






内部编号: 2026060059

西藏天路股份有限公司

公开发行 2021 年公司债券（第一期）（面向专业投资者）

# 定期跟踪评级报告

项目负责人: 杨亿  yangyi@shxsj.com  
项目组成员: 何婕妤  hejieyu@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于授权范围以外的债券发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2026)100048】

评级对象： 西藏天路股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）（面向专业投资者）

21 天路 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AA/2026 年 6 月 9 日

前次跟踪： AA/稳定/AA/2025 年 6 月 9 日

首次评级： AA/稳定/AA/2021 年 7 月 20 日



### 跟踪评级观点

#### 主要优势：

- 水泥业务的区域市场地位较高。西藏天路系西藏自治区水泥先发企业，目前产能排名仍位居区内首位，具有一定的规模优势，且公司品牌在区内认可度较高，市场占有率处在高水平。
- 政策支持。西藏天路能够持续享受低息贷款及低所得税等优惠政策，可为其业务的开展提供有利条件。
- 外部融资渠道较通畅。西藏天路控股股东为藏建集团，实际控制人为西藏自治区国资委，股东背景较强。公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，且作为上市公司，公司债务及股权融资渠道均较通畅。

#### 主要风险：

- 亏损持续。2025 年以来西藏天路期间费用虽持续压降，但其金额仍较大，对利润形成侵蚀，公司仍呈小额亏损状态。
- 建筑业务拓展压力较大。西藏地区建筑市场竞争激烈，受业务资质等条件限制，西藏天路工程项目承接难度较大，2025 年新签合同额同比大幅回落。
- 建筑业务结算回款风险。西藏天路建筑业务产生的合同资产及应收账款规模较大，面临一定的结算及回款风险。
- PPP 项目风险。西藏天路以往参与了多个西藏自治区外的 PPP 项目，项目所在区域经济发展水平及财力基础一般，公司面临一定的资本金沉淀及投资回收风险。2023 年公司转让了凯里项目部分股权，但目前转让款尚未收到，关注后续回款情况。

### 跟踪评级结论

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

### 未来展望

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

- ① 公司所在区域水泥市场供需严重失衡，致使公司水泥业务出现严重亏损；
- ② 公司在建筑施工、PPP 项目投资等方面出现重大信用减值或资产减值情况；
- ③ 有证据表明外部支持方支持能力或意愿出现明显弱化。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司产能规模增长、布局优化，使得其对区域市场控制力得以增强；
- ② 公司权益资本得以补充，财务结构趋于稳健。

主要财务数据及指标				
项目	2023年/末	2024年/末	2025年/末	2026年第一季度/末
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金[亿元]	12.13	9.54	9.31	7.87
刚性债务[亿元]	34.44	27.46	24.82	20.32
所有者权益[亿元]	27.01	31.59	32.89	33.00
经营性现金净流入量[亿元]	-1.97	1.42	-0.52	-0.61
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产[亿元]	137.08	128.18	122.17	115.59
总负债[亿元]	81.31	70.54	63.36	57.32
刚性债务[亿元]	50.42	41.11	32.62	30.07
所有者权益[亿元]	55.77	57.64	58.81	58.27
营业收入[亿元]	40.97	31.38	35.51	3.60
净利润[亿元]	-5.39	-1.37	-0.59	-0.64
经营性现金净流入量[亿元]	2.24	4.29	2.82	-0.92
EBITDA[亿元]	-0.43	3.19	3.61	-
营业周期[天]	199.53	260.42	229.20	-
毛利率[%]	9.61	16.53	15.96	1.06
EBITDA 利润率[%]	-1.05	10.15	10.17	-
资产负债率[%]	59.32	55.03	51.87	49.59
权益资本/刚性债务[×]	1.11	1.40	1.80	1.94
EBITDA/利息支出[×]	-0.25	2.49	4.47	-
EBITDA/刚性债务[×]	-0.01	0.07	0.10	-
短期刚性债务现金覆盖率[%]	125.30	117.35	101.56	97.44
流动比率[%]	142.90	129.39	120.29	125.14

注：根据西藏天路经审计的 2023-2025 年及未经审计的 2026 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2023 年数据经追溯调整。

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）			
评级要素		结果	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa <sup>-</sup>
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①ESG 因素	/
		②科技赋能因素	/
		③跨业多元化因素	/
		④流动性因素	/
		⑤表外因素	/
	⑥其他因素	/	
个体信用级别		aa <sup>-</sup>	
外部支持	支持因素	↑1	
主体信用级别		AA	

调整因素：（/）

无。

支持因素：（↑1）

西藏天路系控股股东藏建集团建材和建筑业务的核心运营实体，在其体系内具有重要的地位，且公司与藏建集团关系较紧密，在业务资源等方面可获得其一定的支持。另外，公司可持续享受财税及金融等优惠政策。

### 相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=33340&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=33340&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《建材行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=35419&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=35419&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《建筑施工行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=35605&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=35605&amp;mid=5&amp;listype=1</a>

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照西藏天路股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）（面向专业投资者）（简称“21 天路 01”或“该债券”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据西藏天路股份有限公司（简称“西藏天路”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2025 年财务报表、未经审计的 2026 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。

该公司于 2021 年 6 月收到证监会《关于同意西藏天路股份有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可[2021]2195 号），同意公司面向专业投资者公开发行面值总额不超过人民币 15 亿元的公司债券。公司于 2021 年 7 月发行了 21 天路 01，发行金额为 5 亿元，期限为 5 年，发行利率为 5.15%，附第 2 年末、第 4 年末投资者回售选择权和发行人调整票面利率选择权，债券所募资金用于偿还有息债务。2023 年 6 月，该债券投资者全部行使回售权，公司后将部分债券成功转售，转售后待偿还本金余额为 3.40 亿元。2025 年 6 月，公司下调该债券票面利率至 3.00%，投资者回售债券 0.30 亿元，因未完成转售，该债券待偿还本金余额降至 3.10 亿元。

截至 2026 年 5 月末，除 21 天路 01 外，该公司无其他存续债券。

图表 1. 截至 2025 年 5 月末公司存续债券情况

债券简称	发行金额 (亿元)	期限(年)	发行利率/当期 利率(%)	起息日	到期日	待偿还本金余 额(亿元)	本息兑付情况
21 天路 01	5.00	2+2+1	5.15/3.00	2021-07-29	2026-07-29	3.10	付息正常

注：根据公开资料整理。

## 发行人信用质量跟踪分析

### 1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2023-2025 年及 2026 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2023-2025 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其他相关规定。公司财务报表的编制遵循财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）的要求，因分析开展需要，本评级报告列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”。

2023 年，该公司以 145.31 万元收购子公司 1 家，构成非同一控制下企业合并，产生负商誉 19.52 万元；公司设立子公司 1 家，注销子公司 1 家。2024 年和 2025 年，公司分别注销子公司 3 家和 1 家。2026 年第一季度，公司注销子公司 1 家。整体看，最近三年一期合并范围变化对公司财务状况影响较小，数据具有可比性。

2024 年，经该公司自查，子公司重庆重交再生资源开发股份有限公司（简称“重交再生”）承建的重庆市主城区内环快速路道路综合整治一期工程项目、潼南高新区部分道路整修工程项目存在确认收入不审慎情况，为更加客观、准确、真实地反映公司财务状况、经营成果，公司根据《企业会计准则第 28 号--会计政策、会计估计变更和差错更正》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 19 号--财务信息的更正及相关披露》等相关规定，采用追溯重述法对 2020-2023 年财务报表进行追溯调整。本评级报告 2023 年数据及指标根据追溯调整后的数据进行列示及计算，追溯调整对公司合并口径主要会计报表科目的影响如图表 2 所示。

图表 2. 公司本次追溯调整对以往年度主要合并口径会计报表科目的影响情况（单位：亿元）

会计报表科目	2023 年（末）	
	重述前	重述后
合同资产	16.35	16.30

会计报表科目	2023年(末)	
	重述前	重述后
递延所得税资产	0.64	0.64
<b>总资产</b>	<b>137.12</b>	<b>137.08</b>
应交税费	0.60	0.59
<b>总负债</b>	<b>81.32</b>	<b>81.31</b>
未分配利润	7.50	7.48
少数股东权益	20.38	20.36
<b>所有者权益</b>	<b>55.80</b>	<b>55.77</b>
营业收入	40.86	40.97
资产减值损失	-0.31	-0.31
营业利润	-5.45	-5.35
利润总额	-5.44	-5.34
<b>净利润</b>	<b>-5.46</b>	<b>-5.39</b>

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

## 2. 业务

该公司主要从事以水泥为主的建材业务和建筑业务。公司系西藏自治区水泥行业先发企业，具有较突出的市场地位。2025年，得益于自治区内水泥需求回暖，公司水泥产销量有所增长，销售均价虽持续下滑，但公司水泥业务收入仍同比实现增长；煤炭价格下跌情况下，业务毛利率保持相对稳定。建筑业务方面，2025年公司新签合同额同比大幅回落，但因上年新签项目进入施工高峰，该业务收入同比大幅上升，毛利率同比基本持平。公司期间费用较高，对利润形成侵蚀，但得益于费用压降，加之减持股票实现较大金额投资收益，公司持续减亏。2026年第一季度，因正值水泥传统需求淡季，公司停窑并进行产线大修，产量下降使得固定生产成本难以摊薄，以致水泥业务成本倒挂，经营性亏损持续。公司朗县产能置换项目目前尚处前期阶段，随着该项目的推进，未来将产生一定的资本性支出需求。

