

宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2024 年度第二期中期票据 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕9903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及其拟发行的 2024 年度第二期中期票据的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，宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2024 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年十月二十四日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

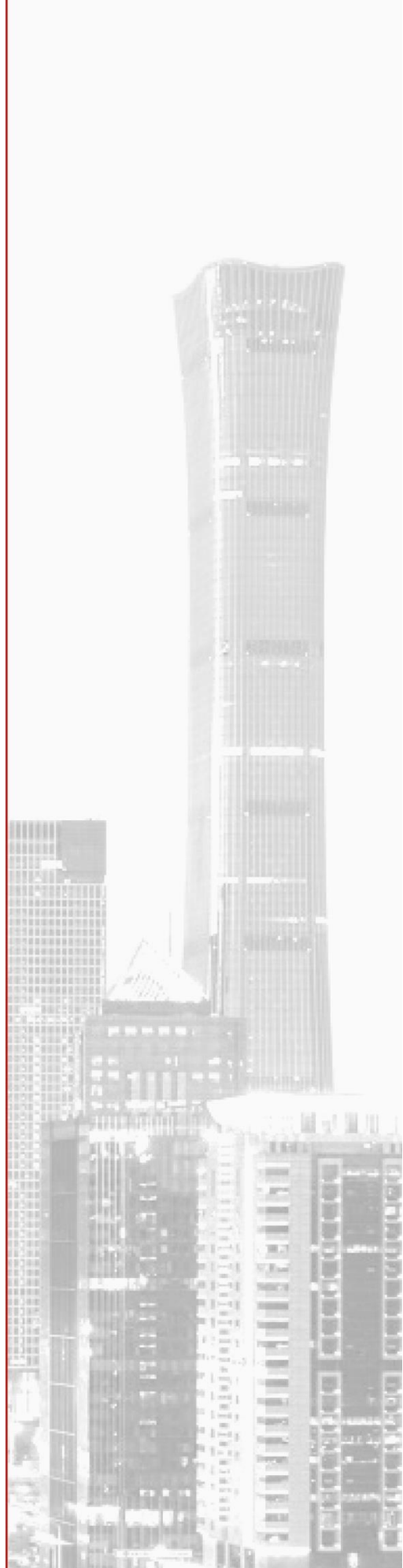
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



宁夏国有资本运营集团有限责任公司

2024 年度第二期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/24

债项概况 本期债项发行规模为 5.00 亿元，期限为 5 年；按年付息，到期一次性偿还；本次募集资金用于偿还公司存续债务融资工具。

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”）作为宁夏政府下属独资的国有资本运营集团，战略地位显著；管理体系较为完善；经营方面，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。其中，供水、供热和铁路运输业务区域专营优势显著；发电供热业务能够为公司提供良好的现金流支撑；铁路运输业务下游集中度高，业绩易受煤炭行业 and 客户需求变化影响；财务方面，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；公司现金类资产充裕，非流动资产占比高，资产受限比例低，整体资产流动性较弱；有息债务期限结构较为合理，债务负担可控；偿债指标表现良好；公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。

个体调整：无。

外部支持调整：宁夏政府通过资产划拨、财政拨款等方式不断对公司注资，政府支持力度大。

评级展望 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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司财务指标显著弱化；再融资环境恶化。

优势

- **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，宁夏政府通过资产划拨、财政拨款等方式不断对公司注资。2021—2023 年，公司收到的政府资金支持分别为 10.00 亿元、15.00 亿元和 24.24 亿元。
- **供水、供热和铁路运输业务区域专营优势显著。**公司供水范围覆盖全区大部分市县区；供热业务主要包括银川市金凤区、西夏区居民及企事业单位集中供暖服务，惠及 24 万热用户，供热面积约占银川市供热面积的 30%；铁路运输业务运营线路是地方自营铁路，在宁夏地区具有显著的区域专营优势。

关注

- **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。**2021—2023 年，公司分别实现投资收益 17.06 亿元、26.75 亿元和 23.86 亿元，主要来自参股公司宁夏煤业公司，分别占利润总额的 70.16%、77.58%和 108.88%。宁夏煤业公司主营业务包括煤炭开采洗选和煤化工，业绩易受能源价格波动影响。
- **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。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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：政府支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

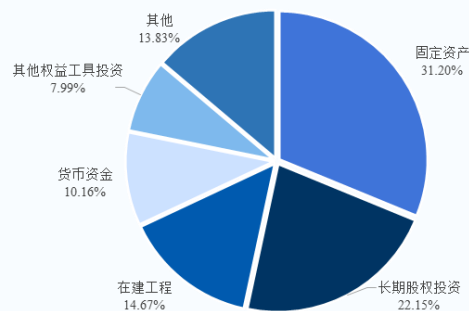
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	93.55	124.99	112.77	103.09
资产总额（亿元）	902.20	1015.73	1100.24	1109.28
所有者权益（亿元）	527.75	597.30	659.24	670.59
短期债务（亿元）	51.08	72.31	65.32	66.12
长期债务（亿元）	196.24	213.55	222.25	221.67
全部债务（亿元）	247.32	285.86	287.57	287.80
营业总收入（亿元）	78.73	106.99	110.40	25.38
利润总额（亿元）	24.32	34.48	21.92	8.25
EBITDA（亿元）	22.89	54.01	43.07	--
经营性净现金流（亿元）	11.06	34.73	25.28	3.78
营业利润率（%）	16.67	17.93	16.39	19.05
净资产收益率（%）	4.19	5.39	3.03	--
资产负债率（%）	41.50	41.20	40.08	39.55
全部债务资本化比率（%）	31.91	32.37	30.37	30.03
流动比率（%）	144.17	175.17	136.59	141.39
经营现金流动负债比（%）	10.12	29.39	17.46	--
现金短期债务比（倍）	1.83	1.73	1.73	1.56
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	5.22	4.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.81	5.29	6.68	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	433.75	482.16	515.51	522.73
所有者权益（亿元）	350.45	393.66	441.45	450.37
全部债务（亿元）	43.47	63.87	62.50	62.94
营业总收入（亿元）	0.57	0.93	0.94	0.15
利润总额（亿元）	18.04	26.89	23.59	6.20
资产负债率（%）	19.20	18.35	14.37	13.84
全部债务资本化比率（%）	11.03	13.96	12.40	12.26
流动比率（%）	173.81	358.08	241.89	237.97
经营现金流动负债比（%）	59.01	0.50	5.70	--

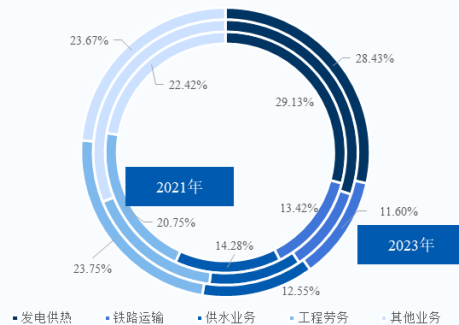
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2021—2022 年末应付债券中的一年内到期金额已调整至短期债务；4. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

