



内部编号: 2025060038

西藏天路股份有限公司及其发行的天路转债与 21 天路 01

定期跟踪评级报告

项目负责人: 吴晓丽

吴晓丽

wxl@shxsj.com

项目组成员: 何婕妤

何婕妤

hejieyu@shxsj.com

评级总监: 张明海

张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

声明

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

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

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

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

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

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

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

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(2025)100054】

评级对象： 西藏天路股份有限公司及其发行的天路转债与 21 天路 01

天路转债

21 天路 01

主体/展望/债项/评级时间

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AA/2025 年 6 月 9 日

AA/稳定/AA/2025 年 6 月 9 日

前次跟踪： AA/稳定/AA/2024 年 6 月 21 日

AA/稳定/AA/2024 年 6 月 21 日

首次评级： AA/稳定/AA/2018 年 12 月 28 日

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：

- 持续亏损。2024 年西藏天路建材及建筑业务盈利空间虽有所增厚，但因期间费用较高，公司仍呈亏损状态。2025 年第一季度，受淡季开工不足及藏东水泥降价销售影响，公司水泥业务收入成本倒挂，叠加所持中国电建股票市值下降等因素影响，公司亏损持续。
- 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。
- 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，另外嵩明项目正在清算退出，后续上述款项回收情况有待关注。

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

主要财务数据及指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金[亿元]	13.94	12.13	9.54	6.92
刚性债务[亿元]	35.67	34.44	27.46	26.54
所有者权益[亿元]	29.13	27.01	31.59	30.89
经营性现金净流入量[亿元]	-1.61	-1.97	1.42	-1.53
合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	136.73	137.08	128.18	121.17
总负债[亿元]	77.63	81.31	70.54	65.11
刚性债务[亿元]	52.00	50.42	41.11	38.46
所有者权益[亿元]	59.10	55.77	57.64	56.06
营业收入[亿元]	38.45	40.97	31.38	3.39
净利润[亿元]	-5.81	-5.39	-1.37	-1.55
经营性现金净流入量[亿元]	-0.49	2.24	4.29	-1.70
EBITDA[亿元]	-0.97	-0.43	3.19	-
营业周期[天]	219.26	199.53	260.42	-
毛利率[%]	4.71	9.61	16.53	0.52
EBITDA 利润率[%]	-2.52	-1.05	10.15	-
资产负债率[%]	56.78	59.32	55.03	53.73
权益资本/刚性债务[×]	1.14	1.11	1.40	1.46
EBITDA/利息支出[×]	-0.55	-0.25	2.49	-
EBITDA/刚性债务[×]	-0.02	-0.01	0.07	-
短期刚性债务现金覆盖率[%]	130.26	125.30	117.35	98.82
流动比率[%]	148.68	142.90	129.39	129.56

注：根据西藏天路经审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2022-2023 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	
	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 ⁺
外部支持	支持因素	↑1
主体信用级别		AA

调整因素：（/）

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地位，且公司与藏建集团关系较紧密，在必要时可获得股东的支持。另外，公司可持续享受财税及金融等优惠政策。

注：

个体信用级别：受模型修订及报告期内该公司财务风险相关指标表现提升等因素综合影响，个体信用级别由 a 调整至 aa⁺。

外部支持：外部支持提升子级为在该公司个体信用级别基础上实际使用的外部支持力度。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33340&mid=4&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《建材行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32583&mid=5&listype=1
《建筑施工行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32792&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年西藏天路股份有限公司可转换公司债券（简称“天路转债”）和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”）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 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对西藏天路的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）《关于核准西藏天路股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2019]1574 号）核准，该公司于 2019 年 10 月 28 日发行了天路转债，发行金额为 10.87 亿元，期限为 6 年；转股期为 2020 年 5 月 2 日至 2025 年 10 月 27 日。如图表 1 所示，天路转债所募集资金拟用于 3 个项目建设、重庆重交再生资源开发股份有限公司（简称“重交再生”）的收购及增资以及补充流动资金，截至 2025 年 5 月末募集资金已使用完毕，募投项目均已投产。截至同期末，累计已有 9.16 亿元天路转债转股，天路转债待偿还本金余额为 1.71 亿元。

图表 1. 截至 2025 年 5 月末天路转债募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金	已使用募集资金
昌都新建 2,000t/d 熟料新型干法水生产线（二期）项目（简称“昌都二期项目”）	11.65	3.79	3.79
林芝年产 90 万吨环保型水泥粉磨站项目（简称“林芝水泥粉磨站项目”）	2.61	1.52	1.52
日喀则年产 60 万立方米商品混凝土扩建环保改造项目	1.04	0.37	0.37
重交再生股份收购及增资项目	2.19	2.19	2.19
补充流动资金	3.01	3.01	3.01
合计	20.50	10.87	10.87

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

该公司于 2021 年 6 月收到证监会《关于同意西藏天路股份有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可[2021]2195 号），同意公司面向专业投资者公开发行面值总额不超过人民币 15 亿元的公司债券。公司于 2021 年 7 月发行了 21 天路 01，发行金额为 5 亿元，期限为 5 年，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，21 天路 01 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 21 天路 01 待偿还本金余额为 3.40 亿元。

截至 2025 年 5 月末，该公司存续债券待偿还本金余额合计 10.11 亿元，付息情况（若有）均正常。

图表 2. 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
25 西藏天路 CP001	5.00	1	3.38	2025-02-26	2026-02-26	5.00	不涉及
21 天路 01	5.00	2+2+1	5.15	2021-07-29	2026-07-29	3.40	付息正常
天路转债	10.87	6	0.40/2.00	2019-10-28	2025-10-28	1.71	付息正常
合计	20.87	-	-	-	-	10.11	-

注：根据公开资料整理、绘制。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2022-2024 年及 2025 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 2022-2024 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”。

2022 年，该公司投资设立子公司 1 家，注销子公司 3 家。2023 年，公司以 145.31 万元收购子公司 1 家，构成非同一控制下企业合并，产生负商誉 19.52 万元；公司设立子公司 1 家，注销子公司 1 家。2024 年，公司注销子公司 3 家。2025 年第一季度，公司合并范围未发生变化。整体看，最近三年一期合并范围变化对公司财务状况影响较小，数据具有可比性。

2024 年，经该公司自查，子公司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 2022-2023 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 3 所示。

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

会计报表科目	2022 年（末）		2023 年（末）	
	重述前	重述后	重述前	重述后
合同资产	13.55	13.40	16.35	16.30
递延所得税资产	0.56	0.56	0.64	0.64
总资产	136.88	136.73	137.12	137.08
应交税费	0.64	0.60	0.60	0.59
总负债	77.67	77.63	81.32	81.31
未分配利润	12.92	12.86	7.50	7.48
少数股东权益	20.51	20.45	20.38	20.36
所有者权益	59.21	59.10	55.80	55.77
营业收入	不涉及	不涉及	40.86	40.97
资产减值损失	-1.18	-1.18	-0.31	-0.31
营业利润	-6.09	-6.09	-5.45	-5.35
利润总额	-5.92	-5.91	-5.44	-5.34
净利润	-5.81	-5.81	-5.46	-5.39

