信用评级公告

联合〔2022〕4238 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，“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

二〇二二年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

宁夏国有资本运营集团有限责任公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
宁夏国有资本运营集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 宁夏国资 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 宁夏国资 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 宁夏国资 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 宁夏国资 MTN004	AAA	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
20 宁夏国资 MTN001	1.7 亿元	1.7 亿元	2023/02/05
20 宁夏国资 MTN002	6 亿元	6 亿元	2023/04/30
20 宁夏国资 MTN003	13 亿元	13 亿元	2023/06/11
20 宁夏国资 MTN004	6.7 亿元	6.7 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：2022 年 6 月 22 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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，政府支持力度大。公司控股及参股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，跟踪期内在宁夏回族自治区境内保持很高的区域地位。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；建设项目未来投资规模大，融资压力较大等因素可能给其信用水平带来的不利影响。

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（以下简称“宁夏煤业公司”）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“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。**公司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，同时履行宁夏铁路建设投融资和项目推进主体职责，宁夏政府对公司的支持力度大，通过资产划拨、财政拨款等方式不断对公司注资。2021 年，公司收到的政府资金支持款项为 10.00 亿元。

2. **公司业务多元化，区域经济地位显著。**公司控股及参股主体经营业务涵盖煤炭能源、铁路运输、电力、水利等多个领域，且为宁夏铁路建设投融资主体，在宁夏回族自治区经济建设中有显著地位。

3. **公司融资渠道畅通。**截至 2022 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为人民币 567.00 亿元，未使用额度 372.24 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。

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	2
		资本结构		2
		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通过资产划拨、财政拨款等方式不断对公司注资，政府支持力度大。				+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

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。**2020－2021 年，公司分别实现投资收益-3.30 亿元和 17.06 亿元，当期营业利润分别为 2.05 亿元和 23.94 亿元。2020 年，受疫情及国际原油价格下跌影响，主要参股公司宁夏煤业公司亏损；2021 年，受益于疫情缓解，加之煤炭及原油等能源价格上涨，宁夏煤业公司利润同比转正且大幅提升。受上述因素影响，2020－2021 年，公司净利润分别为-0.09 亿元和 22.11 亿元，波动大。

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”规划期间重点项目拟投放 150 亿元，资金主要来自财政资金和外部融资，或将推升债务规模。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	98.06	113.06	93.55	117.17
资产总额(亿元)	770.22	834.34	902.20	943.09
所有者权益(亿元)	459.94	483.56	527.75	543.96
短期债务(亿元)	58.59	60.57	51.08	40.38
长期债务(亿元)	139.66	165.66	192.24	221.51
全部债务(亿元)	198.25	226.24	243.32	261.89
营业收入(亿元)	58.06	66.84	78.73	26.63
利润总额(亿元)	14.55	1.95	24.32	6.75
EBITDA(亿元)	27.78	18.56	22.89	--
经营性净现金流(亿元)	13.70	13.43	11.06	0.72
营业利润率(%)	21.85	20.80	16.67	14.34
净资产收益率(%)	2.87	-0.02	4.19	--
资产负债率(%)	40.28	42.04	41.50	42.32
全部债务资本化比率(%)	30.12	31.87	31.56	32.50
流动比率(%)	182.57	145.26	144.17	178.49
经营现金流动负债比（%）	17.27	12.47	10.12	--
现金短期债务比(倍)	1.67	1.87	1.83	2.90
EBITDA 利息倍数(倍)	4.02	2.79	2.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.14	12.19	10.63	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	419.23	393.60	433.75	465.69
所有者权益(亿元)	321.38	326.40	350.45	366.59
全部债务(亿元)	43.06	45.99	43.47	62.31
营业收入(亿元)	0.22	0.46	0.57	0.08
利润总额(亿元)	11.29	-3.54	18.04	4.96
资产负债率(%)	23.34	17.07	19.20	21.28
全部债务资本化比率(%)	11.82	12.35	11.03	14.53
流动比率(%)	141.17	244.25	173.81	251.73
经营现金流动负债比(%)	32.46	-7.15	59.01	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2019－2021 年末应付债券中的一年内到期金额已调整至短期债务；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	债项等级	主体等级	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 MTN001/20 宁夏国资 MTN002/20 宁夏国资 MTN003/20 宁夏国资 MTN004	AAA	AAA	稳定	2021/07/12	李明 闫力	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 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
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

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

宁夏国有资本运营集团有限责任公司
2022 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”或“宁国运”）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2022年3月底，公司注册资本为300.00亿元，宁夏政府持有公司100%股份，为公司实际控制人。

2021 年，公司经营范围较上年未发生变化。

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有 2 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%（2022 年 3 月底参考市值 18.01 亿元），未质押。

截至 2021 年底，公司合并资产总额为 902.20 亿元，所有者权益合计 527.75 亿元（含少数股东权益 178.02 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 78.73 亿元，利润总额 24.32 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额为 943.09 亿元，所有者权益合计 543.96 亿元（含少数股东权益 176.28 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 26.63 亿元，利润总额 6.75 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

截至本报告出具日，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，且在付息日正常付息。

表 1　截本报告出具日公司存续债券概况

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

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，

[1]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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般

公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

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. 铁路投资

2020 年以来，铁路投资额度和投产里程均持续回落；“十四五”固定资产投资总规模预计保持平稳态势。

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。

中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）公布的数据显示，2021 年全国铁路完成固定资产投资 7489 亿元，其中国家铁路完成 6616 亿元；投产新线 4208 公里，其中高铁 2168 公里，全面完成了年度铁路建设任务。截至 2021 年底，全国铁路营业里程达到 15 万公里，其中高铁达到 4 万公里。北京至哈尔滨、连云港至乌鲁木齐高铁全线贯通；张吉怀高铁，京港高铁安九段、赣深段，沈佳高铁牡佳段、白敦段，日兰高铁曲庄段等高铁和拉林铁路、兴泉铁路兴

国至清流段、浦梅铁路建宁至冠豸山段等普速铁路建成投产；西部陆海新通道等重点项目持续推进，沿江高铁武汉至宜昌段等一批服务国家重大战略的项目顺利开工。

表 3　近年来中国铁路建设情况

（单位：亿元、公里、个、万公里）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
固定资产投资	8028	8029	7819	7489
投产新线	4683	8489	4933	4208
高铁投产新线	4100	5474	--	2168
新开工项目数	22	26	20	--
营业里程	13.1	13.9	14.6	15.0
高铁营业里程	--	3.5	3.8	4.0
西部地区铁路营业里程	5.3	5.6	5.9	6.1

资料来源：联合资信整理

“十三五”期间（2016 年～2020 年），铁路固定资产投资合计达到 3.99 万亿元，平均每年 7980.2 亿元。2019 年为铁路及高铁开通新线最高峰，2020 年开始铁路及高铁投产新线开始下降，分别同比下降 41.89%和 47.02%；2021 年，两项数值同比再降，降幅减缓，分别为 14.70%和 25.24%。

虽然铁路投资额与新建里程不断下降，但当前铁路建设速度与国家中长期交通网规划要求相符。2021 年 2 月 24 日，中共中央国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》（以下简称“《纲要》”）第一次在中央层面确定了国家中长期交通网规划建设要求。按照《纲要》要求，在未来 15 年（2021 年～2035 年），中国将建设 5.37 万公里的铁路，其中高铁 3.21 万公里，普速铁路 2.16 万公里，平均年增长高速铁路 2140 公里，普速铁路 1440 公里。

国铁集团发展改革部副主任在国家发改委《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》发布会上作出表态，结合铁路在建和拟建项目安排，预计铁路“十四五”固定资产投资总规模与“十三五”相当，继续保持平稳态势。

2.　煤炭行业

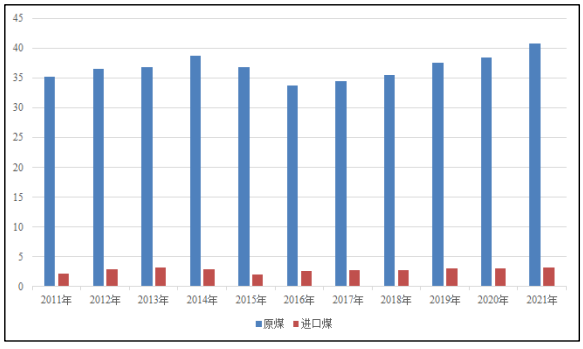
煤炭是中国重要的基础能源，在国民经济中具有重要的战略地位。2021 年以来，电力需求的增长叠加水电出力下降导致火电用煤需求增速明显大于原煤产量增速，煤炭供需趋紧，煤炭价格大幅上涨，行业经济效益明显改善。

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达到 57%，大幅高于 27%的世界平均水平[2]。“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。

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少。近年来，随着“供给侧”改革的推行和中东部省份煤炭资源的逐步枯竭，煤炭产能进一步向晋陕蒙和新疆地区集中。2021 年，晋陕蒙和新疆地区原煤产量占全国的 79.9%。

中国原煤供给以国内为主。2017 年以来，随着煤矿生产限制政策的放松和先进产能的逐步释放，全国原煤产量稳步提升。据国家统计局数据，2021 年全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 5.92%，增速较上年增加 3.3 个百分点，主要系行业保供政策促进煤炭产能增长所致。2021 年，全国批复核增产能煤矿 200 处左右，核增产能约 3 亿吨/年。

