

信用等级公告

联合〔2020〕079号

联合资信评估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长期信用状况及其拟发行的宁夏国有资本运营集团有限责任公司2020年度第一期中期票据进行综合分析和评估,确定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,宁夏国有资本运营集团有限责任公司2020年度第一期中期票据信用等级为AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年一月十三日



宁夏国有资本运营集团有限责任公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：1.7 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还存量债务

评级时间：2020 年 1 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信一般工商企业主体信用评级模型	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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	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	F1	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		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点：

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”或“宁夏国运”）的评级，反映了公司作为宁夏回族自治区人民政府（以下简称“宁夏政府”）的国有独资公司，定位为自治区政府重要的投融资平台和铁路投融资主体，在国有资产运营管理、区域经济地位、政府支持等方面具备的综合优势。公司控股子公司和重点参股企业业务领域主要集中在铁路、电力、水利、煤炭能源等国民经济重点行业，在宁夏回族自治区境内具有很强的区域地位以及资源优势，公司业务板块多元化，综合抗风险能力很强。同时，联合资信也关注到，公司利润总额对投资收益依赖高、建设项目未来投资规模大、融资压力较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很高。

未来，随着对控股子公司的统一调配和资本运作进一步加强，公司资产和运营规模有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司作为宁夏政府国有独资企业，具有很强的政府支持和资源调配优势。
2. 宁夏政府国资委将所持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司，公司业务涵盖铁路运输、电力、水利、煤炭等领域，行业地位较高。
3. 宁夏政府明确了公司作为自治区铁路建设投融资主体的地位，未来铁路投资规模大，公司铁路建设项目获得政府资本金注入。
4. 受益于工业供水量的增加和水费的提高以及西夏热电二期的投产，公司供水业务及发电供电业务收入增长，整体盈利能力有所提升。
5. 公司财务杠杆较低，融资渠道畅通。

关注

分析师：张文选 张超 石梦遥

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：

中国人保财险大厦 17 层

(100022)

网址：www.lhratings.com

1. 公司收入规模不大，利润对投资收益依赖程度高。
2. 公司经营活动及投资收益产生现金无法覆盖投资支出，相关建设项目未来投资规模大，存在较大的对外融资需求。
3. 公司实收资本中股权占比较高，货币出资比例较低。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	82.52	51.35	108.49	99.09
资产总额(亿元)	553.11	621.70	737.72	748.21
所有者权益(亿元)	331.35	361.63	434.43	450.59
短期债务(亿元)	24.89	34.73	48.73	41.36
长期债务(亿元)	102.32	114.99	141.70	150.94
全部债务(亿元)	127.22	149.72	190.43	192.30
营业收入(亿元)	32.27	42.71	49.56	37.47
利润总额(亿元)	6.17	10.14	13.06	9.77
EBITDA(亿元)	15.84	20.52	25.35	--
经营性净现金流(亿元)	13.10	12.14	10.04	15.14
营业利润率(%)	20.63	16.57	18.50	20.30
净资产收益率(%)	1.67	2.55	2.78	--
资产负债率(%)	40.09	41.83	41.11	39.78
全部债务资本化比率(%)	27.74	29.28	30.48	29.91
流动比率(%)	143.55	86.56	176.80	233.87
经营现金流动负债比(%)	17.15	12.12	11.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	3.82	4.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.03	7.30	7.51	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	281.28	297.23	366.56	411.67
所有者权益（亿元）	236.66	252.41	306.52	316.62
全部债务（亿元）	10.30	25.16	39.72	45.18
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.07
利润总额（亿元）	6.33	13.50	10.28	8.25
资产负债率（%）	15.86	15.08	16.38	23.09
全部债务资本化比率(%)	4.17	9.06	11.47	12.49
流动比率（%）	51.38	55.38	312.21	157.19
经营现金流动负债比(%)	11.51	1.26	2.24	--

注：公司 2019 年三季度财务报表未经审计；将应付债券中的短期融资券计入短期债务；长期应付款中的融资租赁和售后回租费用计入长期债务；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/7/10	张文选 张超 柳丝丝	一般工商企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
AAA	稳定	2017/8/23	张文选 张超 柳丝丝	联合资信主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文
AA+	稳定	2015/5/18	贺苏凝 荣毅	联合资信主体评级方法总论（2013 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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

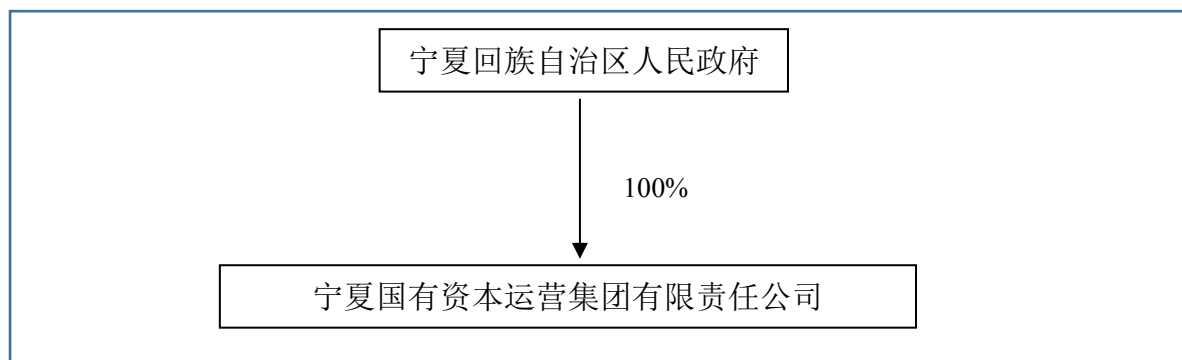
宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）原名宁夏国有投资运营有限公司，成立于 2009 年 9 月，出资人为宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）；2015 年 1 月 8 日，公司更为现名，

出资人由宁夏国资委变更为宁夏回族自治区人民政府（以下简称“宁夏政府”）。截至 2019 年 9 月底，公司注册资本金为 300 亿元，实收资本为 294.92 亿元；宁夏政府持有公司 100% 股份，为公司实际控制人。公司为宁夏自治区级最大的投融资企业和铁路建设的投融资主体。

图 1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

公司本部设综合办公室（董事会办公室）、资本运营部、规划发展部（研究中心）、经营管理部、财务部（资金结算中心）、法务审计部、铁路事业部等职能部门（详见附件 1-2）。截至 2019 年 9 月底，公司共有全资、控股子公司 10 家（详见附件 1-3）。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 737.72 亿元，所有者权益 434.43 亿元（含少数股东权益 143.18 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 49.56 亿元，利润总额 13.06 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总

额 748.21 亿元，所有者权益 450.59 亿元（含少数股东权益 146.73 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 37.47 亿元，利润总额 9.77 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。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册中期票据 33 亿元，本期拟发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 1.7 亿元，期限 3 年，募集资金将用于偿还公司存量债务。

本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016-2018年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年

以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品

制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济分析

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

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“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。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未

来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的 68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的 7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%。其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，中国煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002—2008 年，中国煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，中国煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，中国煤炭供给过剩快速扩大。截至 2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨。其中，有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及

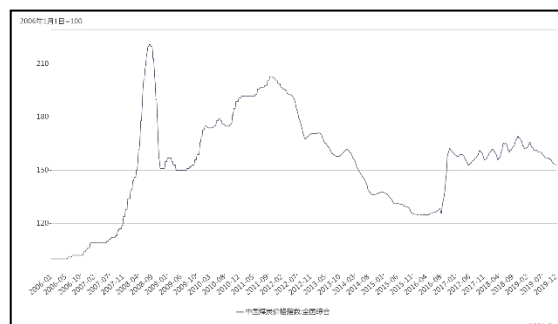
改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局公布的 2015 年煤炭消费量 39.70 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.30 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

煤炭价格

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

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

图 2 煤炭价格指数

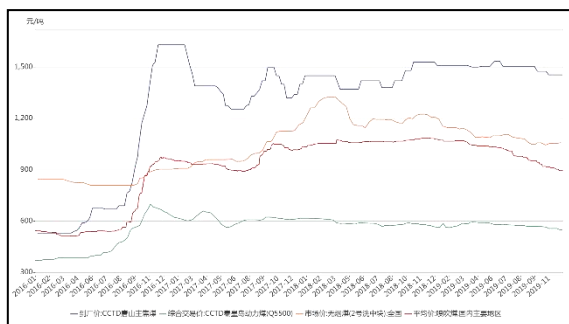


资料来源：Wind

自 2013 年以来，煤炭价格持续下滑，至 2015 年底，煤炭价格降至历史低点。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）、喷吹煤平均价（中国主

要地区)的价格分别为370元/吨、550元/吨、844元/吨和545元/吨。

图3 近年中国主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入2016年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在2016年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏。截至2016年12月31日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（中国主要地区）的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨，分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2018年，煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势有所缓解，煤炭价格波动趋缓，动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势，发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的通知》《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格，受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素，煤炭供需形势趋于相对平衡，煤价波动趋缓，动力煤价格中枢已下移至绿色区域（500元/吨—570元/吨）上边界附近。截至2018年12月3日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（中国主要地区）的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

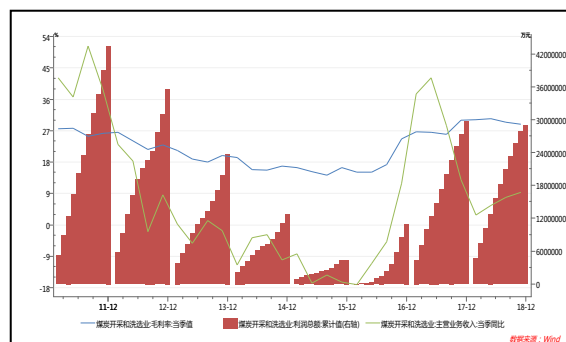
2019年至今，煤炭价格有所下降，截至2019年12月13日，CCTD秦皇岛动力煤综合交易价

（Q5500k）、CCTD唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（中国主要地区）的价格分别为548元/吨、1455元/吨、1058.80元/吨和895元/吨。

行业经济效益

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

图4 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、

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

运输瓶颈长期制约产能释放

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

去产能政策的推进

2016 年 2 月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发〔2016〕7 号)，自此煤炭行业开始步入政府推动下的去产能阶段，该意见提出用 3—5 年时间退出 5 亿吨煤炭产能，压减重组产能 5 亿吨，合计计划退出产能 10 亿吨，同时 3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目 and 产能核增项目；确需新建煤矿的，一律实行减量置换。2017 年 1 月，国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发文指出煤炭去产能规划由一年前的 10 亿吨调整为 8 亿吨。

受益于国家对煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。2016—2017 年，中国共退出落后产能 5.4 亿吨。据国家应急管理部 2019 年 1 月召开

的新闻发布会公布的数据，2018 年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿 832 处、产能 1.5 亿吨。据此推算，8 亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩 1 亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

联合资信认为，去产能政策的不断颁布无疑将推动煤炭行业的健康发展，受益于国家政策的宏观调控，煤炭去产能进度较好，但未来受煤炭行业渐好，煤炭盈利基本面改善及供需匹配程度等因素影响，未来去产能或仍将面临一定的困难。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

2012—2015 年，受下游需求减缓，中国煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业进入行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速。

根据中国煤炭工业发展研究中心 2015 年 1 月 23 日发布的《煤炭工业发展形势及“十三五”规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成 15 个亿吨级、15 个 5000 万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国 75% 以上。煤炭企业控制在 3000 家以内，平均规模提高到 150 万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组。2018 年 1 月 5 日，国家发改委、财政部、人社部等 12 个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到 2020 年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持

持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

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

2016年12月30日，国家发展和改革委员会、国家能源局联合印发的《煤炭工业发展“十三五”规划》，规划提出的发展目标包括：积极稳妥推进煤炭去产能，提高产业集中度；提高煤矿安全保障能力；提升煤矿企业生产效率；提升资源综合利用水平。

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

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

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

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经

济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

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

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

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

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，2016年下半年以来煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、去产能政策的持续完善以及煤炭上下游企业重组兼并的进一步推动，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）电力行业

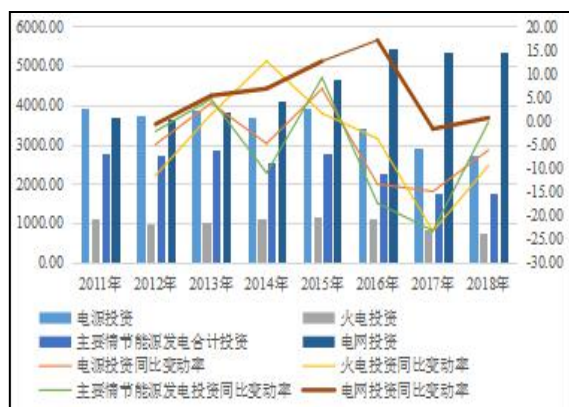
1. 行业概况

根据中电联统计数据¹，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本

¹ 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。

建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。2019年1—9月，中国电源和电网建设投资趋势有所回转。电源基本建设投资同比增长6.0%至1797亿元，其中水电和风电投资同比增幅较大，火电和核电投资仍同比下降；同期，电网基本建设投资合计完成2953亿元，同比下降12.5%。

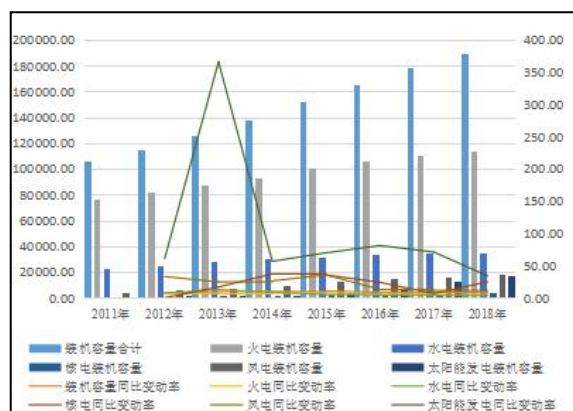
图5 近年中国电源及电网投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

截至2018年底，中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦，同比增长6.47%。其中火电装机11.44亿千瓦，同比增长3.02%；可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦，同比增长11.43%，其中包括水电装机3.52亿千瓦（2018年新增装机约854万千瓦，主要集中在云南、四川和广东）、风电装机1.84亿千瓦（2018年新增装机约2059万千瓦）、太阳能发电装机1.75亿千瓦，分别同比增长2.47%，12.35%和33.90%。截至2018年底，中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%，同比上升1.67个百分点。截至2019年9月底，中国6000千瓦及以上电厂发电设备装机容量合计18.63亿千瓦，其中清洁能源发电装机约占37.19%。整体看，中国电力装机规模持续增长，增速较前期有所下降，同时清洁能源替代作用日益突显。

