

宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2026 年度第一期中期票据
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〔2025〕12625 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 2026 年度第一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 2026 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

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年十二月三十一日

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

2026 年度第一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	2025/12/31

债项概况 本期债项发行规模为 10.00 亿元，期限为不超过 5 年；按年付息，到期一次性偿还本金和最后一期利息；本次募集资金拟用于偿还宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）存续债务融资工具本金；无担保。

评级观点 公司作为宁夏回族自治区人民政府（以下简称“宁夏政府”）下属独资的国有资本运营集团，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；内部管理制度连续，管理体系较为完善。经营方面，公司形成了涵盖发电供热、供水、铁路运输、工程劳务的经营格局，其中供热、供水和铁路运输业务区域专营优势显著，且能够为公司贡献良好的现金流，参股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”）等优质股权，可持续贡献投资收益。2022—2024 年，公司经营规模和经营格局保持稳定，综合毛利率水平变化不大，盈利水平稳健。整体看，公司经营风险极低，需关注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，公司利润总额主要来自参股投资贡献的投资收益，受主要参股企业业绩下滑影响，公司投资收益小幅下降，盈利指标仍处于良好水平；资产总额持续增长，非流动资产占比高，资产受限比例低；债务规模持续增长，期限以长期为主，债务负担可控；收入实现质量保持良好水平，对外融资需求大；偿债指标表现较强。整体看，公司财务风险很低。

本期债项的发行对公司债务结构影响较小，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。同时考虑到公司融资渠道畅通，能够对本期债项的偿付提供有效支持。

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，随着公司发挥国有资本导向作用，持续开展项目投资，公司资产规模和资产质量有望进一步提升。

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

- **公司供水、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。
- **公司持有宁夏煤业公司等优质公司股权，贡献良好投资收益。**公司持有宁夏煤业公司、国家电投集团宁夏能源铝业有限公司等优质公司股权。2022—2024 年，宁夏煤业公司权益法下确认的投资收益分别为 22.79 亿元、21.01 亿元和 21.02 亿元，宣告发放现金股利合计 11.82 亿元，是公司利润的重要来源。
- **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。2022—2024 年，公司分别收到宁夏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、24.24 亿元和 52.44 亿元。2025 年 1—9 月，宁夏财政厅拨付铁路建设资金增加资本公积 50.09 亿元。

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。**2022—2024 年，公司分别实现投资收益 26.75 亿元、23.86 亿元和 22.71 亿元，主要来自参股公司宁夏煤业公司，分别占利润总额的 77.58%、108.88%和 88.44%。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。
- **公司在建项目投资规模大，未来仍面临资本支出压力。**截至 2025 年 9 月底，公司在建项目主要为铁路支线项目、供水工程及煤电项目等，投资金额合计 173.50 亿元，已累计投资 90.24 亿元，后续仍需投资 83.26 亿元，未来仍面临资本支出压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505

评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		2
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：个体指示级别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

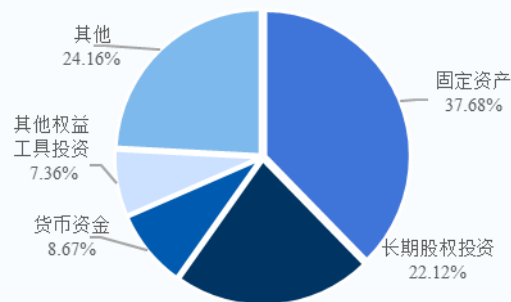
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
现金类资产（亿元）	124.99	112.77	105.17	134.17
资产总额（亿元）	1015.73	1100.24	1200.68	1407.72
所有者权益（亿元）	597.30	659.24	716.44	785.81
短期债务（亿元）	72.31	65.32	98.96	154.46
长期债务（亿元）	213.55	222.25	222.43	294.98
全部债务（亿元）	285.86	287.57	321.39	449.45
营业总收入（亿元）	106.99	110.40	107.64	81.37
利润总额（亿元）	34.48	21.92	25.68	27.76
EBITDA（亿元）	54.01	43.07	53.32	--
经营性净现金流（亿元）	34.73	25.28	27.88	15.28
经调整的营业利润率（%）	8.96	4.95	6.72	--
现金及现金等价物净增加额（%）	30.84	-8.07	-8.74	--
资产负债率（%）	41.20	40.08	40.33	44.18
全部债务资本化比率（%）	32.37	30.37	30.97	36.38
流动比率（%）	175.17	136.59	102.88	95.77
经营现金流流动负债比（%）	29.39	17.46	14.41	--
现金短期债务比（倍）	1.73	1.73	1.06	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	5.22	4.47	5.42	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.29	6.68	6.03	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
资产总额（亿元）	482.16	515.51	587.36	663.59
所有者权益（亿元）	393.66	441.45	520.91	592.58
全部债务（亿元）	63.87	62.50	58.75	53.87
营业总收入（亿元）	0.93	0.94	0.94	0.66
利润总额（亿元）	26.89	23.59	23.12	22.49
资产负债率（%）	18.35	14.37	11.31	10.70
全部债务资本化比率（%）	13.96	12.40	10.13	8.33
流动比率（%）	358.08	241.89	140.52	195.63
经营现金流流动负债比（%）	0.50	5.70	5.62	--

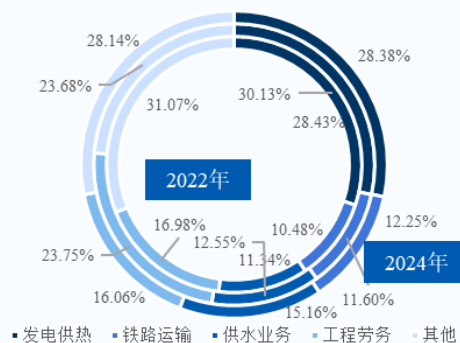
注：1. 公司 2025 年三季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币 3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

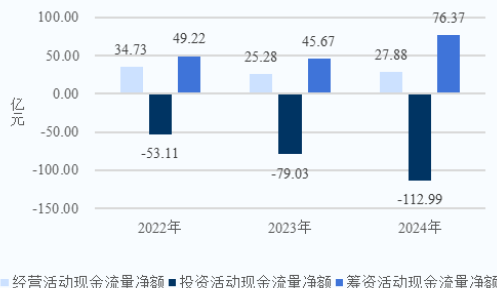
2024 年底公司资产构成



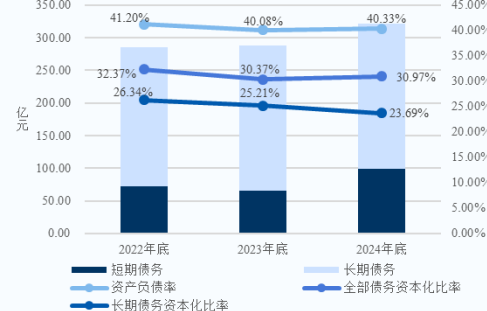
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 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	1200.68	716.44	107.64	25.68	18.26	40.33	30.97	6.03	5.42
浙江国资	AAA	浙江省国资委	3390.23	882.06	6848.82	92.17	2.54	73.98	54.40	7.07	5.41
山东国资	AAA	山东省国资委	2920.65	590.98	1771.27	59.88	14.10	79.77	59.50	8.73	6.68
广晟集团	AAA	广东省人民政府	1786.95	573.73	1027.45	38.31	9.21	67.89	60.95	7.57	3.62

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	2025/09/17	李成帅 李明	多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	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号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李成帅 lics@lhratings.com

项目组成员：刘柏源 liuby@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 2025 年 9 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。

公司主营业务包括发电供热、供水、铁路运输和工程劳务等；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行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 9 月底，公司本部内设综合办公室、规划发展部（产权管理部）、经营管理部、财务部、法律合规部、审计部、董事会工作部、人力资源部、新能源事业部（电力营销中心）和数字化管理运营中心等部门。截至 2024 年底，公司合并范围内拥有二级子公司 18 家，在职职工 6823 人。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 2025 年 9 月底公司持股 17.19%，未质押）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 1200.68 亿元，所有者权益 716.44 亿元（含少数股东权益 196.71 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 107.64 亿元，利润总额 25.68 亿元。

