

2019 年西藏天路股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100241】

评级对象: 2019年西藏天路股份有限公司可转换公司债券

天路转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020年6月16日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2019年12月16日

首次评级: AA/稳定/AA/2018年12月28日

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	16.10	8.93	10.30	11.02
刚性债务	21.84	15.12	27.12	29.42
所有者权益	21.24	23.19	26.24	25.89
经营性现金净流入量	0.64	0.82	1.47	-0.82
合并口径数据及指标:				
总资产	84.49	85.64	114.63	113.72
总负债	48.04	42.68	59.17	58.99
刚性债务	30.99	25.01	39.38	43.85
所有者权益	36.44	42.96	55.46	54.72
营业收入	35.91	50.21	56.21	3.47
净利润	5.79	8.58	8.33	-0.75
经营性现金净流入量	5.45	6.86	7.06	-3.84
EBITDA	8.63	12.45	12.52	—
资产负债率[%]	56.87	49.83	51.62	51.88
权益资本与刚性债务 比率[%]	117.57	171.77	140.82	124.78
流动比率[%]	149.20	163.28	162.28	163.49
现金比率[%]	96.44	87.40	89.84	87.97
利息保障倍数[倍]	9.38	12.62	10.49	—
净资产收益率[%]	17.14	21.61	16.92	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	19.30	22.70	20.63	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	21.65	5.65	-6.94	—
EBITDA/利息支出[倍]	11.49	15.10	12.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.44	0.39	—

注:根据西藏天路经审计的2017-2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com

吴晓丽 wxl@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对2019年西藏天路股份有限公司(简称西藏天路、发行人、该公司或公司)可转换公司债券(简称天路转债、本次债券)的跟踪评级反映了2019年以来西藏天路在行业地位、业务外部环境、政策支持和融资渠道方面保持优势,同时也反映了公司在原燃料价格波动和工程业务拓展方面继续面临风险和压力,在应收账款回收方面面临的风险有所加大。

主要优势:

- **水泥业务区域内行业地位较高。**跟踪期内,西藏天路仍系西藏自治区最大的水泥生产企业,在区域内保持较突出的规模优势,市场占有率及品牌认可度高。
- **水泥业务外部环境较好。**西藏自治区基础设施建设相对薄弱,未来区内基建建设有望持续推进并对水泥需求形成支撑。西藏自治区水泥市场较封闭,区内水泥供应尚存缺口。整体看,西藏天路水泥业务外部环境较好。
- **政策支持。**跟踪期内,西藏天路能够持续享受低所得税、低息贷款等优惠政策,为其业务的开展提供有利条件。
- **外部融资渠道较通畅。**西藏天路实际控制人为西藏国资委,股东背景较强,有助于公司获得大型金融机构的授信支持。同时,作为上市公司,公司股权融资渠道亦畅通,再融资能力较强。

主要风险:

- **原燃料供应及价格波动风险。**西藏自治区煤炭资源匮乏,供应对区外依赖性强,运输距离远,保供能力较差。煤炭价格和运输成本

变动将使得公司面临一定的采购成本波动风险。

- 工程施工业务拓展压力较大。西藏地区建筑市场竞争激烈，西藏天路项目承接难度大，工程施工业务面临发展瓶颈。
- 短期经营业绩受新冠疫情冲击较大。受疫情影响，2020年第一季度西藏天路承建的工程项目推进放缓，同时因区内基础设施建设项目推进滞缓也导致公司建材产品销量下滑，以致营业收入同比减幅较大，加之期间费用同比增加，公司出现季度亏损。
- 应收账款回收风险。跟踪期内，主要因已结算工程项目回款相对滞后，加之商砼赊销增加，西藏天路应收账款有所增加，关注款项回收风险。

关注

- 根据西藏国资委要求，天路集团拟将其持有西藏天路的 22.67%股权整体无偿划转至高争集团，划转完成后高争集团将成为公司控股股东，公司实际控制人仍为西藏国资委。新世纪评级将持续关注上述股权划转进展。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019年西藏天路股份有限公司可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年西藏天路股份有限公司可转换公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据西藏天路提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对西藏天路的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

中国证券监督管理委员会于 2019 年 8 月 30 日公示了《关于核准西藏天路股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可【2019】1574 号），核准该公司向社会公开发行面值总额人民币 1,086,988,100 元的可转换公司债券。公司于 2019 年 10 月 28 日发行了“天路转债”，发行金额为 10.87 亿元，期限为 6 年；转股期间为 2020 年 5 月 2 日至 2025 年 10 月 27 日，转股初始价格为 7.24 元/股。

图表 1. 本次债券募集资金拟投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	达到预定可使用状态的日期	拟使用募集资金	置换预先投入项目自筹金额
昌都新建 2,000t/d 熟料新型干法水生产线（二期）项目（简称“昌都二期项目”）	11.65	2020 年 12 月	3.79	0.81
林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站项目（简称“林芝粉磨站项目”）	2.61	2020 年 5 月	1.52	1.19
日喀则年产 60 万立方米商品混凝土扩建环保改造项目（简称“日喀则商品混凝土扩建环保改造项目”）	1.04	2020 年 8 月	0.37	-
重交再生股份收购及增资项目	2.19	2020 年 3 月	2.19	0.56
补充流动资金	3.01	-	3.01	-
合计	20.50	-	10.87	2.56

资料来源：西藏天路（截至 2020 年 3 月末）

该公司拟以本次债券募集资金中的 3.79 亿元投入昌都二期项目，1.52 亿元投入林芝水泥粉磨站项目，0.37 亿元投入日喀则商品混凝土扩建环保改造项目，2.19 亿元用于收购及增资重庆重交再生资源开发股份有限公司（简称“重交再生”），3.01 亿元用于补充流动资金。2020 年 3 月 18 日，公司以募集资金 2.57 亿元置换预先投入募投项目自筹资金（25,561.92 万元）和已支付发行费用（185.77 万元）。

截至 2020 年 5 月末，该公司存续债务融资工具包括 20 西藏天路 SCP001 和天路转债，待偿还债券本金余额合计 18.87 亿元。

图表 2. 公司存续债务融资工具概况（单位：亿元）

债项名称	发行金额	待偿还本金余额	期限	发行利率(%)	起息日	到期日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
20 西藏天路 SCP001	8.00	8.00	0.74 年	3.68	2020-01-20	2020-10-16	18 亿元/2020 年 1 月	未到兑付期
天路转债	10.87	10.87	6 年	0.40	2019-10-28	2025-10-28	10.87 亿元/2019 年 8 月	未到付息期

资料来源：Wind（截至 2020 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。

积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。

(2) 行业因素

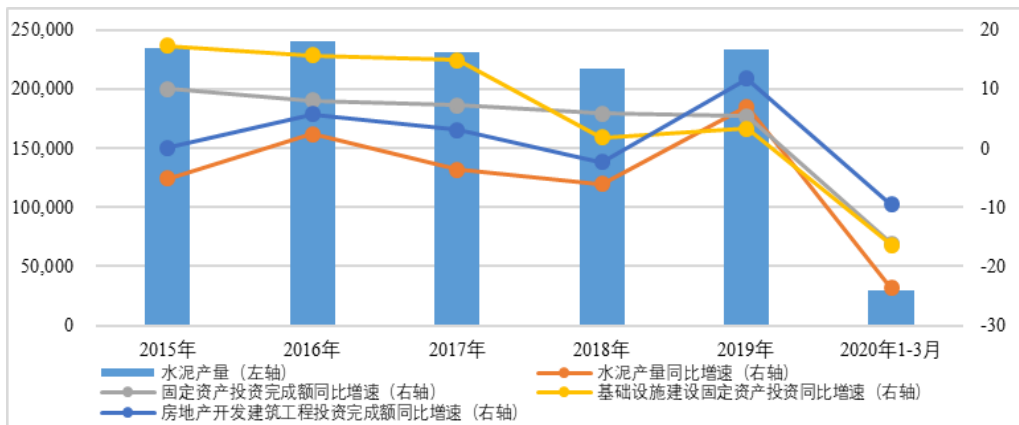
水泥行业属于典型的周期性行业和投资拉动型行业。2019 年基础设施建设“补短板”逐步落实，房地产建筑施工投资增长，带动水泥需求增长。此外，近年来我国水泥行业错峰生产及环保限产政策持续，对供求关系的改善起到了积极的作用。2019 年水泥价格重心持续上移，全行业收入及利润再次刷新历史最高记录。2020 年以来受新冠疫情影响，下游行业复工推迟，水泥需求释放滞后，关注后续基建建设及房地产开发建设推进情况，以及对水泥需求的支撑情况。

a) 行业概况

水泥是一种粉状水硬性无机胶凝材料，广泛应用于土木建筑、水利、国防等工程。作为国民经济建设中重要的基础原材料，水泥需求与国民经济发展、固定资产投资密切相关。近年来，我国宏观经济增速有所放缓，全国固定资产投资增速亦呈下降趋势，2017-2019 年分别为 5.90%、0.63%和-13.24%。同期，基础设施建设投资增速分别为 14.93%、1.79%和 3.33%，2018 年受 PPP 项目清库、金融监管加强、严控地方政府债

务等因素叠加影响增速大幅回落，2019年受益于水泥行业下游基础设施建设“补短板”的逐步落实，该指标增速小幅回升；房地产开发投资增速分别为3.60%、8.30%和9.92%，但由于房地产业投资中拿地投资对水泥需求的拉动相对滞后，主要在后续房地产开发过程中体现，同时房地产开发投资中安装工程和设备工具购置投资对水泥需求无实际拉动作用，若单从房地产开发投资中的建筑工程投资额增长情况看，2017-2019年增速分别为3.14%、-2.28%和11.78%，2018年出现负增长，2019年得益于前期房地产企业土地储备陆续进入建设阶段，该指标上升幅度相对较大。2020年第一季度，受新冠疫情影响，我国固定资产投资完成额为8.41万亿元，同比减少17.40%；基础设施固定资产投资完成额及房地产开发中建筑工程投资额增长率分别为-16.36%和-9.46%。鉴于当前我国经济下行压力大，基础设施建设作为重要的逆周期调节工具，财政部于2019年11月和2020年2月分别下达了1万亿元和8,480亿元政府债务限额以保证基建投资资金的落实，随着基建建设的推进，有望对水泥的需求形成支撑。