图 1　煤炭产量变化情况（单位：亿吨）

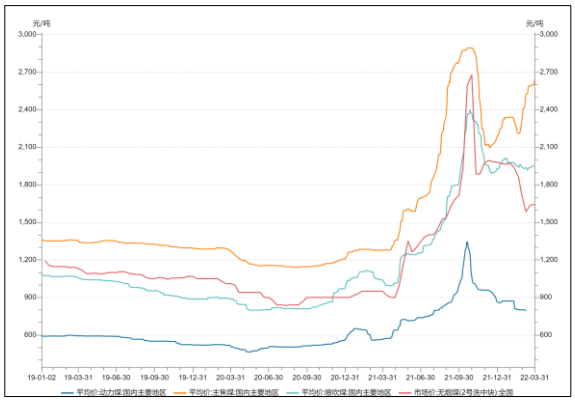


资料来源：国家统计局

[2]数据引用自《BP 世界能源统计年鉴》第 70 版中文版，为 2020 年数据。

中国煤炭行业的下游需求主要集中在火电行业（约占 54%）、钢铁行业（约占 18%）、建材行业（约占 12%）、化工行业（约占 7%），其余主要为民用煤等其他行业。2020 年以来，新冠疫情的爆发对煤炭下游需求造成一定扰动。但中国宏观经济韧性强，叠加疫情期间国内出口增速加快，电力需求有所增长，同时水电出力下降[3]，导致火电用煤需求快速增加，对煤炭需求拉动明显。2021 年，火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 9.28%，增速较上年增加 3.64 个百分点，同期钢铁和建材行业需求略有下降，化工原料用煤保持增长。在下游需求超预期增长的背景下，煤炭供给弹性不足，行业供需趋紧，煤炭价格自 2020 年 9 月份之后开始企稳回升。

图 2　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

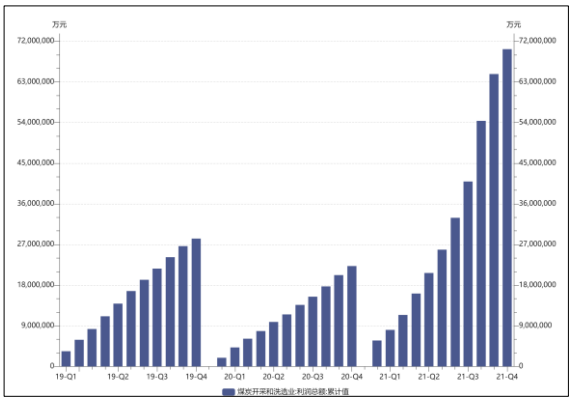
2021年初，煤炭价格延续高位运行态势，进入2月，春节效应导致煤炭需求阶段性萎缩，同时在政策层面要求保供的情况下，煤炭优质先进产能逐步释放，产量快速提升，煤炭价格呈下降趋势，动力煤价格于3月跌入绿色区间。2021年4月以来，伴随着迎峰度夏及疫情受控后下游工业需求增速提升，叠加进口煤受限，煤炭下游需求增速持续大于原煤供给增速，煤炭供需格局趋紧，煤炭价格持续攀升。其中，国内主要地区动力煤平均价于10月份达到1345元/吨的历史高位。

为保障下游电厂发电积极性和供暖用煤安全，2021年10月19日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。10月20日，国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作。同时，随着国家发改委出台的一系列增产保供政策开始落地生效，煤炭新增供给逐步增加。2021年11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高。

随着煤炭价格调控政策的效力发挥和煤炭供给的增长，煤炭价格开始回落。截至2021年底，动力煤（国内主要地区）价格较年内最高点回调36%至865元/吨，但较2020年底仍大幅增长55.30%。进入2022年，在国际能源价格大幅上涨的背景下，2022年一季度，国内动力煤价格虽有所回落但仍处于高位运行状态；受焦煤供给增量有限和进口焦煤下降影响，炼焦煤价格呈震荡上行走势。

由于煤炭企业生产成本相对固定，煤炭价格是影响煤炭企业盈利的主要因素。2019－2020年，受先进产能释放和新冠肺炎疫情扰动影响，煤炭价格总体持续回落，行业经济效益有所下降。2021年以来，受益于煤炭价格的高位运行，煤炭企业整体盈利水平显著提升。2021年，煤炭企业实现利润总额7023亿元，同比增长113.47%。

图3　2019年以来中国煤炭行业盈利情况



[3]2021 年，受汛期主要流域降水偏少等因素影响，全国规模以上工业企业水电发电量同比下降 2.5%。

资料来源：Wind

3. 煤化工行业

根据发展成熟度不同，国内煤化工主要可分为传统煤化工和现代煤化工。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主，行业具有强周期性；现代煤化工将煤以气化、液化和加氢等方式深加工，可替代石油路线以得到部分基础化工品。

（1）煤焦化

国内焦化产业规模大，在碳减排趋势下，产业结构持续优化。经过多年发展，中国焦化产业已形成庞大的产能规模，根据中国炼焦行业协会的统计，截至2020年底，全国焦炭产能约6.34亿吨，但国内焦炭产能分布零散，集中度较低，300万吨/年及以上规模的企业相对较少。2021年，国内焦化行业持续深化供给侧结构性改革，新上项目多为6.25米捣固和7米以上顶装焦炉等行业领先装置，同时逐步推进淘汰落后产能。行业绿色低碳发展水平不断提升，以应对原燃料价格高位运行、碳达峰碳中和等带来的影响。综合来看，焦炭及其下游钢铁行业作为碳排放大户，产能产量压减、能耗双控、低碳发展政策趋严，2021年，国内焦炭产量为4.64亿吨，同比下降2.2%。

焦炭价格大幅上涨。2021年，炼焦煤等原料大幅上涨对焦炭行业形成了较强的成本支撑，同时，疫情发生以来焦炭供应趋紧，综合影响下，国内焦炭产品价格连续上涨。以>40毫米焦炭为例，其平均价格为2927元/吨，同比上涨52.3%。

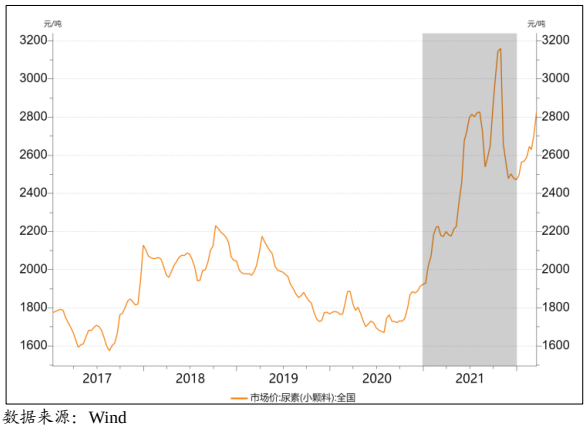
随着海外疫情逐步得到控制，海外需求加大，焦炭出口量价齐升。2021年，焦炭出口量为645万吨，同比增长75.38%，出口平均价格为366.7美元/吨，同比上涨65.53%；焦炭进口量为133万吨，同比下降55.3%，焦炭进口价格为338.0美元/吨，同比上涨45.74%。

（2）煤制合成氨（尿素）

有效产能增加，行业开工率提高。近年来，国内持续推进尿素等传统行业的供给侧改革，随着落后产能的淘汰，国内尿素产能自2015年突破8000万吨后持续回落，2020年国内尿素产能已降至7260万吨左右。2021年，国内尿素名义产能与上年持平，但受益于尿素市场价格上行，有效产能较上年有所增加，有效产能6643万吨，同比增长4.55%，其中，煤制尿素5090万吨，占有效产能的76.62%。生产方面，国内主要尿素装置保持平稳，全年产量为5566万吨，与上年基本持平，较疫情前的2019年略有增加，行业开工率提升至75%以上。

全年尿素价格总体上行。2021年是中国尿素价格大幅增长的一年，年内价格两次突破历史高位。一方面在新冠肺炎疫情期间，国际主要经济推行宽松的货币政策，促使煤炭、天然气、原材料等价格上涨，进而对尿素市场形成了较强的成本支撑；另一方面，疫情影响了一部分尿素企业生产和流通，随着农业播种需求的到来，国内尿素市场出现了阶段性供需失衡，尿素市场价格在此期间出现较大波动。以尿素小颗粒为例，2021年价格波动区间为1900～3200元/吨，价格重心较2020年大幅提升，全年小颗粒价格指数均价约为2400元/吨。

图 4　2017 年以来中国尿素价格



数据来源：Wind

（3）煤制甲醇

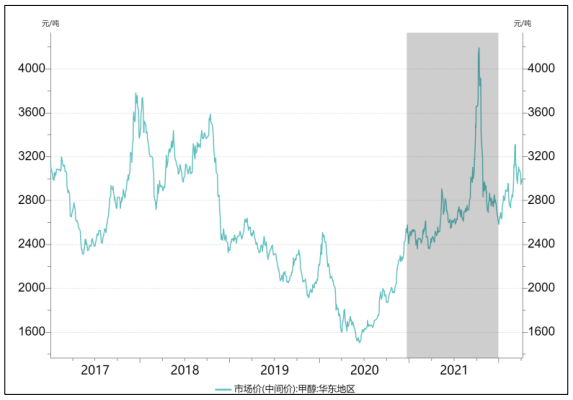
产能持续增长，装置开工率一般。煤制甲醇是传统煤化工中成熟的技术和产品，因国内煤炭资源相对丰富，煤制甲醇的成本远远低于天然气制甲醇的成本，煤制甲醇工业具备较强竞争优势。近年来甲醇产能呈增长态势，2021年，国内甲醇产能约9929万吨，同比增长7.9%，

其中煤制甲醇占比超过八成，其余为焦炉煤气制甲醇和少量天然气制甲醇。2021年产量达到6410万吨，同比增长17.76%，行业平均产能利用率约为65%，装置开工率有待进一步提升。

市场需求向好。随着近年来甲醇制低碳烯烃、甲醇制丙烯、甲醇制汽油和甲醇制芳香烃的发展，甲醇市场不断扩大，国内甲醇消费增长较快，2021年甲醇表观消费量约7493万吨，同比增长11.29%。