截至 2025 年 9 月底，公司合并资产总额 1407.72 亿元，所有者权益 785.81 亿元（含少数股东权益 183.19 亿元）；2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 81.37 亿元，利润总额 27.76 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 2026 年度第一期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模为 10.00 亿元，期限为不超过 5 年；按年付息，到期一次性偿还本金和最后一期利息；本次募集资金拟用于偿还公司存续债务融资工具本金；无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI 或保持低位震荡，PPI 降幅有望继续收窄。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年前三季度）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 多元产业投资控股行业分析

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企

业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 细分行业分析

（一）铁路投资

2024 年，全国铁路投资额同比显著增长，铁路建设目标完成度良好；同时，铁路建设面临区域协调不足、运输结构待优化、创新转化效率有待提升等挑战，后续需重点推进网络优化、产业升级和融合发展等相关工作。

根据中国国家铁路集团有限公司 2024 年统计公报，2024 年，全国铁路固定资产投资完成 8506 亿元，同比增长 11.3%，时隔 5 年再次突破 8000 亿元大关，创历史新高。全年投产新线 3113 公里，其中高速铁路 2457 公里，占比达 78.9%。

图表 1 • 近年来中国铁路建设情况

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末
固定资产投资（亿元）	7109	7645	8506
投产新线（公里）	4100	3637	3113
高铁投产新线（公里）	2082	2776	2457
营业里程（万公里）	15.5	15.9	16.2
高铁营业里程（万公里）	4.2	4.5	4.8
西部地区铁路营业里程（万公里）	6.3	6.4	6.6

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。截至 2024 年，2021~2024 年累计新增铁路里程 1.2 万公里，其中高铁 8457 公里、普速铁路 3543 公里，分别完成 15 年规划目标的 22.3%、26.3%和 16.4%。按当前年均增速测算，预计 2030 年即可提前 5 年实现 3.21 万公里目标；普速铁路需进一步加快，2025~2035 年需年均新增 1650 公里以确保目标达成。

尽管建设目标完成度较好，铁路发展仍面临区域协调不足（中西部铁路密度仅为东部的 60%）、运输结构待优化（铁路货运占比不足 7%）、创新转化效率需提升等挑战。下一步需要重点推进网络优化、产业升级和融合发展等相关工作，实施《铁路“十四五”发展规划》102 项重大工程，2025 年计划投产新线 3000 公里以上，其中高铁 2000 公里；加快智能高铁、氢能机车等技术应用，推动铁路装备出口额突破 200 亿美元；深化“铁路+旅游”“铁路+物流”模式，打造国家级多式联运示范工程。

综上，2024 年我国铁路建设以“联网、补网、强链”为主线，在规模扩张与质量提升上实现双突破，为构建现代化基础设施体系提供了坚实支撑。未来将继续以《纲要》为指引，加快建设“轨道上的中国”，为中国式现代化提供强劲动力。

（二）煤炭行业

2025 年以来，煤炭行业以“稳产增产”为核心基调，聚焦智能化、自动化转型，同步强化安全生产与环境保护监管，推动高端装备国产化及新能源融合发展，行业准入门槛持续提升。2025 年 1—10 月，全国煤炭产量小幅增长，煤炭进口量有所下降；需求端呈现结构分化，电力行业对动力煤需求形成稳定支撑，非电行业需求疲软拖累焦煤、喷吹煤消费；国内煤炭价格整体呈先抑后扬、荡修复的走势，但整体均价仍不及 2024 年，行业整体盈利水平同比下滑。行业集中度稳定，呈现区域布局集中、头部企业主导的竞争格局。2025 年以来，受煤炭价格震荡下行拖累，煤炭行业收入和利润下滑，经营获现规模能够覆盖资本支出，但覆盖程度逐渐弱化，整体债务负担适中，偿债能力指标表现有所弱化。2026 年，行业信用风险低，到期债券以高等级主体为主，集中兑付压力可控；供需将维持“整体平衡、阶段性偏紧”，动力煤价格中枢小幅上移，行业盈利有望止跌企稳。行业新增产能审批趋严，无大规模投资支出压力，债务负担与偿债能力将保持稳定，行业信用品质持续稳健。完整版行业分析详见[《煤炭行业 2026 年度信用风险展望》](#)。

3 区域环境分析

2022—2024 年，宁夏经济发展保持良好增速，但经济总量小，在全国范围内经济发展水平相对落后；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。

2022—2024 年，宁夏分别实现地区生产总值 5069.57 亿元、5314.95 亿元和 5502.76 亿元，同比增速分别为 4.0%、6.6%和 5.4%。2024 年，宁夏实现地区生产总值 5502.76 亿元，全国排名第 29 位，增长 5.4%，增速全国第六位；第一、二、三产业增加值分别增长 6.2%、7.0%、3.9%，其中第一产业、第二产业及第三产业增速分别居全国第四、第五和第六位；固定资产投资同比增长 7.9%，增速居全国第三，其中民间投资占比 49.3%，较上年全国第五位有所回落；地方一般公共预算收入 516.53 亿元，增长 2.8%，其中税收收入 358.88 亿元、增长 1.6%，税收占比 69.5%，地方税收增速居全国第八位。

宁夏拥有能源与矿产储备，在保障国家能源安全、推动绿色转型中具有不可替代的地位。煤炭探明储量 310 亿吨，宁东煤田是全国 14 个亿吨级煤炭基地之一，年产煤超 8000 万吨，占宁夏总产量的 70%以上。新能源领域，宁夏风光资源富集，新能源装机容量达 4132 万千瓦，占电力总装机的 57.8%，单位国土面积开发强度居全国首位，年外送绿电 210 亿千瓦时。矿产领域，宁夏石膏储量居全国第一，石英砂、石灰岩等资源丰富，支撑建材、化工产业发展。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、控股产业布局及子公司概况

1 业务概况

2022—2024 年，公司营业总收入小幅波动增长，收入构成保持稳定，毛利率水平变化不大，整体盈利水平稳健。

公司业务主要涉及发电供热、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，并参股宁夏煤业公司。

2022—2024 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 0.31%。2024 年，公司营业总收入同比下降 2.50%。其中，工程劳务业务收入同比下降 34.06%，主要系存量建设项目减少，产值完成同比大幅下降所致；供水业务收入同比增长 17.83%，主要系宁夏水务投资集团有限公司（以下简称“宁夏水投”）¹宁东、太阳山等工业园区项目投产及吴忠水务一体化后用水量增加所致；发电供热和铁路运输业务收入变动不大，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。

2022—2024 年，公司综合毛利率波动上升。2024 年，公司综合毛利率同比提升 2.30 个百分点。其中，发电供热业务毛利率同比升高 7.20 个百分点，主要系宁夏电投西夏热电有限公司（以下简称“西夏热电”）采购煤炭价格下降所致；工程劳务业务毛利率同比升高 6.57 个百分点，主要系存量建设项目减少，项目结算差异所致。

2025 年 1—9 月，公司营业总收入同比增长 7.56%，主要系农业灌溉供水项目、部分光伏新能源项目收入增加，以及新开展疆煤运输及煤炭贸易业务所致；公司综合毛利率同比下降 1.86 个百分点，主要由于工程劳务及其他业务利润下降所致。

图表 2 • 2022—2024 年及 2025 年 1—9 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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	32.23	30.13%	15.81%	31.38	28.43%	19.19%	30.55	28.38%	26.39%	22.93	28.19%	27.54%
铁路运输	11.21	10.48%	32.14%	12.80	11.60%	24.64%	13.19	12.25%	26.97%	8.17	10.04%	16.00%
供水业务	12.13	11.34%	37.26%	13.85	12.55%	33.24%	16.32	15.16%	25.96%	11.18	13.75%	23.88%
工程劳务	18.17	16.98%	10.48%	26.22	23.75%	8.79%	17.29	16.06%	15.36%	12.87	15.82%	4.23%

¹ 已于 2025 年 6 月更名为宁夏水务集团有限公司

其他	33.24	31.07%	14.91%	26.14	23.68%	11.18%	30.29	28.14%	8.27%	26.20	32.20%	10.37%
合计	106.99	100.00%	18.77%	110.40	100.00%	17.22%	107.64	100.00%	19.52%	81.37	100.00%	16.66%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 重要经营主体及参股公司