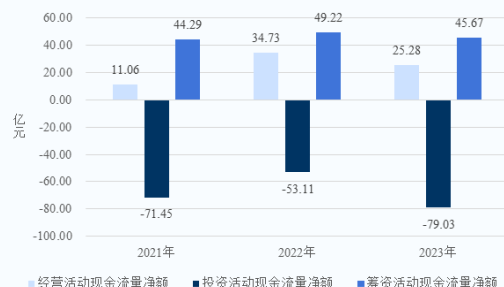
2023 年底公司资产构成



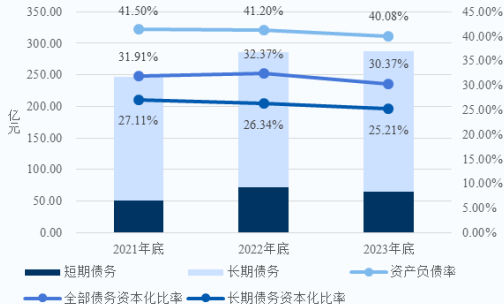
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	营业利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务 资本化比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	宁夏政府	1,100.24	659.24	110.40	21.92	3.79	40.08	29.17	6.68	7.11
浙江国资	AAA	浙江省国资委	3,258.38	838.03	6,771.21	99.12	1.18	74.28	54.58	6.54	5.81
山东国资	AAA	山东省国资委	2,505.56	555.18	1,385.47	55.45	0.91	77.84	58.70	8.06	7.89
广晟集团	AAA	广东省人民政府	1,816.23	614.73	1,277.31	30.15	0.14	66.15	58.46	8.02	3.42

注：浙江省国有资本运营有限公司简称为浙江国资，山东省国有资产投资控股有限公司简称为山东国资；广东省广晟控股集团有限公司简称为广晟集团；人民政府国有资产监督管理委员会简称为国资委

资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/07/22	李明 李思雨	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 V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2017/08/23	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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 明 liming@lhratings.com

项目组成员：李思雨 lisy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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 2024 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，为公司控股股东和实际控制人。

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，公司是宁夏铁路项目建设投融资主体，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”），按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2024 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、审计部和综合办公室等职能部门。截至 2023 年底，公司合并范围内拥有二级子公司 12 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 2024 年 3 月底公司持股 17.19%，未质押）。截至 2023 年底，公司在职职工 6,793 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额为 1,100.24 亿元，所有者权益合计 659.24 亿元（含少数股东权益 215.96 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 110.40 亿元，利润总额 21.92 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额为 1,109.28 亿元，所有者权益合计 670.59 亿元（含少数股东权益 231.59 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 25.38 亿元，利润总额 8.25 亿元。

公司注册地址：宁夏银川市金凤区亲水大街南海路 1 号宁夏国运大厦 A 座 12 层 01 号；法定代表人：王勇。

二、本期债项概况

公司拟发行“宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2024 年度第二期中期票据”（以下简称“本期债项”）。本期债项发行规模为 5.00 亿元，期限为 5 年；按年付息，到期一次性偿还；本次募集资金用于偿还公司存续债务融资工具；无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，国内结构调整持续深化等带来新挑战，经济增速有所回落，随着逆周期调控政策加力，经济整体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，积极财政和稳健货币靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。

2024 年上半年，国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值 61.7 万亿元，同比增长 5.0%。二季度国内生产总值同比增长 4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面，上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年半年报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

公司是宁夏铁路项目建设投融资主体，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，对公司业绩影响较大。

（1）铁路投资

2023 年，铁路投资额和高铁投产里程均有所回升；“十四五”固定资产投资总规模预计保持平稳态势。

根据中国国家铁路集团有限公司（以下简称“国铁集团”）2023 年统计公报，从铁路建设方面看，2023 年，全国铁路固定资产投资和高速铁路投产新线同比均有所回升；路网规模持续扩大；全国铁路路网密度 165.0 公里/万平方公里，复线率 60.3%，电化率 75.2%。

图表 1 • 近年来中国铁路建设情况

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
固定资产投资（亿元）	7,489	7,109	7,645
投产新线（公里）	4,208	4,100	3,637
高铁投产新线（公里）	2,168	2,082	2,776
营业里程（万公里）	15.0	15.5	15.9
高铁营业里程（万公里）	4.0	4.2	4.5
西部地区铁路营业里程（万公里）	6.1	6.3	6.4

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

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。

（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。2023 年，煤炭供给量提升，但下游需求支撑不足，煤炭价格震荡回落，行业整体盈利水平有所下滑。2024 年，煤炭市场供需有望保持平衡态势，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的影响仍需持续关注。完整版行业分析详见[《2024 年煤炭行业分析》](#)。

2 区域环境分析

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；2023 年经济发展保持良好增速；公司核心业务涉及区域重大基础设施及重要民生工程，在区域经济建设中地位显著。

公司控股经营的发电供热、供水和铁路运输业务均在宁夏回族自治区内；同时，公司是宁夏铁路建设融资平台和项目建设主体。

2023 年，宁夏实现地区生产总值 5,315 亿元，全国排名第 29 位，增长 6.6%，增速全国第五；一、二、三产业增加值分别增长 7.7%、8.5%、4.7%，规上工业增加值增长 12.4%，其中一产、二产及工业增速均居全国第二，为历史最高水平，但仍相对落后；固定资产投资增长 5.5%，全国第八，其中民间投资增速、占全部投资比重均居全国第五；地方一般公共预算收入增长 9.2%，首次突破 500 亿元，达到 502 亿元。

宁夏立足区位相对便利、气候条件独特、资源能源丰富、产业特色鲜明的比较优势，重点发展“六新六特六优”产业。新型材料、清洁能源、装备制造、数字信息、现代化工、轻工纺织“六新”产业潜力巨大；葡萄酒、枸杞、牛奶、肉牛、滩羊、冷凉蔬菜“六特”产业优势突出；文化旅游、现代物流、现代金融、健康养老、电子商务、会展博览“六优”产业快速崛起。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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。

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 2023 年底，公司拥有净水厂 60 座（含 9 个委托运行水厂），供水总量 47,676 万吨，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。截至 2024 年 3 月底，公司电力业务总装机容量 179.65 万千瓦，其中，火电装机容量 111.8 万千瓦，占比 62.2%；风力发电装机总量 34.85 万千瓦，占比 19.4%；太阳能装机容量 33 万千瓦，占比 18.37%；供热面积为 3,661 万平米，约占银川市供热面积的 30%，供热管网 250 公里。

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”）。西部创业是宁夏区属国有 A 股上市公司，是宁夏首家同时拥有 2 家“4A 级物流企业”“全国商贸物流重点联系企业”“自治区重点物流企业”称号的企业。宁东铁路运营里程 315 公里，总延展长 642 公里，基本形成具备 3 大外运出口的“半环形”铁路网；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；宁东能源化工基地是国家重要的大型煤炭生产基地，与陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯共同构成国家能源“金三角”，已成为西北首个产值过千亿元的化工园区。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。

同时，公司履行宁夏铁路项目建设投融资主体职责，已开工建设 4 条铁路；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；中卫至兰州铁路（以下简称“中兰铁路”）于 2022 年 12 月 26 日正式开通运营。截至 2023 年底，公司累计完成铁路投资 190 亿元。

2 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；本部员工结构符合公司业务设置，可满足公司现有业务运营需要。

截至 2024 年 3 月底，公司高级管理人员包括总经理和副总经理；公司本部在职人员 35 人，其中管理人员占 64%、财务人员占 14%；从学历来看，研究生以上学历占 43%，本科占 54%。

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财政厅企业处主任科员；宁夏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。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：G1064010400372830S），截至 2024 年 9 月 19 日，公司本部信贷信息无关注或不良记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构较为完善。

法人治理方面，公司不设股东会，宁夏国资委代表宁夏政府行使职权；公司设董事会，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；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。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 2024 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。子公司管理方面，公司制定了对下属子公司的相关管理制度，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任命或委派，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，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。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司营业总收入逐年增长，收入构成保持稳定，毛利率水平变化不大。2024 年一季度，公司营业总收入同比小幅下降，受益于煤炭价格下降，发电供热板块毛利率同比增长明显，带动综合毛利率同比增加。

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。

2021—2023 年，公司营业总收入年均复合增长 18.42%。2023 年，公司营业总收入同比增长 3.19%。其中，工程劳务业务收入同比增长 44.30%，主要系原计入其他业务收入的宁夏水发集团有限公司（以下简称“水发集团”）施工收入当期并入工程劳务板块所致。2023 年，其他业务收入主要包括高铁综合开发收入、西部创业其他收入、物流、排水、燃气、铁路投资收入等。