图表 3. 近年来我国水泥产量、固定资产投资完成额及增速情况（单位：左轴：亿元，右轴：%）



资料来源：Wind

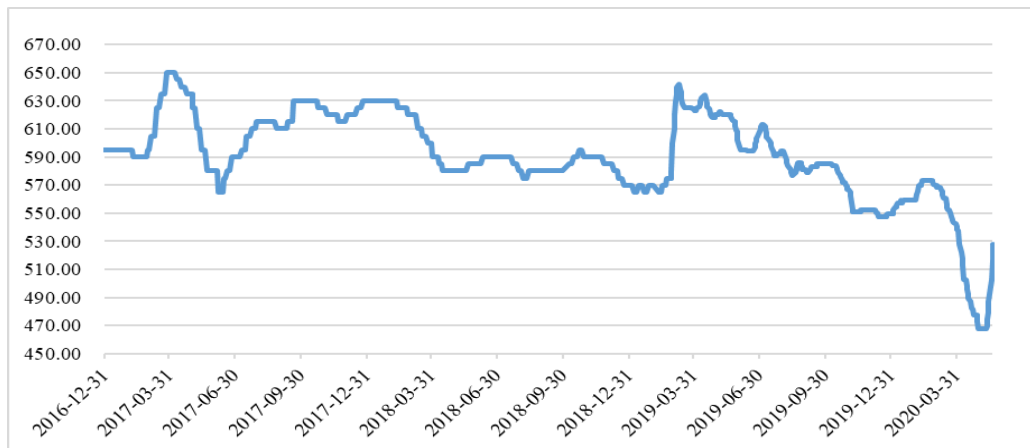
供给方面，以往年份我国经济的快速增长为水泥行业的发展提供了较好的外部环境，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设等刺激了水泥需求的迅猛增长，水泥工业高速发展，产能持续增加。2012年起行业产能过剩情况逐步显现，新增产能难以得到有效遏制，2015年随着水泥需求的缩减，行业供需矛盾进一步激化。2016年工信部发布了严禁新增产能政策，水泥熟料新增产能得到有效控制，但以往已获审批备案项目及产能置换项目投产使得近三年仍有新熟料生产线点火。据中国水泥协会统计，2017-2019年新点火水泥熟料生产线数量分别为13条、14条和16条，设计年产能分别为2,046万吨、2,043万吨和2,372万吨。水泥行业产能出清较为缓慢，主要因为缺乏有力的约束机制，同时在当前严控新增产能情况下，产能置换作为实现产能更新的重要方式，产能指标成为一种战略资源，企业主动淘汰产能的意愿不强。即便遵循等量或减量置换，但非在役产能置换的新产能投放将造成市场实际有效产能的增加，加大供给端控制压力。近年来水泥行业主要依靠错峰生产和环保限产，通过“减产量”的方式改善供需关系。主要受限产及需求下滑影响，2017年及2018年全国水泥产量分别为23.16亿吨和21.77亿吨，同比分别减少3.61%和6.03%。2019年，主要得益于基础设施和房地产开发投资增速回升，水泥产量为23.30亿吨，同比增长7.06%。2020

年第一季度，受新冠疫情影响，水泥产量为 2.99 亿吨，同比减少 23.63%；随着本行业及下游行业复工复产，水泥企业生产步入正轨和下游需求开始释放，当年 4 月水泥产量达 2.23 亿吨，同比增长 3.80%。

原材料方面，水泥生产中石灰质原料（主要为石灰石）为其最主要的原材料，故熟料生产具有资源导向性的特点。虽然行业内企业熟料生产线多配有石灰石矿山，石灰石成本相对稳定，但配备的矿山石灰石的品位、开采及运输方式、运输距离等对于成本控制影响较大。近年来，因矿山治理政策趋严，使得石灰石开采及环保治理成本有所上升。

水泥行业属于能源消耗型行业，煤炭和电力是水泥熟料生产过程中所需主要燃料和能源，煤、电成本平均占总生产成本的比重超过 50%。水泥企业煤炭的采购价格一般随行就市，但具有规模优势的企业可以通过集中采购，并与供应商形成长期合作关系获得一定程度的优惠。价格方面，以秦皇岛热值 5,500kcal 山西产动力煤市场价为例，2017 年以来煤炭价格持续高位震荡运行，震荡区间大体在 550-650 元/吨左右；2018 年煤炭价格前高后低，1-4 月自 630 元/吨降至 580 元/吨左右后呈小幅波动走势，年末价格筑底 565 元/吨；2019 年 1-3 月价格大幅回升至 640 元/吨高位后持续震荡下探，当年末价格降至 550 元/吨左右。2020 年 1 月至 2 月上旬，受新冠疫情影响，煤矿开工延后加之物流受阻，煤炭库存下降，价格小幅回升至 570 元/吨左右；随后至 4 月末，主要因主煤区供应持续增加，煤炭价格大幅下跌至 470 元/吨左右，但 5 月以来下游行业需求释放及煤炭供给收紧带动价格反弹。

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

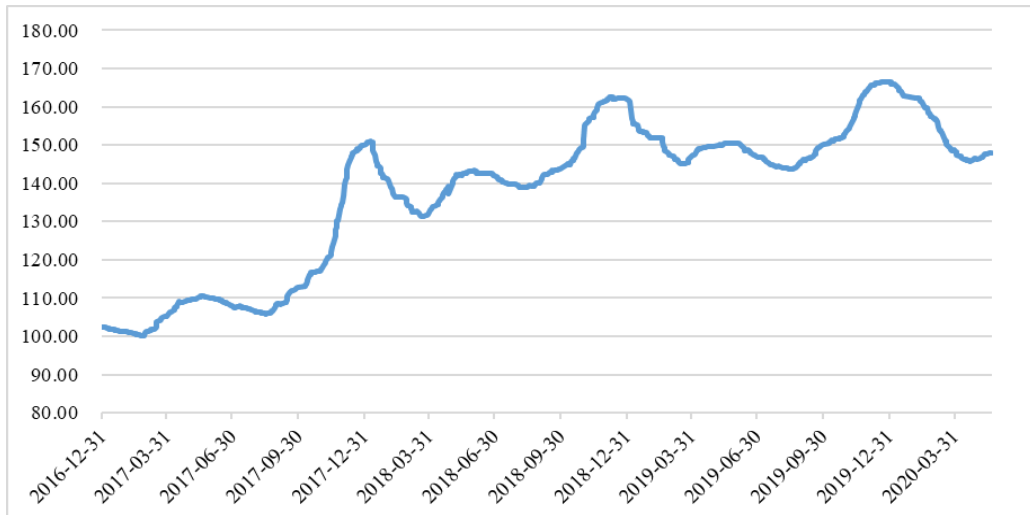


资料来源：Wind

电力方面，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；2019 年 5 月《国家发展改革委关于降低一般工商业电价的通知》（发改价格[2019]842 号）发布，明确了第二批降低一般工商业电价措施有关事项。电价下调的逐步落实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 5. 全国水泥价格指数走势（单位：点）



资料来源：Wind

水泥价格方面，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 6 月末水泥价格指数为 107.88 点，比年初提高 5.50 点，当年下半年水泥价格呈明显上升态势，至 12 月末水泥价格指数升至 150 点左右。2018 年第一季度，下游建筑施工行业季节性停工以致市场需求减少，水泥价格有所回落，水泥价格指数于三月下旬阶段性探底 131.20 点，3 月末以来随着工程陆续开工，水泥价格止跌回升，雨季阶段性下滑后 8 月中旬后再次回升，第四季度随着 2018-2019 年采暖季限产的陆续实施，水泥价格加速上行，至当年末达到 160 点高位。2019 年水泥价格指数走势与上年相似，呈“W”型，3 月中旬和 8 月中旬价格均阶段性筑底，第四季度价格走高，至当年末水泥价格指数升至 166.44 点。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，水泥价格回落，当年 4 月价格基本企稳。

行业收入和利润方面，根据工信部数据显示 2017-2019 年水泥行业分别实现收入 9,150 亿元、8,823 亿元和 1.01 万亿元；利润分别为 877 亿元、1,546 亿元和 1,867 亿元。2019 年，水泥行业收入首次破万亿，利润再创历史新高。

b) 政策环境

近年来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年以来，我国加强北方地区秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产，水泥行业生产经营受政策影响大。

图表 6. 近年来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	对化解水泥行业过剩产能起到了一定作用
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，严禁备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、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2017年	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市建材行业全面实施冬季错峰	错峰范围更大、时间更长、执行力度有望更大；考虑停窑时间延长及去年实际执行率，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年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季按照工信部联原〔2016〕351号文有关规定实施错峰生产；承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的，可不完全实施错峰生产，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、停限产装备及最大日产量、停限产时限、停限产方式等，执行力有望增强
中国水泥协会	2017年	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	三年压减熟料产能39270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%，前10家大企业集团的全产熟料产能集中度达	去产能工作明确到各行政区域，同时去化任务艰巨

颁布部门	出台时间	政策文件名	主要内容	主要影响
			到 70% 以上，水泥产能集中度达到 60%。	
工信部	2018 年	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目，确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案。位于国家规定的环境敏感区的新建项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能；位于非环境敏感区的新建项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。	减量置换力度加大，用于置换的产能限定更加严格，产能置换方案审核将简化
中国建筑材料联合	2019 年	《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》	减少碳排放约 3,000 万吨；实现水泥行业压减熟料产能(淘汰落后产能)7,000 万吨，进一步提升产能利用率至 70% 以上。2019 年，前 10 家企业(集团)熟料产能集中度力争达到 60% 以上。调整产品比例，实现 32.5 等级水泥产品产量占比降低到 50% 以下。	压减熟料产能，缓和市场竞争关系
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2019 年	《长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	长三角地区在 2019 年 10 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日期间 PM2.5 平均浓度同比下降 2%，重度及以上污染天数同比减少 2%	维持错峰限产范围、期限和执行力度。
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2019 年	《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	京津冀水泥熟料生产企业于 2019 年 10 月 1 日至 2020 年 3 月 31 号实行错峰限产	维持错峰限产范围、期限和执行力度。

资料来源：新世纪评级整理。

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

c) 竞争格局/态势

水泥行业区域特征的存在促使水泥企业在区域内做大做强。水泥产品较高的同质性又使水泥行业成为规模效应显著和较利于规模扩张的行业之一。基于以上特点，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。近年来，我国水泥行业产能整合迅速推进，2016年金隅集团合并冀东集团，2017年华新水泥吸收了拉法基在我国西南地区的大部分产能，当年“两材”也完成了港股上市公司合并。兼并重组的实施使得水泥行业协同效应得以加强，区域竞争格局趋向稳定，龙头企业规模优势突出，行业整体呈现强者恒强的格局。工业和信息化部数据显示，2019年前50家水泥企业（集团）熟料产能占全国总产能76%，较上年略有提高。另外，行业企业还通过相互参股、委托经营和资产交换等方式进行市场整合，例如：2019年联合水泥与河南投资集团成立合资公司，后者以旗下水泥资产出资，前者实际控制合资公司。通过兼并重组和参股合作等方式，市场集中度有所提高，区域市场自律协同意愿增强，市场竞争关系得到一定缓和。

市场开拓方面，在国内水泥产能严重过剩的背景下，海外投资成为企业业务拓展的主要选择，大型水泥企业继续沿“一带一路”进行产能布局。针对“一带一路”沿线国家基础设施较薄弱的现状，海螺水泥、华新水泥、红狮水泥等水泥生产企业持续实施水泥熟料海外布局，其生产线主要布局在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝、塔吉克斯坦等国。海外业务的拓展亦将带动水泥企业进一步“做大做强”。

图表 7. 行业内部分企业基本数据概览（2019 年/2019 年末，单位：亿元、万吨、%）

企业名称	核心经营指标				核心经营指标			
	熟料产能	水泥产量	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
安徽海螺水泥股份有限公司	22,112.30	43,200.00	1,570.30	33.29	1,787.77	20.39	343.52	407.38
天瑞水泥集团有限公司*	3,385.20	3,150.00	232.76	24.84	711.16	49.65	22.03	36.18
西南水泥有限公司	8,348.30	9,107.80	302.66	30.86	619.82	74.48	13.53	103.34
中国联合水泥集团有限公司	9,427.10	6,356.30	505.53	31.80	779.38	78.71	15.02	108.59
唐山冀东水泥股份有限公司	7,080.40	8,415.00	345.07	37.07	607.33	52.52	49.05	82.19
华润水泥控股有限公司	6,655.70	8,252.80	389.56	40.20	611.71	30.90	86.94	112.85
华新水泥股份有限公司	6,668.10	7,499.00	314.39	40.76	366.45	36.23	70.21	96.79
南方水泥有限公司	9,499.00	11,070.33	669.68	34.96	858.12	65.59	59.51	191.41
西藏天路股份有限公司	325.00	648.24	56.21	31.09	114.63	51.62	8.33	7.06

