

信用评级公告

联合〔2021〕6042号

联合资信评估股份有限公司通过对宁夏国有资本运营集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“19 宁夏国资 MTN001”“20 宁夏国资 MTN001”“20 宁夏国资 MTN002”“20 宁夏国资 MTN003”和“20 宁夏国资 MTN004”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月十四日



宁夏国有资本运营集团有限责任公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果

债券简称	评级展望	上次级别	评级展望
19 宁夏国资 MTN001	稳定	AAA	稳定
20 宁夏国资 MTN001	稳定	AAA	稳定
20 宁夏国资 MTN002	稳定	AAA	稳定
20 宁夏国资 MTN003	稳定	AAA	稳定
20 宁夏国资 MTN004	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 宁夏国资 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/05/09
20 宁夏国资 MTN001	1.70 亿元	1.70 亿元	2023/02/05
20 宁夏国资 MTN002	6.00 亿元	6.00 亿元	2023/04/30
20 宁夏国资 MTN003	13.00 亿元	13.00 亿元	2023/06/11
20 宁夏国资 MTN004	6.70 亿元	6.70 亿元	2023/09/29

注: 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间: 2021 年 7 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

宁夏国有资本运营集团有限责任公司(以下简称“公司”)作为宁夏回族自治区人民政府(以下简称“宁夏政府”)的独资公司,定位为宁夏政府重要的投融资平台和铁路投融资主体。跟踪期内,公司在国有资产运营管理、区域经济地位、政府支持等方面保持了其综合优势。公司业务领域主要集中在铁路、电力、水利及煤炭能源等国民经济重点行业,2020 年,营业总收入保持稳定增长;随着各铁路项目建设的推进,公司资产规模持续增长;受益于政府持续性资本金注入,公司权益规模持续扩大,财务杠杆保持在较低水平。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司投资收益对利润总额贡献大,跟踪期内主要参股公司业绩受疫情影响大,公司利润规模下降;建设项目未来投资规模大,面临一定的融资压力等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对公司本部本年度剩余到期债券保障能力强;经营活动现金流入量对公司本部待偿债券本金峰值保障能力强。

未来,随着公司加强对控股子公司的统一调配和资本运作,增进与国家能源集团宁夏煤业有限责任公司等参股公司的战略合作关系,公司资产和经营规模有望进一步扩大。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,维持“19 宁夏国资 MTN001”“20 宁夏国资 MTN001”“20 宁夏国资 MTN002”“20 宁夏国资 MTN003”和“20 宁夏国资 MTN004”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 政府支持力度大,跟踪期内公司持续收到股东资本金注入。宁夏政府通过资产划拨、财政拨款等方式不断对公司注资,为公司提供了强力支持。2020 年,公司收到股东资本金 18.20 亿元,权益规模进一步扩大。
2. 公司业务多元化,区域经济地位显著,跟踪期内收入规模保持稳定增长。公司业务涵盖煤炭能源、铁路运

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	6
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
宁夏回族自治区人民政府在资金注入方面对公司的支持力度大，2020 年除铁路建设资金拨付外，对公司新增注资 7.20 亿元				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：李明

闫力

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

输、电力、水利等多个领域，在宁夏回族自治区经济建设中有显著地位。2020 年，电力和水利业务收入稳定增长，带动公司营业总收入同比增长 15.12%。同时，公司是宁夏铁路建设投融资主体，随着各铁路项目建设的推进，公司资产规模持续增长。

3. 公司财务杠杆较低，融资渠道畅通。截至 2021 年 3 月底，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 41.30%、30.63% 和 25.05%；公司获得的银行授信总额为人民币 583.40 亿元，未使用额度 387.73 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司宁夏西部创业实业股份有限公司为上市公司，具备直接融资渠道。

关注

1. 公司利润主要来自参股公司贡献的投资收益，易受参股公司业绩波动影响。2020 年，受国际原油价格下跌影响，主要参股公司国家能源集团宁夏煤业有限责任公司亏损；同期，公司净利润为-0.09 亿元，同比由正转负。
2. 由于铁路项目投资规模大，公司未来面临一定融资压力。公司“十四五”规划期间铁路重点项目拟投资 127.73 亿元，拟建铁路项目包括宝中铁路中卫至平凉段扩能改造、银川至巴彦浩特铁路、太中银银川至定边段扩能、环县至海原铁路、定西经固原至庆阳铁路、太中银中卫至定边段扩能等，存在一定对外融资需求。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	108.09	97.67	110.58	114.78
资产总额(亿元)	737.72	770.22	834.34	840.60
所有者权益(亿元)	434.43	459.94	483.56	493.45
短期债务(亿元)	48.73	58.59	60.57	52.98
长期债务(亿元)	141.70	139.66	165.66	164.89
全部债务(亿元)	190.43	198.25	226.24	217.86
营业总收入(亿元)	49.56	58.06	66.84	21.24
利润总额(亿元)	13.06	14.55	1.95	3.28
EBITDA(亿元)	25.35	27.78	18.56	--
经营性净现金流(亿元)	10.04	13.70	13.43	1.20
营业利润率(%)	18.79	21.85	20.80	18.52
净资产收益率(%)	2.78	2.87	-0.02	--
资产负债率(%)	41.11	40.28	42.04	41.30
全部债务资本化比率(%)	30.48	30.12	31.87	30.63
流动比率(%)	176.80	182.57	145.26	169.17
经营现金流动负债比(%)	11.43	17.27	12.47	--
现金短期债务比(倍)	2.23	1.67	1.87	2.17
EBITDA 利息倍数(倍)	4.05	4.02	2.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.51	7.14	12.19	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	366.56	419.23	393.60	416.82
所有者权益(亿元)	306.52	321.38	326.40	335.80
全部债务(亿元)	39.72	43.06	45.99	43.52
营业收入(亿元)	0.00	0.22	0.46	0.02
利润总额(亿元)	10.28	11.29	-3.54	1.37
资产负债率(%)	16.38	23.34	17.07	19.44
全部债务资本化比率(%)	11.47	11.82	12.35	11.47
流动比率(%)	312.21	141.17	244.25	196.84
经营现金流动负债比(%)	2.24	32.46	-7.15	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2018-2020 年现金类资产已剔除使用受限部分；应付债券中的短期融资券已调整至短期债务；合并口径长期应付款中的融资租赁和售后回租费用已计入长期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 宁夏国资 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/09/01	张文选 张超 石梦遥	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 宁夏国资 MTN001/20 宁夏国资 MTN001/20 宁夏国资 MTN002/20 宁夏国资 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/06/29	张文选 张超 石梦遥	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 宁夏国资 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/05/27	张文选 张超 石梦遥	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 宁夏国资 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/04/13	张文选 张超 石梦遥	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 宁夏国资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/01/13	张文选 张超 石梦遥	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 宁夏国资 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/12/19	张文选 柳丝丝 张超	工商企业信用评级方法总论（2018 年） 工商企业信用评级模型（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

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

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2021 年 3 月底，公司注册资本为 300.00 亿元，宁夏政府持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2020 年底，公司合并范围内拥有二级子公司 10 家。其中，宁夏西部创业实业股份有限公司（以下简称“西部创业”，证券代码：000557.SZ）为上市公司，公司持股 29.47%（2021 年 3 月底参考市值 16.68 亿元），未质押。

截至 2020 年底，公司资产总额为 834.34 亿元，所有者权益为 483.56 亿元（含少数股东权益 161.93 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 66.84 亿元，利润总额 1.95 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 840.60 亿元，所有者权益为 493.45 亿元（含少数股东权益 160.93 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 21.24 亿元，利润总额 3.28 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，除“20 宁夏国资 MTN004”尚未到付息日外，其余债券均在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
20 宁夏国资 MTN004	6.70	6.70	2020/09/29	3
20 宁夏国资 MTN003	13.00	13.00	2020/06/11	3
20 宁夏国资 MTN002	6.00	6.00	2020/04/30	3
20 宁夏国资 MTN001	1.70	1.70	2020/02/05	3
19 宁夏国资 MTN001	5.00	5.00	2019/05/09	3

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增

¹文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈

利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季

度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同。

际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—

3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，**保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用

收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

公司主业涉及发电供热、供水、铁路运输和工程劳务等领域。同时，公司是宁夏铁路建设融资平台和项目建设主体，并以参股方式重点投资国家能源集团宁夏煤业有限责任公司（以下简称“宁夏煤业公司”）。宁夏煤业公司主营煤炭和煤化工业务，对公司业绩影响大。

1. 电力行业

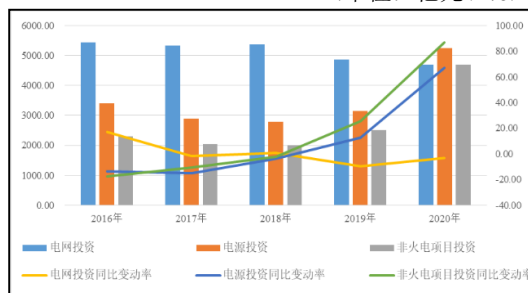
2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年全年，全国电源建设投资完成额及发电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据³，2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1—2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响

下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图 1 近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

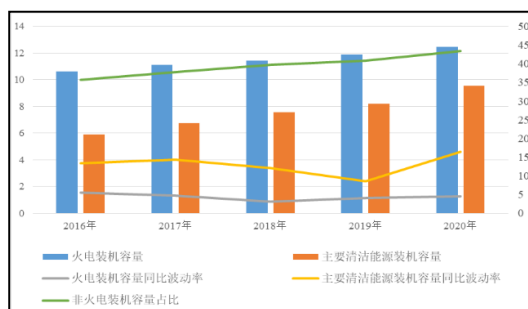


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

装机容量方面，2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

图 2 近年中国发电装机容量变动情况

（单位：亿千瓦、%）



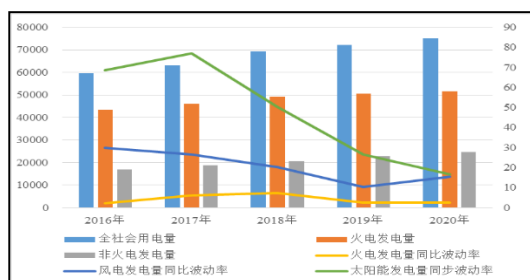
资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

³ 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追

溯调整上年度期末数据。

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

图3 中国发电量、用电量及增幅情况
(单位：亿千瓦时、%)



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

用电需求方面，2020年一季度，受新冠肺炎疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

2. 铁路行业

在中国国民经济和社会发展中，铁路行业占据重要地位。2020年，受新冠肺炎疫情疫情影响，铁路运输的客运量下降明显，货运量呈小幅增长态势；铁路投资建设规模维持较高水平，同比有所回落。

(1) 行业概况

铁路是中国重要的基础设施和民生工程，对于加快中国工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。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推动力，长距离、大运量的大宗货物运输和中长途旅客运输仍长期依靠铁路运输。铁路发展受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至2020年底，中国铁路营业里程在14.63万公里以上，其中高铁3.79万公里，复线率59.50%，电气化率72.80%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，其建设及运营模式为：中国国家铁路集团有限公司（原中国铁路总公司，以下简称“国铁集团”）独资投资建设铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国铁集团控股的合资公司，合资公司作为项目业主进行新建铁路项目及既有部分铁路改扩建项目投资，项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运营管理。