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。2024 年，主要受藏东地区外来水泥进入增加影响，公司水泥产销量略有下降，整体销售均价有所下滑，但得益于煤炭采购价格降幅更大，水泥业务盈利能力持续改善。建筑业务方面，2024 年公司加大区内项目拓展力度，新签合同额大幅增长，但因项目承接时间集中于下半年，当年完工规模有限，以致该业务收入同比大幅下降，但业务利润水平有所恢复。公司期间费用较高，在其侵蚀下，2024 年公司仍呈亏损状态，但同比大幅减亏。2025 年第一季度，因正值传统淡季，水泥需求较小，错峰停窑的执行使得固定生产成本难以摊薄，叠加藏东水泥降价销售影响，水泥业务收入成本倒挂，公司经营性亏损持续。

（1）外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复

苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》。

行业因素

水泥需求主要来自房地产、基础设施及民用领域，且以前二者为主。因房地产行业持续低迷，2024 年我国房屋建筑工程投资额持续下滑，同比跌幅仍达 10.30%。2024 年我国交通领域投资增速虽有所回落但仍保持增长，水利领域投资大幅增长，公共建筑领域投资持续疲弱，受上述因素综合影响，当年我国基础设施建设投资增长率为 4.40%，同比下降 1.50 个百分点。整体看，主要因房地产及公共建筑工程推进不济，我国水泥需求持续下降，以水泥产量估计，需求缩减 9.50%。供给端方面，水泥行业新增产能限制性政策持续，因产能置换项目投产，2024 年新投产熟料产能为 1,463.2 万吨，同比缩减近 40%；受新产能置换政策刺激，当年新公告产能置换项目大幅增加。近年来，我国持续执行错峰生产，通过“减产量”的方式改善供需关系，2024 年多地政策执行有所强化。价格方面，以 42.5 标号普通硅酸盐散装水泥全国平均价为例，2024 年水泥价格整体前低后高，上半年价格处于历史低位，第三、四季度价格有所反弹，全年水泥价格重心约为 355 元/吨，同比微降约 4%。成本端方面，以动力煤（Q5500K）市场均价为例，2024 年煤炭价格重心约为 720 元/吨，同比降幅约为 15%。水泥盈利空间自 2024 年 7 月起虽边际改善，但难抵前期影响，全年行业利润同比降幅仍较大。

展望 2025 年，在政策支持下，我国房地产销售端筑底企稳预期或将增强，加之 2024 年专项债及超长期特别国债资金落地，预计可在 2025 年内形成实物工作量，有望对水泥需求形成一定基础支撑。2025 年预计多地错峰生产执行力度将进一步加大，另外 2024 年新公告产能置换项目出让产能即时停产亦可增强控产效果。2025 年行业产能置换及减碳降耗方面的资本性投入预计将有所加大。

详见：《建材行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》。

2024 年建筑业总产值保持增长，但新签合同额跌幅较 2023 年进一步扩大。基建投资继续发挥为建筑业需求托底的作用，2024 年基建投资保持增长，但细分领域投资景气度分化明显，其中水利和铁路建设投资增速高，市政公用等公共设施管理业投资持续下降。2024 年以来，我国商品房销售端降幅环比收窄但尚未企稳，全年跌幅同比扩大，房地产建安投资支出跌幅有所收敛，但销售低迷和库存高位背景下房企新开工意愿不足。

2025 年，我国财政政策将更加积极，有力支撑国家重大项目等“两重”领域的项目投资，但地方政府投资为主的公共设施管理业仍将受资金来源掣肘。房地产市场将继续围绕“止跌回稳”目标发展，“白名单”及城中村改造扩围将为房建施工提供一定缓冲，但在房企销售端企稳前房建领域持续面临需求弱化风险。短期来看，下游需求总体偏弱、行业增速下行的背景下，建筑施工行业市场竞争将更加激烈，盈利能力或继续弱化，同时业主资金压力难有实质改善，工程回款风险持续累积，进一步推升建工企业债务融资规模，但畅通的融资渠道将有助于企业应对流动性压力。中长期来看，增量与更新优化需求仍可使得施工市场维持庞大规模，而供给端压力或将随着人口结构变化而逐步减轻，加之下游融资环境的进一步规范与稳定，预计建筑市场竞争环境或将逐步得到优化，行业高质量发展可期。

详见：《建筑施工行业 2024 年信用回顾与 2025 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，2022-2024 年西藏自治区固定资产投资完成额增长率分别为-18.0%、35.1%和 19.6%；其中交通运输、仓储和邮政业投资增长率分别为-38.6%、37.3%和 17.3%，水利、环境和公共设施管理业投资增长率分别为 32.7%、37.6%和 3.5%，2024 年得益于川藏铁路、乡村公路及水利项目等持续建设投入，上述领域投资保持增长。房地产投资方面，2022-2024 年西藏自治区房地产开发投资额分别为 60.68 亿元、79.16 亿元和 45.25 亿元，2024 年区内房地产市场景气度较低，开发投资额同比下降 43%。Wind 数据显示，2025 年第一季度西藏自治区固定资产投资完成额同比增长 27.70%，投资端表现较好。

西藏自治区水泥以往长期处于供不应求的状态，2017 年供应困难问题较为严重，自治区政府及下属部门曾多次发文协调保障区内重点项目水泥供应。当年 3 月自治区政府发布《西藏自治区人民政府办公厅关于促进建材产业快速健康发展的意见》，要求推进区内水泥生产线的扩能及新生产线的建设。根据公开资料显示，2018 年以来区内共有 8 条新型干法水泥熟料生产线相继建成投产，其中 2018 年、2020 年、2021 年和 2023 年各有 2 条生产线投产，熟料设计产能合计分别为 5,500 吨/日、6,500 吨/日、6,000 吨/日和 6,000 吨/日。2024 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，2022-2024 年西藏自治区水泥产量分别为 792.74 万吨、1,198.43 万吨和 1,332.86 万吨，重大项目建设刺激区内水泥需求增长，水泥产能释放，2023-2024 年水泥产量同比增长 51.18%和 11.22%。2025 年第一季度区内水泥产量为 154.47 万吨，同比增长 19.40%。

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。2022 年在西藏自治区建材工业协会（简称“自治区建材协会”）督导下，区内各水泥生产企业首次开展错峰生产，根据 Wind 数据显示，当年 3 月中下旬起区内水泥价格有所回升，7 月至年末水泥价格稳定在 620 元/吨左右，全年价格重心升至约 590 元/吨。2023 年以来区内错峰生产持续开展，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 年第一季度受区内建设项目开复工较晚影响，水泥价格降至 605 元/吨。