图6 近年中国发电装机容量变动情况（单位：万千瓦、%）

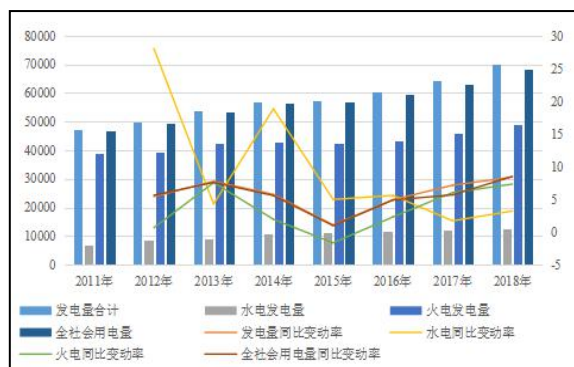


资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。2018年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；

平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。2019年1—9月，中国全口径发电设备发电量52967亿千瓦时，同比增长3.0%，仍主要由火电（占71.78%）和水电（占16.87%）构成，核电发电量虽占比偏小，但增幅较高，为21.1%；同期，中国全口径发电设备累计平均利用小时数为2857小时，同比下降48小时。

图7 中国发电量、用电量及增幅情况（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，中国全社会用电量保持增长，且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.49%。分产业看，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.80%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.17%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.75%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.35%。2018年全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不

断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。2019年1—9月，中国全社会用电量53442亿千瓦时，同比增长4.4%。

整体看，2018年以来，伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，中国电力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善；电网投资比重提高，跨区跨省送电量快速增长等。

2. 行业关注及政策调整

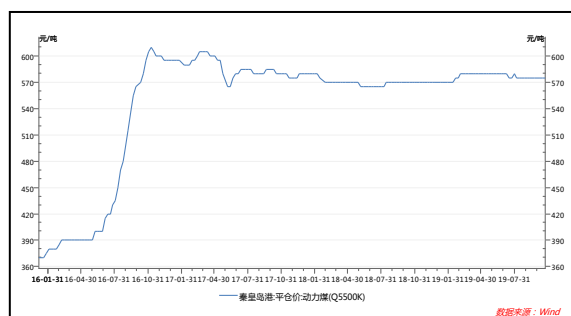
(1) 煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖影响，煤炭行情于2016年下半年大幅复苏，截至2016年11月7日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点700元/吨。2017年至今，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在550元/吨至700元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电

企业的一般业务周期特征，每年7—8月是动力煤的需求旺季，9月后将迎来冬储煤的需求，而截至2018年10月底，沿海6大发电集团煤炭库存已经达到了1623.26万吨，为2014年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2017年以来动力煤价格保持高位震荡，截至2019年10月23日秦皇岛港5500大卡煤主流平仓价575元/吨。

图8 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

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

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

(2) 上网电价调整

光伏电价调整

近年来，国家连年出台相关政策优化可再生能源结构，并不断下调上网电价以倒逼电力企业降低生产成本、推进补贴退坡。

2019年4月30日，国家发改委发布的《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号）表示，持续多年的地面光伏电站标杆上网电价成为历史，取而代之的是市场化竞价制度下的指

导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

风电电价调整

为落实国务院办公厅《能源发展战略行动计划（2014—2020）》关于风电2020年实现与煤电平价上网的目标要求，科学合理引导新能源投资，实现资源高效利用，推动风电产业健康可持续发展，国家发改委于2019年5月21日发布《关于完善风电上网电价政策的通知》（发改价格〔2019〕882号），并于2019年7月1日开始执行。该通知将风电标杆上网电价改为指导价，新核准的风电项目上网电价将通过竞争方式确定。陆上风电方面，2019年I~IV类资源区新核准集中式风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元和0.52元；2020年将分别调整为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元和0.47元；不参与市场化交易的分散式风电项目，执行项目所在资源区指导价，参与市场化交易的分散式风电项目上网电价由发电企业与电力用户直接协商形成，不享受国家补贴；2018年之前核准，但2020年底前仍未完成并网的项目以及2019年1月1日至2020年底前核准，但2021年底前仍未完成并网的项目，国家不再补贴；2021年1月1日起，新核

准的风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，2019年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年将调整为每千瓦时0.75元；新核准潮间带风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于所在资源区陆上风电指导价；对2018年底前已核准，且在2021年底前全部机组完成并网的风电项目，执行核准时的上网电价，2022年及以后全部机组完成并网的风电项目，执行并网年份的指导价。

煤电电价调整

2004年以来，燃煤发电标杆上网电价及煤电价格联动机制逐步建立，并成为上网侧电价形成的重要基准。近年来，随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，现行燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，突出表现为不能有效反映电力市场供求变化、电力企业成本变化，不利于电力上下游产业协调可持续发展，不利于市场在电力资源配置中发挥决定性作用等。为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》精神，加快推进电力价格市场化改革，有序放开竞争性环节电力价格，提升电力市场化交易程度，2019年10月21日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658号，以下简称“《指导意见》”）。

《指导意见》提出将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》

将于2020年1月1日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，现行煤电价格联动机制将不再执行。

《指导意见》的实施将一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，煤炭成本持续高位盘整，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革将进一步压缩煤电企业利润水平。

(3) 可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为1.9分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。中国光伏行业协会统计数据显示，2018年中国可再生能源补贴缺口已超过1400亿元。2019年5月24日，财政部发布《关于下达可再生能源电价附加补助资金预算的通知》（财建〔2019〕275号），根据其所附的《可再生能源电价附加补助资金预算汇总表》统计，风电、光伏项目补贴约为42亿元以及30.8亿元。其中，光伏扶贫、自然人分布式和光伏电站及工商业分布式分别为0.37亿元、0.48亿元和29.97亿元。内蒙古各类可再生能源补贴合计71亿元，占比约88%。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019年1月，国家发展改革委和能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通

知》，指出在资源优良、建设成本低、投资和市场条件好的地区，已基本具备与燃煤标杆上网电价平价（不需要国家补贴）的条件。为促进可再生能源高质量发展，提高风电、光伏发电的市场竞争力，该通知中明确提出了推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。

（4）限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017年11月和2018年12月，国家发改委、国家能源局相继发布《解决弃水弃风弃光问题实施方案》和《清洁能源消纳行动计划（2018—2020年）》，积极采取措施加大力度消纳可再生能源，特别是国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司、内蒙古电力（集团）有限责任公司等采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率显著提升，弃水、弃风、弃光状况明显缓解。

2018年，全国全年弃水电量约691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。全国全年弃风电量277亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点；大部分弃风限电严重地区的形势进一步好转，其中吉林、甘肃弃风率下降超过14个百分点，内蒙古、辽宁、黑龙江、新疆弃风率下降超过5个百分点；弃风主要集中在新疆、甘肃、内蒙古，弃风率分别为23%、19%和10%。2018年，全国全年弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点；弃光主要集中在新疆和甘肃，弃光率分别为16%和10%，同比分别下降6个百分点和10个百分点。整体看，2018年全国发电机组

限电率明显下降。

3. 行业展望

根据中电联发布《2018—2019年度全国电力供需形势分析预测报告》，综合考虑国际国内形势、产业运行和地方发展以及2018年高基数等影响，预计2019年全社会用电量增速将平稳回落，在平水年、没有大范围极端气温影响的情况下，预计全年全社会用电量增长5.5%左右。同时，预计2019年新能源发电装机将持续增加；第三产业和居民生活用电比重持续提高，将拉大系统峰谷差，导致时段性系统调峰能力不足；此外，由于电煤价格高位运行，发电用煤维持地区性、季节性供需偏紧格局。在多重因素叠加、交互影响下，预计全年全国电力供需总体平衡，局部地区高峰时段电力供需偏紧。

结合上述电力供需分析及预测，未来电力行业建设将主要围绕以下五方面展开：

（1）坚持落实发展战略规划，深入推进电力生产和消费革命。包括及时调整电力发展节奏和规划目标，积极开展电力发展战略规划专项研究，统筹确定能源消费总量及各地区、各子行业发展目标，做好各战略目标与规划目标衔接；深化中长期电网网架规划研究，推动电网与互联网深度融合，着力构建面向未来的以电网为中心的能源互联网等。

（2）坚持深化供给侧结构性改革，提高清洁高效电力供给能力。包括多措并举实现清洁能源消纳目标，统筹可再生能源配额制、绿色电力证书和碳排放交易等机制，打破省间壁垒，推进跨省区发电权置换交易；着力提升电网调节能力，完善调峰辅助服务补偿机制，提高机组改造积极性，全面推动煤电灵活性改造和运行等。

2018年12月，国家发改委和能源局联合印发《清洁能源消纳行动计划（2018—2020）》，明确指出要优化电源布局、合理控制电源开发节奏；加快电力市场化改革，发挥市场调节功能；加强宏观政策引导，形成有利于清洁能源

消纳的体制机制等。同时，特别指出要确保全国平均风电利用率逐步提高，弃风率控制在合理水平。

(3) 坚持推进电力市场化改革，提高电力消费服务水平。包括着力推动增量配电业务改革试点项目落地；推动建立市场化的电价传导机制，鼓励电力用户和发电企业自主协商，推行“基准电价+浮动机制”，签订电力市场化交易合同，形成煤价、电价和终端产品价格联动的顺畅传导机制；加大电能替代力度，完善峰谷分时电价机制，以及居民阶梯电价等相关政策，持续扩大电力消费市场，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进再电气化进程等。

2018年，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计20654亿千瓦时，同比增长26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为30.2%，同比提高4.3个百分点，市场交易电量占电网企业销售电量比重为37.1%。其中，省内市场交易电量合计16885亿千瓦时，占全国市场交易电量的81.8%，省间（含跨区）市场交易电量合计3471亿千瓦时，占全国市场交易电量的16.8%，南方电网、蒙西电网区域发电权交易电量合计298.2亿千瓦时。2019年1—9月，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为15010.4亿千瓦时，占全社会用电量比重为28.1%。其中，省内电力直接交易电量合计为13930.9亿千瓦时，省间电力直接交易（外受）电量合计为1079.6亿千瓦时，分别占全国电力市场中长期电力直接交易电量的92.8%和7.2%。

(4) 坚持防范市场风险，化解电力企业经营困境。包括加强煤电运三方中长期合同有效监管，进一步规范煤电定价机制，以电煤价格指数为依据，引导市场合理预期，控制电煤价格在合理区间，缓解煤电企业经营困境；加快可再生能源补贴目录公布和补贴资金发放，尽快解决巨额拖欠问题，缓解企业经营和资金压力；建立科学合理的电价形成机制，统筹考虑电力企业维护社会稳定和支撑经济发展的重要

作用，降低政策性亏损风险，增强企业可持续发展能力等。

牢固树立安全观念，全力保障能源电力安全。重点强化安全体系建设、保障电煤供给、科学控制电煤价格、促进上下游协调发展。

（三）铁路运输行业

1. 行业概况

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

从铁路建设方面看，2018年，全国铁路固定资产投资完成8010亿元，投产新线3038公里，其中高速铁路2182公里。

路网规模上，2018年，全国铁路营业里程达到12.7万公里，比上年增长2.4%。其中，高速铁路营业里程达到2.5万公里。全国铁路路网密度132.2公里/万平方公里，比上年增长3.0公里/万平方公里。其中，复线里程7.2万公里，比上年增长5.4%，复线率56.5%，比上年提高1.6个百分点；电气化里程8.7万公里，比上年增长7.8%，电化率68.2%，比上年提高3.4个百分点。西部地区铁路营业里程5.2万公里，比上年增长1663.5公里，增长3.3%。

根据铁道统计公报显示，2018年全国铁路货运总发送量完成36.89亿吨，比上年增长3.57亿吨，增长10.7%。其中，国家铁路29.19亿吨，比上年增长10.1%。全国铁路货运总周转量完成26962.20亿吨公里，比上年增长3169.94亿吨公里，增长13.3%。其中，国家铁路24091.70亿吨公里，比上年增长13.2%。集装箱、商品汽车、散货快运发送量比上年分别增长47.9%、58%和9.3%。

2018年，全国铁路机车拥有量为2.1万台，比上年减少372台。其中，内燃机车占40.4%，比上年下降1.4个百分点，电力机车占59.5%，比上年提高1.4个百分点。全国铁路客车拥有

量为7.3万辆，比上年增加0.2万辆。其中，动车组2935标准组、23480辆，比上年增加349标准组、2792辆。全国铁路货车拥有量为79.9万辆。

2018年，国家铁路能源消耗折算标准煤1621.65万吨，比上年增加24.75万吨，增长1.5%。单位运输工作量综合能耗4.33吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少0.39吨标准煤/百万换算吨公里。单位运输工作量主营综合能耗3.96吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少0.20吨标准煤/百万换算吨公里，下降4.8%。

（四）区域经济发展概况

公司位于宁夏回族自治区银川市，宁夏回族自治区国民经济的发展为公司提供了良好的发展机遇。根据宁夏回族自治区统计局公布数据，2018年，初步核算，宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）全区实现生产总值3705.18亿元，按可比价格计算，同比增长7.0%。其中，第一产业增加值279.85亿元，同比增长4.0%；第二产业增加值1650.26亿元，增长6.8%；第三产业增加值1775.07亿元，增长7.7%。

2018年宁夏全社会完成固定资产投资3119.34亿元，比上年增长18.2%。分产业看，第一产业投资比上年下降35.6%；第二产业投资下降7.3%；第三产业投资下降23.7%。工业投资下降7.3%，基础设施投资下降23.5%，民间投资下降18.5%。

据财政部门统计显示，2018年全区完成一般公共预算总收入751.41亿元，同口径增长6.0%。其中，地方一般公共预算收入444.43亿元，同口径增长8.2%。同期，全区城镇常住居民人均可支配收入22400元，同比名义增长8.9%；农村常住居民人均可支配收入11708元，同比名义增长9.0%。

总体看，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，电力需求较小，但是产能较大，供给侧压力生产经营较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司注册资本为300亿元，实收资本为294.92亿元，宁夏政府持有公司100%股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是根据宁夏政府的授权，专门从事国有资产投资和资本运作的法人实体。经过多年的发展，公司不断调整发展战略、创新体制机制、调整组织架构、重构管控体系、优化资产结构、整合投融资业务，目前已成为具有一定资产规模、在自治区经济建设中有很高地位的国有投资控股公司。