资料来源：中国水泥网、Wind、公开资料，新世纪评级整理

注：华润水泥以港币计，其他则以人民币计；熟料产能数据根据中国水泥网披露数填列，口径与上述企业披露口径或存在差异；西南水泥及中联水泥水泥产量引自中国建材 2019 年度报告，海螺水泥水泥产量以自产水泥及熟料合计净销量填列，天瑞水泥和华润水泥水泥产量以水泥销量填列。

d) 风险关注

行业产能出清缓慢，供需矛盾的改善仍主要依赖错峰生产和环保限产的执行。以往年份我国水泥行业面临较为突出的产能过剩问题，2016 年工信部发布了严禁新增产

能政策，水泥熟料新增产能虽得到有效控制，但因缺乏有力制约，同时在新增产能严控背景下，产能置换作为实现产能更新的重要方式，产能指标成为一种战略资源，企业主动淘汰产能的意愿不强，故近年来行业产能出清效果欠佳，行业主要依靠错峰生产和环保限产，通过“减产量”的方式改善供需关系。

新冠疫情影响下水泥需求释放滞后。2020 年第一季度新冠疫情的爆发使得下游行业复工延迟，基建及房地产投资同比有所缩减，水泥需求释放滞后。关注未来基建建设和房地产项目建设开发推进情况，以及后续水泥需求的释放情况。

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

(3) 区域市场因素

西藏自治区水泥需求主要体现于公路、铁路及水利基础设施建设。2019 年区内公路建设投资呈较大幅度回落，通行里程增速有所放缓，但根据相关规划，区内公路建设有大规模开复工计划，未来仍有望对区域水泥需求形成支撑。西藏区内水泥长期处于产不足需的状态，自治区加大水泥工业建设支持力度，部分具有较强竞争力的水泥企业已进入区内进行产能布局，近两年生产线或将陆续投产，区内水泥供应缺口或缩小。西藏自治区水泥市场封闭性强，当前供应不足、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。

该公司水泥产能及产销集中于西藏自治区内，业务运营受区域市场供需及政策影响大。根据 Wind 数据显示，2017-2019 年西藏自治区固定资产投资完成额分别为 1,975.60 亿元、2,169.21 亿元和 2,123.66 亿元¹，增长率分别为 23.78%、9.80%和-2.10%，2019 年固定资产投资完成额出现小幅回落。由于西藏地区基础设施薄弱，水泥需求主要体现于交通、水利等基础设施建设，2017-2019 年公路建设投资额分别为 564.48 亿元、650.92 亿元和 455.19 亿元，2019 年投资额同比减少 30.07%。2020 年第一季度，西藏固定资产投资额同比增加 0.30%；公路建设投资额为 47.23 亿元，同比增加 124.96%。

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。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 3,500 公里，普通国道三级以上公路比例达到 65%，实现所有的县通

¹ 根据增长率倒算。

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%。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。根据西藏自治区国民经济和社会发展统计公报数据显示，2017-2019年末西藏自治区公路通车里程分别为8.93万公里、9.78万公里和10.40万公里，较上年末分别增加0.73万公里、0.85万公里和0.62万公里，2019年增量同比减少0.23万公里。2020年，区内公路交通建设项目共计918个，其中，续建项目856个，新开工项目62个；所有项目计划自2020年3月1日起，分5批逐步开复工。铁路方面，Wind数据显示2018年末西藏自治区铁路运营里程为785.09公里²，较规划目标仍有较大差距。

图表 8. 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

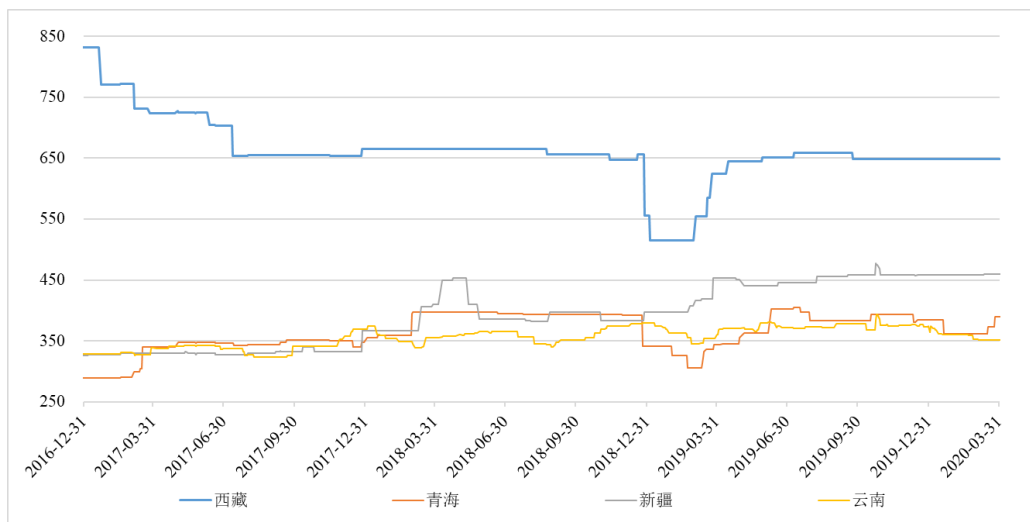
资料来源：《西藏自治区综合交通运输“十三五”发展规划》

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，未来交通及水利工程等基础设施建设的持续开展将对区域内水泥需求形成良好支撑。

²统计口径与《交运十三五规划》或存在差异。

西藏自治区经济发展及建设投入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，根据西藏自治区经济和信息化厅于 2019 年 12 月发布的《西藏自治区经济和信息化厅关于公开全区水泥熟料生产线清单的公告》，截至 2019 年末，自治区设计熟料产能 615.00 万吨，实际熟料产能 769.50 万吨。供应方面，Wind 数据显示，2017-2019 年西藏自治区水泥产量分别为 642.14 万吨、913.03 万吨和 1,080.95 万吨，逐年增长；2020 年第一季度，受新冠疫情影响，区内水泥需求缩减，产量同比减少 56.33%至 54.16 万吨。经初步预测，至“十三五”末，区内水泥年需求量将达 1,700 万吨左右，水泥缺口近 700 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[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。目前具有较强竞争力的水泥企业开始在西藏自治区进行产能布局。根据公开资料，目前西藏自治区在建生产线共计 5 条，主要包括：安徽海螺水泥股份有限公司的 1 条 2,500t/d 生产线、甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（简称“祁连山”）的年产 120 万吨水泥熟料项目、拉萨市城市建设投资经营有限公司与祁连山合资设立的拉萨城投祁连山水泥有限公司的年产 120 万吨水泥熟料项目、西藏开投海通水泥有限公司的 2,000t/d 新型干法熟料水泥生产线项目和西藏昌都高争建材股份有限公司二期 2,000t/d 熟料新型干法水泥生产线项目，根据建设进度判断，近两年在建生产线或陆续投产，水泥供应缺口或收窄。

图 9. 西藏自治区及周边省份水泥均价走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

由于西藏自治区的地理位置和地形地貌原因，区外水泥入藏运输成本高，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，以致生产成本高，进一步支撑水泥价格。Wind 数据显示，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月起至2018年末区内水泥均价稳定在650-660元/吨左右;由于自治区内尚未执行错峰生产,施工淡季水泥库存增长,受此影响2019年第一季度区内企业存在较激烈的竞价销售情况,以致短期内区内水泥价格明显回落,1-2月价格筑底515元/吨左右,但3月起价格快速回升,4月至年末价格稳定在650元/吨左右。2020年以来,水泥价格维持在650元/吨左右。

2. 业务运营

跟踪期内,该公司主营业务仍以建材业务和工程业务为主,公司所持西藏区域部分矿权,仍作为战略储备资源待未来适时开发。2019年公司水泥及商砼等主要建材产品产销规模保持相对稳定,建材板块增长企稳;因公路项目进入施工高峰,工程业务收入增长带动营业收入增长,但已结算部分款项回笼相对滞后,回款压力加大。公司建材业务盈利空间大,2019年因期间费用增加,盈利规模小幅缩减。2020年第一季度,新冠疫情影响下,水泥销量下滑,建材业务收入减少,工程收入确认滞缓,加之期间费用增加,当期公司出现经营性亏损。

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,公司水泥市场集中于区内,区域经济发展和基建投资状况等对业务开展的影响大;同时,由于自治区内生态环境脆弱,水泥作为高能耗及高污染行业,地方性准入门槛较高,公司作为先发企业,能够凭借已有规模及品牌口碑维持在区域市场内的竞争地位。工程施工业务方面,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 10. 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
工程业务	西藏自治区,目前已拓展至江西、贵州等省份	资质、品牌等

资料来源:西藏天路

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 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	35.91	50.21	56.21	3.47	5.46
其中：核心业务营业收入（亿元）	35.89	50.16	56.05	3.15	5.46
在营业收入中所占比重（%）	99.93	99.88	99.71	90.87	99.96
其中：（1）水泥	26.72	34.39	34.31	1.29	3.04
在核心业务收入中所占比重（%）	74.45	68.56	61.21	41.02	55.74
（2）商砼	3.78	2.72	3.53	0.02	0.14
在核心业务收入中所占比重（%）	10.53	5.43	6.30	0.67	2.55
（3）骨料	0.25	1.21	0.99	0.22	0.18
在核心业务收入中所占比重（%）	0.71	2.42	1.76	6.84	3.37
（4）沥青砼	-	-	0.79	0.51	-
在核心业务收入中所占比重（%）	-	-	1.42	16.03	-
（5）工程业务	5.13	11.83	16.43	1.12	2.09
在核心业务收入中所占比重（%）	14.30	23.59	29.31	35.44	38.33
毛利率（%）	29.15	32.59	31.09	20.04	19.53
其中：（1）水泥（%）	35.62	42.42	43.27	29.23	22.72
（2）商砼（%）	11.98	19.05	15.67	2.49	2.48
（3）骨料（%）	49.40	52.22	53.29	56.67	50.84
（4）沥青砼（%）	-	-	23.29	12.57	-
（5）工程业务（%）	6.83	4.80	7.99	11.26	13.20

资料来源：西藏天路

2017-2019 年，该公司营业收入分别为 35.91 亿元、50.21 亿元和 56.21 亿元，其中核心业务收入分别为 35.89 亿元、50.16 亿元和 56.05 亿元，逐年增加。收入构成方面，同期水泥销售收入分别为 26.72 亿元、34.39 亿元和 34.31 亿元，占核心业务收入的比重分别为 74.45%、68.56%和 61.21%。2018 年公司新建生产线产能充分释放，水泥收入同比增加，2019 年收入保持稳定。2017-2019 年，商砼业务收入分别为 3.78 亿元、2.72 亿元和 3.53 亿元，2018 年因销量下滑收入相应减少。2017 年公司拓展骨料业务，同期该板块分别实现收入 0.25 亿元、1.21 亿元和 0.99 亿元。公司收购重交再生的事项于 2019 年 11 月完成，2019 年公司新增沥青砼销售收入 0.51 亿元，系重交再生当年 12 月业务收入。2017-2019 年，公司工程业务收入分别为 5.13 亿元、11.83 亿元和 16.43 亿元，2018 年因合同完工量增加，工程业务收入大幅增加，2019 年区外项目进入施工高峰期，收入持续增加。

2017-2019 年，该公司综合毛利率分别为 29.15%、32.59%和 31.09%。同期，公司水泥毛利率分别为 35.62%、42.42%和 43.27%，逐年提高；商砼毛利率分别为 11.98%、19.05%和 15.67%，呈现一定波动；骨料毛利率保持在 50%左右；2019 年沥青砼毛利率为 23.29%。工程业务毛利率分别为 6.83%、4.80%和 7.99%，2018 年因竞争激烈，同时受合同施工内容变更等因素影响，该业务盈利空间收窄，2019 年得益于公司加强施工成本控制力度，该业务毛利率有所提升。