（2）业务运营

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
营业收入合计	38.45	40.97	31.38	3.39
其中：核心业务收入	38.21	40.55	31.28	3.35
在营业收入中所占比重（%）	99.37	99.22	99.67	98.97
其中：（1）水泥	16.16	21.31	18.83	1.99
在核心业务收入中所占比重（%）	42.30	52.55	60.21	59.48
（2）商砼	2.18	3.11	2.07	0.08
在核心业务收入中所占比重（%）	5.71	7.67	6.62	2.43
（3）骨料	0.15	0.26	0.16	0.00
在核心业务收入中所占比重（%）	0.39	0.65	0.51	0.00
（4）沥青砼	2.99	2.49	2.63	0.50
在核心业务收入中所占比重（%）	7.82	6.15	8.40	14.92
（5）建筑业务	16.73	13.37	7.59	0.78
在核心业务收入中所占比重（%）	43.78	32.98	24.26	23.17
综合毛利率（%）	4.71	9.61	16.53	0.52
其中：（1）水泥（%）	5.05	16.23	20.32	-1.60
（2）商砼（%）	12.90	8.06	11.93	-53.48
（3）骨料（%）	19.56	28.07	52.33	-
（4）沥青砼（%）	14.00	8.35	13.71	4.16
（5）建筑业务（%）	1.19	-1.50	7.94	6.85

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年，该公司营业收入分别为 38.45 亿元、40.97 亿元和 31.38 亿元，其中 2024 年收入仍主要由建材业务贡献，当年收入占比为 75.49%；2024 年营业收入同比下降 23.40%，主要因建筑业务上年新签合同规模较小，加之本年新签合同主要集中于下半年，当年完工规模有限，建筑业务收入同比下降 43.24%所致。2022-2024 年，公司综合毛利率逐年上升，主要得益于水泥业务盈利能力改善。

2025 年第一季度，该公司建材及建筑业务收入均同比有所增长，营业收入同比增长 10.76%至 3.39 亿元。当期公司综合毛利率为 0.52%，主要因传统淡季建材产销量小，生产成本摊薄有限，毛利率处于低水平；受水泥价格下降影响，综合毛利率同比下降 5.63 个百分点。

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。

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 2025 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 660 万吨。2022 年以来，公司商砼及骨料产能未发生变化，截至 2025 年 3 月末产能分别为 260 万立方米和 150 万吨。

图表 5. 公司水泥相关产品产能及产销情况

产品	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
熟料	产能（万吨）	325.00	360.00	360.00	360.00
	产量（万吨）	257.50	315.01	296.84	20.68
	产能利用率	79.23%	87.50%	82.46%	22.98%
水泥	产能（万吨）	615.00	660.00	660.00	660.00
	产量（万吨）	314.40	406.22	393.69	54.79
	其中：P.O.32.5 标号	50.00	2.19	0.48	-
	其中：P.O.42.5 标号	256.62	352.48	388.48	54.79
	其中：P.O.52.5 标号	7.78	9.53	4.73	-
	产能利用率	51.12%	61.55%	58.96%	32.82%
	销量（万吨）	319.63	407.68	392.97	43.70
	销售均价（元/吨）	453.44	495.93	464.09	446.30
	产销率	101.66%	100.36%	99.82%	79.76%
	产销量（万立方米）	260.00	260.00	260.00	260.00
商砼	产销量（万立方米）	80.71	100.05	76.64	3.72
	产能利用率	31.04%	38.48%	29.48%	5.72%
	销售均价（元/立方米）	433.62	462.95	412.85	343.84
	产销量（万立方米）	260.00	260.00	260.00	260.00
骨料	产能（万吨）	150.00	150.00	150.00	150.00
	产量（万吨）	45.63	83.15	69.09	-
	产能利用率	30.42%	55.43%	46.06%	-
	销量（万吨）	45.63	83.15	69.09	-
	销售均价（元/吨）	32.24	29.29	32.55	-

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

2022 年起在自治区建材协会督导下，区内各水泥生产企业开展错峰生产，2023 年因区内水泥需求回暖，当年错峰生产时长缩短，叠加新增产能投放因素，公司熟料及水泥产量同比分别增长 22.33%和 29.20%，水泥销量增长 27.55%；2024 年受藏东市场竞争加剧影响，公司熟料及水泥产量同比分别下降 5.77%和 3.08%。水泥销量微降 3.61%。2024 年公司水泥下游及相关建材产品商砼及骨料需求下降，产销量同比分别减少 23.40%和 16.91%。价格方面，2024 年公司水泥价格同比下降 15.16%，主要为保持藏东地区市场占有率，昌都高争降价销售所致；受需求下滑影响增长，公司商砼销售价格同比下降 11.83%；公司骨料价格则有所回升。

2025 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，因当期昌都高争一条生产线在产，熟料产量同比增加 15.01 万吨，水泥产、销量同比分别增长 24.55%和 17.44%，因藏东市场水泥价格降幅较大，公司水泥整体销售均价同比下降 6.70%；淡季公司商砼产销量很小，且未生产及销售骨料。

图表 6. 公司水泥相关产品主要原燃料采购情况

原燃料	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
煤炭	采购量（万吨）	37.53	50.29	39.44	5.24
	采购均价（元/吨）	1,222.92	1,139.12	868.01	866.28
电	采购量（万千瓦时）	22,972.57	32,742.98	27,134.25	3,527.31
	采购均价（元/千瓦时）	0.63	0.64	0.64	0.82
熟料	采购量（万吨）	24.40	19.23	4.88	1.96
	采购均价（元/吨）	525.72	489.06	428.04	361.10

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

石灰石系水泥熟料最主要的原料，2022 年以来该公司所需石灰石均通过自有矿山供应；截至 2025 年 3 月末公司下属高争股份生产线配套矿山石灰石保有储量为 11,496.75 万吨，昌都高争生产线配套石灰石矿山保有储量为 6,509.80 万吨，公司自有矿山石灰石储量较为丰富。2022-2024 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。

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，运距超过 1,000 公里，当前主要通过公路运输，为确保煤炭供应，公司备货量相对较大。因公司煤炭价格下降，2024 年及 2025 年第一季度公司煤炭采购均价同比分别下降 23.80%和 20.42%。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，2024 年及 2025 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，2025 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，2024 年及 2025 年第一季度公司熟料采购量较小。

整体看，2024 年主要得益于煤炭采购价格下降，该公司水泥毛利率同比上升 3.87 个百分点至 20.32%；2025 年第一季度，因错峰生产执行期间开工率很低，固定成本难以摊薄，加之藏东水泥价格同比降幅较大，公司水泥毛利率为-1.60%。

其他建材产品方面，该公司于 2019 年 11 月完成重交再生的收购，拓展了沥青砼的生产业务。2022-2024 年，重交再生沥青砼销量略有增长，但销售均价受市场环境的影响略有下降；2025 年第一季度沥青砼产销量同比微减 2.55%，价格同比微降 3.46%。

建筑业务

该公司建筑业务包括施工业务及监理与检测业务，主要运营主体包括公司本部、重交再生、西藏天源路桥有限公司、西藏天鹰公路技术开发有限公司和左贡县天路工程建设有限责任公司等。公司施工业务按照类型可分为公路工程、房建工程、市政工程和水利工程等；公司监理检测业务规模小，收入及利润贡献有限。2024 年，主要因当年新签项目集中于下半年，确认收入较少，公司施工业务收入同比大幅减少 45.29%，但业务盈利空间较以往有所增厚；2025 年第一季度，施工业务收入同比增长 21.25%，毛利率同比上升 4.70 个百分点至 11.31%。