毛利率方面，2021—2023 年，公司综合毛利率波动下降。2023 年，公司综合毛利率同比减少 1.55 个百分点。其中，铁路运输业务毛利率同比减少 7.50 个百分点，主要系当期开展线路清筛、机车车辆维修等业务带动线路养护及维修成本增加所致。

2024 年一季度，受工程劳务和其他业务收入同比下降影响，公司营业总收入同比下降 3.00%。同期，受益于煤炭价格下降，发电供热业务毛利率同比增加 6.69 个百分点，公司综合毛利率同比增加 3.03 个百分点。

图表 2 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电供热	22.93	29.13%	3.92%	32.23	30.13%	15.81%	31.38	28.43%	19.19%	10.93	43.08%	21.20%
铁路运输	10.57	13.42%	33.20%	11.21	10.48%	32.14%	12.80	11.60%	24.64%	2.70	10.63%	32.59%
供水业务	11.24	14.28%	39.68%	12.13	11.34%	37.26%	13.85	12.55%	33.24%	3.03	11.96%	29.11%
工程劳务	16.34	20.75%	10.19%	18.17	16.98%	10.48%	26.22	23.75%	8.79%	3.04	11.96%	7.18%
其他	17.65	22.42%	19.44%	33.24	31.07%	14.91%	26.14	23.68%	11.18%	5.68	22.38%	13.06%
合计	78.73	100.00%	17.74%	106.99	100.00%	18.77%	110.40	100.00%	17.22%	25.38	100.00%	19.86%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

各板块经营主体方面，2023 年，宁夏电力投资集团有限公司（以下简称“宁夏电投”）、西部创业和宁夏水务投资集团有限公司（以下简称“宁夏水投”）营业总收入和净利润同比变动均较小；受铁路项目运营亏损影响，宁夏铁路投资有限责任公司（以下简称“宁夏铁投”）当期亏损规模较大。同期，受煤炭价格下跌影响，宁夏煤业公司营业总收入和净利润同比分别下降 29.18%和 6.00%；受电解铝售价同比降幅较大影响，国家电投集团宁夏能源铝业有限公司（以下简称“宁夏铝业公司”）净利润同比下降 36.15%。

图表 3 • 公司下属主要经营主体及参股公司 2023 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所在业务板块	表决权比例	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润
宁夏电力投资集团有限公司	发电供热	100.00%	114.65	28.53	32.06	1.51
西部创业	铁路运输	17.19%	62.63	58.42	16.65	2.42
宁夏水务投资集团有限公司	供水、工程劳务	100.00%	185.93	39.19	35.00	1.22
水发集团	工程劳务	100.00%	15.61	3.38	9.25	0.36
宁夏铁路投资有限责任公司	铁路投资建设	100.00%	376.06	272.64	2.08	-7.72
宁夏煤业公司	煤炭、炼油化工	49.00%	1,285.39	484.69	600.01	46.83
国家电投集团宁夏能源铝业有限公司	铝产品等	23.95%	204.70	106.92	186.29	12.10
合并	--	--	1,100.24	659.24	110.40	19.95

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 业务经营分析

（1）发电供热业务

2021—2023 年，公司发电供热业务收入波动增长。发电供热业务包括热电联产、风力发电及太阳能发电，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；太阳能发电装机容量快速提升，但业绩贡献未见明显提升。

公司发电供热业务的运营主体为宁夏电投。2021—2023 年，公司发电供热业务收入波动增长。其中，火力发电及供热业务为该板块收入的主要来源；2023 年，受机组发电利用时间减少影响，火力发电收入同比有所下降；由于收费标准相对较高的工业供热量占比提升，当期供热收入同比增长；风力发电收入受全年风量影响较大，2023 年，受益于上网电量同比增加，风力发电收入同比有所增长；随着宁夏电投宁东新能源有限公司（以下简称“宁东公司”）一期 20 万千瓦项目于 2023 年 5 月竣工投入运营，太阳能发电收入持续增长。2024 年 1—3 月，受益于供热收入增长，发电供热板块收入同比增长 2.14%。

图表 4 • 发电供热业务收入构成（单位：万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
火力发电	108,623	200,793	182,904	50,288
风力发电	32,398	27,737	29,139	7,101
太阳能发电	6,516	7,945	10,248	1,375
供热	83,999	85,848	90,308	49,504
储能	--	--	1,241	1,074
合计	231,536	322,323	313,840	109,342

注：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：联合资信根据公司提供的资料整理

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 2024 年 3 月底，公司拥有发电机组 4 台，总装机容量 110 万千瓦，供热面积为 3661 万平方米，供热管网 250 公里。

图表 5 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月供热面积及管网铺设情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
供热面积（万平方米）	3,280	3,765	3,628	3,661
供热管网（公里）	269	236	250	250

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

在原材料采购方面，主要原材料为煤炭（电煤/标煤）。2021—2023 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等。2023 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 56.25%，对其依赖程度同比有所下降。采购价格方面，2022 年以来，煤炭采购总平均价格持续下降。

图表 6 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月煤炭采购情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
煤炭采购总量（万吨）	271.83	380.99	366.00	94.27
煤炭采购总平均价格（元/吨）	528.95	503.93	494.03	451.95

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

发电上网方面，2021—2023 年，受电网负荷及机组停运等因素影响，西夏热发电量 and 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，电价一定程度上采用电价投标原则，导致电价出现波动。2021—2023 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波动增长。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。2024 年 1—3 月，西夏热发电量和上网电量同比有所下降；供电标准煤耗同比增长。

图表 7 • 西夏热电部分热电生产、销售指标

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
发电设备平均利用小时（时）	3,943	5,499	5,235	1,396
供电标准煤耗（克/千瓦时）	278.54	291.75	290.89	230.12
综合厂用电率	9.12%	8.98%	8.80%	9.12%
发电量（亿千瓦时）	43.37	60.49	57.59	15.35
上网电量（亿千瓦时）	38.19	54.36	50.68	11.77
平均上网电价（元/千瓦时）	0.26	0.35	0.34	0.33
产能利用率	71.69%	91.18%	91.27%	92.08%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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和金凤区。供热业务以提供居民供热为主，2023 年居民、工业供热量占比分别为 70.80%和 29.20%，工业供热量占比同比有所提升。

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。

2021—2023 年，公司供热产能保持稳定，供热量波动下降；2023 年，受煤炭成本下降影响，公司平均供热成本同比有所下降。2024 年 1—3 月，公司供热量同比小幅下降。

图表 8 • 公司供热业务数据

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
供热产能（万吉焦）	1,814.00	1,814.00	1,814.00	1,814.00
供热量（万吉焦）	1,280.99	1,285.53	1,262.61	653.52
其中：居民	896.09	913.10	893.93	526.93
工业	384.91	372.43	368.68	156.60
产能利用率	70.62%	70.87%	70.98%	70.88%
平均供热价格（元/吉焦）	42.37	39.57	43.92	40.33
平均供热成本（元/吉焦）	44.37	47.48	46.59	39.52

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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 2024 年 3 月底，公司拥有风机 149 台，风电装机总量 34.85 万千瓦时。其中，太阳山风电一期项目（4.95 万千瓦）于 2012 年 2 月建成，同年 3 月并网发电；二期项目（4.95 万千瓦）于 2015 年 2 月并网发电；三、四期 100MW 项目于 2016 年 4 月完成全部风机并网运行；五、六期 100MW 项目于 2020 年完成全部风机并网运行。灵武风电一期项目（4.95 万千瓦）于 2014 年 1 月并网发电。

2021—2023 年，受全年风量波动影响，公司风电发电量和上网电量波动下降，2023 年同比分别增长 11.96%和 12.23%；2021—2023 年，平均上网电价和综合厂用电率均波动下降。2024 年 1—3 月，公司风电发电量同比下降 18.52%。