公司合并口径资产主要集中于宁夏铁投、宁夏水投和宁夏电投，利润主要来自参股企业宁夏煤业公司贡献的投资收益。2024 年，受益于煤炭采购价格下降，宁夏电投盈利水平有所提升；宁夏铁投延续亏损，经营利润对利润总额贡献相对有限。

宁夏铁路投资有限责任公司（以下简称“宁夏铁投”）、宁夏水投和宁夏电力投资集团有限公司（以下简称“宁夏电投”）是公司资产和所有者权益的主要构成，债务主要集中于上述三家及公司本部；公司营业收入主要来自宁夏水投、宁夏电投和西部创业。2024 年，受益于煤炭采购价格下降，宁夏电投净利润同比有所增长；受铁路项目运营亏损影响，宁夏铁投延续亏损；受铝价季度性波动与成本传导不畅影响，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 20.17%；宁夏煤业公司净利润同比小幅下降，但其贡献的投资收益占公司利润比重较大；西部创业、宁夏水投、宁夏水发集团有限公司（以下简称“水发集团”）营业总收入和净利润同比变动相对较小。

图表 3 · 公司下属主要经营主体及参股公司 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	企业性质	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	2023 年净利润
宁夏电力投资集团有限公司	子公司	发电供热	100.00%	151.97	38.18	31.11	2.77	1.51
西部创业	子公司	铁路运输	17.19%	67.85	61.10	13.45	2.63	2.42
宁夏水务投资集团有限公司	子公司	供水、工程劳务	100.00%	199.39	40.15	32.22	1.34	1.22
宁夏水发集团有限公司	子公司	工程劳务	100.00%	19.94	4.81	9.15	0.43	0.36
宁夏铁路投资有限责任公司	子公司	铁路投资建设	100.00%	376.28	289.06	2.36	-3.25	-7.72
宁夏煤业公司	参股公司	煤炭、炼油化工	49.00%	1180.29	496.01	577.53	43.76	46.83
国家电投集团宁夏能源铝业有限公司	参股公司	铝产品等	23.95%	215.04	112.10	200.26	9.66	12.10
合并	--	--	--	1200.68	716.44	107.64	23.07	19.95

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

六、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为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，在供水、供热和铁路运输领域区域专营优势显著，重要参股企业宁夏煤业公司和宁夏铝业公司处于细分行业领先地位，持续贡献投资收益。

公司作为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，经营格局涵盖发电供热、供水、铁路运输、工程劳务等领域。

供水、供电及供热业务方面，截至 2024 年底，公司拥有净水厂 60 座（含 9 个委托运行水厂），供水总量 54592 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 2025 年 6 月底，公司电力业务总装机容量 381.65 万千瓦，其中，火电装机容量 111.8 万千瓦，占比 29.29%；风力发电装机总量 34.85 万千瓦，占比 9.13%；太阳能装机容量 235 万千瓦，占比 61.57%；供热面积为 3768 万平方米，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。

公司履行宁夏铁路项目建设投融资主体职责，已开通运营 3 条铁路。其中，2019 年 12 月 29 日，宁夏首条高铁银川至吴忠至中卫高铁（其中吴忠至中卫段由公司承建（以下简称“吴忠至中卫城际铁路”））正式开通运营；中卫至兰州铁路（以下简称“中兰铁路”）和银西高铁分别于 2022 年 12 月 26 日和 2022 年 12 月 29 日正式开通运营²。银川至吴忠至中卫高铁与中兰铁路共同组成银兰高铁，银兰高铁是京呼银兰快速客运通道的西段核心，缩短了银川至兰州的通行时间，是“一带一路”的节点工程，为中欧班列提供高效集疏运支持。截至 2024 年 12 月，银兰高速全线高峰期日发送旅客量约 1.68 万人次。银西高铁串联关中城市群与宁夏沿黄城市群，使银川至西安的旅行时间从 14 小时压缩至 3 小时，作为“一带一路”节点工程，其与银兰高铁、宝兰高铁共同构成陕甘宁高铁环线。截至 2024 年 12 月，银西高铁累计发送旅客 2042 万人次，日均发送旅客量约 2 万人次。截至 2025 年 9 月底，公司在建铁路项目包括包头至惠农铁路项目宁夏段和银川至巴彦浩特铁路支线等项目，投资金额合计 80.91 亿元，已累计投资 48.70 亿元。

参股企业方面，截至 2024 年底，公司分别持有宁夏煤业公司和宁夏铝业公司 49.00%和 23.95%股权。其中，宁夏煤业公司是国家能源集团与宁夏回族自治区合资组建的大型综合能源企业，其自产商品煤连续 10 年保持 6000 万吨以上规模，占宁夏总产量的 70%以上，核定产能 8240 万吨/年，在技术、资源、产业协同等方面具有显著优势。宁夏铝业公司构建了以“煤-电-铝-深加工”的全产业链体系，拥有火电装机 171 万千瓦，通过直连直供模式为电解铝生产提供低成本电力；布局风电 84.65 万千瓦、光伏 17.04 万千瓦，2024 年盐池-宁东 900MW 光伏项目一期投入运营，年发电量 16.8 亿千瓦时，绿电替代电解铝用电比例达 19%。2022—2024 年，宁夏煤业公司权益法下确认的投资收益分别为 22.79 亿元、21.01 亿元和 21.02 亿元，宣告发放现金股利合计 11.82 亿元，是公司利润的重要来源。

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 2025 年 9 月底，公司高级管理人员包括 1 位总经理和 5 位副总经理。截至 2024 年底，公司在职职工 6823 人，其中管理人员占比为 16.17%；公司员工中，研究生以上学历的员工占 3.02%，大学本科学历的员工占 52.79%，大专及以下学历的员工占 44.19%；公司员工中，35 岁以下的员工占 29.90%，35 至 50 岁的员工占 51.11%，50 岁以上的员工占 18.89%。

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。

李日龙，1968 年 1 月出生，硕士研究生学历，中共党员。历任中国大唐集团公司宁夏分公司副总经理、党组成员、党委委员；宁夏电力投资集团有限公司党委副书记、总经理；2024 年 11 月起，任公司副总经理；现任公司董事、党委副书记、总经理。

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征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：91640000694320542R），截至 2025 年 12 月 23 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。

² 吴忠至中卫城际铁路和中兰铁路为并表项目，银西高铁为参股项目。

七、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 2025 年 9 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。

八、重大事项

公司拟转让子公司西部创业部分股权。

2024 年 11 月 6 日，公司与宁夏煤业公司签署《宁夏国有资本运营集团有限责任公司与国家能源集团宁夏煤业有限责任公司关于宁夏西部创业实业股份有限公司之股份转让协议》，公司拟将持有西部创业的 72918737 股股份（占西部创业股份总数的 5%）协议转让给宁夏煤业公司，转让价格为人民币 6.05 元/股。预计转让完成后，公司持有西部创业股权将降至 12.19%。

本次股份转让尚需履行宁夏煤业公司股东会和交易双方国有资产监督管理机构的审批程序，还需取得深圳证券交易所合规性确认意见以及相关法律法规要求可能涉及的其他批准后，方可在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理过户登记手续，最终能否实施完成尚存在一定不确定性。

九、经营分析

1 业务经营分析

（1）发电供热业务

2022—2024 年，公司发电供热业务收入持续小幅下降。2024 年，公司发电供热业务收入同比小幅下降，受益于煤炭采购价格下降，利润水平提升；发电供热业务收入主要来自火力发电和供热业务，下游结算方式以现金和预收款结算为主，能够贡献稳定的现金流；受风量波动影响，风力发电上网电量有所下降；太阳能发电装机容量增加，带动光电发电量和上网电量显著增长。

公司发电供热业务的运营主体为宁夏电投，2022—2024 年，公司发电供热业务收入持续下降，火力发电及供热业务为该板块收入的主要来源。2024 年，宁夏电投发电供热业务收入同比下降，主要系火力发电和风力发电收入减少所致；净利润同比增长 83.44%，主要系煤炭采购价格下降所致。具体来看，受区域用电量小幅下降影响，火力发电收入同比有所下降；受风量波动影响，风力发电收入同比下降；供热业务收入同比有所增长，主要系新增加宁夏太阳山能源开发有限公司供热收入所致；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 万千瓦项目投入运营，太阳能发电收入同比有所增长；储能收入大幅增长，主要系电网互联互通和电力调峰背景下，新型储能装机量显著增长所致。2025 年 1—6 月，发电供热板块收入同比小幅下降，主要系火力发电收入较上年同期减少所致，风力发电、太阳能发电、供热及储能业务收入较上年同期均小幅增长。