(2) 铁路运输

铁路是现代主要的运输方式之一，由于其不易受气候和自然条件等因素影响，运输能力及单车装载量大，在运输的经常性和低成本性方面具备明显优势。

客运量方面，中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长；高速铁路网完善使得中长途出行舒适度和便利度有所提升，铁路对全国旅客运输的贡献率不断上升。2020年，

受新冠肺炎疫情影响，中国铁路客运量极速下降，全年铁路旅客发送量完成 22.03 亿人，同比减少 14.57 亿人，同比下降 39.8%。其中，国家铁路 21.67 亿人，较 2019 年下降 39.4%。

货运量方面，2020 年，中国铁路货运总发送量 45.52 亿吨，同比增长 3.20%；铁路货运总周转量 30514.46 亿吨公里，同比增长 1.00%。

(3) 铁路投资

长期以来，中国铁路建设与经济高速发展的不匹配，导致铁路承载的运输任务繁重，中国铁路以占世界铁路 6.00% 的里程完成了世界铁路 25.00% 的工作量，运输密度和紧张程度世界第一。为了提升中国铁路路网的规模和质量，国家出台了《中长期铁路网规划》(2016—2030 年)，提出加强客运专线、区际干线和煤运系统的建设，提高路网质量，扩大运输能力，形成功能完善、点线协调的客货运输网络。据国铁集团统计数据显示，2020 年，国铁集团推进铁路重点工程建设，京雄城际、银西高铁、郑太高铁、连镇高铁、盐通高铁、沪苏通铁路、格库铁路、大临铁路等多条新线顺利开通运营，累计投产里程 4933 公里，全国铁路网规模和质量显著提升，“八纵八横”高铁网加密成型，2020 年新开工项目 20 个。全国铁路完成固定资产投资 7819 亿元（是 2014 年以来首次低于 8000 亿元），较 2019 年计划增加 719 亿元，其中基本建设投资完成逾 5550 亿元，超过 2019 年水平。

表 3 中国铁路固定资产投资情况

(单位：亿元、公里、个)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
固定资产投资	8010	8028	8029	7819
投产新线	3038	4683	8489	4933
高铁投产新线	2182	4100	5474	--
新开工项目数	35	22	26	20

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

2020 年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，中国铁路营业里程计划达到 15.00 万公里，其中高速铁路营业里程达到 3.00 万公里。按照“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要，将新增城际铁路和市域（郊）铁路运营里程 3000 公里，基本建成京津冀、长三角、粤港澳大湾区轨道交通网，新增城市轨道交通运营里程 3000 公里。

3. 煤炭行业

2020 年，煤炭生产虽受疫情扰动但全年产量仍保持平稳增长，同时煤炭产能继续向资源富集的晋陕蒙和新疆集中；全年煤炭价格平均水平低于 2019 年，行业经济效益有所下降。2021 年初，煤炭价格延续 2020 年三季度以来的高位运行态势，行业经济效益改善明显。

煤炭产量方面，2020 年疫情期间，煤炭企业复工复产进度较快，全年产量保持平稳增长。据煤炭运销协会统计，2020 年全国原煤产量 38.44 亿吨，同比增长 2.62%。其中，晋陕蒙和新疆地区煤炭产量占全国原煤产量的比重为 78.29%，同比上升 1.45 个百分点，煤炭产能继续向资源富集地区集中。

表 4 2017—2020 年晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况（单位：万吨、%）

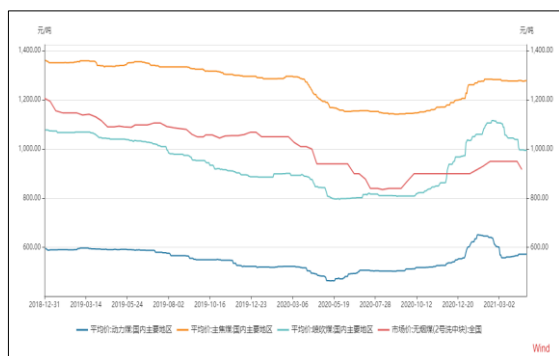
区域	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
山西	85398.90	89340.00	97109.40	106306.80
陕西	56959.90	62324.50	63412.40	67942.60
内蒙古	87857.10	92597.90	103523.70	100091.30
新疆	16706.50	19037.30	23773.30	26587.40
合计	246922.40	263299.70	287818.80	300928.10
全国原煤产量	344546.00	354590.80	374552.50	384374.10
占比	71.67	74.25	76.84	78.29

资料来源：煤炭运销协会、各省安监局及煤炭工业厅、国家统计局

煤炭需求方面，据国家统计局数据，2020年全国煤炭消费量同比增长0.6%，增速较上年下降0.4个百分点。煤炭消费量占能源消费总量的56.8%，比上年下降0.9个百分点。

煤炭价格方面，2020年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格低于2019年。

图4 国内主要煤炭品种价格走势



资料来源: Wind

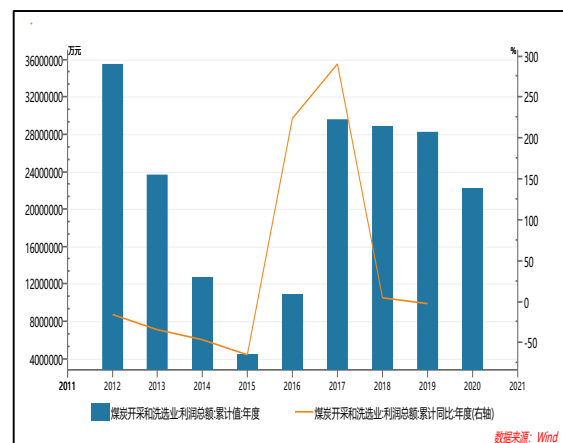
2020年初，受疫情影响，煤炭下游需求受到抑制，煤炭价格延续2019年的下滑走势。截至2020年4月底，动力煤（国内主要地区）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为483元/吨、1194元/吨、843元/吨和940元/吨，较年初分别下降7.65%、7.87%、4.96%和11.99%。2020年5—8月，随着国内疫情受控以及用电高峰的到来，电厂日均耗煤水平恢复至去年同期水平，动力煤价格率先反弹。截至2020年8月底，动力煤（国内主要地区）的价格为503元/吨，较4月底上涨4.14%；同期，受下游需求恢复相对缓慢，主焦煤价格和喷吹煤价格稳中有降；而受下游尿素等下游化工产品价格下跌带来的降价采购压力，无烟煤价格下降幅度较大，截至2020年8月底，无烟煤（2号洗中块）的价格为810元/吨，较4月底下降13.83%。

2020年9月之后，随着宏观经济增速的提升，煤炭下游需求不断回暖，煤炭价格开始持续回升。特别是进入12月，冷冬气候下的供暖用煤和电力消耗增加，叠加节前煤矿安全生产

压力较大，煤炭短期供应出现紧张局面，煤炭价格快速走高。其中，动力煤和喷吹煤价格上涨较快，已超过上年同期水平。截至2020年12月底，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为565元/吨、1206元/吨、973元/吨和900元/吨，较上年同期水平分别上升8.03%、下降6.94%、上升9.70%和下降15.75%。

2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月底，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

图5 2012年以来中国煤炭行业盈利情况



资料来源: Wind

行业经济效益方面，2020年，受疫情影响，煤炭行业（规模以上企业）实现利润总额222.70亿元，同比下降21.47%。随着国内疫情受控，下游需求回暖带动煤炭价格上涨叠加上年低基数的影响，2021年1—4月，煤炭行业实现利润总额1140.30亿元，同比大幅增长91.50%，创近三年新高。

4. 煤化工行业

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主；新型煤化工产业主要包括煤制烯烃、煤制油和煤制天然气等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

(1) 煤制烯烃

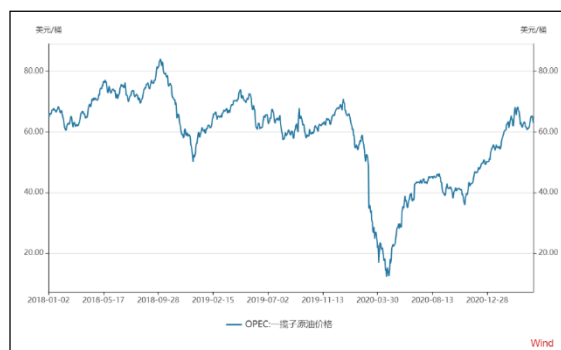
中国富煤少油的资源禀赋造成聚烯烃产品存在一定对外依存度，客观上为煤制烯烃带来了发展空间。国际油价波动对煤制烯烃的盈利能力具有很大影响。2020年5月以来，随着疫情受控和宽松货币政策效果的逐步显现，国际油价开始触底反弹。2021年一季度，国际油价整体回升在60美元/桶上方，有效支撑了煤制烯烃的盈利能力。

烯烃（聚乙烯和聚丙烯）是重要的基础化工原料，传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于中国富煤少油，石油资源需要大量进口，中国聚烯烃产品存在一定对外依存度，特别是聚乙烯产品目前对外依存度仍较高。2020年，中国聚乙烯产量为2004万吨，对外依存度约为48%；聚丙烯产量为2544万吨，对外依存度约为20%。

为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2016年至今，在鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东四个现代煤化工产业示范区建设的带动下，煤制烯烃产能延续增长趋势，截至2020年底，国内煤制烯烃（含甲醇制烯烃）产能达1862万吨/年；煤制烯烃占聚烯烃总产能比重约为25%。

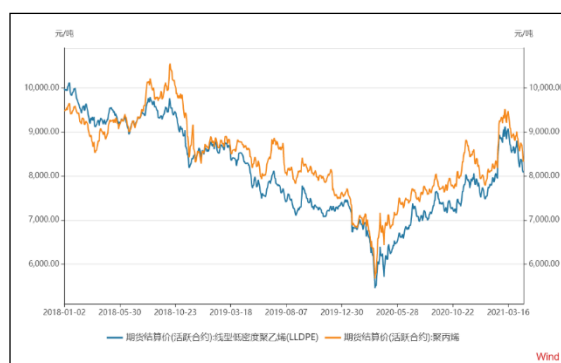
煤制烯烃的盈利能力除受原料煤价格波动影响外，更面临传统油头烯烃的竞争。相对油头烯烃，煤制烯烃的经济性在油价高于40美元/桶时才能逐步显现。油价走势对烯烃价格的走势和煤制烯烃的盈利水平有着决定性影响。

图6 近年石油价格走势



资料来源：Wind

图7 近年烯烃价格走势



资料来源：Wind

2018年三季度以来，石油价格低位震荡运行，加之前期在建烯烃产能释放及新增产能增加的影响，烯烃价格2018年四季度以来出现持续快速下降。2020年初以来，受新冠疫情蔓延和产油国间博弈影响，国际油价大幅下挫，跌至历史性的20美元/桶附近，导致石化产品价格普遍承压，聚烯烃价格重心跌至历史低点。

2020年5月至2021年初，随着疫情受控和宽松货币政策效果的逐步显现，国际油价开始触底反弹，带动聚烯烃价格恢复性上涨。2021年一季度，国际油价水平整体处在60美元/桶上方，有效支撑了煤制烯烃的盈利能力。

(2) 甲醇

近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游甲醇制烯烃产能的增长对甲醇需求形成支撑，但行业开工率较低，存在一定产能过剩。2020年，受疫情影响，甲醇价格波动较大。2021年一季度，甲醇平均价格已恢复并超过了疫情前期水平。

