44 亿元，但权益增长慢于负债，因此 2015-2017 年末公司资产负债率有所上升，分别为 47.19%、53.89% 和 56.87%。同期末权益资本与刚性债务比率分别为 1.84、1.28 和 1.18，权益资本对刚性债务的覆盖能力有所下降。2018 年 9 月末，随着部分债务到期，负债总额较年初减少 4.89 亿元至 43.15 亿元，同时前三季度盈利增长并留存企业，使得所有者权益较年初增加 5.68 亿元至 42.14 亿元，公司资产负债率较年初下降 6.27 个百分点至 50.59%；权益资本与刚性债务比率回升至 1.58。

目前该公司资产负债率处于较合理的水平。未来公司新建及技改项目将陆续投入，根据公司的投融资安排，资金需求将主要通过债权融资方式满足，但考虑到其中包含发行可转换公司债券进行融资，进入转股期后可平抑资产负债率的上涨，另外中短期内区域内水泥企业盈利能力或将保持，盈利的留存将有助于公司平衡财务杠杆。



## (2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2015 年以来占比超过 60%；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。应付账款主要系尚未到约定的付款期或结算期的材料采购款，2015-2017 年末分别为 5.37 亿元、6.42 亿元和 8.40 亿元，账龄主要集中于一年以内，占比约为 70%。预收款项主要系预收货款及工程款，同期末分别为 1.21 亿元、1.36 亿元和 3.64 亿元，2017 年明显增加主要系本部预收工程项目开工款增加所致。其他应付款主要为保证金、押金及非关联方往来款，同期末分别为 2.04 亿元、3.59 亿元和 3.44 亿元。

从债务期限结构来看，该公司负债以短期为主，2015-2017 年末公司长短期债务比分别为 19.17%、50.16%和 48.97%，2016 年以来主要因配合藏中建材水泥生产线建设公司增加长期债务融资，长短期债务比提升较大。

2018 年 9 月末，该公司应付账款、预收款项及其他应收款较年初变化均不大，分别为 8.03 亿元、3.08 亿元和 3.46 亿元。同期末，公司长短期债务比为 55.31%。

## (3) 刚性债务

图表 26. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	10.62	12.27	15.36	11.55

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
其中：短期借款	8.46	8.50	7.30	5.95
一年内到期的长期借款	2.15	3.75	8.04	5.57
应付利息	0.01	0.02	0.02	0.003
应付票据	-	-	-	0.03
中长期刚性债务合计	<b>3.64</b>	<b>11.99</b>	<b>15.64</b>	<b>15.20</b>
其中：长期借款	3.64	11.99	15.64	15.20
综合融资成本（年化，%）	<b>4.77%</b>	<b>2.81%</b>	<b>2.72%</b>	<b>2.63%</b>

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：2015-2017 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，2018 年 9 月末融资成本系根据公司提供的借款明细计算。

2015-2017 年末，该公司刚性债务分别为 14.26 亿元、24.25 亿元和 30.99 亿元，2016 年以来规模扩张较快；近年来债务融资渠道均为银行借款，从借款类型方面看，主要为信用和担保借款（公司本部为下属子公司提供担保），2015-2017 年末抵押借款融资余额占比分别为 32.44%、10.31%和 4.84%。期限方面，中长期刚性债务占比分别为 25.55%、49.43%和 50.45%，2016 年以来公司以长期债务资金配套生产线建设及业务扩产，整体看刚性债务期限结构调整能够适应当前阶段资金需求的特征。2018 年 9 月末，随着部分债务到期，公司刚性债务较年初较年初减少 4.25 亿元至 26.75 亿元，中长期刚性债务占比升至 56.82%。

融资成本方面，根据该公司财务数据测算，2015-2017 年及 2018 年 9 月末公司年化融资成本分别为 4.77%、2.81%、2.72%和 2.63%，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。

图表 27. 公司 2018 年 9 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）	5 年及以上
2~3%（含 3%）	8.29	9.63	2.95	2.10	3.75

