

信用等级公告

联合[2018]3191号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持宁夏国有资本运营集团有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“18宁夏国资 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十二月七日



宁夏国有资本运营集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 宁夏国资 CP001	10 亿元	2019/6/13	A-1	A-1

跟踪评级时间:2018 年 12 月 7 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	51.37	82.52	51.35	69.85
资产总额(亿元)	466.73	553.11	621.70	685.07
所有者权益(亿元)	260.82	331.35	361.63	389.19
短期债务(亿元)	28.16	24.89	62.20	16.52
长期债务(亿元)	100.61	102.32	121.81	172.63
全部债务(亿元)	128.76	127.21	184.01	189.15
营业收入(亿元)	33.13	32.27	42.71	32.28
利润总额(亿元)	-10.59	6.17	10.14	9.02
EBITDA(亿元)	-0.86	15.84	20.52	--
经营性净现金流(亿元)	7.97	13.10	12.14	6.78
营业利润率(%)	23.22	20.63	16.57	18.27
净资产收益率(%)	-4.33	1.67	2.55	--
资产负债率(%)	44.12	40.09	41.83	43.19
全部债务资本化比率(%)	33.05	27.74	33.72	32.71
流动比率(%)	150.55	143.55	86.56	151.04
经营现金流流动负债比(%)	14.53	17.15	12.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	-149.58	8.03	8.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.18	3.62	3.82	--

注: 1.公司计入应付债券的应付短期融资券金额已调整至短期债务; 2.长期应付款中的融资租赁和售后回租费用已调整至长期债务; 3.2018 年前三季度财务数据未经审计。

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对宁夏国有资本运营集团有限责任公司(以下简称“公司”或“宁夏国资”)的评级,反映了公司作为宁夏回族自治区人民政府的国有独资公司,定位为自治区政府重要的投融资平台和铁路投融资主体,在国有资产运营管理、区域经济地位、政府支持等方面具备的综合优势。同时,联合资信也关注到,公司利润总额对投资收益依赖高、建设项目未来投资规模大,融资压力较大、工程劳务板块承接业务量下降等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司控股子公司和重点参股企业业务领域主要集中在铁路、电力、水利、煤炭能源等国民经济重点行业,在宁夏回族自治区境内具有很强的区域地位以及资源优势,公司业务板块多元化,综合抗风险能力很强。跟踪期内,吴忠至中卫城际铁路、银西高铁及中兰铁路持续建设,公司资产规模迅速扩张,“十三五”期间,宁夏自治区拟建 10 条铁路,未来公司铁路投资规模大。未来,随着对控股子公司的统一调配和资本运作进一步加强,公司资产和运营规模有望进一步提升。

综合评估,联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“18 宁夏国资 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司作为宁夏回族自治区人民政府国有独资企业,具有很强的政府支持和资源调配能力。
2. 宁夏国资委将所持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司,公司业务涵盖铁路运输、电力、水利、煤炭等领域,行业地位较高。

分析师

张文选 柳丝丝 张超

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

3. 宁夏回族自治区明确了公司作为自治区铁路建设投融资主体的地位, 未来铁路投资规模大, 公司铁路建设项目获得政府资本金注入。
4. 跟踪期内, 受益于工业供水量的增长和水费的提升, 公司供水业务收入规模维持增长趋势, 盈利能力较强。
5. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较强。

关注

1. 公司收入规模不大, 利润对投资收益依赖度高。
2. 公司在建、拟建铁路等项目投资规模大, 存在较大的对外融资需求。
3. 公司实收资本中股权占比较高, 货币出资比例较低, 公司未来计划逐年增加货币出资。
4. 跟踪期内, 受成本上升影响, 公司火电板块毛利率仍维持较低水平。

声 明

一、本报告引用的资料主要由宁夏国有资本运营集团有限责任公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

宁夏国有资本运营集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于宁夏国有资本运营集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）原名宁夏国有投资运营有限公司，成立于2009年9月，出资人为宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）；2015年1月8日，公司更为现名，出资人由宁夏国资委变更为宁夏回族自治区人民政府（以下简称“宁夏政府”）。截至2018年9月底，公司注册资本金为300亿元，实收资本为257.94亿元；宁夏政府持有公司100%股份，为公司实际控制人。公司为宁夏自治区级最大的投融资企业和铁路建设主体。

公司的经营范围为：投资及相关业务；政府重大建设项目投融资；先进制造业、现代服务业和高新技术产业项目的投资与运营；国有股权持有与资本运作；国有资产及债权债务重组；财务顾问和经济咨询业务；经审批的非银行金融服务业项目的运作；经批准的国家法律法规禁止以外的其他资产投资与运营活动等。

公司本部下设综合办公室（董事会办公室）、投融资管理部、经营管理部、财务部、法务审计部、铁路事业部等职能部门（详见附件1-2）。截至2018年9月底，公司共有全资、控股子公司10家（详见附件1-3）。

截至2017年底，公司（合并）资产总额621.70亿元，所有者权益361.63亿元（其中少数股东权益124.95亿元）；2017年，公司实现营业收入42.71亿元，利润总额10.14亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额685.07亿元，所有者权益389.19亿元（其中

少数股东权益132.20亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入32.28亿元，利润总额9.02亿元。

公司注册地址：宁夏银川市金凤区广场东路219号；法定代表人：刘日巨。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2018年6月发行了短期融资券“18宁夏国资CP001”，募集金额10亿元，期限365天，用于偿还到期金融机构借款。“18宁夏国资CP001”单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，到期利息随本金一起兑付。截至报告日，募集资金均已按照规定用途使用完毕，未偿余额10亿元。

四、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指

数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1-6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减

少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速

面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

五、行业及区域经济分析

公司主营业务以发电供热、铁路运输等为主；公司主要投资收益来源于神华宁夏煤业集团公司，主要以煤炭的生产与销售为主。

（一）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重大幅高于世界平均水平，2017年上述指标约为60.4%，同比下降1.6个百分点。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

行业供需

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤

炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大。煤炭供需关系大幅恶化。

但随着国家煤炭去产能政策的有力实施，2016~2017年，煤炭落后产能大量退出，根据国家统计局数据，上述两年中国分别退出落后煤炭产能合计5亿吨，煤炭供需关系改善明显。截至2017年底，国家统计局估算全国煤矿产能总规模为51~52亿吨，其中形成能力的有效产能在39亿吨/年以上，在建和技术改造煤矿产能12亿~13亿吨/年左右。同时2017年全国原煤产量根据国家统计局测算合计为34.45亿吨，同时考虑煤炭社会库存及煤炭进口的因素，目前煤炭供需关系呈现紧平衡状态，到2020年，具备生产能力的煤矿产能在现有基础上将净增3~4亿吨/年，总供给能力大幅增加，不考虑需求端大幅增长的因素，全国煤炭产能过剩问题依然有存在的可能。

煤炭价格

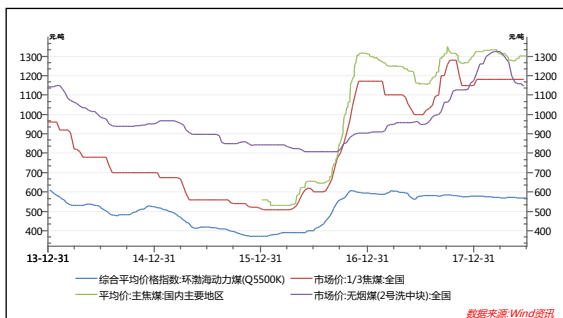
从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致，同时煤炭的供需关系也直接影响着煤炭价格。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了2002年~2011年行业的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格出现深度调

整。

自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。2017上半年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind

但进入2017年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自2017年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势，截至2018年2月7日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是576元/吨、1180元/吨、1333元/吨和1261.70元/吨。均较2017年6月份的价格有所上涨。

进入2018年3月以来，随着煤炭产能释放、煤炭运力保障的提升及煤炭消费传统淡季的到

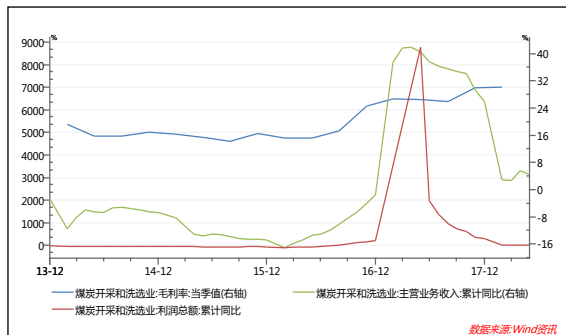
来，同时叠加国家对煤炭价格的进一步管控，煤炭产品价格有所波动，部分煤炭产品价格有所下降。截至2018年7月2日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是570元/吨、1180元/吨、1300元/吨和1145.50元/吨。

短期来看，随着煤炭已进入传统消费旺季，但受国家政策调控、耗煤需求有所放缓、煤炭供给及运力保障能力有所提升、水电及新能源发电量稳步增长等因素影响，煤炭价格走高可能性较小，煤炭价格有望保持相对稳定。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升，煤炭企业的盈利水平大幅改善，从煤炭发债企业2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升，根据Wind数据显示，截至2018年4月30日，从联合资信样本煤炭企业财务数据来看（部分延迟披露或未披露年报数据企业除外），只有4家煤炭企业绩利润总额为负，行业整体利润水平大幅增长。

图2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源: Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中, 经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响, 产量规模难以增加。截至 2011 年底, 全国开采深度超过 1000 米的矿井共计 39 对。随着开采强度的不断增大, 中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米, 煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨, 高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内, 占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造, 占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰, 重特大事故尚未得到有效遏制, 行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布, 华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地, 始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港, 然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限, 主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一, 连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况成为制约产能释放的重要因素。

去产能政策的推进

自国家 2015 年正式提出去产能政策后, 国

家不断制定相关去产能政策去保障和推动去产能的实施, 以保证去产能政策按期完成。主要政策包括:

2016 年 2 月 1 日, 国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发[2016]7 号), 制定的工作目标为: 在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上, 从 2016 年开始, 用 3 至 5 年的时间, 再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右, 较大幅度压缩煤炭产能, 适度减少煤矿数量, 煤炭行业过剩产能得到有效化解, 市场供需基本平衡, 产业结构得到优化, 转型升级取得实质性进展。

2016 年 3 月 21 日, 国家发展和改革委员会、人力资源和社会保障部、国家能源局和国家煤矿安全监察局提出关于《进一步规范和改善煤炭生产经营持续的通知》, 通知主要内容是: 全国煤矿自 2016 年起按照全年作业时间不超过 276 个工作日(原 330 日), 将煤矿现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整, 作为新的合规产能。

2016 年 5 月 10 日, 国务院印发《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》的通知。办法明确: 专项奖补资金规模为 1000 亿元, 实行梯级奖补; 专项奖补资金由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工分流安置工作。

2016 年 7 月 23 日, 国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》, 通知主要内容有: 未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产; 已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建, “十三五”期间暂不释放产能; 从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

2016 年 7 月 23 日, 国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》, 通知主要内容有: 未经核准擅自开工的违规建设煤矿一律停建停产; 已核准在建煤矿项目鼓励停建或缓建, “十三五”期间暂不释放产能; 从 2016 年起的三年内原则上停止核准新建煤矿项目。

目。

2016年11月17日,发改委与国家能源局、国家煤矿安全监察局、及中国煤炭工业协会组织召开的“推动签订中长期合同做好煤炭稳定供应工作电视电话会议”上,做出决定,所有具备安全生产条件的合法合规煤矿,在采暖季结束前都可按330个工作日组织生产。

2017年3月,国家发改委提出关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见。意见指出要通过完善综合标准体系,严格常态化执法和强制性标准实施,促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能,依法依规关停退出。

2017年5月,国家发改委、国家能源局、国家煤监局联合下发《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》,意见强调:2017年退出煤炭产能1.5亿吨以上,实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。

2018年1月5日,国家发改委、财政部、人社部等12部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到2020年底,争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团,发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

2018年4月9日,国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委联合印发的《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》提出2018年煤炭方面,力争化解过剩产能1.5亿吨左右,确保8亿吨左右煤炭去产能目标实现三年“大头落地”。

受益于国家对于煤炭去产能的重点关注,煤炭去产能政策持续颁布,中国煤炭的去产能成果显著。根据国家统计局初步数据,自2016年开始,中国已退出落后煤炭产能超过5亿吨。

联合资信认为,去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展,受益于国家政策的宏观调控,煤炭去产能进度较好,但未来

受煤炭行业渐好,煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响,未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化,行业集中度提升

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》,“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主,形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业,煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内,平均规模提高到150万吨/年以上,加快推进资源整合,加快现代煤炭市场交易体系建设,构建由市场决定的煤炭价格机制,还原煤炭商品属性,鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组,具有资金、技术、规模、产业链优势的龙头企业将获得更多的政策支持,随着煤炭产能的不断集中,处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升;另外推动煤炭领域国际交流与合作,由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响,国内煤炭市场价格出现持续下跌,煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期,煤炭企业的抗风险能力受到集中考验,行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大,且融资能力弱,给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇,煤炭行业兼并重组提速,有助于行业供给将加速集中。

煤炭去产能逐步推进、国民经济增速的变化、下游行业需求增速的变动及相关替代品政策的颁布和技术的革新均对煤炭企业盈利面有所影响

2016年12月30日,国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》,规划提出的发展目标包括:积极稳妥推进煤炭去产能,提高产业集中度;提高

煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

《规划》对“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能规模和通过减量置换和优化布局增加先进产能规模作出明确的目标，分别为8亿吨和5亿吨，这无疑将有效推动去产能的进一步实施。

同时也应该关注到，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格大幅波动对国际煤炭价格形成一定影响，进口煤或将持续冲击国内市场。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重

