

信用等级公告

联合[2013] 1692 号

联合资信评估有限公司通过对宁夏国有投资运营有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

宁夏国有投资运营有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年十二月二十四日



宁夏国有投资运营有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2013 年 12 月 24 日

财务数据:

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 6 月
资产总额(亿元)	378.27	391.27	406.33	422.87
所有者权益(亿元)	215.34	245.92	255.13	272.07
长期债务(亿元)	120.25	111.17	105.53	101.94
全部债务(亿元)	137.14	118.97	117.35	114.78
营业收入(亿元)	46.53	40.60	31.96	16.22
利润总额(亿元)	22.46	31.17	28.47	11.04
EBITDA(亿元)	28.84	37.67	35.77	--
营业利润率(%)	15.27	19.59	26.43	32.29
净资产收益率(%)	10.23	12.45	10.96	--
资产负债率(%)	43.07	37.15	37.21	35.66
全部债务资本化比率(%)	38.91	32.60	31.51	29.27
流动比率(%)	115.34	113.13	110.19	104.60
全部债务/EBITDA(倍)	4.76	3.16	3.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.76	11.13	9.18	--

注: 2013 年上半年财务数据已经审计; 2010~2012 年财务数据已经追溯调整。

分析师

于浩洋 丁陈晨

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)

Http: //www.lianheratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对宁夏国有投资运营有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为宁夏回族自治区人民政府出资设立的国有独资公司,在国有资产运营管理、政府资源、对下属子公司管控等方面具有显著优势。近年来,宁夏国资委将所持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司,业务延伸至电力、铁路运输等行业,政府支持力度较强。同时,联合资信也关注到公司投资收益对盈利水平影响较大以及长期债务规模较大等因素可能给公司带来的不利影响。

公司控股子公司和参股的企业及行业集中在能源、铁路、有色金属等国家鼓励或重点支持的行业,整体抗风险能力较强。公司参股的神华宁夏煤业集团有限公司(以下简称“宁煤集团”),是宁夏地区最大的煤炭生产企业,在宁夏的煤炭销售方面具有垄断地位,市场竞争优势明显。未来随着公司加强对控股子公司的统一调配和资本运作,增进与宁煤集团等参股公司的战略合作关系,公司收入、利润和资产规模有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为国有独资企业,直接受宁夏回族自治区人民政府和宁夏国资委指导和管理,对下属子公司企业管理及人事任命等方面拥有较强的管控能力。
2. 公司参股公司宁煤集团为国有大型企业,具有很强的市场掌控能力和抗风险能力。
3. 公司主要子公司宁夏宁东铁路股份有限公司作为宁夏自治区唯一从事铁路投资、建设和运营的地方自营铁路,在宁夏区域内具有唯一

性，业务增长平稳，现金流及盈利能力稳定。

4. 宁夏国资委将所持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司，业务延伸至电力、铁路运输等行业，政府支持力度较强。

关注

1. 参股公司中宁煤集团带来的投资收益大；公司参股企业股权质量分化，债务分布与被投资企业的盈利状况匹配度差。
2. 并表子公司中，宁东铁路主业盈利对公司利润贡献大，但目前公司对宁东铁路的持股比例低。
3. 公司铁路运输与发电供热等主营业务板块与公司宁煤集团等参股公司在产品销售、采购方面存在关联交易。
4. 公司实收资本逐年增加，但货币出资比例低。
5. 在利润总额中占比较大的投资收益，实际现金分红规模小。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与宁夏国有投资运营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与宁夏国有投资运营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因宁夏国有投资运营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由宁夏国有投资运营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、宁夏国有投资运营有限公司主体长期信用等级自 2013 年 12 月 24 日至 2014 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

宁夏国有投资运营有限公司(以下简称“宁夏国投”或“公司”)成立于 2009 年 9 月,系经自治区人民政府宁政函[2009]141 号《自治区人民政府关于成立宁夏国有投资运营有限公司的批复》批准,由宁夏回族自治区人民政府出资设立的国有独资公司。截至 2013 年 6 月底,公司注册资本金为 300 亿元,实收资本为 213.75 亿元。宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“宁夏国资委”)持有公司 100% 的股份,为公司实际控制人。

公司主要经营范围:授权范围内对所属的全资企业、控股企业、参股企业的国有资产行使出资者的权利;对授权范围内的国有资本进行运营、管理和监督,并相应承担保值增值责任;授权范围内的国有资产经营管理(含国有产(股)权管理),融资与投资,产(股)权的收购、兼并与转让,资产托管等。

公司本部下设投资运营部、人力资源与行政管理部、计划财务部和内控审核部(法务部)等 4 个职能部门(详见附件 1-2)。截至 2013 年 6 月底,纳入公司合并范围的二级子公司共 6 家(详见附件 1-3)。

截至 2012 年底,公司(合并)资产总额 406.33 亿元,所有者权益 255.13 亿元(其中少数股东权益 34.42 亿元);2012 年,公司实现营业收入 31.96 亿元,利润总额 28.47 亿元。

截至 2013 年 6 月底,公司(合并)资产总额 422.87 亿元,所有者权益 272.07 亿元(其中少数股东权益 35.81 亿元);2013 年 1~6 月,公司实现营业收入 16.22 亿元,利润总额 11.04 亿元。

公司注册地址:宁夏银川市兴庆区湖滨西街 65 号;法定代表人:李耀松。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元,同比增长 7.7%;三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%,预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源:国家统计局