全资及控股子公司

截至2019年9月底，公司共有并表全资、控股子公司10家（见附件1-3），包括：宁夏中煤实业有限公司（以下简称“中煤实业”）、宁夏电力投资集团有限公司（以下简称“宁夏电投”）、宁夏水务投资集团有限公司（以下简称“宁夏水投”）、宁夏煤炭勘察工程有限公司（以下简称“煤炭勘察”）、宁夏共赢投资有限责任公司（以下简称“共赢投资”）、宁夏铁路投资有限责任公司（以下简称“宁夏铁投”）、宁夏西部创业实业股份有限公司（以下简称“西部创业”）、宁夏高铁综合开发有限责任公司、宁夏再担保集团有限公司（以下简称“再担保公司”）和国运租赁（天津）股份有限公司（以下简称“国运租赁”）。公司子公司宁夏宁东铁路股份有限公司（以下简称“宁东铁路”，现为三级子公司）、宁夏电投和宁夏水投分别负责铁路运输、发电供热业务、供水业务及工程施工业务，是公司主要收入来源。

主要参股公司

公司投资收益对利润总额的贡献较大，投资收益主要通过对参股公司的投资实现，重点参股公司的经营状况和盈利水平对公司利润有重大影响。截至2019年9月底，公司7家重要的参股企业，包括：宁夏国大药房连锁有限公

司（以下简称“国大药房”）、国家电投集团宁夏能源铝业有限公司（以下简称“国电投铝业”）、中色（宁夏）东方集团有限公司（以下简称“中色东方”）、国药控股宁夏有限公司（以下简称“国药控股”）、神华宁夏煤业集团有限公司（以下简称“神华宁煤”）、宁夏国际招标咨询集团有限公司（以下简称“国际招标”）以及宁夏香渔大饭店有限责任公司。

表 2 截至 2019 年 9 月底的主要参股公司

公司名称	持股比例(%)
宁夏国大药房连锁有限公司	30.00
国家电投集团宁夏能源铝业有限公司	23.95
中色（宁夏）东方集团有限公司	40.00
国药控股宁夏有限公司	27.29
神华宁夏煤业集团有限公司	49.00
宁夏香渔大饭店有限责任公司	28.50
宁夏国际招标咨询集团有限公司	34.00

资料来源：公司提供

神华宁煤是神华集团的控股子公司，是国家级重点开发区一宁东能源化工基地建设的主体，承担着国家亿吨级煤炭基地和世界级现代煤化工基地建设重任。经营范围涉及煤炭开采洗选、煤化工、煤炭深加工及综合利用、发电、机械制造与维修等，主营业务为煤炭开采洗选

和煤化工。

3. 竞争优势及政府支持

公司作为国有独资企业，直接受宁夏政府指导和管理，对下属子公司企业管理及人事任命等方面拥有较强的管控能力，公司控股和参股的大型企业及行业都集中在铁路、运输、电力、煤炭、有色金属、供水、工程施工等行业产业，合作伙伴多为诸如神华集团有限公司、中国有色矿业集团有限公司及中国电力投资集团公司等国有大型企业，战略合作伙伴实力强，具有很强的市场掌控能力和抗风险能力。同时，公司原股东宁夏国资委代表宁夏区政府行使出资人权利，对公司逐年进行增资，将持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司。公司作为自治区政府重要的投融资平台，获得政府支持力度大。2015 年以来，公司子公司宁夏铁投承担铁路建设任务，宁夏政府对宁夏铁投投资建设铁路项目的支持力度较大。

近年来，自治区政府不断通过资金、资产划拨的方式对公司进行注资，公司收到的股东资本金逐年增加，前三年分别为 10.93 亿元、11.12 亿元和 49.00 亿元。2019 年 9 月，公司增加实收资本 1.92 亿元，为自治区财政拨款。

表 3 2018 年公司股东注资情况

文件编号	文件名称	资本金额（亿元）
宁国资函（2018）9 号	《关于宁夏物资产业集团公司整体移交有关事项的通知》	1.50
宁财（企）指标（2018）502 号	《自治区财政厅关于拨付宁夏电力投资集团有限公司资本金的通知》	0.5
宁财（建）指标（2018）20 号	《自治区财政厅关于下达 2018 年自治区铁路项目建设预算指标的通知》	4
宁财（企）指标（2018）71 号	《自治区财政厅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》	2
宁财（建）指标（2018）303 号	《自治区财政厅关于下达 2018 年地方政府债券资金预算指标的通知》	5
宁财（建）指标（2018）630 号	《自治区财政厅关于下达 2018 年铁路建设项目政府专项债券资金预算指标的通知》	19
宁财（建）指标（2018）683 号	《自治区财政厅关于下达 2018 年铁路建设项目政府专项债券资金预算指标（第二批）的通知》	17
合计		49.00

注：2018 年底，公司将 9000 万元从资本金转入专项应付科目，用于支付公司自筹部分的铁路建设资金利息
资料来源：公司财务报告

4. 人员素质

目前，公司高管团队由4人组成，其中董事长1人，总经理1人，副总经理1人，财务总监1人。

公司法定代表人、董事长刘日巨先生，1962年生，大学学历，中共党员。刘日巨先生1993年9月至1998年5月任宁夏回族自治区石嘴山市纪委常委兼办公室主任；1998年5月至1999年7月任宁夏回族自治区平罗县委常委、组织部部长；1999年7月至2000年3月任宁夏回族自治区平罗县委副书记；2000年3月至2002年6月任宁夏回族自治区党委组织部国企办副主任；2002年6月至2003年5月任宁夏回族自治区企业工委组织部负责人；2003年5月至2003年12月任宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会组织部负责人；2003年12月至2005年3月任宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会企业领导人员管理处（党委组织部）处长（部长）；2005年3月至2005年8月任宁夏回族自治区国有大中型企业第四监事会主席；2005年8月至2007年9月任宁夏回族自治区吴忠市委常委、组织部部长；2007年9月至2009年1月任宁夏回族自治区吴忠市委副书记、组织部部长；2009年1月至2013年1月任宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会党委副书记；2013年1月至2014年11月任宁夏回族自治区社会科学院党组书记；2014年11月至2017年1月任公司党组书记、总经理；2017年1月至今任公司党委书记、董事长。

公司总经理李应文先生，1962年生，中共党员，第一学历大专，毕业于北京矿业学院企业管理专业；后在职参加华中科技大学机械工程专业学习，获硕士学位。李应文先生1982年7月至1987年8月在石嘴山二矿工作，历任采煤一队技术员、队长；1987年8月至1989年7月北京煤炭干部管理学院学生；1989年7月至2002年7月石嘴山二矿工作，历任队长、生产副矿长、矿长；2002年7月至2003年1月任宁夏亘元集团安监部副部长；2003年1月至

2006年2月任石嘴山一矿矿长、金能公司副总经理；2006年2月至2008年7月任石嘴山二矿矿长、党委书记；2008年7月至2012年12月任宁夏发电集团党委委员、副总经理；2012年12月至2015年12月任中铝宁夏能源集团党委委员、副总经理；2015年12月至2018年1月任公司副总经理；2018年1月至今任公司党委委员、总经理。

截至2019年9月底，公司共有在岗职工4735人；从年龄构成来看，50岁以上的占11%、30~50岁的占42%、30岁以下的占47%，从学历构成来看，研究生以上占比4%、大学本科占比41%、大专及以下学历占比55%。

总体看，公司高管团队综合素质较高，拥有较为丰富的国有企业管理和资本运作经验。公司员工年龄结构符合行业发展要求，能够满足公司日常经营需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会，宁夏国资委代表出资人行使权利，授权董事会制定公司战略发展规划和经营方针、重大投资和融资计划、年度财务预算方案和决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。对于已经做出的授权，出资人可以撤回或修改授权。

公司设董事会，按《公司章程》规定董事应为7名，目前现任董事7名。董事任期为每届3年，任期届满根据有关规定可以连任。董事会行使执行出资人决定，向出资人报告工作；根据出资人授权制定公司发展战略规划（经营方针）和年度投资、融资计划，决定公司的经营计划、投资、资本运营及融资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案，报出资人报备等职能。

依据《公司章程》，公司设监事会，监事会应由5名监事组成，目前公司有监事1名，为监事会主席，其余4名职工监事正处于任命阶

段导致缺位，公司正在履行相应的委派和选举流程。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理 1 人、副总经理若干人、财务总监 1 人。

总体看，目前公司的 4 名监事正处于任命阶段导致缺位，公司正在履行相应的委派和选举流程，并逐步完善公司治理结构。联合资信认为，公司监事会人数与其公司章程规定不符的情形并不会对公司日常经营产生重大不利影响。

2. 管理制度

公司结合本部和下属子公司的经营特点和管理要求，逐步建立健全了一系列管理制度和内控机制，不断完善管理制度，优化管理流程。

投融资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》、《宁夏国有资本运营集团有限责任公司委托贷款管理办法（暂行）》，对外投资决策机构、对外投资程序、投资计划实施、对外投资计价、对外投资日常管理办法、回收投资管理等业务环节做出了明确规定。根据公司的资金需求，资本结构及相关法律法规的要求，确定融资方式，提出融资计划，报批后实施。对于公司发债业务，经总经理办公会决议并报宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会批准后实施。

财务管理方面，公司加强财务管理制度的建设，建立了统一规范的会计政策和核算标准，加强成本管理，正确反映和有效控制生产经营活动的劳动耗费，规范内部资金运作，严格财务监管。公司制定了《宁夏国有资本运营集团有限责任公司资金管理办法（暂行）》、《宁夏国有资本运营集团有限责任公司固定资产管理办法（暂行）》和《宁夏国有资本运营集团有限责任公司会计档案管理办法（暂行）》等专项财务制度。

对子公司管理方面，公司制定了《对下属子公司的管理制度》，对各子公司日常运营、财务管理、绩效考核、工程质量等做了相关的规

定。在资产管理方面各子公司在公司总体方针目标框架下，独立经营、自主管理，合法有效地运作企业法人资产；在人员管理方面，对于纳入合并范围内的子公司，主要高管人员由公司委派（国资委任命），一般人员由社会招聘；在财务管理方面，公司与各子公司实行统一财务管理制度和二级核算体制，各子公司单独进行财务核算后，再纳入总公司整体核算内。对于下属子公司的重大投融资及担保行为，需经公司核准后予以实施。

对外担保方面，公司制定了《宁夏国有资本运营集团有限责任公司对外担保管理办法（暂行）》，担保事项按照审慎原则进行，谨慎提供担保，实行规模控制。公司担保事项严格履行内部审批流程，经公司程序、权限审议决定后方能提供担保。由计划财务处负责公司本级及下属子公司担保事项的日常管理工作。公司严禁各下属企业在未经审批的情况下对外提供担保。

总体看，公司管理制度较为健全，对下属子公司能正常行使经营管理职权。

七、经营分析

1. 经营概况

2016—2018 年，公司主营业务分别实现收入 30.50 亿元、42.71 亿元和 49.56 亿元，呈增长趋势，2018 年，同比增长 16.04%。收入构成方面，公司主营业务以发电供热、铁路运输、供水业务和工程劳务为主，2018 年收入占比分别为 39.19%、11.98%、15.18%和 25.72%。各板块收入趋势方面，近三年，发电供热业务收入规模持续增长。2018 年，发电供热收入同比增长主要系供热管网面积增加以及西夏二期发电机组投入运营，收入相应增长所致。2016—2018 年，公司铁路运输业务（以煤炭货运为主）收入持续增长，分别为 4.33 亿元、5.27 亿元和 5.94 亿元。2017 年，受煤炭市场需求回升，铁路运量提升及宁夏物价局自 2017 年 1 月 1 日起

取消公司铁路货运月基本运量以外新增运量的阶梯运价政策影响，铁路运输收入同比增长21.71%。2018年，考虑神华宁煤煤制油项目投产后，耗煤量较大，其市场投放煤量减少，外煤进宁运量增加，铁路运输收入同比增长12.71%。2016—2018年，工程劳务板块收入波动增长，其中2017年同比增长47.14%，主要系新签合同金额快速增长所致。2018年，工程劳务板块收入同比下降11.64%，主要系新签合同金额减少以及合同结算金额减少所致。受益于供水量和水价的增加，2016—2018年，供水业务以年均17.25%的速度实现持续性增长，对公司收入形成有利支撑。公司其他业务主要为租赁业务、供应链业务、代理招标业务、煤炭勘察业务、小额贷款业务、再担保业务等，收入占比较小。

2016—2018年，公司主业的综合毛利率分别为20.46%、17.60%和19.80%，波动下降，下降的主要原因系发电供热板块和工程劳务板块成本变化，对整体毛利率造成一定的影响。

从各板块看，2016—2018年，公司发电供热业务的毛利率波动下降，2017年为13.14%，主要系受区域煤炭供应紧张影响，煤炭成本上升所致。2018年，公司发电供热业务的毛利率大幅上升至18.73%，主要系公司发电成本有所降低，供热面积增加所致。2016—2018年，铁路运输的毛利率水平在各板块中相对较高，2017年，受货运量增长带动，公司铁路运输板块毛利率回升至34.26%。2018年，受人工成本增长的影响，公司铁路运输板块毛利率下降至24.49%。2016—2018年，供水业务的毛利率持续下降，但整体仍维持在较高水平，2017年为31.41%，同比下降9.13个百分点，主要系当年中南部饮水工程转入固定资产计提折旧，成本增加所致。2018年供水业务的毛利率为26.06%，同比下降5.35个百分点，主要系当年平罗公司工程转入固定资产计提折旧，成本增加所致；2016—2018年，工程劳务板块毛利率波动上升，主要系市场竞争加剧、建材价格波动所致。

表4 2016—2019年1—9月公司主营业务构成情况（单位：亿元、%）

主营业务	2016年			2017年			2018年			2019年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电供热	10.41	34.11	19.19	11.79	27.60	13.14	19.42	39.19	18.73	14.19	37.87	21.24
铁路运输	4.33	14.20	30.55	5.27	12.34	34.26	5.94	11.98	24.49	5.23	13.97	31.89
供水业务	5.47	17.95	40.54	7.07	16.56	31.41	7.52	15.18	26.06	6.90	18.40	38.83
工程劳务	9.80	32.14	5.44	14.42	33.78	3.08	12.75	25.72	5.79	8.84	23.59	4.71
其他	0.49	1.60	34.28	4.15	9.72	36.01	3.93	7.93	51.36	2.31	6.17	8.98
合计	30.50	100.00	20.46	42.71	100.00	17.60	49.56	100.00	19.80	37.47	100.00	21.31