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸、二甲醚和甲醇燃料等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场增长的引擎。2020年，甲醇制烯烃占中国甲醇下游消费的比例约为52%。

甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料，煤制甲醇产能占比达到75%。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。目前向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，甲醇产能扩张最为迅速；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度有所放缓。

近年来国内甲醇产能产量持续增长。2020年，中国甲醇产能新增517万吨，均为煤制甲醇。截至2020年底，中国甲醇总产能达到9100万吨，同比增长3%。2020年，中国甲醇产量6385万吨，同比增长9%，甲醇装置全年平均开工率约为70%。

从进口量来看，2020年，中国甲醇进口量为1300.91万吨，同比增长19.40%。中国甲醇进口主要来自于中东地区，占比最大的是伊朗，其次为阿联酋和阿曼。

图8 甲醇价格走势



资料来源：Wind

2018年三季度以来，由于进口量较大、产能增长较多等因素影响，甲醇呈现供过于求的格局，整体价格重心随着烯烃价格下滑也不断下移，2019年甲醇（优等品）全年均价为2145.69元/吨，同比下降25.49%。2020年初，由于疫情影响导致下游需求不振和国际油价下跌，甲醇价格快速下跌。2020年5月至2021年2月，甲醇价格触底反弹，随后开始高位震荡。2021年一季度，国内甲醇优等品的平均价格为2237元/吨，同比增长16%。2021年，国内甲醇新增产能预计约1055万吨，同时国外预计新增产能600万吨，甲醇供给端将持续趋于宽松。

5. 区域经济发展概况

宁夏经济欠发达、总量小，在全国范围内经济发展水平相对落后。2020年，全区经济及固定资产投资均同比增长，扭转了连续三年大幅下滑的局面。

根据宁夏回族自治区统计局公布数据，2020年，宁夏回族自治区全区实现生产总值3920.55亿元，按可比价格计算，同比增长3.90%。其中，第一产业增加值338.01亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值1608.96亿元，同比增长4.0%；第三产业增加值1973.58亿元，同比增长3.90%。

2020年，宁夏固定资产投资比上年增长4.0%，扭转了连续三年大幅下滑的局面，增速比上年加快14.3个百分点。其中，第一产业投资同比增长15.6%，第二产业投资同比增长15.6%，第三产业投资同比下降5.3%。一是工业投资快速增长，同比增长15.7%。分门类看，采矿业投资同比增长2.1%；制造业投资同比增长0.2%，其中，石油、煤炭及其他燃料加工业投资同比增长64.7%，化学纤维制造业投资同比增长20.6%，医药制造业投资同比增长12.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比增长51.8%。二是房地产投资支撑有力，全年房地产开发投资同比增长7.5%，高于全区投资增

速3.5个百分点。商品房销售面积1095.49万平方米，同比增长8.5%；商品房销售额698.39亿元，同比增长21.7%。其中，住宅销售面积971.87万平方米，同比增长9.5%；销售额626.26亿元，同比增长25.6%。三是民间投资活力增强，全年民间投资同比增长7.8%。其中，工业民间投资同比增长9.0%，房地产民间投资同比增长15.2%。

2020年，宁夏全区完成一般公共预算收入419.43亿元，同比下降1.0%；一般公共预算支出1483.01亿元，同比增长3.1%。同期，全区城镇常住居民人均可支配收入35720元，名义同比增长4.1%；农村常住居民人均可支配收入13889元，名义同比增长8.0%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。宁夏政府为公司唯一出资人和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司供水、供热和铁路运输业务区域竞争力强；同时，公司作为宁夏铁路建设投融资主体，区域地位高。

公司是宁夏政府出资设立的国有独资企业，主要承担自治区重大基础设施、重要民生工程、重点产业项目投资建设任务。截至2020年底，公司供水市场覆盖自治区三分之二区域，

服务人口占自治区总人口一半以上；拥有电力总装机容量119万千瓦，城市供热面积超过3000万平方米。公司铁路运输业务运营线路是地方自营铁路，服务对象为宁夏宁东能源化工基地内的大型煤矿、化工和电力企业等，该项业务在宁夏地区具有较强的区域专营优势。

同时，公司履行宁夏铁路建设投融资和项目推进主体职责，已开工建设银川至吴忠至中卫高铁、银西高铁、中兰高铁、银包高铁；2019年12月29日，宁夏首条高铁银川至中卫高铁正式开通运营。截至2020年底，公司累计完成铁路投资182.15亿元。

3. 外部支持

跟踪期内，公司作为宁夏铁路投融资和项目推进的重要主体，获得的政府支持力度大。

根据《自治区人民政府关于加快推进铁路建设的若干意见》（宁政发〔2015〕90号），为支持铁路建设，自2015年起，除铁路相关税收收入支持外，自治区每年通过财政预算资金和地方性政府债券共安排不少于10亿元资金支持铁路建设。

公司作为宁夏铁路投融资和项目推进的重要主体，跟踪期内持续获得政府资金支持。2020年，公司收到股东资本金18.20亿元。其中，除铁路建设资金拨付外，政府对公司新增注资7.20亿元。

表5 2020年政府资金支持情况

文件编号	文件名称	金额（亿元）	备注
宁财（建）指标（2020）35号	《关于下达2020年自治区铁路项目建设预算指标的通知》	6.00	专项用于自治区铁路建设项目
宁财（资）指标（2020）156号	《关于拨付宁夏国有资本运营集团有限责任公司资本金的通知》	4.00	--
宁财（建）指标（2020）494号	《关于下达2020年中西部铁路项目中央预算内投资预算指标的通知》	3.00	专项用于新建包头至银川铁路银川至惠农段项目建设
宁财（资）指标（2020）595号	《关于下达2020年区本级国有资本经营预算专项资金的通知》	0.20	--
宁财（资）指标（2020）600号	《关于拨付宁夏国有资本运营集团有限责任公司资本金的通知》	3.00	用于支持国有企业健康持续发展
宁财（债）指标（2019）753号	《关于下达结余置换债券资金指标的通知》	2.00	用于化解宁夏石嘴山至固原城际铁路吴忠至中卫段PPP项目隐形（或有）债务
合计		18.20	--

资料来源：公司审计报告

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：G1064010400372830S），截至2021年5月18日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及主要管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，公司治理结构以及主要管理制度未发生重大变化。2021年3月，公司对下属企业及部门印发《宁夏国有资本运营集团公司“管理提升年”活动实施方案》，决定从2021年3月起，全面开展“管理提升年”活动，进一步健全完善管理制度体系，提高管理的标准化、制度化、流程化、精细化、规范化水平。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受益于发电供热和供水业务收入的增长，公司收入同比增长。同期，公司综合毛利率小幅下降。

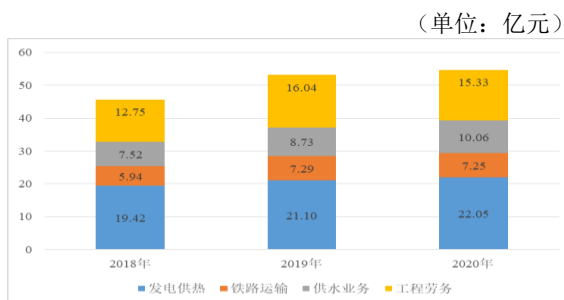
跟踪期内，公司主营业务未发生变化。2020年，公司实现营业总收入66.84亿元，同比增长15.12%。其中，随着上网电量和供热量的增加，发电供热收入稳定增长；铁路运输业务收入保持稳定；受益于供水量的持续提升，公司供水业务收入2020年同比增长15.23%；同期，受工程结算量影响，公司工程劳务业务

收入同比小幅下降；其他业务收入主要包括宁夏电力投资集团有限公司（以下简称“宁夏电投”）其他主营业务收入、宁夏水务投资集团有限公司（以下简称“宁夏水投”）排水及其他业务收入、西部创业其他主营业务收入、宁夏国运基金管理有限责任公司（以下简称“国运基金”）收入、国运融资租赁（天津）股份有限公司收入、煤炭勘察、再担保、铁路投资及高铁综合开发收入等，2020年其他业务收入同比增长120.57%，主要系子公司国运基金钢材销售及其他收入增加所致。

毛利率方面，2020年，公司各板块毛利率均有所下降，导致综合毛利率小幅下降。其中，发电供热业务毛利率下滑系煤炭采购成本上升所致；铁路运输业务受集中采购运输车辆，固定资产折旧同比增加、增加部分线路维修项目，使线路维修成本同比增加以及联合运输费用单价略有上浮，运费成本同比增加等综合影响，毛利率同比有所下降；供水业务毛利率有所提升；工程劳务业务毛利率略有下滑；其他业务毛利率同比下降主要系低毛利率的其他业务收入占比增加所致。

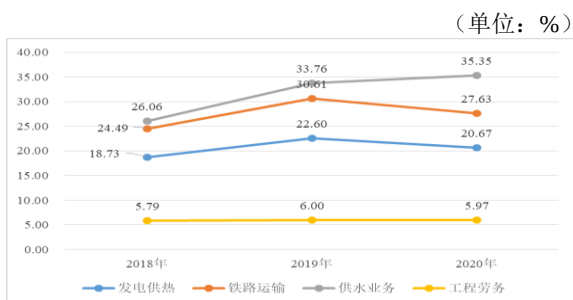
2021年1—3月，由于上年同期供水业务和工程劳务业务受新冠疫情对工厂和项目开工的影响较大，本期收入同比增长43.92%。其中供水业务和工程劳务业务收入同比分别增长61.64%和307.02%。除供水业务外，其他板块毛利率同比均有所下降，综合毛利率同比下降6.32个百分点。

图9 2018—2020年主要收入构成情况



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图10 2018—2020年主要业务板块毛利率变化趋势



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

表6 2018—2020年及2021年1—3月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	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	19.42	39.19	18.73	21.10	36.34	22.60	22.05	32.99	20.67	8.50	40.00	20.21
铁路运输	5.94	11.98	24.49	7.29	12.55	30.61	7.25	10.84	27.63	2.18	10.25	35.68
供水业务	7.52	15.18	26.06	8.73	15.04	33.76	10.06	15.04	35.35	2.36	11.10	37.73
工程劳务	12.75	25.72	5.79	16.04	27.62	6.00	15.33	22.94	5.97	4.64	21.84	2.72
其他	3.93	7.93	51.36	4.91	8.45	44.29	12.15	18.18	29.75	3.57	16.81	16.05
合计	49.56	100.00	19.80	58.06	100.00	22.53	66.84	100.00	21.91	21.24	100.00	19.22

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 铁路运输的毛利率为下属公司上报的数据，与财务核算口径不同

资料来源：公司提供

表7 主要参控股公司财务数据（单位：%、亿元）

公司名称	截至2020年底持股比例	截至2020年底		2020年	
		资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
宁夏电投	100.00	100.98	21.04	22.93	0.66
宁夏水投	100.00	153.21	32.89	29.43	0.92
西部创业	29.47	54.72	51.47	8.96	1.72
宁夏煤业公司	49.00	1417.30	374.03	363.59	-9.83
宁夏铁路投资有限责任公司（以下简称“宁夏铁投”）	100.00	169.72	107.04	0.99	-0.02