图表 9 • 公司风电业务情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
风电上网电量（万千瓦时）	68,052	55,784	62,609	11,839
风电发电量（万千瓦时）	72,358	59,428	66,538	12,606
平均上网电价（元/千瓦时）	0.54	0.56	0.53	0.56
综合厂用电率（%）	5.95	6.13	5.90	6.08

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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电投新能源及宁东公司。截至 2024 年 3 月底，光伏发电机组的总装机容量为 33 万千瓦。其中，电投新能源一期 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。宁东公司一期 20 万千瓦项目于 2023 年 5 月竣工，平价上网，无电价补贴。

2021—2023 年，随着项目不断投入运营，光电发电量和上网电量均持续增长，平均上网电价有所下降。2024 年一季度，光电上网电量同比下降 12.45%。

图表 10 • 公司光伏发电业务情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
光电上网电量（万千瓦时）	16,867	20,392	21,240	4,480
光电发电量（万千瓦时）	17,497	21,138	21,858	4,598
发电设备利用小时（小时）	1,346	1,626	1,681	354
平均上网电价（元/千瓦时）	0.44	0.44	0.36	0.35

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）铁路运输业务

公司铁路运输业务近年来货物周转量逐年增长，但下游集中度高，业绩易受煤炭行业 and 客户需求变化影响。

宁东铁路收入主要来源于运费、杂费和代维代管费。宁东铁路运输的货物包括煤炭、油品、煤化工产品等，主要运输货品为煤炭。2021—2023 年，宁东铁路货物周转量逐年增长，带动公司铁路运输业务收入逐年增长。

图表 11 • 公司主要货运业务指标

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
货物运输量（万吨）	6,227	6,748	6,621	1,755
其中：煤炭	5,708	6,106	6,041	1,595
货物周转量（万吨公里）	284,422	312,889	342,603	98,444

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：联合资信根据公司提供资料整理

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 2023 年销售额占 71.63%（同比有所提升），铁路运输业务客户集中度高。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。

（3）供水业务

2021—2023 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，2023 年部分地区水价上涨，带动供水业务收入持续增长。

公司供水业务运营主体主要为宁夏水投及其下属企业。近年来，随着宁夏的经济发展，用水需求持续增长，加之公司加大供水范围的扩张力度，区域内的供水普及率不断增长，促进了公司售水量的稳步增长。2021—2023 年，受益于供水范围增加及水价提升，公司供水业务收入逐年增长；随着用水需求持续增长，公司加大了供水管网铺设力度，并积极向宁新工业园区、石空工业园区、盐池县境内五个工业园区区域铺设管网，管网长度逐年增长；公司供水业务以工业供水为主，2023 年占比为 53.53%。

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。同时，各区域实行的水价各异，如宁东地区，依据宁东管（经）〔2024〕7 号文件要求，在工业用水单价 2.8 元/方的基础上调增至 2.95 元/方；按照卫发改规发〔2023〕1 号文件规定，沙坡头区城区内特种行业用水定额内由 10 元/方调整为 15 元/方。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。

图表 12 • 公司供水及售水情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
自来水厂数量（个）	53	56	60	62
供水管网（公里）	17,152	28,146	28,593	28,893
供水能力（万吨/日）	199	194	233	224
供水总量（万吨）	43,707	45,391	47,676	12,829
售水总量（万吨）	40,704	44,739	45,711	9,400
其中：工业	23,410	24,203	24,470	4,961
居民	7,923	9,443	12,991	2,863
其他	9,372	11,091	8,250	660

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）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，宁夏水投工程劳务新签合同金额持续下降；2023 年，公司将水发集团施工收入计入工程劳务板块，工程劳务业务收入同比增长。

公司工程劳务业务的运营主体主要为水发集团和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。2021—2023 年，受益于施工任务饱满的同时加强项目结算，公司工程劳务业务收入逐年增长；2023 年工程劳务业务收入同比增长，主要系公司将水发集团的施工收入调整至工程劳务板块核算所致；2024 年一季度，工程劳务收入同比有所下降，主要系部分工程已进入施工收尾阶段，完成合同产值下降所致。

公司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；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、农田灌溉为主，2023 年水利水电工程承接金额占 88.62%。

2022 年以来，公司新签合同金额全部来自宁夏区内。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，工程局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。

图表 13 • 近年新签合同情况（单位：万元、个）

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
新签合同金额	164,000	101,016	120,895	74,748
其中：工程局	164,000	101,016	85,205	32,252

水发集团	--	--	35,690	42,496
新签合同数量	28	15	92	36
在建金额	81,247	76,388	36,303	78,476

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(5) 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，公司作为宁夏铁路项目建设投融资主体，在建设期内利用股权、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投，宁夏铁投成立于2015年，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为57亿元；2016年5月宁夏铁投通过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；公司对上述股权融资承担分期回购义务，国开基金对宁夏铁投的股权回购期限为20年，国开基金每年获得1.20%或2.8%的收益；中铁建对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”）的股权回购期限为20年，利率4.41%。根据《自治区财政厅关于批复宁国运申请拨补铁路建设资金的函》（宁财〔预〕函〔2015〕244号），宁夏回族自治区财政承诺自2015年起每年向公司拨付10亿元资本金用于铁路建设，包括用于回购国开基金股权。截至2023年底，宁夏铁投注册资本为207.00亿元，公司持股77.17%，国开基金持股28.83%（投资余额为49.75亿元）；中铁建对城际公司的投资余额为15.89亿元，持股比例为8.02%。

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，由城际公司运营。2023年，城际公司实现收入2.1亿元（2022年为1.12亿元），净利润为-7.7亿元（2022年为0.00亿元），亏损主要系冲回挂账运营补贴所致。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推升公司债务规模。

图表 14 • 截至 2023 年底公司铁路项目投资建设情况（单位：公里、亿元、年）

序号	项目名称		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
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
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
3	中兰铁路		46	40	70:30	21	21	财政资金	--	--	2018—2022
4	包 银 高铁	银川至惠农南段	100	129	40:60	42	31	政府专项债注资资金	11	财政资金	2018—2024
		包头至惠农南段（含银巴支线）	--	51	51:49	26	7	财政资金	19	财政资金	2022—2026
合计				594	--	220	190	--	30	--	--

注：1. 地方由宁夏铁投代为出资，铁总由国铁集团下属公司代为出资；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：联合资信根据公司提供资料整理

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。

（6）产业投资

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。2021—2023 年，宁夏煤业公司业绩受能源价格影响有所波动，整体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西部创业的主要客户，2022 年关联交易规模同比提升幅度较大主要系西部创业物贸一体化业务规模增加所致，2023 年关联交易规模同比下降主要系西部创业物贸一体化业务核算由总额法调整为净额法所致；同时，宁夏煤业公司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。

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，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。2022 年，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达到近 10 年来最高水平。2023 年，受煤炭价格回落影响，宁夏煤业公司煤炭销售收入同比下降幅度较大。

图表 15 • 2021—2023 年宁夏煤业公司贡献的投资收益及关联交易情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
公司利润总额	24.32	34.48	21.92
公司投资收益	17.06	26.75	23.86
宁夏煤业公司贡献的投资收益	17.82	22.79	21.01
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	8.54	18.17	12.34
宁夏电投向宁夏煤业公司购煤的关联交易规模	4.54	17.32	9.42

注：2022 年宁夏煤业公司发放的现金股利用于向宁夏煤业公司支付宁东铁路股权转让款
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（7）在建项目