注：其他主营业务主要包括煤炭勘察、招投标、小额贷款等

资料来源：公司提供

2019年1—9月，公司实现主营业务收入37.47亿元，为2018年全年的75.61%；各板块收入比重变动较小；同期的综合毛利率为21.31%，主要受发电供热、铁路运输和供水业务的毛利率上升的影响，其中发电供热板块毛利率较2018年底增加2.51个百分点，主要系西夏热电二期全面运行后，效率提升，利润空间增加所致；铁路运输板块公司在控制成本的基础上，运量和利润都有所增加，毛利率较2018

年底增加7.40个百分点；供水业务板块毛利率较2018年底增加12.77个百分点，主要系售水价格上涨所致。

总体看，近三年，公司收入规模持续增长，但整体毛利率波动下降；公司发电供热板块受成本上升的影响，盈利水平有所波动，水利工程业务也面临市场竞争日趋激烈、物料等费用提升带来的压力。

2. 发电供热业务

公司发电供热业务的运营主体为宁夏电投下辖的宁夏电投银川热电有限公司（以下简称“银川热电”）和宁夏电投西夏热电有限公司（以下简称“西夏热电”）两家子公司。

2016—2018 年，公司发电供热业务收入实现收入分别为 10.41 亿元、11.79 亿元和 19.42 亿元。2016 年，公司发电及供热板块收入共计 10.41 亿元，同比下降 2.97%。2017 年，公司发电供热收入同比增长 13.26%，为 11.79 亿元。2018 年，公司发电供热收入同比增长 64.78%，为 19.42 亿元。从收入构成来看，2018 年，火电业务为发电及供热板块主要收入来源，收入占比为 57.47%，其次为供热业务和风电业务，收入分别占比 29.28%和 11.15%。2019 年 1—9 月，发电及供热板块实现收入 14.00 亿元，较上年同期增长 7.28%，主要系西夏二期投入使用后，火力发电和供热业务收入增加所致。

表 5 发电供热业务收入构成(单位: 万元)

收入构成	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
火力发电	50303	50768	111619	84039
风力发电	15641	17363	21659	13325
太阳能发电	3701	3659	4085	3035
供热	34407	46084	56872	39631
合计	104052	117874	194235	140030

资料来源：公司提供

火力发电与供热

截至 2019 年 9 月底，公司拥有发电机组 4 台，总装机容量 110 万千瓦，包括 2 台装机容量为 20 万千瓦的机组（西夏热电）和 2 台装机容量为 35 万千瓦的机组（西夏热电二期）供热面积达 3035 万平米。其中，西夏热电二期项目于 2018 年 2 月投产。

表 6 银川热电部分热电生产、销售指标

银川热电-指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
发电量(亿千瓦时)	4.31	4.30	--	--
上网电量(亿千瓦时)	3.37	3.34	--	--
平均设备利用小时数	5002	4783	--	--

平均上网电价(元/千瓦时, 含税)	0.36	0.41	--	--
综合厂用电率(%)	11.83	22.45	--	--
供电标准煤耗(克/kwh)	378.23	342.77	--	--

注：由于银川热电成立时间较早（电厂一期工程于 2000 年 10 月开始投运），是宁夏回族自治区的第一家热电联产企业，由于历史原因其上网电价高于一般电网标杆电价。

资料来源：公司提供

2017 年，银川热电累计发电量和上网电量分别为 4.30 亿千瓦时和 3.34 亿千瓦时，近三年呈逐年下降趋势；上网电价在 2014 年及 2015 年分别有过一次电价下调，自 2016 年 1 月 1 日起，宁夏回族自治区燃煤发电上网电价每千瓦时下调 0.0116 元（含税），2017 年平均上网电价为 0.41 元/千瓦时（含税），主要系受参与市场化投标竞价影响有所波动；发电设备平均利用小时数为 4783 小时，受限电因素影响处于近年来较低水平；厂用电率为 22.45%，较往年增幅较大，主要系限电等因素导致产能效率降低，同时伴有设备老化等影响；单位供电煤耗为 342.77 克/千瓦时。

受装机容量小、能耗大，靠近城市核心区等问题影响，按照《银川市 2018 年蓝天工程实施方案》要求，2018 年，银川热电厂停止生产，相关的发电上网指标通过挂网方式按年进行转让。

表 7 西夏热电部分热电生产、销售指标

西夏热电-指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
发电量(亿千瓦时)	20.35	19.80	49.92	36.47
上网电量(亿千瓦时)	18.22	17.53	45.62	33.38
平均设备利用小时数	5044	4949	4961	3316
平均上网电价(元/千瓦时, 含税)	0.21	0.26	0.27	0.27
厂用电率(%)	10.05	10.69	8.62	8.45
单位供电煤耗(克/kwh)	316.23	309.44	311.80	316.87

资料来源：公司提供

2018 年，西夏热电累计发电量和上网电量分别为 49.92 亿千瓦时和 45.62 亿千瓦时，较 2017 年分别增长 152.12%和 160.24%，上网电量同比增长主要系西夏二期机组投入运营所

致；平均上网电价为 0.27 元/千瓦时（含税），较 2017 年有所增加，主要系新增超低排放发电补助 0.01 元/千瓦时所致；发电设备平均利用小时数为 4961 小时；厂用电率为 8.62%，单位供电煤耗为 311.80 克/千瓦时，随着公司厂用电率的下降和上网小时数的上升，公司的发电成本进一步下降。

2019 年 1—9 月，西夏热电累计完成发电量和上网电量分别为 36.47 亿千瓦时和 33.38 亿千瓦时，分别为 2018 年全年水平的 73.06% 和 73.17%，同比增幅较大，系西夏热电二期项目投产所致。供电平均价格为 0.27 元/千瓦时；单位供电煤耗为 316.87 克/千瓦时，煤耗情况相比 2018 年有所上升，主要由于一季度和四季度为供暖季，发电机组的整体利用率较高。

表 8 公司煤炭采购情况

项目	2017 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1—9 月
煤炭采购总量（万吨）	152.73	137.68	303.28	206.21
煤炭采购总平均价格（元/吨）	250.48	318.18	314.65	301.37

资料来源：公司提供

在原材料采购方面，发电主要原材料为煤炭（电煤/标煤），2016—2018 年，公司折合成标煤采购量分别为 152.73 万吨、137.68 万吨和 303.28 万吨，2018 年公司折合成标煤采购量较 2017 年增长 120.28%，主要系西夏二期投产所致；同期采购均价分别为 250.48 元/吨、318.18 元/吨和 314.65 元/吨。电煤外部采购采取合同采购方式，主要运输方式为公路方式运输，主要供应方为神华宁夏煤业集团有限公司、宁夏电投长润实业有限公司等。2018 年公司通过神华宁夏煤业集团有限公司的采购量在总煤炭采购量中占比 53.28%，对其依赖程度高。

供热业务方面，公司主要为银川市居民及企事业单位提供冬季采暖供热服务，供热区域为银川市西夏区、金凤区及三一支沟以东、唐徕渠以西的银川高新技术产业开发区，唐徕渠

以东、东环路以西解放街以南、南二环以北区域和银川市经济技术开发区，业务具有较强的区域专营性。截至 2018 年底，公司供热能力达到 2336 万吉焦/年。

2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司热电供热量逐年增长，分别为 852.74 万吉焦、979.09 万吉焦、1171.00 万吉焦和 814.45 万吉焦，其中居民供热量分别为 584.01 万吉焦、640.62 万吉焦、777.78 万吉焦和 544.46 万吉焦。在供热费收取方面，根据国家发改委、建设部《关于建立煤热价格联动机制的意见》（发改〔2005〕2200 号）及自治区住房和城乡建设厅、财政厅、经济和信息化委员会、物价局《关于做好城市供热工作的通知》（宁建发〔2009〕220 号）文件，公司向客户收取的收费标准为：居民住宅 3.8 元/平方米·月；办公楼 5.3 元/平方米·月；商业用房 6.0 元/平方米·月。

公司供热业务成本主要为煤炭采购成本，其他为人工费用、设备维护保养及维修成本等。在煤炭采购成本方面，公司煤炭统一采购，供应商为神华宁煤。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司平均供热成本分别为 26.57 元/吉焦、45.28 元/吉焦、38.38 元/吉焦和 40.23 元/吉焦，受煤炭成本上行影响，2017 年供热成本增幅较大。2018 年，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。2019 年 1—9 月，采购煤炭的成本进一步小幅下降。

风力发电

公司从事风力发电的经营主体为宁夏电投下属的宁夏电投太阳山风力发电有限公司（以下简称“太阳山风电”）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，自 2012 年 2 月，太阳山风力发电厂建成后，公司的风力发电业务正式开展。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司风电累计完成发电量分别为 3.73 亿千瓦时、3.85 亿千瓦时、4.79 亿千瓦时和 2.99 亿千瓦时；截至 2019 年 9 月底的风电权益装机容量为 24.95 万千瓦，拥有风

机 149 台。2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司风电平均上网电价为 0.54 元/千瓦时、0.52 元/千瓦时、0.56 元/千瓦时和 0.56 元/千瓦时。

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

太阳能发电

公司太阳能发电业务的运营主体为宁夏电投的全资子公司宁夏电投太阳山光伏发电有限公司（以下简称“太阳山光伏”）。太阳山光伏成立于 2009 年 12 月底，由宁夏电投和尚德能源工程有限公司共同出资组建（宁夏电投持股 51%），后经一系列增资和股权转让，由宁夏电投 100% 持股。截至 2019 年 9 月底光伏电站的总装机容量为 3 万千瓦。

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

3. 铁路运输业务

公司铁路运输业务的运营主体为三级子公司宁东铁路（为公司控股二级子公司西部创业的全资子公司）。公司铁路运输业务的服务对象为宁夏宁东能源化工基地内的大型煤矿、化工和电力企业，主要运输货物为煤炭，当前运营线路全长 300 公里，包括自有铁路和客户专用线两部分。营业收入来源于运费、杂费、代维代管费，作为地方铁路，铁路运输价格由宁夏回族自治区物价局核定。

宁东铁路主要运营线路为西与包兰铁路大

坝站接轨，北与三新铁路上海庙站接轨，形成一横两纵的路网布局，一横是大坝—古窑子—鸳鸯湖—梅花井，两纵分别是临河工业园 A 区—古窑子—枣泉、上海庙—配煤中心—鸳鸯湖—红柳；运输主要货品包括煤炭、油品、煤化工产品等。其中，煤炭运输占到货运总量的 90%，主要负责神华宁煤等煤炭企业的产品运输。截至 2019 年 9 月底，宁东铁路运营铁路全长 300 公里，拥有内燃机 23 台、轨道车 3 台，自备敞车 1343 辆（其中自有 574 辆、统管 769 辆），具备内燃机车辅修和车辆段修能力。铁路控制系统采用了国内先进小站远程控制，工作效能和管理水平较高。

宁东铁路是地方自营铁路，该项业务在宁夏地区具有较强的区域垄断优势和盈利能力。2016—2018 年，公司铁路运输业务收入分别为 4.33 亿元、5.27 亿元和 5.94 亿元。2018 年，公司完成铁路运量 4501 万吨，比 2017 的 3785 万吨增加 716 万吨，增幅为 18.92%，主要由于煤炭产量限定的情况下，宁东地区神华宁煤各矿主要供给宁煤煤制油用煤，已无法满足其他各客户需求，煤炭缺口进一步加大，致使外媒进宁运量相比去年增长，导致总体运量增长。2019 年 1—9 月，公司铁路运输业务实现收入 5.23 亿元，同比增长 13.81%；2019 年 1—9 月，铁路运输板块毛利率为 31.89%。

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

在收费模式方面，公司货运业务主要是宁东地区煤炭业务的运输，其铁路货运营收入采取“预付、现付和后付”方式取得，中小客户采取预付和现付制度，即运输前一次性核收运输费用，大客户采取后付制度，按月结算，

结算周期通常为一个月左右。

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

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

表9 公司主要货运业务指标(单位：万吨、亿吨公里)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
货物运输量	2883	3785	4501	3620
--其中：煤炭	2671	3471	4094	3307
换算周转量	151323	196411	209860	168807

资料来源：公司提供

采购和销售

原材料采购方面，机车用油为公司主要的原材料，另有部分钢轨、轨枕的采购。2018年，消耗机车用油的成本占营业成本的12.97%。从供应商情况来看，宁东铁路所用的机车用油主要采购自中铁物资西安有限公司（采购约占总量的92%），采购集中度高；由于单次采购量大，公司的采购价格在市价基础上可获取一定折扣，结算方式为预付款，一定程度占用了公司营运资金。

宁东铁路主要客户为宁东地区的煤炭生产企业及部分发电厂。神华宁煤占公司铁路运输业务收入比重在50%以上，业务集中度高。在

结算方面，神华宁煤作为公司最核心客户，具有较强的议价能力，结算方式采用银行票据结算，账期通常在1个月左右；其他客户通常采取预付款和协议单位定期付款相结合的模式，以银行转账方式或现金结算。整体看，铁路运输业务的现金获取能力较强。

4. 工程劳务业务

公司工程业务的运营主体主要为宁夏水投的子公司宁夏回族自治区水利水电工程局（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。

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

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

2016—2018年，公司新签合同金额波动下降。近年来，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，新签合同额逐年增加。2017年，公司新签合同金额18.18亿元，同比增长33.53%，构成仍以水利水电项目为主。2017年主要在建工程为

宁夏中部干旱带脱贫攻坚水源工程海原县三塘水库一标、同心县马家塘水库工程一标段、盐环定扬黄共用工程一至七泵站更新改造项目泵站工程Ⅱ标段、红寺堡区金庄子水库项目施工一标、青海省湟中县西纳川水库工程。2018年，随着国家固定资产投资放缓，公司中标金额大幅下滑，公司新签合同金额 8.21 亿元，同比下降 54.84%，构成仍以水利水电项目为主。2018 年主要在建工程为太阳山开发区萌城供水管道改造工程、太阳山工业园区华能大道、汽车站及廉租房供水片区供水管网改造工程、太阳山水厂生产网络改造工程、中宁县新材料循环经济示范区再生水处理厂及管网工程、宁夏水投盐池水务有限公司办公区改造工程、盐池县南环新村（棚户区）基础设施改造项目等项目。