资料来源：西藏天路

### 3. 现金流量

#### （1）经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
营业周期（天）	184.26	166.25	127.25	-
营业收入现金率（%）	107.68	121.46	124.75	115.56
业务现金收支净额（亿元）	4.15	5.86	7.32	7.46
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.12	-1.14	-1.87	-0.56
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.03	4.72	5.45	6.89
EBITDA（亿元）	3.92	5.72	8.63	-

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.34	0.30	0.31	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.15	10.58	11.49	-

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。

2015-2017年，该公司营业周期分别为184.26天、166.25天和127.25天，逐年缩短，主要系因收入增长，应收账款周转速度加快。同期营业收入现金率分别为107.68%、121.46%和124.75%，保持在高水平。业务现金收入净额分别为4.15亿元、5.86亿元和7.32亿元，随着公司水泥销售量的增长而逐年增加。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。2015-2017年，公司经营性现金流中其他因素收支净额分别为-2.12亿元、-1.14亿元和-1.87亿元。2015-2017年，公司经营性现金净流量分别为2.03亿元、4.72亿元和5.45亿元，净流入规模持续增加。2018年前三季度，公司营业收入现金率为115.56%；业务收支净额为7.46亿元，同比大幅增长110.59%；经营性现金净流入量为7.46亿元，同比大幅增长311.46%。

2015-2017年该公司EBITDA逐年增长，分别为3.92亿元、5.72亿元和8.63亿元，其中利润总额占比分别为58.59%、67.31%和73.12%。同期，EBITDA对刚性债务的覆盖能力大体持平，覆盖倍数分别为0.34、0.30和0.31。EBITDA对利息支出的覆盖能力良好，覆盖倍数分别为7.15、10.58和11.49。

## （2）投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.37	-6.52	5.61	-1.23
取得投资收益收到的现金	0.001	0.06	0.36	-
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	-2.96	-8.19	-2.28	-1.80
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	0.29
投资环节产生的现金流量净额	-4.33	-14.65	3.69	-2.74

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2015-2017年及2018年前三季度，该公司回收投资与投资支付净额分别为-1.37亿元、-6.52亿元、5.61亿元和-1.23亿元，2016年及2017年流出流入金额较大主要系办理及赎回结构性存款所致。取得投资收益收到的现金分别为0.001亿元、0.06亿元、0.36亿元和0亿元，金额相对较小。同期，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流保持净流出态势，分别为-2.96亿元、-8.19亿元、-2.28亿元和-1.80亿元，其中2016年现金流出金额较大，主要系藏中建材新建生产线投入所致。鉴于公司未来昌都二线

新建及其他生产线技改项目将持续投入，预计购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产产生的现金流净额将维持净流出状态。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司投资性现金净流量分别为-4.33 亿元、-14.65 亿元、3.69 亿元和-2.74 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
权益类净融资额	9.24	1.42	-0.55	-1.50
债务类净融资额	5.09	9.47	6.01	-4.76
其中：现金利息支出	-0.43	-0.52	-0.73	-0.50
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.02	-	-	-
筹资环节产生的现金流量净额	5.09	9.47	6.01	-6.26

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：现金利息支出为负代表支付利息。

2015-2017 年及 2018 年前三季度，吸收投资收到的现金分别为 9.78 亿元、2.18 亿元、0.24 亿元和 0.15 亿元，2015 年金额大主要系因公司非公开发行股票，2016 年主要为少数股东投资；扣除公司分红及下属非全资子公司向少数股东分红后权益类融资净额分别为 9.24 亿元、1.42 亿元、-0.55 亿元和-1.50 亿元。取得借款收到的现金分别为 14.42 亿元、21.53 亿元、19.30 亿元和 7.00 亿元，偿还债务支付的现分别为 8.90 亿元、11.55 亿元、12.56 亿元和 11.26 亿元，不考虑现金利息支出，公司 2015-2017 年净融资本金规模持续增加，2018 年前三季度规模有所缩减。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司筹资性现金流量净额分别为 5.09 亿元、9.47 亿元、6.01 亿元和-6.26 亿元。