点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）电力行业

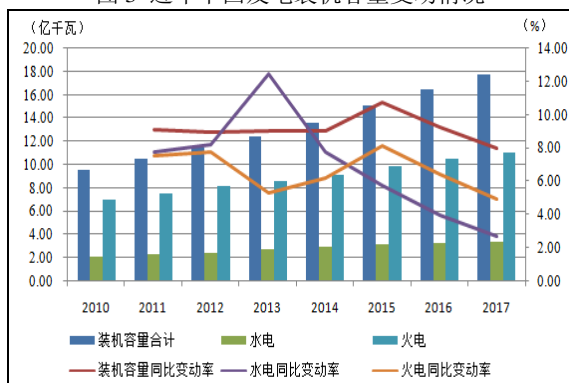
1. 行业概况

根据国家能源局统计数据，2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。2018年1~9月，中国电源工程投资完成1696亿元，同比下降1.8%，其中火电工程投资完成526亿元，同比增长6.2%；水电工程投资完成404亿元，同比增长19.0%；核电工程投资完成310亿元，同比增长4.8%。同期，电网工程完成3373亿元投资，同比下降9.6%。

截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装

机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%，10.5%，68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点。2018年1~9月，中国新增发电装机容量8114万千瓦，其中火电新增装机2379万千瓦，水电新增装机666万千瓦。整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图3 近年中国发电装机容量变动情况

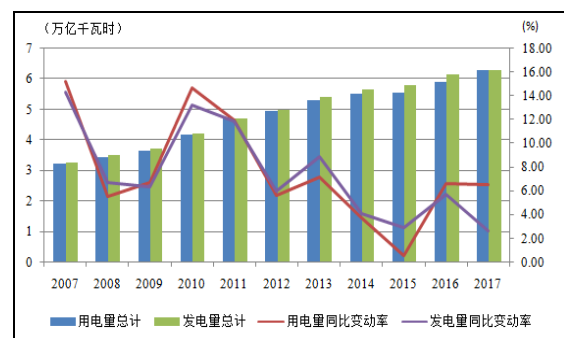


资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093亿千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上发电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。其中火电发电量46115亿千瓦时，同比增长4.6%，利用小时数4209小时，同比增长23小时；由于2016年开始火电机组审批大幅减少，再加上停建缓建，预计2017~2018年投产高峰过后，火电机组装机容量将保持相对稳定。同期，中国可再生能源发电量16978亿千瓦时，同比增长1500亿千瓦时。可再生能源发电量占全部发电量的26.4%，同比上升0.7个百分点。其中，全

国水电发电量11945亿千瓦时，同比增长1.7%；平均利用小时数为3579小时，同比降低40小时。全国风电发电量3057亿千瓦时，同比增长26.3%；平均利用小时数1948小时，同比增加203小时（风电平均利用小时数较高的地区中，福建2756小时、云南2484小时、四川2353小时）；2017年，全国风电弃风电量同比减少78亿千瓦时，弃风率同比下降5.2个百分点，实现弃风电量和弃风率“双降”。全国光伏发电量1182亿千瓦时，同比增长78.6%；全国弃光电量73亿千瓦时，弃光率同比下降4.3个百分点，弃光仍主要集中在新疆和甘肃。2018年1~9月，全国发电量50362亿千瓦时，同比增长7.4%；同期，全国发电设备累计平均利用小时数2905小时，同比增长94小时；其中水电、火电、核电和风电利用小时数分别为2716小时、3276小时、5447小时和1565小时；同比分别增加42小时、158小时、68小时和178小时。在各级政府和电力企业等多方共同努力下，弃风弃光弃水问题继续得到改善，2018年国家电网公司和南方电网公司分别制定了促进清洁能源消纳的22项和24项工作措施，在加快电网建设、合理安排调度、加大市场交易、加强全网消纳、推动技术创新等多方面推进清洁能源消纳，效果明显。华北、东北、西北地区风电设备利用小时同比分别提高195小时、190小时和200小时，西北地区太阳能发电设备利用小时同比提高88小时；四川和云南弃水电量同比明显减少。2018年前三季度，全国平均弃风率7.7%，平均弃光率2.9%，均较2017年明显下降。

图4 中国发电量、用电量及增幅情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年全社会用电量63077亿千瓦时，同比增长6.6%。分产业看，第一产业用电量1155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业用电量8814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活用电量8695亿千瓦时，同比增长7.8%。2018年1~9月，全国全社会用电量51061亿千瓦时，同比增长8.9%；其中，第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量分别为555亿千瓦时、34714亿千瓦时、8259亿千瓦时及7534亿千瓦时。2018年前三季度，全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造行业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，对全社会用电量增长的贡献率达到56.6%，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头，第三产业用电量增长对全社会用电量增长的贡献率为23.6%。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长，城乡居民生活用电量增长对全社会用电量增长的贡献率为18.7%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率明显下降。

2. 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及

运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。

受煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年大幅复苏，截至 2016 年 11 月 7 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点 700 元/吨。2017 年以来，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在 550 元/吨至 670 元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征，每年 7~8 月是动力煤的需求旺季，9 月后将迎来冬储煤的需求，而截至 2018 年 10 月底，沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨，为 2014 年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2018 年动力煤价格保持高位震荡，截至 2018 年 11 月 1 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 645 元/吨。

中国电力供需结构变化较大，峰谷差快速加大，大中型城市最大峰谷差占用电最大负荷的比重接近50%，一般省份也接近40%；随着清洁能源发电比例不断提高，煤电受季节、极端天气的影响越来越大，调峰压力也在加大。与此同时，近年来煤炭生产重心加速向晋陕蒙宁地区转移，区域间煤炭调拨规模扩大，季节性短时煤炭需求波动与煤矿生产、铁路运输均衡性的矛盾越来越突出。

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

可再生能源电价下调

近年来，国家连年出台相关政策优化可再

生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

2016年12月26日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为0.40元/千瓦时、0.45元/千瓦时、0.49元/千瓦时和0.57元/千瓦时。

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630抢装潮”在2019年将不再适用，但年底会再次出现抢装。2018年5月31日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元，即I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.50元、0.60元、0.70元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.32元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

可再生能源补贴缺口大、周期长

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。根据财政部统计数据，截至2017年底，可再生能源补贴缺口已达到1000亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，

一定程度上影响电力企业现金流。2018年6月15日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。近年来，风电、光伏上网标杆电价连年下调，补贴退坡持续推进，但历史补贴累计缺口问题依旧较为严重。

目前，国家能源局正积极推动建立可再生能源配额制，目前已形成《关于实行可再生能源电力配额制的通知》（征求意见稿），拟于2019年1月1日起正式进行配额考核，主要内容包括对电力消费设定可再生能源配额，按省级行政区域确定配额指标，各省级人民政府承担配额落实责任，售电企业和电力用户协同承担配额义务，电网企业承担经营区配额实施责任，做好配额实施与电力交易衔接等。一方面有利于推进可再生能源电力消纳，另一方面有利于缓解电价补贴缺口持续扩大问题。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

2017年，全国全年弃水电量515亿千瓦时，在来水好于上年的情况下，水能利用率达到96%左右；同期，全国全年弃风电量419亿千瓦时，弃风率12%，同比下降5.2个百分点，弃风主要集中在东北和西北地区；全国全年弃光电量73亿千瓦时，弃光率6%，同比下降4.3个百分点，弃光主要集中在新疆和甘肃，其中新疆（不含兵团）弃光电量28.2亿千瓦时，弃

光率 22%，同比下降 9.3 个百分点；甘肃弃光电量 18.5 亿千瓦时，弃光率 20%，同比下降 9.8 个百分点。2018 年前三季度，全国弃风率、弃光率分别下降到 7.7%、2.9%。其中，弃风率超过 5%的有内蒙古、吉林、甘肃、和新疆四省区；弃光率超过 5%的只有甘肃、新疆、陕西三个省区。整体看，2017 年以来全国发电机组限电率明显下降。

3. 行业展望

国家发改委陆续发布了电力发展“十三五”规划、推进电力体制改革等相关文件，内容涵盖水电、核电、煤电、气电、风电、太阳能发电等各类电源和输配电网，重点阐述“十三五”期间中国电力发展的指导思想和基本原则，明确电力发展的主要目标和重点任务。

供应能力方面：预计2020年全社会用电量6.8~7.2万亿千瓦时，年均增长3.6%~4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5.5%，人均装机突破1.4千瓦，人均用电量5000千瓦时左右，接近中等发达国家水平，电能占终端能源消费比重达到27%。

电源结构方面：按照非化石能源消费比重达到15%的要求，到2020年，非化石能源发电装机达到7.7亿千瓦左右，比2015年增加2.5亿千瓦左右，占比约39%，提高4个百分点，发电量占比提高到31%；气电装机增加5000万千瓦，达到1.1亿千瓦以上，占比超过5%；煤电装机力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%。

电网发展方面：合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模1.3亿千瓦，达到2.7亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增500千伏及以上交流线9.2万公里，变电容量9.2亿千伏安。根据国家电网2018年社会责任报告数据，国家电网计划电网投资4989亿元，开工110（66）千伏及以上线路6.1万千米，变电（交流）容量3.8

亿千伏安（亿千瓦）；投产110（66）千伏及以上线路5.2万千米，变电（交流）容量3亿千伏安（亿千瓦）。

节能减排方面：力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。

电力交易方面：2016年10月，国家发展改革委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出2017年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。2017年，中国电力市场建设初具规模，交易电量累计1.63万亿千瓦时，同比增长45%，占全社会用电量比重达26%左右，同比提高7个百分点，为工商企业减少电费支出603亿元。2018年上半年，电力现货交易和中长期交易加快推进，全社会市场化交易电量7912亿千瓦时，占售电量比重达到30.4%。

重组整合方面：2016年7月26日，国务院对外公布了《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(以下简称《意见》)，规定石油天然气主干管网、电网等实行国有独资或绝对控股，同时明确表示推进电力行业并购重组。2017年初，国资委提出将通过深度整合重组，采取纵向整合、横向整合，加快推进钢铁、煤炭、电力合并，集中资源形成合力，更好发挥协同效应。2017年8月28日，中国国电集团公司（以下简称“国电集团”）收到国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国资发改革[2017]146号），同意国电集团与神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）合并重组，神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能投集团”），作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。本次合并完成后，国电集团注销，国家能投集团作为合并后公司继续存续。截至目前，神华集团已更名为国家能投集团，并在工商行政管理机关完成变更登

记（备案），国电集团和国家能投集团于2018年2月5日，国家能源集团与国电集团签署《国家能源投资集团有限责任公司与中国国电集团有限公司之合并协议》。2018年8月27日，国家能源集团和国电集团收到国家市场监督管理总局反垄断局出具的经营者集中反垄断审查不予禁止决定书。至此，合并协议约定的合并交割条件全部满足。两家合并后成立的国家能投集团为中国第一大一次能源生产公司和二次能源生产公司，煤和电的产量都占全国总产量15%左右，其总资产将超过1.8万亿元。神华集团与国电集团强强联合是近年来煤炭电力行业规模最大的重组案例，其产业链上下游的联合重组，对于推进煤电一体化、稳定煤炭市场、促进行业可持续发展和企业转型升级均具有重要意义。

（三）铁路运输行业

1. 行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

从铁路建设方面看，2017年，全国铁路固定资产投资完成8010亿元，投产新线3038公里，其中高速铁路2182公里。

路网规模上，2017年，全国铁路营业里程达到12.7万公里，比上年增长2.4%，其中，高速铁路营业里程达到2.5万公里。全国铁路路网密度132.2公里/万平方公里，比上年增长3.0公里/万平方公里。其中，复线里程7.2万公里，比上年增长5.4%，复线率56.5%，比上年提高1.6个百分点；电气化里程8.7万公里，比上年增长7.8%，电化率68.2%，比上年提高3.4个百分点。西部地区铁路营业里程5.2万公里，比上年增长1663.5公里，增长3.3%。

根据铁道统计公报显示，2017年全国铁路

货运总发送量完成36.89亿吨，比上年增长3.57亿吨，增长10.7%，其中，国家铁路29.19亿吨，比上年增长10.1%。全国铁路货运总周转量完成26962.20亿吨公里，比上年增长3169.94亿吨公里，增长13.3%，其中，国家铁路24091.70亿吨公里，比上年增长13.2%。集装箱、商品汽车、散货快运发送量比上年分别增长47.9%、58%和9.3%。

2017年，全国铁路机车拥有量为2.1万台，比上年减少372台，其中，内燃机车占40.4%，比上年下降1.4个百分点，电力机车占59.5%，比上年提高1.4个百分点。全国铁路客车拥有量为7.3万辆，比上年增长0.2万辆，其中，动车组2935标准组、23480辆，比上年增长349标准组、2792辆。全国铁路货车拥有量为79.9万辆。

2017年，国家铁路能源消耗折算标准煤1621.65万吨，比上年增长24.75万吨，增长1.5%。单位运输工作量综合能耗4.33吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少0.39吨标准煤/百万换算吨公里。单位运输工作量主营综合能耗3.96吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少0.20吨标准煤/百万换算吨公里，下降4.8%。

（四）区域经济发展概况

公司位于宁夏回族自治区银川市，宁夏回族自治区国民经济的发展为公司提供了良好的发展机遇。根据宁夏回族自治区统计局公布数据，2017年，初步核算，宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）全区实现生产总值3453.93亿元，按可比价格计算，同比增长7.8%，增速比全国高0.9个百分点。其中，第一产业增加值261.07亿元，同比增长4.3%；第二产业增加值1580.53亿元，增长7.0%；第三产业增加值1612.33亿元，增长9.2%。

2017年宁夏全社会完成固定资产投资3813.38亿元，比上年增长4.2%。分产业看，第一产业投资226.08亿元，增长54.4%；第二产业投资1372.51亿元，下降8.4%；第三产业投资2214.79亿元，增长9.9%。工业投资1357.37亿元，

下降9.4%；基础设施投资909.56亿元，增长26.1%；民间投资2126.34亿元，增长5.4%。

据财政部门统计显示，2017年全区完成一般公共预算总收入715.65亿元，同口径增长10.5%。其中，地方一般公共预算收入417.46亿元，同口径增长10.1%。一般公共预算支出1375.94亿元，同口径增长8.7%。同期，全区城镇常住居民人均可支配收入29472元，同比名义增长8.5%，增速比上年同期加快0.7个百分点；农村常住居民人均可支配收入10738元，同比名义增长9.0%，增速比上年同期加快1.0个百分点。