图表 4 • 发电供热业务收入构成（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
火力发电	200793	183348	166460	78325
风力发电	27737	29210	26259	12814
太阳能发电	7945	10273	11618	7156
供热	85848	90526	93066	56848
储能	--	1244	8128	4908
合计	322323	314600	305532	160052

注：供热收入含部分工业蒸汽收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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西夏热电。截至 2025 年 6 月底，公司拥有发电机组 4 台，总装机容量 111.80 万千瓦，供热面积为 3768 万平方米，供热管网 250 公里。

图表 5 • 2022—2024 年及 2025 年 1—6 月供热面积及管网铺设情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
供热面积（万平方米）	3765	3628	3755	3768
供热管网（公里）	236	250	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）。电煤外部采购采取统购煤+自主招标采购方式，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，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。2024 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 13.71%（上年占比为 56.25%），主要系 2023 年长协供应量较大所致。采购量和采购价格方面，2022—2024 年，公司折合成标煤采购量和煤炭采购总平均价格均呈持续下降态势。

图表 6 • 2022—2024 年及 2025 年 1—6 月煤炭采购情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
煤炭采购总量（万吨）	380.99	366.00	343.39	166.13
煤炭采购总平均价格（元/吨）	503.93	494.03	391.69	340.25

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

发电上网方面，2022—2024 年，受电网负荷、机组停运及区域用电量下降等因素影响，西夏热发电量 and 上网电量均持续下降。公司上网电价系根据《国家发展改革委关于调整西北电网电价的通知》和《关于暂时调整我区火力发电企业上网电价的函》（宁价商发〔2011〕51 号）确定，电价一定程度上采用电价投标原则，导致电价小幅波动。2022—2024 年，西夏热电平均上网电价持续小幅下降。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，西北电网公司每个月与公司进行结算，结算方式以现金为主。2025 年 1—6 月，西夏热发电量 and 上网电量同比延续下降趋势。

图表 7 • 西夏热电部分热电生产、销售指标

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
发电设备平均利用小时（时）	5499	5235	4607	2235
供电标准煤耗（克/千瓦时）	291.75	290.89	294.52	273.64
综合厂用电率	8.98%	8.80%	8.70%	8.56%
发电量（亿千瓦时）	60.49	57.59	50.67	24.59
上网电量（亿千瓦时）	54.36	50.68	42.39	20.08
平均上网电价（元/千瓦时）	0.35	0.34	0.31	0.34
产能利用率	91.18%	91.27%	91.13%	81.28%

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，2024 年居民、工业供热量占比分别为 71.10%和 28.90%，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。

2022—2024 年，公司供热产能保持稳定，供热量持续下降，主要系冬季气温较高所致；受煤炭成本下降影响，公司平均供热成本持续下降。2025 年 1—6 月，公司供热量同比小幅增长。

图表 8 • 公司供热业务数据

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
供热产能（万吉焦）	1814.00	1814.00	1814.00	1814.00
供热量（万吉焦）	1285.53	1262.61	1206.78	705.52
其中：居民	913.10	893.93	858.00	498.89
工业	372.43	368.68	348.79	206.63
产能利用率	70.87%	70.98%	66.52%	38.89%
平均供热价格（元/吉焦）	39.57	43.92	37.00	37.16
平均供热成本（元/吉焦）	47.48	46.59	36.61	34.87

注：供热收入按供热面积核算
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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。

截至 2025 年 6 月底，公司拥有风机 149 台，风电装机总量 34.85 万千瓦时。公司风力发电产生的发电量全部并网国家电网，国家电网公司每个月与公司进行结算，结算方式以现金为主。风力发电销售区域以宁夏为主，外送销售集中在山东、浙江、湖北、重庆、上海、江西等地。定价机制主要在火电标杆电价基础上，通过竞价或者挂牌定价确定。

2022—2024 年，受风量波动影响，公司风电发电量和上网电量波动下降；平均上网电价波动下降，综合厂用电率波动增长。2025 年 1—6 月，公司风电发电量和上网电量同比分别增长 22.72% 和 23.13%。

图表 9 • 公司风电业务情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
风电上网电量（万千瓦时）	55784	62609	54938	31000
风电发电量（万千瓦时）	59428	66538	58627	32931
平均上网电价（元/千瓦时）	0.56	0.53	0.55	0.48
综合厂用电率（%）	6.13	5.90	6.29	5.86

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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 2025 年 6 月底，光伏发电机组的总装机容量为 235 万千瓦，较上年底增加 192 万千瓦，主要系灵武 100 万千瓦光伏项目和盐池高沙窝 92 万千瓦光伏项目投产所致。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。

2022—2024 年，随着宁东公司一期 20 万千瓦项目投入运营，光电发电量和上网电量持续增长，其中 2024 年随该项目完整年度运营，光电发电量和上网电量同比显著增长；平均上网电价持续下降。2025 年 1—6 月，受益于光伏发电机组装机容量提升，光电上网电量同比增长 113.96%。

图表 10 • 公司光伏发电业务情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
光电上网电量（万千瓦时）	20392	21240	60890	34839
光电发电量（万千瓦时）	21138	21858	63510	36169
发电设备利用小时（小时）	1626	1681	1477	841
平均上网电价（元/千瓦时）	0.44	0.36	0.22	0.21

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

2022—2024 年，货物周转量增加带动公司铁路运输业务收入持续增长，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。2022—2024 年，宁东铁路货物周转量逐年增长，公司铁路运输业务收入持续增长。2025 年 1—6 月，宁东铁路货物周转量亦小幅增长，铁路运输业务收入同比保持稳定。

图表 11 • 公司主要货运业务指标

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
货物运输量（万吨）	6748	6621	7223	4232
其中：煤炭	6106	6041	6700	3988
货物周转量（万吨公里）	312889	342603	397290	197867

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 2024 年销售额占 65.63%（同比下降 6 个百分点），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

2022—2024 年，受益于用水需求增加及部分地区水价上涨，公司供水业务收入持续增长。2025 年 1—6 月，受热电联产及部分城市绿化用水从自来水替换为中水等因素影响，公司供水业务收入同比有所下降。

公司供水业务运营主体主要为宁夏水投及其下属企业。2023 年，公司供水业务收入同比增长 14.18%，主要系供水范围增加及水价提升所致。2024 年，公司供水业务收入同比增长 17.83%，主要系宁东、太阳山水务公司工业园区新项目投产，及吴忠水务一体化后用水量增加所致。公司供水业务以工业供水为主，2024 年占比为 51.80%。2025 年 1—6 月，公司供水业务收入同比下降 14.91%，主要受热电联产及部分城市绿化用水从自来水替换为中水，居民用水减少以及部分企业停产用水量下降所致。其中，受农村人口相对减少及降雨天气影响，农村人饮用水量减少，导致居民售水总量同比下降。

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
自来水厂数量（个）	56	60	65	75
供水管网（公里）	28146	28593	28779	31398
供水能力（万吨/日）	194	233	290.50	250.75
供水总量（万吨）	45391	47676	54592	27076
售水总量（万吨）	44739	45711	52967	23304
其中：工业	24203	24470	27439	13440
居民	9443	12991	20617	5790
其他	11091	8250	4911	3472

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。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。2024 年及 2025 年 1—6 月，因存量建设项目减少，公司工程劳务业务收入呈下降趋势。

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。2023 年工程劳务业务收入同比增长 44.30%，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 年工程劳务业务收入同比下降 34.06%，主要系一方面同期存量在建项目减少，且多数项目施工进入尾声，产值完成较上年同期大幅下降，另一方面本年度 8 月份以前单个中标项目合同金额普遍较小，三、四季度中标项目未能形成较多产值所致；具体项目看，当年实施的吴忠市利通区现代化生态灌区建设项目及同心县河西镇现代高效节水农业项目确认收入低于上年中部干旱带海原县西安供水水源工程及新实施的吴忠市利通区现代化生态灌区建设项目确认收入。2025 年 1—6 月，工程劳务收入同比下降 18.89%，主要系本年利通区大白驿子沟水源工程和五里坡现代高效节水农业项目收入贡献弱于上年同期同心高标准农田、贺兰山东麓防洪、七星渠灌域续建配套等工程项目所致。