## 4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产	金额（亿元）	30.57	37.99	48.12	48.02
	在总资产中占比	61.58%	56.27%	56.95%	56.30%
其中：货币资金（亿元）		14.63	15.60	30.41	28.21
应收账款（亿元）		5.36	4.32	5.41	6.15
其他应收款（亿元）		3.35	3.63	3.64	3.69 <sup>12</sup>
存货（亿元）		4.36	5.13	5.72	6.98
非流动资产	金额（亿元）	19.07	29.52	36.37	37.27
	在总资产中占比	38.42%	43.73%	43.05%	43.70%
其中：可供出售金融资产（亿元）		0.62	1.56	2.27	3.50
长期股权投资（亿元）		1.06	1.63	2.30	2.82
固定资产（亿元）		14.95	14.45	26.72	25.17
在建工程（亿元）		0.13	8.38	1.62	2.33

<sup>12</sup> 由于会计报表列示科目调整，为保持数据可比口径以致，该数据不包含应收股利。

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
无形资产 (亿元)	1.49	2.92	2.83	2.82
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	<b>6.55</b>	<b>6.56</b>	<b>6.49</b>	<b>6.38</b>
受限资产账面价值/总资产	<b>13.19%</b>	<b>9.72%</b>	<b>7.68%</b>	<b>7.48%</b>

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司资产总额分别为 49.65 亿元、67.51 亿元、84.49 亿元和 85.28 亿元，其中流动资产占资产总额的比重约为 60%。

2017 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。其中，货币资金为 30.41 亿元（占总资产的比重为 35.99%），其中因作保证金等而受限的金额为 0.28 亿元，受限比例仅为 0.28%，货币资金充裕。应收账款账面价值为 5.41 亿元（占总资产的比重为 6.40%），较上年末增加 1.08 亿元，随收入的增加而增加。应收账款按照账龄法计提坏账的应收账款余额占总余额比重为 69.25%，较上年末大体持平；其中账龄在一年以内的占比为 46.64%（以余额计算，下同），较上年末下降 3.51 个百分点，主要因工程业务的开展公司应收账款账龄有所延长。应收账款构成方面，前五大应收账款债务人合计金额为 2.94 亿元，占应收账款余额的比重达 41.02%，集中度较高；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账款金额较大（2.07 亿元），期限较长。应收账款坏账计提方面，按照公司执行的会计政策，对于国家投资项目采用个别认定法，按照 3% 的比例计提坏账准备，因此公司上述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款项执行此计提政策，其中 0.39 亿元账龄超过 5 年预计不可收回，已全额计提坏账准备；公司应收账款整体坏账准备计提比例为 24.39%。其他应收款为 3.64 亿元（占总资产的比重为 4.30%），主要为履约保证金及民工工资保证金，前五大余额合计 3.55 亿元，占其他应收款总余额的 93.74%；其他应收款坏账准备计提比例为 4.27%，计提比例较小，主要系因公司对保证金不计提坏账损失<sup>13</sup>。存货账面价值为 5.72 亿元（占总资产的比重为 6.77%），主要包括工程已完工未结算资产 2.27 亿元、原材料 1.94 亿元和在产品 1.46 亿元；截至当年末公司对库存商品累计计提的减值准备仅 83.52 万元。

图表 32. 2017 年末公司前五大应收账款债务人情况（单位：亿元、%）

单位名称	与公司的关系	期末余额	账龄	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	非关联方	2.07	5 年以内	28.90	0.44
西藏自治区昌都市左贡县交通运输局	非关联方	0.30	1 年以内	4.21	0.01

<sup>13</sup> 根据业主方要求，公司应在中标通知书发出后 7 天内向业主方支付签约合同价的 20% 作为履约担保金和民工工资保证金（各 10%）。经公司第四届董事会第五十次会议决议，由于项目施工工期及验收期较长、标的金额较大，按 20% 缴纳的保证金相应也较大，如按上述政策并对对应按具体信用风险组合进行估计而计提的减值损失将不能真实反映公司财务状况，甚至会出现尚未实际施工即需计提大额减值损失的情形，故为提高会计信息质量，公司自 2015 年起，对此类保证金暂不计提资产减值损失。