表 10 近年新签合同情况(单位: 万元、个、万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
新签合同金额	136149	181800	82074	126276
新签合同数量	63	51	48	57
在建金额	295000	221311	194630	204221

资料来源: 公司提供

总体来看，公司在水利水电业务承包方面具备良好的资质，2016 年以来，公司工程劳务新签合同金额持续下降，工程劳务承接业务量存在一定的不确定性，联合资信将对此保持关注。

5. 供水业务

公司供水业务的运营主体主要为宁夏水投下属的宁夏宁东水务有限责任公司（以下简称“宁东水务”）、宁夏长城水务有限责任公司（以下简称“长城水务”）、宁夏太阳山水务有限责任公司、宁夏水投中源水务有限公司、宁夏六盘山水务有限公司、宁夏水投中宁水务有限公司、宁夏水投中卫水务有限公司等子公司。

公司供水业务包括制水和供水两个环节，截至 2019 年 9 月底，公司拥有 37 家供水厂，供水能力合计达到 165.04 万吨/日，管网长度 7981 公里。近年来，随着宁夏自治区的经济发展，用水需求持续增长，加之公司加大供水范围的扩张力度，区域内的供水普及率不断增长，促进了公司售水量的稳步增长。

表 11 截至 2019 年 9 月公司供水厂情况

运营主体	供水厂	供水能力（万立方米/日）	服务范围
宁夏宁东水务有限责任公司	宁东一供水厂；宁东二供水厂	80.00	宁东能源化工基地
宁夏长城水务有限责任公司	上海庙、红墩子能源化工基地供水厂	20.00	上海庙能源化工园区、宁东能源化工基地、滨河新区
宁夏太阳山水务有限责任公司	太阳山供水厂；金积水厂	13.60	盐池县城乡、太阳山工业园区、金积工业园区
宁夏水投中源水务有限公司	海原新区供水厂；同心东部综合供水厂；海原一二供水厂；同心一二供水厂；同心西部小洪沟、窑山、窑山扩建、王团扩建、早天岭、合合山、麻疙瘩水厂	8.88	中卫市海原县、海源新区；吴忠市同心县及周边
宁夏水投中宁水务有限公司	中宁一水厂；中宁二水厂	4.00	中宁县城、河南六乡镇、中宁工业园区
宁夏六盘山水务有限公司	六盘山二水厂、南郊水厂、五里山水厂、河沿水厂	15.00	固原市区、原州区人饮、西吉县县城及人饮、彭阳人饮
宁夏水投红寺堡水务有限公司	红寺堡中心供水厂；红寺堡鲁家窑水厂	6.20	红寺堡城乡
宁夏水投银川水务有限公司	银川水务纺织园区水厂	0.60	宁夏贺兰县军民融合产业园、兴庆区农业高新科技智慧产业示范园
宁夏水投平罗水务有限公司	平罗河东水厂	2.50	宁夏平罗县红崖子精细化工业园区
宁夏水投盐池水务有限公司	萌城水厂、王记圈水厂	0.26	盐池县城乡
宁夏吴忠水务有限公司	吴忠一水厂、吴忠二水厂、吴忠三水厂	12.00	吴忠市城区

宁夏水投中卫水务有限公司	河南水厂	2.00	中卫市周边农村
合计	--	165.04	--

资料来源：公司提供

自来水销售

2016—2018 年，公司售水量呈现逐年增长态势，分别为 20700 万立方米、26737 万立方米和 26838 万立方米，其中以工业供水为主，近三年工业供水量在总售水量中占比分别为 79.35%、84.95%和 72.25%，居民供水和商业供水占比均不大。

表 12 公司售水情况(单位：万立方米、元/千立方米)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
售水量	20700	26737	26838	23507
-其中：居民	2149	2243	3995	4715
工业	16427	20997	19391	14653
其他	2124	3497	3452	4138
平均售水收入	2645	2648	2728	2934

资料来源：公司提供

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

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

6. 铁路建设

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

表 13 公司铁路项目建设计划情况(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	建设工期	建设期限	年度投资分配比例
1	银西高铁	183	225	3:7	79	5	2016—2020	2:3:2:1
2	吴忠至中卫城际铁路	135	149	7:3	52	4	2015—2018	1:3:3:3
3	中卫至兰州铁路	47	40	7:3	21	4	2018—2020	4:3:2:1
4	包银高铁	100.56	128.7	4:6	42	4	2018—2021	2:3:3:2
5	宝中铁路中卫至平凉段扩能改造	183	83	未确定	21	4	2018—2021	2:3:3:2
6	银川至巴彦浩特铁路	34	28	6:4	12	4	2018—2021	2:3:3:2
7	太中银银川至定边段扩能	183	100	未确定	15	3.5	2019—2022	2:3:3:2
8	环县至海原铁路	48	27	未确定	4	3.5	2019—2022	2:3:3:2
9	定西经固原至庆阳铁路	76	70	未确定	14	4	2020—2023	2:3:3:2
10	太中银中卫至定边段扩能	200	109	未确定	16	3	2020—2023	2:3:3:2
合计		1190	960	--	276	--	--	--

资料来源：公司提供

公司目前的主要建设任务为石嘴山至固原城际铁路吴忠至中卫段（以下简称“吴忠至中卫城际铁路”）、银西高铁及中卫至兰州铁路（以下简称“中兰铁路”）三条铁路。

吴忠至中卫城际铁路

吴忠至中卫城际铁路位于宁夏回族自治区吴忠和中卫两市。项目北起吴忠市，向南沿京

藏高速经关马湖和滚泉，穿越牛首山丘陵区至中宁东设站，向西沿黄河南岸经宣和至中卫市设计终点，正线长约 135 公里，新建车站 3 个（滚泉站、中宁东站、中卫南站）和中卫南站停车场配套工程等。该项目由公司下属子公司宁夏铁投负责建设运营。城际铁路项目收益来自于包括票务收入、非票务收入（如广告、商

业等)、沿线土地开发经营收入在内的收益。

吴忠至中卫城际铁路项目可研批复估算总投资为 149.10 亿元, 初设批复概算总投资为 136.15 亿元。项目资金来源由资本金和建设资金贷款组成, 其中资本金为 74.55 亿元。吴忠至中卫城际铁路引进社会资本参与铁路项目建设。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作为社会资本投资人, 引入社会资本 22.37 亿元。

吴忠至中卫城际铁路先期试验段于 2015 年 10 月开工建设, 于 2016 年 6 月全线开工建设。截至 2019 年 9 月底, 吴忠至中卫城际铁路累计完成建设投资 129.31 亿元, 完成总投资额的 94.97%。其中, 2019 年上半年完成投资 7.35 亿元, 完成年度投资计划的 87.39%。

银西高铁

银西高铁连接宁夏、甘肃及陕西三省(区), 北端衔接包兰通道、太中银铁路; 南端通过西安枢纽与郑西客专、西成客专等铁路联通, 正线全长约 617 公里。其中, 宁夏境内正线长 183 公里, 全线预计于 2020 年通车。宁夏路段和甘肃路段由铁总牵头, 宁夏铁投和甘铁投共同出资设立的银西铁路公司负责建设和运营。银西高铁项目估算总投资约为 823 亿元, 项目资本金为总投资的 50%, 除中央安排财政预算资金解决 40% (164 亿元) 外, 其余 246.9 亿元由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, 资本金比例 50%, 地方和铁总资本金出资比例为 7:3, 由宁夏铁投代表宁夏政府出资约 79 亿元。

2

银西高铁先期试验段于 2015 年 12 月开工建设。2019 年计划完成投资 17.30 亿元, 截至 2019 年 9 月底, 开工累计完成 183.34 亿元, 银西铁路(宁夏段)线下主体工程已全部完成, 宁夏段正线铺轨已全部完成。

²宁夏人民政府出资约 79 亿元(宁夏在原可研批复出资额基础上, 另增加出资额约 44 亿元用于新增河东机场附近的交通枢纽站和铁路运行速度由 200 公里/小时提速至 250 公里/小时)

中卫至兰州铁路

中卫至兰州铁路(以下简称“中兰铁路”)项目全长 218 公里, 设计速度 250 公里/小时, 全线总投资 298 亿元。其中, 宁夏境内 46 公里, 投资估算 40.3 亿元。项目于 2017 年 6 月先期试验段开工, 于 2018 年 8 月全线开工建设, 预计于 2023 年建成通车。截至 2019 年 9 月底, 中兰高铁(宁夏段)本年度累计完成 58249 万元, 完成年度计划的 83%; 开工累计完成投资 11.87 亿元, 完成总投资的 29%; 桩基开累完成 4825 根, 完成设计的 99.5%; 承台开累完成 470 个, 完成设计的 93%; 墩身开累完成 435 个, 完成设计的 87%。

总体来看, 吴忠至中卫城际铁路项目是未来京一呼一银一兰客运专线的组成部分, 银西高铁银川至吴忠路段 2018 年建成后将与吴忠至中卫城际铁路连通, 形成贯通银川—吴忠—中卫的高速铁路通道, 在宁夏地区具有重要的地位。“十三五”末期, 上述铁路线路与全国铁路主通道连通后, 将把宁夏纳入全国高速铁路网, 对推动地区经济长远发展具有重要意义。建设期内, 公司将利用财政预算资金、国开发展基金、银行贷款等多种融资方式筹集资金。由于在建铁路项目投资规模大, 公司未来面临一定融资压力。

7. 神华宁煤

2016 年, 公司投资收益 1.50 亿元, 营业利润 0.23 亿元; 2017 年, 公司投资收益 12.04 亿元, 营业利润 10.15 亿元。2018 年, 公司投资收益 10.81 亿元, 营业利润 12.30 亿元。公司投资收益对营业利润贡献极大, 且投资收益主要来自神华宁煤(持股比例 49%)的股权投资收益, 神华宁煤对公司盈利水平影响大。神华宁煤是公司子公司宁东铁路的主要客户, 同时也是公司子公司西夏热电的主要原煤供应商, 对公司铁路运输业务和发电供热业务影响较大。故以下单独对其营业状况进行分析。

神华宁煤主营业务涉及煤炭生产和销售、

煤化工和建筑等。2018 年神华宁煤实现营业收入 317.40 亿元。其中，煤炭业务收入 120.79 亿元，占营业总收入的 38.05%；煤化工业务实现收入 161.13 亿元，占营业总收入的 50.77%；建筑施工业务实现收入 14.74 亿元，占营业总收入的 4.65%；其他业务实现收入 20.73 亿元，占营业总收入的 6.53%。

截至 2018 年底，神华宁煤资产总额 1378.26 亿元，所有者权益合计 381.45 亿元。2018 年，神华宁煤实现营业收入和利润总额分别为 317.40 亿元和 25.59 亿元。

截至 2019 年 9 月底，神华宁煤资产总额 1336.45 亿元，所有者权益合计 398.19 亿元。2019 年 1—9 月，神华宁煤实现营业收入和利润总额分别为 299.93 亿元和 21.52 亿元。

煤炭生产

截至 2019 年 9 月底，神华宁煤拥有 18 对生产矿井，洗煤厂 1 个，矿井设计生产能力 8525 万吨/年，目前达到生产能力 5835 万吨/年。神华宁煤煤炭资源丰富，产品生产能力较强。

表 14 截至 2019 年 9 月神华宁煤主要下辖各矿井产能情况

矿井名称	设计生产能力 (万吨/年)	目前生产能力 (万吨/年)
金能煤业分公司	340	--
汝箕沟煤矿	345	255
金凤煤矿	400	400
灵新煤矿	320	320
羊场湾煤矿	1200	950
枣泉煤矿	800	620
任家庄煤矿	360	300
清水营煤矿	500	--
梅花井煤矿	1200	950
红石湾分公司	60	60
石槽村煤矿	600	400
麦垛山煤矿	800	460
红柳煤矿	800	620
双马煤矿	400	400
金家渠煤矿筹建处	400	100
合计	8525	5835

注：金能煤业分公司和清水营煤矿处于停产阶段

资料来源：公司提供

2016—2018 年，神华宁煤的原煤实际产出分别为 5984.00 万吨、6366.00 万吨和 6184.92 万吨，产出量持续上升，煤炭业务规模优势突出。同期，成品煤销量分别为 5193.00 万吨、4697.00 万吨和 3229.67 万吨。2018 年，神华宁煤成品煤对外产销率同比下降，主要为内部销售，供给煤制油项目所致。2019 年 1—9 月的原煤产出量和成品煤销量分别为 4457.29 万吨和 2027.74 万吨，分别为 2018 年全年水平的 72.07%和 62.78%；销售均价下降至 348.81 元/吨。

2018 年，神华宁煤煤炭洗选加工能力 7640 万吨/年，2018 年入洗量 5678 万吨。

表 15 煤炭生产及对外销售情况

(单位：万吨、%、元/吨)

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
原煤实际产出	5984.00	6366.00	6184.92	4457.29
成品煤销量	5193.00	4697.00	3229.67	2027.74
成品煤产销率	86.77	73.78	102.10	100.00
平均销售价格	244.38	350.20	375.03	348.81

资料来源：公司提供

煤炭销售

神华宁煤的煤炭产品包括动力煤、无烟筛选煤、无烟精煤、主焦煤和 1/3 焦精煤，产品主要供应电力、冶金以及石化企业。2018 年，神华宁煤前五大客户占销售比重为 16.11%，主要用户包括华电峰源（北京）贸易有限公司宁夏分公司、大坝发电有限责任公司、宁夏京能宁东发电有限公司、中电投宁夏能源铝业临河发电有限公司、宁夏宝丰能源集团公司等，客户集中度较 2017 年有所下降；销售区域方面，神华宁煤地处西北，除供应宁夏自治区内市场外（2018 年销售比重为 81.89%），主要供给甘肃、河北等区域（2018 年销售比重分别为 2.72%和 8.44%）。

神华宁煤销售的商品煤主要是动力煤、焦精煤和无烟精煤等三大类。2016—2018 年，神华宁煤商品煤销量分别为 5192.53 万吨、4696.51 万吨和 3229.67 万吨。由于神华宁煤供

给煤制油项目，2016 年以后，对外销量大幅下降。价格方面，2017 年，动力煤和无烟精煤、销售价格均大幅上涨，分别为 307.94 元/吨和

892.07 元/吨。2018 年，动力煤和无烟精煤销售价格小幅上涨，分别为 325.69 元/吨和 1138.63 元/吨。

表 16 神华宁煤煤炭主要品种对外销售情况(单位: 万吨、元/吨)