### (1) 外部环境

#### 宏观因素

2026年一季度，全球经济金融受地缘政治事件冲击剧烈波动，能源价格中枢抬升引发滞胀担忧，全球经济贸易格局正在深度重构，新旧产业景气度分化态势持续。新一轮科技革命和产业变革，以及大国关系牵动世界形势更加复杂多变，将是一段时期内影响我国经济发展举措的关键外部环境因素。

2026年一季度，我国经济在动荡复杂的外部环境下实现了超预期增长、价格水平改善，展现出较强韧性。工业和服务业增加值增速保持较快增长，细分行业表现分化依然明显，非金属矿采选、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等少部分传统产业和铁路船舶运输设备制造、计算机通信和其他电子设备制造、电气机械和器材制造、信息技术服务等高技术制造与高技术服务业的生产及利润表现相对较好。服务消费、通讯器材以及金银珠宝消费增速较快，而总体消费增长仍偏低，居民消费能力和意愿还需要进一步增强；基础设施建设投资和制造业投资改善，房地产开发投资降幅收窄但仍较大；在人民币汇率升值的背景下，机电等高新技术产品出口高速增长带动整体出口表现强势，出口去向区域结构多元化成效显著，对东盟、非洲、欧盟出口的增长有效地对冲了对美国出口的下滑。

长期看，在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化对外贸易区域结构；对内建设全国统一大市场，做强国内大循环，培育壮大新动能，提升产业链自主可控水平，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期看，围绕扩大内需和促进科技创新，宏观政策给予定向支持的政策倾向更为突出。央行采取适度宽松的货币政策，加大结构性货币政策力度，引导金融资源流向关键领域；积极财政政策保持较高的支出力度，通过优化财政支出结构提升财政资金使用效率，同时强化财政金融协同与地方财力保障，为经济发展提供坚实支撑。

我国仍处于转变发展方式、转换增长动力的攻关期，经济增长面临压力且行业表现分化是基本特征。随着新

动能的持续发展壮大和宏观政策的大力支持，2026 年我国经济有望继续保持稳定增长：深入实施提振消费专项行动以及居民增收计划，有利于庞大的市场潜能释放，消费增速温和提升；地产投资降幅收窄，财政主导的基建和设备更新政策支持的制造业升级带动投资增速回稳，投资向高端制造、战略基础设施和绿色转型等领域倾斜的趋势更加明显；出口在供应链完备高效、产品性价比高、去向区域结构多元化下保持韧性。制度优势、发展韧性以及转型升级成效的综合作用下，我国经济长期向好的基本面依然稳固。

## 行业因素

水泥主要应用于房地产、基础设施及民用领域，且以前二者为主。2025 年，主要因我国房地产市场深度调整，加之交通运输和公共建筑等领域投资情况不济，水泥需求持续收缩。水泥行业错峰生产常态化开展，执行力度有所加强，我国水泥产量虽同比有所下降，但需求跌幅超预期下，价格中枢下移。2025 年，煤炭价格先跌后涨，前三季度成本压力减轻下，行业盈利状况有所改善，第四季度成本转嫁压力虽有所加大，但估计行业全年利润总额仍同比小幅增长。

展望 2026 年，需求端方面，我国目前将保证供需平衡作为房地产发展的主要目标，新模式构建下，城市更新投资若能良好释放，预计可在一定程度上提振水泥需求；随着稳投资措施的落实，基建投资有望止跌回稳，预计能够为水泥需求提供一定的基础支撑。供给端方面，水泥行业错峰生产仍将常态化开展，执行力度预计不会松动，仍将为行业供需矛盾改善起到重要作用；另外，合规化产能补齐带来的产能出清亦可在一定程度上减轻供给压力。行业发展及资本性支出方面，2026 年水泥行业产能置换项目投资或将显著缩减，水泥主业投资或将主要围绕国内收购和海外产能布局，另外企业跨界多元化发展的尝试或将持续；双碳背景下，水泥行业企业减碳降耗方面的资本性投入或将加大。

详见：《建材行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》。

2025 年，建筑业总产值同比回落，新签合同额降幅较上年进一步扩大，行业景气度持续承压下行。受商品房销售低迷及高库存压力影响，房屋建筑业新开工、竣工面积降幅持续走扩。基建投资继续发挥稳增长“压舱石”作用，但投资增速有所放缓，细分领域分化特征明显：能源电力投资保持增长，交通、水利投资有所回落，市政工程投资持续走低且受资金来源制约影响突出。

展望 2026 年，行业仍将面临下游需求整体偏弱的压力：（1）房地产市场处于深度调整阶段，政策层面围绕“因城施策控增量、去库存、优供给”着力稳定楼市运行，在商品房销售企稳前，房建领域需求偏弱的压力仍将持续；（2）在加大逆周期和跨周期调节力度、推动投资止跌回稳的政策基调下，基建投资总体力度将保持稳定，但结构性分化态势仍将延续，其中“两重”等领域建设投资有望获得资源倾斜并保持较高增速，而市政等地方主导投资项目仍受资金来源掣肘。在行业存量竞争、业主资金链普遍紧张背景下，建筑施工企业在项目承揽、产值转化及工程回款等环节的经营压力进一步加大，财务杠杆水平或持续处于高位。当前流动性相对宽松、融资成本处于低位的市场环境，有助于企业缓解流动性压力，但其后续债务扩张空间及债务风险累积情况仍需重点关注。

详见：《建筑施工行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望》

## 区域市场因素

该公司水泥产能及产销集中于西藏自治区内，业务运营受区域市场供需及政策影响大。区内水泥需求主要体现于交通、水利等基础设施建设。根据西藏自治区国民经济和社会发展统计公报数据显示，2023-2025 年西藏自治区固定资产投资完成额增长率分别为 35.1%、19.6%和 17.2%，虽有所下降，但整体看增速仍处较高水平。其中，交通运输、仓储和邮政业投资增长率分别为 37.3%、17.3%和 13.8%，随着川藏铁路及公路建设的持续投入而保持增长，2025 年区内公路通车里程较上年增加 849 公里至 12.52 万公里，其中高等级公路为 10.95 万公里。另外，2025 年 7 月雅鲁藏布江下游水电工程正式开工，总投资预计达 1.2 万亿元，当前项目尚处前期阶段，后续随着相关工程的推进，有望刺激区内水泥需求增长。房地产投资方面，2023-2025 年西藏自治区房地产开发投资额分别为 79.16 亿元、45.25 亿元和 40.32 亿元，2025 年虽持续下降，但降幅显著收窄；2025 年区内商品房销售面积及金额同比分别增长 21.3%和 28.8%至 91.21 万平方米和 87.98 亿元，销售端呈回暖态势，显示出区内房地产行业或处筑底阶段。Wind 数据显示，2026 年第一季度西藏自治区固定资产投资完成额同比增长 19.8%，投资端表现较好；房地产开发投资完成额为 6.86 亿元，同比基本持平。

西藏自治区水泥以往长期处于供不应求的状态，2017 年供应困难问题较为严重，自治区政府及下属部门曾多次发文协调保障区内重点项目水泥供应。当年 3 月自治区政府发布《西藏自治区人民政府办公厅关于促进建材产业快速健康发展的意见》，要求推进区内水泥生产线的扩能及新生产线的建设。根据公开资料显示，2018 年以来区内共有 8 条新型干法水泥熟料生产线相继建成投产，其中 2018 年、2020 年、2021 年和 2023 年各有 2 条生产线投产，熟料设计产能合计分别为 5,500 吨/日、6,500 吨/日、6,000 吨/日和 6,000 吨/日。2024-2025 年无新生产线投产，截至当年末西藏自治区已投产新型干法水泥熟料生产线共计 15 条，熟料设计产能合计 39,000 吨/日。根据 Wind 数据显示，2023-2025 年西藏自治区水泥产量分别为 1,198.43 万吨、1,332.86 万吨和 1,495.61 万吨，重大项目建设刺激区内水泥需求增长，增长率分别为 51.18%、11.22%和 12.21%。2026 年第一季度区内水泥产量为 156.19 万吨，同比增长 11.13%。

由于西藏自治区的地理位置和地形地貌原因，水泥运进及运出成本高，区内水泥市场封闭性强，竞争的区域性特征较其他省份更加明显，区内水泥价格主要受区内供需状况影响；但近两年受区外水泥行业不景气影响，部分周边省份水泥入藏增加，尤其对藏东地区竞争产生一定影响。价格方面，根据 Wind 数据显示，2023 年区内水泥价格在 620-660 元/吨区间小幅波动，全年价格重心约为 640 元/吨；2024 年区内水泥价格稳定在 630 元/吨左右；2025 年区内同业竞争相对激烈，叠加重点项目低价采购及毗邻省份水泥进入参与竞争等因素影响，价格呈下行走势，全年价格重心降至 585 元/吨；2026 年第一季度，区内水泥价格维持在 565 元/吨的相对低位，同比下降约 50 元/吨。