2013 年前三季度,中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%,增速比上半年加快 0.3 个百分点;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万元以上的企业,下同)实现利润总额 40453 亿元,同比增长 13.5%,增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元,同比名义增长 12.9%,增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资(不含农户) 309208 亿元,同比增长 20.2%,增速比上半年高 0.1 个百分点;三次

产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。

③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，1 进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，

M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业及区域经济分析

公司主营业务收入以发电供热、铁路运输等为主；公司主要投资收益来源于宁煤集团，主要以煤炭的生产与销售为主。

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭

工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

资源分布

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到69%，“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，中国能源供应以煤炭为主的格局在未来可预见的相当一段时间内无法改变。

表1 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有 储量	基础 储量	查明 资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100.00	100.00	100.00
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.10	80.36	174	1.58	1.32	1.67

资料来源：中国安监总局，2007年

中国煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的94.4%，探明储量的80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。中国

另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

中国煤炭行业集中度低的原因主要来自两方面，一是进入壁垒低，中国煤炭开采历史悠久，在缺乏现代化机械设备的条件下，仍然能够采用原始落后的传统方式开采；二是政策与体制原因，传统的资源配置体制，导致煤炭工业权威有效的行业管理未能形成，生产无序状况严重；三是产权制度改革的落后和缺乏必要的优胜劣汰机制，大型企业集团的形成缺乏制度性基础；四是尚未建立起真正规范、有效的市场体系，多数煤炭企业不能适应市场化改革，市场机制对煤炭企业的调控作用极为有限。此外，国有煤炭企业经营者权利与责任不对等也是导致中国煤炭行业过度竞争的原因。

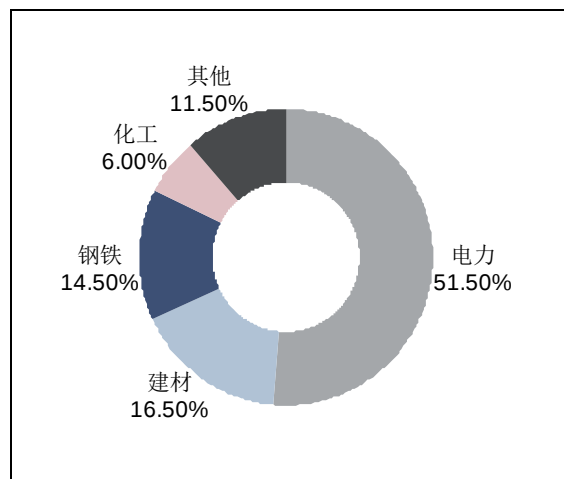
2008 年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策。此举有利于解决产能过剩，提高资源利用效率，稳定供给结构，改善安全生产环境。目前山西、河南、山东、黑龙江、贵州、陕西等省份正纷纷推进相关工作。

行业需求与供给

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占中国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤

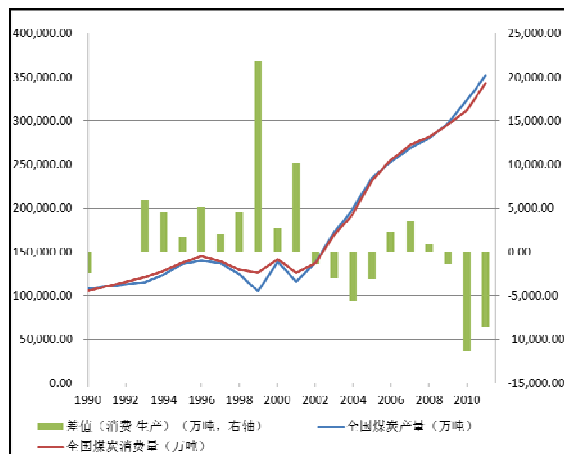
炭的主要需求来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。中国煤炭资源的消费结构中，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

图 2 煤炭需求行业分布图



资料来源：中国统计局

图 3 近年中国煤炭生产消费总量

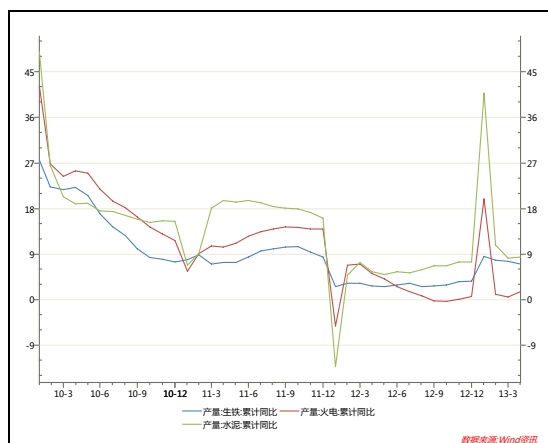


资料来源：国家统计局，联合资信整理

从供需形势看，2002~2008 年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008 年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009 年，在国家 4 万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010 年起，受节能减排、

控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。2012年下半年起，随着宏观经济增速减缓，煤炭行业景气程度持续下行，煤炭供需出现趋势性逆转，供大于求格局短期内难以改观。