新签合同方面，2023 年，公司新签合同数量及金额同比均有所增加，主要系水发集团新增工程合同所致。2024 年，公司中标贺水利厅兰山东麓防洪项目、七星渠项目、红寺堡支干区渠改造、水发集团投资的同心高标准农田改造项目、吴忠利通区高标准农田项目等，新签合同金额及数量同比均大幅增加。2025 年上半年，新签合同金额同比增加，主要因政策引导与支持发展新能源产业，电力工程项目陆续开工所致。

回款方面，在签订合同之后，业主预先支付一定比例的预付款；在项目建设过程中，按照完工百分比要求业主支付项目进度款。项目完全结算之后，按照国家相关规定预留 5%~10%的工程款作为质量保证金，预留期通常为 1~2 年。

图表 13 • 近年新签合同情况（单位：万元、个）

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
新签合同金额	101016	120895	289849	155517
其中：宁夏区内	101016	120895	289849	155517
新签合同数量	15	92	110	44
在建金额	76388	36303	100844	118610

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（5）铁路建设

公司作为宁夏铁路项目建设投融资主体，以多种融资方式筹集资金，能够获得财政拨付资金支持；公司铁路在建项目投资规模大，未来仍面临一定资本支出压力。

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、经公开招标引入中国铁建股份有限公司（以下简称“中铁建”）作为社会资本投资人，对下属宁夏城际铁路有限责任公司（以下简称“城际公司”）出资 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。2024 年，宁夏财政厅向公司拨付铁路建设资金增加资本公积 52.44 亿元。截至 2024 年底，宁夏铁投注册资本为 207.00 亿元，公司持股 75.97%，国开基金持股 24.03%（投资余额为 49.75 亿元）；2025 年 6 月 3 日，公司完成对国开基金股权回购，公司对宁夏铁投持股比例变更为 100%。截至 2024 年底，公司已完成对中铁建持有城际公司的股权回购，公司对城际公司持股比例变更为 59.28%。

吴忠至中卫城际铁路和中兰铁路由城际公司运营，纳入公司合并范围。2024 年，城际公司实现收入 2.36 亿元（2023 年为 2.10 亿元），净利润为-3.27 亿元（2023 年为-7.70 亿元），减亏主要系挂账运营补贴增加所致。银西高铁由宁夏铁投参股的银西铁路有限公司（以下简称“银西铁路公司”）运营，公司将银西铁路公司 27.59%股权作为其他权益工具投资核算，2023 年—2025 年 6 月底，银西铁路公司账面余额变动很小。

截至 2025 年 9 月底，公司在建铁路项目主要为包头至惠农铁路项目宁夏段和银川至巴彦浩特铁路支线等项目，投资金额合计 80.91 亿元，已累计投资 48.70 亿元，后续仍需投资 32.21 亿元，铁路建设资金主要来自财政拨款。

图表 14 • 截至 2025 年 9 月底公司主要在建铁路项目情况（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	2026 年投资计划
1	包头至惠农铁路项目宁夏段	宁夏城际铁路有限责任公司	2022—2026	23.61	15.88	7.73	18.84	15.88	4.00
2	银川至巴彦浩特铁路支线项目	宁夏城际铁路有限责任公司	2022—2026	27.80	27.80	--	15.10	15.73	2.33
3	中卫专用线	宁夏城际铁路有限责任公司	2022—2025	16.40	4.92	11.48	12.24	4.92	2.00
4	黄公铁路至石嘴山市惠农区铁路专用线项目	宁夏物流集团北部铁路有限公司	2024—2027	13.10	2.62	10.48	2.52	0.79	2.00
合计				80.91	51.22	29.69	48.70	37.32	10.33

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

包头至银川高铁包头至惠农段自包头站引出，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。

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 36.688 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。2022—2024 年，宁夏煤业公司业绩受能源价格影响有所下滑，对公司利润贡献持续处于高水平。

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，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；2024 年关联交易规模同比下降主要系西部创业供应链贸易服务于 2024 年一季度后暂停开展以及宁夏电投向宁夏煤业公司购煤量同比减少所致。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—2024 年，受煤炭价格回落影响，宁夏煤业公司煤炭销售收入呈持续下降态势。2025 年 1—9 月，宁夏煤业公司实现净利润 40.30 亿元，同比变化不大，持续贡献投资收益。

图表 15 • 2022—2024 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	2022 年	2023 年	2024 年
公司利润总额	34.48	21.92	25.68
公司投资收益	26.75	23.86	22.71
宁夏煤业公司贡献的投资收益	22.79	21.01	21.02
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	18.17	12.34	6.98
宁夏电投向宁夏煤业公司购煤等关联交易规模	17.32	9.42	2.69

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及煤电项目为主，未来仍面临一定资本支出压力。

公司在建项目（除铁路建设项目外）主要为供水工程及煤电项目，未来仍面临一定资本支出压力。

图表 16 • 截至 2025 年 9 月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	2026 年投资计划
1	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	3.96	1.08	2.88	3.96	0.98	--

2	宁夏电投永利2×66万千瓦煤电项目	宁夏电力投资集团有限公司	2024—2026	56.34	11.27	45.07	9.34	4.14	15.00
3	清水河流域城乡供水工程项目	宁夏水投清水河城乡供水有限公司	2020—2024	23.66	6.36	17.30	23.84	6.36	--
4	宁夏中卫综合应急储配煤中心建设项目	宁夏物流集团煤炭储备（中卫）有限公司	2024—2026	8.63	1.75	6.88	4.40	0.95	4.00
合计				92.59	20.46	72.13	41.54	12.43	19.00

注：上表为主要投资项目，部分新投项目尚未完整统计
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 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。

十、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对 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）对 2023 年和 2024 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 2025 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2023 年，公司新纳入合并范围的主体 4 家，其中新设 2 家，非同一控制下企业合并 2 家；不再纳入合并范围的主体 6 家，其中注销 4 家，吸收合并 1 家，破产清算 1 家。2024 年，公司新纳入合并范围的主体 18 家，其中新设 10 家，并购 3 家，新并入 1 家（宝塔实业股份有限公司（以下简称“宝塔实业”）），非同一控制下企业合并 4 家；不再纳入合并范围的主体 2 家，其中注销 1 家，破产清算 1 家。2025 年 1—9 月，公司新纳入合并范围的主体 7 家，不再纳入合并范围的主体 3 家。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

2022—2024 年底，公司资产规模逐年增长，资产结构以非流动资产为主，非流动资产主要由宁夏煤业公司股权、吴忠至中卫铁路等特许权、土地及土地使用权、固定资产和在建工程等构成；整体受限资产占比低。

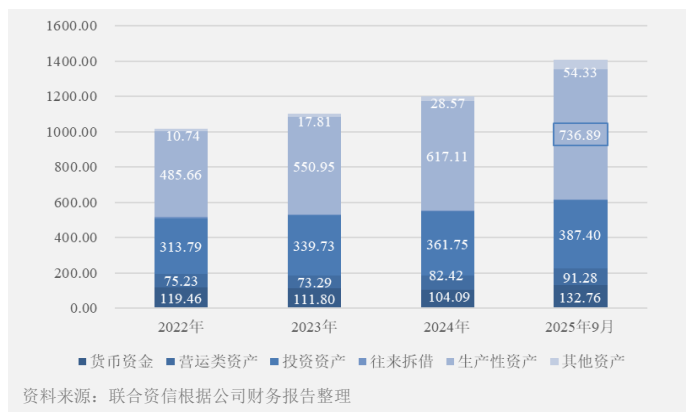
2022—2024 年底，公司资产总额持续增长，年均复合增长 8.72%。截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增加 100.44 亿元，增幅为 9.13%，主要系水利项目、铁路项目建设完工转固使得固定资产增加，宁夏煤业公司股权确认投资收益以及土地使用权增加所致。同期末，固定资产较上年底增加 107.55 亿元，增幅为 31.19%，主要系已完工水利项目、已完工开通运营铁路项目转固（在建工程较上年底减少 83.70 亿元）所致；使用权资产为 23.55 亿元，较上年底 0.87 亿元显著增长，主要系宁夏电投光伏等新能源项目租用土地增加所致；无形资产较上年底增加 19.96 亿元，增幅为 56.09%，主要系包银铁路（银惠段）项目暂估入账增加土地使用权所致。

