

信用评级公告

联合〔2023〕6657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信用状况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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月二十日

宁夏国有资本运营集团有限责任公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2023 年 7 月 20 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

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：

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	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：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
评级结果				AAA

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

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，在宁夏回族自治区境内具有很高的区域地位。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。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 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。2020—2022 年，公司收到的政府资金支持分别为 18.20 亿元、10.00 亿元和 15.00 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 2023 年 3 月底，公司合并口径获得的银行及其他金融机构授信总额为人民币 572.00 亿元，未使用额度 365.64 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。

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022	2022	2022	2022
控股股东	宁夏回族自治区人民政府	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	广东省人民政府
调整后营业利润率(%)	5.06	1.20	1.09	1.12
资产总额(亿元)	1015.73	2925.61	2181.09	1696.77
所有者权益(亿元)	597.30	792.21	497.99	591.40
营业总收入(亿元)	106.99	6786.77	1193.38	1206.37
营业利润率(%)	17.93	2.83	17.80	7.66
利润总额(亿元)	34.48	111.74	44.94	34.46
资产负债率(%)	41.20	72.92	77.17	65.15
全部债务/EBITDA(倍)	32.37	50.18	54.64	58.02
全部债务/EBITDA(倍)	5.29	4.92	7.95	8.79
EBITDA 利息倍数(倍)	5.64	6.54	5.87	3.17

注：公司 1 为浙江省国有资本运营有限公司，公司 2 为山东省国有资产投资控股有限公司，公司 3 为广东省广晟控股集团有限公司

资料来源：各公司提供、联合资信根据各公司审计报告和财务报表整理

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—2022 年，公司分别实现投资收益-3.30 亿元、17.06 亿元和 26.75 亿元，当期营业利润分别为 2.05 亿元、23.94 亿元和 34.75 亿元。2020 年，受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 年以来，受益于煤炭及原油等能源价格上涨，宁夏煤业公司利润大幅提升。受上述因素影响，2020—2022 年，公司净利润分别为-0.09 亿元、22.11 亿元和 32.22 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。

分析师：李明 孔祥一

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	113.06	93.55	124.99	136.94
资产总额(亿元)	834.34	902.20	1015.73	1034.48
所有者权益(亿元)	483.56	527.75	597.30	609.10
短期债务(亿元)	60.57	51.08	72.31	42.88
长期债务(亿元)	165.66	196.24	213.55	246.67
全部债务(亿元)	226.24	247.32	285.86	289.55
营业总收入(亿元)	66.84	78.73	106.99	26.17
利润总额(亿元)	1.95	24.32	34.48	6.33
EBITDA(亿元)	18.56	22.89	54.01	--
经营性净现金流(亿元)	13.43	11.06	34.73	7.35
营业利润率(%)	20.80	16.67	17.93	16.29
净资产收益率(%)	-0.02	4.19	5.39	--
资产负债率(%)	42.04	41.50	41.20	41.12
全部债务资本化比率(%)	31.87	31.91	32.37	32.22
流动比率(%)	145.26	144.17	175.17	207.06
经营现金流动负债比(%)	12.47	10.12	29.39	--
现金短期债务比(倍)	1.87	1.83	1.73	3.19
EBITDA 利息倍数(倍)	2.79	2.97	5.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.19	10.81	5.29	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	393.60	433.75	482.16	502.58
所有者权益(亿元)	326.40	350.45	393.66	403.70
全部债务(亿元)	45.99	43.47	63.87	74.81
营业总收入(亿元)	0.46	0.57	0.93	0.11
利润总额(亿元)	-3.54	18.04	26.89	4.09
资产负债率(%)	17.07	19.20	18.35	19.68
全部债务资本化比率(%)	12.35	11.03	13.96	15.63
流动比率(%)	244.25	173.81	358.08	429.38
经营现金流动负债比(%)	-7.15	59.01	0.50	--

注：1. 公司 2023 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. 2020 - 2022 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长期应付款项和水投专项资金已计入长期债务
 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

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	2022/6/22	李明 闫力	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)	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	2013/12/24	于浩洋 丁陈晨	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编号

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、该公司信用等级自 2023 年 7 月 20 日至 2024 年 7 月 19 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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

主体长期信用评级报告

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”或“宁国运”）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 2023 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。

截至 2022 年底，公司合并范围内拥有二级子公司 10 家。其中，宁夏西部创业实业股份有限公司（以下简称“西部创业”，证券代码：000557.SZ）为上市公司，截至 2023 年 3 月底公司持股 17.19%，期末参考市值 12.48 亿元，未质押。

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

截至 2023 年 3 月底，公司本部内设规划发展部（铁路事业部）、经营管理部、财务部、法务合规部和综合办公室等职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2022 年底，公司合并资产总额为 1015.73 亿元，所有者权益合计 597.30 亿元（含少数股东权益 199.37 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 106.99 亿元，利润总额 34.48 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额为 1034.48 亿元，所有者权益合计 609.10 亿元（含少数股东权益 200.85 亿元）；2023 年 1—3 月，

公司实现营业总收入 26.17 亿元，利润总额 6.33 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：王勇。

二、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全

年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

三、行业及区域环境分析

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。

国家铁路局发布《2022 年铁道统计公报》显示，2022 年全国铁路固定资产投资完成 7109 亿元，投产新线 4100 公里，其中高速铁路 2082 公里。截至 2022 年底，全国铁路营业里程达到 15.5 万公里，其中高速铁路达到 4.2 万公里。

表 1 近年来中国铁路建设情况
(单位：亿元、公里、个、万公里)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
固定资产投资	7819	7489	7109
投产新线	4933	4208	4100
高铁投产新线	--	2168	2082
营业里程	14.6	15.0	15.5
高铁营业里程	3.8	4.0	4.2
西部地区铁路营业里程	5.9	6.1	6.3

资料来源：联合资信整理

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。

国铁集团发展改革委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

随着国家发改委指导价格的出台、长协签约率及履约率的提升，煤炭价格尤其是动力煤价格趋于稳定。2022 年以来，煤炭行业供需延续紧平衡状态，煤炭价格高位运行，行业经济效益明显改善。未来，随着煤炭行业集中度的提升及政策属性的增强，煤炭价格将趋于稳定且可控，煤炭行业有望实现持续盈利。但非经营性负担对煤炭企业可持续发展带来压力，以及新能源快速发展对传统能源发展空间的挤压等对煤炭行业产生的影响仍需持续关注。完整版行业分析详见《[2023 年煤炭行业分析](#)》。

3. 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。2022 年，全区生产总值增速同比提升，固定资产投资同比增长，但一般公共预算总收入有所下降。

根据宁夏回族自治区统计局公布数据，2020—2022 年，全区生产总值持续增长，增速有所波动。2022 年，全区实现生产总值 5069.57 亿元，按不变价格计算，比上年增长 4.0%。其中，第一产业增加值 407.48 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 2449.10 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 2212.99 亿元，增长 2.1%。第一产业增加值占地区生产总值的比重为 8.0%，第二产业增加值比重为 48.3%，第三产业增加值比重为 43.7%。按常住人口计算，人均地区生产