图4 2010年以来煤炭下游主要行业产量增速

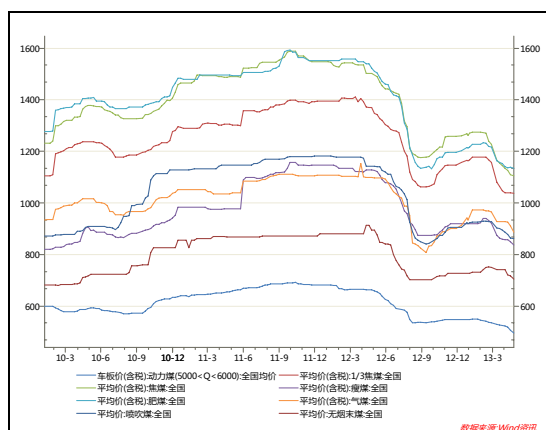


资料来源：国家统计局，联合资信整理

煤炭价格

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

图5 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind 资讯

2010~2011 年，随着实体经济回暖及通货

膨胀影响，国内煤炭价格波动回升，至 2011 年 10~11 月达至本轮周期行情高点，随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响，2011 年底及 2012 年初煤炭价格保持弱势平衡。2012 年二季度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降，煤炭价格在 2012 年三季度快速下行，随着第四季度传统冬季供暖期到来，煤炭价格获得一定支撑；2013 年上半年，在实体经济持续低迷及进口煤炭的双重冲击下，煤炭价格继续下行。总体看，在供大于求及宏观经济增速减缓的大环境下，煤炭价格自 2012 年起进入下行通道，行业景气程度连续 5 个季度出现下滑，业内企业经营压力持续上升。

2. 行业关注

总量控制失效，资源支撑形势严峻

中国煤炭人均可采储量少，仅为世界平均水平的三分之二，同时消费量大，约占世界总消费量的48%，导致中国煤炭资源开发规模大，储采比不足世界平均水平的三分之一。另一方面，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

从“十一五”规划的执行情况看，2010年实际煤炭产量约为33亿吨，远高于“十一五”规划设定的27亿吨规划值。根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2011年全国煤炭实际产量约35.2亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

各产煤省对煤炭产量及GDP的追求与中央实行能源消费总量控制的思路存在一定矛盾。未来不排除中央政府出台更严格产量控制措施的可能性，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。在煤炭下游需求旺盛的时期，部分煤企存在违规超采的冲动，存在一定政策性风险。

产业结构失衡

煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，结构性过剩与区域阶段性偏紧共存，部分地区较为突出。

一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供给、下游耗煤需求等方面分析，未来几年煤炭供需总量基本达到平衡。但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，受运输瓶颈限制，在煤炭消费旺季，东南沿海普遍存在供给偏紧情况。煤炭产量快速增长与储运能力的不匹配可能加大煤炭价格的季节性波动。

“十二五”期间煤炭供给进一步西移，煤炭供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。从铁道部公布的“十二五”铁路规划看，“十二五”期间铁路未来投资低于预期，铁路建设速度有所放缓，煤炭铁路运力增量将延迟释放，运输能力短期内不能满足新增产能。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至 2011 年底，全国开采深度超过 1000 米的矿井共计 39 对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加 10 至 20 米，煤矿相对

瓦斯涌出量平均每年增加 1 立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。

运输瓶颈长期制约产能释放

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

资源整合影响行业供给

以山西、河南为代表的中小煤矿整合计划在 2009 年启动，国内大规模的整合对行业短期供给及各整合主体将产生一定影响，同时整合所造成的产能替代在一定程度上将改善各地区的煤炭供应结构。

行业供给方面，关停产能将在整合扩产改造后重新投产，煤炭产能面临延后扩大释放预期，整合产能释放主要集中在 2012~2014 年。

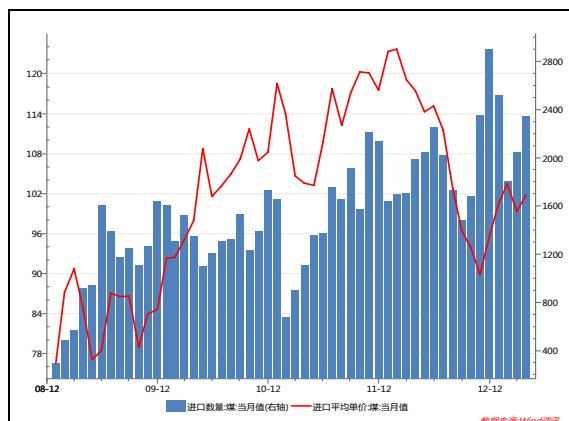
整合主体方面，待整合中小煤矿数量多，矿点分散，技术水平及地质条件参差不齐，整合主体对拟整合中小煤矿采取技改扩产或关停措施。大规模的资源整合除了给整合主体带来大规模持续性投资支出以外，也给相关企业的管理水平、安全生产水平提出了更高的要求，对地质条件复杂、整合标的多的煤炭企业的安全生产水平需重点关注。

进口冲击

中国历史上曾长期作为世界主要的煤炭出口国，随着国内能源需求上升及煤炭出口关税

政策的调整,自 2004 年以来,中国煤炭出口量逐年下降,并于 2009 年成为煤炭净进口国。

图 6 近年中国煤炭进口量及进口均价



资料来源：海关总署，联合资信整理

2010 年以来,随着美国“页岩气革命”的深化,美国能源结构出现重大调整,煤炭需求量显著下降,中国作为全球最大的煤炭消费国,成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011 年四季度以来,受国际煤炭需求下滑影响,国际煤炭价格的大幅下跌,并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看,国内市场价格走势落后于国际市场 1~2 个月,呈现一定的滞后性。从历史数据看,中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足 10%,对国内煤炭市场的实际供给影响较小,但在煤炭供给过剩时期,进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012 年国际煤价累计跌幅超过国内煤价,煤炭进口量快速上升,对国内煤炭供给形成一定挤出效应,部分生产成本高、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