2020年第一季度，该公司实现营业收入3.47亿元，同比减少36.50%。其中水泥业务收入为1.29亿元，同比减少57.56%，主要系新冠疫情影响下，区内基建停滞，公司水泥销量减少所致；工程业务收入为1.12亿元，同比减少46.64%，主要系受新冠疫情影响，公司承建的项目未开工或进度放缓所致。当期公司综合毛利率为20.04%，与上年同期基本持平。

A. 建材业务

该公司系西藏自治区最大的水泥生产企业，水泥销售在区内市场份额超过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。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。2018年，因昌都高争熟料生产线技改完成，熟料产能有所增加。2019年以来公司熟料及水泥产能未发生变化。截至2020年3月末，公司控股的在役水泥熟料生产线共4条，熟料设计年产能合计为325万吨，配套水泥粉磨窑设计年产能425万吨。商砼业务集中于高争股份下属公司，2017年5月公司增加混凝土搅拌站，公司商砼产能有所增加，当年末年产能为180万立方米，之后未发生变化。公司于2017年拓展了商砼上游骨料业务，截至2020年3月末共有骨料基地1个，年产能为150万吨。

图表 12. 公司建材产品产能及产销情况

产品	指标	2017年（末）	2018年（末）	2019年（末）	2020年 第一季度（末）
熟料	产能（万吨）	300.00	325.00	325.00	325.00
	产量（万吨）	350.88	445.18	452.83	95.62
	产能利用率	134.95%	136.98%	139.33%	117.69%
水泥	产能（万吨）	405.00	425.00	425.00	425.00
	产量（万吨）	519.65	639.48	648.24	35.50
	其中：P.O.32.5 标号	181.73	211.43	192.50	18.65
	其中：P.O.42.5 标号	329.98	417.42	435.30	16.47
	其中：P.O.52.5 标号	7.94	10.63	20.44	0.38
	产能利用率	146.38%	150.47%	152.53%	33.41%
	销量（万吨）	513.40	641.89	651.69	29.57
	销售均价（元/吨）	591.96	626.31	603.10	508.84
	产销率	98.80%	100.38%	100.53%	83.30%
商砼	产能（万立方米）	180.00	180.00	180.00	180.00
	产销量（万立方米）	80.10	74.66	86.84	0.49
	产能利用率	44.50%	41.48%	48.24%	1.09%
	销售均价（元/立方米）	472.54	571.35	542.66	486.91
骨料	产能（万吨）	150.00	150.00	150.00	150.00
	产销量（万吨）	67.08	314.69	249.00	54.00
	产能利用率	44.72%	209.79%	166.00%	144.00%
	销售均价（元/吨）	37.99	41.00	44.70	44.95

资料来源：西藏天路

注：表内产能为年末设计年产能；产能利用率系根据产量及加权平均产能计算，2017年藏中建材生产线按投产8个月计算，2017年高争股份新增商砼产能按投产7个月计算；第一季度产能利用率经年化处理。

2017-2019年，该公司熟料产量分别为350.88万吨、445.18万吨和452.83万吨，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134.96%、136.98%和139.33%，设备运转率较高。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519.65万吨、639.48万吨和648.24万吨；水泥生产计划制定根据“以销定产”原则，产销率接近100%。水泥产品结构方面，同期42.5及以上标号水泥产量占比分别为65.03%、66.94%和70.30%。2017-2019年公司分别生产销售商砼80.10万立方米、74.66万立方米和86.84万立方米，产能利用率处于低水平。2017-2019年，公司骨料产销量分别为67.08万吨、314.69万吨和249.00万吨，因需求增长2018年骨料产销量大幅增加，2019年则有所回落。因西藏地区水泥供不应求，目前采暖季未实行错峰生产，除进行正常生产线检修和新冠疫情防控期间停产外，公司熟料生产线于第一季度水泥需求淡季仍保持较高运转率。2020年第一季度公司熟料产量为95.62万吨，仅同比下降2.05%，但因处于下游施工行业停工，水泥粉磨设备开工不足，同期水泥产量为35.50万吨，销量为29.57万吨，同比分别大幅减少52.86%和60.25%；商砼及骨料产销量分别为0.49万立方米和54.00万吨，同比分别减少88.55%和增加13.45%。

西藏地区水泥供应紧张，为保证国家大型重点工程、精准扶贫项目等建材供应，2017年以来该公司向上述项目供应的水泥量占水泥销售总量比重约为10%。2017年按照藏国资函[2017]73号及藏政办发[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。2017-2019年，公司水泥销售均价分别为591.96元/吨、626.31元/吨和603.10元/吨，呈小幅波动态势；2020年第一季度，主要因水泥销售淡季叠加新冠疫情防控期间下游施工行业开工滞后影响，水泥需求大幅下降，公司水泥销售均价降至508.84元/吨。商砼方面，2017-2019年及2020年第一季度销售均价分别为472.54元/立方米、571.35元/立方米、542.66元/立方米和486.91元/立方米，2018年价格涨幅较大，2019年以来价格有所回落。同期，公司骨料销售均价持续提升。

图表 13. 公司主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
石灰石	采购量(万吨)	374.91	454.94	444.94	102.10
	采购均价(元/吨)	26.65	37.98	28.85	28.95
煤炭	采购量(万吨)	48.01	65.87	59.16	11.40
	采购均价(元/吨)	759.26	889.31	786.40	751.20
电	采购量(万千瓦时)	27,856.85	45,593.97	42,107.66	5,314.09
	采购均价(元/千瓦时)	0.74	0.70	0.70	0.72
骨料	采购量(万吨)	-	-	228.15	53.66
	采购均价(元/吨)	-	-	39.61	39.82
熟料	采购量(万吨)	74.59	73.42	107.87	28.73
	采购均价(元/吨)	567.92	674.04	541.39	570.94

资料来源：西藏天路

注：表内数据系外部采购数据。

石灰石系水泥熟料最主要的原料，石灰石矿山系水泥生产企业核心资源。该公司

下属高争股份生产线配套有石灰石矿山，截至 2020 年 3 月末石灰石保有储量为 14,824.17 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 2020 年 3 月末石灰石保有储量为 4,759.00 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。2017-2018 年公司水泥熟料产量增加，石灰石外采量有所增加；2019 年公司水泥熟料产量保持稳定，当年石灰石外采量同比变化不大。同期，石灰石采购价格先升后降。

西藏地区水泥生产企业煤炭资源对区外依赖度很高，该公司煤炭主要采自青海省，大部分采购自格尔木开源煤业有限公司，运距超过 1,000 公里，当前主要通过公路运输，为确保煤炭供应，公司一般留有较多备货。2017-2019 年公司分别采购煤炭 48.01 万吨、65.87 万吨和 59.16 万吨，随着藏中建材生产线投产及产能释放，2018 年以来公司煤炭采购量较以往有所增加。同期，采购均价分别为 759.26 元/吨、889.31 元/吨和 786.40 元/吨，其中 2018 年因运输成本增加及煤炭供应紧张，采购均价较上年大幅上涨；2019 年以来，公司煤炭采购均价有所下降。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，截至目前公司在役 4 条熟料生产线均配备余热发电装置，装机总量为 21.50 兆瓦，可满足约 20%的生产用电需求。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司电力采购量分别为 2.79 亿千瓦时、4.56 亿千瓦时、4.21 亿千瓦时和 0.53 亿千瓦时；采购均价分别为 0.74 元/千瓦时、0.70 元/千瓦时、0.70 元/千瓦时和 0.72 元/千瓦时，2018-2019 年得益于国家发改委调低工商企业电价，电力采购均价较以往有所下降，2020 年第一季度因执行枯水期电价，电价有所上升。

西藏自治区水泥存在较大供应缺口，该公司部分熟料通过区外采购，当地粉磨加工为水泥成品后对外销售。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司熟料采购量分别为 74.59 万吨、73.42 万吨、107.87 万吨和 28.73 万吨。为保证供给，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。同期，熟料采购均价分别为 572.46 元/吨、674.04 元/吨、541.39 元/吨和 570.94 元/吨，2017-2018 年主要受青海地区水泥错峰生产政策加码影响公司外购熟料价格涨幅明显，2019 年外购熟料价格有所回落。结算模式方面，熟料采购按照发货量按周或按月结算。

另外，该公司收购重交再生的事项于 2019 年 11 月完成，公司建材业务产品增加沥青砼品种。重交再生沥青砼产能约为 200 万吨/年，2019 年 12 月和 2020 年第一季度产量分别为 19.66 万吨和 14.13 万吨，销量分别为 23.67 万吨和 14.30 万吨，销售均价分别为 318.99 元/吨和 309.48 元/吨。

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、天源路桥、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等，在西藏自治区内虽具有一定的优势，但近年来随着西藏建筑市场开放，众多大型央企入藏，市场竞争日益激烈，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，公司该板块业务面临发展瓶颈。

图表 14. 公司工程业务分类型收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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	4.85	5.29%	11.51	3.89%	16.43	7.99%	1.12	11.26%
其中：公路工程	3.60	3.80%	10.53	3.51%	13.58	6.44%	1.05	11.23%
房建工程	1.30	11.62%	0.71	10.61%	1.95	9.22%	0.04	9.71%
市政道路	-	-	-	-	0.40	40.22%	0.002	40.23%
水利及其他专业工程	-0.04 ³	77.49%	0.27	0.93%	0.16	-7.00%	0.02	0.06%
监理与检测业务	0.28	33.58%	0.33	36.92%	0.34	32.57%	0.01	43.49%

资料来源：西藏天路

该公司工程业务包括施工业务及监理与检测业务。施工业务按照类型可分为公路工程、房建工程、市政道路工程和水利工程等，近年来收入主要来源于公路工程；公司监理检测业务规模较小，收入及利润贡献有限。2017-2019 年和 2020 年第一季度，施工业务收入分别为 4.85 亿元、11.51 亿元、16.43 亿元和 1.12 亿元，其中 2018-2019 年收入持续增长主要因昌都农村公路、国道改建、贵州省凯里环城高速公路及云南红河州等工程当年进入施工高峰期。同期，毛利率分别为 5.29%、3.89%、7.99% 和 11.26%，其中 2018 年主要系受压价竞标、项目施工内容变更及营改增等因素影响，毛利率有所下滑；2019 年以来主要得益于成本控制力度加强，公司公路工程盈利空间有所增厚。

图表 15. 公司施工业务新签合同情况（单位：亿元）

类型	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
公路工程	10.95	13.03	4.26	1.01
房建工程	0.96	0.53	4.73	-
水利及其他专业工程	6.73	-	2.28	-
合计	18.63	13.56	11.27	1.01
其中：西藏自治区外	3.54	12.72	6.54	1.01

资料来源：西藏天路

注：上表含公司合并范围内工程项目。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司施工业务新签合同额分别为 18.63 亿元、13.56 亿元、11.27 亿元和 1.01 亿元，逐年减少。2019 年公司公路工程新签合同金额同比显著下降，但房建工程新签合同金额有所增加，主要系新签合并范围内昌都高争二期生产线土建工程。2017 年起公司主要通过与央企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。截至 2020 年 3 月末公司在手合同金额（含合并范围内

³ 收入为负，系子公司天源路桥承建拉洛水利项目结算调整。

工程项目)为 12.20 亿元,其中西藏自治区外在手合同金额为 8.24 亿元,占比为 67.58%。

该公司 2017 年参与的 PPP 项目包括江西省萍乡市安源区白源河片区海绵城市建设 PPP 项目(简称“萍乡项目”)和贵州省凯里环城高速公路北段 PPP 项目(简称“凯里项目”),公司中标合同金额分别为 1.21 亿元和 9.17 亿元。