资料来源：公司提供

2. 发电供热业务

公司发电供热业务收入主要来自火力发电和供热业务，2020年业务规模保持增长。发电供热业务下游结算方式以预收款和现金结算为主，能够为公司提供良好的现金流支撑。

公司发电供热业务的运营主体为宁夏电投下辖的宁夏电投西夏热电有限公司⁴（以下简称“西夏热电”）。

随着供热管网面积增加，2020年，公司发电供热收入同比增长4.52%至22.05亿元。火力发电及供热业务为该板块收入的主要来源，2020年，上述业务分别贡献该板块收入的48.88%和38.61%。2021年1—3月，发电供热板块实现收入8.50亿元，同比保持稳定。

表8 发电供热业务收入构成（单位：万元）

收入构成	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
火力发电	111619	115969	108309	33766
风力发电	21659	18638	23969	8818
太阳能发电	4085	3768	3765	881
供热	56872	72608	85556	41490
合计	194235	210983	221599	84955

注：2020年会计数为企业统计口径，含其他收入，故与发电供热板块数据不同

资料来源：公司提供

火力发电与供热

公司火力发电和供热采用热电联产的生产模式。截至2020年底，公司拥有发电机组4台，总装机容量110万千瓦，包括2台机组合计装机容量20万千瓦（西夏热电）和2台机组合计装机容量35万千瓦（西夏热电二期），供热面积为3280万平方米，供热管网269公里。

⁴ 公司发电业务另一运营主体宁夏电投银川热电有限公司（以下简称“银川热电”）于2018年停产。银川热电受装机容量小、能耗大、靠近城市核心区等问题影响，未来发展受环境等诸多因素

限制。按照《银川市2018年蓝天工程实施方案》要求，银川热电于2018年9月实施关停。为保障居民用电供暖，公司将银川热电剩余发电权转让至西夏热电。

表 9 2018—2020 年供热面积及管网铺设情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
供热面积（万平方米）	2630	3321	3280
供热管网（公里）	250	262	269

资料来源：公司提供

在原材料采购方面，公司火力发电和供热业务主要原材料为煤炭（电煤/标煤）。2018—2020 年，公司折合成标煤采购量持续小幅增长。电煤外部采购采取统购煤+自主招标采购方式，结算方式以银行承兑汇票为主，结算周期一般为 3 个月左右。采购主要运输方式为铁路和公路运输，主要供应方为宁夏煤业公司、宁夏盛兴工贸有限公司等。2020 年公司通过宁夏煤业公司的采购量在总煤炭采购量中占比为 43.22%，对其依赖程度较高。采购价格方面，2018 年以后，受宁夏区内供应紧张影响，宁夏放开了煤炭省外采购的限制，煤炭采购成本有所下降。2020 年 6 月以来，煤炭市场价格波动较大，总体呈快速上涨趋势，公司 2020 年及 2021 年一季度煤炭采购均价持续增长。

表 10 公司煤炭采购情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
煤炭采购总量（万吨）	303.28	307.82	314.37	96.16
煤炭采购平均价格（元/吨）	314.65	299.62	307.65	391.70

注：公司煤炭采购量折合为标煤

资料来源：公司提供

发电上网方面，2020 年，受电网负荷及机组停运影响，西夏热发电量 and 上网电量同比小幅下降。公司上网电价系根据《国家发展改革委关于调整西北电网电价的通知》和《关于暂时调整我区火力发电企业上网电价的函》（宁价商发〔2011〕51 号）确定，目前电价一定程度上采用电价投标原则，导致电价出现小幅波动。2020 年，西夏热电平均上网电价保持稳定。同期，受益于西夏热电二期投产及设备维修改造，西夏热电供电标准煤耗持续下降。公司发电业务收入全部供给西北电网公司，电网公司每个月与公司进行结算，结算方式以现金为主。

2021 年 1—3 月，西夏热电发电量和上网电量同比分别下降 4.75% 和 9.52%，主要系气候温

度较高，供热需求下降导致发电机组运行小时数减少所致；供电标准煤耗较 2020 年进一步下降。

表 11 西夏热电部分热电生产、销售指标

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
发电设备平均利用小时（时）	4961	4698	4365	1547
供电标准煤耗（克/千瓦时）	311.80	298.81	291.59	250.14
综合厂用电率（%）	8.62	8.73	9.41	9.78
发电量（亿千瓦时）	49.92	51.67	48.01	16.23
上网电量（亿千瓦时）	45.62	47.15	43.05	13.87
平均上网电价（元/千瓦时）	0.27	0.27	0.26	0.27
产能利用率（%）	91.39	91.25	89.67	85.46

资料来源：公司提供

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，供热区域包括银川市西夏区、金凤区及兴庆区，业务具有较强的区域专营性。供热业务以提供居民供热为主，2020 年居民、工业供热量占比分别为 67.02% 和 33.71%。

在供热费收取方面，2019 年，公司供热价格有所上调，根据银川市发改委《关于调整银川市城市供热价格的通知》（银发改发〔2019〕311 号）文件，公司收费标准为居民住宅 4.9 元/平方米·月、办公楼 6.9 元/平方米·月、商业用房 7.8 元/平方米·月。公司供热业务主要通过小区物业及其他代理机构代缴费模式向居民及企业收取，供热费采用预缴款形式，一般在采暖周期前，预先收取 4 个月左右的供热费，结算方式为现金支付。

截至 2020 年底，公司供热产能较上年底小幅上升。2020 年，公司供热量保持增长；受煤炭成本波动影响，公司平均供热成本有所增长。2021 年 1—3 月，公司供热量同比下降 15.94%，主要系天气温度较暖，供热需求减少所致。

表 12 公司供热业务数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
供热产能（万吉焦）	5287.00	1756.43	1814.00	1088.40
供热量（万吉焦）	1171.00	1352.51	1397.10	687.16
其中：居民	777.78	896.60	936.35	479.08
工业	236.42	455.90	460.75	208.08
其他	156.80	--	--	--

产能利用率(%)	50.13	77.02	77.01	63.13
平均供热价格(元/吉焦)	29.51	45.83	44.07	44.32
平均供热成本(元/吉焦)	38.38	33.81	37.48	35.58

注：2018年产能设计产能，2019年以后为实际供热产能；2021年一季度的产能是供热期的实际产能
资料来源：公司提供

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新能源有限公司（以下简称“新能源公司”）和宁夏电投灵武风力发电有限公司（以下简称“灵武风电”）两家子公司。

截至2020年底，公司拥有风机149台，风电装机总量34.85万千瓦。其中，新能源公司的一期项目（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；三、四期100MW项目于2016年4月完成全部风机并网运行；五、六期100MW项目于2020年完成全部风机并网运行；灵武风电的一期项目（4.95万千瓦）于2014年1月并网发电。

2020年，公司风电发电量和上网电量同比分别增长21.38%和22.05%，主要系新能源公司五、六期项目并网运行所致；平均上网电价略有下降，综合厂用电率持续降低。

2021年1—3月，公司风电发电量同比增长44.54%，主要系风电装机规模增长所致。

表13 公司风电业务情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
风电上网电量(万千瓦时)	44494	43589	53199	18790
风电发电量(万千瓦时)	47850	46494	56434	19984
平均上网电价(元/千瓦时)	0.56	0.55	0.51	0.53
综合厂用电率(%)	7.01	6.25	5.73	5.97

资料来源：公司提供

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（以下简称“太阳山光伏”）。截至2020年底，光伏电站的总装机容量为3万千瓦。其中，一期1万千瓦项目的核准电价为1.15元/千瓦时；二期2万千瓦项目核准电价为1.00元/千瓦时。

2020年，光电发电量和上网电量同比小幅增长；太阳能发电收入同比保持稳定。

表14 公司光伏发电业务情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
光电上网电量(万千瓦时)	4492	4291	4366	993
光电发电量(万千瓦时)	4528	4324	4403	999
发电设备利用小时(小时)	1509	1441	1455	333
平均上网电价(元/千瓦时)	1.03	1.03	0.97	1.00

资料来源：公司提供

3. 铁路运输业务

公司铁路运输业务在宁夏地区具有较强的区域专营优势，2020年运量同比增长，但下游集中度高，业绩易受煤炭行业 and 客户需求变化影响。

公司铁路运输业务的运营主体为西部创业全资子公司宁夏宁东铁路有限公司（以下简称“宁东铁路”）。宁东铁路作为宁东能源化工基地内唯一一家地方铁路公司，拥有稳定的大型煤炭、电力、化工等企业客户，营业里程300公里（含53公里代管线路），深入覆盖宁东能源化工基地内各煤矿、电厂以及化工园区。相对于公路运输，铁路运输具有运能大、能耗低、全天候、效率高、安全、稳定、可靠等优势，在宁东能源化工基地运输业务领域有着不可替代的作用。

宁东铁路收入主要来源于运费、杂费和代维代管费。宁东铁路运输的货物包括煤炭、油、电解铝相关产品、煤化工产品、焦炭等，主要运输货品为煤炭。2020年，受益于开通灵武陆港焦炭运输业务，增加西夏热电煤炭运量，转化枣泉电厂、大唐电厂汽车运量，扩大集装箱运输等；围绕蒙煤进宁，协调上游增加装车点，扩大下游需求，宁东铁路货物运输量和货物周转量同比增长。

表15 公司主要货运业务指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
货物运输量(万吨)	4501	4905	5366	1594
其中：煤炭	4094	4493	4945	1455
货物周转量(万吨公里)	209860	231967	259413	71263

注：货物运输量是指一定时期内铁路运输的货物吨数；货物周转量是指在一定时期内，铁路运输实际运送的货物吨数与其运输距离的乘积

资料来源：公司提供

作为地方铁路，铁路运输价格由宁夏政府调控。宁东铁路主要客户中，宁夏煤业公司销售额占比较高，铁路运输业务集中度高。在结算方面，宁夏煤业公司具有较强的议价能力，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，以银行转账或现金方式结算。

表 16 西部创业前五大客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	占年度销售总额比例
宁夏煤业公司	4.43	49.46
神华国能宁夏煤电有限公司	0.57	6.37
中国石化长城能源化工（宁夏）煤业有限公司	0.43	4.85
华电宁夏灵武发电有限公司	0.43	4.81
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	0.41	4.56
合计	6.28	70.06

资料来源：西部创业2020年年报

4. 供水业务

2020年，受益于宁夏地区用水需求增长，公司供水范围扩张，供水量同比增长，带动供水业务收入增长。

公司供水业务的运营主体主要为宁夏水投及其下属企业。

公司供水业务包括制水和供水两个环节。截至2021年3月底，公司下属自来水厂数量增加至50家，供水能力达到209万吨/日，供水管网达到10998公里，供水区域覆盖宁东能源化工基地、上海庙红墩子工业园区、太阳山工业园区、红寺堡城区、固原市区、西吉县城、中宁县城、海原县新区、同心县东部等区域。

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步增长，2020年为3.79亿吨，同比增长22.03%，主要系中宁新增农村供水区域，用水量增加所致。公司供水业务以工业供水为主，2020年售水总量中，工业占比为59.71%。

表 17 公司供水业务情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
自来水厂数量（个）	31	42	48	50
供水管网（公里）	4946	5779	10106	10998
供水能力（万吨/日）	161	186	208	209
供水总量（万吨）	27814	33296	41215	8655
售水总量（万吨）	26838	31078	37925	7741
其中：工业	19391	19421	22644	5017
居民	3995	5749	5748	1422
其他	3452	5908	9533	1302
平均售水收入（元/千立方米）	2728	2797	2806.50	3045.69