3. 行业政策

总体规划

2012 年 3 月,由国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》(以下简称“‘十二五’规划”)出台。主要包括:

1) 推进煤矿企业兼并重组,发展大型企业

集团;有序建设大型煤炭基地,保障煤炭稳定供应;建设大型现代化煤矿,提升小煤矿办矿水平。

2) 按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则,东、中、西部结转建设规模分别占 5.6%、30.6%和 63.8%,新开工规模分别占 3.3%、25.0%和 71.7%,到 2015 年形成产能 41 亿吨/年(大、中、小型煤矿产能分别占 63%、22%和 15%,东、中、西部产量分别占 12%、35%和 53%),产量和消费量分别控制在 39 亿吨/年。

3) 预测 2015 年煤炭线路运输需求 26 亿吨,规划铁路煤炭运力 30 亿吨,省际间煤炭调运量 16.6 亿吨,其中晋陕蒙宁甘、新疆和云贵分别为 15.8 亿吨、0.3 亿吨和 0.5 亿吨。预测北方港口一次下水量 7.5 亿吨,规划装船能力 8.3 亿吨。

4) 推进瓦斯抽采利用,促进煤层气产业化发展;发展现代煤炭物流,建立煤炭应急储备体系;积极开展国际合作,深入实施走出去战略。

总体看,“十二五”规划延续了“十一五”期间的政策思路,推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局仍是未来政策主线,行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持,中西部地区企业有望迎来快速发展期。

进出口政策

出口政策方面,2004 年,国家发改委、商务部和海关总署联合制定了《煤炭出口配额管理办法》,对煤炭出口实行配额管理,此后,煤炭出口配额整体呈下降趋势。从 2004 年 1 月 1 日开始,煤炭出口退税率由 13% 下调至 11%;2005 年 5 月 1 日,出口退税率进一步下调至 8%;2006 年 9 月 15 日正式取消煤炭出口退税;2006 年 11 月 1 日开始,对炼焦煤出口征收 5% 的暂定出口关税;2008 年 8 月 20 日开始,对所有煤种征收 10% 的暂定出口关税。在配额和关税双重调节作用下,2004 年以来中国煤炭出口逐年下降。

进口政策方面,从 2005 年 1 月 1 日开始,将炼焦煤进口关税暂定税率下调为 0,动力煤和无烟煤进口仍然分别征收 6% 和 3% 的进口关税;

2005年4月1日开始，动力煤进口执行3%的暂定关税税率；2006年11月1日开始，将炼焦煤之外的其它煤种进口关税暂定税率统一下调至1%；2008年1月1日开始，所有煤炭进口关税暂定税率下调至0。

在进出口政策的双重配合下，中国煤炭出口已经得到了控制，如果未来要进一步限制煤炭出口，只能采取进一步减少煤炭出口配额或者进一步上调煤炭出口关税的方法。从国家战略的角度看，煤炭资源作为基础能源，国家鼓励出口的可能性较小，在国际煤价下行时期，煤炭进口关税的设置将直接影响国内煤炭价格及业内企业的经营状况。

煤炭资源税

2011年10月10日，国务院公布修改后的《中华人民共和国资源税暂行条例》，并于2011年11月1日起施行。该条例中增加了从价定率的资源税计征办法，规定原油、天然气税率均为5%~10%。同时将焦煤和稀土矿分别在煤炭资源和有色金属原矿资源中单列，相应提高这两种重要稀缺资源的税额标准，其中，焦煤税额提高至每吨8~20元，其他品种煤炭资源税维持每吨2~5元的征收标准。从现阶段的煤炭价格来看，焦煤税额提高对煤炭生产企业的影响仍然有限，但将来从价定率征收煤炭资源税的可能性仍是大势所趋。

短期来看，由于资源税是地方税，资源税改革可能导致中央对地方的让利，导致省际之间（资源输出省和资源净购入省）、企省之间（尤其是中央能源企业和地方政府）的博弈。特定的情况下，这些博弈会带来短期的分配问题，甚至由于扭曲而带来成本。但长期而言，资源税改革能有效将煤炭品质和税负进行挂钩，更加真实地反应资源开采的外部性，从而促进资源的有效开发利用，提高煤炭开采率、优化煤炭资源和资源收入在代际之间的配置，具有可持续发展的意义。

近几年随着煤炭需求的大幅度增长，煤炭市场基本上是卖方市场，资源税改革导致的新

增成本可能会比较快地转嫁给下游行业，煤企实际税负将比预期低。2011年四季度以来，随着前期资源整合矿井产能集中释放以及宏观经济减速，国内煤炭市场出现较为明显的阶段性供给过剩，若此时出台资源税从价计征，煤企新增税负无法有效向下游转嫁，盈利水平将受到较大影响。目前中国煤炭采掘业的毛利率水平普遍在25%~45%，影响企业毛利率水平的首要原因是煤种煤质，而企业营业成本的差异主要来自地质开采条件和安全费、维简费计提标准。对于资源品种、赋存条件较差的企业而言，资源税改革将直接影响其实际盈利能力，削弱其竞争实力，而对于安全费、维简费计提标准较高的企业而言，资源税改革则会压缩其利润调节空间。

4. 行业发展

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2012年下半年以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组或将提速。