甲醇价格受原材料影响显著，年内大幅波动。甲醇价格受煤炭等原材料影响较大，2021年前三季度甲醇价格在2600元/吨上下震荡，三季度末受原料煤炭价格大幅上涨影响，甲醇价格被迅速推高，达到近五年极值，之后随着煤炭价格回调而大幅回落。截至2021年末，甲醇价格已降至2580元/吨，与年初基本持平。

图 5　2017 年以来中国甲醇价格



数据来源：Wind

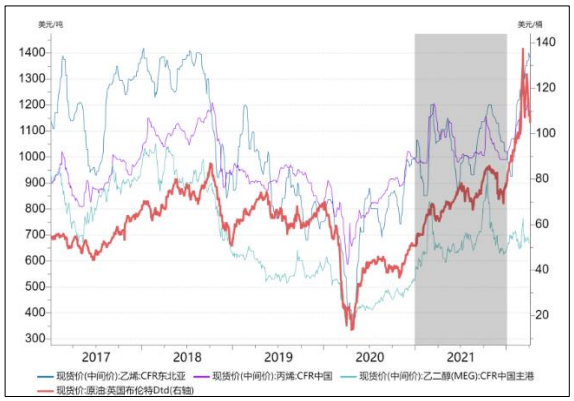
（4）现代煤化工

现代煤化工是以煤炭为原料，以替代石油路线为基本目标，将煤以气化、液化和加氢等方式深加工，得到各类高附加值、清洁环保化工原材料的过程。主要产品包括煤制汽油、柴油、天然气，煤制乙二醇、煤制甲醇制乙烯和丙烯等烯烃类基础化工品。

现代煤化工产业稳步发展，已形成较为鲜明的产业格局。近年来，煤制油、煤制烯烃及其衍生物、煤制天然气、煤制乙二醇等一批煤基化学品和燃料的示范项目在陆续建设和投产。国内已形成以蒙西、陕西、山西、宁夏为核心，以新疆、青海为补充，以东部沿海为外延的现代煤化工产业布局。

现代煤化工产品价格受原油影响较大，2021年整体上行。由于和石油线路部分产品的同质化，现代煤化工与石化存在较强的竞争性。2020年，由于新冠疫情和低油价的双重影响，主要化工品价格处于相对低位，煤制油、煤制烯烃等现代煤化工行业经营受到冲击。2021年以来，随着疫情的控制，消费端对各类化工品的需求增加，而在此期间国际原油价格的上涨进一步助推了乙烯、丙烯等基础化工品价格的上行，现在煤化工产品竞争力逐渐显现。

图 6　2017 年以来主要现代煤化工产品与原油价格走势



数据来源：Wind

4.　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。2021 年，全区生产总值增速同比提升，固定资产投资同比增长，但基础设施投资有所下降。

根据宁夏回族自治区统计局公布数据，2021 年，全区实现生产总值 4522.31 亿元，按不变价格计算，比上年增长 6.7%，两年平均增长 5.3%。其中，第一产业增加值 364.48 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 2021.55 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 2136.28 亿元，增长 7.1%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 8.1%，第二产业增加值比重为 44.7%，第三产业增加值比重为 47.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值 62549 元，比上年增长 6.1%。

图 7　2017－2021 年全区生产总值及其增长速度



数据来源：宁夏回族自治区国民经济和社会发展统计公报

2021年，全区全社会固定资产投资比上年增长2.7%。其中，固定资产投资（不含农户）增长2.2%。在固定资产投资（不含农户）中，基础设施投资下降2.8%，占固定资产投资（不含农户）的比重为16.6%。全年全区一般公共预算总收入795.06亿元，比上年增长12.9%。其中，地方一般公共预算收入460.01亿元，增长9.7%。在地方一般公共预算收入中，税收收入300.74亿元，增长14.0%，占地方一般公共预算收入的65.4%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 300.00 亿元，实收资本为 300.00 亿元，宁夏政府持有公司 100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

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，是宁夏铁路建设投融资主体，其中供水、供热和铁路运输业务区域专营优势显著，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2021年底，公司供水市场覆盖自治区三分之一区域，服务人口占自治区总人口一半以上；拥有电力总装机容量158万千瓦，城市供热面积超过3200万平方米。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显著的区域专营优势。

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吴忠至中卫高铁正式开通运营。截至2021年底，公司累计完成铁路投资208.20亿元。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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2022年5月31日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 5 月底，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司总经理和部分董事变更，治理结构和管理制度方面无重大变化。

2022 年 1 月，按照宁夏回族自治区印发的宁党干字〔2022〕4 号、宁政干发〔2022〕2 号文件精神，王勇任公司党委副书记，提名为总经理人选；李应文不再担任公司党委副书记，提名免去总经理职务。2 月 7 日，经公司第二届第三十次董事会表决通过，任王勇为公司总经理，李应文不再担任总经理职务。

王勇先生，1968 年出生，大学学历，中共党员。历任宁夏回族自治区工交处科员、副主任科员；宁夏回族自治区财政厅企业处主任科员；宁夏自治区国资委产权管理处主任科员、副处长、处长；2014 年 7 月至 2017 年 3 月任公司副总经理；2017 年 3 月至 2020 年 9 月任宁夏自治区国资委党委委员、副主任；2020 年 9 月至 2022 年 2 月任宁夏国有资产投资控股集团有限公司党委副书记、总经理；2022 年 1 月起任公司党委副书记；2022 年 2 月起任公司总经理；2022 年 3 月起任公司董事。

按照宁夏国资委任免通知宁国资任〔2022〕1号、宁国资任〔2022〕3号文件精神，王勇任公司第二届董事会董事、勾红玉任公司第二届董事会外部董事；李应文不再担任公司第二届董事会董事职务。

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业总收入同比增长，收入构成保持稳定；2021年受煤价上涨影响，发热供电业务毛利率同比下降幅度较大，导致全年整体毛利润同比略有下滑。2022年一季度，公司营业总收入同比增长，毛利率同比下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍涉及发电供热、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宁夏煤业公司。

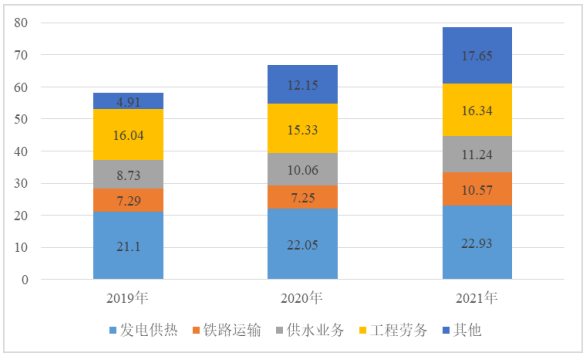
2021年，受益于发电供热及其他业务收入的增长，公司实现营业总收入78.73亿元，同比增长17.79%。其中，受益于全年风速提升，风电收入同比增长带动2021年发电供热收入同比增长3.99%；铁路运输业务收入同比增长45.83%，主要系货物运量增加所致；受益于供水片区扩大，公司供水业务收入同比增长11.83%；同期，受中标项目数量和工程结算量影响，公司工程劳务业务收入同比增长6.54%；其他业务收入主要包括小额贷款、融资租赁、供应链金融、监理检测、水表和电表等设备的销售和担保服务等，2021年其他业务收入同比增长45.23%，主要系融资租赁和供应链金融业务拓展所致。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率为17.74%，同比减少4.17个百分点，主要系发电供热业务受煤价上涨影响毛利率同比减少16.75个百分点所致。同期，铁路运输、供水和工程劳务业务毛利率同比均有所提升；工程劳务毛利率提升主要得益于公司工程施工服务的质量控制、成本管控能力提升；其他业务受新业务并表影响毛利率同比减少10.31个百分点。

2022年1—3月，发电供热和其他业务收入增长带动公司营业总收入同比增长25.25%。同期，公司综合毛利率同比减少4.21个百分点，主要系发热供电业务原材料成本和供水业务电价成本同比提升所致。

图8　2019—2021年营业总收入构成情况

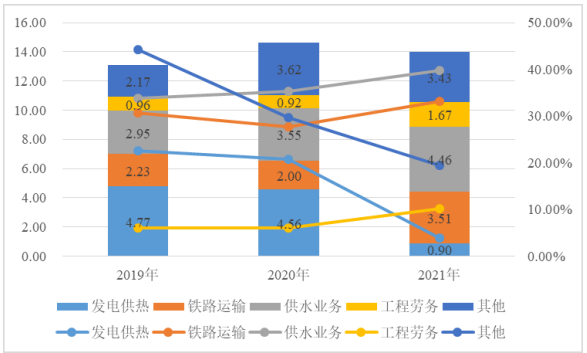
（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图9　2019—2021年毛利润构成及毛利率变动情况

（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

表4　2019—2021年及2022年1－3月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—3月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
发电供热	21.10	36.34	22.60	22.05	32.99	20.67	22.93	29.13	3.92	10.29	38.66	11.82
铁路运输	7.29	12.55	30.61	7.25	10.84	27.63	10.57	13.42	33.20	2.47	9.28	34.05
供水业务	8.73	15.04	33.76	10.06	15.04	35.35	11.24	14.28	39.68	2.34	8.81	25.23

工程劳务	16.04	27.62	6.00	15.33	22.94	5.97	16.34	20.75	10.19	4.65	17.50	3.82
其他	4.91	8.45	44.29	12.15	18.18	29.75	17.65	22.42	19.44	6.85	25.75	17.05
合计	**58.06**	**100.00**	**22.53**	**66.84**	**100.00**	**21.91**	**78.73**	**100.00**	**17.74**	**26.60**	**100.00**	**15.01**