单位名称	与公司的关系	期末余额	账龄	占应收账款余额的比例	坏账准备期末余额
北京住总有限公司	非关联方	0.23	1 年以内	3.18	0.01
西藏日喀则雪莲水泥有限公司	非关联方	0.21	5 年以上	2.89	0.21
天创源商品混凝土有限公司	非关联方	0.13	3-4 年	1.84	0.08
合计	-	<b>2.93</b>	-	<b>41.02</b>	<b>0.74</b>

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2017 年末，该公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产。其中，可供出售金融资产为 2.27 亿元（占总资产的 2.69%），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）、中电建安徽长久新材料股份有限公司（简称“安徽长久公司”）10.00% 的股份（账面价值 0.94 亿元）和中电建黔东南州高速公路投资有限公司（简称“黔东南州公司”）10.50% 的股份（账面价值 0.42 亿元）。长期股权投资为 2.30 亿元（占总资产的 2.72%），主要包括对高新建材和海绵城市建设公司的投资，分别为 1.87 亿元和 0.34 亿元。固定资产为 26.72 亿元（占总资产的比重为 31.63%），主要包括房屋建筑物（13.92 亿元）及机器设备（10.41 亿元）；固定资产中受限部分账面价值 6.21 亿元，主要用于抵押融资，受限比例为 23.22%。在建工程为 1.62 亿元（占总资产的比重为 1.92%），较上年末减少 6.78 亿元，主要系藏中建材水泥生产线达到预定可使用状态转固所致。无形资产为 2.83 亿元（占总资产的比重为 3.35%），主要包括土地使用权（1.14 亿元）和未探明矿区权益、探矿权及采矿权（1.62 亿元）。

2018 年 9 月末，该公司货币资金较上年末减少 2.20 亿元至 28.21 亿元；随着业务的持续开展，应收账款增加 0.74 亿元至 6.15 亿元，存货增加 1.26 亿元至 6.98 亿元。可供出售金融资产因公司对安徽长九公司和黔东南州公司追加投资，较上年末增加 1.23 亿元至 3.50 亿元。固定资产折旧及处置使得其账面价值较上年末减少 1.55 亿元至 25.17 亿元；随着在建项目的持续投入，在建工程账面价值较年初增加 0.71 亿元。除上述科目外，其余科目变化均较大。

## 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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率（%）	155.52	156.81	149.20	172.83
速动比率（%）	131.50	130.42	127.92	140.50
现金比率（%）	77.57	68.39	96.44	103.45

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司流动比率分别为 155.52%、156.81%、149.20% 和 172.83%；速动比率分别为 131.50%、130.42%、127.92% 和 140.50%；现金比率分别为 77.57%、68.39%、96.44% 和 103.45%。整体看，公司流动性较强，2018 年 9 月末各项指标进一步提升。

## 6. 表外事项

未决诉讼方面，根据审计报告所载，该公司就应收四川省瑞云集团股份有限公司（简称“四川瑞云”）委托经营收益会收回事宜，委托西藏珠穆朗玛律师事务所起诉，并提出诉讼保全申请，诉讼标的金额为 3,915.46 万元<sup>14</sup>。2017 年 11 月，拉萨市中级人民法院对上述事项做出民事判决书，判决四川瑞云返还欠款 1,793.26 万元，支付利息损失 108.05 万元、诉前保全费 0.38 万元、律师费 30.60 万元，共计 1,932.30 元。因公司与四川瑞云双方均对以上判决不服，已向一级人民法院提起上诉，目前处于二审阶段。