总体看，宁夏回族自治区经济欠发达、总量小，在全国范围内经济发展水平相对落后。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年9月底，公司注册资本为300亿元，实收资本257.94亿元，宁夏政府持有公司100%股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是根据宁夏政府的授权，专门从事国有资产投资和资本运作的法人实体。公司作为国有独资企业，直接受宁夏回族自治区人民政府的指导和管理，对下属子公司企业管理及人事任命等方面拥有较强的管控能力，公司控股和参股的大型企业及行业集中在能源、铁路、有色金属等国家鼓励或重点支持的行业产业，合作伙伴多为诸如神华集团有限公司、中国有色矿业集团有限公司及中国电力投资集团公司等国有大型企业，战略合作伙伴实力强，具有很强的市场掌控能力和抗风险能力。同时，公司原股东宁夏国资委代表宁夏政府行使出资人权利，自2009年以来对公司逐年进行增资，将持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司。经过多年的发展，公司不断调整发展战略、创新体制机制、调整组织架构、重构管控体系、优化资产结构、整合投融资业务，形成了具有

一定资产规模、在自治区经济建设中有很强地位的国有投资控股公司。

全资及控股子公司

按照自治区人民政府的要求和统一部署，宁夏国资委逐年将原自治区国资委所持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司，以便于企业公司化运作。截至2018年9月底，公司共有并表全资、控股子公司10家(见附件1-3)，具体包括宁夏中煤实业有限公司(以下简称“中煤实业”)、宁夏国际招标咨询集团有限公司(以下简称“国际招标”)、宁夏电力投资集团有限公司(以下简称“宁夏电投”)、宁夏水务投资集团有限公司(以下简称“宁夏水投”)、宁夏煤炭勘察工程有限公司(以下简称“煤炭勘察”)、宁夏共赢投资有限责任公司(以下简称“共赢投资”)、宁夏铁路投资有限责任公司(以下简称“宁夏铁投”)、宁夏西部创业实业股份有限公司(以下简称“西部创业”)、国运租赁(天津)股份有限公司(以下简称“国运租赁”)和宁夏再担保集团有限公司(以下简称“宁夏再担保”)。公司子公司宁夏宁东铁路股份有限公司(以下简称“宁东铁路”，现为三级子公司)、宁夏电投和宁夏水投分别负责煤炭铁路运输、发电供热业务和供水业务，是公司主要收入来源。

2015年11月20日，西部创业收到中国证监会《关于核准广夏(银川)实业股份有限公司向宁夏国有资本运营集团有限责任公司等发行股份购买资产的批复》(证监许可【2015】2646号)，核准其向公司及其他相关方发行股份，用于购买公司原二级子公司宁东铁路100%股权。2016年2月2日，该部分增发股份上市。交易完成后，公司成为西部创业控股股东及实际控制人，西部创业作为二级子公司纳入公司合并范围，宁东铁路由公司二级子公司变更为三级子公司。

西部创业于2016年5月17日召开股东大会，同意将其名称由“广夏(银川)实业股份有限公司”变更为“宁夏西部创业实业股份有

限公司”，经营范围扩大至铁路运输、物流、葡萄酒、酒店餐饮等行业。西部创业前身为广夏（银川）磁技术有限公司，成立于 1992 年，1993 年 5 月开始进行股份制改组，原公司及另 8 家发起人净资产与投资折为 4400 万股发起人股；同年 12 月 21 日至 26 日，发行职工股 300 万股、社会公众股 2700 万股。1994 年 1 月 28 日公司宣告成立，同年 6 月 17 日，在深交所上市，简称为“银广夏”。

截至 2017 年底，西部创业资产总额 50.44 亿元，所有者权益合计 40.24 亿元；2017 年实现营业收入 6.60 亿元，净利润 0.87 亿元。

截至 2018 年 9 月底，西部创业资产总额 49.46 亿元，所有者权益合计 41.06 亿元；2018 年 1~9 月实现营业收入 5.11 亿元，净利润 0.83 亿元。

公司子公司宁东铁路作为宁夏回族自治区从事铁路投资、建设和运营的专业性公司，受自治区政府的委托，负责建设和经营区内铁路，通过专业化铁路投资建设，完善自治区铁路路网布局，同时通过与神华宁夏煤业集团等重点煤企的合作，逐步改善煤炭及其他重要生产基础资料的运输瓶颈，为宁夏煤企的快速发展奠定坚实的基础。目前，宁东铁路已在宁夏东部建成网状运输区域自备铁路 279 公里，全部为货运，其中煤炭运输占到货运总量的 90%，铁路控制系统采用了国内先进小站远程控制，工作效能和管理水平在国内处于先进水平。

2015 年 6 月，根据宁夏回族自治区人民政府宁政函【2015】90 号《关于成立宁夏铁路投资有限责任公司的批复》，公司注册成立子公司宁夏铁投。截至 2018 年 9 月底，宁夏铁投资本 207.00 亿元，其中公司持股 72.46%；宁夏铁投作为自治区铁路建设的投资人，对自治区铁路建设项目进行投资、管理；经营铁路相关产业和土地开发；从事物流服务等综合配套业务。

2015 年，宁夏回族自治区财政厅发【2015】244 号《自治区财政厅关于批复宁国运申请拨补铁

路建设资金的函》，决定自 2015 年起，为支持公司于当年新成立的全资子公司宁夏铁投的铁路建设任务，每年向公司拨补 10 亿元资本金用于铁路建设，包括用于回购国开发展基金对银西铁路及吴忠至中卫城际铁路项目投资形成的股权。

截至 2017 年底，宁夏铁投资产总额 169.47 亿元，所有者权益合计 120.12 万亿元；硅片母公司尚未实现营业收入，净利润 0.31 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 192.85 亿元，所有者权益合计 131.64 亿元；公司尚未实现营业收入，净利润 0 万元。

主要参股公司

公司投资收益对利润总额的贡献较大，投资收益主要通过对参股公司的投资实现，重点参股公司的经营状况和盈利水平对公司利润有重大影响。截至 2018 年 9 月底，公司共有 5 家重要的联营企业，包括宁夏国大药房连锁有限公司（以下简称“国大药房”）、国家电投集团宁夏能源铝业有限公司（以下简称“国电投铝业”）、中色（宁夏）东方集团有限公司（以下简称“中色东方”）、国药控股宁夏有限公司（以下简称“国药控股”）以及神华宁夏煤业集团有限公司（以下简称“神华宁煤”）。

表 1 截至 2018 年 9 月底的主要参股公司

公司名称	持股比例(%)
宁夏国大药房连锁有限公司	30.00
国家电投集团宁夏能源铝业有限公司	23.95
中色（宁夏）东方集团有限公司	40.00
国药控股宁夏有限公司	27.29
神华宁夏煤业集团有限公司	49.00

资料来源：公司提供

神华宁煤是神华集团的控股子公司，是国家级重点开发区——宁东能源化工基地建设的主体，承担着国家亿吨级煤炭基地和世界现代煤化工基地建设重任。公司经营范围涉及煤炭开采洗选、煤化工、煤炭深加工及综合利用、发电、机械制造与维修等，公司主营业务为煤炭开采洗选和煤化工。

3. 政府支持

2017年，根据宁财（建）指标【2017】59号《自治区财政厅关于下达2017年自治区财政第一批自筹项目支出预算指标的通知》拨付公司5亿元，其中42339万元为专项用于铁路建设的资本金，公司相应增加实收资本3.4亿元，专项应付款1.6亿元；根据宁财（建）指标【2017】251号《自治区财政厅关于下达2017年铁路建设预算指标的通知》拨付本公司5亿元，专项用于自治区铁路项目建设资本金；根据《自治区人民政府关于成立宁夏铁路投资有限责任公司的批复》（宁政函【2015】90号）和《自治区人民政府关于加快推进铁路建设若干意见》（宁政发【2015】90号）决定，按计划出资，相应增加实收资本8339.00万元；根据宁政函【2017】161号《自治区人民政府关于宁夏国有资本运营集团公司国有资本收益转为资本金的批复》，同意将宁夏国有资本运营集团公司应通过国有资本收益途径上缴自治区财政厅的13931.94万元资金予以免缴，并转为国有资本金。

2018年3月，公司增加实收资本7.5亿元，其中自治区财政拨款6亿元，公司按国资委批复将物资管理局借款转入实收资本1.5亿元。2018年6月，公司增加实收资本5亿元，全部为自治区财政拨款5亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司主营业务实现收入42.71亿

元，同比增长40.03%。收入构成方面，公司主营业务以发电供热、铁路运输、供水业务和工程劳务为主，2017年收入占比分别为27.60%、12.34%、16.56%和33.78%。各板块收入趋势方面，2017年，发电供热收入同比增长主要系供热管网面积增加，供热收入相应增长所致；2017年，受煤炭市场需求回升，铁路运量提升及宁夏物价局自2017年1月1日起取消公司铁路货运月基本运量以外新增运量的阶梯运价政策影响，铁路运输收入同比增长21.71%；同期，工程劳务板块收入同比增长47.14%，主要系新签合同金额快速增长所致；受益于供水量和水价的增加，2017年，供水业务以收入持续性增长，对公司收入形成有利补充。

2017年，公司主业的综合毛利率为17.60%，同比下降2.86个百分点，下降的主要原因系发电供热板块和工程劳务板块成本上升过快，对整体毛利率形成拖累。从各板块看，2017年，公司发电供热业务的毛利率快速下降，2017年为13.14%，主要系受区域煤炭供应紧张影响，煤炭成本上升所致；铁路运输的毛利率水平在各板块中相对较高。2017年，受货运量增长带动，公司铁路运输板块毛利率回升至34.26%；2017年供水业务的毛利率为31.41%，同比下降9.13个百分点，主要系当年中南部饮水工程转入固定资产计提折旧，成本增加所致；工程劳务板块毛利率持续下降，主要系市场竞争加剧、建材价格波动，且公司拓展外省市场，合营项目相应增多，利润需分成所致。

表2 2016~2018年1~9月公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

主营业务	2016年			2017年			2018年1-9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电供热	10.41	34.11	19.19	11.79	27.60	13.14	13.05	40.45	13.24

铁路运输	4.33	14.20	30.55	5.27	12.34	34.26	5.11	15.82	35.78
供水业务	5.47	17.95	40.54	7.07	16.56	31.41	6.15	19.06	32.68
工程劳务	9.80	32.14	5.44	14.42	33.78	3.08	7.35	22.76	6.17
煤炭运销	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
其他	0.49	1.60	34.28	4.15	9.72	36.01	0.62	1.92	41.65
合计	30.50	100.00	20.46	42.71	100.00	17.60	32.28	100.00	19.45

资料来源：公司提供

注：其他主营业务主要包括煤炭勘察、招投标、小额贷款等。

2018年1~9月，公司实现主营业务收入32.28亿元，较上年同期增长39.20%；发电供热业务收入比重提至40.45%，主要系西夏热电二期投产，发电量增长所致；铁路运输和供水业务比重变动较小，工程劳务业务比重有较大程度下降，主要系受固定投资增速放缓影响，公司当期新签合同额下降所致；同期的综合毛利率为19.45%，较2017年略有增长。2018年1~9月，工程劳务板块毛利率6.17%，较2017年有所增长，主要系当期已完工项目合同外结算收入较多，而成本已计入以前年度所致。

总体看，跟踪期内，公司收入规模快速增长，但发电供热板块受成本上升影响，盈利水平仍维持历史较低水平，水利工程业务也受到市场竞争日趋激烈、物料等费用提升带来的压力。

2. 发电及供热业务

公司发电供热业务的运营主体为宁夏电投下辖的银川热电和西夏热电两家子公司。

2017年，公司发电供热收入同比增长13.26%，为11.79亿元。从收入构成来看，2017年，火电业务为发电及供热板块主要收入来源，收入占比为48.71%，其次为供热业务、风电业务和太阳能发电业务，收入分别占比33.46%、14.73%和3.10%。2018年1~9月，发电及供热板块实现收入13.05亿元，为2017年全年的110.69%。

表3 发电供热业务收入构成(单位：万元)

收入构成	2016年	2017年	18年1-9月
火力发电	50303	50768	78256
风力发电	15641	17363	16997

太阳能发电	3701	3659	3027
供热	34407	46084	32265
合计	104052	117874	130546

资料来源：公司提供

火力发电与供热

截至2018年9月底，公司拥有4台机组合计装机容量110万千瓦（西夏热电），供热面积达1300万平方米。其中，西夏热电二期项目于2018年2月投产，机组规模2*35万千瓦。2018年9月，受小锅炉关停政策影响，原银川热电4台机组合计装机容量9万千瓦（银川热电）关停。

表4 银川热电部分热电生产、销售指标

银川热电-指标	2016年	2017年	18年1-9月
发电量(亿千瓦时)	4.31	4.30	2.75
上网电量(亿千瓦时)	3.37	3.34	2.63
平均设备利用小时数	5002	4783	3055
平均上网电价(元/千瓦时)	0.36	0.41	0.42
综合厂用电率(%)	11.83	22.45	22.01
供电标准煤耗(克/kwh)	378.23	342.77	390.49

资料来源：公司提供

注：由于银川热电成立时间较早（电厂一期工程于2000年10月开始投运），是宁夏自治区的第一家热电联产企业，由于历史原因其上网电价高于一般电网标杆电价；银川热电已于2018年9月关停，因此2018年1~9月统计数据实际截点为2018年8月底；2016~2017年上网电价统计口径为不含税价，2018年1~9月上网电价统计口径为含税价。

2017年，银川热电累计发电量和上网电量分别为4.30亿千瓦时和3.34亿千瓦时，近三年呈逐年下降趋势；上网电价在2014年及2015年分别有过一次电价下调，自2016年1月1日起，宁夏自治区燃煤发电上网电价每千瓦时下调0.0116元（含税），2017年平均上网电价为