公司资产主要包括货币资金、宁夏煤业公司股权、吴忠至中卫铁路等特许权、土地及土地使用权、固定资产和在建工程。其中，货币资金本部相对集中（截至 2024 年底，本部货币资金占合并口径货币资金的 27.05%）；应收账款中，一年以内（含 1 年）占 61.91%，账龄偏长，前五名占比为 37.19%，其中应收国网宁夏电力有限公司的账款占 27.51%；存货主要为全资子公司宁夏城市发展集团有限责任公司地产业务形成的开发成本和开发产品（账面价值合计占存货的 70.30%），地产类存货期末跌价准备合计 0.17 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 79.14 亿元，占 89.49%；长期股权投资主要由宁夏煤业公司 248.83 亿元和宁夏铝业公司 6.03 亿元等构成，当期权益法核算的长期股权投资收益为 22.35 亿元（主要来自宁夏煤业公司 21.02 亿元）；固定资产主要由房屋及建筑物（占 33.39%）、机器设备（占 16.55%）和其他（占 49.55%）构成；在建工程主要由包头至惠农

铁路项目宁夏段 13.66 亿元、银川至巴彦浩特铁路支线项目 12.27 亿元等项目构成；无形资产主要由土地使用权（占 62.30%）和特许权（占 33.48%）构成。公司资产受限比例很低，非流动资产占比高。

截至 2025 年 9 月底，公司资产总额较上年底增加 207.04 亿元，增幅为 17.24%，主要系货币资金、长期股权投资、固定资产和在建工程增加所致。其中，货币资金增加主要系融资增加形成的阶段性留存；长期股权投资增加主要系宁夏煤业公司权益法核算的长期股权投资收益增加所致；在建工程增加主要系永利 2X66 万千瓦煤电项目、中卫 300 万千瓦光伏项目、盐池新能源及中宁新能源光伏项目持续投资建设，以及在建铁路项目投资增加所致；固定资产增加主要系部分新能源项目由在建工程转入固定资产所致。

图表 17 • 公司各类资产³变化情况（单位：亿元）



图表 18 • 2024 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	3.00	2.88%	保证金、司法冻结等
应收账款	12.13	35.73%	借款质押
存货	7.42	27.51%	借款抵押
固定资产	13.38	2.96%	借款抵押
无形资产	0.23	0.41%	借款抵押
其他	0.39	--	借款抵押
合计	36.56	3.04%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2022 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。

2022—2024 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 9.52%。截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 8.68%。其中，资本公积较上年底增加 56.43 亿元，增幅为 76.41%，主要系宁夏财政厅拨付铁路建设资金增加资本溢价 52.44 亿元以及拨付 2024 年国有资本经营预算资金 0.20 亿元所致；未分配利润较上年底增加 16.78 亿元，增幅为 30.12%；少数股东权益较上年底减少 19.25 亿元，降幅为 8.92%，主要系合并宝塔实业所致。同期末，所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为 72.54%，少数股东权益占比为 27.46%。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 41.87%、18.18%和 10.12%，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2025 年 9 月底，公司所有者权益较上年底增长 9.68%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。其中资本公积较上年底增长 38.45%，主要系收到财政厅拨付铁路建设资金所致，少数股东权益较上年底下降 6.87%，主要系回购少数股东股权所致。

(2) 负债

2022—2024 年底，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。截至 2025 年 9 月底，新能源项目建设投入推升公司债务规模，债务负担有所加重。

2022—2024 年底，公司负债总额持续增长，年均复合增长 7.58%。截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增加 43.24 亿元，增幅为 9.81%，主要系有息债务规模增加所致。截至 2025 年 9 月底，随着有息债务规模持续增加，公司负债总额较上年底增长 28.43%。

2022—2024 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 6.03%。截至 2024 年底，公司全部债务为 321.39 亿元，占同期末负债总额的 66.37%，其中银行借款约占 74.71%、发行债券约占 16.68%；2024 年综合融资成本约为 3.23%。债务期限结构方面，短期债务占 30.79%，较上年底有所升高。其中，短期借款主要由保证借款（占 54.01%）和信用借款（占 35.62%）构成；长期借款主

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。

要由信用借款（占 42.07%）和质押借款（占 41.28%）构成。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 40.33%和 30.97%，较上年底分别升高 0.25 个百分点和 0.59 个百分点，长期债务资本化比率为 23.69%，较上年底下降 1.52 个百分点。

截至 2025 年 9 月底，因灵武 100 万千瓦光伏项目、盐池高沙窝 92 万千瓦光伏项目、永利 2X66 万千瓦煤电项目、中卫 300 万千瓦光伏项目、盐池新能源及中宁新能源光伏项目等建设投资需要，公司银行借款和应付债券增加，债务规模较上年底增长 39.85%，短期债务占比上升至 34.37%，资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别升高 3.85 个百分点和 5.42 个百分点，债务负担有所加重。

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入和毛利润均波动增长；公司利润总额主要来自宁夏煤业公司贡献的投资收益，受宁夏煤业公司和宁夏铝业公司业绩下滑影响，公司投资收益呈下降趋势，未来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。整体看，公司盈利指标表现强。

2022—2024 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 0.31%。2024 年，公司营业总收入同比下降 2.50%，受益于发电供热业务和工程劳务业务毛利率提升，综合毛利率同比升高 2.31 个百分点；同期，公司期间费用总额同比增长 9.24%，主要系销售费用和管理费用增加所致，期间费用率增长 1.52 个百分点至 14.12%，对利润影响较大。投资及其他收益方面，2024 年，受宁夏铝业公司业绩下滑影响，公司投资收益同比下降 4.85%；受 PPP 项目运营亏损补贴增加影响，其他收益同比增加 1.50 亿元，增幅为 117.39%。

非经常性损益方面，受宁夏电投银川热电厂计提减值损失增加影响，当期资产减值损失同比增加 0.32 亿元；受欠款方甘肃靖煤晶虹能源有限公司应收账款损失计提增加影响，当期信用减值损失同比增加 1.25 亿元；上述因素对利润造成侵蚀。此外，当期营业外支出减少 4.93 亿元，主要系上年债务重组损失规模较大所致。整体来看，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，盈利指标表现强，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。

2025 年 1—9 月，公司营业总收入同比增长 7.56%至 81.37 亿元，主要系农业灌溉供水等项目收入增加、新开展疆煤运输及煤炭贸易业务收入增加、部分光伏新能源项目收入增加所致；期间费用同比增长 19.50%，对利润侵蚀有所加重；投资收益 24.91 亿元，同比增长 2.97%，主要来自宁夏煤业公司权益法核算的长期股权投资收益；综合影响下，公司利润总额同比下降 1.80%至 27.76 亿元。

图表 19 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	106.99	110.40	107.64
毛利润	20.08	19.01	21.02
期间费用	13.76	13.92	15.20
投资收益	26.75	23.86	22.71
其他收益	4.16	1.28	2.78
资产减值损失	-0.89	-2.54	-2.86
信用减值损失	-0.80	-0.09	-1.34
营业外收入	0.50	5.51	0.57
利润总额	34.48	21.92	25.68
营业利润率	17.93%	16.39%	18.26%
总资本收益率	4.62%	2.97%	3.04%
净资产收益率	5.39%	3.03%	3.22%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 20 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势（单位：亿元）



4 现金流

2022—2024 年，公司经营活动现金维持净流入状态；由于铁路建设等资本性支出规模较大，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，公司对外融资需求大。

2022—2024 年，公司经营活动现金流入主要来自公司发电供热和供水等业务以及与宁夏人民政府部门发生的往来款，经营活动现金流出主要来自外购煤炭及工程建设等现金流出，受公司与宁夏人民政府部门发生的往来款变化影响，公司经营活动现金净流入规模有所波动；公司现金收入比波动下降，但收入实现质量良好。2022—2024 年，公司投资铁路、水利及电力项目等资本性支出规模较大，投资活动现金净流出规模持续扩大。