另外，该公司下属高争股份因水泥销售欠款事项起诉天创源商品混凝土有限公司（简称“天创源”），涉诉金额 1,364 万元。法院初审判决高争股份胜诉，但初审判决书中对 329 万单据存在瑕疵的款项不予支持，剩余 1,034 万元予以确认，并要求天创源于判决生效后 15 日支付，但天创源表示将上诉。2016 年 11 月天创源还款 50 万元，截至 2017 年末公司账面显示应收天创源款项 1,314 万元（含不予支持确认的 329 万元）。天创源后提出上诉，公司于 2017 年 1 月中华人民共和国最高人民法院民事裁定书（2016）最高法民申 3429 号，指令西藏自治区高级人民法院再审本案；再审期间，中止原判决执行。

担保方面，该公司不存在对非合并范围外的公司提供担保的情况。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担部分工程业务及管理职能。2017 年末，公司本部总资产为 52.35 亿元，除包括长期股权投资 14.55 亿元（主要系对子公司投资 12.25 亿元及参股公司投资 2.30 亿元）之外，主要包括：货币资金 16.10 亿元，2015 年非公开发行股票后公司货币资金存量较充裕；应收账款 7.69 亿元，其中应收下属公司款项余额为 4.65 亿元（藏中建材金额较大，为 4.40 亿元）；其他应收款 6.79 亿元，其中 4.05 亿元系以往来款形式划拨给子公司的资金，2.29 亿元系工程业务履约保证金。公司本部负债总额为 31.11 亿元，其中刚性债务余额为 21.84 亿元；所有者权益为 21.24 亿元。2017 年公司本部实现收入 5.27 亿元，主要产生于工程业务；投资收益为 1.53 亿元，来源于长期股权投资；实现净利润 0.54 亿元；经营性现金净流量为 0.64 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。

<sup>14</sup> 即本金 2,536.48 万元（包括 2014 年以后未确认委托经营收益）、利息 1,338.48 万元、诉讼代理费 40 万元、诉前保全费 0.5 万元。

## 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《西藏自治区企业所得税政策实施办法》（藏政发[2014]51号）文件规定，自2015年1月1日起至2017年12月31日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%）。根据《西藏自治区招商引资优惠政策若干规定(试行)》（藏政发[2018]25号），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2018年9月末，该公司共获得银行贷款授信42.30亿元，其中大型国有商业银行授信额度为31.30亿元，占授信总额的74.00%；公司已使用授信18.16亿元，未使用授信24.14亿元，尚有一定融资空间。

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）	42.30	18.16	24.14
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	31.30	10.43	20.87
其中：大型国有金融机构占比	74.00%	57.42%	86.46%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理（截至2018年9月末）。

## 债项信用分析

### 1. 本次债券特定条款

本次债券系可转换公司债券，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。本次债券的债性较弱，股性较强。

本次债券除设置到期赎回条款外，还设置了有条件赎回条款。若在本次债券转股期内，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%），或当本次债券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，本次债券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。若本次债券最后 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。若本次债券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. 其他偿付保障措施

### （1）核心业务盈利保障

2015-2017 年，该公司营业收入逐年增长，主营业务盈利规模亦持续增长；同期公司净利润分别为 2.01 亿元、3.48 亿元和 5.79 亿元，均值为 3.76 亿元。同期，公司 EBITDA 分别为 3.92 亿元、5.72 亿元和 8.63 亿元，均值为 6.09 亿元，对债务及其孳息的覆盖能力较强，可为本次债券的还本付息提供一定保障。

### （2）再融资能力

该公司系国有控股企业，股东背景较强，公司尚留有一定贷款授信额度。另外，公司系 A 股上市公司，融资渠道较通畅，未来可通过增发等形式实现资本补充，整体看再融资能力较强。

## 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。公司主营业务涉及以水泥及商砼为主的建材业务和工程业务，另外公司持有西藏区域部分矿权，当前作为战略储备资源，未来将适时开发。公司系西藏自治区最大的水泥生产企业，具有较强的规模优势，区域市场占有率及品牌认可度均较高。自治区水泥长期处于产不足需的状态，同时市场封闭性强，未来基础设施建设预计保持高速增长，从而推动区域水泥需求增加，虽然自治区加大水泥工业建设支持力度，但预计中短期内水泥缺口仍明显。整体看，公司水泥业务外部环境较好。近年来公司产线运转率高，且随着新产线的陆续投产，产能充分释放，产销量提升，建材板块收入快速增长。工程业务方面，近年来西藏区域市场竞争加剧，资质提升等问题成为该业务发展瓶颈。2017 年以来公司通过参与 PPP 项目实现区外市场拓展。在水泥业务带动下，公司营业收入持续增长，盈利规模逐年扩大。