公司在建项目以供水工程为主，未来投资规模可控。

在建项目方面，公司在建项目（除在建铁路项目外）主要为供水工程等水利水电工程项目，未来投资规模可控。

图表 16 • 截至 2023 年底公司主要在建工程（除在建铁路项目外）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	2024 年投资计划
1	清水河城乡供水工程项目	宁夏水投清水河城乡供水有限公司	2020—2024	23.66	6.36	17.3	20.82	6.36	2.80
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—2024	14.82	0.00	14.82	13.91	0.00	0.90
3	中部干旱带海原西安供水水源工程	宁夏水发集团海原供水有限公司	2022—2024	7.10	2.10	2.64	5.98	1.57	1.10
4	宁夏黄河流域生态保护和高质量发展先行区建设-中部干旱带沙坡头香山兴仁片区生态修复及灌区（一期）供水工程	宁夏水投中卫香山供水有限公司	2022—2024	4.43	1.33	3.10	3.40	0.90	1.00
5	中卫专用线	宁夏城新铁路物流有限责任公司	2022—2024	15.80	4.92	10.88	5.63	4.40	4.50
6	中卫市河北地区城乡供水工程	宁夏水投中卫水务有限公司	2022—2024	4.72	0.94	3.78	3.86	0.94	0.85
7	宁国运沙坡头区 100MW 复合光伏项目	宁国运中卫新能源有限公司	2023—2024	4.91	0.98	3.93	2.80	0.80	2.10
合计	--	--	--	75.44	16.63	56.45	56.40	14.97	13.25

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

3 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。

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。针对公司资产证券化率较低、资本运作能力不强等问题，公司将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。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）¹对 2021 年和 2022 年财务报告进行了审计，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）²对 2023 年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；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，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，新纳入公司合并范围的主体 4 家，其中新设 2 家，非同一控制下企业合并 2 家，交易对价合计 0.29 亿元；不再纳入公司合并范围的主体 6 家，其中注销 4 家，吸收合并 1 家，破产清算 1 家。2024 年一季度，公司合并范围新增二级子公司 1 家，系上市公司宝塔实业股份有限公司（以下简称“宝塔实业”，证券代码 000595.SZ）。整体看，新增及减少主体相对公司整体规模较小，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模逐年增长，资产结构以非流动资产为主。流动资产中现金类资产充足；非流动资产主要为宁夏煤业公司和银西铁路公司股权、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。

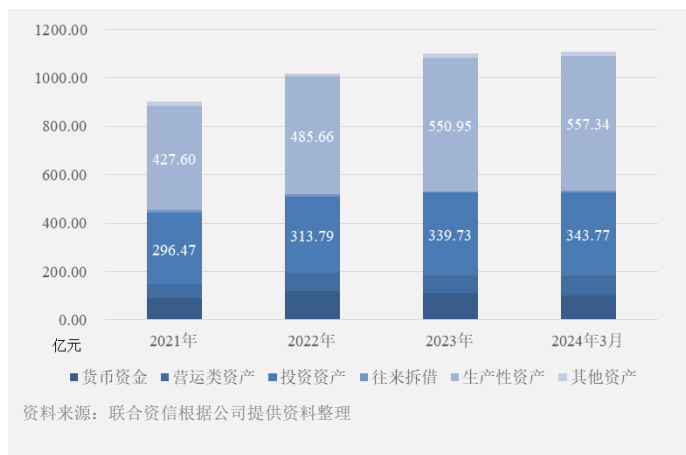
2021—2023 年末，公司资产总额年均复合增长 10.43%。截至 2023 年底，公司资产总额较上年底增加 84.51 亿元，增幅为 8.32%，主要系宁夏煤业公司股权确认投资收益及在建工程投入所致。同期末，固定资产较上年底增加 127.97 亿元，增幅为 59.00%，主要系吴忠至中卫铁路等特许权由无形资产调整至固定资产（无形资产较上年底减少 95.61 亿元），加之清水河流域城乡供水工程项目、银川都市圈城乡东线供水工程等在建工程转固所致；在建工程较上年底增加 32.60 亿元，增幅为 25.30%，主要系包银高铁、宁国运沙坡头区 100MW 复合光伏项目等在建工程增加投入所致。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较 2023 年底增加 9.04 亿元，增幅为 0.82%，主要系长期股权投资和在建工程增加所致。

公司资产主要包括货币资金、宁夏煤业公司和银西铁路公司股权、吴忠至中卫铁路等特许权、固定资产和在建工程。其中，货币资金主要集中在本部（截至 2023 年底，本部货币资金占合并口径货币资金的 38.22%）；应收账款中，一年以内（含 1 年）占 53.31%，账龄偏长，前五名占比为 43.23%，其中应收国网宁夏电力有限公司的占 29.78%；存货主要为全资子公司宁夏城市发展集团有限责任公司（以下简称“城发集团”）地产业务形成的开发成本、开发产品和尚未开发的土地储备（账面价值合计占存货的 76.13%），地产业务存货期末跌价准备合计 0.11 亿元，未来去化进展有待关注；其他权益工具投资中，银西铁路公司为 79.11 亿元，占 90.00%；长期股权投资主要由宁夏煤业公司 223.46 亿元和宁夏铝业公司 6.45 亿元等构成，当期权益法核算的长期股权投资收益为 23.53 亿元（主要来自宁夏煤业公司 21.01 亿元）；固定资产主要由房屋及建筑物（占 32.34%）、机器设备（占 30.25%）和其他（占 32.90%）构成；在建工程主要由包头至银川铁路项目 84.78 亿元等项目构成；无形资产主要由土地使用权（占 64.95%）和特许权（占 32.19%）构成。公司资产受限比例很低，流动性较弱，整体资产质量一般。

¹中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）于 2022 年 8 月 22 日受到中国证券监督管理委员会黑龙江监管局的行政处罚。

²信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）于 2022 年 4 月 18 日受到中国证券监督管理委员会的行政处罚。

图表 17 • 公司各类资产³变化情况



图表 18 • 2023 年末公司资产受限情况

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	1.98	1.77%	保证金、司法冻结等
应收票据	0.07	8.39%	质押
存货	0.83	3.43%	抵押
固定资产	0.13	0.04%	抵押
无形资产	0.08	0.22%	抵押
投资性房地产	0.45	6.87%	抵押
其他	1.13	--	融资平台资产
合计	4.65	0.42%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021 年以来，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较高，权益结构稳定性较强。

2021—2023 年末，公司所有者权益年均复合增长 11.77%。截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 10.37%。其中，资本公积较上年底增加 26.04 亿元，增幅为 54.46%，主要系宁夏财政厅拨付铁路建设资金增加资本溢价 24.24 亿元所致；未分配利润较上年底增加 17.11 亿元，增幅为 44.32%；少数股东权益较上年底增加 16.59 亿元，增幅为 8.32%。同期末，所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为 67.24%，少数股东权益占比为 32.76%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 45.51%、11.20%和 8.45%，权益结构稳定性较强。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大，其中未分配利润较上年底减少 7.01 亿元，主要系合并宝塔实业所致。

(2) 负债

2021—2023 年末，公司负债及有息债务规模均逐年增长，期限以长期债务为主，债务负担可控。

2021—2023 年末，公司负债总额年均复合增长 8.52%。截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增加 22.57 亿元，增幅为 5.39%，主要系有息债务规模增加所致。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较 2023 年底变动不大。

2021—2023 年末，公司全部债务规模年均复合增长 7.83%。截至 2023 年底，公司全部债务为 287.57 亿元，占同期末负债总额的 65.21%，其中银行借款约占 76%、发行债券约占 20%；2023 年综合融资成本⁴约为 3.36%。债务期限结构方面，短期债务占 22.72%，较上年底有所下降；2024 年下半年到期的公司信用类债券为 4.00 亿元。其中，短期借款主要由保证借款（占 64.07%）和质押借款（占 20.78%）构成；长期借款主要由信用借款（占 44.34%）和质押借款（占 35.05%）构成。

从债务指标来看，截至 2023 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 40.08%、30.37%和 25.21%，债务负担可控。