2022—2024 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，公司筹资活动现金净流入金额波动增长，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。2024 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、产业投资等领域拓展以及债务偿付规模扩大，对外融资需求大。

2025 年 1—9 月，公司经营性现金流量净额较去年同期减少 4.15 亿元，降幅 21.34%，主要系施工市场疲软，回款较慢所致；随着光伏新能源及铁路项目建设，公司投资活动现金净流出金额显著增加，筹资活动现金净流入规模扩大。

图表 21 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	166.22	159.47	149.58	103.09
经营活动现金流出小计	131.49	134.19	121.70	87.81
经营活动现金流量净额	34.73	25.28	27.88	15.28
投资活动现金流入小计	16.63	8.95	16.06	42.47
投资活动现金流出小计	69.74	87.98	129.05	181.06
投资活动现金流量净额	-53.11	-79.03	-112.99	-138.59
筹资活动前现金流量净额	-18.38	-53.74	-85.11	-123.30
筹资活动现金流入小计	134.04	147.11	187.37	278.06
筹资活动现金流出小计	84.82	101.43	111.00	126.75
筹资活动现金流量净额	49.22	45.67	76.37	151.31
现金收入比	126.81%	114.85%	122.27%	115.26%
现金及现金等价物净增加额	30.84	-8.07	-8.74	28.01

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标变化

公司偿债指标表现较强，融资渠道畅通。

图表 22 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	175.17%	136.59%	102.88%
	速动比率	155.82%	119.88%	88.94%
	经营现金流动负债比	29.39%	17.46%	14.41%
	经营现金/短期债务（倍）	0.48	0.39	0.28
	现金短期债务比（倍）	1.73	1.73	1.06
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	54.01	43.07	53.32
	全部债务/EBITDA（倍）	5.29	6.68	6.03
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.09	0.09
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.22	4.47	5.42
	经营现金/利息支出（倍）	3.36	2.62	2.84

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

从偿债指标看，2022—2024 年底，受一年内到期的非流动负债增加影响，公司流动比率和速动比率持续下降，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；银行授信方面，截至 2025 年 9 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 1217.30 亿元，未使用额度 869.30 亿元，剩余可使用授信额度充足。

2022—2024 年，公司 EBITDA 分别为 54.01 亿元、43.07 亿元和 53.32 亿元，波动下降。2024 年，公司 EBITDA 同比增长 23.80%，EBITDA 利息倍数同比有所升高，EBITDA 对利息的覆盖程度强。整体看，公司长短期债务指标表现良好。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司无重大对外担保。

未决诉讼方面，截至 2024 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货款本金 1.94 亿元（含逾期应收资金利息），违约金 4249.61 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。2024 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累计计提坏账准备 1.24 亿元。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。

6 公司本部财务分析

公司本部作为融资控股平台，现金类资产充裕，利息收入实现对利息费用的覆盖，利润主要来自投资收益，整体债务负担可控。公司本部持有较大规模股权投资资产，能够对刚性债务形成有效覆盖。考虑到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 2024 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）28.17 亿元，长期股权投资 827.72 亿元（对子公司、联营企业的投资分别占 51.01%和 48.99%），其他应收款 26.63 亿元（主要为对子公司的往来款）。截至 2024 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 29.33%股权）市值合计 38.51 亿元，均未质押。

图表 23 • 2024 年底公司本部其他应收款前五大情况（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
宁夏铁路投资有限责任公司	集团内部往来款	4.55	1 年以内	16.18%	0.00
宁夏国际饭店	集团破产债权	1.16	5 年以上	4.11%	0.00
西北轴承有限公司	集团内部往来款	2.50	1 年以内	8.88%	0.00
宁夏城市发展集团有限责任公司	集团内部往来款	7.05	0-4 年	25.04%	0.00
宁夏水务投资集团有限公司	集团内部往来款	9.30	0-3 年	33.05%	0.00
合计	--	24.56	--	87.26%	0.00

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。2024 年，公司本部实现投资净收益 22.45 亿元，其中宁夏煤业公司贡献投资收益 21.02 亿元，利润总额为 23.12 亿元。

截至 2024 年底，公司本部全部债务为 58.75 亿元，占合并口径全部债务的 18.28%。其中，短期债务为 36.31 亿元，占全部债务的 61.80%；公司本部 2025 年下半年到期的债券为 10.00 亿元。同期末，公司本部全部债务资本化比率 10.13%，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，2024 年，公司利息收入能够覆盖利息费用，本部取得投资收益收到的现金 1.18 亿元；截至 2024 年底，公司本部现金短期债务比为 0.78 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可；公司本部持有较大规模股权投资资产，能够对刚性债务形成有效覆盖。考虑到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。

十一、ESG 分析

公司环保达标，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。经自查，公司及其子公司实现废水废气达标排放，不存在不符合国家产业政策、应淘汰的落后生产工艺和设备；不存在未经环境影响评价或达不到环境影响评价要求的项目；不存在环境保护、安全设施、职业卫生“三同时”执行不到位等情况，不存在无污染治理设施、污染治理设施不正常运行或者超标排放而停产整治的情况。

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。

十二、外部支持

1 支持能力

宁夏经济总量小，但财政实力稳步提升，中央转移支付有效弥补收支缺口。

财政实力方面，2022—2024 年，宁夏回族自治区一般公共预算收入分别为 460.14 亿元、502.26 亿元和 516.53 亿元，持续增长。2024 年，全区一般公共预算收入同比增长 2.8%，延续增长趋势。其中，税收收入 358.88 亿元，增长 1.6%，占地方一般公共预算收入的 69.5%，主要得益于工业税收增长；非税收入 157.65 亿元，增长 5.7%，占比 30.5%，反映政府性资源统筹力度加大。全区一般公共预算支出 1769.5 亿元，比上年增长 1.0%，其中民生支出占比达 76%。宁夏财政自给率较低，2024 年地方收入仅覆盖支出的 29.18%，但中央转移支付有效弥补了收支缺口，主要包括均衡性转移支付、民族地区转移支付以及共同财政事权转移支付等，对保障宁夏民生支出和重大项目建设起到支撑作用。

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。2022 年，公司收到宁夏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，接收宁夏水利厅划转 18 户企业，以股权资产出资形式成立宁夏水发集团有限公司，接收宁夏政府划拨工业和信息化厅宁夏经济管理干部培训中心房产及土地使用权资产。2023 年，公司收到宁夏财政厅拨付铁路建设资金增加资本公积 24.24 亿元。2024 年，宁夏财政厅拨付铁路建设资金增加资本公积 52.44 亿元，宁夏财政厅拨付 2024 年国有资本经营预算资金 0.20 亿元。2025 年 1—9 月，宁夏财政厅拨付铁路建设资金增加资本公积 50.09 亿元。

十三、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 10.00 亿元，分别占公司 2024 年底长期债务和全部债务的 4.50% 和 3.11%，对公司现有债务结构影响较小。以 2024 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 40.33%、30.97%和 23.69%上升至 40.82%、31.63%和 24.50%，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。

2024 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。同时，考虑到公司融资渠道畅通，能够对本期债项的偿付提供有效支持。

图表 24 • 本期债项偿还能力测算

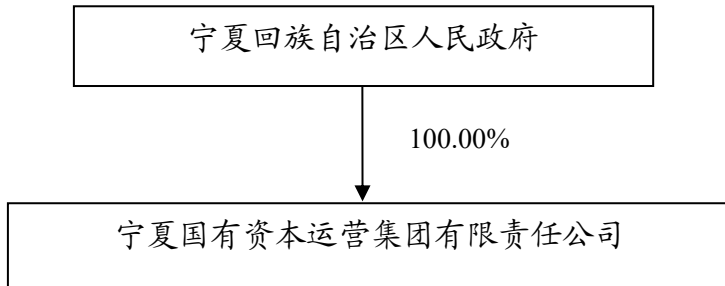
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	232.43
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.64
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.12
发行后长期债务/EBITDA（倍）	4.36

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：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