煤种	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格	销量	价格
动力煤	4679.39	221.62	4350.92	307.94	3003.88	325.69	1877.59	300.45
焦精煤	7.37	384.61	--	--	--	--	--	--
无烟精煤	438.72	493.19	338.77	892.07	197.74	1138.63	130.83	1072.06
无烟筛选煤	0.89	460.16	0.47	670.74	0.47	594.56	0.21	565.96
其它煤产品	66.17	185.46	6.35	367.38	27.58	148.14	19.11	146.05
销量合计	5192.53	244.38	4696.51	350.20	3229.67	373.99	2027.74	348.81

注：价格为不含税价格

资料来源：公司提供

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

煤化工产业

目前神华宁煤煤化产品主要是聚丙烯、聚甲醛、甲醇，同时副产混合芳烃、液化气、液氧、液氮、硫磺等。在甲醇生产方面，神华宁煤的两套甲醇项目装置设计生产能力 85 万吨/年，主产均为甲醇，同时副产液氧、液氮、硫磺等产品。在烯烃生产方面，神华宁煤有二套烯烃装置，分别为 50 万吨/年煤基烯烃装置、50 万吨/年甲醇制烯烃装置。神华宁煤的 50 万吨/年煤基烯烃装置可生产中间产品甲醇 94.70 万吨/年，终端产品聚丙烯 50.96 万吨/年，同时产出副产品混合芳烃 22.26 万吨/年、LPG（液态燃料）8.30 万吨/年、硫磺 0.76 万吨/年。神华宁煤另外还拥有 1 套 6 万吨/年聚甲醛装置。在甲醇生产方面，神华宁煤的两套甲醇项目装置设计生产能力 85 万吨/年，主产均为甲醇，同时副产液氧、液氮、硫磺等产品。近三年，

神华宁煤各煤化工产品产量较为稳定，2016—2018 年，神华宁煤甲醇产量分别为 101.60 万吨、97.55 万吨和 125.70 万吨；聚丙烯产量分别为 92.63 万吨、95.83 万吨和 107.36 万吨；混合芳烃产量分别为 40.64 万吨、42.98 万吨和 41.22 万吨。

表 17 神华宁煤煤化工产品产量(单位: 万吨)

煤化工品种	2016 年	2017 年	2018 年
甲醇	101.60	97.55	125.70
聚丙烯	92.63	95.83	107.36
混合芳烃	40.64	42.98	41.22

资料来源：公司提供

销量方面，近年来，神华宁煤煤化工产品销量稳定。销售价格方面，2016—2018 年，神华宁煤聚丙烯售价分别为 6558.37 元/吨、7279.03 元/吨和 8219.71 元/吨，销售价格持续增长；混合芳烃售价分别为 3911.42 元/吨、4377.60 元/吨和 4950.97 元/吨，销售价格持续增长。2015 年起，甲醇全部用于内部生产，未对外销售。

表 18 神华宁煤煤化工销售情况(单位: 万吨、元/吨)

品种	2016 年		2017 年		2018 年	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
聚丙烯	92.70	6558.37	95.33	7279.03	107.33	8219.71
混合芳烃	40.95	3911.42	43.00	4377.60	40.89	4950.97

聚甲醛	5.80	8146.25	6.25	10750.05	6.05	11793.08
-----	------	---------	------	----------	------	----------

注：价格为不含税价格

资料来源：公司提供

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

8. 经营效率

从经营效率指标看，2016—2018 年，公司的销售债权周转次数和存货周转次数两项指标的三年均值分别为 3.36 次和 10.44 次，2018 年上述指标分别为 3.35 次和 11.05 次；公司总资产周转率持续在低位，近三年均值 0.07 次，2018 年为 0.07 次。

总体看，公司整体经营效率有待提高。

9. 未来规划

发展规划

公司将以股权管理、融资服务、国有资本投资、资本运营和区属国有资产处置为主业，在自治区人民政府的支持下，通过持有和管理

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

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

重大在建投资项目

在建项目方面，公司现阶段投资项目主要包括中卫至兰州铁路项目以及吴忠至中卫城际铁路，计划总投资 176.42 亿元，截至 2019 年 9 月底，上述项目累计投入 141.18 亿元，占总规划的 76.35%。

总体看，公司在未来预计投入到项目中的资金规模较大，资本性支出压力较大。

表 19 截至 2019 年 9 月底的重大在建项目情况(单位：亿元，%)

序号	项目名称	投资主体	项目总投资	建设周期	自有资金	自有资金占比	剩余资金融资渠道	截至 2019 年 9 月底累计投入
1	中卫至兰州铁路	宁夏铁路投资有限责任公司 70%、兰州局集团公司 30%	40.27	2017.6-2022.6	28.00	69.53	银行借款等形式，由项目公司负责。	11.87
2	吴忠至中卫城际铁路	宁夏铁路投资有限责任公司 40%、兰州局集团公司 30%、中国铁建股份有限公司 30%	136.15	2015.10-2019.9	74.55	54.76	银行借款等形式，由项目公司负责。	129.31
合计		--	176.42	--	102.55	--		141.18

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，

信永中和会计师事务所有限公司对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2019 年 1—9 月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2016 年，公司纳入合并范围的二级子公司共 8 家。2016 年，公司原二级子公司宁东铁路与原三级子公司西部创业完成资产重组，交易完成后，西部创业成为公司二级子公司，宁东铁路成为公司三级子公司；2017 年，公司纳入合并范围的二级子公司共 14 家，较上年度新增子公司 9 家，3 家子公司不再纳入公司合并范围，其中宁夏煤炭运销有限公司和吉尔吉斯斯坦宁夏矿业有限责任公司清算处置，宁夏西洋恒力有限公司无偿划拨。2018 年，公司纳入合并范围的二级子公司 9 家，其中宁夏水投盐池水务有限公司和宁夏黄河开发有限公司无偿划拨，1 家子公司不再纳入公司合并范围。2019 年 1—9 月，公司有 1 家子公司不再纳入合并范围，因此对财务数据可比性影响不大。考虑到新纳入合并范围的公司资产及净资产规模普遍相对较小，总体来看，合并范围变化对公司影响不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 737.72 亿元，所有者权益 434.43 亿元（含少数股东权益 143.18 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 49.56 亿元，利润总额 13.06 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 748.21 亿元，所有者权益 450.59 亿元（含少数股东权益 146.73 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 37.47 亿元，利润总额 9.77 亿元。

2. 资产质量

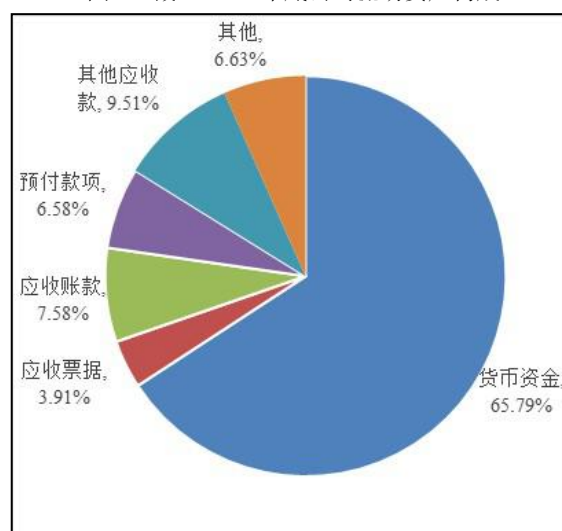
2016—2018 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 15.49%，截至 2018 年底，公司资产总额为 737.72 亿元，同比增长 18.66%；其中，流动资产占 21.05%、非流动资产占 78.95%。公司资产结构以非流动资产为主，符合煤炭铁路运输、发电供热、供水业务等行业的特性。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产年均复合增

长 19.00%，截至 2018 年底，公司流动资产 155.29 亿元，同比增长 79.18%，主要系货币资金增加所致；构成主要包括货币资金（占 65.79%）、应收账款（占 7.58%）、预付账款（占 6.58%）和其他应收款（占 9.51%）。

图 9 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 15.30%，截至 2018 年底，公司货币资金 102.18 亿元，同比增长 120.86%，主要为 2018 年铁路建设资金的财政拨款以及 2018 年财政拨付 36 亿元用于铁路建设的地方债剩余资金。其中，银行存款占 99.61%。使用受限制的货币资金 0.40 亿元，其构成主要为保证金存款及定期存款。

2016—2018 年，公司应收票据分别为 4.35 亿元、4.20 亿元和 6.07 亿元。公司应收票据主要是货款结账方式采取银行承兑汇票的方式支付所产生的，2018 年，受水利工程结算的应收票据增加的影响，公司应收票据大幅增长 44.52%。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 27.28%，截至 2018 年底，公司应收账款 11.76 亿元，同比增长 58.01%，主要系电价补贴资金和应收电费增加以及应收工程款增加所致；应收账款欠款客户前 5 名金额合计占比 41.37%，集中程度较高，其中，宁夏回族自治区

区电力公司欠款4.17亿元，占比29.11%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额7.55亿元，占比52.65%。其中，1年以内的占31.80%，1~2年的占5.16%，2~3年的占比5.13%，3年以上的占比10.56%，整体账龄尚可。公司共计提坏账准备1.70亿元，计提坏账比例为22.49%。整体看，公司应收账款质量较好。

表20 2018年底公司应收账款前五名客户情况
(单位: 万元)

客户名称	账面余额	占比
宁夏回族自治区电力公司	41734.77	29.11
应收采暖费	6011.42	4.19
神华宁煤集团有限公司	8594.30	6.00
宁夏宝丰能源集团有限公司	1483.66	1.04
宁夏鸿日建筑幕墙装饰有限公司	1481.37	1.03
合 计	59305.52	41.37

资料来源: 公司财务报告

2016—2018年，公司预付款项波动中有所增长，年均复合增长4.34%，主要是预付工程款等，截至2018年底，公司预付款项10.21亿元，同比增长24.59%，主要系预付工程款增加所致。从账龄来看，1年以内的占25.75%，1~2年的占7.15%，2~3年的占8.40%，3年以上的占58.70%。账龄超过1年的预付款项主要是预付资产购置款项，截至2018年底相关项目尚未完工；公司预付款项未计提坏账准备。预付对象前5名金额合计占比55.41%，集中程度较高。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长54.77%，截至2018年底，公司其他应收款净额为14.77亿元，同比增长61.49%，主要为子公司西部创业应收的股东业绩承诺补偿款。欠款客户前5名金额合计占比53.51%，主要为宁夏回族自治区防汛抗旱指挥部办公室及宁夏回族自治区水利厅，集中度较高。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为14.87亿元，占比78.39%，计提坏账比例15.97%，计提较为充分；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额2.57亿

元，占比14.67%，计提坏账比例11.36%，1年以内的占61.32%，整体账龄尚可。公司共计提坏账准备2.74亿元，计提坏账比例为15.63%。整体看，公司其他应收款质量较好。

表21 2018年底公司其他应收款前五名客户情况
(单位: 万元)

客户名称	账面余额	占比	账龄
宁夏回族自治区防汛抗旱指挥部办公室	40486.67	23.05	0~4年
宁夏回族自治区水利厅	31028.76	17.67	0~3年
宁夏国际饭店	11600.27	6.60	5年以上
宁夏房地产集团有限公司	7373.79	4.20	5年以上
德恒证券有限责任公司	3500.00	1.99	5年以上
合 计	93989.48	53.51	--

资料来源: 公司财务报告

2016—2018年，公司存货波动增长，三年分别为3.16亿元、2.62亿元、4.57亿元。2018年公司存货较2017年增长74.28%，构成以工程施工（占48.77%）和原材料（占30.25%）为主；公司累计计提存货跌价准备0.31亿元。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产持续增长。截至2018年底，公司非流动资产582.43亿元，同比增长8.86%，主要由长期股权投资（占44.47%）、固定资产（占25.68%）和在建工程（占20.72%）构成。

2016—2018年，公司长期股权投资规模不断增长，年均复合增长17.22%，主要系公司对银西铁路有限公司投资增加所致，公司长期股权投资中被投资企业数量较多，绝大多数按权益法核算。截至2018年底，公司长期股权投资259.01亿元，同比增长13.55%。2018年，公司对被投资企业按权益法确认投资收益共计10.04亿元。其中，神华宁煤确认投资收益9.71亿元、国药控股宁夏有限公司确认投资收益0.17亿元、国电宁夏石嘴山发电有限责任公司确认投资收益-0.49亿元、国电石嘴山第一发电有限公司确认投资收益-0.10亿元、宁夏沙坡头

水利枢纽有限责任公司确认投资收益 0.23 亿元，公司获得利润分配共计 57.99 万元；神华宁煤确认减值 7.70 亿元，主要系公司按照要求淘汰相关设备和项目导致资产减值。截至 2018 年底，公司对联营企业宁煤集团的长期股权投资为 177.33 亿元，占长期股权投资合计的 68.46%。2018 年，神华宁煤实现营业收入 317.40 亿元，净利润 20.86 亿元。总体看，公司股权投资质量尚可。

2016—2018 年，公司固定资产规模快速增长，年均复合增长 20.37%，截至 2018 年底，公司固定资产净额为 149.55 亿元，同比增长 13.78%，主要系西夏热电二期转固所致；公司累计折旧 46.97 亿元，计提减值准备 0.26 亿元。从固定资产账面价值看，房屋建筑物占 44.44%，机器设备占 31.77%。

2016—2018 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 20.33%，截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 120.68 亿元，同比增长 0.58%，增长主要来自新项目中中卫至兰州铁路、公司持续投资吴忠至中卫城际铁路项目和水利投资项目，减少主要是西夏热电厂二期工程项目转固。其中，吴忠至中卫城际铁路项目新增投资 8.12 亿元，中卫至兰州铁路项目新增投资 5.30 亿元、宁夏水利建设项目新增投资 7.23 亿元；截至 2018 年底，在建工程账面余额 124.99 亿元，计提减值准备 4.31 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动资产快速下降，年均复合下降 28.16%，截至 2018 年底，公司其他非流动资产合计 19.25 亿元，同比下降 2.78%，主要由融资平台拨付贷款本金（占 44.00%）和待抵扣进行税额（占 52.84%）构成。公司融资平台拨付贷款本金为公司下属子公司宁夏电投代为持有的工程项目资产，在项目资金全部支付之前由宁夏电投持有所有权，因此计入其他非流动资产科目。宁夏回族自治区人民政府与国家开发银行签署的《开发性金融合作协议》，自治区政府成立了由自治区副主席、发改委、办公厅、财政厅、经信委、审计厅、