## (2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
<b>营业收入合计</b>	<b>40.97</b>	<b>31.38</b>	<b>35.51</b>	<b>3.60</b>
其中：核心业务收入	40.55	31.28	35.34	3.59
在营业收入中所占比重 (%)	99.22	99.67	99.52	99.67
其中：(1) 水泥	21.31	18.83	19.95	2.33
在核心业务收入中所占比重 (%)	52.55	60.21	56.47	64.96
(2) 商砼	3.11	2.07	1.63	0.13
在核心业务收入中所占比重 (%)	7.67	6.62	4.60	3.63
(3) 骨料	0.26	0.16	0.10	0.00
在核心业务收入中所占比重 (%)	0.65	0.51	0.27	0.07
(4) 沥青砼	2.49	2.63	2.87	0.38
在核心业务收入中所占比重 (%)	6.15	8.40	8.13	10.57
(5) 建筑业务	13.37	7.59	10.79	0.75
在核心业务收入中所占比重 (%)	32.98	24.26	30.54	20.77
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>9.61</b>	<b>16.53</b>	<b>15.96</b>	<b>1.06</b>
其中：(1) 水泥 (%)	16.23	20.32	21.19	-1.35
(2) 商砼 (%)	8.06	11.93	15.40	-13.50
(3) 骨料 (%)	28.07	52.33	26.60	-264.11
(4) 沥青砼 (%)	8.35	13.71	11.52	7.50
(5) 建筑业务 (%)	-1.50	7.94	7.10	8.28

注：根据西藏天路提供的数据整理、计算。

2023-2025 年，该公司营业收入分别为 40.97 亿元、31.38 亿元和 35.51 亿元，其中 2025 年收入仍主要由建材业务贡献，当年收入占比为 69.13%；2025 年同比增长 13.15%，主要因施工项目推进，建筑业务收入增长 42.18% 带动，当年公司水泥销量增加，建材业务收入亦同比小幅增长 3.62%。2025 年，主要因建筑业务收入占比上升，公司综合毛利率同比略有下降。

2026 年第一季度，该公司建材业务收入同比有所增长，营业收入同比增长 6.35%至 3.60 亿元。当期公司综合毛利率为 1.06%，同比提升 0.54 个百分点；因淡季落实错峰生产要求并开展生产线大修，建材产销量少，生产成本摊薄有限，毛利率处于低水平。

## ① 经营状况

### 建材业务

该公司水泥相关建材业务（含熟料、水泥、商砼及骨料）主要由下属子公司西藏高争建材股份有限公司（简称“高争股份”）和西藏昌都高争建材股份有限公司（简称“昌都高争”）运营；另外，重交再生涉及商砼生产。

因昌都高争二线于 2023 年 1 月投产，该公司熟料及水泥产能有所增长；2024 年以来公司熟料及水泥产能未发生变化。截至 2026 年 3 月末，公司已投产水泥熟料生产线共计 5 条，熟料及水泥年产能分别为 360 万吨和 667.67 万吨。2023 年以来，公司商砼及骨料产能未发生变化，截至 2026 年 3 月末产能分别为 260 万立方米和 150 万吨。

图表 4. 公司水泥相关产品产能及产销情况

产品	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
熟料	产能（万吨）	360.00	360.00	360.00	360.00
	产量（万吨）	315.01	296.84	355.65	28.87
	产能利用率	87.50%	82.46%	98.79%	32.08%
水泥	产能（万吨）	667.67	667.67	667.67	667.67
	产量（万吨）	406.22	393.69	430.88	48.15
	其中：P.O.32.5 标号	2.19	0.48	1.10	-
	其中：P.O.42.5 标号	352.48	388.48	422.57	48.03
	其中：P.O.52.5 标号	9.53	4.73	7.21	0.12
	产能利用率	60.84%	58.96%	64.53%	28.85%
	销量（万吨）	407.68	392.97	431.22	48.24
	销售均价（元/吨）	495.93	464.09	434.36	445.29
	产销率	100.36%	99.82%	100.08%	100.19%
	商砼	产能（万立方米）	260.00	260.00	260.00
产销量（万立方米）		100.05	76.64	76.95	6.05
产能利用率		38.48%	29.48%	23.76%	2.75%
销售均价（元/立方米）		462.95	412.85	401.75	392.18
骨料	产能（万吨）	150.00	150.00	150.00	150.00
	产量（万吨）	83.15	69.09	73.11	0.18
	产能利用率	55.43%	46.06%	48.74%	0.48%
	销量（万吨）	79.95	49.73	46.00	0.18
	销售均价（元/吨）	29.51	34.55	36.99	29.99

注：根据西藏天路提供的数据整理、计算；表内产能为已投产生产线设计年产能；产能利用率系根据产量及产能估算，季度数据经年化处理；销量系外销量不含内部生产领用；销售均价不含运费及税费；2025 年以来因重交再生商砼业务采取来料加工模式，上表销售均价统计时剔除该影响。

2025 年西藏自治区内水泥需求有所回暖，该公司水泥业务产能利用率同比有所提升，熟料及水泥产量同比分别增长 19.81%和 9.45%；以销定产下水泥保持高产销率，当年销量相应增长 9.73%。同年，区内商砼需求较为疲弱，但因重庆区域重交再生商砼生产采取来料加工模式产销量增长带动下，公司商砼产销量小幅回升。公司利用石灰石开采产生的碎石生产骨料，当年骨料产量同比增长 5.82%；因生产商砼领用骨料增加，故外销量同比减少 7.50%。价格方面，2025 年因市场竞争激烈，区内水泥价格下跌，公司水泥价格同比下降 6.13%；受区内需求下滑影响，公司商砼销售价格同比略有下降；公司骨料价格相对坚挺，当年外销价格仍小幅上升。

2026 年第一季度，该公司结合市场需求及错峰生产要求组织生产线停产检修，因当期高争股份生产线生产负荷高于上年同期，公司熟料产量同比增加 8.19 万吨；因藏中地区水泥需求略好于上年同期，当期公司水泥销量同比增加 4.54 万吨；淡季商砼及骨料产销量均很小。同期，公司水泥销售均价同比持平，商砼及骨料价格低于上年全年水平。

图表 5. 公司水泥相关产品主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
石灰石	采购量（万吨）	-	-	29.96	13.82
	采购均价（元/吨）	-	-	76.57	69.42
煤炭	采购量（万吨）	50.29	39.44	49.15	4.19
	采购均价（元/吨）	1,139.12	868.01	776.47	769.82

原燃料	指标	2023年	2024年	2025年	2026年第一季度
电	采购量(万千瓦时)	32,742.98	27,134.25	33,071.24	4,224.36
	采购均价(元/千瓦时)	0.64	0.64	0.65	0.85
熟料	采购量(万吨)	19.23	4.88	3.71	-
	采购均价(元/吨)	489.06	428.04	413.99	-

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

石灰石系水泥熟料最主要的原料，截至 2026 年 3 月末该公司下属高争股份生产线配套矿山石灰石保有储量为 11,083.22 万吨，资源储量丰富；经重新评估，昌都高争生产线配套矿山的部分区域石灰石保有储量约为 1,600 万吨，可基本满足生产所需。2023-2024 年，公司所需石灰石均通过自有矿山供应，2025 年及 2026 年第一季度昌都高争少量外采。2023-2025 年高争股份石灰石自供成本变化不大，且处于较低水平；昌都高争因矿山所产石灰石采用汽运方式，运输距离约 20 公里，石灰石自供成本较高，但 2025 年以来得益于爆破开采成本下降，供应成本有所下降。

西藏地区水泥生产企业煤炭资源对外依赖度很高，该公司煤炭主要采自青海和新疆，运距超过 1,000 公里，高争股份所在藏中区域生产线主要采用铁路运输，昌都高争所在藏东区域则通过公路运输，为确保煤炭供应，公司备货量相对较大。因公司煤炭市场价格下降，2025 年及 2026 年第一季度公司煤炭采购均价同比分别下降 10.55% 和 11.14%。公司向煤炭贸易商采购，采购款一般次月以现汇结算。电力方面，2025 年及 2026 年第一季度外购电力主要随水泥产量变化而增减；同期公司电力价格同比持平，2026 年第一季度因执行枯水期电价，价格相对较高。公司外购部分熟料并粉磨加工成水泥后进行销售，2025 年采购量较小，价格亦同比有所下降。整体看，2025 年主要得益于煤炭采购价格下降，该公司水泥毛利率同比微升 0.87 个百分点至 21.19%；2026 年第一季度，因淡季错峰生产执行期间开工率很低，固定成本难以摊薄，公司水泥毛利率为-1.35%。

其他建材产品方面，该公司子公司重交再生还涉及沥青砼的生产业务。2023-2025 年，重交再生沥青砼产销量保持相对稳定，分别为 94.83 万吨、97.11 万吨和 95.08 万吨；但销售均价受市场环境略有下降，同期分别为 279.54 元/吨、271.10 元/吨和 257.14 元/吨；2026 年第一季度沥青砼产销量同比微增 2.33% 至 16.45 万吨，价格延续下跌走势，为 246.59 元/吨，同比下降 6.40%。

项目投资方面，该公司下属高争股份计划以其位处拉萨市的 2 条合计 4,000 吨/天产能的熟料生产线在林芝市朗县等量置换建设 1 条 4,000 吨/天的熟料生产线<sup>1</sup>，上述产能置换方案已于 2025 年 5 月由自治区经信厅完成公告。该项目预计投资 14.87 亿元，截至 2026 年 3 月末仅完成部分前期工作，累计投资 0.46 亿元，2026 年 4-12 月及 2027 年分别计划投资 8.00 亿元和 6.40 亿元。另外，公司昌都高争二线建设项目尚余皮带廊等配套工程，目前尚无投资规划；该项目配套的余热发电装备已于 2026 年 1 月正式运行，昌都高争石膏矿改扩建项目已于 2025 年末投运，上述两项目尚余少量投资。