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，公司对定价的自主性较弱。从收入结算模式来看，公司水费收入主要是通过银行及其他代收机构进行收取，结算周期为两个月，收取方式以现金为主，部分单位通过银行转账方式支付。

5. 工程劳务业务

公司主要承接宁夏地区水利水电工程施工项目，2020年新签合同金额同比快速增长，为后续业绩增长提供了有力支撑。

公司工程劳务业务的运营主体主要为宁夏水投下属子公司宁夏水利水电工程局有限公司（以下简称“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。

工程局主要通过市场公开招投标方式进行工程业务承揽，承接的项目以水利、水电为主，

主要客户包括国家能源集团乌海能源有限责任公司、内蒙古华电乌达热电有限公司、青海德令哈市水利局、青海省格尔木市水利局等。

表 18 近年新签合同情况（单位：万元、个）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新签合同金额	82074	170530	296798	6673
新签合同数量	48	67	40	3
在建金额	194630	105160	132524	139197

资料来源：公司提供

2020 年，得益于宁夏中部干旱带脱贫攻坚水源工程开工建设、宁夏水利厅防汛办加快黄河二期防洪工程的建设步伐以及公司加大对宁夏各市县水务局和青海等地区的市场开发力度，新签合同额保持较大规模。2020 年，公司新签合同金额同比增长 74.04%，主要系新签银川都市圈东线供水、清水河项目等宁夏区域水利工程项目所致。

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，预留期通常为 1~2 年。

6. 铁路建设

铁路项目的建设对推动地区经济长远发展具有重要意义，公司作为宁夏铁路建设融资平台和项目建设主体，在项目建设期内利用股权、债

券、贷款等多种融资方式筹集资金。由于铁路项目投资规模大，公司未来面临一定融资压力。

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。

2015 年以来，宁夏共有 4 条铁路开工建设，分别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、包银高铁及中卫至兰州铁路（以下简称“中兰铁路”）。其中，吴忠至中卫城际铁路已于 2019 年 12 月 29 日正式开通运营，纳入公司合并范围，由宁夏铁投下属宁夏城际铁路有限责任公司（以下简称“城际公司”）运营。2020 年，城际公司实现收入 9903 万元，净利润为-199 万元。银西高铁已开通，公司将宁夏铁投持有的银西铁路有限公司（以下简称“银西铁路公司”）27.59%股权作为可供出售金融资产核算。在建的包银高铁和中兰铁路目前由宁夏铁投代管代建，纳入在建工程科目核算。

除上述 4 条铁路外，拟建铁路项目包括宝中铁路中卫至平凉段扩能改造、银川至巴彦浩特铁路、太中银银川至定边段扩能、环县至海原铁路、定西经固原至庆阳铁路、太中银中卫至定边段扩能等，“十四五”规划期间重点项目拟投资 127.73 亿元。

表 19 截至 2021 年 3 月底公司铁路项目投资建设情况（单位：公里、亿元、年）

序号	项目	宁夏境内全长	宁夏境内投资	资本金比例（地方：铁总）	宁夏需承担资本金	公司已出资金额	已出资金额资金来源	未来需出资金额	尚未出资部分资金来源	建设期限	年度投资分配比例
1	吴忠至中卫城际铁路	135	149	7:3	52	52	宁夏铁投股权融资、城际公司股权融资	--	--	2015—2019	1:3:3:3
2	银西高铁	183	225	3:7	79	79	直接融资、宁夏铁投股权融资、财政资金	--	--	2016—2020	2:3:2:2:1
3	中兰铁路	46	40	7:3	21	14	财政资金	7	宁夏铁投股权融资、城际公司股权融资、财政资金	2018—2021	4:3:2:1
4	包银高铁	100	129	4:6	42	8	政府专项债注资资金	3	宁夏铁投股权融资、城际公司股权融资	2018—2022	2:3:3:2

合计	464	543	--	194	153	--	10	--	--	--
----	-----	-----	----	-----	-----	----	----	----	----	----

注：1. 地方由宁夏铁投代为出资，中国国家铁路集团有限公司（以下简称“铁总”）由其下属公司代为出资；2. 公司建设期限为预计时间，与实际建设期限有差异
资料来源：公司提供

吴忠至中卫城际铁路

吴忠至中卫城际铁路北起吴忠市，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。

该项目收益来自于票务收入、非票务收入（如广告、商业等）、沿线土地开发经营收入。

吴忠至中卫城际铁路项目实际总投资为 136 亿元。其中，公司资本金出资 52 亿元，城际公司承担专项贷款 60 亿元。资本金出资中，公司实际出资 29.64 亿元，资金来源为国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）对宁夏铁投的股权出资款 57 亿元（国开基金持有宁夏铁投 27.54% 股权）；2016 年 5 月通过 PPP 模式、经公开招标引入中铁建股份有限公司（以下简称“中铁建”）作为社会资本投资人，引入社会资本 22.37 亿元（中铁建持有城际公司 30% 股权）。

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。宁夏路段和甘肃路段由铁总牵头，宁夏铁投和甘肃省铁路投资建设集团有限公司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，由宁夏铁投代表宁夏政府出资约 79 亿元。其中，5 亿元来自公司债券融资，28 亿元来自国开基金股权款，剩余来自财政资金。

中兰铁路

中兰铁路项目全长 218 公里，宁夏境内 46

公里，投资估算 40 亿元，其中宁夏铁投需出资 21 亿元，资金主要来自财政资金。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。

包银高铁

包银高铁银川至惠农段位于宁夏回族自治区石嘴山市、银川市境内，线路于惠农区南侧新设惠农南站，经石嘴山市惠农区、大武口区，自沙湖景区西侧约 2.6km 处通过，后沿包兰铁路东侧南行，接入在建银西高铁银川站高速场。线路建筑长度 100.56km。设计等级为客运专线，设计速度 250 公里/小时，建设总工期 4 年。

包银高速铁路银川至惠农段总投资 129 亿元，宁夏铁投需承担 42 亿元，资金来源主要为 2018 年政府专项债注资资金。

7. 股权投资

公司投资收益对利润影响大，且主要来自宁夏煤业公司的股权投资收益，因此宁夏煤业公司的经营业绩对公司盈利水平影响大。宁夏煤业公司煤炭资源储量丰富，煤炭业务规模优势突出。2020 年，宁夏煤业公司受疫情影响处于亏损状态。

公司投资收益对利润的影响很大，且主要来自宁夏煤业公司（持股比例 49%）的股权投资收益，因此宁夏煤业公司的经营业绩对公司盈利水平影响大。此外，宁夏煤业公司是公司子公司宁东铁路的主要客户，同时也是公司子公司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。因此以下单独对其营业状况进行分析。

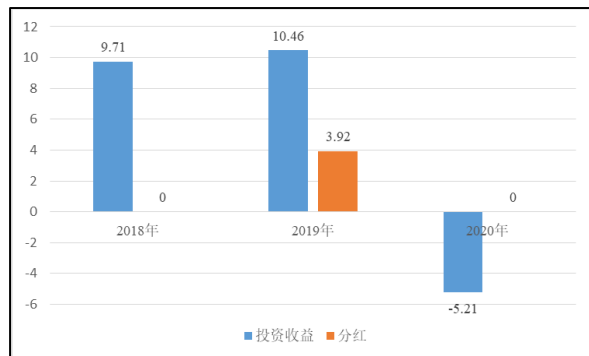
表 20 2018 - 2020 年宁夏煤业公司投资收益及关联交易情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
公司利润总额	13.06	14.55	1.95
公司投资收益	10.81	11.01	-3.30
宁夏煤业公司贡献的投资收益	9.71	10.46	-5.21

宁夏煤业公司宣告发放现金股利	--	3.92	--
西部创业向宁夏煤业公司提供劳务的关联交易规模	4.00	4.28	4.43

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

图 11 2018—2020 年宁夏煤业公司产生的投资收益及现金分红情况（单位：亿元）



数据来源：公司审计报告，联合资信整理

宁夏煤业公司主营业务涉及煤炭生产和销售、煤化工和建筑等。2020 年，宁夏煤业公司收入同比下降且出现亏损，主要系受疫情影响，煤炭和煤化工市场疲软，煤炭及煤化工生产销售受到较大影响所致。

表 21 2018—2020 年宁夏煤业公司财务数据
(单位：亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额	1378.26	1328.10	1417.30
净资产	381.45	400.22	374.03
营业总收入	317.40	411.01	363.59
其中：煤炭外销	126.00	104.04	97.23
煤化工	162.00	286.11	231.55
毛利润	135.45	157.78	107.69
利润总额	25.59	28.10	-8.81
净利润	20.86	20.93	-9.83

资料来源：Wind

煤炭业务方面，宁夏煤业公司煤炭资源丰富，拥有煤炭资源量 336 亿吨，其中无烟煤 2.9 亿吨、焦煤及 1/3 焦煤 11 亿吨、不粘煤及长焰煤 255 亿吨，上海庙矿区整合权益资源量 49 亿吨。宁夏煤业公司产能规模较大，截至 2020 年底拥有 18 对生产矿井，（其中生产及在建矿井 13 个，生产恢复矿井 1 个，停产矿井 4 个），1 个洗选

中心，拥有煤炭可采储量 82.29 亿吨，矿井设计生产能力 8460 万吨/年。

煤化工业务方面，截至 2020 年底，宁夏煤业公司煤化产品主要为聚丙烯、聚甲醛、甲醇，同时副产混合芳烃、液化气、液氧、液氮、硫磺等。在烯烃生产方面，宁夏煤业公司的 50 万吨/年煤基烯烃装置可生产中间产品甲醇 196.91 万吨/年，终端产品聚丙烯 52.18 万吨/年，同时产出副产品汽油 21.48 万吨/年、LPG（液态燃料）7.2 万吨/年、硫磺 1.46 万吨/年。在甲醇生产方面，宁夏煤业公司的两套甲醇项目装置设计生产能力 89.09 万吨/年，主产均为甲醇，同时副产液氧、液氮、硫磺等产品。宁夏煤业公司 50 万吨/年甲醇制烯烃项目位于宁东能源化工基地，厂区占地面积 56.55 公顷，估算总投资 65 亿元。

8. 经营效率

公司在同业中经营效率指标尚可。

从经营效率指标看，2020 年，公司的销售债权周转次数和存货周转次数分别为 3.28 次和 14.32 次；公司总资产周转率保持低位，2020 年为 0.08 次。

同业对比方面，与河南投资集团有限公司和景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司相比，公司经营效率指标尚可。

表 22 2020 年同行业企业经营效率指标（单位：次）

项目	公司	河南投资集团有限公司	景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
销售债权周转次数	3.28	4.93	4.13
存货周转次数	14.32	3.40	0.53
总资产周转次数	0.08	0.19	0.21

资料来源：联合资信整理

9. 未来发展

公司未来发展规划明确，目前在建项目投资规模较大，面临一定资本支出压力。

（1）发展规划

未来，公司将按照宁夏国资委授予的职能，根据国家和宁夏经济发展战略、产业政策和区域经济布局政策，以经济效益为中心，资本经营为重点，发挥国有资本导向作用，促进自治区国有

企业改革重组和国有经济结构与布局的战略性调整；大力加强与金融机构和中介机构的业务交流与融合，围绕自治区内基础性、资源型产业和金融、高科技项目，选择其中投资额较大、准入门槛较高、有稳定回报的予以投资；开发与境内外战略投资者的合作领域，开拓融资途径，为产业投资、产业调整及资本运营筹集资金。