0.41 元/千瓦时（含税），主要系受参与市场化投标竞价影响有所波动；发电设备平均利用小时数为 4783 小时，受限电因素影响处于近年来较低水平；厂用电率为 22.45%，较往年增幅较大，主要系限电等因素导致产能效率降低，同时伴有设备老化等影响；单位供电煤耗为 342.77 克/千瓦时。

2018 年 1~9 月，银川热电累计完成发电量和上网电量分别为 2.75 亿千瓦时和 2.63 亿千瓦时，分别为 2017 年全年水平的 63.95% 和 78.74%。供电平均价格为 0.42 元/千瓦时；单位供电煤耗为 390.49 克/千瓦时。

表 5 西夏热电部分热电生产、销售指标

西夏热电-指标	2016 年	2017 年	18 年 1-9 月
发电量(亿千瓦时)	20.35	19.80	33.99
上网电量(亿千瓦时)	18.22	17.53	31.14
平均设备利用小时数	5044	4949	3090
平均上网电价(元/千瓦时)	0.21	0.26	0.26
厂用电率(%)	10.05	10.69	8.29
单位供电煤耗(克/kwh)	316.23	309.44	334.34

资料来源：公司提供

注：2016~2017 年上网电价统计口径为不含税价，2018 年 1~9 月上网电价统计口径为含税价。

2017 年，西夏热电累计发电量和上网电量分别为 19.80 亿千瓦时和 17.53 亿千瓦时，较 2016 年分别下降 2.70% 和下降 3.79%，上网电量同比下降主要系受限电因素影响；平均上网电价为 0.25 元/千瓦时（含税）；发电设备平均利用小时数为 4949 小时；厂用电率为 10.69%，单位供电煤耗为 309.44 克/千瓦时，均明显低于银川热电，主要由于大机组的利用效率较高。

2018 年 1~9 月，西夏热电累计完成发电量和上网电量分别为 33.99 亿千瓦时和 31.14 亿千瓦时，分别为 2017 年全年水平的 171.67% 和 177.64%，同比增幅较大，系西夏热电二期项目投产所致。供电平均价格为 0.26 元/千瓦时；单位供电煤耗为 334.34 克/千瓦时。

在原材料采购方面，发电主要原材料为煤炭（电煤/标煤），2016~2017 年，公司折合成

标煤采购量分别为 152.73 万吨和 137.68 万吨，2017 年采购量下降主要系部分原材料不符合结转条件，在 2018 年初进行结转所致；同期采购均价分别为 250.48 元/吨和 318.18 元/吨。电煤外部采购采取合同采购方式，主要运输方式为公路方式运输，主要供应方为神华宁夏煤业集团有限公司和电投长润实业。2017 年公司通过神华宁夏煤业集团有限公司的采购量在总煤炭采购量中占比 90%，对其依赖程度高。

供热业务方面，公司主要为银川市居民及企事业单位提供冬季采暖供热服务，供热区域为银川西夏区、金凤区及三支沟以东，唐徕渠以西的开发区，民族南街以西，文化街以南，宝庆路以北的城区、保庆路以南，民族街以东、延滨路、文化街、民族街（以东部分）、上海路区域，业务具有较强的区域专营性。截至 2018 年 9 月底，公司供热能力达到 5287 万吉焦/年。

2016~2017 年及 2018 年前三季度，公司热电供热量呈增长趋势，分别为 852.74 万吉焦、979.09 万吉焦和 583.69 万吉焦，其中居民供热量分别为 584.01 万吉焦、640.62 万吉焦和 359.57 万吉焦。在供热费收取方面，根据国家发改委、建设部《关于建立煤热价格联动机制的意见》（发改【2005】2200 号）及自治区住房和城乡建设厅、财政厅、经济和信息化委员会、物价局《关于做好城市供热工作的通知》（宁建发【2009】220 号）文件，发行人向客户收取的收费标准为：居民住宅 3.8 元/m²·月；办公楼 5.3 元/m²·月；商业用房 6.0 元/m²·月。

公司供热业务成本主要为煤炭采购成本，其他为人工费用、设备维护保养及维修成本等。在煤炭采购成本方面，公司煤炭统一采购，供应商为神华宁煤。2016~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司平均供热成本分别为 26.57 元/吉焦、45.28 元/吉焦和 47.21 元/吉焦，受煤炭成本上行影响，2017 年供热成本增幅较大。2018 年前三季度，受宁夏区内供应紧张影响，部分煤炭需依靠外省采购，进一步增加供热成本。

风力发电

公司从事风力发电的经营主体为宁夏电投下属的宁夏电投太阳山风力发电有限公司（下称“太阳山风电”）和宁夏电投灵武风力发电有限公司（下称“灵武风电”）两家子公司，自 2012 年 2 月，太阳山风力发电厂建成后，公司的风力发电业务正式开展。2016~2017 年，公司风电累计完成发电量分别为 3.73 亿千瓦时和 3.85 亿千瓦时；截至 2018 年 9 月底的风电权益装机容量为 27.85 万千瓦，拥有风机 149 台。2016~2017 年及 2018 年前三季度，公司风电平均上网电价为 0.54 元/千瓦时、0.52 元/千瓦时和 0.56 元/千瓦时。2018 年前三季度，上网电价有所增加主要系受到大客户直供等交易电价影响所致。

2012 年以来的机组投产状况：太阳山风电的一期项目（4.95 万千瓦）于 2012 年 2 月建成，同年 3 月并网发电，二期项目（4.95 万千瓦）于 2015 年 2 月并网发电；灵武风电的一期项目（4.95 万千瓦）于 2014 年 1 月并网发电，是 2014 年风电业务收入大幅增长的主要支持因素。太阳山风电厂三四期 100MW 项目于 2014 年 12 月正式开工建设，于 2016 年 4 月完成全部风机并网运行。

太阳能发电

公司太阳能发电业务的运营主体为宁夏电投的全资子公司宁夏电投太阳山光伏发电有限公司（下称“太阳山光伏”）。太阳山光伏成立于 2009 年 12 月底，由宁夏电投和尚德能源工程有限公司共同出资组建（宁夏电投持股 51%），后经一系列增资和股权转让，由宁夏电投 100% 持股。截至 2018 年 9 月底光伏电站的总装机容量为 3 万千瓦。

太阳山光伏的机组投产状况：随着一期 1 万千瓦项目于 2011 年 1 月竣工，该公司正式由基建期转入生产经营期，根据《关于宁夏电力投资集团公司太阳山 10MWp 光伏并网电站项目核准的批复》（宁发改能源〔2009〕454 号）文件，一期项目的核准电价为 1.15 元/千瓦时；二期 2 万千瓦项目已于 2014 年 3 月投入运营，

核准电价为 1 元/千瓦时。

3. 铁路运输业务

公司铁路运输业务的运营主体为三级子公司宁东铁路（为公司控股二级子公司西部创业的全资子公司）。公司铁路运输业务的服务对象为宁夏宁东能源化工基地内的大型煤矿、化工和电力企业，主要运输货物为煤炭，当前公司铁路正线里程 300 公里（含 53 公里代管专用线）。营业收入来源于运费、杂费、代维代管费，作为地方铁路，铁路运输价格由宁夏回族自治区物价局核定。

宁东铁路主要运营线路为西与包兰铁路大坝站接轨，北与三新铁路上海庙站接轨，形成一横两纵的路网布局，一横是大坝~古窑子~鸳鸯湖~梅花井，两纵分别是临河工业园 A 区~古窑子~枣泉、上海庙~配煤中心~鸳鸯湖~红柳；运输主要货品煤炭、油品、煤化工产品等，其中煤炭运输占到货运总量的 90%，主要负责神华宁煤等煤炭企业的产品运输。宁东铁路目前运营铁路全长 300 公里，拥有内燃机 23 台、轨道车 2 台，自备货车 1164 辆（其中自有 395 辆、统管 769 辆），具备内燃机车辅修和车辆段修能力。铁路控制系统采用了国内先进小站远程控制，工作效能和管理水平较高。

宁东铁路是地方自营铁路，该项业务在宁夏地区具有较强的区域垄断优势和盈利能力。2016~2017 年，公司铁路运输业务收入分别为 4.33 亿元和 5.27 亿元。2017 年，公司完成铁路运量 3785 万吨，比 2016 的 2883 万吨增加 902 万吨，增幅为 31.28%，但与年初预计的 4300 万吨运量存在一定差距，主要系：1. 宁东能源化工基地煤炭资源供应不足，发电企业从宁东铁路管内运输煤炭量低于预期；2. 2017 年上半年，鸳鸯湖电厂对铁路专用线进行改造，公司为其提供的铁路运量低于预期；3. 神华宁煤煤制油项目第二套生产线投产时间晚于预期，公司为该项目提供的铁路运量少于预期。2018 年

1~9月，公司铁路运输业务实现收入5.11亿元，与上年同期有所增长，主要系煤炭市场好转使得运量上升所致；2018年前三季度，铁路运输板块毛利率为35.78%。

宁东铁路西与包兰铁路大坝站接轨，北与三新铁路上海庙站接轨，与神华宁煤等重点煤炭生产企业的合作，将神华宁煤开采的煤矿从西北地区输送出去，运往西南、东南地区。宁东铁路的市场份额较为稳定，主要由于中国目前矿产及煤炭资源分布不均，而东南沿海等区域对该类资源供应长期处于短缺状态，其对西部地区矿产及煤炭资源依赖较为严重。

在收费模式方面，公司货运业务主要是宁东地区煤炭业务的运输，其铁路货运营收入采取“一次核收、分段计费”取得，即由发送站向客户一次性核收后（全称货物运输费用后），按照原铁道部和铁路局的分段计费方式，由发送站通过货运运单、货运发票等凭证与客户单位进行运费结算，结算周期通常为一个月左右。

2017年3月27日，西部创业收到宁夏回族自治区物价局《自治区物价局关于西部创业实业股份有限公司铁路货运价格有关问题的通知》（宁价费发【2017】10号）：1、通过公司铁路运输的货物不分品类仍执行最高运价0.19元/吨公里（不含税）；取消危险货物运价上浮；起码里程运距仍为40公里；2、集装箱运价仍为20英尺箱4.45元/箱公里（不含税），40英尺箱6.05元/箱公里（不含税）；3、自2017年1月1日起执行。

此次铁路运价的调整与2016年1月1日起执行的《关于调整宁东铁路有限公司运价及有关问题的通知》（宁价费发【2016】5号）相比，主要是取消了阶梯运价，即取消了“月基本运量（含）以内货物，执行0.19元/吨公里运价；超过部分，月增量在30%（含）以内按0.16元/吨公里计费；月增量30%-60%（含）按0.13元/吨公里计费；月增量60%以上按0.10元/吨公里计费。”

由于本次运价调整取消了阶梯运价，对公司2017年度铁路运输板块营业收入和利润带来积极影响。

表6 公司主要货运业务指标(单位:万吨、亿吨公里)

项目	2016年	2017年	18年1-9月
货物运输量	2883	3785	3319
--其中:煤炭	2671	3471	2996
换算周转量	151323	196411	155620

资料来源:公司提供

采购和销售

铁路业务成本主要由机车用油、人工、维修修理支出及设备折旧构成。2017年及2018年前三季度，机车用油占营业成本合计分别为12.01%和14.24%，呈增长趋势；同期，设备折旧占比分别为31.03%和26.36%；人工占比为25.10%和31.97%。从供应商情况来看，宁东铁路所用的机车用油主要采购自中铁物资西安有限公司（采购约占总量的80%），采购集中度高；由于单次采购量大，公司的采购价格在市价基础上可获取一定折扣，结算方式为预付款，一定程度占用了公司营运资金。

宁东铁路主要客户为宁东地区的煤炭生产企业及部分发电厂。神华宁煤占公司铁路运输业务收入比重在47%左右，业务集中度高。在结算方面，神华宁煤作为公司最核心客户，具有较强的议价能力，结算方式采用银行票据结算，账期通常在1个月左右；其他客户通常采取预付款和协议单位定期付款相结合的模式，以银行转账方式或现金结算。整体看，铁路运输业务的现金获取能力较强。

关于业绩承诺有关事项

根据西部创业2015年第一次临时股东大会决议及中国证监会核准，西部创业于2016年2月1日完成定向发行和回购股份及支付现金购买资产实施工作。在本次重大资产重组过程中，西部创业和公司、中国信达资产管理股份有限公司、神华宁夏煤业集团有限责任公司、华电国际电力股份有限公司、中电投宁夏青铜峡能源铝业集团有限公司（以下并称“5家股

东”)于2014年12月签订《盈利承诺补偿协议》，5家股东承诺：

银广夏（后更名为“宁夏西部创业实业股份有限公司”，证券简称变更为“西部创业”）在本次发行股份及支付现金购买资产完成后的连续三个会计年度净利润合计不低于10亿元，若实际利润数低于10亿元的，交易对方应当在补偿期限届满后（即第三个会计年度）审计报告出具之日起30日内以现金向银广夏补足该等差额部分。（注：净利润以本次发行股份及支付现金购买资产完成后银广夏每一年度审计报告所载合并报表项下归属于母公司所有者的净利润数额为准。）交易对方对于需要支付的盈利承诺补偿现金应当按照本次发行股份及支付现金购买资产的资产交割日其各自持有宁东铁路的股权比例各自进行承担，相互之间不承担连带责任。

根据西部创业与5家股东签署的《资产交割协议》，本次重大资产重组的资产交割日为2016年1月8日，故《盈利承诺补偿协议》中的业绩承诺为2016年、2017年、2018年连续三个会计年度归属于母公司所有者的净利润。

铁路运输作为西部创业重组后的主营业务，主要承运货物为煤炭。受煤炭行业及宁东能源化工基地客户需求变化和运价下调等因素影响，铁路运输的收入和利润较以前年度大幅下滑。经信永中和会计师事务所审计，西部创业2016年、2017年归属于母公司的净利润分别为833.95万元、8699.48万元，合计为9533.43万元，根据目前的经营情况测算，西部创业连续三个会计年度的净利润难以达到10亿元。