萍乡项目和凯里项目对应项目公司均不纳入该公司合并范围。其中,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(简称“海绵城市建设公司”),由公司与水利部第八工程局有限公司(简称“水电八局”)、中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司和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(简称“黔东南公司”),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。黔东南公司首期注册资本为 2 亿元,公司出资 2,100 万元,持股比例为 10.50%。根据该项目总投资估算,项目资本金总额约为 28,909.01 万元,截至 2019 年末公司累计向黔东南公司完成出资 25,200 万元,持股比例未发生变化。凯里项目采用 BOT 模式开展,合同期为 33 年,其中建设期 3 年,运营期 30 年。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,黔东南公司承担高速公路建设和运营职责,项目收益来源于通行费收入,政府方提供缺口性运营补贴。

由于公司参与的上述 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,项目经营期收益存在一定不确定性。

图表 16. 公司 2019 年在建主要项目情况(单位:万元)

项目名称	工程类型	项目金额	工期	完工百分比	累计确认收入	累计成本投入	累计回笼资金
贵州省凯里环城高速公路北段 PPP 项目	公路工程	91,715.09	482 天	76.56%	61,566.84	52,898.67	58,575.06
昌都市农村公路总承包项目施工第十四标段	公路工程	63,670.87	28 个月	86.16%	51,620.04	49,047.41	29,087.23
云南红河州建个元高速公路	公路工程	41,975.68	36 个月	77.46%	28,243.28	25,910.89	22,840.20
西藏昌都高争建材有限公司二期 2000t/d 熟料新型干法水泥生产线项目土建工程	房建工程	39,800.00	18 个月	30.54%	9,617.73	8,362.36	7,687.54
国道 219 线措美县古堆乡至朗县金东乡段新改建工程 21 合同段	公路工程	28,827.58	30 个月	98.00%	24,579.22	22,393.22	17,313.32
长九(神山)灰岩矿项目码头一期工程陆域部分土建及安装施工	专业工程	25,886.50	6 个月	100.00%	23,202.77	21,437.83	25,119.77
国道 219 线康马县至措美县古堆乡段新改建工程洛扎至古堆段第 13 标段	公路工程	23,358.50	30 个月	97.64%	22,245.32	20,737.09	20,246.86
提前实施“十三五”公路危桥改造工程五标段	专业工程	17,240.74	21 个月	98.03%	15,299.90	14,277.27	16,298.20
公路危桥改造工程第二标段	专业工程	13,863.66	21 个月	96.61%	11,843.39	11,843.39	12,856.88
西藏拉洛水利枢纽及配套灌区工程贝琼隧洞施工第二标段	专业工程	11,166.35	46 个月	81.14%	9,625.80	9,619.08	6,068.24

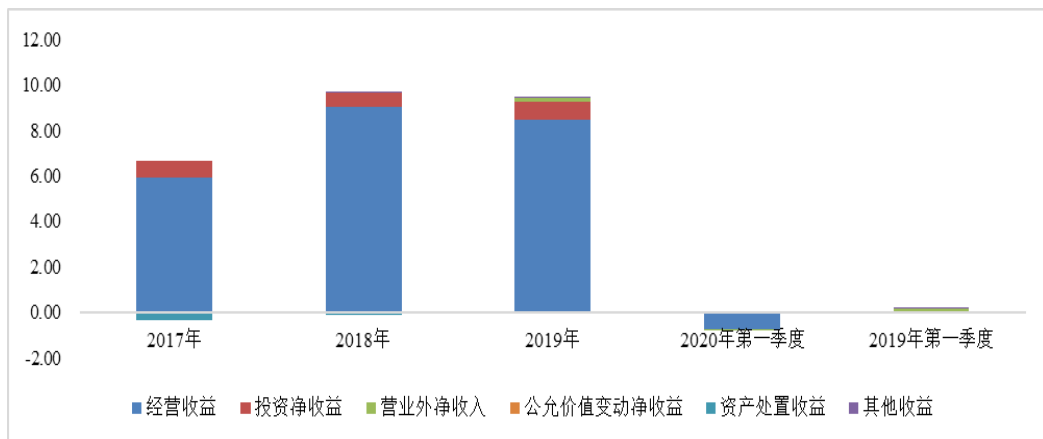
项目名称	工程类型	项目金额	工期	完工百分比	累计确认收入	累计成本投入	累计回笼资金
安徽省池州市长九（神山）灰岩矿项目料场土石方剥离与毛料挖装运二标工程	专业工程	22,784.29	5 年	34.36%	7,074.47	6,934.67	4,181.72
林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站土建工程	房建工程	7,500.00	240 天	93.33%	6,325.35	5,868.70	5,379.70
长九（神山）灰岩矿物流廊道（K2+500~K7+500）土建工程	专业工程	6,549.28	9 个月	100.00%	6,290.76	5,861.18	6,298.64
日喀则市萨迦县萨迦镇至查荣乡公路工程一阶段施工项目第一标段	公路工程	5,793.21	26 个月	100.00%	5,168.79	4,834.13	5,021.33
安顺普四路项目	市政道路	5,749.38	12 个月	93.46%	5,386.46	3,570.25	4,214.85
潼南高新区部分道路整修工程	路面工程	3,750.00	12 个月	100.00%	3,633.98	2,198.77	-
合计	-	409,631.13	-	-	291,724.10	265,794.91	241,189.54

资料来源：西藏天路（截至 2019 年末）

该公司 2019 年在建的主要项目如上表所示，项目合同金额合计 40.96 亿元，截至 2019 年末已累计确认收入 29.17 亿元，累计回笼资金 24.12 亿元，部分项目存在资金回笼滞后的情况。

（2）盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本⁴

2017-2019 年，该公司分别实现营业毛利 10.47 亿元、16.36 亿元和 17.48 亿元，其中 2018 年增量较大，主要得益于新建产能的投产及产能的释放；2019 年水泥业务盈利保持稳定，营业毛利的增长主要来源于工程业务。同期，公司期间费用分别为 3.94 亿元、6.78 亿元和 8.02 亿元。其中，销售费用分别为 0.24 亿元、0.31 亿元和 0.84 亿元，其中 2019 年销售费用增加，主要系含运费销售水泥增加所致；管理费用分别为 3.34 亿元、4.60 亿元和 4.75 亿元，主要因职工薪酬调高及保险、修理等费用增加而逐年增加；2018-2019 年公司研发费用分别为 1.60 亿元和 1.63 亿元，金额较大主要系近年来公司及下属公司进行高新技术企业认定申报，立项项目较多所致；财务费用分别为 0.37 亿元、0.26 亿元和 0.81 亿元，2019 年因债务增加，利息支出有所增加，但公司能够持

⁴ 为保持口径一致性，2019 年营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

续享受西藏自治区金融优惠政策，贷款利率很低，因而财务费用金额不大。2017-2019年公司确认资产减值损失和信用减值损失合计分别为0.16亿元、0.10亿元和0.61亿元，主要为计提的坏账准备，2019年金额较大主要系当年应收账款大幅增加所致。同期，公司经营收益分别为5.95亿元、9.05亿元和8.45亿元。

2020年第一季度，该公司实现营业毛利0.70亿元，同比减少34.83%；期间费用同比增长38.60%至1.46亿元，主要因债务利息支出及水泥运费增加所致；当期资产减值损失和信用减值损失合计为-242.76万元；经营收益为-0.76亿元，同比减少0.76亿元。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入合计（亿元）	35.91	50.21	56.21	3.47	5.46
毛利（亿元）	10.47	16.36	17.48	0.70	1.07
期间费用率（%）	10.98	13.50	14.27	41.95	19.22
其中：财务费用率（%）	1.03	0.52	1.44	10.62	2.41
全年利息支出总额（亿元）	0.75	0.82	0.99		
其中：资本化利息数额（亿元）	0.02	-	-		

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2017-2019年，该公司分别确认投资净收益0.69亿元、0.57亿元和0.78亿元，其中权益法下确认对合营、联营水泥企业的投资收益分别为0.69亿元、0.56亿元和0.76亿元，主要来自参股公司西藏高新建材集团有限公司（简称“高新建材”，截至2019年末公司持股30%）。高新建材主营水泥、骨料、商砼的生产销售，主要销售市场亦为西藏自治区，因此公司投资收益与主业盈利具有较强同向性。公司营业外收入及其他收益合计金额不大，分别为0.03亿元、0.04亿元和0.29亿元，主要为分摊余热发电政府拨款及各种补贴和奖励资金；营业外支出分别为475.30万元、755.52万元和1,144.05万元，金额亦较小。公司资产处置损失主要发生于2017年，金额为0.31亿元，主要系高争股份处置固定资产产生损失所致。2017-2019年公司利润总额分别为6.31亿元、9.59亿元和9.41亿元；公司持续享受西藏自治区所得税相关优惠政策，所得税费用分别为0.52亿元、1.01亿元和1.08亿元，扣除所得税后公司实现净利润5.79亿元、8.58亿元和8.33亿元；同期，公司总资产报酬率分别为9.27%、12.24%和10.38%。

2020年第一季度，该公司确认投资净收益为18.57万元，营业外收入及其他收益合计17.11万元。当期，公司实现利润总额-0.76亿元，同比减少0.94亿元；净利润为-0.75亿元，同比减少0.88亿元。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
投资净收益（万元）	6,939.60	5,697.68	7,775.77	18.57	-
营业外收入及其他收益（万元）	298.54	403.93	2,933.67	17.11	1,810.38
资产处置收益（万元）	-3,141.07	-5.29	-21.11	-	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

整体看，近年来该公司盈利主要来源于主营业务，投资收益主要系参股的区域内同行业企业权益法下确认的收益，与公司主业呈现较强共周期性；其他盈利影响因素对公司盈利影响则较小。受疫情影响，2020年第一季度公司发生亏损。

(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，公司将推进昌都二期产能建设，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 20. 公司主要在建/拟建项目投资规划（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至2020年3月末已投资	投资规划			资金来源
			2020年4-12月	2021年	2022年	
昌都二期项目	11.65	4.62	3.42	2.45	0.50	债务类融资（含可转换公司债券）
林芝水泥粉磨站项目	2.61	1.20	0.92	-	-	债务类融资（含可转换公司债券）
日喀则商品混凝土扩建环保改造项目	1.04	-	0.50	0.54	-	债务类融资（含可转换公司债券）
合计	15.30	5.82	4.84	2.99	0.50	-

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：投资规划根据当前已有规划金额填列。

该公司目前在建/拟建项目主要围绕建材业务，项目预计总投资合计15.30亿元，其中昌都高争二期项目预计总投资为11.65亿元。截至2020年3月末，上述项目已累计投资5.82亿元，其中昌都二期项目累计完成投资4.62亿元，生产线土建部分已完成施工总量的95.5%，设备安装部分已完成安装总量的27.8%。按照当前规划，2020年4-12月、2021年和2022年公司计划分别投资4.84亿元、2.99亿元和0.50亿元。

管理

该公司为国有控股上市公司，控股股东为天路集团，实际控制人为西藏自治区国资委。天路集团拟将所持公司股份无偿划转至高争集团，若划转事项完成，公司控股股东将发生变更，但实际控制人不变。跟踪期内，因工作调动原因公司董事会及高管层人员发生一定变动。近年来公司关联交易金额较小，对经营及财务影响不大。

跟踪期内，该公司控股股东仍为西藏天路置业集团有限公司（简称“天路集团”，即原西藏天路建筑工业集团有限公司，2019年1月变更为现名），截至2020年3月末天路集团持有公司22.67%的股权；西藏自治区人民政府国有资产监督管理委员会（简称“西藏国资委”）持有天路集团100%股权，因此公司实际控制人为西藏国资委。公司产权状况详见附录一。