总值 69781 元，增长 3.5%。

图 1 2018 - 2022 年全区生产总值及其增长速度



数据来源：《宁夏回族自治区 2022 年国民经济和社会发展统计公报》

2022 年，全区全社会固定资产投资比上年增长 8.2%。其中，固定资产投资（不含农户）增长 10.2%。在固定资产投资（不含农户）中，基础设施投资增长 19.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 17.9%。全年全区一般公共预算总收入 765.97 亿元，比上年下降 3.7%。其中，地方一般公共预算收入 460.14 亿元，同口径（扣除留抵退税因素后）增长 13.7%。在地方一般公共预算收入中，税收收入 306.82 亿元，同口径增长 22.3%，占地方一般公共预算收入的 66.7%。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 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. 企业规模和竞争力

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，供水、供热和铁路运输业务区域专营优势显著，区域地位很高。

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 2022 年底，公司供水业务年供水量近 3 亿吨，供水范围覆盖全区大部分市县区；电力业务发电装机容量 2240MW，其中控股装机容量 1480MW，参股权益装机容量 760MW。控股装机中热电联产装机规模 1100MW，供热面积 3765 万平米，约占银

川市供热面积的 30%；新能源发电装机规模 380MW，其中太阳能光伏发电装机 30MW，风力发电装机 350MW。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 2023 年 3 月底，公司累计完成铁路投资 177 亿元。

3. 人员素质

公司高管团队拥有较为丰富的国有企业管理经验，员工素质能够满足公司日常经营需要。

截至 2023 年 3 月底，公司董事共 7 人，高级管理人员共 5 人，其中总经理 1 人，副总经理 3 人，财务总监 1 人。

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 月至 2022 年 8 月任公司党委副书记；2022 年 2 月至 2022 年 8 月任公司总经理；2022 年 3 月起任公司董事；2022 年 8 月起任公司党委书记、董事长。

陈志磊先生，1968 年出生，大学学历，工学学士，中共党员。1991 年 9 月至 2010 年 5 月在宁夏回族自治区乡镇企业管理局工作，其间 1996 年起任计划财务处副处长；2010 年 5 月至 2013 年 12 月任宁夏回族自治区农牧厅计划财务处副处长；2010 年 12 月至 2014 年 12 月在宁夏回族自治区财政厅历任企业处、农业处、行政政法处处长；2014 年 12 月起任公司副总经理；2022 年 12 月起任公司党委副书记、总经理、董事。

截至2022年底，公司在职职工6643人，其中管理人员占14.59%。公司员工中具有研究生以上学历占2.60%，本科占44.53%，大专及以下学历占52.87%。

4. 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2023年5月19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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年6月30日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司为国有独资公司，法人治理结构较为完善。

公司由宁夏政府单独出资，宁夏国资委作为履行出资人职责的机构依据有关法律、行政法规和宁夏政府授权，代表宁夏政府对公司履行出资人职责，享有出资人权益。公司不设股东会，宁夏国资委代表出资人行使职权，包括审核公司战略和发展规划，批准公司的主业及调整方案；对公司年度投资计划实行备案管理，审核列入负面清单特别监管类的投资项目；按权限委派和更换非由职工代表担任的董事，对董事会和董事履职情况进行评价，决定董事的报酬；决定公司发行公司债券方案等。宁夏国资委可以依照有关规定授权公司董事会行使出资人的部分职权，决定公司的重大事项。对于已经作出的授权，宁夏国资委可以根据企业发展阶段、管理基础、董事会执行情况决定撤回或修改授权内容，做到权责对等，动态调整。

公司设董事会。董事会由7名董事组成，包括董事长1名，职工董事1名，外部董事4名。董事（包含外部董事）由宁夏国资委委派，职工董事由公司职工民主选举产生，外部董事人数超

过董事会全体成员的半数。董事每届任期不得超过3年，除另有规定外，任期届满，经委派或者选举可以连任。外部董事在同一企业连续任职一般不超过2届。董事会设战略与投资委员会、审计与风险管理委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会。专门委员会是董事会的专门工作机构，由董事组成，为董事会决策提供咨询和建议，对董事会负责。战略与投资委员会、提名委员会主任由党委书记、董事长担任，薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会由外部董事组成。董事会对宁夏国资委负责，制订公司战略和发展规划、年度投资计划，决定公司投资方案；根据授权，决定公司内部有关重大改革重组事项，或者对有关事项作出决议。

根据《公司章程》规定，公司监事会成员为5人。2018年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《宁夏回族自治区机构改革方案》，为完成调整优化自治区政府机构和职能工作，政府国有资产监督管理委员会的国有企业领导干部经济责任审计和国有大型企业监事会的职责等划入审计厅，不再设立国有大型企业监事会。截至2023年3月底，公司设职工监事1名。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理体系和较为完善的内控机制。

公司结合本部和下属子公司的经营特点和管理要求，逐步建立了一系列管理制度和内控机制。

投融资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》《委托贷款管理办法（暂行）》，对于对外投资决策机构、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。公司根据资金需求，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国资委批准后实施。

财务管理方面，公司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《资金管理办法（暂行）》《固定资产管理办法（暂行）》和《会计档案管理办法（暂行）》等专项财务制度。

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。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《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。

六、经营分析

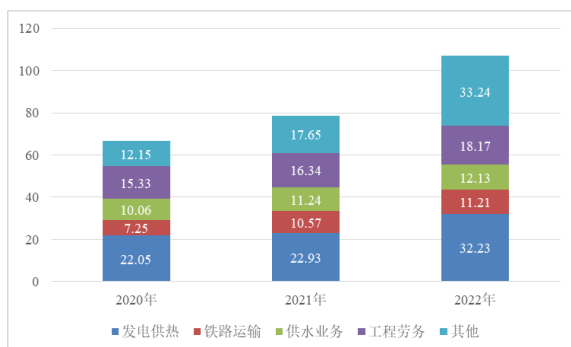
1. 经营概况

2020—2022年，公司营业总收入逐年增长，收入构成保持稳定；2022年，发电供热业务收入同比增长且毛利率回升，带动公司当期收入和毛利润同比增加。

公司主营业务涉及发电供热、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。

图2 2020—2022年营业总收入构成情况

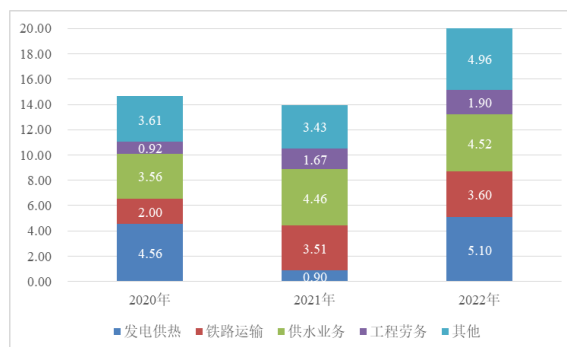
（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图3 2020—2022年毛利润构成情况