图表 6. 截至 2026 年 3 月末公司建材业务尚未完成投资项情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2026 年 3 月末已投资	投资规划	
			2026 年 4-12 月	2027 年
高争股份朗县 4,000t/d 水泥熟料生产线迁建项目	14.87	0.46	8.00	6.40
昌都新建 2,000t/d 熟料新型干法水生产线（二期）项目	11.65	8.99	-	-
昌都二期余热发电项目	0.47	0.38	0.09	-
石膏矿改扩建项目	0.34	0.22	0.12	-
<b>合计</b>	<b>27.33</b>	<b>10.05</b>	<b>8.21</b>	<b>6.40</b>

注：根据西藏天路提供的数据整理、计算。

### 建筑业务

该公司建筑业务包括施工业务及监理与检测业务，主要运营主体包括公司本部、重交再生、西藏天源路桥有限公司、西藏天鹰公路技术开发有限公司等。公司施工业务按照类型可分为公路工程、房建工程、市政工程和水利工程等；公司监理检测业务规模小，收入及利润贡献有限。2025 年公司施工业务收入同比大幅增长 44.99%，主要因上年部分新签项目进入施工高峰所致；因其中房建工程盈利空间较小，业务毛利率同比微降 0.38 个百分点。2026 年第一季度，公司施工业务收入同比小幅下降 4.01%，毛利率同比下降 3.03 个百分点。

<sup>1</sup> 业主方为西藏朗县高争建材有限公司，系高争股份控股子公司，高争股份持有其 51% 的股权，另外藏建集团、林芝市城市投资有限责任公司和朗县城市投资有限责任公司持股比例分别为 25%、13% 和 11%。

图表 7. 公司建筑业务分类型收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>施工业务</b>	<b>13.28</b>	<b>-0.22%</b>	<b>7.26</b>	<b>7.24%</b>	<b>10.53</b>	<b>6.86%</b>	<b>0.75</b>	<b>8.28%</b>
其中：公路工程	0.58	-64.53%	1.03	-4.98%	2.83	7.49%	0.21	14.04%
房建工程	4.49	-2.60%	3.08	11.11%	5.62	3.67%	0.17	8.94%
市政工程	6.23	5.75%	1.60	4.88%	1.56	15.77%	0.30	13.65%
水利及其他专业工程	1.97	5.22%	1.55	10.10%	0.51	11.18%	0.07	-33.09%
<b>监理与检测业务</b>	<b>0.09</b>	<b>-181.92%</b>	<b>0.33</b>	<b>23.55%</b>	<b>0.26</b>	<b>17.04%</b>	-	-

注：根据西藏天路提供的数据整理、计算。

资质方面，2025 年 12 月该公司本部建筑工程施工总承包资质提升至一级，另外本部还拥有公路、水利水电、电力、市政公用、机电等工程施工总承包二级资质；下属子公司中重交再生拥有建筑、公路和市政公用一级总承包资质，其他子公司总承包资质多为二级。公司及下属子公司还拥有公路路面、公路路基和桥梁等多项专业承包资质。但由于西藏建筑市场开放，市场竞争激烈，竞争者多为持有特级资质的大型央企，相较之下公司在资质方面不占优势。

2023-2025 年及 2026 年第一季度，该公司施工业务新签合同额（含合并范围内工程项目）分别为 8.77 亿元、23.75 亿元、10.32 亿元和 1.01 亿元，2025 年以来公司新签合同金额同比有所下降。截至 2026 年 3 月末公司在手施工合同金额为 17.79 亿元。

为拓展业务，该公司于 2017-2021 年通过与央企组成联合体的方式投资参与了 5 个区外 PPP 项目（详见下表），上述项目公司均不纳入公司合并范围。近年来，公司开始推进部分项目的退出事项。2023 年 1 月，公司向贵州交通建设集团有限公司（简称“贵州交建”）平价转让其持有凯里项目的项目公司凯里北环高速公路投资有限公司（简称“凯里北环公司”）2.85%的股权，股权转让价款为 0.83 亿元，转让后股权比例由 10.50%下降至 7.65%；按照相关协议，股权转让款分 3 年收回，其中 2023-2025 年应收部分均未收到，关注后续款项到账情况。另外，嵩明项目因 PPP 项目政策调整而终止实施，2025 年清算退出资本金 0.32 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司 5 个 PPP 项目累计投入资本金为 4.91 亿元。回报机制方面，萍乡项目运营期内采用政府付费模式，其余项目均为使用者付费与政府方提供缺口性运营补贴相结合的形式。萍乡项目、西昌项目和凯里项目已进入运营期，前二者 2025 年及 2026 年第一季度对应项目公司均处于微亏或盈亏平衡状态；凯里项目公司 2025 年亏损金额相对较大。整体看，由于公司参与的上述 PPP 项目所处区域经济发展水平及政府财力情况较弱，项目实施及经营期回报面临的不确定性较大。

图表 8. 截至 2026 年 3 月末公司参与 PPP 项目情况（单位：万元）

项目简称	政府合作方	项目公司名称	公司持股比例	项目类型	项目回报机制	建设期 + 运营期（年）	公司已投入资本金	进入运营期时间	进入运营期项目公司净利润	
									2025 年	2026 年第一季度
萍乡项目	萍乡市昌兴投资有限公司	萍乡市水电八局白源河海绵城市建设有限公司	54.80%	专业工程	政府付费	1+9	3,413.46	2018.10	125.59	-11.40
凯里项目	黔东南州交通旅游建设投资集团有限公司	凯里北环高速公路投资有限公司	7.65%	公路工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+30	23,807.51	2020.11	-12,202.74	-679.22
嵩明项目	嵩明县土地开发投资经营有限责任公司	中电建嵩明基础设施投资有限公司	40.00%	公路工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+15	1,080.00	清算退出中	-	-
西昌项目	西昌城市建设投资管理有限责任公司	西昌乐和工程建设有限责任公司	40.40%	公路工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+17	16,756.38	其中子项最早于 2022 年 10 月投入运营	23.12	10.65
扶绥项目	广西扶绥县城市开发投资有限公司	中电建扶绥工程投资运营有限公司	19.00%	市政工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+22	4,016.00	尚未进入运营期	-	-
<b>合计</b>	-	-	-	-	-	-	<b>49,073.35</b>	-	<b>-12,054.03</b>	<b>-679.97</b>

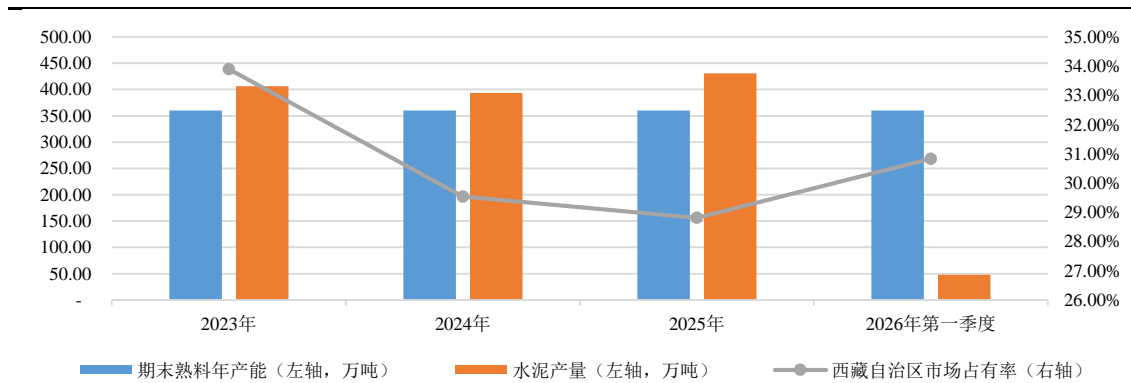
注：根据西藏天路提供的数据整理、计算；萍乡项目公司董事会成员共 7 人，因公司仅派驻 1 名董事，未达到实际控制，故公司未将其纳入合并范围。

建筑施工业务面临一定的结算及回款滞后的风险。根据该公司提供的重大在建项目清单，截至 2026 年 3 月末

项目合同金额合计 47.75 亿元，累计确认收入 23.88 亿元，累计回笼资金 17.79 亿元（含税）。其中，科学大道二期工程 EPC 三标段、邛海流域生态治理项目、藏建·康翔项目 EPC 总承包项目、薛城区城市市政道路路网新建改造提升（含配套）工程总承包（EPC）项目等待回款金额较大，后续款项回收情况有待关注。

## ② 竞争地位

图表 9. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



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

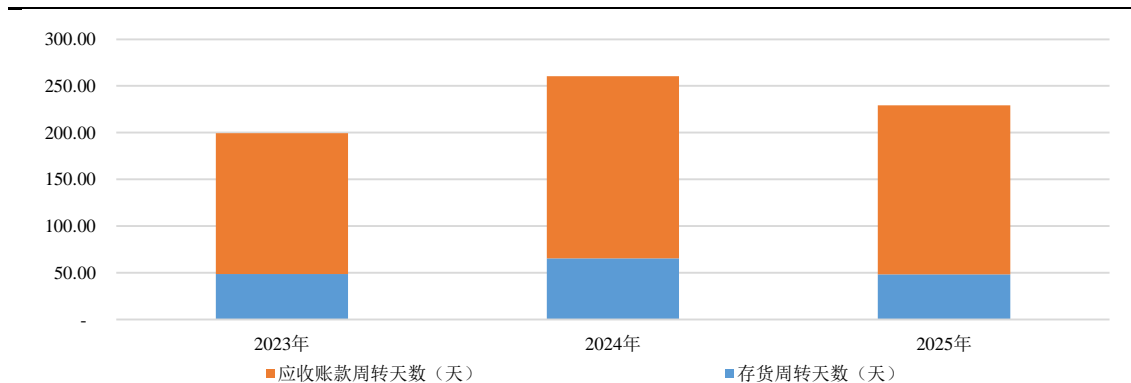
该公司水泥业务竞争区域为西藏自治区全域，系西藏自治区水泥行业先发企业。2023 年以来公司下属昌都高争 1 条新建生产线投产，此外区内另有 1 条生产线投产，但公司目前仍为区内最大的水泥生产企业，熟料年产能 360 万吨，占区内总产能的比重超过 30%。从 2025 年公司水泥产量和西藏自治区水泥产量判断，公司市场占有率维持在 30% 左右，市场地位仍较突出。根据水泥网数据，从全国水泥企业排名看，2025 年公司产能规模保持在百强企业中 50 名左右。