该承诺事项可能会对公司自身经营业绩产生一定影响，联合资信将对此进行持续关注。

4. 工程劳务业务

公司工程业务的运营主体主要为宁夏水投的子公司宁夏回族自治区水利水电工程局（下称“工程局”），主要从事水利施工及房屋建筑领域的工程服务。

工程局主要通过市场公开招投标方式进行工程业务承揽。在回款方面，在签订合同之后，业主预先支付一定比例的预付款；在项目建设过程中，按照完工百分比要求业主支付项目进度款。项目完全结算之后，按照国家相关规定预留5%~10%的工程款作为质量保证金，质量保证金预留的时间因项目而异，通常为1~2年。

目前，工程局拥有水利水电工程施工总承包一级，市政公用工程施工总承包一、二级，房屋建筑工程施工总承包二级，土石方工程专业承包二级，机电设备安装工程专业承包二级，管道工程专业承包二级，水工金属结构制作与安装工程专业承包二级，送变电工程二级，水利工程监理甲级，房地产开发四级，水利工程砼质量检测资质甲级，压力管道（GB2、GC3）安装改造维修资质，起重机械（B级）安装改造维修资质。先后通过了GB/T19001-2008质量管理体系、GB/T24001-2004环境管理体系、GB/T28001-2001职业健康安全管理体系认证。

2017年，公司新签合同金额18.18亿元，同比增长33.53%，构成仍以水利水电项目为主。2017年主要在建工程为宁夏中部干旱带脱贫攻坚水源工程海原县三塘水库一标、同心县马家塘水库工程一标段、盐环定扬黄共用工程一至七泵站更新改造项目泵站工程Ⅱ标段、红寺堡区金庄子水库项目施工一标、青海省湟中县西纳川水库工程。从项目承接类型来看，公司项目以水利水电项目为主，近年来水利水电项目占比达到90%以上。

表7 近年新签合同情况(单位：万元、个、万元)

项目	2016年	2017年	18年1-9月
新签合同金额	136149	181800	57300
新签合同数量	63	51	40
在建金额	295000	221311	24556

资料来源：公司提供

总体来看，公司在水利水电业务承包方面具备良好的资质，2018年以来，公司工程劳务新签合同金额降幅较明显，主要系受国家固定资产投资放缓影响，未来工程劳务承接业务量

存在一定的不确定性，联合资信将对此保持关注。

5. 供水业务

公司供水业务的运营主体主要为宁夏水投下属的宁夏宁东水务有限责任公司（以下简称“宁东水务”）、宁夏长城水务有限责任公司（以下简称“长城水务”）、宁夏太阳山水务有限责任公司、宁夏新海水务有限公司、宁夏

六盘山水务有限公司、宁夏水投中宁水务有限公司、宁夏水投中卫水务有限公司等子公司。

公司供水业务包括制水和供水两个环节，截至 2018 年 9 月底，公司拥有 31 家供水厂，供水能力合计达到 159 万吨/日，管网长度 4942 公里。近年来，随着宁夏自治区的经济发展，用水需求持续增长，加之公司加大供水范围的扩张力度，区域内的供水普及率不断增长，促进了公司售水量的稳定增长。

表 8 公司水厂分布情况

运营主体	供水厂	供水能力（万吨/日）	服务范围
宁夏宁东水务有限责任公司	宁东一供水厂；宁东二供水厂	80.00	宁东基地
宁夏长城水务有限责任公司	上海庙、红墩子能源化工基地供水厂	20.00	上海庙、宁东工业园 C 区、滨河新区
宁夏太阳山水务有限责任公司	太阳山供水厂；金积水厂	12.80	盐池县、太阳山园区、金积园区
宁夏水投中源水务有限公司	海原新区供水厂；同心东部综合供水厂；海原一二供水厂；同心一二供水厂；同心西部小洪沟、窑山、窑山扩建、王团扩建、早天岭、合合山、麻疙瘩水厂	8.88	海原县县城及南部乡镇、同心县县城及同心县各乡镇、原州区北部乡镇、海兴开发区
宁夏水投中宁水务有限公司	中宁一水厂；中宁二水厂	4.00	中宁县城、工业园区
宁夏六盘山水务有限公司	二水厂、南郊水厂、五里山水厂、河亶水厂	15.00	固原市区、原州区人饮、西吉县县城及人饮、彭阳人饮
宁夏水投红寺堡水务有限公司	红寺堡中心供水厂；红寺堡鲁家窑水厂	6.20	红寺堡城乡
宁夏水投银川水务有限公司	贺兰供水分公司	0.60	贺兰纺织产业园
宁夏水投平罗水务有限公司	平罗河东水厂	2.50	宁夏精细化工基地
合计	--	149.98	--

资料来源：公司提供

自来水销售

2017 年，公司售水量维持增长态势，为 26737 万立方米，其中以工业供水为主，2017 年占比为 84.95%，居民供水和商业供水占比均不大。

表 9 公司售水情况(单位：万立方米、元/千立方米)

项目	2016 年	2017 年	18 年 1-9 月
售水量	20700	26737	20549
-其中：居民	2149	2243	3090
工业	16427	20997	14833
其他	2124	3497	2626
平均售水收入	2645	2648	2666

资料来源：公司提供

自来水定价方面，供水行业具有一定社会公益特征，行业发展很大程度上受制于政府对

水务行业的投资建设计划和主导发展力度，因此各地政府对水费的调节实行严格管理。涉及居民用水水费的价格调节，必须严格执行相关规定，从调价建议的提出到调价的实施需通过听证、审批等周期性较长的程序，公司对定价的自主性较弱。

6. 铁路建设

宁夏政府《关于加快推进铁路建设的若干意见》（宁政发【2015】90 号）文件明确了公司作为自治区铁路建设投融资和项目推进主体的重要身份。公司铁路建设的出资主体主要为宁夏铁投。“十三五”期间，宁夏自治区拟建铁路 10 条，宁夏境内里程 1321 公里、总投资 1089 亿元，其中公司负责筹措的资本金为 277

亿元。因此，铁路建设是公司“十三五”及今后较长时期需要完成的重点工作。

公司目前的主要建设任务为石嘴山至固原城际铁路吴忠至中卫段（以下简称“吴忠至中卫城际铁路”）、银西高铁及中卫至兰州铁路（以下简称“中兰铁路”）和包头至银川铁路银川至惠农段四条铁路。

吴忠至中卫城际铁路

吴忠至中卫城际铁路位于宁夏回族自治区吴忠和中卫两市。项目北起吴忠市，向南沿京藏高速经关马湖和滚泉，穿越牛首山丘陵区至中宁东设站，向西沿黄河南岸经宣和至中卫市设计终点，正线长约 135 公里，新建车站 3 个（滚泉站、中宁东站、中卫南站）和中卫南站存车场配套工程等。吴忠至中卫城际铁路项目原计划 2018 年 8 月 31 日开通。该项目由公司下属子公司宁夏铁投负责建设运营。城际铁路项目收益来自于包括票务收入、非票务收入（如广告、商业等）、沿线土地开发经营收入在内的收益。

吴忠至中卫城际铁路项目可研批复估算总投资为 149.10 亿元，初设批复概算总投资为 136.15 亿元。项目资金来源由资本金和建设资金贷款组成，其中资本金为 74.55 亿元。吴忠至中卫城际铁路引进社会资本参与铁路项目建设。通过 PPP 模式、经公开招标引入中铁建股份有限公司作为社会资本投资人，引入社会资本 22.37 亿元。

吴忠至中卫城际铁路先期试验段于 2015 年 10 月开工建设，于 2016 年 6 月全线开工建设。吴忠至中卫城际铁路 2018 年计划完成 29 亿元，截至目前已完成投资 23.9 亿元，完成年度计划的 82.4%，开工累计完成投资 116.9 亿元，完成总投资 85.9%。截至目前，吴忠至中卫城际铁路尚未开通，截至 2018 年 9 月底，公司配合兰州铁路局开展提前介入检查和整改销缺等工作，预计 2018 年底具备静态验收条件。

银西高铁

银西高铁连接宁夏、甘肃及陕西三省（区），

北端衔接包兰通道、太中银铁路；南端通过西安枢纽与郑西客专、西成客专等铁路联通，正线全长约 617 公里，其中宁夏境内正线长 183 公里，全线预计于 2020 年通车。宁夏路段和甘肃路段由铁总牵头，宁夏铁投和甘铁投共同出资设立的银西铁路公司负责建设和运营。银西高铁项目估算总投资约为 823 亿元，项目资本金为总投资的 50%，除中央安排财政预算资金解决 40%（164 亿元）外，其余 246.9 亿元由铁总、宁夏、甘肃、陕西人民政府共同出资。银西高铁在宁夏境内项目概算投资额 225 亿元，资本金比例 50%，地方和铁总资本金出资比例为 7:3，由宁夏铁投代表宁夏政府出资约 79 亿元¹。

银西高铁先期试验段于 2015 年 12 月开工建设。截至 2018 年 9 月底，银西铁路宁夏段累计完成建设投资 120.19 亿元，完成总投资额的 53.42%；其中，公司到位资本金 73 亿元；铁总投资 35.4 亿元，全部为项目资本金，铁总约定出资金额已全部到位。2018 年 1~9 月，已完成投资 20 亿元，完成本年度计划的 76.9%。

银川至西安铁路宁夏段预计于 2020 年完工通车。项目完工后，通过对各方实际资金投入情况，最终确定项目公司各方持股比例。项目公司后期运营收益根据最终确定的持股比例进行分配。

中兰铁路

中兰铁路项目全长 218 公里，设计速度 250 公里/小时，全线总投资 298 亿元，其中宁夏境内 46 公里，投资估算 40.3 亿元。项目于 2017 年 6 月先期试验段开工，于 2018 年 8 月全线开工建设，预计于 2023 年建成通车。中兰高铁（宁夏段）2018 年计划完成投资 5 亿元，截至目前已完成投资 0.8 亿元，完成年度投资计划的 16.0%；开工累计完成投资 1.85 亿元，完成总投资的 4.6%。

总体来看，吴忠至中卫城际铁路项目是未

¹ 宁夏人民政府出资约 79 亿元（宁夏在原可研批复出资额基础上，另增加出资约 44 亿元用于新增河东机场附近的交通枢纽站和铁路运行速度由 200 公里/小时提速至 250 公里/小时）。

来京-呼-银-兰客运专线的组成部分，银西高铁银川至吴忠路段建成后将与吴忠至中卫城际铁路连通，形成贯通银川-吴忠-中卫的高速铁路通道，在宁夏地区具有重要的地位。“十三五”末期，上述铁路线路与全国铁路主通道连通后，将把宁夏纳入全国高速铁路网，对推动地区经济长远发展具有重要意义。建设期内，公司将利用财政预算资金、国开发展基金、银行贷款等多种融资方式筹集资金。由于在建铁路项目投资规模大，公司未来面临一定融资压力。

7. 神华宁煤

2017年，公司投资收益12.04亿元，营业利润10.15亿元。2018年1~9月，公司投资收益7.95亿元，营业利润9.06亿元。公司投资收益对营业利润贡献极大，且投资收益主要来自神华宁煤（持股比例49%）的股权投资收益，神华宁煤对公司盈利水平影响大。神华宁煤是公司子公司宁东铁路的主要客户，同时也是公司子公司银川热电和西夏热电的主要原煤供应商，对公司铁路运输业务和发电供热业务影响较大。故以下单独对其营业状况进行分析。

神华宁煤主营业务主要涉及煤炭生产和销售、煤化工和建筑等。煤炭生产和销售以及煤化工业务是其收入的主要来源。2017年神华宁煤实现营业总收入291.78亿元，其中煤炭业务收入164.66亿元，占营业总收入的56.43%；煤化工业务实现营业总收入99.54亿元，占营业总收入的34.12%；建筑施工业务实现收入10.13亿元，占营业总收入的3.47%；其他业务实现收入17.45亿元，占营业总收入的5.98%。

截至2017年底，神华宁煤资产总额1420.60亿元，所有者权益合计390.11亿元。2017年，神华宁煤实现营业收入和利润总额分别为291.78亿元和32.08亿元。

截至2018年9月底，神华宁煤资产总额1406.10亿元，所有者权益合计416.07亿元。2018年1~9月，神华宁煤实现营业收入和利润总额分别为193.61亿元和19.58亿元。

煤炭生产

截至2018年9月底，神华宁煤矿井设计生产能力6930万吨/年，目前达到生产能力5730万吨/年。公司煤炭资源丰富，产品生产能力较强。

表10 神华宁煤主要下辖各矿井产能情况

矿井名称	设计生产能力 (万吨/年)	目前生产能力 (万吨/年)
金能煤业分公司	340	340
汝箕沟煤矿	460	460
金凤煤矿	400	400
任家庄煤矿	360	360
灵新煤矿	320	320
羊场湾煤矿	1200	1200
枣泉煤矿	800	800
石沟驿分公司	90	90
清水营煤矿	500	500
梅花井煤矿	1200	1200
红石湾分公司	60	60
麦垛山煤矿	800	--
金家渠煤矿	400	--
合计	6930	5730

资料来源：公司提供

2017年，神华宁煤的原煤实际产出为6366万吨，成品煤销量分别为4697万吨。2017年，神华宁煤成品煤对外产销率同比下降，主要为内部销售，供给煤制油项目所致。2018年1~9月的原煤产出量和成品煤销量分别为4865万吨和2343万吨，分别为2017年全年水平的76.42%和49.88%；销售均价增长至379.99元/吨。

2017年，神华宁煤煤炭洗选加工能力1660万吨/年，2017年入洗量397.17万吨。

表11 煤炭生产及对外销售情况

(单位：万吨、%、元/吨)

指标	2016年	2017年	18年 1-9月
原煤实际产出	5984	6366	4865
成品煤销量	5193	4697	2343
成品煤产销率	86.77	73.78	98.45
平均销售价格	244.38	350.20	379.99