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	2022 年		2023 年		2024 年		2025 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	16.56	1.79%	13.28	-0.22%	7.26	7.24%	0.78	11.31%
其中：公路工程	7.43	3.17%	0.58	-64.53%	1.03	-4.98%	0.19	8.42%
房建工程	3.33	-9.38%	4.49	-2.60%	3.08	11.11%	0.29	12.89%
市政工程	5.75	9.06%	6.23	5.75%	1.60	4.88%	0.14	14.52%
水利及其他专业工程	0.06	-265.29%	1.97	5.22%	1.55	10.10%	0.16	8.97%
监理与检测业务	0.16	-58.79%	0.09	-181.92%	0.33	23.55%	-	-

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

资质方面，该公司及下属子公司拥有的总承包资质包括：公路工程总承包、房屋建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包一级资质、水利水电工程施工总承包二级资质和铁路工程施工总承包三级资质；专业承包资质包括：公路路面工程和桥梁工程专业承包一级资质、公路路基工程专业承包二级资质。西藏建筑市场较为开放，市场竞争激烈，竞争者多为大型央企，相比之下公司在自治区内的建筑业务核心运营主体资质较弱，业务承接难度较大。2017 年公司通过与央企组成联合体的方式投资参与区外 PPP 项目进行业绩积累，为资质升级奠定基础。

2022-2024 年及 2025 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 24.75 亿元、8.77 亿元、23.75 亿元和 2.47 亿元，2024 年以来公司加强区内项目拓展，新签合同金额大幅增长。截至 2025 年 3 月末公司在手施工合同金额为 26.21 亿元。

截至 2025 年 3 月末，该公司参与的 PPP 项目共 5 个（如图表 8 所示），上述项目公司均不纳入合并范围。2023 年 1 月，公司向贵州交通建设集团有限公司（简称“贵州交建”）平价转让其持有凯里项目的项目公司凯里北环高速公路投资有限公司（简称“凯里北环公司”）2.85%的股权，股权转让价款为 8,299.20 万元，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 2023-2024 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，项目正在清算退出中。截至 2025

年 3 月末，公司 5 个 PPP 项目累计投入资本金为 5.23 亿元。回报机制方面，萍乡项目运营期内采用政府付费模式，其余项目均为使用者付费与政府方提供缺口性运营补贴相结合的形式。萍乡项目、西昌项目和凯里项目已进入运营期，前二者 2024 年及 2025 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 2024 年亏损金额相对较大，2025 年第一季度因收到政府运营补贴，盈利转正。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 2025 年 3 月末公司参与 PPP 项目情况（单位：万元）

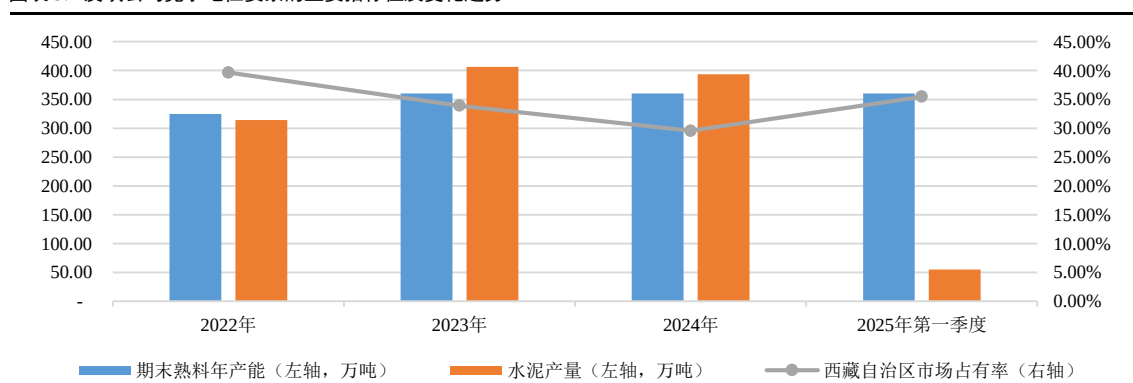
项目简称	政府合作方	项目公司名称	公司持股比例	项目类型	项目回报机制	建设期 + 运营期（年）	公司已投入资本金	进入运营期时间	进入运营期项目公司净利润	
									2024 年	2025 年第一季度
萍乡项目	萍乡市昌兴投资有限公司	萍乡市水电八局白源河海绵城市建设有限公司	54.80%	专业工程	政府付费	1+9	3,413.46	2018.10	0.59	-22.23
凯里项目	黔东南州交通旅游建设投资集团有限公司	凯里北环高速公路投资有限公司	7.65%	公路工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+30	23,807.51	2020.11	-16,166.65	4,376.13
嵩明项目	嵩明县土地开发投资经营有限责任公司	中电建嵩明基础设施投资有限公司	40.00%	公路工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+15	4,320.00	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	4.04	11.95
扶绥项目	广西扶绥县城市开发投资有限公司	中电建扶绥工程投资运营有限公司	19.00%	市政工程	使用者付费+可行性缺口补助	3+22	4,016.00	尚未进入运营期	-	-
合计	-	-	-	-	-	-	52,313.35	-	-16,162.02	4,365.85

注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

建筑施工业务面临一定的结算及回款滞后的风险。根据该公司提供的重大在建项目清单，截至 2025 年 3 月末，项目合同金额合计 77.01 亿元，累计确认收入 39.02 亿元，累计回笼资金 32.41 亿元（含税）。其中，科学大道二期工程 EPC 三标段、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、西藏企业天地建设项目和西昌市菜子山大道西延线与宁远大道西延线建设 PPP 项目待回款金额较大，后续款项回收情况有待关注。

② 竞争地位

图表 9. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



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

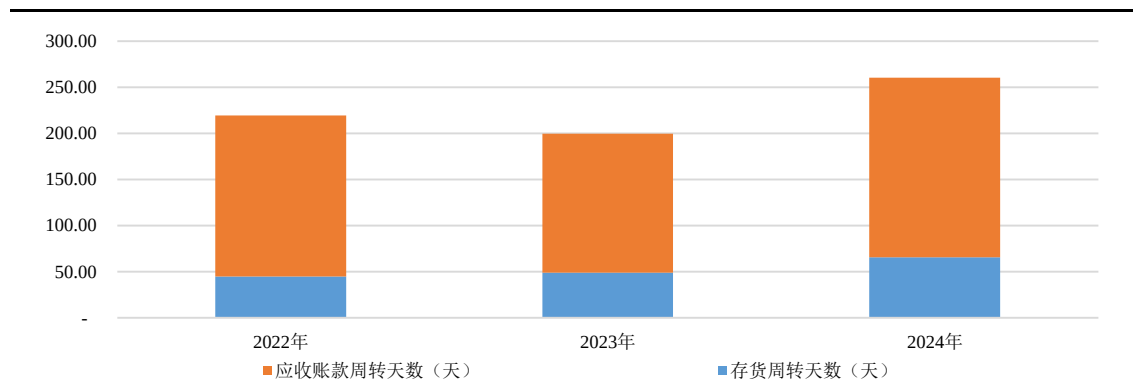
该公司水泥业务竞争区域为西藏自治区全域，作为西藏自治区水泥行业先发企业，2022 年以来虽除公司下属昌都高争 1 条新建生产线投产外，区内另有 1 条生产线投产，但公司目前仍为区内最大的水泥生产企业，熟料年产能 360 万吨，占区内总产能的比重超过 30%。从 2024 年公司水泥产量和西藏自治区水泥产量判断，公司市场占有率虽降至 30% 左右，但市场地位仍较突出。根据水泥网数据，从全国水泥企业排名看，2024 年公司产能规模保持在百强企业中 50 名左右。