国开行宁夏分行及公司等各部门、单位负责人组成的利用国家开发银行政府信用贷款领导小组，依据融资领导小组宁开贷〔2005〕4 号文件《关于印发自治区利用国家开发银行政府信用贷款领导小组有关工作办法的通知》的规定，宁夏电投作为借款主体负责政府信用融资过程中向国家开发银行宁夏分行提出借款申请、签订借款合同等涉及借款主体的工作，以及政府信用贷款资金的拨付、本息的归集、偿还及资金等会计核算，按工作办法要求，业务单独设立账簿核算，资金实行封闭运行，宁夏电投不承担还本付息责任。在项目资金全部支付之前由公司持有所有权。随着部分项目资金足额支付、项目所有权完成移交工作，公司其他非流动资产逐年减少，未来公司不再进行该类项目融资。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 748.21 亿元，较 2018 年底增加 1.42%，保持稳定。其中，流动资产占 20.83%、非流动资产占 79.17%，资产结构仍以非流动资产为主。

公司资产构成以非流动资产为主，流动资产中货币资金占比高。非流动资产中长期股权投资占比高，长期股权投资以神华宁煤的股权投资为主，公司参股企业股权质量分化。整体看，公司资产流动性弱，资产质量尚可。

3. 负债与所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，三年分别为 331.35 亿元、361.63 亿元、434.43 亿元。截至 2018 年底，公司所有者权益同比增长 20.13%，主要系实收资本和少数股东权益增长所致。

2016—2018 年，公司实收资本分别为 234.24 亿元、244.99 亿元、293.00 亿元。截至 2018 年底，公司实收资本同比增加 48.01 亿元。

2016—2018 年，公司资本公积持续增长，三年分别为 -2.65 亿元、1.01 亿元、5.62 亿元。截至 2017 年底，公司资本公积 1.01 亿元，同比增

加3.66亿元，主要系子公司宁夏水投将已建成水利建设项目的资本金专项拨款转入。截至2018年底，公司资本公积同比增加4.61亿元，主要系宁夏盐池水务、宁夏黄河开发等公司无偿划入宁夏水投所致。

2016—2018年，公司未分配利润分别为-9.99亿元、-12.58亿元、-10.16亿元。2017年底分配利润较2015年底下降2.59亿元，主要系联营企业宁煤集团清产核资损失10.82亿元和净利润转入8.12亿元。截至2018年底，公司未分配利润同比增长2.42亿元，主要系净利润转入10.62亿元。

截至2019年9月底，公司所有者权益450.59亿元，较2018年底增长3.72%，主要来自实收资本、资本公积和未分配利润的增加。实收资本较2018年底增加1.92亿元，主要系政府财政拨款；资本公积较2018年底增长2.72亿元，主要系下属子公司宁夏水投集团接受政府无偿划拨吴忠水务公司所致；未分配利润较2018年底增加7.98亿元，主要系参股企业的投资收益增加所致。所有者权益构成与2018年底相比基本无变化。

总体看，近年来公司实收资本有所增长且占比高，但货币出资比例较低，所有者权益中少数股东权益占比显著提升，未分配利润为负，公司所有者权益质量一般。

负债

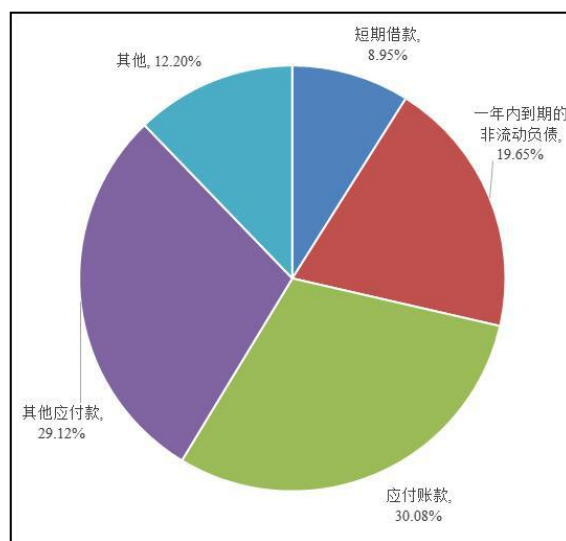
2016—2018年，公司负债总额快速增长，年均复合增长16.95%，截至2018年底，公司负债总额为303.29亿元，同比增长16.62%，增长主要来自长期借款和应付债券；负债结构中，流动负债占28.96%，非流动负债占71.04%。

流动负债

2016—2018年，公司流动负债波动增长，年均复合增长7.23%，截至2018年底，公司流动负债合计87.83亿元，同比下降12.28%，主要系短期借款减少所致。流动负债主要由短期借款（占8.95%）、应付账款（占30.08%）、其他应付款（占29.12%）和一年内到期的非流动负债（占

19.65%）构成。

图10 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2016—2018年，公司短期借款规模波动较大，分别为5.30亿元、24.08亿元和7.86亿元。截至2018年底，公司短期借款7.86亿元，同比下降67.37%；主要由保证借款2.59亿元、质押借款1.00亿元和信用借款3.80亿元组成。

2016—2018年，公司应付账款波动增长，年均复合增长16.12%，截至2018年底，公司应付账款26.42亿元，同比下降12.77%。按账龄来看，1年内的占比75.34%，1—2年的占比12.21%，2年以上的占比12.45%，整体账龄尚可；其中账龄超过一年的大额应付账款主要由未结算的工程款和设备款构成。

2016—2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长2.13%，截至2018年底，公司其他应付款25.58亿元，同比下降4.03%，主要为股权转让款、保证金及押金等。截至2018年底，账龄超过1年的其他应付款中，受让股权应付款合计14.74亿元³。其中，应付神华宁夏煤业集团公司12.60亿元、应付中国神华能源股份有限公司2.14亿元。

非流动负债

2016—2018年，公司非流动负债波动增长，

³ 2013年7月，公司向神华宁煤和中国神华能源股份有限公司收购宁东铁路29.24%的股权，应付股权转让款合计14.74亿元

年均复合增长 21.75%，截至 2018 年底，公司非流动负债合计 215.46 亿元，同比增长 34.71%，主要系应付债券和长期借款增加所致。其构成主要包括长期借款（占 56.52%）、应付债券（占 17.60%）、专项应付款（占 8.50%）和递延收益（占 14.29%）。

2016—2018 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 12.55%，截至 2018 年底，公司长期借款为 121.78 亿元，同比增长 23.12%，主要由质押借款 34.15 亿元、保证借款 30.49 亿元、信用借款 43.34 亿元和融资平台专项借款 9.29 亿元构成。由于负责铁路建设，公司长期借款偿还期限较分散。

2016—2018 年，公司应付债券分别为 0.00 亿元、10.16 亿元和 37.92 亿元，截至 2018 年底，应付债券余额为 37.92 亿元，详见下表。

表 22 截至 2018 年底，公司发行债券情况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	到期日期	期限	债券余额
17 宁夏国资 MTN001	10.0	2020/9/5	3 年	10.0
18 宁夏国资 CP001	10.0	2019/6/13	1 年	5.0
18 宁资 01	5.0	2021/7/9	3 年	5.0
18 宁夏国资 SCP001	5.0	2019/5/24	270 天	5.0
18 宁夏国资 SCP002	5.0	2019/5/25	270 天	5.0
18 宁夏国资 SCP003	2.5	2019/8/6	270 天	2.5
合计	37.5			37.5

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2016—2018 年，公司专项应付款波动下降，三年分别为 32.57 亿元、12.22 亿元、18.32 亿元，截至 2018 年底，公司专项应付款为 18.32 亿元，同比大幅增长 49.91% 主要来自原铁路建设专项资金以及再担保公司代管的自治区政府担保业务专项资金。

2016—2018 年，公司递延收益波动增加，三年分别为 8.75 亿元、31.01 亿元、30.78 亿元，2018 年，公司递延收益为 30.78 亿元，同比下降 0.75%，主要系宁夏水投水利建设项目政府

补助资金有所减少所致。

从债务结构看，2016—2018 年，公司有息债务规模波动中快速增长，其中短期债务年均复合增长 39.91%，长期债务年均复合增长 17.68%。截至 2018 年底，按照公司债务经济实质进行相应调整，即将公司应付债券中的短期融资券调整至短期债务，长期应付款中的融资租赁和售后回租费用调整至长期债务，公司调整后全部债务 190.43 亿元，同比增长 27.19%。其中，短期债务 48.73 亿元（占 25.59%），长期债务 141.70 亿元（占 74.41%）。公司全部债务中，长期融资平台专项借款为 9.29 亿元（占全部债务的 4.88%），全部为宁夏电投代政府管理、建设的工程项目产生的融资平台借款，该借款本金和利息由自治区政府以专项资金进行偿还、封闭运作，宁夏电投不承担还本付息的责任，因此公司实际偿债压力有所减轻。

表 23 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
短期债务	24.89	34.73	48.73	41.36
长期债务	102.32	114.99	141.70	150.94
全部债务	127.22	149.72	190.43	192.30
长期债务资本化比率	23.59	24.13	24.60	25.09
全部债务资本化比率	27.74	29.28	30.48	29.91
资产负债率	40.09	41.83	41.11	39.78

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

近三年随公司债务规模的上升，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均呈上升趋势，三年均值分别为 29.57% 和 24.25%，资产负债率呈波动上升趋势，三年均值为 41.12%；截至 2018 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 41.11%、30.48% 和 24.60%，同比分别下降 0.72 个百分点、增长 1.20 个百分点和 0.41 个百分点。整体来看，公司债务负担较轻。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额 297.61 亿元。其中，非流动负债占比 79.17%，仍以非流动负债为主，负债结构基本无变化；公司调

整后全部债务 192.30 亿元，较 2018 年底保持稳定。其中，短期债务 41.36 亿元（占 21.51%），长期债务 150.94 亿元（占 78.49%）；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 39.78%、29.91%和 25.09%，与 2018 年底相比小幅变化，其中资产负债率、全部债务资本化比率小幅下降，长期债务资本化比率小幅上升。

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

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入规模持续增长，年均复合增长 23.93%。2018 年，公司实现营业收入 49.56 亿元，同比增长 16.04%，主要系发电供热板块同比增加 7.63 亿元。2016—2018 年公司营业成本不断增长，年均增长 25.67%，高于同期营业收入增速。2018 年公司营业成本 39.69 亿元，同比增长 12.80%，受此影响，营业利润率较 2017 年增长 1.92 个百分点至 18.50%。

2016—2018 年，公司期间费用波动下降，年均复合下降 0.83%，较为稳定。受此影响，期间费用占营业收入比重逐年下降，三年分别为 23.03%、16.77%、14.75%。2018 年，公司期间费用为 7.31 亿元，同比增长 2.05%，销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.28 亿元、3.51 亿元、3.51 亿元，销售费用和管理费用有所下降，财务费用大幅上升。总体看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，期间费用占营业收入比重逐年减少，期间费用控制能力尚可。

2016—2018 年，公司投资收益波动增长，三年分别为 1.50 亿元、12.04 亿元、10.81 亿元，近三年公司投资收益在营业利润中占比分别为 648.26%、118.59%和 87.87%，对公司盈利水平影响大。公司投资收益主要来自于对参股公司神华宁煤的长期股权投资收益，该投资收益按照权益法核算。2016—2018 年，公司来自神华

宁煤的长期股权投资收益分别为 0.19 亿元、12.77 亿元、9.71 亿元。

2016—2018 年，公司营业外收入波动下降，三年分别为 6.19 亿元、0.11 亿元、1.76 亿元，主要为政府补助。2018 年，公司营业外收入主要包括三级子公司昊凯公司股东凯发公司放弃债权转入 14879 万元、集团本部收西北证券公司破产财产分配款 59.06 万元以及银川热电公司收到灰渣场补偿款 1592.8 万元。

2016—2018 年，公司利润总额快速增长，三年分别为 6.17 亿元、10.14 亿元、13.06 亿元，主要是近年来受煤炭行业供给侧改革的影响，煤炭市场回暖，对神华宁煤的投资收益增长较大所致。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率波动下降，三年分别为 20.63%、16.57%、18.50%；受净利润增长的影响，公司总资产收益率和净资产收益率逐年上升，2018 年分别为 2.67%和 2.78%。总体看，公司整体盈利能力有所上升，2017 年增幅较大，主要是以下原因导致：近年来因煤炭行业供给侧改革，导致煤炭及相关行业景气度不断提升；公司利润中投资收益占比较大，公司投资收益主要来自参股公司神华宁煤，2017 年神华宁煤受到煤炭行业影响较大，盈利能力大幅度提高，直接导致公司投资收益大幅度提升。2018 年，受公司主营业务盈利能力的提高，公司整体盈利能力进一步提升，但整体盈利水平仍较低。

2019 年 1—9 月，公司营业收入为 37.47 亿元；投资收益为 8.01 亿元；利润总额为 9.77 亿元；营业利润率为 20.30%，较 2018 年底有所上升。

表 24 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
营业收入	32.27	42.71	49.56	37.47
营业外收入	6.19	0.11	1.76	0.08
利润总额	6.17	10.14	13.06	9.77
营业利润率	20.63	16.57	18.50	20.30

总资产收益率	2.12	2.59	2.67	--
净资产收益率	1.67	2.55	2.78	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

总体看，近三年，公司营业利润率有所波动；投资收益主要集中于神华宁煤，对利润总额贡献大，未来其经营状况将对公司盈利水平影响很大。从指标看，公司目前整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2016—2018年，受营业收入增加的影响，公司经营活动现金流入量有所增长，年均复合增长7.17%，近三年分别为43.96亿元、45.29亿元和50.49亿元；公司经营活动现金流出量近三年复合增长14.49%，分别为30.86亿元、33.16亿元和40.45亿元。2018年，公司经营活动现金流入量和流出量分别同比增长11.47%和22.00%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。近三年，公司经营活动产生的现金净额持续下降，2018年为10.04亿元。2016—2018年，公司现金收入比持续下降，三年均值为94.06%，2018年为90.68%，同比下降5.63个百分点，公司现金收入质量一般。