（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

表2 2020—2022年及2023年1—3月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年			2023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	22.05	32.99	20.67	22.93	29.13	3.92	32.23	30.13	15.81	10.71	40.91	14.51
铁路运输	7.25	10.84	27.63	10.57	13.42	33.20	11.21	10.48	32.14	2.48	9.48	35.05
供水业务	10.06	15.04	35.35	11.24	14.28	39.68	12.13	11.34	37.26	2.47	9.44	21.87
工程劳务	15.33	22.94	5.97	16.34	20.75	10.19	18.17	16.98	10.48	3.43	13.1	4.21
其他	12.15	18.18	29.75	17.65	22.42	19.44	33.24	31.07	14.91	7.08	27.07	18.14
合计	66.84	100.00	21.91	78.73	100.00	17.74	106.99	100.00	18.77	26.17	100.00	16.83

资料来源：公司提供

表3 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 2022 年底		2022 年		资产负债率（%）
					资产总额	负债	营业总收入	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	109.48	82.55	33.95	1.36	75.40
宁夏水务投资集团有限公司	供水、工程劳务	100.00	否	否	181.47	146.08	35.39	0.87	80.50
西部创业	铁路运输	17.19	是	否	61.32	5.29	17.85	2.38	8.62
宁夏铁路投资有限责任公司	铁路投资建设	65.38	否	否	348.77	108.69	1.12	0.32	31.16
公司合并口径	--	--	否	是	1015.73	418.44	106.99	32.22	41.20
主要参股公司									
宁夏煤业公司	煤炭、炼油化工	49.00	否	是	1387.07	949.82	847.22	49.82	68.48
国家电投集团宁夏能源铝业有限公司	铝产品等	23.95	否	是	192.71	95.51	193.40	18.95	49.56

资料来源：Wind 及公司提供

2020—2022年，各板块收入均持续增长，公司营业总收入逐年增长。2022年，公司实现营业总收入106.99亿元，同比增长35.89%。其中，受益于火力发电量、电费结算单价的增长和供热面积增加，发电供热收入同比增长40.56%；铁路运输、供水和工程劳务业务收入同比分别增长6.05%、7.92%和11.20%；其他业务收入主要包括农田水利工程、房地产开发、葡萄产业、煤炭勘察、融资租赁等，2022年其他业务收入同比增长88.33%，主要系合并范围变动及房地产开发收入增加所致。

毛利率方面，2020—2022年，公司综合毛利率波动下降，2022年为18.77%，同比增加1.03个百分点，主要系电费结算单价增加带动发电供热业务毛利率同比增加11.89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变化不大；其他业务受新业务并表影响毛利率同比减少4.53个百分点。

2023年1—3月，公司营业总收入同比下降1.72%；综合毛利率同比增加1.82个百分点。

2. 发电供热业务

发电供热业务包括热电联产、风力发电及太阳能发电项目，收入主要来自火力发电和供热业务，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。2020—2022年，公司发电供热业务收入持续增长。

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”）。2020—2022年，公司发电供热业务收入持续增长。其中，火力发电及供热业务为该板块收入的主要来源；受益于上网电量和电费结算单价同比增加，火力发电 2022 年收入同比增幅较大；供热收入受供热面积和价格影响有所波动；风力发电收入受全年风量影响有所波动；随着太阳能三期项目投入运营，太阳能发电收入持续增长。2023 年 1—3 月，受益于风力发电和供热收入增长，发电供热板块实现收入 10.71 亿元，同比增长 4.08%。

表 4 发电供热业务收入构成（单位：万元）

收入构成	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
火力发电	108309	108623	200793	52598
风力发电	23969	32398	27737	7349
太阳能发电	3765	6516	7945	1736
供热	85556	83999	85848	45367
合计	221599	231536	322323	107050

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 2022 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 70

万千瓦（西夏热电）和 2 台机组合计装机容量 40 万千瓦（西夏热电二期），供热面积为 3765 万平方米，供热管网 236 公里，同比下降主要系部分供热管网移交所致。

表 5 2020—2022 年供热面积及管网铺设情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
供热面积（万平方米）	3280	3280	3765
供热管网（公里）	269	269	236

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）。2020—2022 年，公司折合成标煤采购量波动增长。电煤外部采购采取统购煤+自主招标采购方式，结算方式以银行承兑汇票为主，结算周期一般为 3 个月左右。采购主要运输方式为铁路和公路运输，主要供应商为宁夏煤业公司、宁夏锦昇祥隆贸易有限公司等。2022 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 71.58%，对其依赖程度大幅提升。采购价格方面，2021 年以来，煤炭市场价格持续处于高位。

表 6 公司煤炭采购情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
煤炭采购总量（万吨）	314.37	271.83	380.99	100.62
煤炭采购总平均价格（元/吨）	307.65	528.95	503.93	513.46

注：公司煤炭采购量折合为标煤

资料来源：公司提供

发电上网方面，2020—2022 年，受电网负荷及机组停运等因素影响，西夏热电发电量和上网电量波动增长。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，导致电价出现波动。2020—2022 年，西夏热电平均上网电价有所增长。同期，西夏热电供电标准煤耗有所波动。公司发电业务收入全部来自西北电网公司，电网公司每个月与公司进行结算，结算方式以现金为主。

2023 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 2022 年有

所下降。

表 7 西夏热电部分热电生产、销售指标

指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
发电设备平均利用小时（时）	4365	3943	5499	1517
供电标准煤耗（克/千瓦时）	291.59	278.54	291.75	224.39
综合厂用电率（%）	9.41	9.12	8.98	9.28
发电量（亿千瓦时）	48.01	43.37	60.49	16.69
上网电量（亿千瓦时）	43.05	38.19	54.36	14.40
平均上网电价（元/千瓦时）	0.26	0.26	0.35	0.33
产能利用率（%）	89.67	71.69	91.18	89.75

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，2022 年居民、工业供热量占比分别为 71.03%和 28.97%。

在供热费收取方面，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。

2020—2022 年，公司供热产能保持稳定，供热量波动下降；受煤炭成本增长影响，公司平均供热成本持续上升。2023 年 1—3 月，公司供热量同比小幅下降。

表 8 公司供热业务数据

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
供热产能（万吉焦）	1814.00	1814.00	1814.00	1088.00
供热量（万吉焦）	1397.10	1280.99	1285.53	710.62
其中：居民	936.35	896.09	913.10	540.74
工业	460.75	384.91	372.43	169.88
产能利用率（%）	77.01	70.62	70.87	65.29
平均供热价格（元/吉焦）	44.07	42.37	39.57	37.61
平均供热成本（元/吉焦）	37.48	44.37	47.48	43.16

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”）和宁夏电投灵武风力发电有限公司（以下简称“灵武风电”）。

截至 2022 年底，公司拥有风机 149 台，风电装机总量 35 万千瓦。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。

2020—2022 年，受全年风量波动影响，公司风电发电量和上网电量波动增长，2022 年同比分别下降 17.87% 和 18.03%；2020—2022 年，平均上网电价和综合厂用电率均持续增长。2023 年 1—3 月，公司风电发电量同比增长 23.60%。