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，公司 5 条熟料生产线中 4 条已配备余热发电装置，装机总量为 21.50 兆瓦，可满足约 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，2022 年以来高争股份进行错峰生产置换，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整体煤耗及电耗；公司生产涉及污染物排放，2024 年除昌都高争因排放总量存在超标现象被处以小额罚款外，其他子公司污染物排放均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

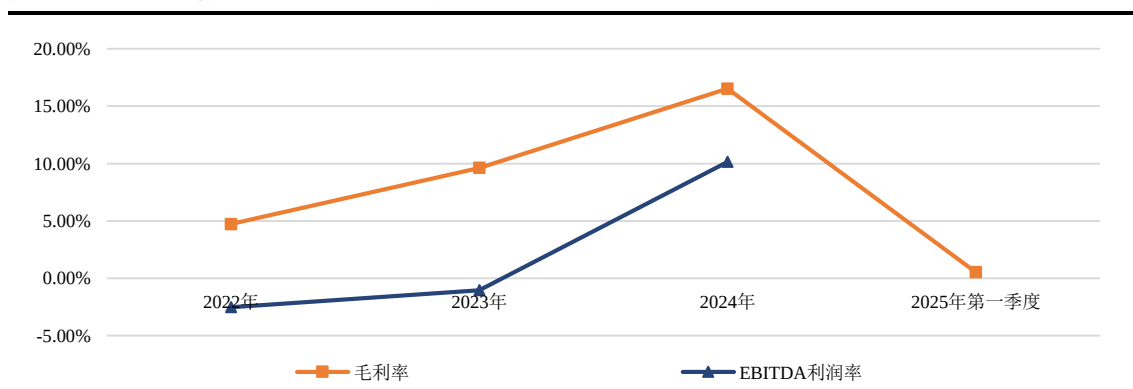


注：根据西藏天路提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年，该公司存货周转天数分别为 44.56 天、48.69 天和 65.54 天，应收账款周转天数分别为 174.71 天、150.84 天和 194.87 天，其中 2024 年周转速度均有所下降，主要因建筑业务收入及成本结转规模下降所致。同期，公司营业周期分别为 219.26 天、199.53 天和 260.42 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



指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
营业毛利（亿元）	1.81	3.94	5.19	0.02
毛利率	4.71%	9.61%	16.53%	0.52%
期间费用（亿元）	6.59	7.27	6.08	1.19
其中：销售费用（亿元）	0.36	0.40	0.33	0.07
管理费用（亿元）	3.99	4.42	4.08	0.86
研发费用（亿元）	0.84	1.09	0.64	0.02
财务费用（亿元）	1.39	1.37	1.03	0.23
资产减值损失及信用减值损失（亿元）	1.63	0.67	0.74	-0.02
经营收益（亿元）	-6.63	-4.26	-1.91	-1.16
公允价值变动收益（亿元）	0.43	-1.46	0.38	-0.45
投资收益（亿元）	0.06	0.35	0.34	0.00
其他收益及营业外收入（亿元）	0.25	0.12	0.14	0.05
净利润（亿元）	-5.81	-5.39	-1.37	-1.55
EBITDA（亿元）	-0.97	-0.43	3.19	-
EBITDA 利润率	-2.52%	-1.05%	10.15%	-

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。

2022-2024 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。2024 年，公司尾工项目维修费下降，使得管理费用同比下降 7.69%；因可转债转股及债务利率下调，财务费用缩减 25.01%；另外，当年研发课题减少，研发费用减少 40.81%。主要受以上因素影响，2024 年公司期间费用下降 16.48%。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收购重交再生的商誉计提减值。2024 年公司维持经营性亏损状态，经营收益为-1.91 亿元，得益于水泥业务改善及费用压缩而较上年减亏 2.35 亿元。

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%），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，故 2022-2024 年公司对其投资收益有所回升。公司公允价值变动损益波动较大，主要系 2022 年公司参与中国电力建设股份有限公司（简称“中国电建”）定增，以 4.30 亿元取得中国电建 0.67 亿股，2022-2024 年其股票价格波动所致。

2022-2024 年，该公司净利润分别为-5.81 亿元、-5.39 亿元和-1.37 亿元，2024 年公司主业盈利能力虽有所改善，但期间费用侵蚀下仍呈亏损状态。2024 年，公司 EBITDA 转正，EBITDA 利润率回升至 10.15%，盈利能力有所改善。

2025 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-1.15 亿元。同期，因中国电建股票价格下降，产生公允价值变动损失 0.45 亿元，主要受其影响，公司净亏损同比增加 0.56 亿元。

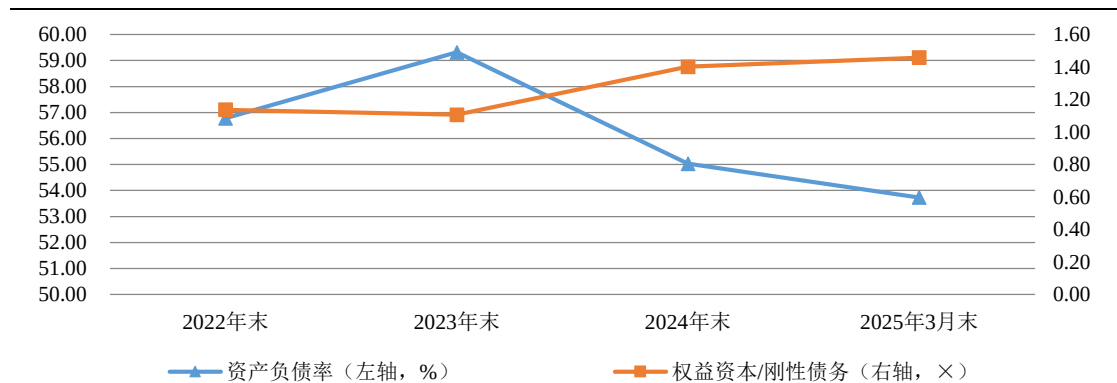
2025 年，随着川藏铁路及水电等重大项目的推进，区内水泥需求有望保持增长，但区内外水泥价差较大将持续吸引外部水泥进入，尤其是对藏东地区易形成冲击。该公司下属昌都高争通过加大煤炭采购价格谈判力度，推进二线余热发电及石灰石皮带廊建设等方式加强成本管控，但盈利改善情况仍有待观察。随着新签项目的推进，公司 2025 年建筑业务收入及利润贡献度有望回升。整体看，公司未来中短期内盈利状况存在一定的改善预期。

3. 财务

2024 年以来，主要得益于可转债转股及其他债务压降，该公司刚性债务规模收缩，财务杠杆有所下降。公司融资成本有所下降，因可持续享受西藏自治区低息融资政策，整体利率水平低。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。