资料来源：公司提供

表5　主要参控股公司财务数据（单位：亿元）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）	是否上市	是否发债	截至2021年底		2021年		资产负债率（%）
					资产总额	负债	营业收入	净利润	
主要控股子公司									
宁夏电力投资集团有限公司	发电供热	100.00	否	否	105.46	83.98	25.37	-1.90	79.63
宁夏水务投资集团有限公司	供水、工程劳务	100.00	否	否	162.90	129.00	33.23	1.10	79.19
西部创业	铁路运输	29.47	是	否	57.70	3.94	12.37	2.26	6.82
宁夏铁路投资有限责任公司	铁路投资建设	100.00	否	否	319.20	102.00	1.30	1.20	31.95
公司合并口径	--	--	**否**	**是**	**902.20**	**374.45**	**78.73**	**22.11**	**41.50**
主要参股公司									
宁夏煤业公司	煤炭、炼油化工	49.00	否	是	1465.58	1053.01	671.39	36.71	71.85
宝塔实业股份有限公司	轴承、船舶电器	29.33	是	否	13.63	5.50	1.75	-1.77	40.35

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；2021年风电收入增长及太阳能三期项目投入运营带动发电供热业务收入同比增长；同时，受煤炭价格大幅上涨影响，业务同比转为亏损。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力投资集团有限公司（以下简称“宁夏电投”）。2021年，受益于风电收入的持续增长及太阳能三期项目投入运营，公司发电供热业务收入同比增长3.99%至22.93亿元。火力发电及供热业务为该板块收入的主要来源，2021年，上述业务分别贡献该板块收入的46.91%和36.28%。2022年1—3月，受益于火力发电收入增长，发电供热板块实现收入10.29亿元，同比增长21.01%。

表6　发电供热业务收入构成（单位：万元）

收入构成	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
火力发电	115969	108309	108623	52823
风力发电	18638	23969	32398	5700
太阳能发电	3768	3765	6516	1725
供热	72608	85556	83999	42607
合计	**210983**	**221599**	**231536**	**102855**

注：2020和2021年合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，运营主体为宁夏电投下属的宁夏电投西夏热电有限公司（以下简称“西夏热电”）。截至2021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。

表7　2019－2021年供热面积及管网铺设情况

项目	2019年	2020年	2021年
供热面积（万平方米）	3321	3280	3280
供热管网（公里）	262	269	269

资料来源：公司提供

在原材料采购方面，主要原材料为煤炭（电煤/标煤）。2021年，公司折合成标煤采购量同

比下降。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，主要供应商为宁夏煤业公司、宁夏锦昇祥隆贸易有限公司等。2021 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 29.86%，对其依赖程度有所下降但仍处于较高水平。采购价格方面，2021 年，煤炭市场价格呈快速上涨趋势，采购均价达到 528.95 元/吨，同比增长 71.93%。

表 8 公司煤炭采购情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
煤炭采购总量（万吨）	307.82	314.37	271.83	96.36
煤炭采购总平均价格（元/吨）	299.62	307.65	528.95	503.10

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，2021 年，受电网负荷及机组停运影响，西夏热电发电量和上网电量均同比下降。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。2021 年，西夏热电平均上网电价保持稳定。同期，受益于设备维修改造，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。

2022 年 1—3 月，西夏热电发电量和上网电量同比保持稳定；供电标准煤耗较 2021 年进一步下降。

表 9 西夏热电部分热电生产、销售指标

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
发电设备平均利用小时（时）	4698	4365	3943	1507
供电标准煤耗（克/千瓦时）	298.81	291.59	278.54	211.90
综合厂用电率（%）	8.73	9.41	9.12	9.26
发电量（亿千瓦时）	51.67	48.01	43.37	16.57
上网电量（亿千瓦时）	47.15	43.05	38.19	14.34
平均上网电价（元/千瓦时）	0.27	0.26	0.26	0.31
产能利用率（%）	91.25	89.67	71.69	83.39

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，业务具有显著的区域专营性。供热业务以提供居民供热为主，2021 年居民、工业供热量占比分别为 69.95%和 30.05%。

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。公司供热业务主要结算模式为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。

2021 年，公司供热产能保持稳定，供热量同比下降；受煤炭成本增长影响，公司平均供热成本同比上升。2022 年 1—3 月，公司供热量同比小幅增长。

表 10 公司供热业务数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
供热产能（万吉焦）	1756.43	1814.00	1814.00	1088.40
供热量（万吉焦）	1352.51	1397.10	1280.99	720.22
其中：居民	896.60	936.35	896.09	510.03
工业	455.90	460.75	384.91	210.20
产能利用率（%）	77.02	77.01	70.62	66.17
平均供热价格（元/吉焦）	45.83	44.07	42.37	36.5
平均供热成本（元/吉焦）	33.81	37.48	44.37	43.76

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全资子公司宁夏电投新能源有限公司（以下简称“电投新能源”）。

截至 2021 年底，公司拥有风机 149 台，风电装机总量 35 万千瓦时。其中，太阳山风电一期项目（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。灵武风电一期项目（4.95 万千瓦）于 2014 年 1 月并网发电。

2021 年，公司风电发电量和上网电量同比分别增长 28.22%和 27.92%，主要系太阳山风电五、六期项目并网运行及全年风量增加所致；2021 年，平均上网电价同比小幅上升，综合厂用电率有所波动，保持相对稳定。

2022 年 1—3 月，公司风电发电量同比下降 37.36%，主要系风量减少所致。

表 11　公司风电业务情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
风电上网电量（万千瓦时）	43589	53199	68052	11754
风电发电量（万千瓦时）	46494	56434	72358	12517
平均上网电价（元/千瓦时）	0.55	0.51	0.54	0.55
综合厂用电率（%）	6.25	5.73	5.95	6.10

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电投新能源。截至 2021 年底，光伏电站的总装机容量为 13 万千瓦。其中，一期 1 万千瓦项目于 2011 年 1 月竣工，核准电价为 1.15 元/千瓦时；二期 2 万千瓦项目于 2014 年 3 月投入运营，核准电价为 1.00 元/千瓦时；三期 10 万千瓦项目于 2021 年 4 月投入运营，该项目位于宁夏吴忠太阳山开发区，现临时接入侯桥第二风电场，待正式线路建成后接入泉眼 330kv 变电站，项目总投资 4 亿元，核准电价为 0.27 元/千瓦时。

2021 年，随着三期项目投入运营，光电发电量和上网电量同比均大幅增长。

表 12 公司光伏发电业务情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
公司光电上网电量（万千瓦时）	4291	4366	16867	4494
公司光电发电量（万千瓦时）	4324	4403	17497	4675
发电设备利用小时（小时）	1441	1455	1346	360
平均上网电价（元/千瓦时）	1.03	0.97	0.44	0.43

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东地区具有显著的区域专营优势，近年来运量逐年增长，但下游集中度高，业绩易受煤炭行业和客户需求变化影响。

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、油品、煤化工产品等，主要运输货品为煤炭。2021 年，宁东铁路货物运输量和货物周转量同比增长。

表 13　公司主要货运业务指标

项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
货物运输量（万吨）	4905	5366	6227	1659
其中：煤炭	4493	4945	5708	1487
货物周转量（万吨公里）	231967	259413	284422	77548

注：货物运输量是指一定时期内铁路运输送的货物吨数；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和它的运输距离的乘积
资料来源：公司提供

作为地方铁路，铁路运输价格由宁夏回族自治区政府调控。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，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，以银行转账或现金方式结算。

表 14　2021 年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	8.54	69.06%
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	0.78	6.27%
中国石化长城能源化工（宁夏）煤业有限公司	0.68	5.49%
宁夏枣泉发电有限责任公司	0.56	4.56%
宁夏京能宁东发电有限责任公司	0.19	1.53%
合计	**10.75**	**86.91%**

注：宁夏煤业公司销售额中包括西部创业子公司宁夏西创运通供应链有限公司提供的大宗货物煤炭贸易产生的收入
资料来源：西部创业2021年年报

4. 供水业务

2021 年，受益于宁夏地区用水需求增长，公司供水范围扩张，供水量增长，带动供水业务收入同比增长。

公司供水业务的运营主体主要为宁夏水务投资集团有限公司（以下简称“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 2022 年 3 月底，公司下属自来水厂数量增加至 55 家，供水能力达到 207 万吨/日（2021 年供水能力下降主要系部分水厂因水源替换停运导致供水能力降低），供水管网达到 17174 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，2021 年为 4.07 亿吨，同比增长 7.22%，主要系中卫水务一体化及长城、太阳山、吴忠、中源、六盘山等供水片区扩大所致。公司供水业务以工业供水为主，2021 年占比为 57.51%。

表 15　公司售水情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
自来水厂数量（个）	42	48	53	55
供水管网（公里）	5779	10106	17152	17174
供水能力（万吨/日）	186	208	199	207
供水总量（万吨）	33296	41215	43707	8435
售水总量（万吨）	31078	37925	40704	7809
其中：工业	19421	22644	23410	4779
居民	5749	5748	7923	1897
其他	5908	9533	9372	1145
平均售水收入（元/千立方米）	2797	2807	2848	2996

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，2021 年受水利水电等基础建设投资规模下降及市场竞争加剧影响，当期新签合同金额同比下降幅度较大。

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回族自治区水利水电工程局（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工程为主。

表 16　近年新签合同情况（单位：万元、个）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
新签合同金额	170530	296798	141725	39023
新签合同数量	67	40	30	5
在建金额	105160	132524	81247	45102