公司将加大并购重组力度，针对资产证券化率较低、资本运作能力不强，尚未真正实现实体化运营等问题，继续采取自治区属优质国有资产

注入和置换存量股权、跨集团整合、上市重组、国有产权和资产处置、适当参股投资有发展前景的民营企业等资本运作方式，盘活国有资产、增加公司资产规模和质量、稳步提升整体实力。

（2）重大在建投资项目

在建项目方面，除铁路项目外，公司在建项目主要为宁夏水投所属项目，截至 2020 年底，上述项目累计投入 12.85 亿元，尚需投资 25.32 亿元。

表 23 截至 2020 年底公司重大在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	投资主体	建设周期	项目总投资	自有资金	外部融资	2020 年底累计投资	自有资本金到位情况	2021 年投资计划
1	清水河城乡供水工程	宁夏水投清水河城乡供水有限公司	2020—2022 年	23.66	0.13	23.54	5.90	0.13	8.80
2	银川都市圈城乡东线供水工程	宁夏水务投资集团有限公司	2020—2021 年	14.51	0	14.51	6.95	0	7.00
合计				38.17	0.13	38.05	12.85	0.13	15.80

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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2021年一季度财务数据未经审计。

截至2020年底，公司纳入合并范围的二级子公司10家，2020年新纳入合并范围的子公司中，非同一控制下企业合并3家、投资设立3家，不再纳入合并范围的子公司中，无偿划拨1家、出售2家、注销4家。2021年一季度，公司合并范围未发生变化。考虑到新纳入和不再纳入合并范围的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 834.34 亿元，所有者权益合计 483.56 亿元（含少数股东权益 161.93 亿元）。2020 年，公司实现营业收入总收入 66.84 亿元，利润总额 1.95 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 840.60 亿元，所有者权益合计 493.45 亿元（含少数股东权益 160.93 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 21.24 亿元，利润总额 3.28 亿元。

2. 资产质量

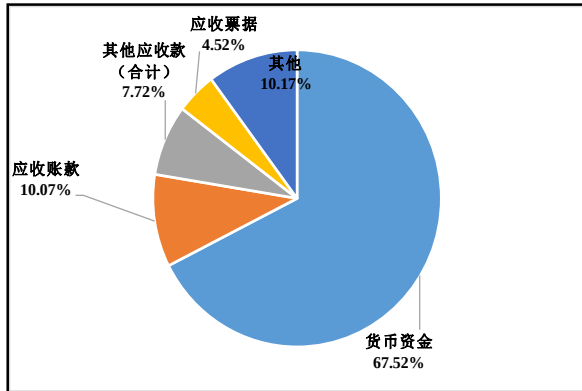
截至2020年底，公司资产规模较上年底有所增长，资产结构仍以非流动资产为主。流动资产中货币资金占比大，现金类资产充足；非流动资产主要为宁夏煤业公司股权、银西铁路公司股权、吴忠至中卫铁路特许权、固定资产和在建工程。公司整体受限资产占比低，资产流动性较弱。

截至2020年底，公司资产总额为834.34亿元，较上年底增长9.31%。其中，流动资产占18.75%，非流动资产占81.25%。公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产为156.44亿元，主要由货币资金、应收账款和其他应收款（合计）构成。

图12 截至2020年底公司流动资产构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

公司作为宁夏铁路投融资和项目推进的重要主体，由于铁路项目融资提款和用款存在时间周期，公司货币资金保持较大规模。截至2020年底，公司货币资金为105.62亿元，较上年底增长14.53%。其中，银行存款占98.17%；使用受限的货币资金为2.48亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

截至2020年底，公司应收票据为7.07亿元，较上年底增长29.96%，主要系西部创业应收的银行承兑汇票增加所致。公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至2020年底，公司应收账款为15.76亿元，较上年底增长26.70%，主要系应收电费、热费及工程款等增长所致。公司应收账款中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为9.01亿元，其中，1年以内的占68.94%，1~2年的占10.63%，2~3年的占6.88%，整体账龄偏长。按欠款方归集的年末余额前五名的应收账款占35.99%，集中度一般。公司共计提坏账准备3.52亿元，计提比例为18.26%。

表24 截至2020年底按欠款方归集的年末余额前五名的应收账款情况（单位：万元、%）

债务人名称	账面余额	占比	坏账准备
国网宁夏电力有限公司	51535.90	26.72	545.06
宁夏煤业公司	5697.47	2.95	180.45
中国铁建大桥工程局集团有限公司银昆高速1标段	5066.25	2.63	0.00
宁夏成建建筑科技有限公司	4000.00	2.07	0.00

中国铁建大桥工程局集团有限公司吴忠南站项目部	3110.44	1.61	0.00
合计	69410.06	35.99	725.51

资料来源：公司审计报告

公司预付款项主要为发电供热业务预付的煤炭采购款。截至2020年底，公司预付款项为4.95亿元，较上年底下降61.42%，主要系预付中国铁路兰州局集团有限公司银川工程建设指挥部的工程款4.20亿元结算所致。从账龄来看，一年以内的占74.54%，三年以上的占20.68%。

公司其他应收款主要为水投集团及城际铁路等主体应收政府的款项，整体账龄偏长，集中度较高。截至2020年底，公司其他应收款（合计）为12.07亿元，较上年底增长6.57%。公司共计提坏账准备4.25亿元，计提比例为26.17%。

表25 截至2020年底按欠款方归集的年末金额前五名的其他应收款项情况（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占比
宁夏回族自治区防汛抗旱指挥部办公室（治河办）	政府款项	4.00	5年以内	24.63
宁夏回族自治区水利厅	政府款项	2.33	4年以内	14.36
宁夏回族自治区财政厅	应收政府补助	2.33	1年以内	14.36
德恒证券	待清算企业	0.35	5年以上	2.15
宁夏回族自治区水利工程建设中心	工程款	0.27	1年以内、1-3年	1.68
合计	--	9.29	--	57.18

注：上述其他应收款均未计提坏账准备

资料来源：公司审计报告

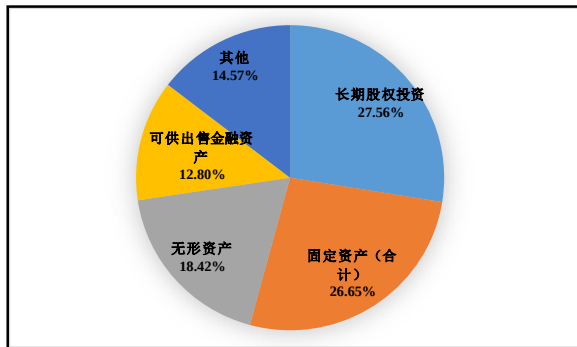
公司存货以原材料和库存商品为主，截至2020年底为2.85亿元，较上年底下降35.69%，主要系宁夏水投办理中南部城乡饮水工程结算所致。公司累计计提存货跌价准备0.30亿元。

截至2020年底，公司其他流动资产为4.94亿元。其中，待抵扣进项税1.82亿元，抵债资产1.30亿元，短期理财产品0.95亿元。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产为677.90亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

图13 截至2020年底公司非流动资产构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，可供出售金融资产为86.75亿元，较上年底增加76.22亿元，主要系公司将宁夏铁投持有的银西铁路公司27.59%股权由长期股权投资转至可供出售金融资产所致。公司可供出售金融资产中，按公允价值计量的可供出售权益工具2.35亿元，按成本计量的可供出售权益工具86.39亿元，其中银西铁路公司79.00亿元。

公司长期股权投资主要由宁夏煤业公司49%股权构成，截至2020年底为186.80亿元，较上年底下降31.10%，主要系银西铁路公司股权转至可供出售金融资产所致。2020年，公司新增对宝塔实业股份有限公司（以下简称“宝塔实业”，证券代码000595.SZ）的出资。

表26 截至2020年底主要联营企业

（单位：亿元、%）

联营企业	账面价值	持股比例	2020年投资收益
宁夏煤业公司	174.73	49.00	-5.21
宝塔实业	5.09	29.08	0.24
宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司	2.98	40.00	-0.01
国药控股宁夏有限公司	1.40	27.29	0.15
国家电投集团宁夏能源铝业有限公司	0.68	23.95	0.49
合计	184.88	--	-4.34

注：除宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司由水投集团持股外，其他联营企业股权均由公司本部直接持有
资料来源：联合资信根据公开信息及公司财务报告整理

截至2020年底，公司固定资产为180.67亿元，较上年底增长10.38%，主要系宁夏水投在建项目转固所致。其中，房屋及建筑物占64.65%，机器设备占30.27%。公司累计折旧62.08亿元，计提减值准备0.58亿元。

截至2020年底，公司在建工程为64.55亿元，较上年底下降52.55%，主要系吴忠至中卫铁路项目建成通车形成无形资产-特许权所致。公司在建项目主要包括中卫至兰州铁路项目20.80亿元、包头至银川铁路项目14.50亿元、银川都市圈东线供水工程6.95亿元及清水河城乡供水工程5.90亿元等。上述四个项目预算数合计188.09亿元，2020年投入32.60亿元，累计投入48.15亿元，未来需投入资金规模大。

截至2020年底，公司无形资产为124.89亿元，较上年底增加112.98亿元，主要系吴忠至中卫铁路项目建成通车形成无形资产-特许权112.71亿元所致。截至2020年底，无形资产中的土地使用权为11.63亿元。公司对特许权不进行摊销，土地使用权的摊销年限为20~50年。

公司其他非流动资产主要由待抵扣进项税额和融资平台拨付项目贷款构成。融资平台拨付项目贷款为宁夏电投代为持有的工程项目资产⁵，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，截至2020年底为15.95亿元。

截至2020年底，公司受限资产合计6.92亿元，主要为受限货币资金2.48亿元和用于借款抵押的固定资产3.81亿元。另外，公司下属宁夏电投和宁夏水投等企业涉及子公司股权、收费权、发电权收入等质押融资金额为50.68亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额为840.60亿元，较上年底变化不大。其中非流动资产占81.14%。截至2021年3月底，公司流动资产为158.55亿元，较2020年底增长1.35%，主要系应

⁵宁夏政府与国家开发银行签署《开发性金融合作协议》，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，电投集团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，电投集团不承担还本付息责任。未来公司将不再进行该类项目融资。

收账款增长所致；公司非流动资产为682.05亿元，较上年底增长0.61%，主要系长期股权投资和在建工程增长所致。其他科目和资产结构较上年底变动不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，受益于政府持续性资金拨付，公司所有者权益持续增长，实收资本和资本公积占比高，权益结构稳定性好。同时，联合资信关注到公司实收资本中货币出资占比低，未分配利润持续为负。

截至2020年底，公司所有者权益为483.56亿元，较上年底增长5.13%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致。截至2020年底，公司归属于母公司权益中实收资本占93.28%、资本公积占7.50%；所有者权益中少数股东权益占33.49%，权益稳定性好。