表 9 公司风电业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
风电上网电量（万千瓦时）	53199	68052	55784	14606
风电发电量（万千瓦时）	56434	72358	59428	15471
平均上网电价（元/千瓦时）	0.51	0.54	0.56	0.57
综合厂用电率（%）	5.73	5.95	6.13	5.59

资料来源：公司提供

太阳能发电

公司太阳能发电业务的运营主体为宁夏电投下属子公司宁夏电投太阳山光伏发电有限公司（以下简称“太阳山光伏”）。截至 2022 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，核准电价为 0.27 元/千瓦时。

2020—2022 年，随着三期项目投入运营，光电发电量和上网电量均快速增长。

表 10 公司光伏发电业务情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
光电上网电量（万千瓦时）	4366	16867	20392	5117
光电发电量（万千瓦时）	4403	17497	21138	5275
发电设备利用小时（小时）	1455	1346	1626	406
平均上网电价（元/千瓦时）	0.97	0.44	0.44	0.38

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 and 客户需求变化影响。

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

宁东铁路收入主要来源于运费、杂费和代维代管费。宁东铁路运输的货物包括煤炭、油品、煤化工产品等，主要运输货品为煤炭。2020—2022 年，宁东铁路货物运输量和货物周转量逐年增长。

表 11 公司主要货运业务指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
货物运输量（万吨）	5366	6227	6748	1662
其中：煤炭	4945	5708	6106	1503
货物周转量（万吨公里）	259413	284422	312889	77753

注：货物运输量是指一定时期内铁路运输的货物吨数；货物周转量是指在一定时期内，铁路运输实际运送的货物吨数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 12 2022 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	12.15	68.03%
中国石化长城能源化工（宁夏）煤业有限公司	0.69	3.89%
宁夏枣泉发电有限责任公司	0.52	2.94%
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	0.44	2.49%
宁夏昱尧煤业有限公司	0.44	2.45%
合计	14.25	79.80%

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2022年年报

4. 供水业务

2020—2022 年，受益于宁夏地区用水需求增长，公司供水范围扩张，供水量逐年增长，带动供水业务收入持续增长。

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 2023 年 3 月底，公司下属自来水厂数量增加至 56 家，供水能力为 194 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 28146 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，2022 年为 4.27 亿吨，同

比增长 5.00%。公司供水业务以工业供水为主，2022 年占比为 56.63%。

表 13 公司售水情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
自来水厂数量（个）	48	53	56
供水管网（公里）	10106	17152	28146
供水能力（万吨/日）	208	199	194
供水总量（万吨）	41215	43707	45391
售水总量（万吨）	37925	40704	42739
其中：工业	22644	23410	24203
居民	5748	7923	9443
其他	9533	9372	11091

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 年以来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，新签合同金额持续下降。

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 14 近年新签合同情况（单位：万元、个）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
新签合同金额	296798	141725	101016	18419
新签合同数量	40	30	15	13
在建金额	132524	81247	76388	67773

资料来源：公司提供

2021 年以来，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，公司新签合同金额持续下降。

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控股子公司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（包括银川至惠农南段和包头至惠农南段，含银巴支线）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和中兰铁路分别于 2019 年 12 月 29 日和 2022 年 12 月 26 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。2022 年，城际公司实现收入 1.12 亿元（2021 年为 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、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提升公司债务规模。

表 15 截至 2023 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	70:30	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	70:30	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	70:30	21	21	财政资金	--	--	2018—2022	4:3:2:1
4	包银 银川至惠农南段	100	129	40:60	42	19	政府专项债注资资金	24	财政资金	2018—2024	2:3:3:2

高铁	包头至惠农南段 (含银巴支线)	--	51	51:49	26	6	财政资金	20	财政资金	2022—2026	--
合计		--	594	--	220	177	--	44	--	--	--

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；3. 包银高铁包头至惠农南段（含银巴直线）宁夏境内全长及年度投资分配比例未统计或确定

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，2022 年 12 月 26 日开通。

包银高铁

包银高铁银川至惠农南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南段总投资 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。

包银高铁包头至惠农南段自包头站引出，经内蒙古自治区巴彦淖尔、鄂尔多斯、乌海市，至宁夏回族自治区石嘴山市惠农南站。新建线路 419.3 公里，设站 9 座，其中宁夏境内 16.9 公里。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；新建银川至巴彦浩特支线自银川站引出，至内蒙古自治区阿拉善左旗巴彦浩特镇。新建线路 110.6 公里，设站 2 座（不含银川站），其中宁夏境内 36.7 公里。同步建设银川地区上行疏解线 3.5 公里，改建包兰线 1.73 公里。设计等级为 I 级，正线数目为单线，设计速度 200 公里/小时，建设总工期 4 年。

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。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—2022 年，宁夏煤业公司业绩受能源价格波动影响大，2021 年以来利润贡献处于高水平。

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。

表 16 2020—2022 年宁夏煤业公司投资收益及关联交易情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
公司利润总额	1.95	24.32	34.48
公司投资收益	-3.30	17.06	26.75
宁夏煤业公司贡献的投资收益	-5.21	17.82	22.79
宁夏煤业公司宣告发放现金股利	--	--	11.82
西部创业向宁夏煤业公司提供铁路运输服务等关联交易规模	4.43	8.54	18.17
宁夏电投向宁夏煤业公司购煤的关联交易规模	3.25	4.54	17.32

注：2022 年宁夏煤业公司发放的现金股利用于支付宁夏煤业公司股权转让款

资料来源：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，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 年以来，受益于煤炭和原油等能源价格上涨，宁夏煤业公司营业总收入持续增长，2022 年达到近 10 年来最高水平。

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，在建项目未来投资规模可控。

（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 2022 年底，上述项目累计投入 27.81 亿元，尚需投资 10.67 亿元。

表 17 截至 2022 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	2023 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	2020-2023	23.66	6.36	17.30	15.38	6.36	3.80

2	银川都市圈城乡东线供水工程	宁夏水务投资集团有限公司	2020-2023	14.82	--	14.82	12.43	--	0.15
合计				38.48	6.36	27.77	27.81	6.36	3.95

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年财务报告，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，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司2023年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2020年新纳入合并范围的子公司中，非同一控制下企业合并3家、投资设立3家，不再纳入合并范围的子公司中，无偿划拨1家、出售2家、注销4家。2021年，宁夏电投新成立两家子公司。2022年，新纳入合并范围的子公司共11家，包括宁夏水发集团有限公司（以下简称“水发集团”）等；同一控制下企业合并1家；吸收合并1家；不再纳入合并范围的原子公司2家。2023年一季度，公司合并范围新增2家子公司。整体看，公司新增或减少子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额为1015.73亿元，所有者权益合计597.30亿元（含少数股东权益199.37亿元）；2022年，公司实

现营业总收入106.99亿元，利润总额34.48亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额为1034.48亿元，所有者权益合计609.10亿元（含少数股东权益200.85亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入26.17亿元，利润总额6.33亿元。

2. 资产质量

2020—2022年末，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、吴忠至中卫铁路等特许权、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。