资料来源：公司提供

注：2018年1~9月，计算成品产销率所用销量数据包含内销量。

煤炭销售

神华宁煤的煤炭产品包括动力煤、无烟筛选煤、无烟精煤、主焦煤和 1/3 焦精煤，产品主要供应电力、冶金以及石化企业。2017 年，神华宁煤前五大客户占销售比重为 16.99%，主要用户包括华电峰源（北京）贸易有限公司宁夏分公司、大坝发电有限责任公司、宁夏京能宁东发电有限公司、中电投宁夏能源铝业临河发电有限公司、宁夏宝丰能源集团公司等，客户集中度较 2016 年的 20.98% 有所下降；销售

区域方面，神华宁煤地处西北，除供应宁夏自治区内市场外（2017 年销售比重为 80.85%），主要供给甘肃、河北等区域（2017 年销售比重分别为 2.13% 和 6.67%）。

公司销售的商品煤主要是动力煤、焦精煤和无烟精煤等三大类。2017 年，神华宁煤商品煤销量为 4697 万吨。2017 年，动力煤、无烟精煤、焦精煤三大品种销售价格均大幅上涨，分别为 307.94 元/吨、892.07 元/吨及 670.74 元/吨。

表 12 神华宁煤煤炭主要品种对外销售情况(单位: 万吨、元/吨)

煤种	2016 年		2017 年		2018 年 1-9 月	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
动力煤	4184.59	223.23	4350.92	307.94	1932.01	322.06
无烟筛选煤	0.89	460.16	--	--	0.20	605.42
无烟精煤	438.72	493.19	338.77	892.07	149.12	1138.35
焦精煤	27.15	349.28	0.47	670.74	--	--

资料来源：公司提供

注：价格为不含税价格

总体来看，神华宁煤煤炭资源储量丰富，煤炭业务规模优势突出，此外其煤炭业务在宁夏地区处于垄断地位，煤炭业务整体竞争优势突出。

煤化工产业

目前神华宁煤煤化工产品主要是聚丙烯、聚甲醛、甲醇，同时副产混合芳烃、液化气、液氧、液氮、硫磺等。在甲醇生产方面，神华宁煤的两套甲醇项目装置设计生产能力 85 万吨/年，主产均为甲醇，同时副产液氧、液氮、硫磺等产品。在烯烃生产方面，神华宁煤有二套烯烃装置，分别为 50 万吨/年煤基烯烃装置、50 万吨/年甲醇制烯烃装置。神华宁煤的 50 万吨/年煤基烯烃装置可生产中间产品甲醇 167 万吨/年，终端产品聚丙烯 50 万吨/年，同时产出副产品汽油 18.48 万吨/年、LPG（液态燃料）4.12 万吨/年、硫磺 1.38 万吨/年。神华宁煤另外还拥有 1 套 6 万吨/年聚甲醛装置。2017 年，

神华宁煤各煤化工产品产量较为稳定，甲醇、聚丙烯和混合芳烃产量分别为 97.55 万吨、95.83 万吨和 42.98 万吨。

表 13 神华宁煤煤化工产品产量(单位: 万吨)

煤化工品种	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
甲醇	96.69	101.60	97.55	72.51
聚丙烯	92.01	92.63	95.83	73.64
混合芳烃	40.15	40.64	42.98	31.00
液化气	12.69	17.06	15.33	11.77
聚甲醛	6.00	5.43	6.22	4.44

资料来源：公司提供

销量方面，近年来，神华宁煤煤化工产品销量整体呈增长态势。销售价格方面，2017 年，神华宁煤聚丙烯售价为 7279.03 元/吨，销售价格持续增长；混合芳烃售价为 4377.60 元/吨，亦呈波动增长趋势。2015 年~2017 年，甲醇全部用于内部生产，未对外销售。

表 14 神华宁煤煤化工销售情况(单位: 万吨、元/吨)

品种	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格
聚丙烯	92.24	6318.21	92.70	6558.37	95.33	7279.03	70.73	9370.15
混合芳烃	40.40	4323.24	40.95	3911.42	43.00	4377.60	30.17	5847.81
液化石油气	12.25	3066.10	16.46	2595.15	12.64	3380.72	8.69	4220.73
聚甲醛	5.97	7027.30	5.80	8146.25	6.25	10750.05	4.11	14703.40
甲醇	--	--	--	--	--	--	1.21	2148.36
合计	150.86	--	155.91	--	157.22	--	114.91	--

资料来源: 公司提供

注: 价格为不含税价格。

总体来看, 近年来神华宁煤持续全力推进煤炭、煤化工产业协调发展, 逐渐由煤炭开采向煤化工及精细化工企业进行转型。国内第一套 400 万吨煤炭间接液化项目已于 2016 年 12 月产油成功, 煤化工板块提升了其整体抗风险能力和盈利能力。2016 年以来随着煤炭行业回暖, 神华宁煤经营业绩大幅提升。

8. 经营效率

从经营效率指标看, 2015~2017 年, 公司的销售债权周转次数和存货周转次数两项指标的三年均值分别为 3.36 次、7.76 次, 2017 年上述指标分别为 3.67 次、12.17 次; 公司总资产周转率持续在低位, 近三年均值 0.07 次。

总体看, 公司整体经营效率有待提高。

9. 未来规划

发展规划

公司将以股权管理、融资服务、国有资本投资、资本运营和区属国有资产处置为主业, 在自治区人民政府的支持下, 通过持有和管理控股和参股公司的股权, 搭建自治区级国有资

产管理运营平台, 通过债务融资等多种融资方式筹措资金解决自治区重点行业和重点项目的融资问题。同时, 公司通过债权投资与股权投资将开展资本运作, 整合资源, 加大对投、融资金的管理, 确保国有资产保值、增值。

公司将通过国有独资运营的独特优势, 力争通过五年的运作, 将公司发展成为一家集投资、股权管理、资产处置和国有股权保值增值功能为一体的大型地方国有独资控股集团, 并通过集团的统一调配和资本运作, 推动各控股参股公司的销售、利润、资产规模和资产质量实现跨越式增长。

重大在建投资项目

在建项目方面, 公司现阶段投资项目主要包括西夏热电厂二期工程、宁东水投水利建设项目以及吴忠至中卫城际铁路等, 计划总投资 173.85 亿元, 截至 2018 年 9 月底, 上述项目累计投入 151.6 亿元, 占总规划的 87.20%。

总体看, 考虑到公司承担多条铁路的建设任务, 公司在未来预计投入到项目中的资金规模较大, 资本性支出压力较大。

表 15 截至 2018 年 9 月底的重大在建项目情况(单位: 亿元, %)

序号	项目名称	投资主体	项目总投资	建设周期	自有资金	自有资金占比	剩余资金融资渠道	截至 18 年 9 月底累计投入
1	西夏热电厂二期工程 2×350MW 热电联产项目	西夏热电	26.15	2015.12-2017	5.24	20.03	银行贷款	26.0
2	宁东供水二期项目	宁夏水投	11.55	2012.06-2017.12	4.00	34.63	银行贷款	8.7
3	吴忠至中卫城际铁路	宁夏城际铁路有限责任公司	136.15	2015.10-2018.12	74.55	54.77	银行贷款	116.9
合计		--	173.85	--	--	--		151.6

资料来源: 公司提供

九、财务分析

公司提供了2016~2017年合并财务报告，

信永中和会计师事务所有限公司对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2018年1~9月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2016年，公司纳入合并范围的二级子公司共8家。2016年，公司原二级子公司宁东铁路与原三级子公司西部创业完成资产重组，交易完成后，西部创业成为公司二级子公司，宁东铁路成为公司三级子公司；2017年，公司纳入合并范围的二级子公司共14家，较上年度新增子公司9家，3家子公司不再纳入公司合并范围，其中宁夏煤炭运销有限公司和吉尔吉斯斯坦宁夏矿业有限责任公司清算处置，宁夏西洋恒力有限公司无偿划拨。2018年1~9月，宁夏再担保集团有限公司纳入合并范围。考虑到新纳入合并范围的公司资产及净资产规模普遍相对较小，总体来看，合并范围变化对公司影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司（合并）资产总额621.70亿元，所有者权益361.63亿元（其中少数股东权益124.95亿元）；2017年，公司实现营业收入42.71亿元，利润总额10.14亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额685.07亿元，所有者权益389.19亿元（其中少数股东权益132.20亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入32.28亿元，利润总额9.02亿元。

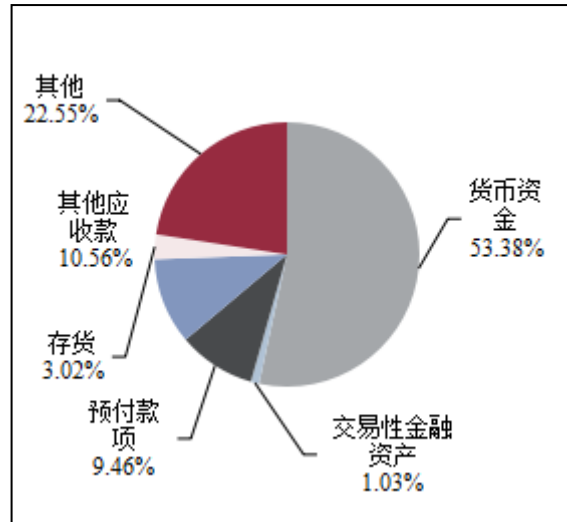
1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额为621.70亿元，同比增长12.40%；其中流动资产占13.94%，非流动资产占86.06%。公司资产结构以非流动资产为主，符合煤炭铁路运输、发电供热、供水业务等行业的特性。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产86.67亿元，同比下降20.97%；构成以货币资金（占53.38%）、应收账款（占8.59%）、预付账款（占9.46%）、其他应收款（占10.56%）和其他流动资产（占9.08%）为主。

图5 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2017年底，公司货币资金46.26亿元，同比下降39.81%；其中银行存款占98.08%；使用受限制的货币资金0.89亿元，其构成主要为保证金存款及定期存款。

2016~2017年，公司应收票据分别为4.35亿元和4.20亿元。公司应收票据主要是货款结账方式采取银行承兑汇票的方式支付所产生的。

截至2017年底，公司应收账款7.45亿元，同比增长2.53%；欠款客户前5名金额合计占比45.11%，集中程度较高，其中，宁夏回族自治区电力公司欠款2.82亿元，占比30.89%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额5.92亿元，占比64.93%，其中1年以内的占59.29%，1~2年的占12.49%，2~3年的占比5.85%，3年以上的占比21.68%，整体账龄尚可。公司共计提坏账准备1.68亿元，计提坏账比例为18.37%。整体看，公司应收账款质量较好。

表16 2017年底公司应收账款前五名客户情况
(单位: 万元)

客户名称	账面余额	占比
宁夏回族自治区电力公司	28173.32	30.89
应收采暖费	4911.37	5.38
神华宁煤集团有限公司	3865.80	4.24
宁夏宝丰能源集团有限公司	2465.52	2.70
宁夏海原县税务局	1722.96	1.89
合计	41138.97	45.11

资料来源: 公司财务报告

截至2017年底, 公司预付款项8.20亿元, 同比下降12.62%, 主要是预付工程款等。从账龄来看, 1年以内的占14.48%, 1~2年的占11.68%, 2~3年的占19.01%, 3年以上的占54.84%。账龄超过1年的预付款项主要是预付资产购置款项, 截至2017年底相关项目尚未完工; 公司预付款项未计提坏账准备。预付对象前五名金额合计占比67.37%, 集中程度较高。

截至2017年底, 公司其他应收款净额为9.15亿元, 同比增长48.33%。欠款客户前五名金额合计占比75.44%, 集中程度较高。其中, 单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为9.50亿元, 占比83.29%, 计提坏账比例19.28%, 计提较为充分; 按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额1.76亿元, 占比15.45%, 计提坏账比例20.44%, 其中1年以内的占36.25%, 整体账龄尚可。公司共计提坏账准备2.26亿元, 计提坏账比例为19.79%。整体看, 公司其他应收款质量较好。

表17 2017年底公司其他应收款前五名客户情况
(单位: 万元)

客户名称	账面余额	占比	账龄
宁夏回族自治区防汛抗旱指挥部办公室	36057.15	31.61	0~2年
宁夏回族自治区水利厅	29581.51	25.93	0~2年
宁夏国际饭店	11600.27	10.17	5年以上
宁夏房地产集团有限公司	5308.32	4.65	4~5年
德恒证券有限责任公司	3500.00	3.07	5年以上
合计	86047.24	75.44	--

资料来源: 公司财务报告

截至2017年底, 公司存货2.62亿元, 较2016年下降17.20%, 构成以工程施工(占30.46%)、原材料(占30.92%)、在产品(占14.53%)和库存商品(占18.68%)为主; 公司累计计提存货跌价准备0.27亿元。

非流动资产

截至2017年底, 公司非流动资产535.03亿元, 同比增长20.65%, 主要由长期股权投资(占42.63%)、固定资产(占24.57%)和在建工程(占22.43%)构成。

截至2017年底, 公司长期股权投资228.11亿元, 同比增长21.01%。2017年, 公司对被投资企业按权益法确认投资收益共计11.26亿元, 其中神华宁煤确认投资收益12.77亿元、国药控股宁夏有限公司确认投资收益0.15亿元、国电宁夏石嘴山发电有限责任公司确认投资收益-0.49亿元、国电石嘴山第一发电有限公司确认投资收益-1.32亿元、宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司确认投资收益0.11亿元; 公司获得利润分配共计-0.14亿元; 神华宁煤确认减值10.82亿元, 主要系公司按照要求淘汰相关设备和项目导致资产减值。截至2017年底, 公司对联营企业宁煤集团的长期股权投资为171.42亿元, 占长期股权投资合计的73.62%。受供给侧改革的影响, 2017年神华宁煤实现营业收入291.78亿元, 净利润28.17亿元。总体看, 公司股权投资质量一般。

截至2017年底, 公司固定资产净额为131.45亿元, 同比增长27.34%, 主要系本期新增房屋建筑物所致; 公司累计折旧44.77亿元, 计提减值准备0.23亿元。从固定资产账面价值看, 房屋建筑物占46.44%, 机器设备占26.97%。