资料来源：公司提供

2021 年，水利水电等基础建设领域投资减少，同时随着诸多大型央企、国企进入宁夏水利建筑市场，加之区内一些建筑、市政工程公司也纷纷涉足水利建筑领域，市场竞争进一步加剧，公司当期新签合同金额同比下降 52.25%。

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路投资有限责任公司（以下简称“宁夏铁投”）。

2015 年以来，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。2021 年，城际公司实现收入 1.34 亿元，净利润为 0.00 亿元。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%股权作为其他权益工具投资核算。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150亿元，资金主要来自财政资金及外部融资，项目的建设投入或将推升公司债务规模。

表17　截至2022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 29 亿元、城际公司股权融资 22 亿元	--	--	2015—2019	1:3:3:3
2	银西高铁	183	225	7:3	79	79	直接融资 5 亿元、宁夏铁投股权融资 28 亿元、财政资金 46 亿元	--	--	2016—2020	2:3:2:2:1
3	中兰铁路	46	40	7:3	21	19	财政资金	2	财政资金	2018—2022	4:3:2:1
4	包银高铁	100	129	4:6	42	13	政府专项债注资资金	29	财政资金	2018—2024	2:3:3:2
合计		464	543	--	194	163	--	31	--	--	--

注：1. 地方由宁夏铁投代为出资，铁总由中国国家铁路集团有限公司下属公司代为出资；2. 公司建设期限为预计时间，与实际建设期限有出入
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 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 亿元（中铁建持有城际公司 30%股权）。上述股权融资公司承担分期回购义务，国开基金股权回购期限为 20 年，利率 1.20%；中铁建股权回购期限为 20 年，利率 4.75%。

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 亿元由中国国家铁路集团有限公司（以下简称“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 40.27 亿元，其中宁夏铁投需出资 28 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 128.70 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，宁夏煤业公司的经营业绩对公司盈利水平影响大，2020 年以来未分红。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及原油价格下跌影响处于亏损状态；2021 年，受益于煤炭和原油等能源价格上涨及疫情缓解，宁夏煤业公司业绩大幅提升，超过 2019 年达到近 10 年来最高水平。

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。

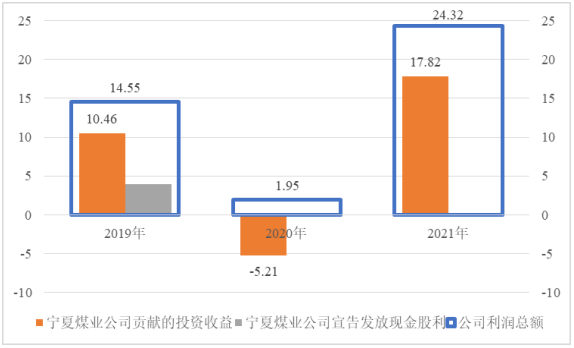
表 18　2019－2021 年宁夏煤业公司投资收益及关联交易情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
公司利润总额	14.55	1.95	24.32
公司投资收益	11.01	-3.30	17.06
宁夏煤业公司贡献的投资收益	10.46	-5.21	17.82

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铁路运输服务的关联交易规模	4.28	4.43	8.54
宁夏电投向宁夏煤业公司购煤的关联交易规模	--	3.25	4.54

注：2019 年宁夏电投向宁夏煤业公司购煤的关联交易规模未披露
资料来源：公司审计报告，联合资信整理

图 10　2019—2021 年公司利润总额、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

宁夏煤业公司是宁夏回族自治区内唯一的煤炭生产、加工及深加工特大型企业，在区域市场处于主导地位，目前拥有控矿权资源储量以及拥有采矿权资源储量在宁夏回族自治区占比均达到 90%以上，资源优势明显。宁夏煤业公司主营业务包括煤炭开采洗选和煤化工板块。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。2021 年，受益于煤炭和原油等能源价格上涨及疫情缓解，宁夏煤业公司营业总收入同比增长 84.66%，达到近 10 年来最高水平。

表 19　2019－2021 年宁夏煤业公司财务数据

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额	1328.10	1417.30	1465.58
净资产	400.22	374.03	412.57
营业总收入	411.01	363.59	671.39
其中：煤炭	104.04	104.64	307.50
煤化工	286.11	233.64	334.33
毛利润	157.78	107.69	180.74
利润总额	28.10	-8.81	44.63
净利润	20.93	-9.83	36.71

资料来源：Wind

煤炭业务方面，宁夏煤业公司煤炭资源丰富，主要有 3 个生产矿区，分别是石炭井矿区、宁东矿区和横城矿区。截至 2021 年底，宁夏煤业公司保有煤炭资源储存量 141.32 亿吨，可采储量 76.16 亿吨；拥有生产矿井 14 处，核定产能为 8120 万吨/年。

煤化工业务方面，截至 2021 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 177.24 万吨/年，终端产品聚丙烯 43.22 万吨/年，同时产出副产品汽油 20.23 万吨/年、LPG（液态燃料）6.81 万吨/年、硫磺 1.53 万吨/年；50 万吨/年甲醇制烯烃装置可生产终端产品聚丙烯 50.96 万吨/年，同时产出副产品汽油组分油 19.29 万吨/年、LPG（液态燃料）7.05 万吨/年、硫铵 8.30 万吨。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 85 万吨/年，主产均为甲醇，同时副产液氧、液氮、硫磺等产品。

8. 未来发展

公司为地方国有资产管理运营平台，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，坚持以经济效益为中心，资本经营为重点，充分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；努力发展与境内外战略投资者的合作领域，积极开拓融资途径，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。针对公司资产证券化率较低、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 2021 年底，上述项目累计投入 18.38 亿元，尚需投资 19.79 亿元。

表 20　截至 2021 年底的重大在建项目情况（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	累计投资	资本金到位情况	2022 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	23.66	0.13	23.54	9.68	0.13	8.00
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	14.51	0.00	14.51	8.70	0.00	2.50
合计				**38.17**	**0.13**	**38.05**	**18.38**	**0.13**	**10.50**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021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2022年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2021年，宁夏电投新成立两家子公司，截至2021年底，公司合并范围内共有10家二级子公司。2022年一季度，公司合并范围新增1家子公司。整体看，公司新增子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至 2021 年底，公司合并资产总额为 902.20 亿元，所有者权益合计 527.75 亿元（含少数股东权益 178.02 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 78.73 亿元，利润总额 24.32 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额为 943.09 亿元，所有者权益合计 543.96 亿元（含少数股东权益 176.28 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 26.63 亿元，利润总额 6.75 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构以非流动资产为主。流动资产中货币资金规模大，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。整体受限资产占比低，资产流动性较弱，资产质量一般。

跟踪期内，随着铁路项目投资的持续进行，公司资产规模持续增长，年均复合增长8.23%。截至2021年底，公司合并资产总额为902.20亿元，较上年底增长8.13%，主要系在建工程投资增加所致。其中，流动资产占17.47%，非流动资产占82.53%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 21　2019－2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**144.85**	**18.81**	**156.44**	**18.75**	**157.58**	**17.47**	**190.86**	**20.24**
货币资金	92.23	63.67	105.62	67.52	88.70	56.29	113.38	59.40
非流动资产	**625.38**	**81.19**	**677.90**	**81.25**	**744.62**	**82.53**	**752.23**	**79.76**

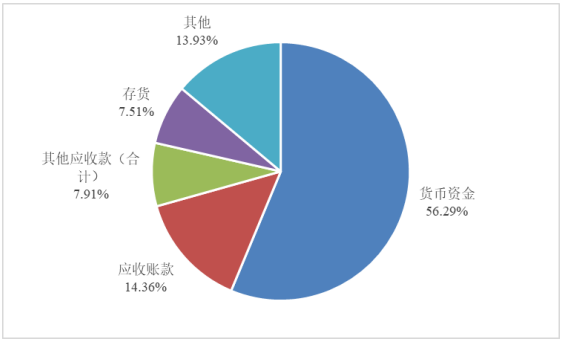
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	86.42	11.61	86.42	11.49
长期股权投资	271.10	43.35	186.80	27.56	204.14	27.42	209.08	27.79
固定资产（合计）	163.68	26.17	180.67	26.65	186.58	25.06	184.82	24.57
在建工程（合计）	136.04	21.75	64.55	9.52	104.17	13.99	109.04	14.50
无形资产	11.90	1.90	124.89	18.42	126.99	17.05	127.01	16.88
资产总额	**770.22**	**100.00**	**834.34**	**100.00**	**902.20**	**100.00**	**943.09**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产合计157.58亿元，较上年底增长0.73%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款（合计）和存货构成。

图11　截至2021年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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，公司货币资金持续保持较大规模。截至2021年底公司货币资金为88.70亿元，较上年底下降16.02%。其中，银行存款占98.37%；使用受限制的货币资金为1.65亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

截至2021年底，公司应收账款账面价值为22.62亿元，较上年底增长43.54%，主要系宁夏电投应收电费增加、宁夏共赢投资有限责任公司（以下简称“共赢公司”）类金融业务规模扩大及西部创业应收货款增加所致。公司应收账款中，预计无信用损失组合占39.74%，按账龄计提的组合占47.13%，其中，1年以内的占63.97%，1～2年的占14.63%，2～3年的占5.82%，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35.17%，集中度一般。公司共计提坏账准备3.66亿元，计提比例为13.93%。

表22　截至2021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	74448.69	28.32	0.00
甘肃靖煤晶虹能源有限公司	7772.50	2.96	884.13
中宁县住房和城乡建设局	4125.86	1.57	0.00
2017-2021 年度采暖费	3313.33	1.26	0.00
中国铁建大桥工程局集团有限公司中卫下河沿黄河桥	2786.51	1.06	0.00
合计	**92446.89**	**35.17**	**884.13**