从投资活动来看，2016—2018年，公司投资活动现金流入量持续下降，三年分别为20.47亿元、14.92亿元和10.31亿元。公司投资活动现金流入量中，取得投资收益收到的现金分别为2.20亿元、1.00亿元和0.75亿元，公司投资收益实际现金分红少。公司投资活动现金流出量波动下降，三年分别为67.46亿元、123.67亿元和56.76亿元，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金构成。2017年投资活动产生的现金流出规模较大，系公司2017年对银西铁路有限公司投资增加38.30亿元所致。近三年公司投资活动现金流量净额分别为-46.98亿元、-108.75亿元和-46.45亿元。

2016—2018年，筹资活动前现金流量净额-33.88亿元、-96.61亿元和-36.15亿元，当前公

司经营活动现金净流量及投资收益现金流入无法覆盖投资支出需求，对外筹资压力仍较大。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司主要通过银行借款、发行债券的方式进行筹资，近三年公司筹资活动现金流入量分别为105.53亿元、105.90亿元和171.91亿元，公司发行各类债券均计入取得借款收到的现金；近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为62.06亿元、66.02亿元和92.80亿元，均为净流入。

2019年1—9月，公司经营活动产生的现金流入为51.57亿元。同期，公司现金收入比为96.03%，较2018年有所上升。公司经营活动产生的现金流量净额15.14亿元；投资活动产生的现金流量净额为-21.39亿元，购建固定资产、无形资产等支付的现金25.66亿元，主要系铁路建设所致；筹资活动产生的现金流量净额为4.78亿元，吸收投资收到的现金11.57亿元。现金及现金等价物净增加额为-1.47亿元。

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

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率波动幅度较大，其中，流动比率三年分别为143.55%、86.56%和176.80%；速动比率三年分别为139.41%、83.94%和171.61%。截至2019年9月底，以上指标持续上升，分别为233.87%和228.56%。近三年，公司经营现金流动负债比分别为17.15%、12.12%和11.43%。总体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，近三年，受利润增长的影响，公司的EBITDA逐年增加，三年分别为15.84亿元、20.52亿元和25.35亿元；公司全部债务/EBITDA持续下降，2016—2018年分别为8.03倍、7.30倍和7.51倍，指标值一般；EBITDA利息保护倍数持续增长，2016—2018年分别为

3.62倍、3.82倍和4.05倍，EBITDA对本息的覆盖能力尚可。整体看，公司对全部债务的保护能力一般。考虑到公司股东的支持力度大和公司在当地的地位较高，公司实际偿债能力优于债务指标数值。

截至2019年9月底，公司提供对外担保共计0.74亿元，对外担保比率0.17%。目前被担保公司经营正常且担保额度较小，公司或有负债风险相对较低。

截至2019年9月底，主要银行给予公司的授信总额度为人民币637亿元，已使用额度为136.72亿元，未使用额度500.28亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1064010400372830S），截至2020年1月3日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为366.56亿元，较年初增长23.33%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占18.84%，非流动资产占81.16%，货币资金和长期股权投资占比较大，2018年底分别为60.91亿元和288.60亿元，长期股权投资主要系对子公司和参股公司的投资。截至2019年9月底，母公司口径资产合计411.67亿元，较2018年底增长12.31%，主要由于长期股权投资增长所致。

截至2018年底，母公司所有者权益合计306.52亿元，较年初增长21.44%，主要系实收资本增加所致；母公司所有者权益主要由实收资本构成。截至2019年9月底，母公司所有者权益合计316.62亿元，较2018年底增长3.30%，主要系实收资本和未分配利润增加所致。

截至2018年底，母公司负债规模60.05亿元，较年初增长33.98%。母公司负债中流动负

债占36.85%，非流动负债占63.15%，非流动负债占比较高。流动负债以其他应付款20.28亿元为主，非流动负债以应付债券37.92亿元为主。截至2018年底，母公司资产负债率为16.38%，全部债务资本化比率为11.47%。截至2019年9月底，母公司负债规模95.06亿元，较2018年底增长58.31%，主要系公司本部与下属子公司铁路投资公司新增往来款25亿元所致，母公司负债中流动负债占比进一步上升至50.03%，资产负债率上升至23.09%，全部债务资本化比率上升至12.49%。整体看，母公司财务杠杆较低，债务负担较轻。

2018年，母公司营业收入为45.83万元，规模较小。同期，母公司营业成本为21.86万元；母公司财务费用为-0.21亿元；母公司投资收益为10.52亿元，主要来自参股公司神华宁煤的长期股权投资收益。受益于较大规模的投资收益，母公司实现净利润为10.12亿元，母公司盈利能力弱。2019年1—9月，母公司营业收入为66.91万元；母公司财务费用为-0.51亿元；母公司投资收益为7.80亿元。母公司实现净利润8.10亿元。

2018年，母公司经营活动现金流净额为-0.50亿元，，母公司投资活动现金流净额为-3.75亿元。2018年，母公司筹资活动现金流净额为54.57亿元，由于铁路建设需要投入大量资本金，母公司仍存在较大的筹资压力。

整体看，母公司资产以非流动资产为主，主要为货币资金和长期股权投资，债务负担较轻，盈利主要来自投资收益，受被投资企业影响较大，受铁路项目建设需求的影响，公司有较大的筹资压力。

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

10. 未决诉讼

截至2019年9月底，公司未决的重大诉讼、

仲裁案件为：公司子公司宁夏煤炭勘察工程公司对山西吕梁中阳西合煤业有限公司截至2017年底应收账款余额11000000.00元，已计提坏账5500000.00元。2017年4月，宁夏煤炭勘察工程公司向山西省吕梁市中级人民法院提起诉讼，目前该案正在审理中，尚未作出判决。

由于上述仲裁、诉讼事项系由公司的子公司作为申请方向仲裁机构申请仲裁且已计提坏账，故该事项对公司持续经营不会产生重大不利影响。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度为1.7亿元，截至2019年9月底公司全部债务为192.30亿元，本期中期票据的发行对现有债务结构影响小。截至2019年9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39.78%、30.16%和25.09%。以2019年9月底数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至39.91%、30.34%和25.30%。整体看，考虑到本次中期票据用来偿还公司存量债务，本次中期票据发行对公司债务负担影响小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为43.96亿元、45.29亿元和48.88亿元，为本期中期票据发行额度的25.86倍、26.64倍和28.75倍；公司经营活动现金流量净额分别为13.10亿元、12.14亿元和10.04亿元，分别为本期中期票据发行额度的7.71倍、7.14倍和5.90倍；公司EBITDA分别为15.84亿元、20.52亿元和25.35亿元，分别为本期中期票据的9.32倍、12.07倍和14.91倍。

考虑到2020年公司到期债券合计40.80亿元（包括2020年回售债券），2016—2018年，

公司经营活动产生的现金流入量分别为2020年集中到期债券合计额度的1.08倍、1.11倍和1.24倍；公司经营活动现金流量净额对2020年集中到期债券合计额度的保障倍数分别为0.32倍、0.30倍和0.25倍。公司EBITDA分别为2020年集中到期债券合计额度的0.39倍、0.50倍和0.62倍。

综合以上分析，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据覆盖程度很高。

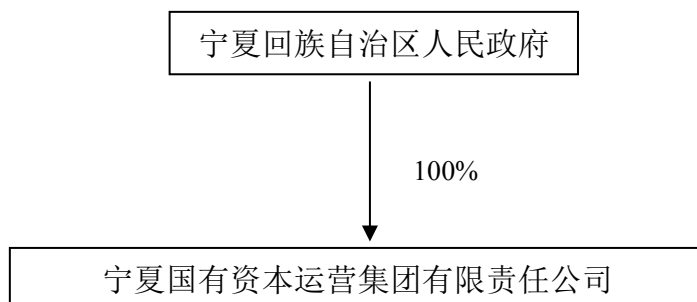
十、结论

公司作为宁夏回族自治区人民政府出资设立的国有独资公司，在国有资产运营管理、区域经济地位、政府支持、对下属公司管控能力等方面具有显著优势。近年来，宁夏国资委将所持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司，下属公司业务覆盖了铁路、电力、水利、煤炭能源等国民经济重点行业。未来随着公司加强对控股子公司的统一调配和资本运作，增进与神华宁煤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。

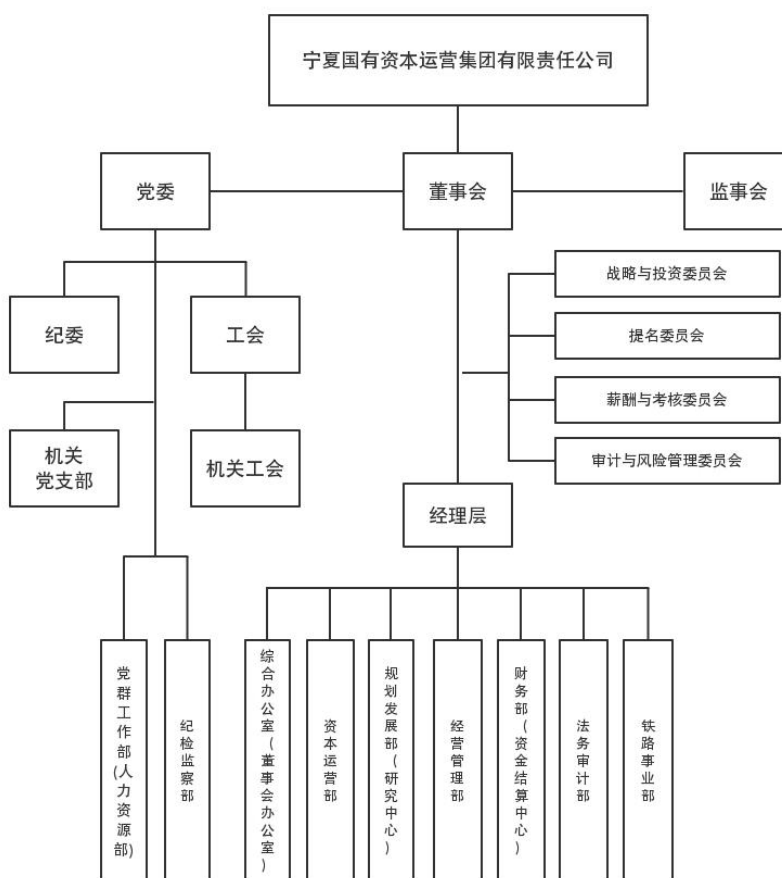
公司资产构成以非流动资产为主，长期股权投资占比高，资产质量尚可；实收资本中货币出资比例较低，债务负担较轻；营业利润率呈下降趋势，投资收益对利润总额贡献大，整体盈利能力较弱；公司经营活动现金流入量较大，现金类资产充裕，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据覆盖程度很高。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底纳入公司合并报表的子公司情况

企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	是否纳入合并报表	取得方式
宁夏中煤实业有限公司	100	10000	纳入	划拨
宁夏煤炭勘查工程有限公司	100	5000	纳入	划拨
宁夏电力投资集团有限公司	100	100000	纳入	划拨
宁夏水务投资集团有限公司	100	114126	纳入	划拨
宁夏共赢投资有限责任公司	100	16830.72	纳入	划拨、增资
宁夏铁路投资有限责任公司	72.46	2070000	纳入	投资设立
宁夏西部创业实业股份有限公司	29.47	145837	纳入	划拨
国运租赁 (天津) 股份有限公司	100	20000	纳入	投资设立
宁夏高铁综合开发有限责任公司	100	10000	纳入	投资设立
宁夏再担保集团有限公司	65.67	120355	纳入	债务重组

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

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	82.52	51.35	108.49	99.09
资产总额(亿元)	553.11	621.70	737.72	748.21
所有者权益(亿元)	331.35	361.63	434.43	450.59
短期债务(亿元)	24.89	34.73	48.73	41.36
长期债务(亿元)	102.32	114.99	141.70	150.94
全部债务(亿元)	127.22	149.72	190.43	192.30
营业收入(亿元)	32.27	42.71	49.56	37.47
利润总额(亿元)	6.17	10.14	13.06	9.77
EBITDA(亿元)	15.84	20.52	25.35	--
经营性净现金流(亿元)	13.10	12.14	10.04	15.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.92	3.67	3.35	--
存货周转次数(次)	6.35	12.17	11.05	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	99.15	96.31	90.68	96.03
营业利润率(%)	20.63	16.57	18.50	20.30
总资本收益率(%)	2.12	2.59	2.67	--
净资产收益率(%)	1.67	2.55	2.78	--
长期债务资本化比率(%)	23.59	24.13	24.60	25.09
全部债务资本化比率(%)	27.74	29.28	30.48	29.91
资产负债率(%)	40.09	41.83	41.11	39.78
流动比率(%)	143.55	86.56	176.80	233.87
速动比率(%)	139.41	83.94	171.61	228.56
经营现金流动负债比(%)	17.15	12.12	11.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.03	7.30	7.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	3.82	4.05	--

注：公司 2019 年三季度财务报表未经审计；将应付债券中的短期融资券计入短期债务；长期应付款中的融资租赁和售后回租费用计入长期债务

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.82	9.60	60.91	62.04
资产总额(亿元)	281.28	297.23	366.56	411.67
所有者权益(亿元)	236.66	252.41	306.52	316.61
短期债务(亿元)	10.30	15.00	1.80	1.80
长期债务(亿元)	0.00	10.16	37.92	43.38
全部债务(亿元)	10.30	25.16	39.72	45.18
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.07
利润总额(亿元)	6.33	13.50	10.28	8.25
EBITDA(亿元)	16.74	27.41	28.28	--
经营性净现金流(亿元)	5.13	0.44	0.50	22.18
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(%)	-24.73	0.00	0.00	-
营业利润率(%)	-803.41	-614.84	-137.53	85.17
总资本收益率(%)	4.21	6.27	4.25	--
净资产收益率(%)	2.63	5.29	3.30	--
长期债务资本化比率(%)	-	3.87	11.01	12.05
全部债务资本化比率(%)	4.17	9.06	11.47	12.49
资产负债率(%)	15.86	15.08	16.38	23.09
流动比率(%)	51.38	55.38	312.21	157.19
速动比率(%)	51.38	55.38	312.21	157.19
经营现金流动负债比(%)	11.51	1.26	2.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.98	1.43	2.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.41	3.26	2.37	--

注：公司 2019 年三季度财务报表未经审计

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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%

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

宁夏国有资本运营集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

宁夏国有资本运营集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对宁夏国有资本运营集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，宁夏国有资本运营集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注宁夏国有资本运营有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现宁夏国有资本运营集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对宁夏国有资本运营集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如宁夏国有资本运营集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对宁夏国有资本运营集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与宁夏国有资本运营集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。