截至 2024 年 3 月底，公司负债规模及结构较 2023 年底变化不大。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司收入规模持续增长，毛利润波动增长；期间费用对利润侵蚀较大；公司利润总额主要来自宁夏煤业公司贡献的投资收益，受其业绩影响有所波动。

³ 营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用。

⁴ 综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2。

2021—2023 年，公司营业总收入年均复合增长 18.42%。2023 年，公司营业总收入同比增长 3.19%，受铁路运输等业务营业成本增速高于收入增速影响，毛利润同比下降 5.33%；同期，公司期间费用总额同比保持稳定，对毛利润侵蚀较大。投资及其他收益方面，2023 年，受宁夏煤业公司和宁夏铝业公司当期业绩下滑影响，公司投资收益同比下降 10.80%；受吴忠至中卫铁路补贴方式另行确定影响，其他收益同比减少 2.88 亿元，降幅为 69.29%。非经常性损益方面，受宁夏电投下属银川热电损失计提影响，当期资产减值损失同比增加 1.65 亿元；营业外支出同比增加 5.01 亿元，主要系运营铁路以前年度未收到的补贴及当期亏损，上述因素对利润造成侵蚀。公司合并口径利润总额主要来自宁夏煤业公司等联营企业贡献的投资收益。整体来看，公司盈利指标表现较强，需关注煤炭行业周期性波动等因素对公司盈利稳定性的影响。

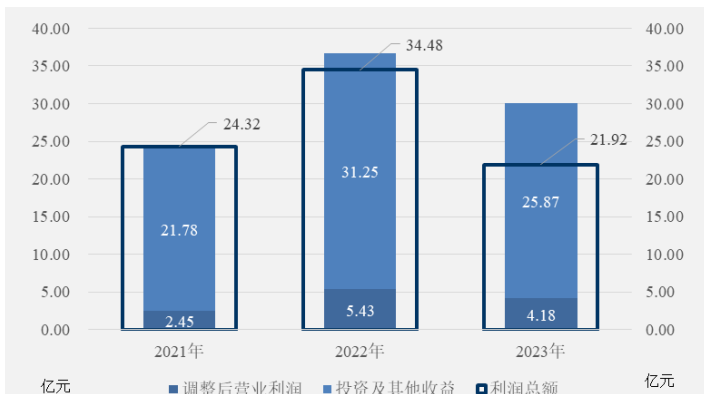
2024 年一季度，公司营业总收入同比下降 3.00%，受益于投资收益同比增长，利润总额同比增长 30.42%。

图表 19 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	78.73	106.99	110.40
毛利润	13.97	20.08	19.01
期间费用	10.67	13.76	13.92
投资收益	17.06	26.75	23.86
其他收益	3.69	4.16	1.28
资产减值损失	-0.30	-0.89	-2.54
营业外支出	0.44	0.50	5.51
利润总额	24.32	34.48	21.92
营业利润率	16.67%	17.93%	16.39%
总资本收益率	3.78%	4.62%	2.97%
净资产收益率	4.19%	5.39%	3.03%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 20 • 2021—2023 年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

与所选公司比较，公司销售毛利率和总资产报酬率表现较好，受净资产规模较大影响，净资产收益率相对偏低。

图表 21 • 2023 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

对比指标	公司	浙江国资	山东国资	广晟集团
营业总收入	110.40	6,771.21	1,385.47	1,277.31
销售毛利率	17.22%	3.11%	13.95%	7.47%
总资产报酬率	4.07%	3.39%	2.66%	3.07%
净资产收益率	3.03%	6.94%	4.95%	11.95%

注：浙江省国有资本运营有限公司简称为浙江国资，山东省国有资产投资控股有限公司简称为山东国资；广东省广晟控股集团有限公司简称为广晟集团

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金流均为净流入状态，2023 年净流入规模同比下降，收入实现质量同比下降但保持良好水平；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；考虑到未来公司将持续在铁路及产业投资等领域拓展，对外融资需求大。

2021—2023 年，公司经营活动现金净流入规模有所波动。2023 年，受销售商品、提供劳务收到的现金及收到的税费返还同比减少影响，公司经营活动现金净流入同比下降 27.21%。2021—2023 年，公司现金收入比波动增长，收入实现质量良好。

2021—2023 年，公司在铁路、水利及电力项目建设方面的投资规模逐年扩大，投资活动现金净流出规模波动增长。

2021—2023 年，公司投资活动现金净流出规模较大，加之债务偿还金额逐年增长，进一步加剧了公司对外融资的需求，筹资节奏进一步加快。公司主要依赖于银行借款、债券发行来弥补资金缺口，需持续关注资本市场及融资监管政策变化。2023 年，通过外部债务融资等方式筹集的资金未能覆盖资金缺口，现金及现金等价物净增加额为负。考虑到未来公司将持续在铁路及产业投资等领域拓展，对外融资需求大。

图表 22 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	141.36	166.22	159.47	32.50
经营活动现金流出小计	130.29	131.49	134.19	28.73
经营活动现金流量净额	11.06	34.73	25.28	3.78
投资活动现金流入小计	9.17	16.63	8.95	2.05
投资活动现金流出小计	80.62	69.74	87.98	14.56
投资活动现金流量净额	-71.45	-53.11	-79.03	-12.50
筹资活动前现金流量净额	-60.39	-18.38	-53.74	-8.73
筹资活动现金流入小计	126.38	134.04	147.11	21.17
筹资活动现金流出小计	82.09	84.82	101.43	22.27
筹资活动现金流量净额	44.29	49.22	45.67	-1.10
现金收入比	109.97%	126.81%	114.85%	115.27%
现金及现金等价物净增加额	-16.09	30.84	-8.07	-9.83

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现良好。

图表 23 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	144.17%	175.17%	136.59%
	速动比率	133.34%	155.82%	119.88%
	经营现金流动负债比	10.12%	29.39%	17.46%
	经营现金/短期债务（倍）	0.22	0.48	0.39
	现金短期债务比（倍）	1.83	1.73	1.73
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	22.89	54.01	43.07
	全部债务/EBITDA（倍）	10.81	5.29	6.68
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	0.12	0.09
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	5.22	4.47
	经营现金/利息支出（倍）	1.44	3.36	2.62

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，2023 年底，受一年内到期的非流动负债增加及短期应付债券计入其他流动负债影响，公司流动比率和速动比率较上年底有所下降，但流动资产对流动负债的保障程度保持良好水平，现金类资产对短期债务的保障程度较高，EBITDA 对利息的覆盖程度强。

对外担保方面，截至 2023 年底，公司无对外担保。

截至 2023 年底，城发集团下属子公司宁夏银水房地产开发有限责任公司和宁夏高铁产业发展有限责任公司为购房客户提供的住房贷款阶段性担保，余额为 2.18 亿元，该项担保责任在购房客户办理完毕房屋所有权证并办妥房产抵押登记手续后解除。

未决诉讼方面，截至 2023 年底，公司全资子公司宁夏物流集团有限责任公司下属子公司宁夏供应链集团有限公司（以下简称“供应链公司”）因与甘肃靖煤晶虹能源有限公司（以下简称“晶虹能源”）开展煤炭贸易业务形成的应收账款账面余额 1.55 亿元逾期未能收回，向银川市中级人民法院提起诉讼，诉请判令被告晶虹能源清偿贷款本金 1.94 亿元（含逾期应收资金利息），违约金 4,249.61 万元，并同时诉请担保方定西市展鸿运能源科技有限公司（以下简称“展鸿运公司”）及其关联单位、个人履行担保责任。截至公司 2023 年财务报告日，供应链公司已向银川市中级人民法院申请诉前财产保全，冻结晶虹能源及展鸿运公司等单位银行账户，并申请冻结展鸿运公司在定西市安定区住房和城乡建设局享有的到期债权，冻结额度为 2.35 亿元，期限 3 年。2023 年 12 月