西藏自治区煤炭资源匮乏，主要依赖区外供应，运距远，保供能力较弱。该公司煤炭采购自贸易商，且采购量不大，议价能力较弱。电力自给方面，截至 2026 年 3 月末公司 5 条熟料生产线均已配备余热发电装置，装机总量为 27.50 兆瓦；公司余热发电约可满足 30% 的生产用电需求。

该公司下属高争股份 3 条熟料生产线分别于 2006 年、2009 年和 2017 年投产，近年来高争股份在允许开展错峰生产置换的情况下，增加一线及二线 2 条较早建设的生产线的停产天数，以延长建设时间较晚、装备水平较高的三线的运行时间，达到降低能耗进而降低成本的目的。公司下属昌都高争 2 条熟料生产线分别于 2015 年和 2023 年投产，装备水平整体较高。除错峰生产置换外，近年来公司还持续通过生产线技改降低生产能耗；公司生产涉及污染物排放，2025 年公司污染物排放符合相关法律法规及标准的要求。整体看，公司绿色生产水平较高。

## ③ 经营效率

图表 10. 反映公司经营效率要素的主要指标值及变化趋势



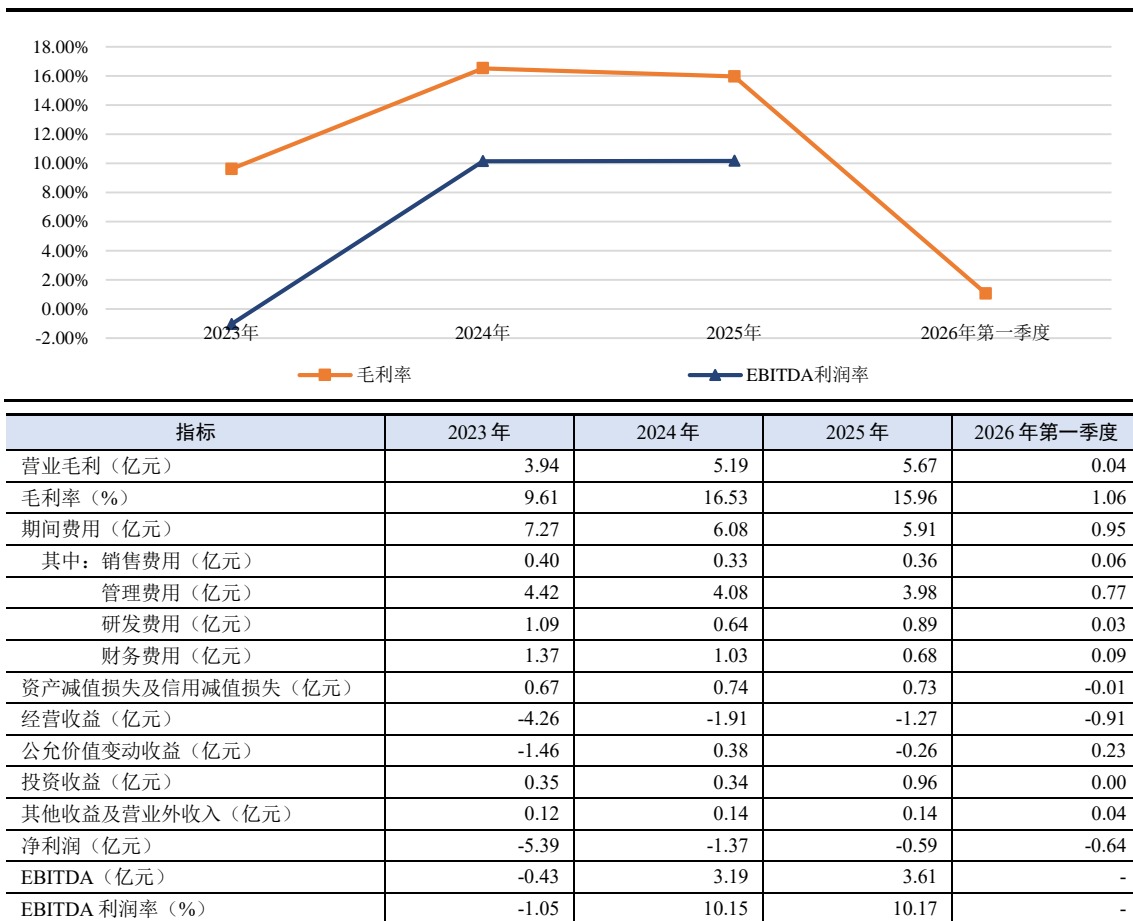
注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年，该公司存货周转天数分别为 48.69 天、65.54 天和 48.43 天，2025 年主要得益于原材料价格下降及库存控制而有所回落；同期，应收账款周转天数分别为 150.84 天、194.87 天和 180.76 天，2025 年同比有所

下降，主要因建筑业务收入增长，而在提高回款率要求下应收账款增幅相对较小所致。同期，公司营业周期分别为 199.53 天、260.42 天和 229.20 天，整体看主要在建筑业务拖累下，公司经营效率较低。

#### ④ 盈利能力

图表 11. 反映公司盈利能力要素的主要指标值及变化趋势



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

2023-2025 年，主要得益于水泥业务盈利能力改善，该公司营业毛利逐年增长。同期，公司期间费用逐年压降，2025 年主要得益于债务规模的收缩及借款利率的下降，公司财务费用同比减少 33.39%。公司资产减值损失及信用减值损失主要产生于对建筑施工业务合同资产及应收账款计提的坏账准备，以及对以往收购重交再生产生的商誉计提的减值。2025 年公司维持经营性亏损状态，经营收益为-1.27 亿元，得益于水泥业务盈利情况改善及费用压缩而较上年减亏 0.64 亿元。

2023-2024 年，该公司投资收益主要来源于于权益法核算的西藏高新建材集团有限公司（简称“高新建材”，公司持股 30%）；2025 年投资收益同比大幅增长，主要因处置所持中国电力建设股份有限公司（简称“中国电建”）股票产生 0.61 亿元收益。高新建材为西藏自治区水泥、骨料及商砼生产企业，其业绩走势与公司趋同，2023-2025 年公司确认对其投资收益金额分别为 0.12 亿元、0.12 亿元和 0.17 亿元。公司公允价值变动损益波动较大，主要系中国电建股价波动所致。

2023-2025 年，该公司净利润分别为-5.39 亿元、-1.37 亿元和-0.59 亿元，公司持续减亏；同期，公司 EBITDA 保持增长，EBITDA 利润率持续回升，盈利能力有所改善。

2026 年第一季度，该公司业务淡季期间营业毛利规模较小，期间费用相对刚性，以致经营性亏损持续，当期经营收益为-0.91 亿元，同比减亏 0.24 亿元。同期，因中国电建股价上升，产生公允价值变动收益 0.23 亿元，在其补充下公司同比减亏 0.91 亿元。

2026 年，随着川藏铁路及水电等重大项目的推进，区内水泥需求有望保持增长，但区内外水泥价差较大将持

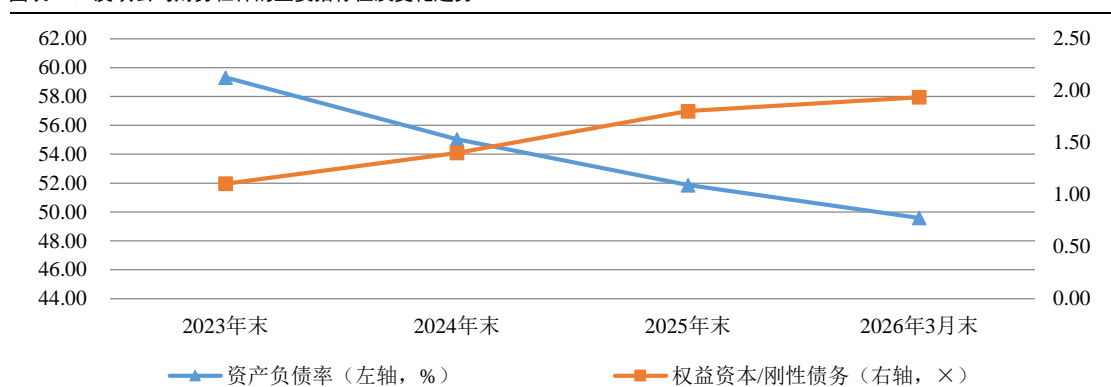
续吸引外部水泥进入，尤其是对藏东地区易形成冲击。随着该公司下属昌都高争二线余热发电及石膏矿项目效益的显现，其成本控制能力或将有所加强。2025 年公司建筑业务新签合同额相对较小，2026 年收入表现主要取决于存量项目推进、新签合同规模及其转化情况，存在一定的不确定性。