截至2020年底，公司实收资本为300.00亿元，较上年底未发生变化。实收资本中货币出资为80.61亿元，占26.87%。

截至2020年底，公司资本公积为24.11亿元，较上年底增加11.08亿元，主要系收到自治区财政厅拨付的资本金及自治区铁路建设项目专项资金所致。

截至2020年底，公司未分配利润为-6.27亿元，未分配利润为负主要系供水等业务前期亏损所致。

截至2020年底，公司少数股东权益为161.93亿元，较上年底增长9.59%，主要系宁夏水投和宁夏铁投等的下属企业少数股东增资所致。

截至2021年3月底，公司所有者权益为493.45亿元，较2020年底增长2.05%，主要系资本公积增长及利润积累所致。其中，资本公积为32.17亿元，较上年底增加8.06亿元，主要系收到财政拨款所致。

(2) 负债

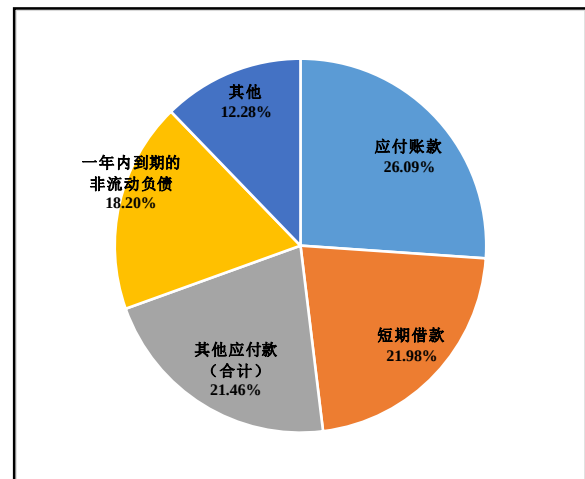
截至2020年底，公司负债规模较上年底有

所增长，以非流动负债为主；有息债务以长期债务为主，结构较合理，债务负担较轻。

截至2020年底，公司负债总额为350.78亿元，较上年底增长13.05%，主要系短期借款和递延收益增长所致。其中，非流动负债占69.30%。公司负债以非流动负债为主。

截至2020年底，公司流动负债为107.69亿元，较上年底增长35.74%，主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至2020年底，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款（合计）和一年内到期的非流动负债构成。

图14 截至2020年底公司流动负债构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司短期借款为23.67亿元，较上年底增长104.90%，主要系下属企业开展业务所需资金量增加所致。截至2020年底，公司短期借款中，保证借款占52.20%，信用借款占38.56%，质押借款占8.15%。

截至2020年底，公司应付账款为28.09亿元，较上年底增长34.80%，主要系宁夏铁投应付工程款增加所致。从账龄来看，1年以内的占74.59%，1~2年的占14.09%。

截至2020年底，公司其他应付款（合计）为23.11亿元，较上年底下降7.15%，主要由股权转让款、保证金及押金和其他单位往来款构成。截至2020年底，股权转让款合计13.82亿元⁶，其中，

⁶ 2013年7月，公司向宁夏煤业公司和中国神华能源股份有限公

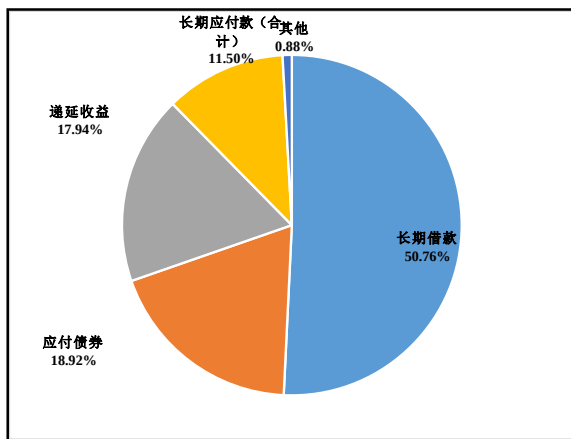
司收购宁东铁路29.24%的股权，应付股权转让款合计14.74亿

应付宁夏煤业公司11.72亿元。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债为19.60亿元，较上年底增长39.75%，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款增长所致。

截至2020年底，公司非流动负债为243.09亿元，较上年底增长5.26%，主要系递延收益增长所致。截至2020年底，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款（合计）及递延收益构成。

图15 截至2020年底公司非流动负债构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司长期借款为123.40亿元。其中，信用借款占50.10%，质押借款占28.40%，保证借款占19.12%。截至2020年底，公司应付债券为45.99亿元，较上年底增长11.46%。

表27 截至2020年底公司应付债券情况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	到期日期	期限	账面余额
18宁资01	5.00	2021-07-09	3年	5.00
19宁夏国资MTN001	5.00	2022-05-09	3年	5.13
20宁夏国资MTN001	1.70	2023-02-05	3年	1.75
20宁夏国资SCP003	2.50	2021-01-15	270天	2.54
20宁夏国资MTN002	6.00	2023-04-30	3年	6.11
20宁夏国资SCP005	2.30	2021-02-23	270天	2.32
20宁夏国资MTN003	13.00	2023-06-11	3年	13.06

元。

20宁夏国资MTN004	6.70	2023-09-29	3年	6.77
20宁夏国资SCP006	1.50	2021-03-25	150天	1.51
20宁夏国资SCP007	1.80	2021-08-13	270天	1.81
合计	45.50	--	--	45.99

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2020年底，公司长期应付款（合计）为27.97亿元，较上年底下降17.55%，主要系应付铁路建设专项资金减少所致。其中，长期应付款项为9.45亿元，主要为融资租赁款；专项应付款为18.52亿元，主要由工业企业贷款风险补偿金10.12亿元和铁路建设专项资金1.06亿元构成。

公司递延收益主要为收到的政府补助。截至2020年底，公司递延收益为43.60亿元，较上年底增长41.97%，主要系本期增加宁夏中南部城乡饮水安全连通工程补助10.50亿元所致。

截至2020年底，公司全部债务为226.24亿元，较上年底增长14.12%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占26.77%，长期债务占73.23%。截至2020年底，公司长期债务为165.66亿元，较上年底增长18.62%，主要系长期债券融资增加所致。

截至2020年底，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42.04%、31.87%和25.52%，分别较2019年底提高1.76个百分点、1.75个百分点和2.23个百分点。整体来看，公司债务负担较轻。

截至2021年3月底，公司负债总额为347.16亿元，较2020年底下降1.03%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债减少所致。公司负债结构变化不大。截至2021年3月底，公司全部债务为217.86亿元，较2020年底下降3.70%，其中短期债务占24.32%，长期债务占75.68%。截至2021年3月底，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41.30%、30.63%和25.05%，较2020年底有所下降。

4. 盈利能力

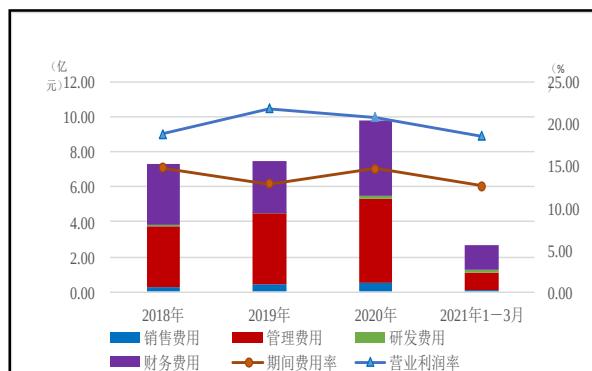
2020年，公司收入规模同比增长，毛利润有所提升；但期间费用对利润存在侵蚀。2020年，宁夏煤业公司受新冠肺炎疫情影响经营亏损，公司利润规模大幅下降。

2020年，受益于发电供热和供水业务收入的增长，公司营业总收入同比增长15.12%至66.84亿元。同期，公司营业成本为52.19亿元，同比增长16.46%；营业利润率为20.80%。

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2020年，公司期间费用为9.80亿元，同比增长31.40%，主要系财务费用增长所致。

图 16 近年来公司期间费用指标

(单位：亿元、%)



数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2020年，公司其他收益同比增加2.56亿元至3.13亿元，主要系城际铁路公司收到吴忠至中卫段城际铁路运营亏损补贴2.31亿元所致。

公司投资收益主要来自宁夏煤业公司49%股权确认的投资收益。2020年，公司投资收益为-3.30亿元，由于宁夏煤业公司受疫情影响经营亏损，公司投资收益由正转负。

2020年，公司利润总额为1.95亿元，同比下降86.62%，主要系宁夏煤业公司亏损所致。

从盈利指标来看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.92%和-0.02%。

表 28 2020年同业对比情况 (单位：亿元、%)

项目	公司	河南投资集团有限公司	景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司
营业总收入	66.84	344.21	157.02
利润总额	1.95	35.14	4.35
营业利润率	20.80	27.29	13.08

净资产收益率	-0.02	4.31	0.85
--------	-------	------	------

资料来源：联合资信整理

2021年1—3月，公司实现营业总收入21.24亿元，同比增长43.92%；营业成本为17.16亿元，同比增长56.14%，利润总额为3.28亿元，同比下降8.31%，主要系管理费用同比增长19.53%所致。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量良好；由于铁路建设投资规模较大，投资活动现金持续大额净流出，经营活动获取的现金无法覆盖投资活动支出缺口；筹资活动现金流保持净流入状态。

经营活动方面，2020年，公司经营活动现金流入86.14亿元，同比增长6.40%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为70.23亿元，同比增长23.66%，主要系发电供热及供水业务收入和回款增长所致。2020年，公司经营活动现金流出为72.71亿元，同比增长8.10%，其中购买商品、接受劳务收到的现金为48.51亿元，同比增长33.11%。2020年，公司经营活动现金净流量为13.43亿元，同比保持稳定。从收入实现质量看，2020年，公司现金收入比为105.06%，同比增幅较大，收入实现质量向好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要由收回投资收到的现金构成，2020年为40.57亿元，其中收回投资收到的现金为39.42亿元，取得投资收益收到的现金为0.90亿元。2020年，公司投资活动现金流出为96.41亿元，同比增长86.20%，主要系投资支付的现金和取得子公司等支付的现金净额增加所致。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为42.26亿元，主要系铁路建设项目等在建工程投入；投资支付的现金为41.66亿元，主要为子公司宁夏共赢投资有限责任公司的理财投资；取得子公司等支付的现金净额为12.29亿元，主要为对宁夏铁投的增资。2020年，公司投资活动现金净流量为-55.83亿元。

2020年，公司筹资活动现金流入为141.53亿元。其中，吸收投资收到的现金为34.18亿元，取得借款收到的现金为102.55亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为4.80亿元。2020年，公司筹资活动现金流出为87.82亿元。其中偿还债务支付的现金为72.58亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为11.77亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为3.46亿元。公司筹资活动现金净流量为53.71亿元。

表 29 近年来公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量	50.49	80.96	86.14
经营活动现金流出量	40.45	67.26	72.71
经营活动现金净流量	10.04	13.70	13.43
投资活动现金净流量	-46.45	-39.13	-55.83
筹资活动现金净流量	92.80	15.49	53.71

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年1—3月，公司经营活动现金流入为23.60亿元，经营活动现金净流量为1.20亿元；投资活动现金净流量为-11.90亿元；筹资活动现金净流量为12.49亿元。

6. 偿债能力

2020年，公司短期偿债能力指标表现良好，长期偿债能力指标表现一般，考虑到公司区域地位很高，获得的政府支持力度大，间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别为145.26%和142.61%。2020年，公司经营现金流动负债比率为12.47%，同比有所下降。截至2020年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为110.58亿元，为短期债务的1.87倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。