资源开发重心向西部转移

根据“十二五”规划，“十二五”期间中国

煤矿建设将“控制东部，稳定中部，发展西部”，山西、内蒙、陕西、宁夏、甘肃、新疆将成为增产主力，新开工规模6.5亿吨，占全国新增量的87%，特别是内蒙新开工规模将占全国的26%。随着蒙西、陕北至湖北、湖南和江西的煤运通道建成以及集通、朔黄、宁西、邯长、邯济、通霍、太焦线扩能改造建设，晋陕蒙宁地区的铁路外运能力将得到有效改善，区域内的大型企业有望迎来快速发展期。

产业链延伸呈现多元化格局

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为规避单一煤炭产品价格波动风险，开始向下游产业链延伸。各企业根据自身的资源禀赋和区位优势，按照“煤-焦-化”、“煤-电-材”、“煤-电-铝”、“煤-电-路”等产业链条建设循环经济工业园区。其中，煤化工和煤电联营是主要方向。

中东部地区煤企面临资源枯竭等问题，向煤化工延伸有助于提高资源利用效率，提升产品附加值，但煤化工产业为资本、技术密集型产业，初始投资大，技术门槛高，将给企业带来较大的资本支出压力。

西部地区煤炭企业受运输条件限制，建设配套电厂成为重要的发展战略之一，有助于促进能源就地转化、突破运输瓶颈，但西部煤企发展煤电一体化联营，同样会遇到电网输送能力不足等瓶颈制约。

随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，煤炭行业受2009年4万亿规模的投资负面影响较大，产能过剩明显，2012年下半年以来，煤炭需求下滑严重，行业整体景气度恶化，煤炭价格由阶段性下滑转变为整体下滑，大型煤炭企业盈利能力出现较大幅度的下降。考虑到煤炭行业作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景看好。预计“十二五”期间，随着宏观经济结构调整逐

步完成，煤炭行业作为基础行业的优势将充分体现。行业中资源储备充足、规模效益显著、产业布局合理、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

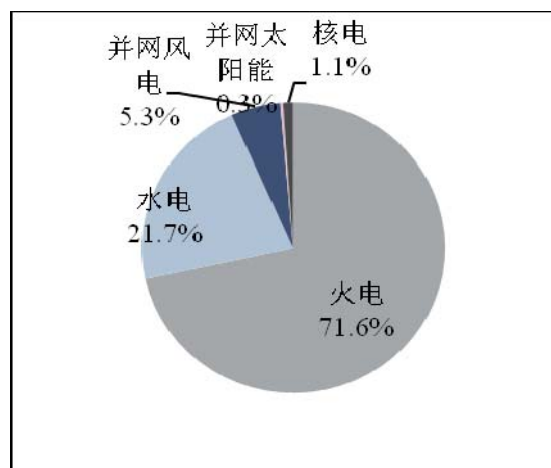
（二）火电行业

1. 电力行业总体运行概况

装机容量

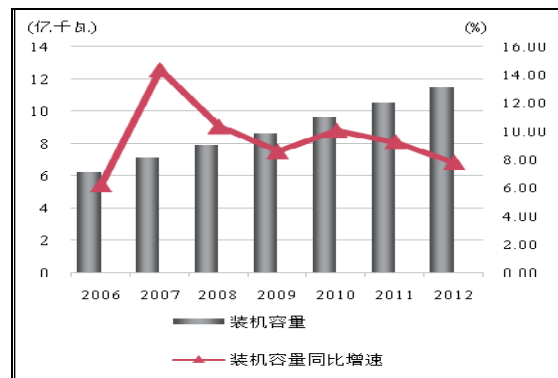
近年中国发电装机容量增速维持在10%以上的一个较高水平，但随着电源投资规模增速放缓，中国发电装机容量增速逐渐下降。2012年，基建新增发电设备容量8020万千瓦，年底全国发电装机11.45亿千瓦，同比增长7.8%；完成投资7466亿元，同比下降1.9%；全口径发电量4.98万亿千瓦时、同比增长5.2%，发电设备平均利用小时4572小时、同比下降158小时。

图7 2012年底中国发电设备装机容量结构



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

图8 2006~2012年中国发电装机容量变动情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2012年，全国火电完成投资继续下降，年底装机8.19亿千瓦，同比增长6.60%，所占全国装机容量比重较上年回落0.70个百分点；电煤供应总体平稳，发电量同比增长0.30%，全国火电设备平均利用小时比上年降低340小时。全国火电机组供电标准煤耗326克/千瓦时，同比下降3克/千瓦时；烟气脱硫机组占煤电机组的比例约为90.00%；烟气脱硝机组容量达到2.30亿千瓦，同比增长65.00%；烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放绩效值均比上年有所下降。2012年，全国跨区送电量2018亿千瓦时、同比增长20.20%，跨省输出电量7222亿千瓦时、同比增长14.20%。其中，西北外送电量同比增长9.10%；华中外送同比增长38.00%，包括送华东增长48.20%、送西北增长146.50%、通过特高压送华北同比增长231.90%；南方电网区域西电东送电量1243亿千瓦时、同比增长28.30%，增速较上年提高41.50个百分点。

2012年全国水电年底装机2.49亿千瓦，同比增长6.80%；投资同比增长31.50%；发电量同比增长29.30%，水电设备平均利用小时比上年提高536小时。并网风电年底装机6083万千瓦，跃居世界第一；发电量1004亿千瓦时，首次超过核电发电量；风电设备平均利用小时比上年提高18小时，风电利用率略有提高，其中分散开发的省份利用小时较高，供应能力富裕且集中开发的东北地区有所下降。并网太阳能年底装机328万千瓦，同比增长47.80%；发电量35亿千瓦时，比上年增长4.10倍。核电年底装机1257万千瓦，与上年持平；发电量982亿千瓦时，同比增长12.60%。