### 3. 财务

2025 年以来，主要得益于可转债转股及借款的压降，该公司刚性债务规模持续收缩，财务杠杆进一步下降，当前财务结构较为稳健。公司可持续享受西藏自治区低息融资政策，随着基准利率的下降及债务期限结构变化，公司综合融资成本下降至很低水平。公司当前刚性债务虽以短期为主，但鉴于公司货币资金较充裕，可用授信较为充裕，且拥有一定规模易变现的金融资产，可为债务滚续提供良好保障。

#### (1) 财务杠杆

图表 12. 反映公司财务杠杆的主要指标值及变化趋势



注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 59.32%、55.03%、51.87%和 49.59%，权益资本/刚性债务分别为 1.11、1.40、1.80 和 1.94，其中 2025 年以来主要得益于刚性债务压降，公司资产负债率持续下降，财务结构较为稳健，所有者权益对刚性债务的覆盖程度亦相应有所提升。整体看，公司财务杠杆控制力强。

#### ① 资产

图表 13. 公司核心资产及其变动趋势（单位：亿元）

主要数据及指标		2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动资产	金额	76.37	70.75	67.36	61.01
	占资产总额的比重	55.73%	55.19%	55.13%	52.78%
其中：货币资金		25.59	23.09	20.77	16.51
交易性金融资产		3.27	3.65	2.17	2.40
应收账款		16.58	16.93	18.24	17.20
合同资产		16.30	12.16	13.45	12.53
存货		5.09	4.32	3.60	3.49
非流动资产	金额	60.71	57.44	54.81	54.58
	占资产总额的比重	44.27%	44.81%	44.87%	47.22%
其中：其他权益工具投资		7.80	7.95	7.84	7.84
长期股权投资		6.90	6.94	6.71	6.71
固定资产		34.99	32.47	30.12	29.48
无形资产		6.78	5.53	5.23	5.16
商誉		0.84	0.69	0.41	0.41
<b>期末全部受限资产账面价值</b>		<b>2.30</b>	<b>2.02</b>	<b>2.41</b>	<b>3.68</b>
<b>受限资产账面价值/资产总额</b>		<b>1.68%</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.97%</b>	<b>3.18%</b>

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2023-2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司资产总额分别为 137.08 亿元、128.18 亿元、122.17 亿元和 115.59 亿

元，规模有所收缩；其中流动资产占比保持在 55%左右。

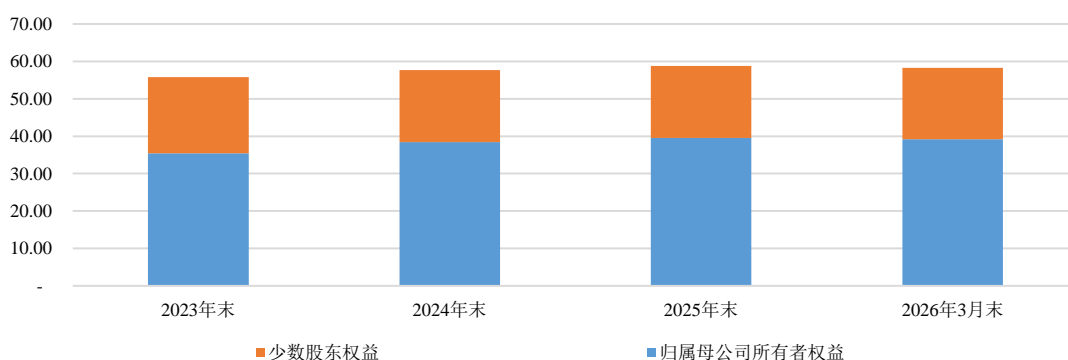
2025 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、应收账款、合同资产和存货。其中，货币资金为 20.77 亿元，其中 0.77 亿元因被冻结及作为票据保证金和履约保证金而受限，受限比率为 3.68%。交易性金融资产为 2.17 亿元，较上年末减少 1.47 亿元，主要因减持所持中国电建 0.25 亿股股票所致，期末公司尚余其股票 0.42 亿股。应收账款账面价值为 18.24 亿元，较上年末增加 1.31 亿元；账龄仍主要集中于一年以内，余额占比为 46.97%，因平均账龄略有增长，应收账款坏账准备综合计提比例较上年末提升 0.39 个百分点至 17.46%，坏账准备余额较上年末增加 0.37 亿元至 3.86 亿元。合同资产为 13.45 亿元，较上年末增加 1.29 亿元；公司针对未到期质保金及已完工未结算资产已分别计提减值准备 1.29 亿元和 0.90 亿元。应收账款和合同资产合计余额前五大债务人金额合计 9.74 亿元，占两科目合计余额的比重为 25.81%。存货为 3.60 亿元，较上年末减少 0.72 亿元，主要因原材料价格下降及库存控制；其中原材料、在产品和库存商品账面价值分别为 2.17 亿元、0.96 亿元和 0.44 亿元。

2025 年末，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、无形资产和商誉。其他权益工具投资为 7.84 亿元，主要包括持有的中电建安徽长九新材料股份有限公司 11.07% 的股份（4.23 亿元）、凯里北环公司 7.65% 的股份（2.38 亿元）、西藏银行股份有限公司 2.12% 的股份（0.60 亿元）和西藏开投海通水泥有限公司（简称“开投海通”）20% 的股份（0.60 亿元）。长期股权投资为 6.71 亿元，除所持高新建材 30% 的股份（账面价值为 2.83 亿元）外，主要系所持 PPP 项目公司的股权。固定资产为 30.12 亿元，主要因折旧而较上年末减少 2.35 亿元。无形资产为 5.23 亿元，主要因摊销而较上年末减少 0.29 亿元；其中土地使用权为 2.66 亿元，矿权为 2.32 亿元。商誉为 0.41 亿元，因对以往收购重交再生产生的商誉持续计提减值而较上年末减少 0.28 亿元。

2026 年 3 月末，主要因支付经营性债务，该公司货币资金较上年末减少 4.26 亿元；因工程项目结算及回款，应收账款和合同资产合计较上年末减少 1.96 亿元；除上述科目外，公司其他主要资产科目较上年末变化均较小。同期末，公司受限资产为 3.68 亿元，具体包括货币资金 0.92 亿元、长期股权投资 0.88 亿元、固定资产 1.14 亿元和无形资产 0.73 亿元，资产综合受限比率为 3.18%。

## ② 所有者权益

图表 14. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据西藏天路所提供的数据整理、绘制。

2023-2025 年末，该公司所有者权益分别为 55.77 亿元、57.64 亿元和 58.81 亿元，主要因公司发行的天路转债转股而有所增长，2025 年末股本和资本公积分别较上年末增加 0.39 亿元和 1.52 亿元至 13.62 亿元和 15.12 亿元，二者占所有者权益的比重合计 48.89%。除股本和资本公积外，2025 年末公司未分配利润为 5.87 亿元，较上年末减少 0.57 亿元，主要因亏损所致，其占所有者权益的比重为 9.98%；少数股东权益为 19.28 亿元，占比为 33.30%。2026 年 3 月末，主要因亏损，公司所有者权益微降至 58.27 亿元，但其构成较上年末变化不大。

### ③ 负债

图表 15. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
刚性债务	50.42	41.11	32.62	30.07
其中：短期刚性债务	24.73	25.84	25.72	21.91
中长期刚性债务	25.70	15.27	6.90	8.16
应付账款	24.74	21.38	23.26	18.73
预收款项及合同负债	0.75	3.54	3.53	4.18
其他应付款	1.88	2.05	2.06	2.43
综合融资成本（年化，%）	3.41	2.79	2.19	1.95

注：根据西藏天路所提供的数据整理、计算；2023-2025 年综合融资成本系根据财务报表数据估算，计算公式为：综合融资成本 = (本年列入财务费用的利息支出 + 本年资本化利息支出) / [(上年末刚性债务余额 + 本年末刚性债务余额) / 2]，2026 年第一季度根据公司提供的期末银行借款和存续债券余额加权平均利率填列。

2023-2025 年末，该公司负债总额分别为 81.31 亿元、70.54 亿元和 63.36 亿元，2025 年末主要因刚性债务规模收缩而较上年末有所减少，但刚性债务占负债总额的比重仍较高，为 51.47%。除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、预收款项及合同负债和其他应付款构成。同期末，因待结算材料及工程款增加，公司应付账款较上年末增加 1.18 亿元；预收款项及合同负债主要系区内部分建筑施工项目预付工程款；其他应付款金额不大，其中押金及保证金为 0.73 亿元，主要系收到分包商的履约保证金。2026 年 3 月末，主要因支付材料及工程款，公司应付账款较上年末减少 4.53 亿元；其他非刚性债务负债科目较上年末变化均不大。

2023-2025 年末，该公司刚性债务分别为 50.42 亿元、41.11 亿元和 32.62 亿元，规模持续压降。融资渠道方面，公司刚性债务以借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款，下同）为主，同期末余额分别为 33.12 亿元、29.25 亿元和 22.82 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 65.69%、71.15%和 69.97%。从借款类型来看，公司银行借款绝大部分为信用借款，少量担保及保证借款主要由公司本部为下属子公司提供担保。承债主体方面看，公司刚性债务主要由本部承担，2025 年末本部刚性债务余额为 24.82 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 76.10%；其他刚性债务主要分布于下属高争股份、昌都高争和重交再生。期限结构方面，2023-2025 年末中长期刚性债务占比分别为 50.96%、37.14%和 21.14%，随着资本性支出的缩减，公司债务期限结构呈短期化趋势。2026 年 3 月末，公司刚性债务较上年末减少 3.81 亿元至 21.91 亿元，刚性债务类型结构、偿债主体分布及期限结构较上年末均未发生重大变化。