截至2021年3月底，公司流动比率和速动比率分别为169.17%和166.53%，分别较2020年底增加23.91个百分点和23.92个百分点；截至2021年3月底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为114.78亿元，较2020年底增长3.80%，

为短期债务的2.17倍。公司短期偿债能力指标表现良好。

从长期偿债指标看，2020年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为2.66倍和12.19倍。公司长期偿债能力指标表现一般。

表 30 近年来公司偿债能力指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	176.80	182.57	145.26
	速动比率（%）	171.61	176.98	142.61
	经营现金流动负债比（%）	11.43	17.27	12.47
	现金类资产/短期债务（倍）	2.23	1.67	1.87
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	25.35	27.78	18.56
	全部债务/EBITDA（倍）	7.51	7.14	12.19
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.05	4.02	2.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司获得的银行授信总额为人民币583.40亿元，未使用额度387.73亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司西部创业为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司主要职能为融资控股平台，经营活动较少，收入规模小，利润主要来自投资收益，其资产主要为长期股权投资和货币资金等。母公司负债以应付债券为主，整体债务负担处于合理水平；所有者权益规模大，权益结构稳定性较高。受铁路项目建设需求的影响，母公司有一定的筹资压力。考虑到子公司经营获现能力良好，政府对铁路建设的资金支持力度大，母公司本息偿付安全性高。

截至2020年底，母公司资产总额为393.60亿元，其中流动资产为49.20亿元，非流动资产为344.40亿元。流动资产主要由现金类资产17.33亿元和其他应收款31.87亿元构成，其他应收款主要为对下属子公司的资金支持，利息由各子公司承担。非流动资产主要由长期股权投资340.30亿元和可供出售金融资产4.06亿元构成。

表 31 截至 2020 年底母公司按欠款方归集的年末金额前五名的其他应收款项情况（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占比
宁夏铁路投资有限责任公司	关联方借款及代垫款	15.00	1~2 年	44.20
宁夏电力投资集团有限公司	关联方借款及代垫款	5.60	2 年以内	16.50
宁夏国运基金管理有限责任公司	关联方借款及代垫款	3.10	2 年以内	9.13
宁夏水务投资集团有限公司	关联方借款及代垫款	2.50	1 年以内	7.37
国运融资租赁（天津）股份有限公司	关联方借款及代垫款	2.00	1 年以内	5.89
合计	--	28.20	--	83.10

注：上述其他应收款均未计提坏账准备
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，母公司负债合计为 67.20 亿元，其中全部债务为 45.99 亿元，主要为应付债券融资；全部债务包括长期债务 32.82 亿元，短期债务 13.17 亿元。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 17.07%，全部债务资本化比率为 12.35%，长期债务资本化比率为 9.14%。

母公司为控股平台，无实际经营业务，利润主要来自宁夏煤业公司的投资收益。2020 年，母公司营业收入为 0.46 亿元，投资收益为-4.22 亿元；利润总额为-3.54 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流入为 2.76 亿元，经营活动现金流出为 4.20 亿元，经营活动现金流净额为-1.44 亿元。投资活动现金流入为 0.40 亿元；投资活动现金流出为 42.92 亿元，主要为取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 10.54 亿元和支付其他与投资活动有关的现金 32.25 亿元；投资活动现金流净额为-42.52 亿元。筹资活动现金流入为 61.70 亿元，其中，吸收投资收到的现金为 16.20 亿元；筹资活动现金流出为 48.19 亿元；筹资活动现金流净额为 13.51 亿元。2018—2020 年，母公司取得投资收益收到的现金分别为 0.50 亿元、4.06 亿元和 0.02 亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 0.85 亿元、3.93 亿元和 5.59 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对公司本部本年度剩余到期债券保障能力强；经营活动现金流入量对公司本部待偿债券本金峰值保障能力强，公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对公司本部待偿债券本金峰值保障能力一般，仍面临一定集中兑付压力。

截至本报告出具日，公司本部存续债券余额共 43.00 亿元。其中本年度剩余到期债券金额为 5.60 亿元；将于 2023 年到期的债券金额合计 27.40 亿元，达到未来待偿债券本金峰值。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限货币资金后）为 114.78 亿元，为本年度剩余到期债券金额的 20.50 倍；2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 86.14 亿元、13.43 亿元和 18.56 亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的 3.14 倍、0.49 倍和 0.68 倍。公司存续债券保障情况如下表：

表 32 公司存续债券保障情况

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券金额（亿元）	5.60
未来待偿债券本金峰值（亿元）	27.40
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	20.50
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	3.14
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.49
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.68

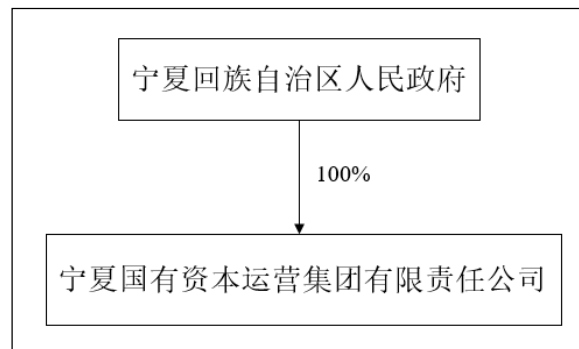
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

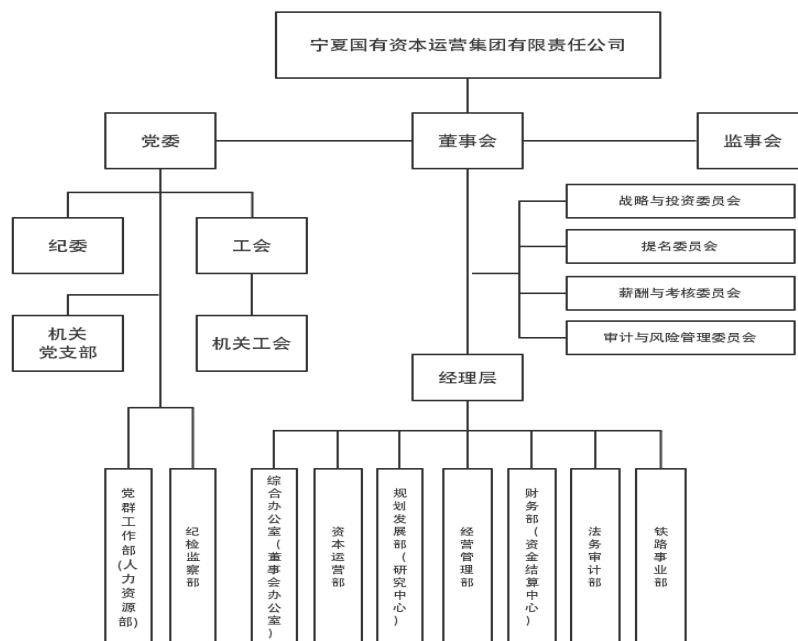
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 宁夏国资 MTN001”“20 宁夏国资 MTN001”“20 宁夏国资 MTN002”“20 宁夏国资 MTN003”和“20 宁夏国资 MTN004”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底宁夏国有资本运营集团有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底宁夏国有资本运营集团有限责任公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底宁夏国有资本运营集团有限责任公司主要子公司情况

序号	企业名称	注册地	主要经营地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)
1	宁夏西部创业实业股份有限公司	宁夏银川市	境内地区	铁路运输	145837.47	29.47	29.47
2	宁夏国运基金管理有限责任公司	银川市金凤区	宁夏回族自治区	基金管理	4200.00	100.00	100.00
3	宁夏电力投资集团有限公司	银川市	宁夏回族自治区	电力及相关产业投资和经营	110180.00	100.00	100.00
4	宁夏高铁综合开发有限责任公司	银川市兴庆区	银川市	高铁服务	2000.00	100.00	100.00
5	宁夏融资再担保集团有限公司	银川市兴庆区	境内地区	再担保	43599.35	76.60	76.60
6	国运融资租赁（天津）股份有限公司	天津自贸试验区	境内地区	融资租赁	20000.00	100.00	100.00
7	宁夏煤炭勘察工程有限公司	银川市金凤区	银川市	地质勘察	5000.00	100.00	100.00
8	宁夏共赢投资有限责任公司	银川市金凤区	银川市	商务服务业	16830.72	100.00	100.00
9	宁夏铁路投资有限责任公司	银川市金凤区	境内地区	铁路项目投资	815510.44	100.00	100.00
10	宁夏水务投资集团有限公司	银川市金凤区	宁夏回族自治区	供排水	114126.47	100.00	100.00

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	108.09	97.67	110.58	114.78
资产总额（亿元）	737.72	770.22	834.34	840.60
所有者权益（亿元）	434.43	459.94	483.56	493.45
短期债务（亿元）	48.73	58.59	60.57	52.98
长期债务（亿元）	141.70	139.66	165.66	164.89
全部债务（亿元）	190.43	198.25	226.24	217.86
营业总收入（亿元）	49.56	58.06	66.84	21.24
利润总额（亿元）	13.06	14.55	1.95	3.28
EBITDA（亿元）	25.35	27.78	18.56	--
经营性净现金流（亿元）	10.04	13.70	13.43	1.20
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.36	3.25	3.28	--
存货周转次数（次）	11.05	9.96	14.32	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.08	0.08	--
现金收入比（%）	90.35	97.81	105.06	92.80
营业利润率（%）	18.79	21.85	20.80	18.52
总资本收益率（%）	2.67	2.75	0.92	--
净资产收益率（%）	2.78	2.87	-0.02	--
长期债务资本化比率（%）	24.60	23.29	25.52	25.05
全部债务资本化比率（%）	30.48	30.12	31.87	30.63
资产负债率（%）	41.11	40.28	42.04	41.30
流动比率（%）	176.80	182.57	145.26	169.17
速动比率（%）	171.61	176.98	142.61	166.53
经营现金流动负债比（%）	11.43	17.27	12.47	--
现金短期债务比（倍）	2.23	1.67	1.87	2.17
EBITDA 利息倍数（倍）	4.05	4.02	2.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.51	7.14	12.19	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2018-2020 年现金类资产已剔除使用受限部分；应付债券中的短期融资券已调整至短期债务，长期应付款中的融资租赁和售后回租费用已计入长期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	60.91	47.78	17.33	39.51
资产总额（亿元）	366.56	419.23	393.60	416.82
所有者权益（亿元）	306.52	321.38	326.40	335.80
短期债务（亿元）	24.30	32.93	13.17	10.60
长期债务（亿元）	15.42	10.14	32.82	32.92
全部债务（亿元）	39.72	43.06	45.99	43.52
营业收入（亿元）	0.00	0.22	0.46	0.02
利润总额（亿元）	10.28	11.29	-3.54	1.37
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.50	17.64	-1.44	17.62
财务指标				
销售债权周转次数（次）	/	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	58.52	86.96	0.00
营业利润率（%）	-137.53	94.18	96.23	99.29
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	3.30	3.43	-1.19	--
长期债务资本化比率（%）	4.79	3.06	9.14	8.93
全部债务资本化比率（%）	11.47	11.82	12.35	11.47
资产负债率（%）	16.38	23.34	17.07	19.44
流动比率（%）	312.21	141.17	244.25	196.84
速动比率（%）	312.21	141.17	244.25	196.84
经营现金流动负债比（%）	2.24	32.46	-7.15	--
现金短期债务比（倍）	2.51	1.45	1.32	3.73
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；应付债券中的短期融资券已调整至短期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。