资料来源：公司财务报告

公司其他应收款主要为城际公司依据《石嘴山至固原城际铁路（吴中至中卫段）PPP项目特许经营协议》应收的对特许经营期内可行性缺口补贴，集中度较高。截至2021年底，公司其他应收款（合计）为12.46亿元，较上年底增长3.20%。公司共计提坏账准备3.35亿元，计提比例为21.25%。

表 23　截至 2021 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（%）	坏账准备
宁夏回族自治区财政厅	应收政府补助	4.68	1 年以内、1-2 年	29.72	0.00
宁夏国际饭店	债权转让款	1.16	5 年以上	7.34	1.16
湖北碳排放权交易中心有限公司	碳排放交易款	0.30	1 年以内	1.93	0.00
德恒证券	往来款	0.35	5 年以上	2.22	0.00
宁夏京华电力投资发展有限公司	往来款	0.20	5 年以上	1.3	0.20
合计	--	**6.69**	--	**42.51**	**1.36**

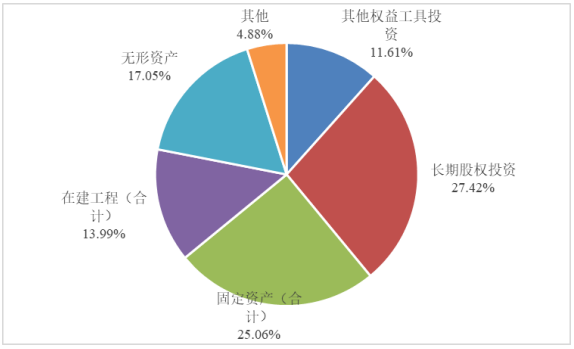
资料来源：公司财务报告

截至2021年底，公司存货为11.84亿元，较上年底增长314.99%，主要系下属宁夏高铁综合开发有限责任公司（以下简称“高铁综合开发公司”）新增吴中高铁片区房地产开发业务所致。存货主要由开发成本、合同履约成本和原材料构成，累计计提存货跌价准备0.18亿元，计提比例为1.54%。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产合计744.62亿元，较上年底增长9.84%，主要由其他权益工具投资、长期股权投资、固定资产（合计）、在建工程（合计）和无形资产构成。

图12　截至2021年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司其他权益工具投资为86.42亿元，主要包括宁夏铁投持有的银西铁路公司27.59%股权79.13亿元、宁夏电投持有的宁夏银行股份有限公司5.19%股权3.86亿元和中铝宁夏能源集团有限公司5.56%股权2.12亿元。

公司长期股权投资主要由宁夏煤业公司49%股权构成。截至2021年底，公司长期股权投资为204.14亿元，较上年底增长9.28%，主要系宁夏煤业公司实现投资收益所致。2020年，公司新增对宁夏政府下属宝塔实业股份有限公司（以下简称“宝塔实业”，证券代码000595.SZ，截至2022年3月底参考市值为10.39亿元）的出资。

表24　截至2021年底主要联营企业

（单位：亿元）

联营企业	账面价值	持股比例（%）	2021年投资收益
宁夏煤业公司	191.89	49.00	17.82
宝塔实业	4.56	29.33	-0.53
宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司	1.65	40.00	0.22
国药控股宁夏有限公司	1.60	27.29	0.07
国家电投集团宁夏能源铝业有限公司	0.75	23.95	0.43
合计	**200.45**	**--**	**18.01**

注：除宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司由宁夏水投持股，国药控股宁夏有限公司由共赢公司持股外，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2021年底，公司固定资产（合计）186.58亿元，较上年底增长3.27%。其中，房屋及建筑物占62.70%，机器设备占32.95%。公司累计折旧70.61亿元，计提减值准备0.85亿元。

截至2021年底，公司在建工程（合计）104.17亿元，较上年底增长61.37%，主要系城际公司铁路建设项目验工计价、宁夏水投水利项目工程增加所致。公司在建项目主要包括中卫至兰州铁路项目29.44亿元、包头至银川铁路项目36.40亿元、银川都市圈东线供水工程8.69亿元及清水河城乡供水工程9.09亿元等。上述四个项目预算数合计188.09亿元，2021年投入35.48亿元，累计投入83.63亿元，未来需投入资金规模大。

截至2021年底，无形资产为126.99亿元，主要由特许权114.65亿元和土地使用权为11.56亿元。特许权系吴忠至中卫铁路项目建成通车形成的无形资产-特许权，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。

截至2021年底，公司受限资产合计6.10亿元，主要为受限货币资金1.65亿元和用于融资租赁抵押担保的固定资产1.80亿元。另外，公司下属电投集团和水投集团等企业涉及子公司股权、水费、电费、燃气收费权、发电权收入等质押融资金额为57.09亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额为943.09亿元，较上年底增长4.53%，主要系一季度发行债券融资导致货币资金增加所致。其中，流动资产占20.24%，非流动资产占79.76%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较2021年底变化不大。

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及利润积累，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。

截至2021年底，公司所有者权益合计527.75亿元，较上年底增长9.14%，主要系收到自治区财政厅下拨的铁路项目建设和运营专项资金、盈利积累及城际铁路收到铁总方面出资导致少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为66.27%，少数股东权益占比为33.73%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占56.85%、5.86%和2.22%。所有者权益结构稳定性好。

截至2022年3月底，公司所有者权益合计543.96亿元，较上年底增长3.07%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。

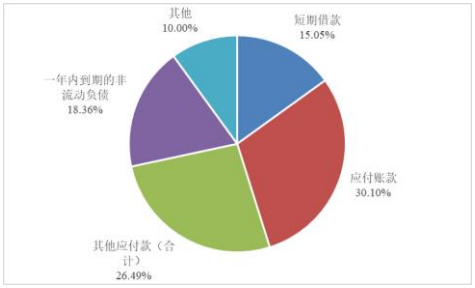
（2）负债

跟踪期内，公司负债规模持续增长，以非流动负债为主；有息债务以长期债务为主，结构较合理，债务负担处于合理水平。

截至2021年底，公司负债总额为374.45亿元，较上年底增长6.75%，主要系长期借款增加所致。其中，流动负债占29.19%，非流动负债占70.81%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司流动负债合计109.30亿元，较上年底增长1.49%。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13　截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司短期借款为16.45亿元，较上年底下降30.48%，主要系宁夏水投优化贷款结构，长短期贷款置换所致。截至2021年底，公司短期借款中，保证借款占57.82%，信用借款占29.03%，抵押借款占8.17%。

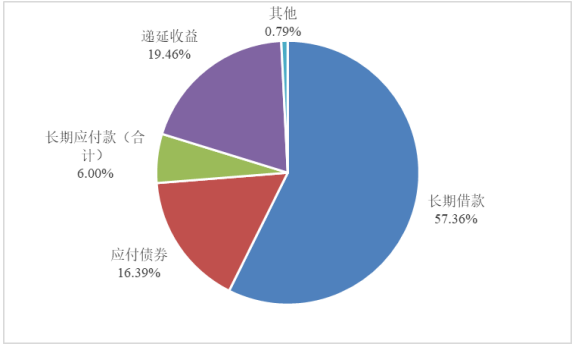
截至2021年底，公司应付账款为32.90亿元，较上年底增长17.10%，主要系城际公司应付工程款增加所致。应付账款账龄以一年以内（占82.35%）为主。

截至2021年底，公司其他应付款（合计）28.95亿元，较上年底增长25.26%，主要系高铁综合开发公司应付款项暂时挂账所致。公司其他应付款主要由股权转让款、往来款、质保金和押金及保证金构成。截至2021年底，股权转让款合计13.82亿元[4]，其中，应付宁夏煤业公司11.72亿元。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债20.06亿元，较上年底增长2.39%，主要为一年内到期的长期借款和长期应付款。

截至2021年底，公司非流动负债合计265.15亿元，较上年底增长9.08%，主要系长期借款增长所致。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）和递延收益构成。

图14　截至2021年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司长期借款为152.08亿元，较上年底增长23.24%，主要系宁夏水投优化贷款结构，长短期贷款置换所致；长期借款主要由信用借款（占50.39%）、质押借款（占

[4] 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14.74亿元。

28.70%）和保证借款（占 18.93%）构成。

截至 2021 年底，公司应付债券为 43.47 亿元，较上年底下降 5.49%。

表25　截至2021年底公司应付债券情况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	期末余额
19 宁夏国资 MTN001	5.00	2019 年 5 月	3 年	5.13
20 宁夏国资 MTN001	1.70	2020 年 2 月	3 年	1.75
20 宁夏国资 MTN002	6.00	2020 年 4 月	3 年	6.11
20 宁夏国资 MTN003	13.00	2020 年 6 月	3 年	13.06
20 宁夏国资 MTN004	6.70	2020 年 9 月	3 年	6.77
21 宁资债 01	5.00	2021 年 4 月	3 年	5.00
21 宁夏国资 SCP003	1.80	2021 年 8 月	270 天	1.82
21 宁夏国资 SCP004	1.50	2021 年 8 月	270 天	1.51
21 宁夏国资 SCP005	2.30	2021 年 10 月	270 天	2.31
合计	**43.00**	--	--	**43.47**

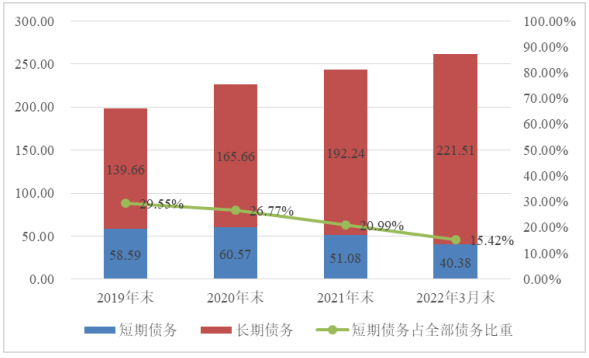
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司长期应付款（合计）15.91 亿元，较上年底下降 43.12%，主要系共赢公司下属再担保业务经营主体归还政府专项资金所致。公司长期应付款（合计）中，长期应付款为 7.47 亿元，主要为融资租赁款；专项应付款为 8.43 亿元，主要由水投专项资金 4.00 亿元和铁路建设专项资金 1.56 亿元构成。