截至2017年底, 公司在建工程账面价值119.99亿元, 同比大幅增长43.96%, 新增主要来自新项目中中卫至兰州铁路和公司持续投资吴忠至中卫城际铁路项目和西夏热电厂二期工程项目, 其中吴忠至中卫城际铁路项目新增投资52.71亿元、西夏热电厂二期工程项目新增投资8.62亿; 截至2017年底, 在建工程账面余

额121.91亿元，计提减值准备1.92亿元。

截至2017年底，公司其他非流动资产合计19.79亿元，同比下降46.92%，主要由融资平台拨付贷款本金（占51.29%）和待抵扣进行税额（占45.74%）构成。公司融资平台拨付贷款本金为公司下属子公司宁夏电投代为持有的工程项目资产，在项目资金全部支付之前由宁夏电投持有所有权，因此计入其他非流动资产科目。宁夏回族自治区人民政府与国家开发银行签署的《开发性金融合作协议》，自治区政府成立了由自治区副主席、发改委、办公厅、财政厅、经信委、审计厅、国开行宁夏分行及公司等部門、单位负责人组成的利用国家开发银行政府信用贷款领导小组，依据融资领导小组宁开贷【2005】4号文件《关于印发自治区利用国家开发银行政府信用贷款领导小组有关工作办法的通知》的规定，宁夏电投作为借款主体负责政府信用融资过程中向国家开发银行宁夏分行提出借款申请、签订借款合同等涉及借款主体的工作，以及政府信用贷款资金的拨付、本息的归集、偿还及资金等会计核算，按工作办法要求，业务单独设立账簿核算，资金实行封闭运行，宁夏电投不承担还本付息责任。在项目资金全部支付之前由公司持有所有权。随着部分项目资金足额支付、项目所有权完成移交工作，公司其他非流动资产逐年减少，未来公司不再进行该类项目融资。

截至2018年9月底，公司资产总额685.07亿元，较2017年底增加10.19%，主要由于货币资金、长期股权投资和固定资产增加导致。其中，流动资产占16.41%，非流动资产占83.59%，资产结构仍以非流动资产为主。截至2018年9月末，公司货币资金为64.22亿元，较2017年底增长38.82%，主要是因为银行存款的增加，属于公司正常经营活动造成的银行存款波动；长期股权投资259.13亿元，较2017年底增长13.60%，主要系对银西铁路投资增加约20亿元，且权益法核算神华宁煤股权增加7.3亿元所致；公司固定资产151.17亿元，较2017年底增长15.00%，

主要系西夏热电厂二期工程转固增加21亿资产所致。

跟踪期内，公司资产构成仍以非流动资产为主，资产构成变化不大。非流动资产中长期股权投资占比高，长期股权投资以神华宁煤的股权投资为主，公司参股企业股权质量分化。整体看，公司资产流动性弱，资产质量尚可。

3. 负债与所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益361.63亿元，同比增长9.14%，其中归属于母公司的权益236.69亿元。增长主要来自实收资本和未分配利润。

截至2017年底，公司实收资本244.99亿元，同比增加10.75亿元。增加的实收资本中，主要系宁夏政府拨入铁路建设专项资金10.23亿元；根据（宁财（企）指标【2017】307号《自治区财政厅关于拨付宁夏电力投资集团有限公司资本金的通知》拨入资本金0.50亿元；根据宁政函【2017】161号《自治区人民政府关于宁夏国有资本运营集团公司国有资本收益转为资本金的批复》，同意将宁夏国有资本运营集团公司应通过国有资本收益途径上缴自治区财政厅的13931.94万元资金予以免缴，并转为国有资本金；根据宁财（资）发【2017】230号《自治区财政厅关于调拨国有企业车辆增加国有资本金的批复》，分别调拨给公司2辆车辆，增加实收资本69.96万元。

截至2017年底，公司资本公积1.01亿元，同比增加3.66亿元，主要系子公司宁夏水投将已建成水利建设项目的资本金专项拨款转入。

截至2017年底，公司未分配利润同比下降2.59亿元，主要系联营企业宁煤集团清产核资损失10.82亿元和净利润转入8.12亿元。

截至2018年9月底，公司所有者权益389.19亿元，较2017年底增长7.62%，增长来自实收资本和未分配利润的增加。实收资本较2017年底增加12.95亿元，主要系自治区财政拨款及本部

根据文件应付借款转资所致；资本公积较2017年底减少0.49亿元，主要系公司将部分资本公积转增资本所致；未分配利润较2017年底增加7.79亿元。所有者权益构成与2017年底相比基本无变化。

总体看，跟踪期内公司实收资本有所增长且占比高，但货币出资比例较低，未分配利润为负，公司所有者权益质量一般。

负债

截至2017年底，公司负债总额为260.07亿元，同比增长17.28%，增长主要来自短期借款、应付账款、应付债券和递延收益；负债结构中，流动负债占38.50%，非流动负债占61.50%。

流动负债

截至2017年底，公司流动负债合计100.13亿元，同比增长31.07%，增加主要来自短期借款和应付账款。流动负债主要由短期借款（占24.05%）、应付账款（占30.25%）、其他应付款（占26.62%）和一年内到期的非流动负债（占10.15%）构成。

截至2017年底，公司短期借款24.08亿元，同比增长354.63%；主要由保证借款3.25亿元（占13.49%）、抵押借款0.83亿元（占3.44%）和信用借款20.00亿元（占83.07%）组成。

截至2017年底，公司应付账款30.29亿元，同比增长54.57%。按账龄来看，在1年内的占比82.17%，1~2年的占比8.22%，2年以上的占比9.61%，整体账龄尚可；其中账龄超过一年的大额应付账款主要由未结算的工程款和设备款构成。

截至2017年底，公司其他应付款26.66亿元，同比增长8.69%。其中账龄在1年以内的其他应付款占比13.55%，账龄在1~3年的其他应付款占比14.00%，账龄在3年以上的其他应付款占比72.44%，账龄较长。截至2016年底，在账龄超过1年的其他应付款中，受让股权应付款合计14.74亿元²，其中应付神华宁夏煤业集团公司

12.60亿元、应付中国神华能源股份有限公司2.14亿元。

非流动负债

截至2017年底，公司非流动负债合计159.94亿元，同比增长10.03%，主要系应付债券和递延收益增加所致。其构成主要以长期借款（占61.84%）、应付债券（占6.35%）、专项应付款（占22.41%）和递延收益（占19.39%）为主。

截至2017年底，公司长期借款为98.91亿元，同比增长2.88%，主要由质押借款15.17亿元、保证借款43.24亿元、信用借款25.18亿元和融资平台专项借款12.82亿元构成。

截至2017年底，应付债券余额为10.16亿元，为2017年9月发行的10亿元3年期中期票据。

截至2017年底，公司专项应付款为12.22亿元，同比大幅下降20.35亿元。2017年，公司专项应付款下降主要来自于政府拨付给子公司宁夏电投融资平台专户资金和宁夏中南部城乡饮水安全水源工程款的减少。

2017年，公司递延收益快速增加至31.01亿元，同比增长254.40%。2017年，公司递延收益大幅度上涨主要宁夏水投水利建设项目政府补助资金的增加。

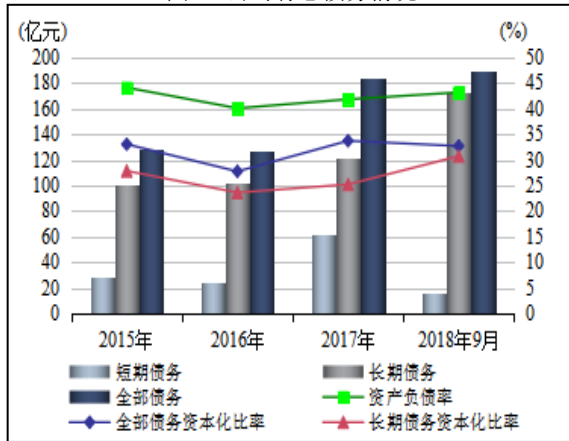
从债务结构看，截至2017年底，按照公司债务经济实质进行相应调整，即将公司其他应付款和其他流动负债中有息债务调整至短期债务，长期应付款中的有息债务调整至长期债务，公司调整后全部债务184.01亿元，同比增长44.64%，其中短期债务62.20亿元（占33.80%），长期债务121.81亿元（占66.20%）。公司全部债务中，长期融资平台专项借款为12.82亿元（占全部债务的6.97%），全部为宁夏电投代政府管理、建设的工程项目产生的融资平台借款，该借款本金和利息由自治区政府以专项资金进行偿还、封闭运作，宁夏电投不承担还本付息的责任，因此公司实际偿债压力有所减轻。

截至2017年底，公司资产负债率、全部债

² 2013年7月，公司向神华宁煤和中国神华能源股份有限公司收购宁东铁路29.24%的股权，应付股权转让款合计14.74亿元。

务资本化比率和长期债务资本化比率分别为41.83%、33.72%和25.20%，同比分别增长1.74个、5.98个和1.60个百分点。整体来看，公司债务负担较轻。

图6 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2018年9月底，公司负债总额295.88亿元，其中非流动负债占74.84%，占比大幅提升。其中，短期借款6.86亿元，较2017年底减少71.52%，主要系公司当期偿还短期借款所致；应付账款24.34亿元，较2017年底下降19.64%，主要系子公司宁夏铁投减少工程结算款，且宁夏水投支付工程款所致；长期借款131.82亿元，较2017年底增长33.27%，其中，宁夏铁投增加铁路专项借款25亿元，宁夏水投增加5亿元，宁夏电投增加2亿元；应付债券35.16亿元，较2017年底增长246.07%，公司2018年发行短期融资券“18宁夏国资CP001”10亿元，发行超短期融资券共三期合计12.5亿元，发行公司债“18宁资01”5亿元。有息债务方面，截至2018年9月底，公司全部债务189.15亿元，较2017年底增长2.80%，其中短期债务占比8.73%、长期债务占比91.27%，长期债务占比大幅提升。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为43.19%、32.71%和30.73%，较2017年底分别增加1.36个、下降1.02个和增加5.53个百分点。

总体看，跟踪期内，公司长期债务规模较大，有息债务规模呈增长趋势，但公司债务负担仍较轻。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入42.71亿元，同比增长32.26%，主要系工程劳务收入同比增加2.73亿元。同期，公司营业成本35.19亿元，同比增长40.01%，受此影响，营业利润率较2016年下降4.06个百分点至16.57%。

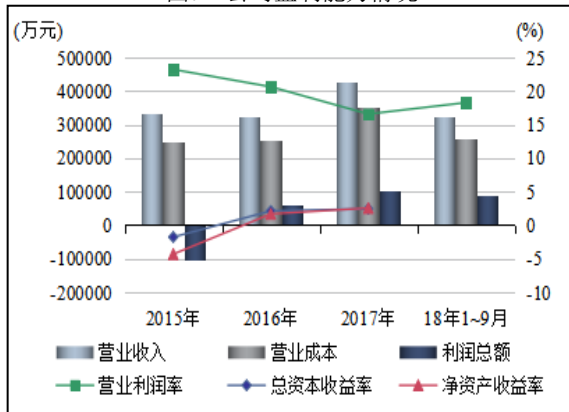
2017年，公司期间费用为7.16亿元，同比下降3.63%，销售费用、管理费用、财务费用分别为0.30亿元、4.03亿元、2.83亿元，销售费用和管理费用有所增加，财务费用大幅度下降。2017年，期间费用占营业收入比重为16.77%。总体看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，期间费用占营业收入比重逐年减少，期间费用控制能力尚可。

2017年，公司投资收益为12.04亿元，在营业利润中占比为118.59%，对公司盈利水平影响大。公司投资收益主要来自于对参股公司神华宁煤的长期股权投资收益，该投资收益按照权益法核算。2017年，公司来自神华宁煤的长期股权投资收益达到12.77亿元。2017年，公司投资收益主要由按权益法核算的长期股权投资收益11.26亿元和持有至到期投资在持有期间的投资收益0.52亿元构成，按权益法核算的长期股权投资收益中，来自宁煤集团的股权投资收益为12.77亿元，来自国电石嘴山第一发电有限公司的股权投资收益为-1.32亿元。

2017年，公司营业外收入为0.11亿元，其中获得政府补助0.05亿元。

2017年，公司利润总额10.14亿元，大幅增长主要是受煤炭行业供给侧改革的影响，煤炭市场回暖，对神华宁煤的投资收益增长较大所致，但当年神华宁煤对公司无现金分红。

图7 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从盈利指标来看，2017年，公司营业利润率为20.63%、16.57%，同比下降4.06个百分点；受净利润增长的影响，公司总资本收益率和净资产收益率逐年上升，2017年分别为2.43%和2.55%。总体看，公司整体盈利能力有所上升，2017年增幅较大，主要是以下原因导致：近年来因煤炭行业供给侧改革，导致煤炭及相关行业景气度不断提升；公司利润中投资收益占比较大，公司投资收益主要来自参股公司神华宁煤，2017年神华宁煤受到煤炭行业影响较大，盈利能力大幅度提高，直接导致公司投资收益大幅度提升。

2018年1~9月，公司营业收入为32.28亿元，较2017年同期增长39.20%，主要系发电量增长所致；营业利润率为18.27%，较2017年增长1.70个百分点；投资收益为7.95亿元，其中约7.3亿为对神华宁煤在内的联营企业投资收益；利润总额为9.02亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业利润率小幅提升；投资收益主要集中于神华宁煤，对利润总额贡献大，未来其经营状况将对公司盈利水平造成很大影响。公司目前盈利能力较弱。

5. 现金流分析

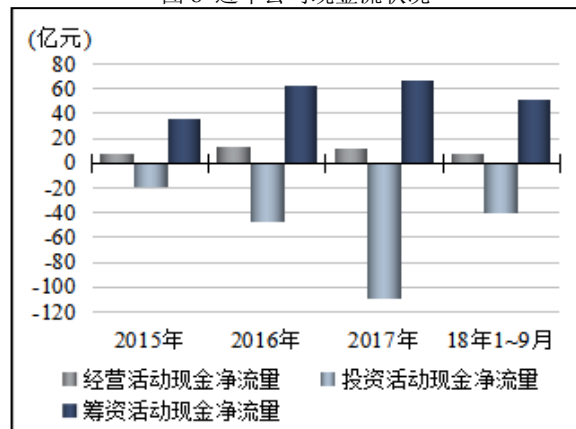
从经营活动来看，2017年公司经营活动现金流入量为45.29亿元；同期，公司经营活动现金流出量为33.16亿元。2017年，公司经营活动现金流入量和流出量分别同比增长3.04%和