2020—2022年末，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10.34%。截至2022年底，公司合并资产总额为1015.73亿元，较上年底增长12.58%。其中，非流动资产占79.62%，资产结构较上年底变化不大。

表 18 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 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	156.44	18.75	157.58	17.47	206.99	20.38	216.36	20.91
货币资金	105.62	67.52	88.70	56.29	119.46	57.71	132.69	61.33
应收账款	15.76	10.07	22.62	14.36	26.26	12.69	27.56	12.74
其他应收款	12.07	7.72	12.46	7.91	10.85	5.24	10.03	4.63
存货	2.85	1.82	11.84	7.51	22.86	11.05	20.53	9.49
非流动资产	677.90	81.25	744.62	82.53	808.75	79.62	818.12	79.09
其他权益工具投资	0.00	0.00	86.42	11.61	87.83	10.86	87.83	10.74
长期股权投资	186.80	27.56	204.14	27.42	219.62	27.16	223.52	27.32
固定资产	180.67	26.65	186.58	25.06	216.89	26.82	214.72	26.25
在建工程	64.55	9.52	104.17	13.99	128.86	15.93	136.70	16.71
无形资产	124.89	18.42	126.99	17.05	131.20	16.22	131.43	16.07
资产总额	834.34	100.00	902.20	100.00	1015.73	100.00	1034.48	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

2020—2022年末,公司流动资产规模持续增长,年均复合增长15.03%。截至2022年底,流动资产合计206.99亿元,较上年底增长31.36%。其中,货币资金较上年底增长34.67%,主要系公司发行债券叠加收入增长经营积累流入所致;存货较上年底增长93.06%,主要系宁夏电投子公司外购煤炭量增加,宁夏高铁城市发展有限责任公司房地产项目存货增加及合并水发集团所致。

截至2022年底,公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。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。公司应收账款主要由宁夏电投应收电费、宁夏水投应收账款及宁夏共赢投资有限责任公司(以下简称“共赢公司”)类金融业务应收款构成;从账龄看,一年以内(含1年)的占60.60%,3年以上的占13.28%;坏账计提比例为14.59%。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6.47亿元(补贴资金列入自治区财政支出预算),集中度较高。存货主要由开发成本10.98亿元、合同履约成本6.19亿元和原材料2.82亿元构成,累计计提存货跌价准备0.28亿元,计提比例为1.23%。

(2) 非流动资产

2020—2022年末,公司非流动资产规模持续增长,年均复合增长9.23%。截至2022年底,公司非流动资产合计808.75亿元,较上年底增长8.61%。其中,长期股权投资较上年底增长7.58%,主要系宁夏煤业公司实现投资收益所致;固定资产较上年底增长16.24%,主要系城际公司中兰铁路项目在建工程当期转固33.16亿元所致;在建工程较上年底增长23.78%,主要系铁路建设项目新增投入及宁夏水投水利项目工程增加所致;无形资产较上年底增长3.31%,主要系特许权增加4.65亿元所致。

截至2022年底,公司非流动资产主要由其他权益工具投资、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。公司其他权益工具投资主

要包括宁夏铁投持有的银西铁路公司股权79.09亿元、宁夏电投持有的宁夏银行股份有限公司股权5.20亿元和中铝宁夏能源集团有限公司股权2.12亿元。长期股权投资主要由宁夏煤业公司49%股权201.92亿元和国家电投集团宁夏能源铝业有限公司23.95%股权4.36亿元构成。固定资产中,房屋及建筑物占55.53%,机器设备占38.34%;公司累计折旧80.56亿元,计提减值准备1.38亿元。公司在建工程主要包括包头至银川铁路项目56.34亿元、银川都市圈东线供水工程12.42亿元及清水河城乡供水工程15.33亿元等,上述三个项目预算数合计147.83亿元,2022年投入29.94亿元,累计投入83.67亿元,未来需投入资金规模大。无形资产主要为特许权119.20亿元和土地使用权为11.03亿元。公司对特许权不进行摊销,土地使用权的摊销年限为20~50年。

截至2022年底,公司资产受限情况如下表所示,另外,公司下属宁夏电投和宁夏水投等企业涉及子公司股权、水费、电费、燃气收费权、发电权收入等质押融资金额为45亿元。总体看,公司资产受限比例低。

表 19 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占相应资产比例(%)	受限原因
货币资金	1.57	1.31	银行承兑汇票保证金等
应收票据	0.67	12.42	用于办理银行承兑汇票的质押票据
存货	2.67	11.67	借款抵押
固定资产	0.07	0.03	抵押
无形资产	0.08	0.06	采矿权借款抵押
其他	1.04	--	融资平台
投资性房地产	0.53	8.05	抵押
合计	6.62	0.65	--

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2023年3月底,公司合并资产总额为1034.48亿元,较上年底增长1.85%,资产规模和结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020—2022 年末,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,权益结构稳定性较

强。

2020—2022 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 11.14%。截至 2022 年底，公司所有者权益合计 597.30 亿元，较上年底增长 13.18%，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，资本公积较上年底增加 16.87 亿元，包括收到财政厅铁路项目建设与运营专项资金增加资本公积 12.27 亿元；无偿接收自治区水利厅划转 18 户企业，股权资产出资成立水发集团增加资本公积 1.31 亿元；处置西部创业部分股权¹导致增加资本公积 3.90 亿元。

所有者权益结构方面，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 50.23%、8.00%、6.46%和 33.38%，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益合计 609.10 亿元，较上年底增长 1.98%，所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

（2）负债

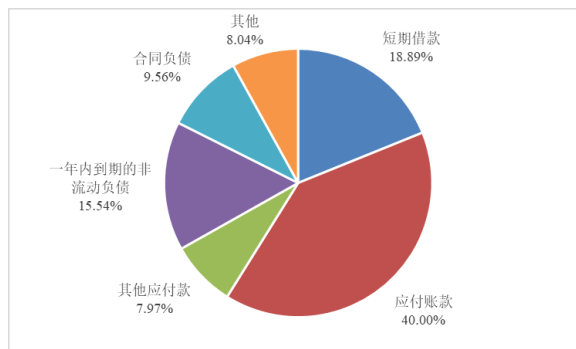
2020—2022 年末，公司负债规模持续增长，以非流动负债为主；有息债务以长期债务为主，结构较合理，债务负担处于合理水平。

2020—2022 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 9.22%。截至 2022 年底，公司负债总额为 418.44 亿元，较上年底增长 11.75%。其中，非流动负债占 71.76%，负债结构较上年底变化不大。

2020—2022 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 4.75%。截至 2022 年底，公司流动负债合计 118.16 亿元，较上年底增长 8.11%。其中，短期借款较上年底增长 35.65%；应付账款较上年底增长 43.69%，主要系宁夏水投和城际公司应付工程款增加所致；合同负债较上年底

增长 359.68%，主要系销货合同相关的合同负债增加所致；其他应付款较上年底下降 67.49%，主要系公司支付宁夏煤业公司股权转让款²所致。

图4 截至2022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 2022 年底，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。其中，短期借款中，保证借款占 54.14%，抵押借款占 22.31%，信用借款占 21.33%。应付账款账龄以一年以内（占 81.56%）为主。其他应付款主要由往来款、代管款项和质保金构成。