2016 年以来因扩产需要，该公司刚性债务有所增加，资产负债率有所提

高；2018年9月末随着刚性债务的缩减及利润留存的增加，资产负债率有所回落，当前负债经营水平较合理，债务期限结构较优。公司水泥业务收现质量较好，近年来随着销售增长，经营性现金净流入量持续增加，同时公司流动性较好，货币资金充裕，即期债务偿付能力强。

本次债券系可转换公司债券，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。本次债券的债性较弱，股性较强，进入转股期后可一定程度平抑公司资产负债率的上涨。本次债券所募资金涉及企业收购事项，需关注收购和增资进展及被收购标的未来业务开展情况。鉴于近年来公司收入及盈利规模持续增长，预计中短期内区域内水泥企业盈利能力或将保持，整体看本次债券的还本付息安全性很强。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

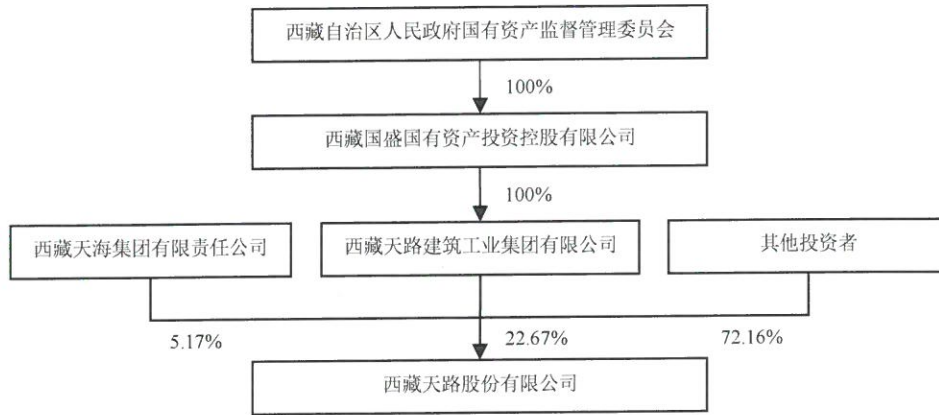
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