由于能够持续享受西藏自治区银行借款贴息政策优惠，该公司融资成本低。根据公司财务数据测算，2023-2025 年公司综合融资成本分别 3.41%、2.79%和 2.19%，主要因基准利率下调及低息短期债务占比上升而持续下降；2026 年第一季度，根据公司借款和债券余额计算的加权平均利率仅为 1.95%（按现行利率并以当期期末余额为权数计算）。

图表 16. 截至 2026 年 3 月末公司刚性债务到期剩余期限分布情况（单位：亿元）

到期剩余期限	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
合并口径	17.28	8.84	1.19	-	0.84
母公司口径	10.32	8.39	1.01	-	-

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制；上表数据不包括租赁负债及应付票据。

资金管理方面，该公司本部对下属子公司实施较为严格的账户管理，并能够实现部分账户资金的归集，资金调拨能力较强，能够为偿债资金的筹备提供一定的保障。

## （2）偿债能力

### ① 现金流量

图表 17. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额	2.24	4.29	2.82	-0.92
其中：业务现金收支净额	2.08	4.03	0.77	-0.66

主要数据及指标	2023年	2024年	2025年	2026年第一季度
<b>投资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-1.85</b>	<b>-0.31</b>	<b>2.15</b>	<b>-0.91</b>
其中：购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.73	-0.85	-0.23	-0.90
<b>筹资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-3.49</b>	<b>-6.50</b>	<b>-7.74</b>	<b>-2.60</b>
其中：现金利息支出	-1.35	-1.94	-1.10	-0.27

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

2023-2025年，该公司经营性现金流保持净流入状态；公司水泥销售资金回笼情况良好，建筑业务面临一定的垫资压力，2025年受待结算支付工程款增长，净流入额同比有所下降。2026年第一季度，因处业务淡季，现金流入金额较小，薪资等现金开支较为刚性，公司经营性现金流净额为负。

2023年以来，该公司无重大资本性支出项目，主要围绕昌都高争二期项目、林芝粉磨站及生产线大修和技改发生少量支出，2025年主要因减持0.25亿股中国电建股票及嵩明项目清算退出减资，投资性现金流呈净流入状态。

2023年以来，主要因压降债务，该公司筹资性现金流保持净流出状态。

## ② 偿债能力

图表 18. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2023年	2024年	2025年	2026年3月末
EBITDA/利息支出 (×)	-0.25	2.49	4.47	-
EBITDA/刚性债务 (×)	-0.01	0.07	0.10	-
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	125.30	117.35	101.56	97.44

注：根据西藏天路所提供数据整理、计算。

2023年，该公司亏损额较大，EBITDA为负，EBITDA对刚性债务及其孳息无法形成有效的覆盖；2024-2025年公司持续减亏，EBITDA转正，上述偿债能力指标表现有所改善。

2025年末和2026年3月末，该公司短期刚性债务现金覆盖率虽有所下降，但覆盖程度仍较高。

财务弹性方面，该公司与大型国有商业银行及多家股份制银行建立了良好的合作关系，截至2026年3月末获得银行授信总额为75.18亿元（其中大型国有商业银行授信占比为48.78%），尚未使用额度为36.08亿元，能够为公司债务滚动提供一定的保障。

## 4. 调整因素

### (1) ESG因素

环境方面，根据该公司发布的《可持续发展报告》显示，2025年公司污染物排放达标率和危险废物规范处置率均达100%，公司未因污染物排放等环境事件被处以重大行政处罚的情形。鉴于我国水泥行业已纳入全国碳排放市场管理，公司亦加强温室气体排放管理，当年下属高争股份完成碳配额注册登记、碳配额交易及CCER注册登记审核相关工作，昌都高争按自治区要求完成碳排放配额确认。2025年公司温室气体排放量为140.29万吨二氧化碳当量，公司计划持续通过生产线技改落实节能减排。

社会责任方面，该公司结合项目建设与生产运营特点，通过吸纳当地劳动力、带动相关运输及服务需求等方式形成属地就业支撑。公司积极参与各项社会公益事业活动，2025年对外捐赠资金及物资总投入100.50万元，主要包括组织日喀则定日县地震捐款及捐赠物资和水泥制品等；公司扶贫及乡村振兴项目总投入9,025.56万元，主要采取就业扶贫的方式为项目所在地农牧民创收。

治理方面，2025年该公司取消监事会，公司目前设股东会和董事会。股东会是公司的权力机构。董事会对股东大会负责，由5-9人组成（含独立董事3名，职工董事1名，董事1-5名），设董事长1名，由全体董事过半数选举产生。董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会，其中审计委员会行使

原监事会的职权。公司经营层设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。2025 年以来，主要因工作调动，公司董事及高管发生了一定的变动。赵云德不再担任副董事长及总经理等职务，刘显军不再担任董事，格桑罗布、次旦多杰、吴成彬和张辉不再担任副总经理，游章秀不再担任财务负责人；曾朝斌成为新任董事，孟刚成为新任副董事长及总经理，杜晓明、刘狮山成为新任副总经理，达瓦扎西新任常务副总经理，王国金成为新任财务负责人。

综上，该公司在 ESG 因素方面不涉及评级调整。

## (2) 科技赋能因素

该公司主营业务所涉及的产业成熟度高，近年来公司研发主要围绕绿色建材产品，不涉及国家或关键领域重大科技项目，故公司在科技赋能因素方面不涉及评级调整。

## (3) 跨业多元化因素

该公司从事建材及建筑双主业，业务之间系上下游关系，正相关性较高，风险冲减效应有限，故公司不涉及跨业多元化评级调整。

## (4) 流动性因素

图表 19. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动比率 (%)	142.90	129.39	120.29	125.14

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2025 年末及 2026 年 3 月末，该公司流动比率较上年末未发生重大变化，当前公司流动性指标表现较好。结合公司货币类资产规模、短期内资金支出需求及可用授信情况判断，公司不涉及流动性因素评级调整。

## (5) 表外因素

根据该公司提供的资料显示，截至 2026 年 3 月末公司为参股公司开投海通担保余额为 0.30 亿元。根据公司 2025 年年度报告所载，公司因劳务合同及建设工程施工合同纠纷作为被告的涉案金额合计 0.64 亿元。整体看，公司对外担保及涉诉金额不大，故不涉及表外因素评级调整。

## (6) 其他因素

关联交易方面，根据审计报告的认定标准，该公司关联方主要包括控股股东西藏建工建材集团有限公司（简称“藏建集团”）及其下属子公司以及公司的联营企业。2025 年公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额较小，主要产生于接受关联方绿化服务及向开投海通采购少量水泥熟料；销售商品、提供劳务产生的关联交易主要产生于向关联方提供建筑施工服务及销售建材品，涉及金额不大，占营业收入的比重约为 10%。2025 年末，公司应收关联方款项余额合计 6.54 亿元，较上年末增加 0.40 亿元，主要因承建藏建集团体系内项目产生的应收账款及应收分包款增加所致；应付关联方款项余额合计 1.38 亿元，主要系应付昌都二线建设款及矿山爆破服务款项。整体看，公司关联交易金额不大，对经营及财务未产生重大影响。

图表 20. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）
关联采购及接受劳务	2.26	0.83	0.77
关联销售及提供劳务	2.05	3.44	3.89
关联应收款项（余额）	5.69	6.14	6.54
关联应付款项（余额）	2.05	1.67	1.38

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

信用记录方面，根据该公司提供的公司本部、高争股份、昌都高争和重交再生的《企业信用报告》（查询日期分别为 2026 年 4 月 15 日、4 月 21 日、4 月 16 日和 5 月 7 日），上述公司本部均不存在欠贷欠息事项。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2026 年 6 月 3 日公司本部、控股股东及上述子公司不存在被实施重大行政处罚及被列入经营异常或严重违法失信企业名单的情形。

综上，该公司在其他因素方面不涉及评级调整。

## 5. 外部支持

该公司系控股股东藏建集团建材和建筑业务的核心运营实体，在其体系内具有很重要的地位；截至 2026 年 3 月末藏建集团持有公司 23.06% 的股权，系公司单一最大股东，公司 6 名非独立董事中 5 名由藏建集团委派，公司与藏建集团关系较紧密，近年来公司能够在业务资源获取等方面获得其一定的支持。

另外，该公司能够持续享受多项优惠政策。税率优惠方面，根据《西藏自治区企业所得税政策实施办法（暂行）》（藏政发[2022]11 号）文件，公司本部及 7 家下属子公司可享受优惠税率，按 9% 缴纳所得税。金融政策方面，2025 年公司向在藏银行业金融机构申请用于西藏自治区境内项目建设、生产经营等符合条件的贷款，持续享受比全国贷款基准利率低 2 个百分点的利率优惠政策。

## 6. 同业比较分析

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

相较于上述主体，该公司水泥业务规模较小，盈利能力较弱；因从事建筑业务，营业周期较长。公司资产负债率高于上述主体，偿债指标表现相比略弱。

# 债项信用跟踪分析

## 1. 债项主要条款跟踪分析

21 天路 01 附发行人利率调整选择权和投资者回售选择权。该公司有权决定在该债券存续期的第 2 年末和第 4 年末调整后续期限的票面利率。公司将于第 2 个和第 4 个计息年度付息日前的第 30 个交易日，在证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。公司发出关于是否调整上述债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在上述债券的第 2 个和第 4 个计息年度付息日将持有的债券按票面金额全部或部分回售给公司，公司将按照上交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。2023 年 6 月 14 日，公司发布公告称不调整 21 天路 01 票面利率，2023 年 6 月 15-21 日回售登记期内投资者全部行使回售权，公司后在规定期限内成功转售 3.40 亿元债券，未转售部分债券已兑付并注销。2025 年 6 月 17 日，公司发布公告将 21 天路 01 票面利率从 5.15% 下调至 3.00%，2025 年 6 月 18-24 日回售登记期内投资者回售该债券 0.30 亿元，公司在规定期限内未完成转售，回售债券已注销，该债券待偿还本金余额降至 3.10 亿元。