(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。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 56.78%、59.32%、55.03%和 53.73%，权益资本/刚性债务分别为 1.14、1.11、1.40 和 1.46，其中 2024 年以来公司加强财务杠杆控制力，刚性债务规模有所收缩，财务杠杆有所下降，所有者权益对刚性债务的覆盖程度有所提升。

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		2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产	金额	77.46	76.37	70.75	64.23
	占资产总额的比重	56.70%	55.73%	55.19%	53.01%
其中：货币资金		29.08	25.59	23.09	18.20
交易性金融资产		4.73	3.27	3.65	3.20
应收账款		17.28	16.58	16.93	15.99
合同资产		13.40	16.30	12.16	11.66
存货		4.79	5.09	4.32	4.58
非流动资产	金额	59.27	60.71	57.44	56.94
	占资产总额的比重	43.30%	44.27%	44.81%	46.99%
其中：其他权益工具投资		7.95	7.80	7.95	7.95
长期股权投资		6.57	6.90	6.94	7.13
固定资产		35.34	34.99	32.47	31.77
无形资产		4.93	6.78	5.53	5.45
商誉		1.01	0.84	0.69	0.69
期末全部受限资产账面价值		9.03	2.30	2.02	1.94
受限资产账面价值/资产总额		6.60%	1.68%	1.58%	1.60%

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司资产总额分别为 136.73 亿元、137.08 亿元、128.18 亿元和 121.17 亿元；流动资产占比保持在 55%左右。

2024 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和合同资产。其中，货币资金为 23.09 亿元，其中 0.36 亿元因被冻结而受限，受限比率为 1.54%。交易性金融资产为 3.65 亿元，为持有的中国电建 0.67 亿股股票。应收账款账面价值为 16.93 亿元，较上年末增长 0.36 亿元；账龄仍主要集中于一年以内，余额占比为 56.49%，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 0.94 个百分点至 14.53%，坏账准备余额较上年末增加 0.45 亿元至 3.49 亿元；前五大应收账款债务人款项余额合计 4.48 亿元，占比为 21.95%。合同资产为 12.16 亿元，得益于工程结算而较上年末减少 4.14 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 1.10 亿元和 0.89 亿元；按合同归集的余额前五大项目合同资产共计 5.05 亿元，占比为 35.69%。存货为 4.32 亿元，较上年末减少 0.77 亿元；其中原材料、在产品和库存商品账面价值分别为 3.17 亿元、0.75 亿元和 0.38 亿元。

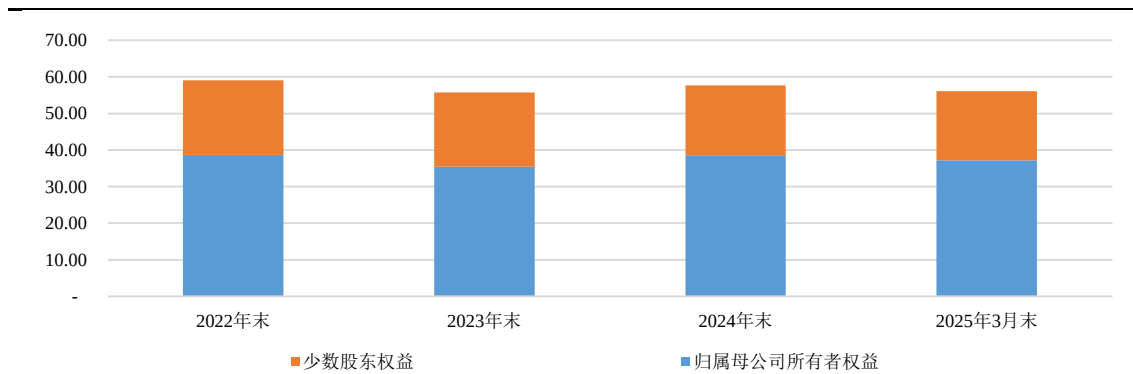
2024 年末，该公司非流动资产主要包括其他权益工具投资、长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉。其

他权益工具投资为 7.80 亿元，主要包括持有的中电建安徽长九新材料股份有限公司 11.07% 的股份（4.33 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 6.94 亿元，除所持高新建材 30% 的股份（账面价值为 2.66 亿元）外，主要系对 PPP 项目公司的股权。固定资产为 32.47 亿元，主要因折旧而较上年末减少 2.53 亿元。无形资产为 5.53 亿元，较上年末减少 1.25 亿元，主要因下属高争股份石灰石矿权合同变更所致；其中土地使用权为 2.73 亿元和矿权为 2.48 亿元。商誉为 0.69 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 0.16 亿元。

2025 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 4.89 亿元；因工程项目回款，应收账款较上年末减少 0.97 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 1.94 亿元，具体包括货币资金 0.28 亿元、长期股权投资 0.88 亿元、固定资产 0.43 亿元和无形资产 0.34 亿元，资产综合受限比率为 1.60%。

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。

2022-2024 年末，该公司所有者权益分别为 59.10 亿元、55.77 亿元和 57.64 亿元，2024 年末主要因可转债转股而较上年末有所增长，当年末股本和资本公积分别较上年末增加 0.94 亿元和 3.53 亿元至 13.23 亿元和 13.60 亿元，二者占所有者权益的比重合计 46.56%。除股本和资本公积外，2024 年末公司未分配利润为 6.44 亿元，较上年末减少 1.04 亿元，主要因亏损所致，其占所有者权益的比重为 11.17%；少数股东权益为 19.19 亿元，占比 33.30%。2025 年 3 月末，因亏损，公司所有者权益降至 56.06 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	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	52.00	50.42	41.11	38.46
其中：短期刚性债务	26.81	24.73	25.84	23.46
中长期刚性债务	25.19	25.70	15.27	15.00
应付账款	21.03	24.74	21.38	18.08
预收款项及合同负债	0.82	0.75	3.54	4.36
其他应付款	1.87	1.88	2.05	2.14
综合融资成本（年化，%）	3.42	3.41	2.79	2.85

注：根据西藏天路所提供的数据整理、绘制；2022-2024 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]，2025 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；2025 年 3 月末公司发行的短期融资券纳入应付债券科目核算。

2022-2024 年末，该公司负债总额分别为 77.63 亿元、81.31 亿元和 70.54 亿元，2024 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 58.28%。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，因支付供应商材料及工程款，公司应付账款较上年末减少 3.35 亿元；预收款项及合同负债较上年末增加 2.79 亿元，主要系当年区内部分建筑施工项目工程预收款到位所致；其他应付款主要为押金、保证金、代扣代垫款及往来款，2024 年末其中的押金及保证金

为 1.49 亿元，主要系收到分包商的履约保证金。2025 年 3 月末，应付账款较上末减少 3.31 亿元，其他非刚性债务负债科目较上年末变化均不大。

2022-2024 年末，该公司刚性债务分别为 52.00 亿元、50.42 亿元和 41.11 亿元，2024 年末主要因可转债转股而较上年末减少 9.31 亿元。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 35.91 亿元、33.12 亿元和 29.25 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 69.05%、65.69%和 71.15%。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，2024 年末本部刚性债务余额为 27.46 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 66.80%；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，2022-2024 年末中长期刚性债务占比分别为 48.45%、50.96%和 37.14%，其中 2024 年末主要因可转债转股及部分长期借款到期重分类而较上年末明显下降。2025 年 3 月末，公司刚性债务较上年末减少 2.66 亿元至 38.46 亿元，刚性债务类型结构、偿债主体分布及期限结构较上年末均未发生重大变化。