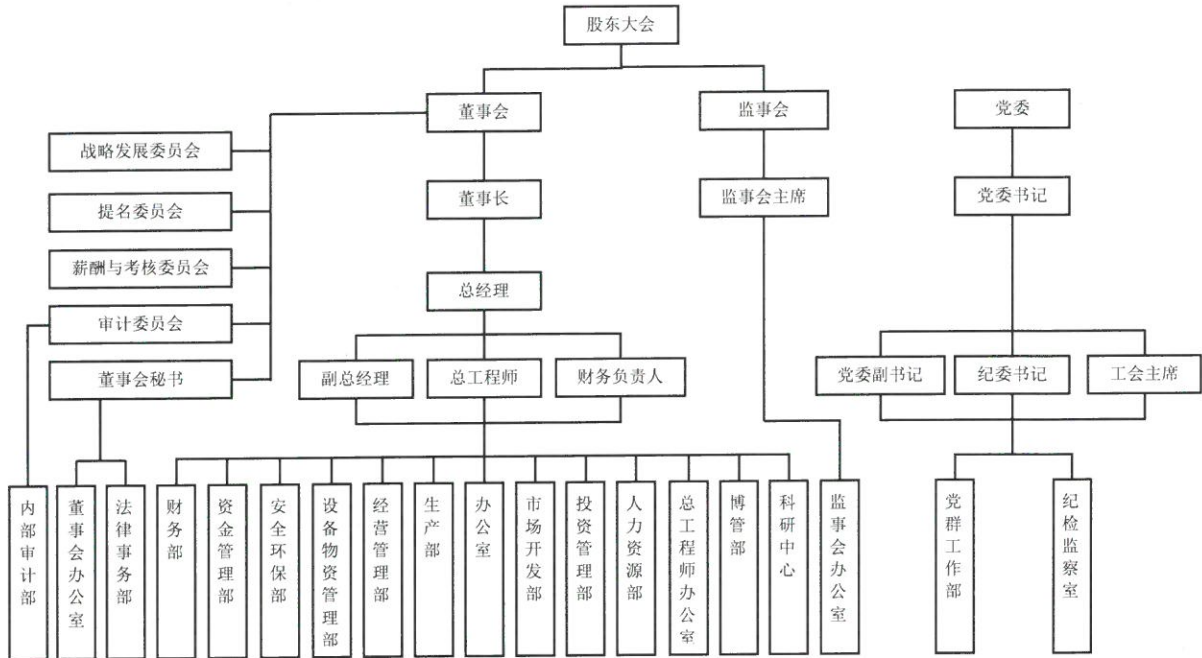
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏天路提供的资料绘制（截至 2018 年 9 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 2018 年 9 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	2017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	经营环节现金流量流入量	
西藏天路建筑工业集团有限公司	天路集团	控股股东	-	-	34.03	47.67	36.13	5.13	5.89	
西藏天路股份有限公司	西藏天路	本级	-	工程业务	21.84	21.24	5.27	0.54	0.64	本部口径
西藏高争建材股份有限公司	高争股份	子公司	71.82	建材的生产与销售	6.81	19.91	26.18	5.26	5.30	
西藏昌都高争建材股份有限公司	昌都高争	子公司	62.00	建材的生产与销售	3.35	4.93	4.58	0.67	0.91	
西藏天源路桥有限公司	天源路桥	子公司	96.70	工程业务	-	1.27	1.02	-0.06	-0.51	
西藏天鹰公路技术开发有限公司	天鹰公路	子公司	100.00	工程业务	-	0.16	0.29	0.03	-0.003	
西藏天路矿业开发有限公司	天路矿业	子公司	90.00	矿业	-	0.12	-	-0.07	-0.001	
西藏天联矿业开发有限公司	天联矿业	子公司	80.00	矿业	0.0002	1.20	-	-0.01	-0.01	

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]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	49.65	67.51	84.49	85.28
货币资金 [亿元]	14.63	15.60	30.41	28.21
刚性债务[亿元]	14.26	24.25	30.99	26.75
所有者权益 [亿元]	26.22	31.13	36.44	42.14
营业收入[亿元]	20.87	25.01	35.91	36.23
净利润 [亿元]	2.01	3.48	5.79	6.97
EBITDA[亿元]	3.92	5.72	8.63	-
经营性现金净流入量[亿元]	2.03	4.72	5.45	6.89
投资性现金净流入量[亿元]	-4.33	-14.65	3.69	-2.74
资产负债率[%]	47.19	53.89	56.87	50.59
权益资本与刚性债务比率[%]	183.84	128.34	117.57	157.53
流动比率[%]	155.52	156.81	149.20	172.83
现金比率[%]	77.57	68.39	96.44	103.45
利息保障倍数[倍]	5.00	8.09	9.38	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	184.26	166.25	127.25	-
毛利率[%]	26.57	27.55	29.15	31.09
营业利润率[%]	11.23	15.02	17.62	21.14
总资产报酬率[%]	6.74	7.46	9.27	-
净资产收益率[%]	9.92	12.14	17.14	-
净资产收益率*[%]	8.87	11.09	13.07	-
营业收入现金率[%]	107.68	121.46	124.75	115.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.27	21.52	19.30	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.26	-33.19	21.65	-
EBITDA/利息支出[倍]	7.15	10.58	11.49	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.30	0.31	-

注：表中数据依据西藏天路经审计的2015~2017年度及未经审计的2018年前三季度财务数据整理、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、CCC 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。

## 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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《建材行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。