2020—2022 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 11.14%。截至 2022 年底，公司非流动负债合计 300.28 亿元，较上年底增长 13.25%，主要系长期借款、应付债券和专项应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 54.37%）、应付债券（占 21.27%）、长期应付款（占 5.89%）和递延收益（占 17.44%）构成。长期借款主要由信用借款（占 45.72%）、质押借款（占 28.11%）和保证借款（占 23.27%）构成。公司长期应付款项主要为融资租赁款；专项应付款主要由宁夏水投专项资金构成。递延收益主要为与资产相关的政府补助和管网建设配套费。

¹为积极响应宁夏回族自治区大力支持国家能源集团利用铁路、港口等方面优质资源，进一步推动宁东铁路加快发展、实现地铁直通运输、融入国家大运输大物流格局的产业布局，推动交通运输产业、水电基础设施产业、煤炭及深加工产业协同发展。公司和宁夏煤业公司于 2022 年 9 月签署《股份转让协议》，将持有的西部创业

179146635 股股份协议转让给宁夏煤业公司，转让价格人民币 6.05 元/股，股份转让价款合计 10.84 亿元。

² 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。

表20 截至2022年底公司应付债券情况

(单位: 亿元)

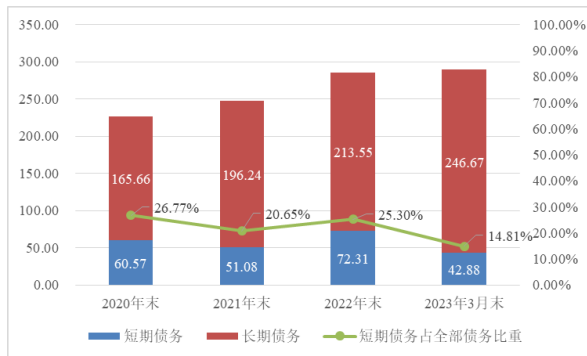
债券名称	面值	发行日期	债券期限	期末余额
20 宁夏国资 MTN001	1.70	2020/2/3	3 年	1.75
20 宁夏国资 MTN002	6.00	2020/4/27	3 年	6.11
20 宁夏国资 MTN003	13.00	2020/6/8	3 年	13.06
20 宁夏国资 MTN004	6.70	2020/9/25	3 年	6.77
21 宁资债 01	5.00	2021/5/6	3 年	5.00
22 宁夏国资 MTN001	10.00	2022/10/31	3 年	10.05

22 宁资 02	10.00	2022/1/20	3 年	10.30
22 宁资 03	5.60	2022/2/28	3 年	5.75
22 宁资 04	5.00	2022/6/22	3 年	5.08
合计	63.00	--	--	63.87

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

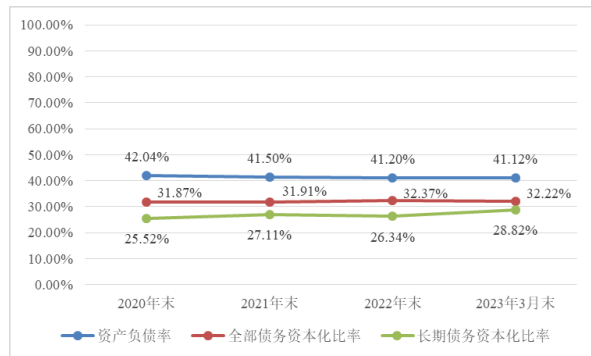
截至2023年3月底, 公司负债总额合计425.38亿元, 较上年底增长1.66%, 负债规模和结构较上年底变化不大。

图5 2020-2022年末及2023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6 2010-2022年末及2023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, 2020—2022 年末, 公司全部债务持续增长, 年均复合增长 12.41%。截至2022 年底, 公司全部债务为 285.86 亿元, 较上年底增长 15.59%。截至 2023 年 3 月底, 公司全部债务为 289.55 亿元, 较上年底增长 1.29%。债务结构方面, 长期债务占 85.19%。

从债务指标来看, 2020—2022 年末, 公司资产负债率持续下降, 全部债务资本化比率持续增长, 长期债务资本化比率波动增长。截至 2023 年 3 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.12%、32.22%和 28.82%, 较上年底分别下降 0.08 个百分点、下降 0.15 个百分点和提高 2.49 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2022年底, 公司有息债务2023年下半年到期金额为31.40亿元, 占

2022年底有息债务11.22%, 集中兑付压力尚可。

表21 截至2022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)	超过 1 年 (不含)	合计
公司信用类债券	20.70	6.70	35.60	63.00
银行贷款	15.06	23.06	158.82	196.94
非银行金融机构贷款	3.49	1.64	4.29	9.42
其他有息债务	0.40	0.00	10.21	10.61
合计	39.65	31.40	208.92	279.97
占比 (%)	14.16	11.22	74.62	100.00

资料来源: 公司债券2022年年度报告

4. 盈利能力

2020—2022年, 公司收入规模持续增长, 毛利润波动增长; 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, 受其业绩影响波动大。

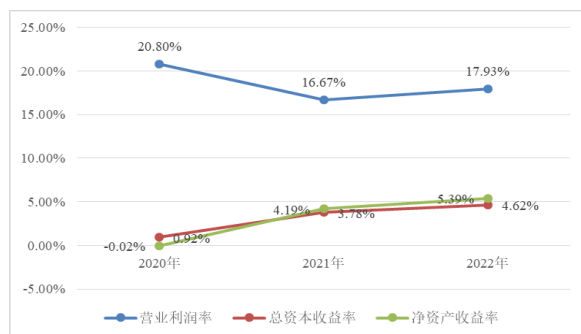
2020—2022 年, 公司营业总收入持续增长, 年均复合增长 26.52%, 营业成本年均复合增长

29.04%。2022 年，公司实现营业总收入 106.99 亿元，同比增长 35.89%，主要系发电供热及其他板块收入增长所致。2020—2022 年，公司营业利润率分别为 20.80%、16.67%和 17.93%。

从期间费用看，2020—2022年，公司费用总额持续增长，年均复合增长18.47%。2022年，公司费用总额为13.76亿元，同比增长28.95%，主要系财务费用增加所致。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 4.35%、42.40%、8.22%和45.02%，以管理费用和财务费用为主。其中，财务费用为6.19亿元，同比增长48.14%。2020—2022年，公司期间费用率持续下降，2022年为12.86%，期间费用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—2022年，公司投资收益分别为-3.30亿元、17.06 亿元、26.75亿元，分别占利润总额的-169.41%、70.16%和77.58%，对利润影响大。同期，其他收益分别为3.13亿元、3.69亿元、4.16亿元，主要来自吴忠至中卫城际铁路营运亏损补贴。

图 7 2020—2022 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，2020—2022年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续增长。与所选公司比较，公司总资产报酬率较高。从行业看，公司整体盈利水平较好。