公司递延收益主要为收到的政府补助。截至 2021 年底，公司递延收益为 51.60 亿元，较上年底增长 18.35%，主要系新增清水河流域城乡供水工程中央财政补助资金 6.23 亿元所致。

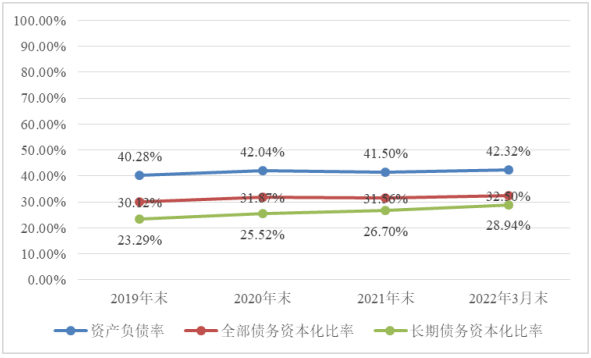
截至 2022 年 3 月底，公司负债总额为 399.13 亿元，较上年底增长 6.59%，主要系公司发行债券所致。其中，流动负债占 26.79%，非流动负债占 73.21%，负债结构较上年底变化不大。

图 15　2019－2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 16　2019－2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，随着在建项目的持续投入，截至 2021 年底，公司全部债务为 243.32 亿元，较上年底增长 7.55%。债务结构方面，短期债务占 20.99%，长期债务占 79.01%，以长期债务为主。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务为 261.89 亿元，较上年底增长 7.63%，主要系发行债券所致。

从债务指标来看，截至 2021 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 41.50%、31.56%和 26.70%，较上年底分别下降 0.54 个百分点、下降 0.32 个百分点和提高 1.18 个百分点。截至 2022 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 42.32%、32.50%和 28.94%，较 2021 年底分别提高 0.82 个百分点、提高 0.94 个百分点和提高 2.24 个百分点。公司债务负担处于合理水平，同时考虑到公司承担的铁路建设相关的股权融资等表外因素，公司实际债务负担高于指标测算。

从债务期限分布看，截至2021年底，公司有息债务2022年内到期金额为47.05亿元，占2021年底有息债务19.46%，集中兑付压力尚可。

表 26　截至 2021 年底公司有息债务期限结构

（单位：亿元）

有息债务类别	6 个月以内（含）	6 个月（不含）至 1 年（含）	1 年（不含）至 2 年（含）	2 年以上（不含）	合计
公司信用类债券	8.30	2.30	27.40	5.00	**43.00**
金融机构借款	11.91	24.54	14.68	147.67	**198.80**
合计	**20.21**	**26.84**	**42.08**	**152.67**	**241.80**
占比（%）	**8.36**	**11.10**	**17.40**	**63.14**	**100.00**

资料来源：公司公司债券2021年年度报告

4. 盈利能力

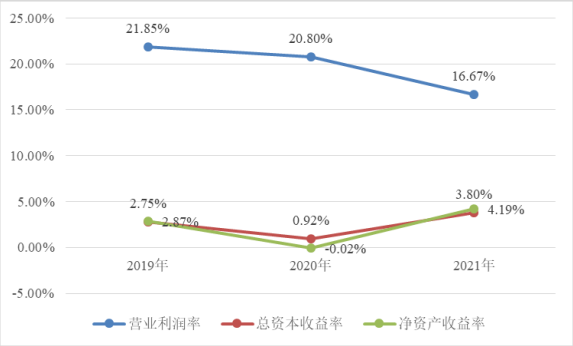
2021年，公司收入规模同比增长，毛利润规模保持稳定；期间费用对利润存在侵蚀；公司利润总额主要来自宁夏煤业公司贡献的投资收益，受其业绩起伏影响波动大。

2021年，公司实现营业总收入78.73亿元，同比增长17.79%，主要系铁路运输及其他业务收入增长所致；营业成本为64.77亿元，同比增长24.09%，主要系2021年煤炭价格上行，燃料成本上升所致。2021年，公司营业利润率为16.67%。

从期间费用看，2021年，公司费用总额为10.67亿元，同比增长8.85%，主要系管理费用中的职工薪酬和研发费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为5.43%、50.11%、5.28%和39.19%，以管理费用和财务费用为主。2021年，公司期间费用率为13.55%。公司费用规模较大，对整体利润存在侵蚀。

非经常性损益方面，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。2020－2021年，公司投资收益分别为-3.30亿元、17.06亿元，其中，宁夏煤业公司贡献的投资收益分别为-5.21亿元和17.82亿元；同期，公司投资收益分别占利润总额的-169.41%和70.16%，对利润影响大。2021年，其他收益为3.69亿元，主要来自城际铁路项目营运亏损补贴。

图 17　2019－2021 年公司盈利指标



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.80%、4.19%，同比分别提高2.87个百分点和4.21个百分点。

与所选公司比较，公司总资产报酬率偏低，整体盈利水平偏低。

表 27　2021 年可比企业盈利情况对比

公司名称	营业总收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
北京祥龙资产经营有限责任公司	351.88	10.49	6.65	9.05
广东省广物控股集团有限公司	669.19	4.79	4.16	6.60
华鲁控股集团有限公司	395.50	32.02	20.60	24.15
公司	78.73	17.71	3.28	5.87

资料来源：Wind

2022年1－3月，公司实现营业总收入26.63亿元，同比增长25.37%，主要系发电供热及其他业务收入同比增加所致；营业利润率为14.34%，同比下降4.18个百分点，主要系发电供热和供水业务成本上升所致。

5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金保持净流入状态，净流入规模有所下降，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。

表 28　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	80.96	86.14	141.36	29.91

经营活动现金流出小计	67.26	72.71	130.29	29.19
经营现金流量净额	**13.70**	**13.43**	**11.06**	**0.72**
投资活动现金流入小计	12.65	40.57	9.17	0.17
投资活动现金流出小计	51.78	96.41	80.62	13.07
投资活动现金流量净额	**-39.13**	**-55.83**	**-71.45**	**-12.91**
筹资活动前现金流量净额	**-25.43**	**-42.40**	**-60.39**	**-12.19**
筹资活动现金流入小计	91.25	141.53	126.38	46.61
筹资活动现金流出小计	75.76	87.82	82.09	11.42
筹资活动现金流量净额	**15.49**	**53.71**	**44.29**	**35.19**
现金收入比（%）	**97.81**	**105.06**	**109.97**	**93.55**

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入和流出分别为 141.36 亿元和 130.29 亿元，同比分别增长 64.10%和 79.20%，主要系主营业务收入和成本增加及宁夏水投收到清水河项目经营补贴、共赢集团退回托管资金导致收到/支付其他与经营活动有关的现金增加所致。2021 年，公司经营活动现金净流入 11.06 亿元，同比下降 17.65%。2021 年，公司现金收入比为 109.97%，同比提高 4.91 个百分点，收入实现质量良好。

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，2021 年，公司投资活动现金流入为 9.17 亿元；同期，投资活动现金流出为 80.62 亿元。2021 年投资活动现金流出主要由购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 61.73 亿元构成，系铁路及水利主要在建工程投资支出。2021 年取得子公司及其他营业单位支付的现金净额为 10.22 亿元，主要为对宁夏铁投的增资。2021 年，公司投资活动现金净流出规模扩大至 71.45 亿元。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -60.39 亿元。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入为 126.38 亿元；其中，吸收投资收到的现金为 31.57 亿元。同期，筹资活动现金流出为 82.09 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2021 年，公司筹资活动现金净额为 44.29 亿元。

2022 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.72 亿元、-12.91 亿元和 35.19 亿元。

6. 偿债指标

截至 2021 年底，公司短期偿债能力指标表现良好，长期偿债能力指标表现尚可，间接融资渠道畅通。

表 29　公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	182.57	145.26	144.17
	速动比率（%）	176.98	142.61	133.34
	经营现金/流动负债（%）	17.27	12.47	10.12
	经营现金/短期债务（倍）	0.23	0.22	0.22
	现金类资产/短期债务（倍）	1.67	1.87	1.83
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	27.78	18.56	22.89
	全部债务/EBITDA（倍）	7.14	12.19	10.63
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.06	0.05
	EBITDA/利息支出（倍）	4.02	2.79	2.97
	经营现金/利息支出（倍）	1.98	2.02	1.44

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的145.26%和142.61%下降至144.17%和133.34%，公司流动资产对流动负债的保障程度良好。截至2021年底，公司经营现金流动负债比率为10.12%，同比下降2.35个百分点。截至2021年底，公司经营现金/短期债务为0.22倍。截至2021年底，公司现金短期债务比由上年底的1.87倍下降至1.83倍，现金类资产对短期债务的保障程度良好。截至2022年3月底，公司流动比率与速动比率分别为178.49%和163.04%，较2021年底分别提高34.32个百分点和29.70个百分点，现金短期债务比为2.90倍，较2021年底提高1.07倍。整体看，公司短期偿债指标表现较好。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA为22.89亿元，同比增长23.29%。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.79倍提高至2.97倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的12.19倍下降至10.63倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱；经营现金/利息支出由上年的2.02倍下降至1.44倍，经营现金对利息支出的保障程度良好。整体看，公司