2013年上半年，全国主要发电企业电源工程和电网工程分别完成投资1405亿元和1659亿元，分别比上年同期下降3.80%和增长19.10%。在电源完成投资中，火电完成投资384亿元，同比下降4.00%；水电完成投资513亿元，同比下降7.00%；核电、风电分别完成263亿元和186亿元，同比分别下降18.00%和5.00%，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资

的68.47%。

电力生产与销售状况

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从二十一世纪初开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。在金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了一个大幅下降的趋势，但同时电力供需矛盾得以缓解。2010年之后，中国国内发电量与全社会用电量恢复高速增长态势，全国电力供需总体仍然偏紧。2012年，全国全社会用电量4.96万亿千瓦时，同比增长5.50%，增速比上年回落6.50个百分点，用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是我国经济正在转入工业化中后期发展阶段的经济周期影响。

2013年上半年，全社会用电量2.50万亿千瓦时，同比增长5.10%，增速较上年同期回落0.40个百分点。

电力生产方面，2012年受经济增长放缓等因素影响，全国电力消费增长平缓，由于电力消费增速回落及水电大发，全年火电设备利用小时比2011年明显下降。火电企业燃料成本压力减轻，加上来水较好、水电满发率高，发电集团整体经营状况好于2011年。

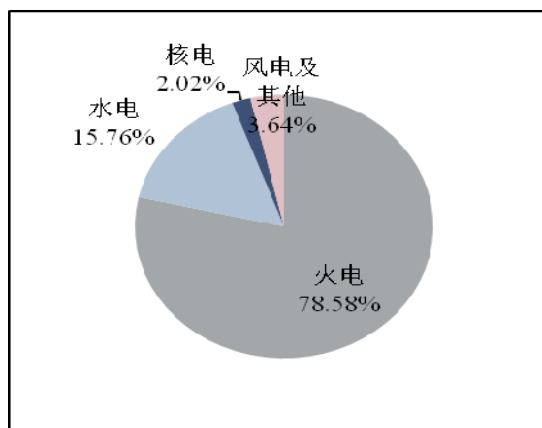
2012年，全国全口径发电量49774亿千瓦时，比上年增长5.22%。分类型看，水电发电量8641亿千瓦时，同比增长29.3%，占全国发电量的17.4%，比上年提高3.2个百分点；火电发电量39108亿千瓦时，同比增长0.3%，占全国发电量的78.6%，比上年降低3.9个百分点；核电、并网风电发电量为982亿千瓦时和1004亿千瓦时，同比分别增长12.6%和35.5%，占全国发电量的比重分别比上年提高0.1和0.5个百分点。

2012年，全年6000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为4572小时，较2011年降低158小时。其中，水电设备平均利用小时3555小时，同比增加536小时；火电设备平均利用小

时4965小时，同比降低340小时；核电7838小时，同比增加79小时；风电1893小时，同比增加18小时。

2012年，全国6000千瓦及以上电厂供电标准煤耗326克/千瓦时，同比降低3克/千瓦时；全国电网输电线路损失率6.62%，同比增加0.10个百分点。

图9 2012年中国各类型发电情况



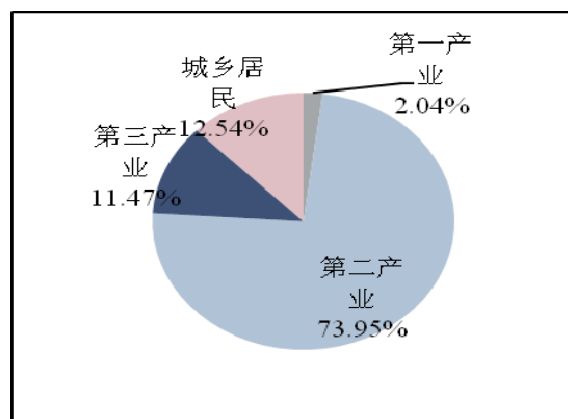
资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

2013年上半年，全国规模以上电厂发电量2.43万亿千瓦时、同比增长4.40%，其中水电发电量同比增长11.80%、火电发电量同比增长2.60%。上半年全国基建新增发电装机容量4100万千瓦，截至6月底全国6000千瓦及以上电厂装机容量11.23亿千瓦、同比增长9.00%；发电设备累计平均利用小时1075小时、同比降低67小时；电力工程完成投资3064亿元、同比增长7.40%。上半年火电新增装机容量926万千瓦，截至6月底全国6000千瓦及以上火电装机容量8.25亿千瓦；火电设备累计平均利用小时1231小时、同比降低95小时；火电完成投资同比增长14.80%。

2012年，全国电力供需总体平衡。华北、华东和华中区域电力供需平衡；东北和西北地区电力供应能力富余；南方区域前紧后松、总体平衡，在前四月出现少量错峰限电。2013年上半年，国民经济运行总体平稳，全社会用电量同比增长5.10%，增速较上年同期及四季度均有所回落。第一产业用电同比下降0.80%，第二

产业用电低速增长，同比增长4.90%，增速较去年同期加快1.20个百分点，第三产业用电量同比增长9.30%，增速较去年同期放缓2.80个百分点，城乡居民生活用电量同比增长3.90%。电力供应能力稳步增加，发电装机容量同比增长9.00%；水电多发、水电设备利用小时同比提高83小时；电煤供应总体平稳、火电设备利用小时同比下降95小时。全国电力供需总体平衡。