表 22 2022 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
营业总收入（亿元）	106.99	6786.77	1193.38	1206.37
销售毛利率（%）	18.76	2.95	14.92	8.45
总资产报酬率（%）	4.24	4.27	2.71	3.46

净资产收益率（%）	7.95	8.46	-0.11	11.53
-----------	------	------	-------	-------

注：公司1为浙江省国有资本运营有限公司，公司2为山东省国有资产投资控股有限公司，公司3为广东省广晟控股集团有限公司
资料来源：Wind

2023年1—3月，公司实现营业总收入26.17 亿元，同比下降1.72%，营业成本同比下降 3.93%；营业利润率为16.29%，同比增长1.95个百分点。

5. 现金流

2020—2022 年，公司经营活动现金均为净流入状态，2022 年净流入规模增幅较大，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 23 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	86.14	141.36	166.22	38.02
经营活动现金流出小计	72.71	130.29	131.49	30.67
经营现金流量净额	13.43	11.06	34.73	7.35
投资活动现金流入小计	40.57	9.17	16.63	0.57
投资活动现金流出小计	96.41	80.62	69.74	17.57
投资活动现金流量净额	-55.83	-71.45	-53.11	-17.00
筹资活动前现金流量净额	-42.40	-60.39	-18.38	-9.65
筹资活动现金流入小计	141.53	126.38	134.04	39.31
筹资活动现金流出小计	87.82	82.09	84.82	16.17
筹资活动现金流量净额	53.71	44.29	49.22	23.13
现金收入比（%）	105.06	109.97	126.81	127.20

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020—2022 年，随着各板块收入增长，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 38.91%；经营活动现金流出年均复合增长 34.48%。2020—2022 年，公司经营活动现金净额波动增长，年均复合增长 60.80%。2020—2022 年，公司现金收入比持续增长，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 35.98%；2022 年投资活动现金流入主要为处置子公司及其他营业单位收到的现金净额（西部创业股权转让）。2020—2022 年，投资活动现金流出持续下降，年均复合下降 14.95%。2022 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 62.84 亿元构成，系铁路及水利主要在建工程投资支出。2020—2022 年，公司投资活动现金净额持续呈大额净流出状态。

2020—2022 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-42.40 亿元、-60.39 亿元和-18.38 亿元。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入和流出规模较为稳定。其中，吸收投资收到的现金分别为 34.18 亿元、31.57 亿元和 30.66 亿元。2020—2022 年，公司筹资活动现金净额分别为 53.71 亿元、44.29 亿元和 49.22 亿元。

2023 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 7.35 亿元、-17.00 亿元和 23.13 亿元。

6. 偿债指标

公司偿债能力指标表现良好，间接融资渠道畅通。

表 24 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率（%）	145.26	144.17	175.17
	速动比率（%）	142.61	133.34	155.82
	经营现金/流动负债（%）	12.47	10.12	29.39
	经营现金/短期债务（倍）	0.22	0.22	0.48
	现金类资产/短期债务（倍）	1.87	1.83	1.73
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	18.56	22.89	54.01
	全部债务/EBITDA（倍）	12.19	10.81	5.29
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.04	0.12
	EBITDA/利息支出（倍）	2.79	2.97	5.22
	经营现金/利息支出（倍）	2.02	1.44	3.36

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，2020—2022年末，公司流动比率和速动比率均波动增长，流动资产对流动负债的保障程度较高。同期，公司现金短期债务比持续下降，现金类资产对短期债务的保障程度良好。

从长期偿债指标看，2020—2022年，公司 EBITDA 持续增长，EBITDA 利息倍数持续增长，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。同期，全部债务/EBITDA 持续下降。

对外担保和未决诉讼方面，截至2023年3月底，联合资信未发现公司存在对外担保和重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司合并口径获得的银行及其他金融机构授信额度为 572.00 亿元，尚未使用额度为 365.64 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。公司本部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，权益结构稳定性强。受铁路项目建设需求的影响，公司本部有一定的筹资压力。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，公司本部本息偿付安全性高。

截至 2022 年底，公司本部资产总额为 482.16 亿元，较上年底增长 11.16%，主要系货币资金和长期股权投资增加所致。其中，非流动资产占 81.79%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 63.07%）和其他应收款（占 36.72%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 98.72%）构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 55.37 亿元。

截至 2022 年底，公司本部负债总额为 88.50 亿元，较上年底增长 6.25%。其中，非流动负债占 72.30%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 99.09%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 99.83%）构成。截至 2022 年底，公司本部资产负债率为 18.35%，较 2021 年下降 0.85 个百分点。截至 2022 年底，公司本部全部债务为 63.87 亿元，占合并口径的 22.34%。其中，短期债务为 27.69 亿元，占 43.35%。截至

2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 13.96%，债务负担较轻。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 393.66 亿元，较上年底增长 12.33%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本占 76.21%、资本公积占 11.45%、未分配利润占 10.23%，所有者权益稳定性强。

2022 年，公司本部实现营业总收入 0.93 亿元，投资收益为 26.29 亿元，利润总额为 26.89 亿元，宁夏煤业公司贡献的投资收益为公司本部主要利润来源。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金净流量为 0.12 亿元，投资活动现金净流量为-8.05 亿元，筹资活动现金净流量为 30.07 亿元。

八、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。

1. 支持能力

2020—2022 年，宁夏回族自治区经济持续发展，地方一般公共预算收入持续增长，税收占比较高。截至 2022 年底，宁夏回族自治区政府债务余额为 1996.3 亿元，负债率为 39.38%，政府债务负担尚可。宁夏回族自治区政府财政实力较弱，支持能力较弱。

2. 支持可能性

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 25 2020 - 2022 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
2020 年	宁财（建）指标（2020）35 号	《关于下达 2020 年自治区铁路项目建设预算指标的通知》	6.00	专项用于自治区铁路建设项目
	宁财（资）指标（2020）156 号	《关于拨付宁夏国有资本运营集团有限责任公司资本金的通知》	4.00	--
	宁财（建）指标（2020）494 号	《关于下达 2020 年中西部铁路项目中央预算内投资预算指标的通知》	3.00	专项用于新建包头至银川铁路银川至惠农段项目建设
	宁财（资）指标（2020）595 号	《关于下达 2020 年区本级国有资本经营预算专项资金的通知》	0.20	--
	宁财（资）指标（2020）600 号	《关于拨付宁夏国有资本运营集团有限责任公司资本金的通知》	3.00	用于支持国有企业健康持续发展
	宁财（债）指标（2019）753 号	《关于下达结余置换债券资金指标的通知》	2.00	用于化解宁夏石嘴山至固原城际铁路吴忠至中卫段 PPP 项目隐形（或有）债务
	合计		18.20	--
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	--
2022 年	宁财（建）指标（2022）45 号	《自治区财政厅关于下达 2022 年自治区铁路项目建设和运营补贴专项资金第一批预算指标的通知》	2.50	下达指标为自治区本级承担还款责任的一般债券资金，用于没有收益的公益性项目，以一般公共预算收入还本付息
	宁财（建）指标（2022）51 号	《自治区财政厅关于下达 2022 年第二批铁路项目建设和运营专项预算指标的通知》	2.40	用于铁路项目建设和运营支出
	宁财（建）指标（2022）77 号	《自治区财政厅关于下达 2022 年铁路项目建设和运营第三批专项资金的通知》	2.40	用于铁路项目建设和运营支出
	宁财（建）指标（2022）76 号	《自治区财政厅关于下达 2022 年自治区铁路项目建设和运营第四批专项资金（一般债券）的通知》	2.50	下达指标为自治区本级承担还款责任的一般债券资金，用于没有收益的公益性项目