7.45%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2017年，公司经营活动产生的现金净额为12.14亿元。2017年，公司现金收入比为96.31%，同比下降2.84个百分点，公司现金收入质量一般。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入量为14.92亿元。公司投资活动现金流入量中，取得投资收益收到的现金为1.00亿元，公司投资收益实际现金分红小。同期，公司投资活动现金流出量大幅增长83.34%，为123.67亿元，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金构成，其中对银西铁路有限公司投资增加38.30亿元。目前公司经营活动现金净流量及投资收益现金流入无法覆盖投资支出需求，对外筹资压力仍较大。

从筹资活动来看，公司主要通过银行借款、发行债券的方式进行筹资，2017年公司筹资活动现金流入量为105.90亿元，其中2017年发行10亿元中票计入取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为66.02亿元。

图8 近年公司现金流状况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018年1~9月，公司经营活动产生的现金流入为32.56亿元，较2017年同期增长24.17%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。同期，公司现金收入比为84.58%，较2017年下降11.73个百分点。公司经营活动产生的现金流量净额6.78亿元；投资活动产生的现金流

量净额为-41.04亿元,其中收回投资和投资支付的现金分别为38.16亿元和32.07亿元,主要系公司赎回和购买理财产生的现金;购建固定资产、无形资产等支付的现金27.20亿元,主要系铁路建设和水利工程建设的现金支出;取得长期股权投资支付的现金20.12亿元,主要系子公司宁夏铁投对其参股公司银西铁路的出资;筹资活动产生的现金流量净额为43.54亿元,其中吸收投资收到的现金17.27亿元,主要系子公司宁夏铁投收到的11.2亿元资本金和本部收到的5.5亿元资本金;现金及现金等价物净增加额为16.67亿元。

总体看,跟踪期内,公司投资支出较大,经营活动现金净流量虽保持较大规模,但投资收益实际现金分红小,经营现金净流量及投资收益现金流入无法完全覆盖投资支出,对外融资需求强烈。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至2017年底,公司流动比率和速动比率分别为86.56%和83.94%,同比分别下降56.99个和55.46个百分点。截至2018年9月底,随着流动资产规模的上升以及流动负债规模的下降,以上指标大幅上升,为151.04%和146.96%。2017年,公司经营现金流动负债比为12.12%。总体看,公司短期偿债能力正常。

长期偿债能力方面,受利润增长的影响,公司的EBITDA逐年增加,2017年为20.52亿元;公司全部债务/EBITDA持续增长,2017年为8.97倍;同期,EBITDA利息保护倍数为3.82倍,EBITDA对本息的覆盖能力一般。整体看,公司对全部债务的保护能力一般。考虑到公司作为宁夏政府国有独资企业,政府支持力度和资源调配能力强,公司整体偿债能力较强。

截至2018年9月底,公司提供对外担保共计1.98亿元,对外担保比率0.51%。目前被担保公司经营正常且担保额度较小,公司或有

负债风险相对较低。

截至2018年9月底,主要银行给予公司的授信总额度为人民币735.00亿元,其中已使用额度为75.11亿元,未使用额度659.89亿元,公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

截至2017年底,公司母公司资产总额为297.23亿元,同比增长5.67%。从资产结构来看,母公司资产以非流动资产为主(2017年占比93.54%),其中长期股权投资占比大,2017年底为265.30亿元。

截至2018年9月底,公司母公司口径资产324.63亿元,较2017年底增长9.22%,主要由于货币资金和长期股权投资增加所致,受此影响,公司流动资产占比小幅提升至10.57%。

截至2017年底,母公司所有者权益合计252.41亿元,同比增长6.65%,主要来自实收资本和未分配利润的增加。截至2018年9月底,母公司所有者权益合计271.86亿元,较2017年底增长7.71%。其中实收资本257.02亿元,较2017年底增长4.91%;未分配利润由负转正,为6.76亿元。

公司母公司口径负债方面,截至2017年底,母公司负债规模同比变化不大,为44.82亿元。母公司负债中流动负债占比高,2017年占比为77.33%。截至2018年9月底,受发行债券影响,母公司负债合计52.76亿元,较2017年底增长17.73%,非流动负债占比提高至67.09%。

受发行债券影响,公司母公司口径全部债务规模增长较快,截至2017年底为25.16亿元,其中短期债务和长期债务占比分别为59.62%和40.38%。债务指标方面,2017年母公司资产负债率小幅下降,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈增长趋势,分别为15.08%、9.06%和3.87%。截至2018年9月底,母公司全部债务合计35.16亿元,主要由于发行债券所致,构成全部为长期债务,资产负债

率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 16.25%、11.45%和 11.45%。

公司母公司不负责具体生产经营，2017 年母公司实现营业收入 12.38 万元，主要为本部房屋租赁收入；同期，公司投资收益为 13.53 亿元，利润总额为 13.50 亿元。2018 年 1~9 月，母公司实现营业收入 6.90 万元；同期，投资收益为 7.85 亿元，母公司利润总额为 7.81 亿元。

盈利指标方面，受利润规模增长影响，公司母公司口径总资本收益率和净资产收益率有所增长，2017 年分别为 4.81%和 5.29%。

从公司母公司口径现金流来看，由于其只承担股权投资职责，不负责具体生产经营，母公司口径经营活动现金流规模小。2017 年，母公司经营活动现金流入量和净流量分别为 0.78 亿元和 0.44 亿元，分别同比下降 85.59%和 91.49%。同期，母公司投资活动现金流出量同比增长 89.38%至 25.25 亿元，主要系投资支付的现金增加所致（购买理财支付现金），母公司投资活动现金流量净额为-15.74 亿元。受借款规模增加影响，母公司筹资活动现金流量净额增长至 11.08 亿元。2018 年 1~9 月，母公司经营活动现金流净额为-2.83 亿元；母公司投资活动现金净流出量为-1.09 亿元，其中投资支付的现金 2.41 亿元；受当期发行债券及政府增资影响，母公司筹资活动产生的现金流量净额为 20.81 亿元。

从公司母公司口径看，短期偿债能力指标方面，截至 2017 年底，母公司流动比率和速动比率均为 55.38%。截至 2018 年 9 月底，受流动负债规模减少影响，母公司流动比率和速动比率均为 197.60%，较 2017 年底增幅明显。2017 年母公司经营现金流流动负债比率为 1.26%，同比下降 10.25 个百分点，母公司短期偿债能力较弱。

从公司母公司口径看，长期偿债能力指标方面，2017 年母公司 EBITDA 受利润总额增加影响同比增长 14.86%至 3.52 亿元。同期，EBITDA 利息倍数下降至 1.81 倍；全部债务

/EBITDA 提升至 12.04 倍，母公司整体偿债能力一般。

总体看，公司定位为自治区政府重要的投融资平台和铁路投融资主体。作为其母公司，不负责具体生产经营，资产构成以长期股权投资为主。因承担融资职能，母公司债务规模不断增长，但整体债务负担较轻。母公司营业收入规模很小，主要系本部房屋租赁收入，利润水平受神华宁煤影响较大。

8. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1064010400372830S），截至 2018 年 11 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

公司于 2018 年 6 月发行“18 宁夏国资 CP001”，规模 10 亿元。考虑到公司于 2018 年同时发行“18 宁夏国资 SCP001”（5 亿元）、“18 宁夏国资 SCP002”（5 亿元）及“18 宁夏国资 SCP001”（2.5 亿元），公司 2019 年待偿付金额为 22.5 亿元（以下简称“一年内待偿还金额”）。

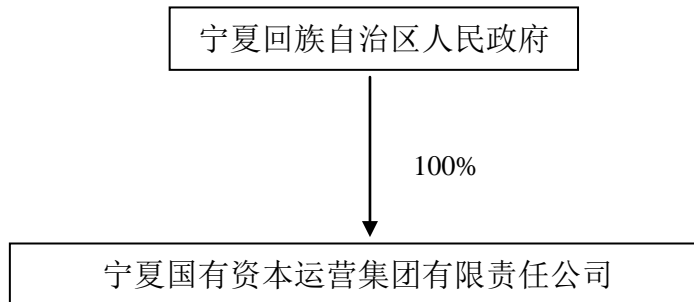
截至 2018 年 9 月底，公司剔除受限后现金类资产 69.51 亿元，为一年内待偿还金额的 3.09 倍；2017 年，公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为 45.29 亿元和 12.14 亿元，一年内待偿还金额的 2.01 和 0.54 倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流对待偿还债券的保障能力较强。

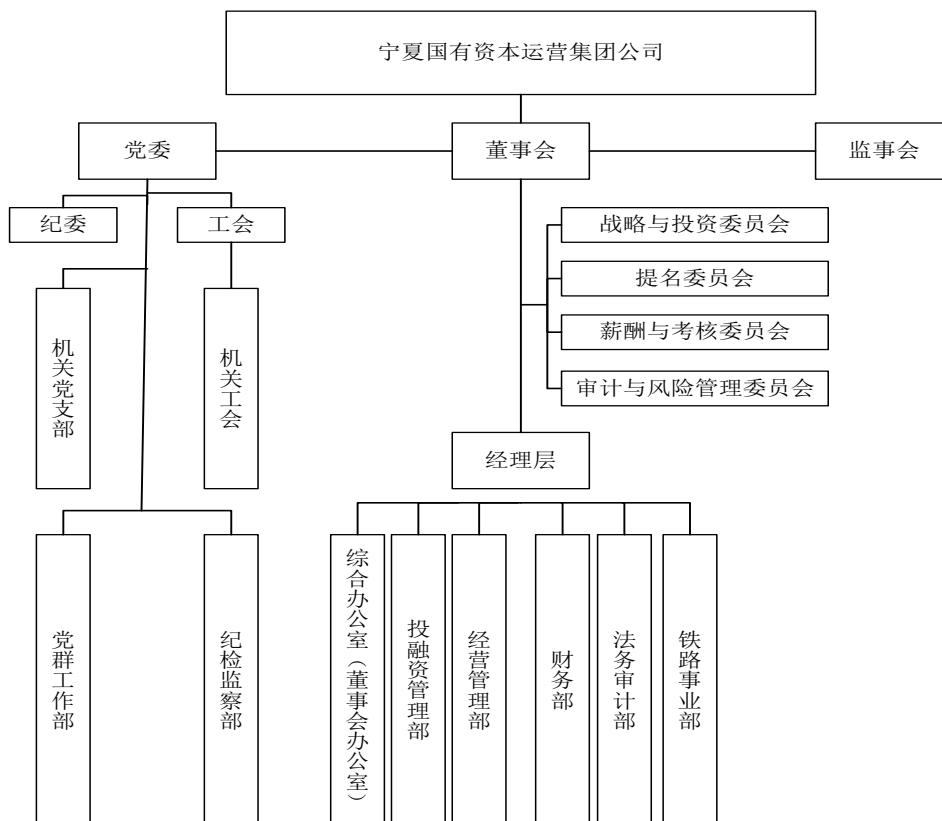
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“18 宁夏国资 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 9 月底纳入公司合并报表的二级子公司

企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	是否纳入合并报表	取得方式
宁夏国际招标咨询集团有限公司	100	3000	纳入	划拨
宁夏中煤实业有限公司	100	10000	纳入	划拨
宁夏煤炭勘查工程有限公司	100	5000	纳入	划拨
宁夏电力投资集团有限公司	100	100000	纳入	划拨
宁夏水务投资集团有限公司	100	114126	纳入	划拨
宁夏共赢投资有限责任公司	100	16830.72	纳入	划拨、增资
宁夏铁路投资有限责任公司	72.46	2070000	纳入	划拨
宁夏西部创业实业股份有限公司	29.47	145837	纳入	划拨
国运租赁 (天津) 股份有限公司	100	20000	纳入	划拨
宁夏再担保集团有限公司	33.92	100355	纳入	股权转让

注：公司对宁夏西部创业实业股份有限公司的持股比例为 29.47%，是西部创业的控股股东及实际控制人，故纳入合并报表范围。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	51.37	82.52	51.35	69.85
资产总额(亿元)	466.73	553.11	621.70	685.07
所有者权益(亿元)	260.82	331.35	361.63	389.19
短期债务(亿元)	28.16	24.89	62.20	16.52
长期债务(亿元)	100.61	102.32	121.81	172.63
全部债务(亿元)	128.76	127.21	184.01	189.15
营业收入(亿元)	33.13	32.27	42.71	32.28
利润总额(亿元)	-10.59	6.17	10.14	9.02
EBITDA(亿元)	-0.86	15.84	20.52	--
经营性净现金流(亿元)	7.97	13.10	12.14	6.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.48	2.92	3.67	--
存货周转次数(次)	4.77	6.35	12.17	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.07	--
现金收入比(%)	99.38	99.15	96.31	84.58
营业利润率(%)	23.22	20.63	16.57	18.27
总资本收益率(%)	-1.78	2.12	2.43	--
净资产收益率(%)	-4.33	1.67	2.55	--
长期债务资本化比率(%)	27.84	23.59	25.20	30.73
全部债务资本化比率(%)	33.05	27.74	33.72	32.71
资产负债率(%)	44.12	40.09	41.83	43.19
流动比率(%)	150.55	143.55	86.56	151.04
速动比率(%)	141.88	139.41	83.94	146.96
经营现金流动负债比(%)	14.53	17.15	12.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.18	3.62	3.82	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	-149.58	8.03	8.97	--

注: 1. 公司计入应付债券的应付短期融资券金额已调整至短期债务; 2. 长期应付款中的融资租赁和售后回租费用已调整至长期债务; 3. 2018 年前三季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的长期（非流动）负债
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息