## 2. 偿债保障措施跟踪分析

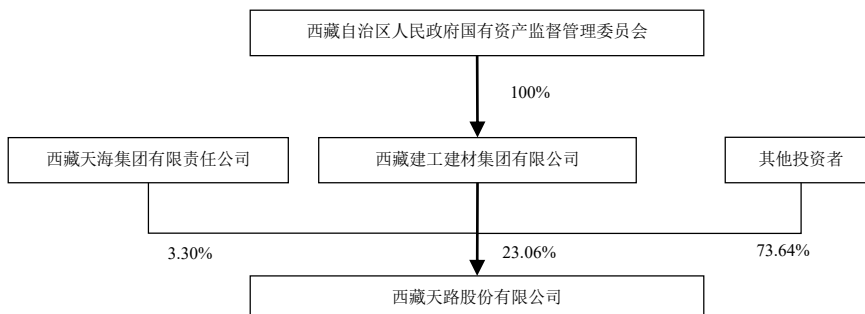
2025 年，该公司持续减亏，EBITDA 同比增长，其对刚性债务及孳息的保障程度有所提升。公司货币资金较为充裕，可用授信较为充足，且拥有一定规模易变现的金融资产，可为债务的偿付提供良好保障。

# 跟踪评级结论

综上，本评级机构评定西藏天路信用等级为 AA，评级展望为稳定，21 天路 01 信用等级为 AA。

附录一：

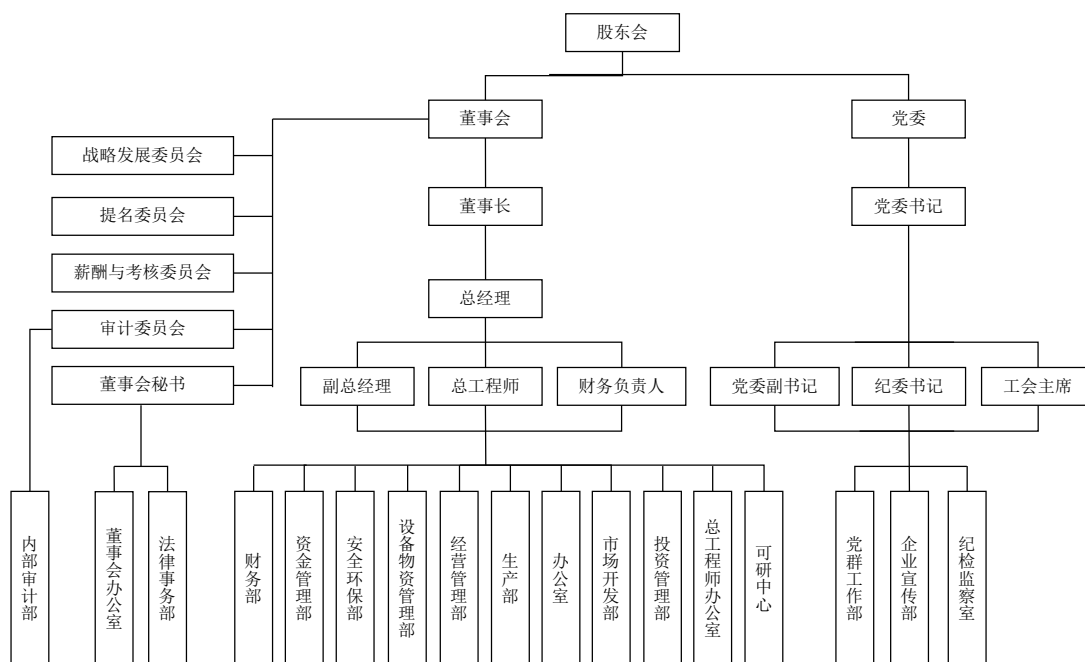
### 公司与实际控制人关系图



注：根据西藏天路提供的资料整理绘制（截至 2026 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整理绘制（截至 2026 年 3 月末）。

附录三：

### 相关实体主要数据概览

基本情况					2025年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	
西藏建工建材集团有限公司	藏建集团	控股股东	-	建材、建筑、房地产业务等	77.90	117.48	68.91	-0.14	4.81	合并口径
<b>西藏天路股份有限公司</b>	<b>西藏天路</b>	<b>本级</b>	<b>-</b>	<b>建筑业务</b>	<b>24.82</b>	<b>32.89</b>	<b>8.70</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.52</b>	<b>母公司口径</b>
西藏高争建材股份有限公司	高争股份	子公司	60.02	水泥、商砼、骨料等	2.58	38.90	15.56	1.50	4.40	合并口径
西藏昌都高争建材股份有限公司	昌都高争	子公司	64.00	水泥	1.58	5.32	6.59	-0.69	0.69	
重庆重交再生资源开发股份有限公司	重交再生	子公司	51.00	沥青砼、商砼、建筑业务等	3.85	1.81	3.73	-0.72	0.10	合并口径

注：根据西藏天路 2025 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

## 同类企业比较表

核心业务：水泥 归属行业：建筑材料

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2025 年度经营数据						2025 年（末）财务数据/指标			
		规模指标	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	营业周期 （天）	毛利率 （%）	EBITDA 利 润率（%）	资产负债率 （%）	权益资本/刚性债务 （×）	EBITDA/利息支出 （×）	EBITDA/刚性债务 （×）
江西万年青水泥股份有限公司	AA+/稳定	熟料年产能：1,184.20 万吨	45.56	-0.28	77.95	15.26	10.54	35.50	3.33	4.55	0.17
甘肃上峰水泥股份有限公司	AA+/稳定	熟料年产能：1,662.40 万吨	46.92	6.42	146.94	28.89	26.76	41.26	2.11	9.59	0.25
西藏天路股份有限公司	AA/稳定	熟料年产能：360.00 万吨	35.51	-0.59	229.20	15.96	10.17	51.87	1.80	4.47	0.10

注：上表除西藏天路外，其余企业规模指标来源于水泥网，其他数据及指标根据公开市场可获取数据计算填列，或存在一定局限性。

附录五：

## 发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2023年/末	2024年/末	2025年/末	2026年第一季度/末
资产总额[亿元]	137.08	128.18	122.17	115.59
货币资金[亿元]	25.59	23.09	20.77	16.51
负债总额[亿元]	81.31	70.54	63.36	57.32
刚性债务[亿元]	50.42	41.11	32.62	30.07
所有者权益[亿元]	55.77	57.64	58.81	58.27
营业收入[亿元]	40.97	31.38	35.51	3.60
净利润[亿元]	-5.39	-1.37	-0.59	-0.64
EBITDA[亿元]	-0.43	3.19	3.61	-
经营性现金净流入量[亿元]	2.24	4.29	2.82	-0.92
投资性现金净流入量[亿元]	-1.85	-0.31	2.15	-0.91
资产负债率[%]	59.32	55.03	51.87	49.59
权益资本/刚性债务[×]	1.11	1.40	1.80	1.94
营业周期[天]	199.53	260.42	229.20	-
毛利率[%]	9.61	16.53	15.96	1.06
EBITDA 利润率[%]	-1.05	10.15	10.17	-
EBITDA/利息支出[×]	-0.25	2.49	4.47	-
EBITDA/刚性债务[×]	-0.01	0.07	0.10	-
短期刚性债务现金覆盖率[%]	125.30	117.35	101.56	97.44
流动比率[%]	142.90	129.39	120.29	125.14
担保比率[%]	0.65	0.62	0.51	0.51

注：依据西藏天路经审计的 2023-2025 年度及未经审计的 2026 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2023 年数据经追溯调整。

### 指标计算公式

资产负债率[%]=期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本/刚性债务[×]=期末所有者权益总额/期末刚性债务余额
营业周期[天]=报告期应收账款周转天数+报告期存货周转天数
毛利率[%]=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
EBITDA 利润率[%]=报告期 EBITDA/报告期营业收入×100%
EBITDA/利息支出[×]=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[×]=EBITDA/（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2
短期刚性债务现金覆盖率[%]=（期末货币资金+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票）/期末短期刚性债务余额
流动比率[%]=期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
担保比率[%]=期末未清担保余额/期末所有者权益总额×100%

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

为简化计算，上表公式中期初数以上年末数代替。

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+其他刚性债务

短期刚性债务=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+其他短期刚性债务

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

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
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
BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构个体信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
aaa 级	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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。
bb 级	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，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	在不考虑外部支持下，发行人基本不能保证偿还债务。
c 级	在不考虑外部支持下，发行人不能偿还债务。

注：除 aaa 级、ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
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。
BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 发行人历史评级

附录七：

评级类型/对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2018年12月28日	AA/稳定	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2025年6月9日	AA/稳定	吴晓丽、何婕妤	新世纪评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	报告链接
	本次评级	2026年6月9日	AA/稳定	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	-
21天路 01	历史首次评级	2021年7月20日	AA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2018版） 工商企业信用评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
	前次评级	2025年6月9日	AA	吴晓丽、何婕妤	新世纪评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	报告链接
	本次评级	2026年6月9日	AA	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。