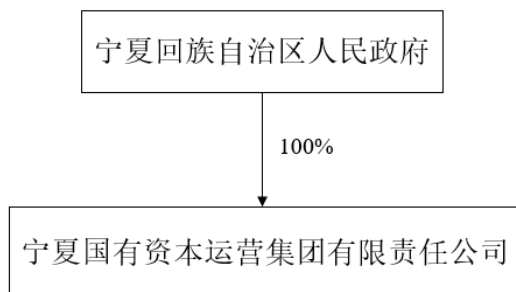
				目，以一般公共预算收入还本付息
	宁财（建）指标（2022）167 号	《自治区财政厅关于下达 2022 年第五批铁路项目建设和运营专项资金的通知》	5.20	中央直达资金，用于铁路项目建设和运营支出
	合计		15.00	--

资料来源：公司财务报告

九、结论

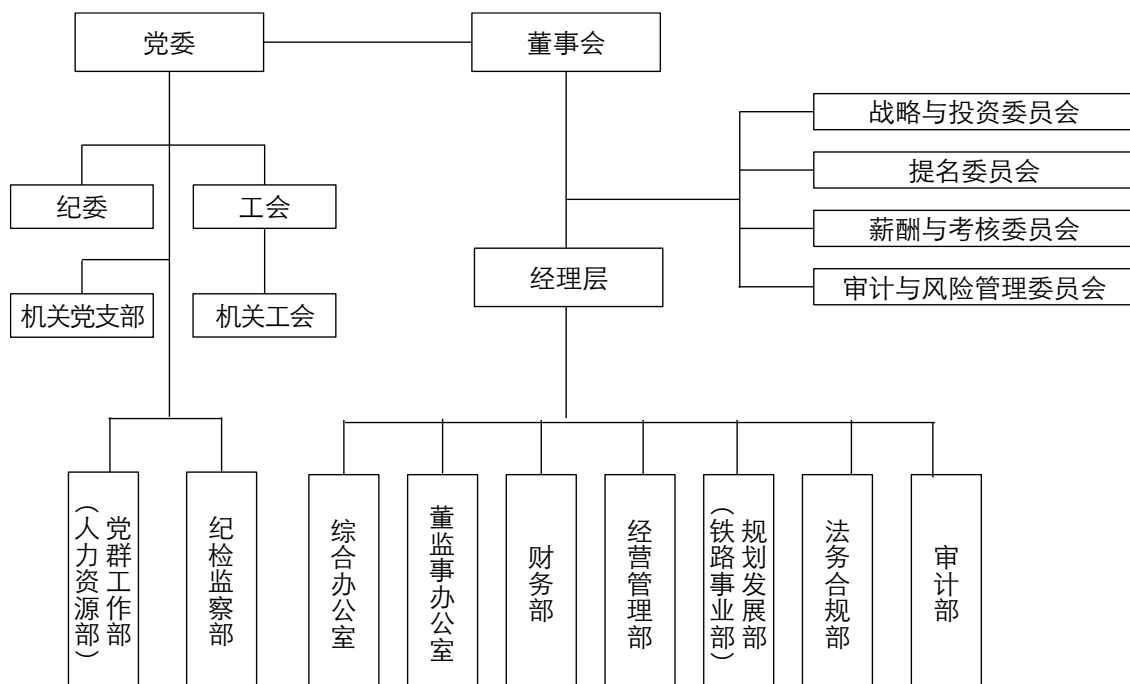
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	113.06	93.55	124.99	136.94
资产总额（亿元）	834.34	902.20	1015.73	1034.48
所有者权益（亿元）	483.56	527.75	597.30	609.10
短期债务（亿元）	60.57	51.08	72.31	42.88
长期债务（亿元）	165.66	196.24	213.55	246.67
全部债务（亿元）	226.24	247.32	285.86	289.55
营业总收入（亿元）	66.84	78.73	106.99	26.17
利润总额（亿元）	1.95	24.32	34.48	6.33
EBITDA（亿元）	18.56	22.89	54.01	--
经营性净现金流（亿元）	13.43	11.06	34.73	7.35
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.28	2.95	3.35	--
存货周转次数（次）	14.32	8.81	5.01	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.09	0.11	--
现金收入比（%）	105.06	109.97	126.81	127.20
营业利润率（%）	20.80	16.67	17.93	16.29
总资本收益率（%）	0.92	3.78	4.62	--
净资产收益率（%）	-0.02	4.19	5.39	--
长期债务资本化比率（%）	25.52	27.11	26.34	28.82
全部债务资本化比率（%）	31.87	31.91	32.37	32.22
资产负债率（%）	42.04	41.50	41.20	41.12
流动比率（%）	145.26	144.17	175.17	207.06
速动比率（%）	142.61	133.34	155.82	187.42
经营现金流动负债比（%）	12.47	10.12	29.39	--
现金短期债务比（倍）	1.87	1.83	1.73	3.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.79	2.97	5.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.19	10.81	5.29	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 2020 - 2022 年末应付债券中的一年内到期金额已调整至短期债务；长期应付款中的长期应付款项和水投专项资金已计入长期债务

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.33	33.23	55.37	67.98
资产总额（亿元）	393.60	433.75	482.16	502.58
所有者权益（亿元）	326.40	350.45	393.66	403.70
短期债务（亿元）	13.17	10.78	27.69	0.00
长期债务（亿元）	32.82	32.69	36.19	74.81
全部债务（亿元）	45.99	43.47	63.87	74.81
营业总收入（亿元）	0.46	0.57	0.93	0.11
利润总额（亿元）	-3.54	18.04	26.89	4.09
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-1.44	22.58	0.12	-1.50
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（%）	86.96	104.12	104.78	0.00
营业利润率（%）	96.23	98.95	98.42	89.05
总资本收益率（%）	-1.05	4.55	5.82	--
净资产收益率（%）	-1.19	5.11	6.76	--
长期债务资本化比率（%）	9.14	8.53	8.42	15.63
全部债务资本化比率（%）	12.35	11.03	13.96	15.63
资产负债率（%）	17.07	19.20	18.35	19.68
流动比率（%）	244.25	173.81	358.08	429.38
速动比率（%）	244.25	173.81	358.08	429.38
经营现金流动负债比（%）	-7.15	59.01	0.50	--
现金短期债务比（倍）	1.32	3.08	2.00	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 2020 - 2022 年末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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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 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

联合资信评估股份有限公司关于 宁夏国有资本运营集团有限责任公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。