图10 2012年中国全社会用电结构



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

用电市场方面，2012年全国全社会用电量4.96万亿千瓦时，同比增长5.50%，增速回落。分产业看，第一产业用电量与上年持平。第二产业用电量同比增长3.90%，其中化工、建材、黑色金属冶炼和有色金属冶炼四大高耗能行业用电增速大幅回落是第二产业及全社会用电量增速回落的根本原因。第三产业及城乡居民生活用电量分别比上年增长11.50%、10.70%，对全社会用电量增长的贡献率分别高出上年10.30和12.90个百分点，延续了近年来对全社会用电量增长起到明显支撑作用的特征。

从各区域的用电量增长情况来看，2012年，西部区域用电量同比增长8.3%，增速持续领先于其他区域，但区域内的重庆、广西、宁夏、四川增速均低于全国平均增长水平；中部区域用电量同比增长5.3%，略低于全国平均增长水平；东部区域用电量同比增长4.6%，其中海南增速为12.3%，而上海、浙江、河北和天津增速均低于4%；东北区域用电量同比增长2.2%，增

速偏低与其他区域，其中吉林和辽宁分别增长1.1%和2.1%。

竞争格局

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。五大发电集团是指中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）、中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）、中国国电集团公司、中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）、中国电力投资集团公司（以下简称“中电投集团”）；非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资公司、华润集团有限公司、神华集团有限责任公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团公司等；地方电力集团主要包括申能集团有限公司、广东省粤电集团有限公司等。此外，随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至2012年末，五大发电集团总装机容量约为55095万千瓦，约占全国装机总量的49.00%；2012年的总发电量约为23408亿千瓦时，约占全国发电总量的50.00%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

表2 2012年底5大发电集团装机容量及发电情况
(单位: 万kWh, 亿kWh, %)

项目	2012 年			
	装机容量	占比	发电量	占比

华能集团	13508	12.01	6087	12.73
国电集团	12008	10.68	4898	10.24
大唐集团	11400	10.14	5115	10.69
华电集团	10179	9.05	4323	9.04
中电投集团	8000	7.11	3494	7.30
合计	55095	49.00	23917	50.00

资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

从区域竞争特征看，目前中国电力市场可划分为华北、东北、华东、华中、西北和南方等六个区域性市场。从五大发电集团的竞争区域来看，华能集团在华北电网、华东电网、南方电网占有较大的市场份额；大唐集团在华北电网占有主导地位；华电集团发电资产分布的省份比较集中，在贵州、黑龙江、新疆和四川等省份占有主导地位；中电投集团的优势在华东地区，且核电规模较大。

2. 行业关注

电煤价格

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，煤炭企业可以根据市场供求调整价格，但发电企业却是政府定价，造成了发电企业的盈利性的波动。

2012年12月25日国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，明确要求，“建立电煤产运需衔接新机制。自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制，地方政府对煤电企业经营活动不得干预”；《意见》同时进一步完善煤电联动机制，加强了电力与煤炭价格的相互作用。总体来看，我国政策的实施深度对电力及电煤市场影响较大。

大型企业适度延伸产业链

在电煤价格波动成为影响火电企业经营重要因素的背景下，国家电监会鼓励电力企业加大煤电联营步伐，建议各发电集团适当放缓火电建设速度，拿出一部分资金或收购或参股煤炭企业、运输企业，实行煤电联营、煤运联营，

以确保部分电煤供应，并平抑电煤价格过快上涨。相关建议得到了业内企业的积极响应，近几年五大电力集团以及部分实力雄厚的地方发电企业均通过收购、合作等方式实现了对上游煤炭资源、铁路、船运以及下游高耗能产业（如电解铝等）的延伸，以增强产业协调效应，提高成本控制能力，改善整体的抗风险能力。

3. 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由原先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

（三）铁路运输行业

1. 行业概况

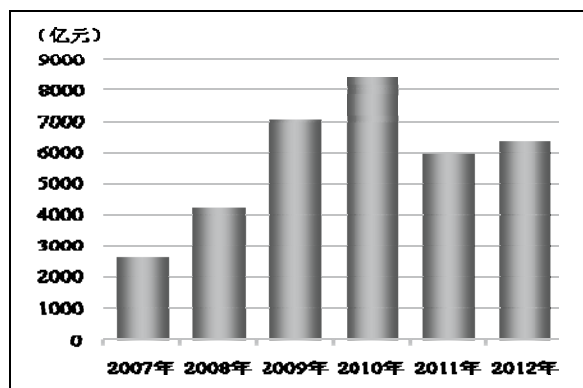
铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的根本推动力，长距离、大运量的大宗

货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。

基本建设方面，根据原铁道部统计公报显示，2012年中国铁路完成固定资产投资（含基本建设、更新改造和机车车辆购置）6339.67亿元，同比增长7.34%；其中基本建设投资5158.06亿元，同比增长11.87%；全年共完成新线铺轨4924.6公里、复线铺轨4392.2公里；投产新线5382.2公里，其中高速铁路2722.5公里、投产复线4763公里、电气化铁路6053.9公里。