融资成本方面，根据该公司财务数据测算，2022-2024 年公司综合融资成本分别 3.42%、3.41%和 2.79%，有所下降，主要得益于基准利率下降；2025 年第一季度，根据公司借款和债券余额计算的加权平均利率为 2.85%（按现行利率并以当期末余额为权数计算）。整体看，由于公司能够持续享受西藏自治区银行借款贴息政策优惠，融资成本低。

图表 16. 截至 2025 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	26.31	8.16	1.49	-	0.91
母公司口径	18.73	6.06	1.12	-	-

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额	-0.49	2.24	4.29	-1.70
其中：业务现金收支净额	-0.16	2.08	4.03	-2.17
投资环节产生的现金流量净额	-6.96	-1.85	-0.31	-0.11
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	-1.21	-1.73	-0.85	-0.03
筹资环节产生的现金流量净额	-2.57	-3.49	-6.50	-3.07
其中：现金利息支出	-1.56	-1.35	-1.94	-0.61

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

2023-2024 年，主要得益于水泥业务盈利能力好转，该公司经营性现金流转正，且净流入规模扩大；2025 年第一季度，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。

2022 年，主要因认购中国电建增发的股票，该公司投资性现金净流出规模较大；2023 年以来公司投资性现金净流出规模相对较小，主要系昌都二线及林芝粉磨站建设尾款、生产线大修等水泥业务相关支出。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司筹资性现金流呈净流出状态，2024 年以来公司未进行现金分红，净流出主要因债务规模压减所致。

② 偿债能力

图表 18. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月末
EBITDA/利息支出 (×)	-0.55	-0.25	2.49	-
EBITDA/刚性债务 (×)	-0.02	-0.01	0.07	-
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	130.26	125.30	117.35	98.82

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2022-2023 年，该公司亏损额较大，EBITDA 为负，EBITDA 对刚性债务及其孳息无法形成有效的覆盖；2024 年公司盈利情况有所好转，EBITDA 转正，上述偿债能力指标表现有所改善。

2024 年末，该公司短期刚性债务现金覆盖率较上年末变化不大；2025 年 3 月末，因经营性负债的偿付及刚性债务的压降，公司货币资金有所减少，其对短期刚性债务的覆盖程度虽有所下降，但公司即期债务偿付保障性仍较好。

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 2025 年 3 月末获得银行授信总额为 86.66 亿元（其中大型国有商业银行授信占比为 48.27%），尚未使用额度为 25.49 亿元，能够为公司债务滚续提供一定的保障。

4. 调整因素

（1）ESG 因素

环境方面，根据该公司年度报告显示，2024 年 12 月公司下属昌都高争总氮氧化物排放量存在超标现象，昌都市生态环境局依法对昌都高争给予行政处罚 27.09 万元，但该事项对昌都高争业务运营未产生重大不利影响；公司下属其他重点排污单位排污浓度及总量均符合法律法规要求。

社会责任方面，该公司积极参与各项社会公益事业活动，2024 年对外捐赠资金及物资总投入 8.90 万元；公司扶贫及乡村振兴项目总投入 2,587.39 万元，利用在建项目为当地农牧民创收。

治理方面，该公司设股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司的权力机构。董事会对股东大会负责，由 5-9 人组成（含独立董事 3 名），设董事长 1 名，由全体董事过半数选举产生。董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会，依照公司章程和董事会授权履行职责。监事会主要负有监督职责，由 3 人组成（其中职工代表监事 1 名），设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司经营层设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。2024 年以来，公司监事及高管发生了一定的变动。蔡顺利和周李梅不再担任监事，邬霞和央金为新任监事；胡炳芳不再担任财务负责人，游章秀成为新任财务负责人。2024 年以来，公司组织结构未发生变化（详见附录二）。

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	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率 (%)	148.68	142.90	129.39	129.56

注：根据西藏天路所提供数据整理、绘制。

2024 年末，该公司流动比率较上年末均略有下降，2025 年 3 月末未发生重大变化，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 2025 年 3 月末公司为参股公司开投海通担保余额为 0.36 亿元。根据公司审计报告所载，2024 年末公司涉及多起诉讼，大部分以公司为原告，案由系买卖合同纠纷，主要产生于应收款项的催缴；公司作为被告涉案金额合计 0.13 亿元。公司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。2024 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矿山开采爆破服务；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%。2024 年末，公司应收关联方款项余额合计 6.14 亿元，较上年末增加 0.45 亿元，主要因承建藏建集团体系内项目产生的应收账款增加所致；应付关联方款项余额合计 1.67 亿元，主要系应付昌都二线建设款及矿山爆破服务款项所致。整体看，公司关联交易金额不大，对经营及财务未产生重大影响。

图表 20. 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
关联采购及接受劳务	1.77	2.26	0.83
关联销售及提供劳务	6.89	2.05	3.44
关联应收款项（余额）	4.53	5.69	6.14
关联应付款项（余额）	1.67	2.05	1.67

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

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 2025 年 4 月 15 日、4 月 30 日、4 月 8 日和 4 月 30 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 2025 年 5 月 29 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，在其体系内具有重要地位；截至 2025 年 3 月末藏建集团持有公司 23.74% 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，可获得股东支持。

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）和《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财税发[2020]23 号）等文件，公司本部及 16 家下属子公司可享受优惠税率，其中 11 家子公司所得税税率为 15%，公司本部及 5 家子公司进一步减按 9% 缴纳所得税。金融政策方面，2024 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，营业周期相对较长。公司资产负债率相对较高，偿债指标表现较弱。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

(1) 天路转债

天路转债系可转换公司债券，转股标的为该公司 A 股股票，转股期限自发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至债券到期日止，即 2020 年 5 月 2 日至 2025 年 10 月 27 日，初始转股价格为 7.24 元/股，截至 2025 年 3 月末转股价格已调整为 4.17 元/股，累计已有 9.16 亿元天路转债转股，天路转债待偿还本金余额为 1.71 亿元。

天路转债除设置到期赎回条款外，还设置了有条件赎回条款。若在天路转债转股期内，该公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当天路转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权赎回全部或部分未转股的债券。

另外，天路转债设置了有条件回售和附加回售条款，一定程度上维护了债券持有人的利益。若天路转债最后 2 个计息年度，该公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若天路转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证券监督管理委员会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证券监督管理委员会认定为改变募集资金用途的，债券持有人享有一次以面值（含当期利息）的价格向公司回售其持有的部分或全部可转债的权利。