该公司2019年12月2日收到天路集团通知，天路集团后续拟按照西藏国资委《关

于西藏天路股份有限公司变更股东相关事宜的通知》（藏国资发[2017]249号）的要求，将持有公司 22.67% 股权整体无偿划转至西藏高争建材集团有限公司（简称“高争集团”），若股权划转事项完成，高争集团将成为公司控股股东，但因高争集团由西藏国资委全资控股，公司实际控制人不会发生改变。根据公司于 2019 年 12 月 13 日发布的《关于控股股东通过大宗交易方式转让公司可转换公司债券的公告》，截至 2019 年 12 月 12 日天路集团已通过大宗交易方式将其持有公司全部本次债券共计 2,464,280 张转让给高争集团。

跟踪期内，该公司治理结构、组织结构和内部管理制度均未发生变化，组织结构详见附录二。因工作调动原因，公司董事会及高管层人员发生了一定的变化。

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%）⁵质押给国家开发银行融资 3.90 亿元，用于投资项目建设⁶。截至 2020 年 3 月末，该笔质押尚未解除。

图表 21. 公司关联交易情况（单位：万元）

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
关联采购	138.89	1,264.07	99.79
关联销售	9,530.33	40,339.16	27,797.54
其中：西藏高争集团建材销售有限公司	9,441.16	11,261.92	14,806.25
水电八局	-	6,480.10	9,262.85
中电建安徽长九新材料股份有限公司	-	22,597.14	3,728.44
关联应收款项（账面余额）	3,424.30	11,133.23	12,976.02
其中：天路集团	2,043.81	-	-
西藏天路置业集团有限公司	600.00	1,833.38	5,133.36
水电八局	-	5,835.43	6,005.22
萍乡市水电八局白源河海绵城市建设有限公司	-	1,903.00	998.67
关联应付款项（账面余额）	2,016.66	4,599.82	2,575.40
其中：水电八局	-	2,215.13	-
西藏高争（集团）有限责任公司	805.21	899.67	1,554.67
西藏高争集团建材销售有限公司	311.45	300.00	94.58

资料来源：西藏天路

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

根据审计报告所载，2017-2019 年该公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额较小；2018 年销售商品、提供劳务产生的关联交易金额较大主要因向参股公司中电建安徽长九新材料股份有限公司（简称“安徽长九”）提供土建及安装工程施工服务。2019 年末，公司应收及应付关联方款项账面余额合计数分别为 12,976.02 万元和

⁵ 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。

⁶ 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。

2,575.40 万元。整体看，公司关联交易金额相对较小，对经营及财务未产生重大影响。

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2020 年 4 月 9 日）及下属主要二级子公司高争股份（截至 2020 年 1 月 6 日）和昌都高争（截至 2020 年 5 月 11 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 2020 年 5 月末公司本部以及子公司高争股份和昌都高争本部口径自 2017 年以来不存在被行政处罚、列入经营异常名单或列入违法失信黑名单的情况。

财务

跟踪期内该公司刚性债务有所增加，债务期限结构趋于短期化。主要得益于盈利留存，公司财务结构保持稳健。2019 年公司工程项目及商砼销售回款滞后，但水泥业务收现质量较好，经营性现金流净流入规模仍扩大。公司可动用货币资金较充裕，可为债务的偿付提供良好保障。

1. 数据与调整

中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定。

该公司 2018 年度和 2019 年度财务报表的编制分别遵循财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）和《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）文件的要求。因分析开展需要，本评级报告所列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”；并将“应付利息”纳入刚性债务（其他短期刚性债务）核算。

截至 2017 年末，公司合并范围内二级子公司数量为 7 家。2018 年，公司共投资设立子公司 4 家，其中二级子公司 2 家，为西藏高天企业孵化股份有限公司和投资设立林芝天智企业管理股份有限公司，持股比例均为 60%。截至 2018 年末，公司合并范围内二级子公司数增至 9 家。2019 年，公司设立全资二级子公司安徽天路建材贸易有限公司；当年通过股权转让及增资完成了重交再生的 51% 股权的收购，将其纳入合并范围；另外，公司转让二级子公司林芝天智企业管理股份有限公司和西藏高天企业孵化股份有限公司 100% 股权。截至 2019 年末，公司合并范围内二级子公司数仍为 9 家。

图表 22. 2019 年公司收购纳入合并范围的企业情况（单位：亿元）

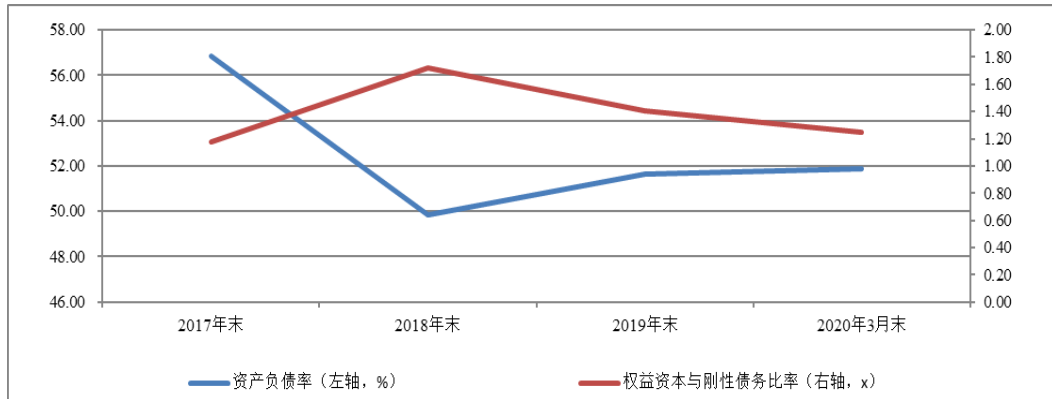
被收购企业名称	是否同一控制	持股比例	收购对价	取得的可辨认净资产公允价值份额	商誉
重交再生	否	51.00%	2.19	1.28	0.91

资料来源：西藏天路

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

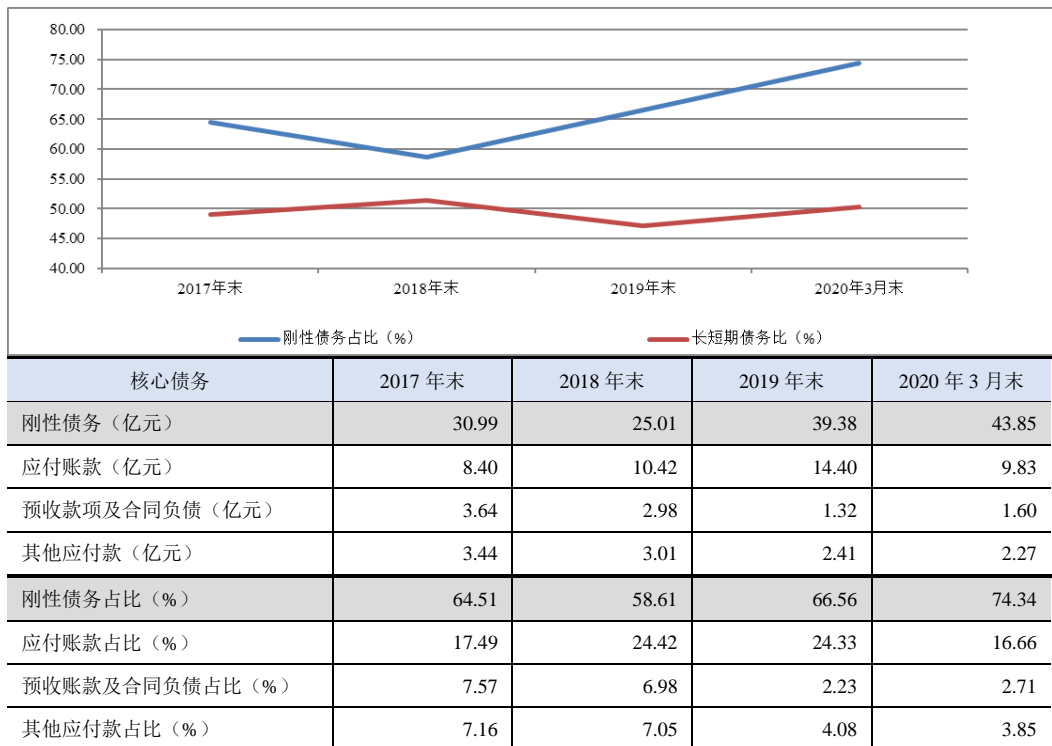
2017-2019 年末，该公司负债总额分别为 48.04 亿元、42.68 亿元和 59.17 亿元，2019 年末增量较大主要系因刚性债务增加所致。2017-2019 年公司分别实现净利润 5.79 亿元、8.58 亿元和 8.33 亿元，派发上年度现金分红金额分别为 0.84 亿元、2.31 亿元和 1.34 亿元，盈利留存对所有者权益形成补充。另外，2019 年因发行本次债券，确认权益部分金额为 2.09 亿元（纳入“其他权益工具”核算）。2017-2019 年末，公司所有者权益分别为 36.44 亿元、42.96 亿元和 55.46 亿元。公司权益以实收资本、资本公积金、未分配利润和少数股东权益为主，2019 年末上述科目占所有者权益的比重分别为 15.60%、14.50%、28.86%和 34.35%。2017-2019 年末，公司资产负债率分别为 56.87%、49.83%和 51.62%，财务结构相对稳健。同期末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 1.18 倍、1.72 倍和 1.41 倍，权益资本对刚性债务的覆盖能力较强。

2020 年 3 月末，该公司负债总额较年初减少 0.18 亿元至 58.99 亿元；所有者权益较年初减少 0.74 亿元至 54.72 亿元。同期末，公司资产负债率为 51.88%，与年初基本持平；权益资本与刚性债务比率降至 1.25 倍，较年初小幅下降。

本次债券已于 2020 年 5 月进入转股期，若未来成功转股，将有助于公司平衡财务杠杆。

(2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据西藏天路所提供数据绘制。

注：上表“占比”指占总负债的比重；为保持数据可比性，2018 年末及 2019 年 9 月末其他应付款按照 2018 年以前报表科目列示规则调整前的口径填列。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2017-2019 年末刚性债务占比分别为 64.51%、58.61% 和 66.56%；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。同期末，应付账款分别为 8.40 亿元、10.42 亿元和 14.40 亿元，逐年增加，其中 2019 年除因原合并范围内公司应付工程及材料款增加外，增量还体现于收购重交再生的合并口径变化。公司应付账款主要系尚未到约定付款期或结算期的材料采购款和工程款。预收款项及合同负债主要系预收货款及工程款，同期末分别为 3.64 亿元、2.98 亿元和 1.32 亿元，主要因结转收入而减少。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 3.44 亿元、3.01 亿元和 2.41 亿元。

2020 年 3 月末，该公司主要因工程及材料采购款结算支付，应付账款较年初减少 4.57 亿元至 9.83 亿元；上述除刚性债务以外其他负债科目金额较年初变化不大。

债务期限结构方面，该公司负债以流动负债为主，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末长短期债务比分别为 48.97%、51.42%、47.05% 和 50.21%。

(3) 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年(末)	2018 年(末)	2019 年(末)	2020 年 3 月(末)
短期刚性债务合计	15.36	10.66	20.62	24.30
其中：短期借款	7.30	5.82	8.32	10.50
一年内到期的非流动负债	8.04	4.79	11.42	5.06
超短期融资券	-	-	-	8.00
应付票据	-	0.04	0.85	0.66
应付利息	0.02	0.02	0.03	0.08
中长期刚性债务合计	15.64	14.35	18.76	19.55
其中：长期借款	15.64	14.35	10.17	10.86
应付债券	-	-	8.54	8.65
其他中长期刚性债务	-	-	0.05	0.04
综合融资成本（年化）	2.72%	2.95%	3.08%	3.44%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：2017-2019 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，2020 年第一季度综合融资成本系根据公司提供的银行借款明细计算填列。