31 日，供应链公司根据诉讼进展及律师的法律意见对应收款预计可收回金额进行了测算，基于谨慎性原则对该笔应收账款计提坏账准备 2,400 万元。除上述情况外，联合资信未发现公司存在 1.00 亿元以上的尚未了结的可能会对其生产经营产生实质性不利影响的重大诉讼或仲裁。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月末，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 580.70 亿元，未使用额度 368.35 亿元。同时，公司下属子公司西部创业为上市公司，具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

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、货币资金及对子公司的拆借款等。公司本部负债以应付债券为主，整体债务负担可控。受铁路项目建设需求的影响，公司本部有一定的筹资压力。考虑到本部现金类资产充裕，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。

公司本部为持股平台，承担战略决策及部分融资职能，收入规模很小。

截至 2023 年底，公司本部资产主要为子公司及联营企业股权、货币资金以及对子公司的资金拆借。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）42.72 亿元，长期股权投资 440.71 亿元（对子公司的投资占 46.92%），其他应收款 27.27 亿元（主要为对子公司的计息拆借款及往来款）。截至 2023 年底，公司本部直接持有上市公司（西部创业 17.19% 股权和宝塔实业股份有限公司 29.33% 股权）市值合计 29.41 亿元，均未质押。

图表 24 • 2023 年末公司本部其他应收款前五情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	年末余额	账龄	占其他应收款年末余额的比例	坏账准备
宁夏水务投资集团有限公司	集团内部借款及利息	9.31	1 年以内	32.32%	0.00
宁夏城市发展集团有限责任公司	集团内部借款	7.42	1 年以内	25.76%	0.00
宁夏铁路投资有限责任公司	集团内部往来款	5.00	1 年以内	17.37%	0.00
宁夏国运基金管理有限责任公司	集团内部借款及利息	3.14	1 年以内	10.90%	0.00
宁夏国际饭店	破产债权	1.16	5 年以上	4.02%	1.16
合计	--	26.01	--	90.37%	1.16

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司本部利润主要来源于宁夏煤业公司贡献的投资收益。2023 年，公司本部实现投资净收益 23.36 亿元，其中宁夏煤业公司贡献投资收益 21.01 亿元，财务费用为 0.33 亿元（利息费用为 1.56 亿元，利息收入为 1.23 亿元），利润总额为 23.59 亿元。

截至 2023 年底，公司本部全部债务为 62.50 亿元，占合并口径全部债务的 21.73%。其中，短期债务为 18.20 亿元，占全部债务的 29.12%；公司本部 2024 年下半年到期的公司信用类债券为 4.00 亿元。同期末，公司本部全部债务资本化比率 12.40%，债务负担较轻；考虑到公司承担的铁路建设相关的股权融资等表外因素，本部实际债务负担高于指标测算水平。

偿债能力方面，2023 年，公司本部取得投资收益收到的现金 0.43 亿元，能够覆盖财务费用；截至 2023 年底，公司本部现金短期债务比为 2.35 倍。受铁路项目建设需求的影响，公司本部有一定的筹资压力。考虑到本部现金类资产充裕，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。

九、ESG 分析

公司注重环保投入，积极履行作为国企的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司制定了包括《环境保护管理暂行规定》和《全面提升企业自主环境管理水平的指导意见》等在内的环保制度，要求严格遵守污染物减排的法律法规及标准，落实目标责任，强化环境管理措施，自觉执行污染物减排。对企业的污染物排放监测（废水、废气和危险废物监测）、生产过程监测、厂区周边环境影响监测（大气、地下水、噪声和土壤监测）、监测质量控制及监测报告的编制和上报等做出了明确的要求。公司编制了企业环境风险应急预案，切实提高环境保护实施能力。2023 年，公司完成气膜洗轮机改造项目，2024 年筹划保障供热储备煤场扬尘治理封闭改造项目；在固废综合利用方面，按照绿色发展循环利用的原则，拓宽综合利用渠道，寻找社会资本，共同投资 1.9 亿元，建设银川经开区综合利用示范基地项目。

社会责任方面，公司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，承担了一定的社会责任。

公司治理结构和内控制度较为完善，但尚未设置专门的 ESG 管治部门或组织。

十、外部支持

1 支持能力

政府支持能力偏弱。

财政实力方面，2021—2023 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。2023 年，全区一般公共预算总收入 851.72 亿元，比上年增长 11.2%。其中，地方一般公共预算收入 502.26 亿元，增长 9.2%。在地方一般公共预算收入中，税收收入 353.16 亿元，增长 15.1%，占地方一般公共预算收入的 70.3%。全区一般公共预算支出 1751.45 亿元，比上年增长 10.3%。宁夏回族自治区政府财政实力相对较弱，支持能力偏弱。

2 支持可能性

公司作为宁夏铁路投融资和项目推进的重要主体，获得的政府支持力度大。

根据《自治区人民政府关于加快推进铁路建设的若干意见》（宁政发〔2015〕90 号），为支持铁路建设，自 2015 年起，除铁路相关税收收入支持外，自治区每年通过财政预算资金和地方性政府债券共安排不少于 10 亿元资金支持铁路建设。公司作为宁夏铁路投融资和项目推进的重要主体，持续获得政府资金支持。2021—2023 年，公司收到的政府资金支持分别为 10.00 亿元、15.00 亿元和 24.24 亿元。

图表 25 • 2021—2023 年政府资金支持情况（单位：亿元）

年份	文件编号	文件名称	金额	备注
2021 年	宁财（建）指标（2021）9 号	《自治区财政厅关于下达 2021 年自治区铁路项目建设和运营专项资金预算指标的通知》	10.00	铁路项目建设和运营专项资金
		合计	10.00	--
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，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	--
2023 年	宁财（建）指标（2023）51 号	自治区财政厅关于下达 2023 年第一批铁路项目建设专项预算指标的通知	3.00	铁路项目建设专项资金
	宁财（建）指标（2023）103 号	自治区财政厅关于下达 2023 年自治区铁路项目建设一般债券第一批预算指标的通知	3.00	铁路项目建设资金
	宁财（建）指标（2023）193 号	自治区财政厅关于下达 2023 年第二批铁路项目建设专项预算指标的通知	1.80	铁路项目建设专项资金
	宁财（建）指标（2023）462 号	自治区财政厅关于下达 2023 年第三批铁路项目建设和运营补贴专项财政预算资金的通知	0.30	铁路项目建设和运营补贴专项资金
	宁财（建）指标（2023）498 号	自治区财政厅关于下达 2023 年第四批铁路项目建设和运营补贴专项财政预算资金的通知	0.75	铁路项目建设和运营补贴专项资金

宁财（建）指标（2023）648号	自治区财政厅关于下达 2023 年第五批铁路项目建设和运营补贴专项财政预算资金的通知	2.00	铁路项目建设和运营补贴专项资金
宁财（建）指标（2023）797号	自治区财政厅关于下达 2023 年第六批铁路项目专项财政预算资金的通知	2.15	铁路项目专项资金
合计		13.00	--

注：2023 年收到的政府资金支持为 24.24 亿元，但部分文件涉密，未列入表中
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响较小。

公司本期债项发行规模为 5.00 亿元，分别占公司 2023 年底长期债务和全部债务的 2.25%和 1.74%，对公司现有债务结构影响较小。以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 40.08%、30.37%和 25.21%上升至 40.35%、30.74%和 25.63%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟用于偿还公司存续债务融资工具，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。

2023 年，公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。

图表 26 • 本期债项偿还能力测算

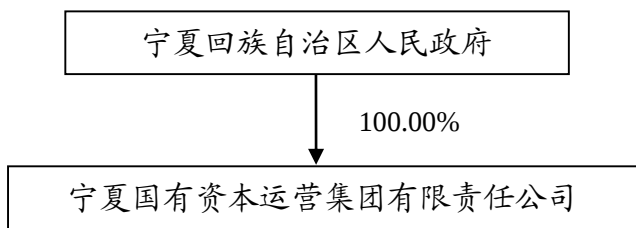
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	227.25
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.70
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.11
发行后长期债务/EBITDA（倍）	5.28