(2) 21 天路 01

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。

2. 偿债保障措施跟踪分析

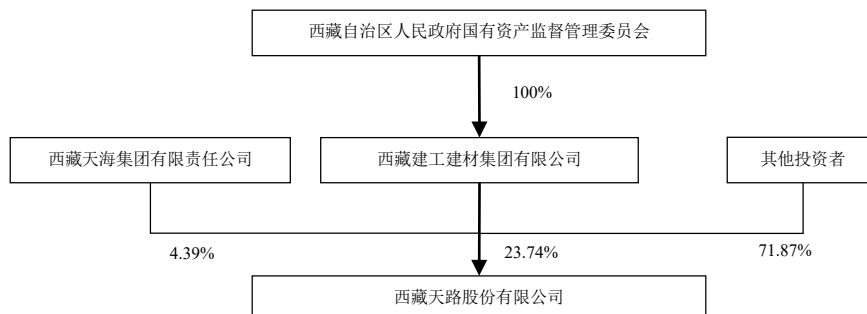
2024 年，该公司主业盈利状况有所改善，EBITDA 转正，其对刚性债务及孳息的保障程度有所提升。公司货币资金较为充裕，可用授信较为充足，且拥有一定规模易变现的金融资产，可为债务的偿付提供良好保障。

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，天路转债和 21 天路 01 信用等级均为 AA。

附录一：

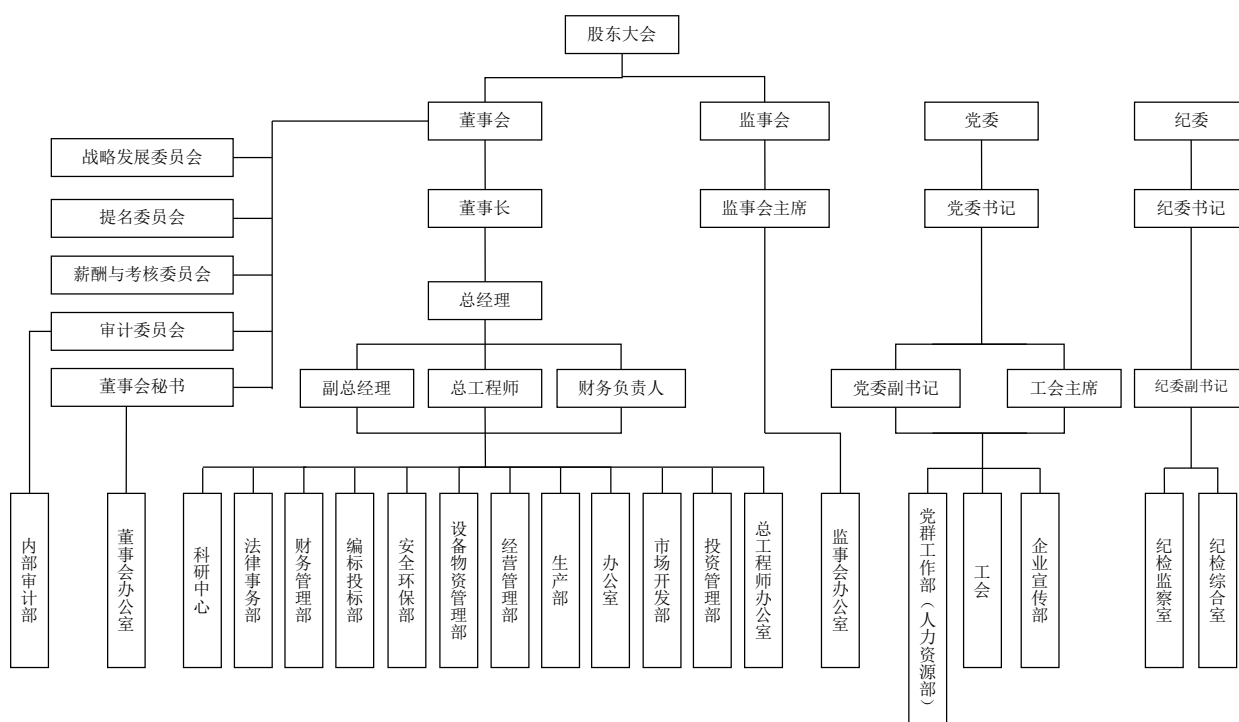
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏天路提供的资料整理绘制（截至 2025 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 2025 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2024 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	83.99	107.52	53.53	-1.25	4.80	合并口径
西藏天路股份有限公司	西藏天路	本级	-	建筑业务	27.46	31.59	5.32	0.41	1.42	母公司口径
西藏高争建材股份有限公司	高争股份	子公司	60.02	水泥、商砼、骨料等	7.51	37.25	15.59	1.18	2.04	合并口径
西藏昌都高争建材股份有限公司	昌都高争	子公司	64.00	水泥	2.12	6.01	5.73	-0.92	0.06	
重庆重交再生资源开发股份有限公司	重交再生	子公司	51.00	沥青砼、商砼、建筑业务等	4.19	2.54	4.12	-0.90	0.27	合并口径

注：根据西藏天路 2024 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	2024 年度经营数据						2024 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：1,319.05 万吨	59.57	0.19	147.57	17.33	11.72	37.95	2.77	6.31	0.19
甘肃上峰水泥股份有限公司	AA+/稳定	熟料年产能：1,757.70 万吨	54.48	5.92	99.35	26.16	26.13	45.07	1.66	7.69	0.24
西藏天路股份有限公司	AA/稳定	熟料年产能：360 万吨	31.38	-1.37	260.42	16.53	10.15	55.03	1.40	2.49	0.07

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

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年第一季度/末
资产总额[亿元]	136.73	137.08	128.18	121.17
货币资金[亿元]	29.08	25.59	23.09	18.20
负债总额[亿元]	77.63	81.31	70.54	65.11
刚性债务[亿元]	52.00	50.42	41.11	38.46
所有者权益[亿元]	59.10	55.77	57.64	56.06
营业收入[亿元]	38.45	40.97	31.38	3.39
净利润[亿元]	-5.81	-5.39	-1.37	-1.55
EBITDA[亿元]	-0.97	-0.43	3.19	-
经营性现金净流入量[亿元]	-0.49	2.24	4.29	-1.70
投资性现金净流入量[亿元]	-6.96	-1.85	-0.31	-0.11
资产负债率[%]	56.78	59.32	55.03	53.73
权益资本/刚性债务[×]	1.14	1.11	1.40	1.46
营业周期[天]	219.26	199.53	260.42	-
毛利率[%]	4.71	9.61	16.53	0.52
EBITDA 利润率[%]	-2.52	-1.05	10.15	-
EBITDA/利息支出[×]	-0.55	-0.25	2.49	-
EBITDA/刚性债务[×]	-0.02	-0.01	0.07	-
短期刚性债务现金覆盖率[%]	130.26	125.30	117.35	98.82
流动比率[%]	148.68	142.90	129.39	129.56
担保比率[%]	0.51	0.65	0.62	0.64

注：依据西藏天路经审计的 2022-2024 年度及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2022-2023 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：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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

附录七：

发行人历史评级

评级类型/对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2018年12月28日	AA/稳定	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2024年6月21日	AA/稳定	吴晓丽、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月9日	AA/稳定	吴晓丽、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2025.5）	-
天路转债	历史首次评级	2018年12月28日	AA	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 建材行业信用评级方法（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2024年6月21日	AA	吴晓丽、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月9日	AA	吴晓丽、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（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） 工商企业评级模型（建材）MX-GS003（2019.8）	报告链接
	前次评级	2024年6月21日	AA	吴晓丽、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月9日	AA	吴晓丽、何健好	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建材行业）FM-GS003（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。