长期债务偿债指标表现一般。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司获得的银行授信总额为人民币567.00亿元，未使用额度372.24亿元，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. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部主要职能为融资控股平台，经营性活动较少，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 2021 年底，母公司资产总额为 433.75 亿元，其中，流动资产 66.50 亿元（占 15.33%），非流动资产 367.25 亿元（占 84.67%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 49.98%）和其他应收款（合计）（占 49.80%）构成，其他应收款主要为对下属子公司的资金支持，资金成本由各子公司承担；非流动资产主要由长期股权投资（占 99.11%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 33.23 亿元。

表 30　截至 2021 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（%）
宁夏铁投	银西项目中期票据及公司债	15.00	2 年以内	43.32
宁夏电投	内部借款及利息等	5.76	2 年以内	16.62
高铁综合开发公司	内部借款	4.37	2 年以内	12.62
宁夏国运基金管理有限责任公司	内部借款及往来款	3.14	3 年以内	9.06
银川热电	内部借款	2.00	2-3 年	5.78
合计	--	**30.27**	--	**87.40**

注：上述其他应收款均未计提坏账准备
资料来源：公司财务报告

截至 2021 年底，母公司负债总额为 83.29 亿元，较上年底增长 23.94%。其中，流动负债 38.26 亿元（占 45.93%），非流动负债 45.03 亿元（占 54.07%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 99.69%）构成，其他应付款主要为和宁夏铁投的往来款；非流动负债主要由应付债券（占 96.52%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 19.20%，较 2020 年底提高 2.13 个百分点。有息债务方面，截至 2021 年底，母公司全部债务为 43.47 亿元。其中，短期债务占 24.80%、长期债务占 75.20%；母公司全部债务资本化比率为 11.03%，母公司债务负担处于合理水平。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 350.45 亿元，其中，实收资本为 300.00 亿元（占 85.60%）、资本公积为 29.57 亿元（占 8.44%）、未分配利润为 16.34 亿元（占 4.66%），所有者权益稳定性较高。

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权益法核算的投资收益。2021 年，母公司营业总收入为 0.57 亿元，利润总额为 18.04 亿元。同期，母公司投资收益为 16.71 亿元（取得投资收益收到的现金 0 亿元）。

现金流方面，母公司经营活动现金流主要为与下属子公司之间的往来款，2021年经营活动产生的现金流量净额为22.58亿元；2021年投资活动产生的现金流量净额为-10.22亿元，主要为母公司收到财政资金后对宁夏铁投的出资；筹资活动中，吸收投资收到的现金为10.00亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为3.95亿元，筹资活动产生的现金流量净额为3.55亿元。

十、外部支持

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，持续获得政府资金支持。

表 31　2021 年政府资金支持情况

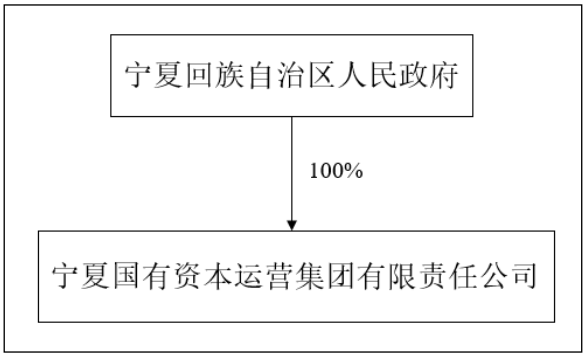
年份	文件编号	文件名称	金额（亿元）	备注
2021 年	宁财（建）指标〔2021〕9 号	《自治区财政厅关于下达 2021 年自治区铁路项目建设和运营专项资金预算指标的通知》	10.00	铁路项目建设和运营专项资金
	合计		**10.00**	--

资料来源：公司财务报告

十一、结论

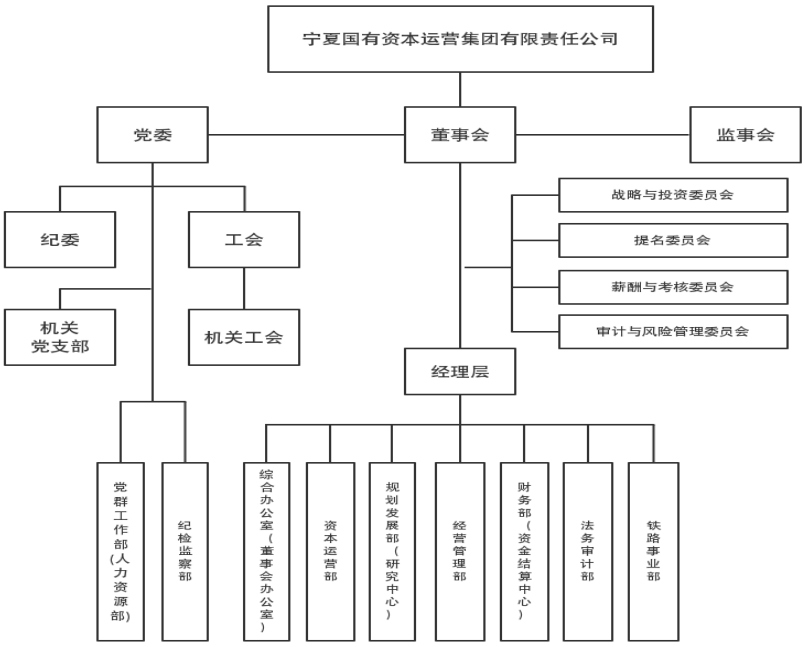
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20宁夏国资MTN001”“20宁夏国资MTN002”“20宁夏国资MTN003”和“20宁夏国资MTN004”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 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 2022 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 2021 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

子公司名称	实收资本（万元）	业务性质	持股比例（%）	享有的表决权（%）	取得方式
宁夏西部创业实业股份有限公司	145,837.47	铁路运输	29.47	29.47	非同一控制下的企业合并
宁夏国运基金管理有限责任公司	4,200.00	基金管理	100.00	100.00	其他
宁夏电力投资集团有限公司	110,180.00	电力及相关产业投资和经营	100.00	100.00	其他
宁夏高铁综合开发有限责任公司	2,000.00	高铁服务	100.00	100.00	投资设立
宁夏融资再担保集团有限公司	43,599.35	再担保	76.60	76.60	其他
国运融资租赁（天津）股份有限公司	20,000.00	融资租赁	100.00	100.00	投资设立
宁夏煤炭勘察工程有限公司	5,000.00	地质勘察	100.00	100.00	其他
宁夏共赢投资有限责任公司	16,830.72	商务服务业	100.00	100.00	其他
宁夏铁路投资有限责任公司	815,510.44	铁路项目投资	100.00	100.00	投资设立
宁夏水务投资集团有限公司	114,126.47	供排水	100.00	100.00	其他

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	98.06	113.06	93.55	117.17
资产总额（亿元）	770.22	834.34	902.20	943.09
所有者权益（亿元）	459.94	483.56	527.75	543.96
短期债务（亿元）	58.59	60.57	51.08	40.38
长期债务（亿元）	139.66	165.66	192.24	221.51
全部债务（亿元）	198.25	226.24	243.32	261.89
营业收入（亿元）	58.06	66.84	78.73	26.63
利润总额（亿元）	14.55	1.95	24.32	6.75
EBITDA（亿元）	27.78	18.56	22.89	--
经营性净现金流（亿元）	13.70	13.43	11.06	0.72
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.25	3.28	2.95	--
存货周转次数（次）	9.96	14.32	8.81	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.08	0.09	--
现金收入比（%）	97.81	105.06	109.97	93.55
营业利润率（%）	21.85	20.80	16.67	14.34
总资本收益率（%）	2.75	0.92	3.80	--
净资产收益率（%）	2.87	-0.02	4.19	--
长期债务资本化比率（%）	23.29	25.52	26.70	28.94
全部债务资本化比率（%）	30.12	31.87	31.56	32.50
资产负债率（%）	40.28	42.04	41.50	42.32
流动比率（%）	182.57	145.26	144.17	178.49
速动比率（%）	176.98	142.61	133.34	163.04
经营现金流动负债比（%）	17.27	12.47	10.12	--
现金短期债务比（倍）	1.67	1.87	1.83	2.90
EBITDA 利息倍数（倍）	4.02	2.79	2.97	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.14	12.19	10.63	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 2019－2021 年应付债券中的一年内到期金额已调整至短期债务；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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	47.78	17.33	33.23	53.78
资产总额（亿元）	419.23	393.60	433.75	465.69
所有者权益（亿元）	321.38	326.40	350.45	366.59
短期债务（亿元）	32.93	13.17	10.78	0.00
长期债务（亿元）	10.14	32.82	32.69	62.31
全部债务（亿元）	43.06	45.99	43.47	62.31
营业收入（亿元）	0.22	0.46	0.57	0.08
利润总额（亿元）	11.29	-3.54	18.04	4.96
EBITDA（亿元）	11.31	-3.51	18.05	--
经营性净现金流（亿元）	17.64	-1.44	22.58	-2.75
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（%）	58.52	86.96	104.12	0.00
营业利润率（%）	94.18	96.23	98.95	99.31
总资本收益率（%）	3.03	-1.05	4.55	--
净资产收益率（%）	3.43	-1.19	5.11	--
长期债务资本化比率（%）	3.06	9.14	8.53	14.53
全部债务资本化比率（%）	11.82	12.35	11.03	14.53
资产负债率（%）	23.34	17.07	19.20	21.28
流动比率（%）	141.17	244.25	173.81	251.73
速动比率（%）	141.17	244.25	173.81	251.73
经营现金流动负债比（%）	32.46	-7.15	59.01	--
现金短期债务比（倍）	1.45	1.32	3.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 2019－2021 年应付债券中的一年内到期金额已调整至短期债务

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持