2017-2019 年末，该公司刚性债务余额分别为 30.99 亿元、25.01 亿元和 39.38 亿元，2019 年末公司刚性债务增量较大。从期限结构方面看，同期末中长期刚性债务占比分别为 50.45%、57.36%和 47.64%，2019 年因长期借款转入一年内到期的非流动负债，故占比有所下降。从融资渠道来看，公司刚性债务以银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款，下同）为主，2017-2019 年末余额分别为 30.98 亿元、24.96 亿元和 29.87 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 99.95%、99.77%和 75.84%，2019 年末有所下降，主要系发行本次债券所致。从借款类型来看，公司银行借款主要为信用和担保借款（公司本部为下属子公司提供担保），占比超过 90%。从承债主体分布看，公司债务主要由母公司承担，2017-2019 年末本部刚性债务余额分别为 21.84 亿元、15.12 亿元和 27.12 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重分别为 70.48%、60.45%和 68.86%。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务较年初增加 4.47 亿元至 43.85 亿元；因短期借款有所增加，加之发行超短期融资券，以致刚性债务期限愈发偏向于短期，当期末中长期刚性债务占比进一步降至 44.58%。

融资成本方面，根据该公司提供的数据测算，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司金融机构借款综合融资成本分别为 2.72%、2.95%、3.08%和 3.44%。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，但呈逐年上升趋势。

图表 26. 公司 2020 年 3 月末银行借款到期剩余期限结构及利率情况（单位：亿元）

到期剩余期限 利率区间	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
2~3%（含 3%）	0.50	4.90	4.90	2.78	-
4~5%（含 5%）	2.05	5.00	1.20	-	3.00

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
5~6% (含6%)	0.05	0.01	-	-	-
6~7% (含7%)	0.11	0.20	-	-	-
7%及以上	0.08	-	-	-	-

资料来源：西藏天路

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 27. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
营业周期(天)	127.25	114.19	138.40	-
营业收入现金率(%)	124.75	109.08	98.61	225.83
业务现金收支净额(亿元)	7.32	9.56	10.70	-3.47
其他因素现金收支净额(亿元)	-1.87	-2.70	-3.64	-0.37
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	5.45	6.86	7.06	-3.84
EBITDA(亿元)	8.63	12.45	12.52	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.31	0.44	0.39	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	11.49	15.10	12.63	-

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。

2017-2019年，该公司营业周期分别为127.25天、114.19天和138.40天，其中2019年主要因应收工程项目业主方款项及商砼销售货款增加，营业周期有所延长。同期，公司营业收入现金率分别为124.75%、109.08%和98.61%，有所下降。同期，公司经营性现金流净额分别为5.45亿元、6.86亿元和7.06亿元，主要由主业贡献，2019年工程业务及商砼销售回款虽出现滞后的情况，但水泥销售收现质量仍较好，净流入规模持续扩大。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。2017-2019年，公司其他因素收支净额分别为-1.87亿元、-2.70亿元和-3.64亿元，因期间费用现金支出增加，净支出额逐年增加。2020年第一季度，主要因收到前期结算的工程项目回款及货款，公司营业收入现金率回升至225.83%；当期公司经营性现金流量净额为-3.84亿元，同比增加2.61亿元。

2017-2019年，该公司EBITDA分别为8.63亿元、12.45亿元和12.52亿元，逐年增长；利润总额占比分别为73.12%、76.99%和75.12%。同期，EBITDA对刚性债务的覆盖倍数分别为0.31倍、0.44倍和0.39倍，EBITDA对全部利息支出的覆盖倍数分别为11.49倍、15.10倍和12.63倍，其中2019年因刚性债务增量较大，EBITDA对刚性债务及其孳息的覆盖能力有所下降。

(2) 投资环节

图表 28. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	5.61	-1.66	-1.72	-0.34
取得投资收益收到的现金	0.36	0.01	1.17	-
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	-2.28	-2.65	-8.59	-1.53
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-1.45	-
投资环节产生的现金流量净额	3.69	-4.30	-10.59	-1.86

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司回收投资与投资支付净额分别 5.61 亿元、-1.66 亿元、-1.72 亿元和-0.34 亿元，其中 2017 年主要因赎回结构性存款，净流入规模较大。2019 年取得投资收益收到的现金为 1.17 亿元，主要产生于高新建材现金分红。购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净流量分别为-2.28 亿元、-2.65 亿元、-8.59 亿元和-1.53 亿元，2019 年净流出规模较大，主要系昌都二期、林芝水泥粉磨站等项目建设投入，以及购置房屋及建筑物支出增加所致。随着项目建设的推进，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将维持净流出状态。2019 年其他因素对投资环节现金流量影响净额-1.45 亿元，主要系收购重交再生所致。2017-2019 年及 2020 年第一季度公司投资性现金净流量分别为 3.69 亿元、-4.30 亿元、-10.59 亿元和-1.86 亿元。

(3) 筹资环节

图表 29. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
权益类净融资额	-0.60	-2.12	0.48	-0.27
债务类净融资额	6.05	-6.82	14.29	4.28
其中：现金利息支出	-0.69	-0.79	-0.88	-0.01
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-	-	0.24	-
筹资环节产生的现金流量净额	5.45	-8.94	15.02	4.01

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：现金利息支出以负数填列。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资性现金净流量分别为 5.45 亿元、-8.94 亿元、15.02 亿元和 4.01 亿元。同期，公司吸收投资收到的现金分别为 0.24 亿元、0.19 亿元、1.82 亿元和 0.00 亿元，均系少数股东投资；扣除现金分红后，公司权益类融资净额分别为-0.60 亿元、-2.12 亿元、0.48 亿元和-0.27 亿元，其中 2018 年主要因子公司向少数股东分红金额较大以致权益类融资净流出增加。债务融资净额分别为 6.05 亿元、-6.82 亿元、14.29 亿元和 4.28 亿元，其中 2019 年以来公司刚性债务有所增加，债务融资净额呈净流入状态。

4. 资产质量

图表 30. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产	金额 (亿元)	48.12	46.02	65.30	64.21
	在总资产中占比	56.95%	53.73%	56.96%	56.46%
其中：货币资金 (亿元)		30.41	24.20	35.79	34.09
应收账款 (亿元)		5.41	6.76	16.04	9.75
合同资产 (亿元)		-	-	-	5.13
其他应收款 (亿元)		3.64	4.63	3.78	3.80
存货 (亿元)		5.72	7.26	6.41	7.24
非流动资产	金额 (亿元)	36.37	39.62	49.33	49.51
	在总资产中占比	43.05%	46.27%	43.04%	43.54%
其中：可供出售金融资产 (亿元)		2.27	3.80	-	-
其他权益工具 (亿元)		-	-	4.97	5.29
长期股权投资 (亿元)		2.30	2.99	3.10	3.13
固定资产 (亿元)		26.72	26.34	28.92	28.55
在建工程 (亿元)		1.62	2.16	4.47	4.54
无形资产 (亿元)		2.83	3.51	3.79	3.77
商誉 (亿元)		-	-	1.49	1.49
期末全部受限资产账面金额 (亿元)		6.49	8.23	8.00	7.82
受限资产账面价值/总资产		7.68%	9.61%	6.98%	6.88%

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

注：因执行新准则，2019 年起可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资科目中；2020 年第一季度起部分应收账款重分类至合同资产科目中。

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 84.49 亿元、85.64 亿元和 114.63 亿元，流动资产占资产总额的比重保持在 55% 左右。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。2019 年末，货币资金为 35.79 亿元（占总资产的比重为 31.22%），较上年末增加 11.59 亿元，主要系因业务回款增加和本次债券部分募集资金暂未使用。应收账款账面价值为 16.04 亿元（占总资产的比重为 13.99%），较上年末增加 9.28 亿元，主要因工程业务回款滞后及商砼赊销增加，另外因重交再生并表产生的应收账款为 3.26 亿元。账龄方面看，应收账款账龄在一年以内的部分占比为 73.16%（以余额计算，下同）。公司应收账款较为集中，应收前五名应收账款债务人款项余额合计 7.69 亿元，占应收账款余额的 41.22%；其中，应收西藏自治区交通运输厅重点公路建设项目管理中心及下属交通运输局（简称“西藏交运厅相关单位”）账款金额较大（4.25 亿元），期限较长。公司应收账款坏账准备余额为 2.62 亿元，计提比例为 14.04%。其他应收款为 3.78 亿元（占总资产的比重为 3.30%），主要为履约保证金及民工工资保证金；其他应收款坏账准备计提比例为 9.02%，计提比例较小，主要系因公司对保证金不计提坏账损失⁷。存

⁷ 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，由于项目施工期及验收期较长、

货账面价值为 6.41 亿元（占总资产的比重为 5.59%），主要包括工程已完工未结算资产 2.48 亿元、原材料 2.27 亿元和在产品 1.23 亿元；公司对存货计提的减值准备余额为 70.67 万元。

图表 31. 2019 年末公司前五大应收账款债务人情况（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占应收账款余额的比例	坏账准备期末余额
西藏自治区交通运输厅重点公路建设项目管理中心及下属交通运输局	4.25	22.80	0.50
中国水利水电第十四工程局有限公司	1.32	7.05	0.07
中国水利水电第十六工程局有限公司	0.96	5.17	0.05
湖南省建筑材料研究设计院有限公司	0.58	3.12	0.03
中国水利水电第八工程局有限公司	0.57	3.08	0.03
合计	7.69	46.25	0.68

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

该公司非流动资产主要包括其他权益工具投资、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉。2019 年末，根据会计报表列示规则，当期公司将原本纳入可供出售金融资产核算的投资计入“其他权益工具投资”科目核算，账面价值为 4.97 亿元（占总资产的 4.34%），主要包括持有西藏银行股份有限公司 2.12% 的股份（账面价值 0.60 亿元）、安徽长九 11.07% 的股份（账面价值 1.49 亿元）和黔东南公司 10.50% 的股份（账面价值 2.52 亿元）。长期股权投资为 3.10 亿元（占总资产的 2.71%），主要包括对高新建材、中电建嵩明基础设施投资有限公司和海绵城市建设公司的投资，账面价值分别为 2.04 亿元、0.40 亿元和 0.32 亿元，持股比例分别为 30%、40% 和 54.80%。固定资产为 28.92 亿元（占总资产的比重为 25.23%），较上年末增加 2.58 亿元，主要包括房屋建筑物（17.30 亿元）及机器设备（11.19 亿元）。在建工程为 4.47 亿元（占总资产的比重为 3.90%），较上年末增加 2.31 亿元。无形资产为 3.79 亿元（占总资产的比重为 3.31%），主要包括土地使用权（1.86 亿元）和未探明矿区权益、探矿权及采矿权（1.54 亿元）。商誉为 1.49 亿元，除公司当年收购重交再生产生的 0.91 亿元商誉外，其余部分系由重交再生以往溢价收购企业产生。

2019 年末，该公司受限资产账面价值为 8.00 亿元，占总资产的比重为 6.98%。其中，货币资金为 0.56 亿元，主要因作为保证金而受限，受限比例为 1.55%；其余受限资产为抵押借款而受限的固定资产，账面价值为 7.45 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 113.72 亿元，较年初减少 0.91 亿元。其中，货币资金减少 1.70 亿元至 34.09 亿元；因执行新收入准则，公司将存货中已完工未结算施工资产和应收账款中应收工程项目保证金重分类至合同资产科目中，合同资产为 5.13 亿元；因重分类及工程业务回款因素影响，应收账款较年初减少 6.29 亿元至 9.75 亿元。除上述科目外，其余科目变化较小。当期末，公司受限资产账面价值总计 7.82 亿元，占总资产的比重为 6.88%。其中受限货币资金为 0.50 亿元，受限固定资产为 7.33 亿元。