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十二、评级结论

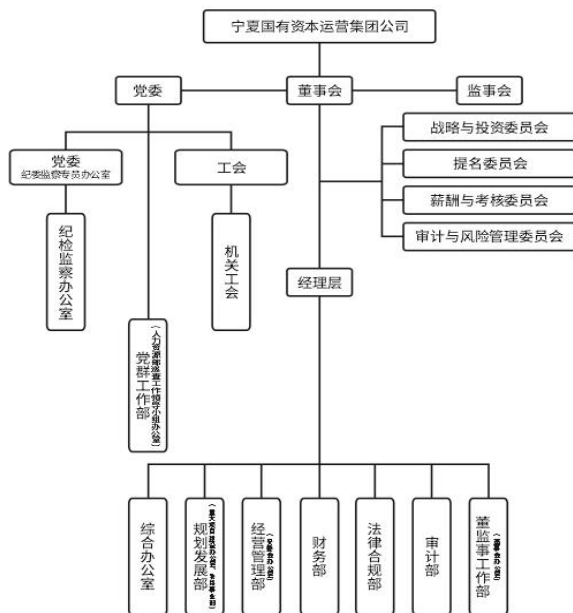
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司二级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	实收资本 (万元)	业务性质	持股比例	享有表决权	取得方式
宁夏西部创业实业股份有限公司	145,837.47	铁路运输	17.19%	17.19%	非同一控制下的企业合并
宁夏国运基金管理有限责任公司	4,200.00	基金管理	100.00%	100.00%	其他
宁夏电力投资集团有限公司	179,862.22	电力及相关产业投资和经营	100.00%	100.00%	其他
宁夏城市发展集团有限责任公司	10,000.00	高铁服务	100.00%	100.00%	投资设立
宁夏煤炭勘察工程有限公司	5,000.00	地质勘察	100.00%	100.00%	其他
宁夏共赢投资有限责任公司	87,452.43	商务服务业	100.00%	100.00%	其他
宁夏铁路投资有限责任公司	1,725,828.96	铁路项目投资	100.00%	100.00%	投资设立
宁夏水务投资集团有限公司	114,126.47	供排水	100.00%	100.00%	其他
宁夏水发集团有限公司	15,000.00	商务服务业	100.00%	100.00%	其他
宁夏环保集团有限责任公司	37,974.19	公共设施管理业	50.00%	100.00%	投资设立
宁夏物流集团有限责任公司	16,578.69	装卸搬运和仓储业	100.00%	100.00%	投资设立
宁夏国运发展私募基金合伙企业（有限合伙）	86,000.00	金融业	99.90%	100.00%	投资设立

注：1. 公司和宁夏水投各持有宁夏环保集团有限责任公司 50%股份，2023 年前宁夏环保集团有限责任公司由宁夏水投控制及合并报表，2023 年公司对集团内业务板块进行调整，由公司直接对宁夏环保集团有限责任公司进行管理，故 2023 年直接由公司合并宁夏环保集团有限责任公司报表；2. 宁夏国运发展私募基金合伙企业（有限合伙）另一方合伙人为宁夏国运基金管理有限责任公司，故享有表决权 100%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	93.55	124.99	112.77	103.09
应收账款（亿元）	22.62	26.26	29.05	32.79
其他应收款（亿元）	12.46	10.85	6.67	6.86
存货（亿元）	11.84	22.86	24.18	26.90
长期股权投资（亿元）	204.14	219.62	243.69	247.72
固定资产（亿元）	186.58	216.89	344.85	345.15
在建工程（亿元）	104.17	128.86	161.46	165.57
资产总额（亿元）	902.20	1015.73	1100.24	1109.28
实收资本（亿元）	300.00	300.00	300.00	300.00
少数股东权益（亿元）	178.02	199.37	215.96	231.59
所有者权益（亿元）	527.75	597.30	659.24	670.59
短期债务（亿元）	51.08	72.31	65.32	66.12
长期债务（亿元）	196.24	213.55	222.25	221.67
全部债务（亿元）	247.32	285.86	287.57	287.80
营业总收入（亿元）	78.73	106.99	110.40	25.38
营业成本（亿元）	64.77	86.91	91.40	20.34
其他收益（亿元）	3.69	4.16	1.28	0.20
利润总额（亿元）	24.32	34.48	21.92	8.25
EBITDA（亿元）	22.89	54.01	43.07	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	86.58	135.68	126.80	29.26
经营活动现金流入小计（亿元）	141.36	166.22	159.47	32.50
经营活动现金流量净额（亿元）	11.06	34.73	25.28	3.78
投资活动现金流量净额（亿元）	-71.45	-53.11	-79.03	-12.50
筹资活动现金流量净额（亿元）	44.29	49.22	45.67	-1.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.95	3.35	3.47	--
存货周转次数（次）	8.81	5.01	3.89	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.11	0.10	--
现金收入比（%）	109.97	126.81	114.85	115.27
营业利润率（%）	16.67	17.93	16.39	19.05
总资本收益率（%）	3.78	4.62	2.97	--
净资产收益率（%）	4.19	5.39	3.03	--
长期债务资本化比率（%）	27.11	26.34	25.21	24.84
全部债务资本化比率（%）	31.91	32.37	30.37	30.03
资产负债率（%）	41.50	41.20	40.08	39.55
流动比率（%）	144.17	175.17	136.59	141.39
速动比率（%）	133.34	155.82	119.88	121.93
经营现金流动负债比（%）	10.12	29.39	17.46	--
现金短期债务比（倍）	1.83	1.73	1.73	1.56
EBITDA 利息倍数（倍）	2.97	5.22	4.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.81	5.29	6.68	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 2021—2022 年末应付债券中的一年内到期金额已调整至短期债务；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.23	55.37	42.73	36.44
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.01	0.01
其他应收款（亿元）	33.11	32.24	27.27	28.14
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	363.97	389.31	440.71	453.36
固定资产（亿元）	0.01	2.59	2.16	2.15
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	433.75	482.16	515.51	522.73
实收资本（亿元）	300.00	300.00	300.00	300.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	350.45	393.66	441.45	450.37
短期债务（亿元）	10.78	27.69	18.20	19.21
长期债务（亿元）	32.69	36.19	44.30	43.73
全部债务（亿元）	43.47	63.87	62.50	62.94
营业总收入（亿元）	0.57	0.93	0.94	0.15
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.02	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	18.04	26.89	23.59	6.20
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.59	0.97	0.87	0.40
经营活动现金流入小计（亿元）	23.54	2.46	2.17	0.59
经营活动现金流量净额（亿元）	22.58	0.12	1.66	0.44
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.22	-8.05	-27.95	-3.26
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.55	30.07	13.65	-3.47
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	133.63	--
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（%）	104.12	104.78	92.80	274.59
营业利润率（%）	98.95	98.42	94.77	93.55
总资本收益率（%）	4.80	6.12	4.97	--
净资产收益率（%）	5.11	6.76	5.32	--
长期债务资本化比率（%）	8.53	8.42	9.12	8.85
全部债务资本化比率（%）	11.03	13.96	12.40	12.26
资产负债率（%）	19.20	18.35	14.37	13.84
流动比率（%）	173.81	358.08	241.89	237.97
速动比率（%）	173.81	358.08	241.89	237.97
经营现金流动负债比（%）	59.01	0.50	5.70	--
现金短期债务比（倍）	3.08	2.00	2.35	1.90
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 2021—2022 年末应付债券中的一年内到期金额已调整至短期债务；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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

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，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项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。