十四、评级结论

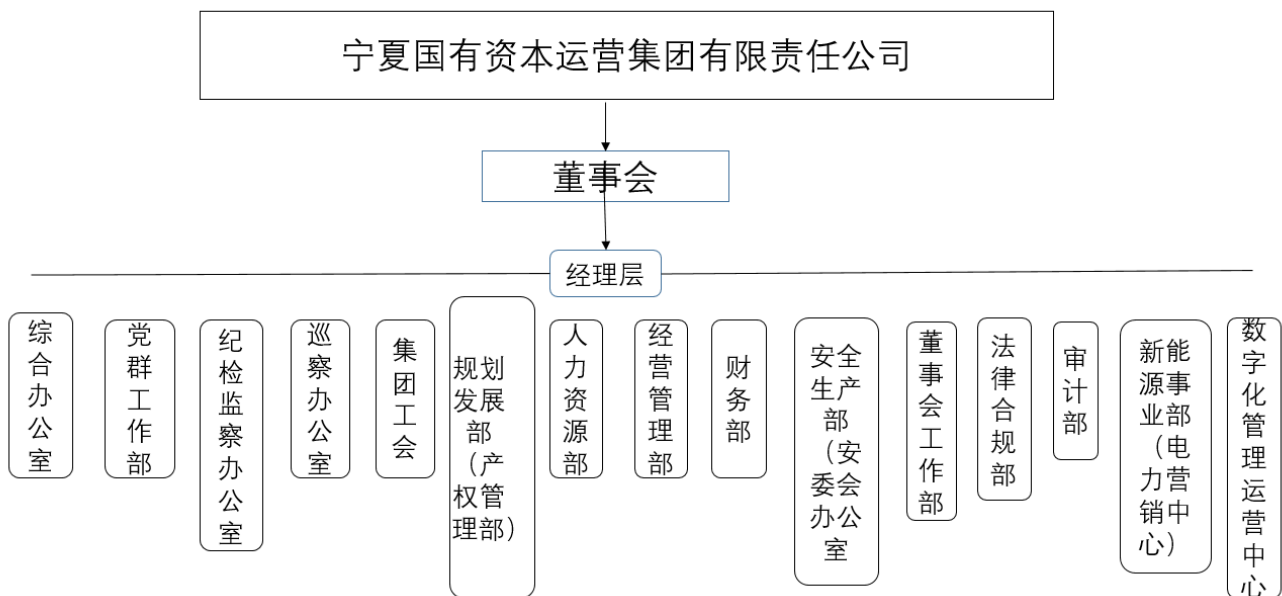
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 9 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 2025 年 9 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 9 月底）

子公司名称	注册资本 (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	145837.47	铁路运输	17.19%	17.19%	非同一控制下的企业合并
宁夏国运私募基金管理有限责任公司	1000.00	基金管理	100.00%	100.00%	其他
宁夏电力投资集团有限公司	223702.21	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	10000.00	高铁服务	100.00%	100.00%	投资设立
宁夏煤炭勘察工程有限公司	5000.00	地质勘察	100.00%	100.00%	其他
宁夏共赢投资集团有限责任公司	150000.00	商务服务业	100.00%	100.00%	其他
宁夏铁路投资有限责任公司	2070000.00	铁路项目投资	100.00%	100.00%	投资设立
宁夏水务集团有限公司	155741.85	供排水	100.00%	100.00%	其他
宁夏水发集团有限公司	34340.66	商务服务业	100.00%	100.00%	其他
宁夏环保集团有限责任公司	100000.00	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	50000.00	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）	200000.00	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的资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	124.99	112.77	105.17	134.17
应收账款（亿元）	26.26	29.05	33.95	37.50
其他应收款（亿元）	10.84	6.67	6.75	5.05
存货（亿元）	22.86	24.18	26.97	26.17
长期股权投资（亿元）	219.62	243.69	265.65	294.20
固定资产（亿元）	214.13	343.30	452.40	490.68
在建工程（亿元）	128.72	161.37	77.76	143.71
资产总额（亿元）	1015.73	1100.24	1200.68	1407.72
实收资本（亿元）	300.00	300.00	300.00	300.00
少数股东权益（亿元）	199.37	215.96	196.71	183.19
所有者权益（亿元）	597.30	659.24	716.44	785.81
短期债务（亿元）	72.31	65.32	98.96	154.46
长期债务（亿元）	213.55	222.25	222.43	294.98
全部债务（亿元）	285.86	287.57	321.39	449.45
营业总收入（亿元）	106.99	110.40	107.64	81.37
营业成本（亿元）	86.91	91.40	86.63	67.81
其他收益（亿元）	4.16	1.28	2.78	0.87
利润总额（亿元）	34.48	21.92	25.68	27.76
EBITDA（亿元）	54.01	43.07	53.32	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	135.68	126.80	131.62	93.78
经营活动现金流入小计（亿元）	166.22	159.47	149.58	103.09
经营活动现金流量净额（亿元）	34.73	25.28	27.88	15.28
投资活动现金流量净额（亿元）	-53.11	-79.03	-112.99	-138.59
筹资活动现金流量净额（亿元）	49.22	45.67	76.37	151.31
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.35	3.47	3.27	--
存货周转次数（次）	5.01	3.89	3.39	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.10	0.09	--
现金收入比（%）	126.81	114.85	122.27	115.26
营业利润率（%）	17.93	16.39	18.26	15.07
总资本收益率（%）	4.62	2.97	3.04	--
净资产收益率（%）	5.39	3.03	3.22	--
长期债务资本化比率（%）	26.34	25.21	23.69	27.29
全部债务资本化比率（%）	32.37	30.37	30.97	36.38
资产负债率（%）	41.20	40.08	40.33	44.18
流动比率（%）	175.17	136.59	102.88	95.77
速动比率（%）	155.82	119.88	88.94	85.24
经营现金流动负债比（%）	29.39	17.46	14.41	--
现金短期债务比（倍）	1.73	1.73	1.06	0.87
EBITDA 利息倍数（倍）	5.22	4.47	5.42	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.29	6.68	6.03	--

注：1. 公司 2025 年三季度财务报表未经审计；2. 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	55.37	42.73	28.17	30.87
应收账款（亿元）	0.00	0.01	0.01	0.00
其他应收款（亿元）	32.24	27.27	26.63	25.37
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	389.31	440.71	527.72	602.69
固定资产（亿元）	2.59	2.16	2.23	1.43
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.01
资产总额（亿元）	482.16	515.51	587.36	663.59
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）	393.66	441.45	520.91	592.58
短期债务（亿元）	27.69	18.20	36.31	23.58
长期债务（亿元）	36.19	44.30	22.43	30.30
全部债务（亿元）	63.87	62.50	58.75	53.87
营业总收入（亿元）	0.93	0.94	0.94	0.66
营业成本（亿元）	0.00	0.02	0.02	0.20
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	26.89	23.59	23.12	22.49
EBITDA（亿元）	28.29	25.24	24.94	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.97	0.87	1.05	0.86
经营活动现金流入小计（亿元）	2.46	2.17	2.92	1.83
经营活动现金流量净额（亿元）	0.12	1.66	2.20	1.22
投资活动现金流量净额（亿元）	-8.05	-27.95	-58.37	-44.72
筹资活动现金流量净额（亿元）	30.07	13.65	41.60	46.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	133.63	50.19	--
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（%）	104.78	92.80	112.10	130.15
营业利润率（%）	98.42	94.77	92.87	64.06
总资本收益率（%）	6.12	4.97	4.24	--
净资产收益率（%）	6.76	5.32	4.39	--
长期债务资本化比率（%）	8.42	9.12	4.13	4.86
全部债务资本化比率（%）	13.96	12.40	10.13	8.33
资产负债率（%）	18.35	14.37	11.31	10.70
流动比率（%）	358.08	241.89	140.52	195.63
速动比率（%）	358.08	241.89	140.52	195.63
经营现金流动负债比（%）	0.50	5.70	5.62	--
现金短期债务比（倍）	2.00	2.35	0.78	1.31
EBITDA 利息倍数（倍）	20.31	16.16	14.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.26	2.48	2.36	--

注：1. 公司 2025 年三季度财务报表未经审计；2. 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+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

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。