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。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	149.20	163.28	162.28	163.49
现金比率 (%)	96.44	87.40	89.84	87.97

资料来源：根据西藏天路所提供数据整理。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 149.20%、163.28%、162.28% 和 163.49%；现金比率分别为 96.44%、87.40%、89.84% 和 87.97%。整体来看，公司各项流动性指标表现较优。

6. 表外事项

根据审计报告所示，截至 2019 年末该公司无合并报表范围外担保事项和重大诉讼事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担部分工程业务及管理职能。2019 年末，公司本部总资产为 61.57 亿元，除长期股权投资 23.11 亿元（主要系对子公司投资）外，还主要包括：货币资金 10.30 亿元；应收账款 5.71 亿元；其他应收款 8.51 亿元，其中 3.47 亿元系以往来款形式划拨给子公司的资金，1.54 亿元系工程业务履约保证金。公司本部负债总额为 35.34 亿元，其中刚性债务余额为 27.12 亿元，应付账款为 5.34 亿元（主要系未结算支付的工程款）；所有者权益为 26.24 亿元，资产负债率为 57.39%。2019 年公司本部实现收入 11.92 亿元，主要产生于工程业务；实现投资收益 2.42 亿元，主要系权益法下确认的下属公司收益；主要在投资收益补充下，公司当年实现净利润 1.46 亿元；经营性现金净流量为 1.47 亿元。公司偿债资金主要来源于自身业务开展产生的现金流以及子公司拆借资金的回收，但本部对控股子公司的管控力较强，资金调拨风险较小。

外部支持因素

1. 政策支持

该公司所在西藏自治区出台了众多优惠政策。根据西藏自治区人民政府《关于我区企业所得税税率问题的通知》（藏政发[2011]14 号）文件规定，对设在西藏地区的各类企业，在 2011 年至 2020 年期间，继续按 15% 的税率征收企业所得税。根据西藏自治区人民政府《关于印发西藏自治区招商引资优惠政策若干规定（试行）的通知》（藏政发[2018]25 号）文件规定，“吸纳我区农牧民、残疾人员、享受城市最低生活保障人员、高校毕业生及退役士兵五类人员就业人数达到企业职工总数 30%（含本数）”

以上的;或吸纳西藏常住人口就业人数达到企业职工总数 70%(含本数)以上的企业。”在享受西部大开发 15% 所得税税率基础上,暂免征收自治区企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享的部分(6%),有效期自 2018 年 1 月 1 日起至 2021 年 12 月 31 日。2018 年 9 月公司本部、下属天源路桥及天鹰公路获得西藏自治区科学技术厅、西藏自治区财政厅、国家税务总局西藏自治区税务局的高新技术企业认定,有效期为 3 年,适用所得税税率为 9%。2019 年,公司下属昌都高争和高争股份获得高新技术企业认定,有效期为 3 年,适用所得税税率为 9%。

另外,根据上述藏政发[2018]25 号文件,金融政策方面,西藏自治区企业向在藏银行业金融机构申请用于西藏自治区境内项目建设、生产经营等符合条件的贷款,执行比全国贷款基准利率低 2 个百分点的利率政策。另外,对符合条件的扶贫龙头企业,申请贷款享受年利率 1.08% 的西藏扶贫贴息贷款利率政策。

2. 金融机构支持

截至 2020 年 3 月末,该公司共获得银行贷款授信 45.75 亿元,其中大型国有商业银行授信额度为 36.26 亿元,占授信总额的 79.27%;公司已使用授信 24.78 亿元,未使用授信 20.97 亿元,尚有一定融资空间。

图表 33. 金融机构的信贷支持

机构类别	贷款授信	已使用授信	剩余授信
全部(亿元)	45.75	24.78	20.97
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)	36.26	16.45	19.82
其中:大型国有金融机构占比	79.27%	66.36%	94.52%

资料来源:根据西藏天路所提供数据整理(截至 2020 年 3 月末)。

带特定条款的债项跟踪分析

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,即 2020 年 5 月 2 日-2025 年 10 月 27 日,初始转股价格为 7.24 元/股。

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。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司主营业务仍以建材业务和工程业务为主，公司所持西藏区域部分矿权，仍作为战略储备资源待未来适时开发。2019 年公司水泥及商砼等主要建材产品产销规模保持相对稳定，建材板块增长企稳；因公路项目进入施工高峰，工程业务收入增长带动营业收入增长，但已结算部分款项回笼相对滞后，回款压力加大。公司建材业务盈利空间大，2019 年因期间费用增加，盈利规模小幅缩减。2020 年第一季度，新冠疫情影响下，水泥销量下滑，建材业务收入减少，工程收入确认滞缓，加之期间费用增加，当期公司出现经营性亏损。

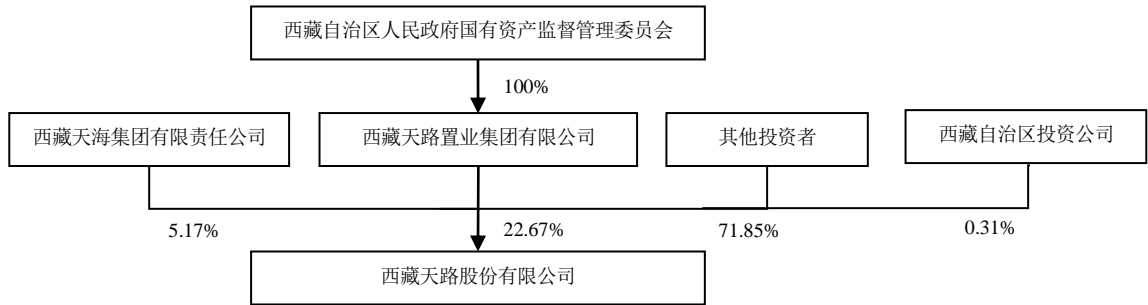
跟踪期内该公司刚性债务有所增加，债务期限结构趋于短期化。主要得益于盈利留存，公司财务结构保持稳健。2019 年公司工程项目及商砼销售回款滞后，但水泥业务收现质量较好，经营性现金流净流入规模仍扩大。公司可动用货币资金较充裕，可为债务的偿付提供良好保障。

根据西藏国资委的要求，天路集团拟将所持公司的全部股份无偿划转至高争集团，若股权划转完成，公司控股股东将发生变化，但公司实际控制人保持不变。新世纪评级将持续关注上述事项的进展。

同时，我们仍将持续关注：（1）西藏自治区基建项目后续开工建设情况及对水泥需求的支撑；（2）自治区内其他企业水泥生产线建设和投产情况及对区域水泥供需关系的影响；（3）该公司昌都二期等项目投资建设情况；（4）公司建筑施工业务结算及回款情况；（5）收购的重交再生业务开展及业绩承诺完成情况；（6）本次债券转股情况等。

附录一：

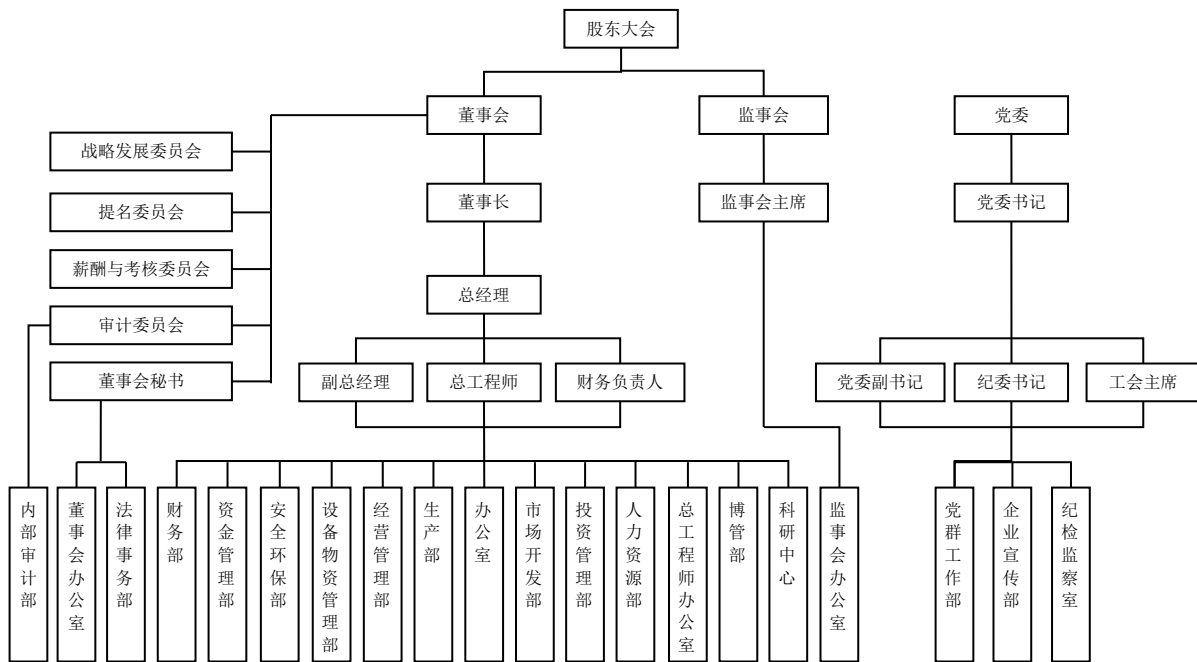
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏天路提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据西藏天路提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例(%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净 流入量	
西藏天路置业集团有限公司	天路集团	控股股东	-	-	43.25	76.24	59.24	8.82	6.85	
西藏天路股份有限公司	西藏天路	本级	-	工程业务	27.12	26.24	11.92	1.46	1.47	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	9.51	32.81	32.34	7.62	6.96	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	62.00	建材的生产与销售	2.35	10.67	6.64	0.97	0.77	合并口径
西藏天源路桥有限公司	天源路桥	子公司	96.70	工程业务	0.03	0.78	1.76	-0.31	-0.63	合并口径
重庆重交再生资源开发股份有限公司	重交再生	子公司	51.00	矿物制品业	0.41	3.04	5.08	0.33	0.20	合并口径

注：根据西藏天路所提供的资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	84.49	85.64	114.63	113.72
货币资金 [亿元]	30.41	24.20	35.79	34.09
刚性债务[亿元]	30.99	25.01	39.38	43.85
所有者权益 [亿元]	36.44	42.96	55.46	54.72
营业收入[亿元]	35.91	50.21	56.21	3.47
净利润 [亿元]	5.79	8.58	8.33	-0.75
EBITDA[亿元]	8.63	12.45	12.52	-
经营性现金净流入量[亿元]	5.45	6.86	7.06	-3.84
投资性现金净流入量[亿元]	3.69	-4.30	-10.59	-1.86
资产负债率[%]	56.87	49.83	51.62	51.88
权益资本与刚性债务比率[%]	117.57	171.77	140.82	124.78
流动比率[%]	149.20	163.28	162.28	163.49
现金比率[%]	96.44	87.40	89.84	87.97
利息保障倍数[倍]	9.38	12.62	10.49	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	127.25	114.19	138.40	-
毛利率[%]	29.15	32.59	31.09	20.04
营业利润率[%]	17.62	19.17	16.42	-21.88
总资产报酬率[%]	9.27	12.24	10.38	-
净资产收益率[%]	17.14	21.61	16.92	-
净资产收益率*[%]	13.07	15.75	12.97	-
营业收入现金率[%]	124.75	109.08	98.61	225.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.30	22.70	20.63	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	21.65	5.65	-6.94	-
EBITDA/利息支出[倍]	11.49	15.10	12.63	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.44	0.39	-

注：表中数据依据西藏天路经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

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。