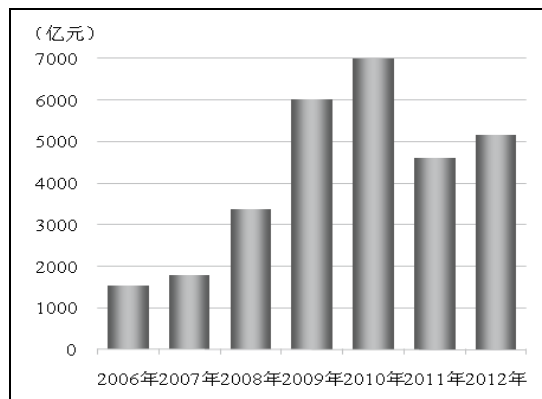
根据铁路“十二五”后三年的建设规划，2013年全路安排固定资产投资6500亿元，其中基本建设投资5200亿元、投产新线5200公里以上。

图 11 近年来中国铁路固定资产投资规模



资料来源：原铁道部统计公报

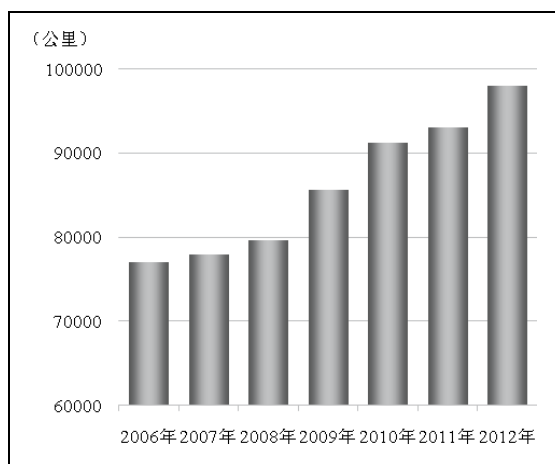
图 12 近年来中国铁路基本建设投资规模



资料来源：原铁道部统计公报

近年来，随着铁路建设投资的不断加大，路网规模稳步扩张，路网结构明显优化。根据原铁道部统计公报显示，截至 2012 年底，中国铁路营业里程达到 9.8 万公里，同比增长 4.7%；路网密度 101.7 公里/万平方公里，同比增加 4.6 公里/万平方公里。其中，复线里程 4.4 万公里，同比增长 10.8%，复线率 44.8%，同比提高 2.5 个百分点；电气化里程 5.1 万公里，同比增长 10.8%，电化率 52.3%，同比提高 2.9 个百分点。西部地区营业里程达到 3.7 万公里，同比增加 1060 公里、增长 2.9%。

图 13 中国铁路营业里程情况

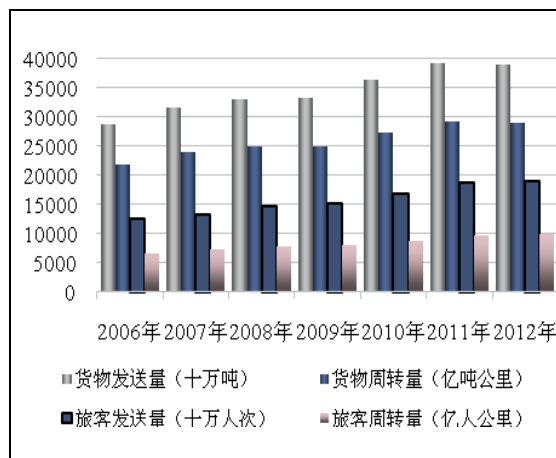


资料来源：原铁道部统计公报

基于路网规模稳步扩大，运输设备水平的不断提高，铁路运输能力进一步增强，目前中国铁路完成的货物发送量居世界第一位。

受宏观经济影响，2012 年中国铁路货运业务量略有下降。根据原铁道部统计公报显示，2012 年中国铁路完成货运总发送量和货运总周转量分别为 38.92 亿吨和 28891.90 亿吨公里，分别同比下降 0.7% 和 0.8%。中国铁路货物运输主要以煤炭运输为主，2012 年国家重点物资煤炭、冶炼物资、石油、粮食、化肥及农药和集装箱的货运量分别为 22.62 亿吨、8.58 亿吨、1.38 亿吨、1.04 亿吨、0.93 亿吨和 0.93 亿吨，分别同比增长 -0.4%、-1.4%、1.7%、5.0%、7.3% 和 -0.9%。

图 14 中国铁路运输行业主要业务量指标完成情况



资料来源：原铁道部统计公报，统计范围不含港澳台。

2. 货运价格调整

目前中国铁路货运价格调整幅度主要参照上年综合运输成本及盈亏情况。近年来，为弥补因成品油价格调整而增加的铁路运输成本。跟踪期内，国家发展和改革委员会分别于 2012 年 5 月和 2013 年 2 月出台相关文件调整铁路货运价格。

依据国务院批准的《国家发展改革委、铁路总公司关于调整铁路货物运输价格的通知》（发改价格【2012】1358 号）文件，自 2012 年 5 月 20 日起，国家铁路货物统一运价平均每吨公里提高 1 分。

依据国务院批准的《国家发展改革委、铁路总公司关于调整铁路货物运输价格的通知》（发改价格【2013】261 号）文件，自 2013 年 2 月 20 日起，国家铁路货物统一运价平均每吨公里提高 1.5 分。

上述价格调整有利于缓解运营成本快速上升带来的经营压力，但目前中国铁路货运价格仍处于较低水平，未来仍存在一定提升空间。

（四）区域经济发展概况

公司位于宁夏回族自治区银川市，宁夏回族自治区国民经济的发展为公司提供了良好的发展机遇。根据《2012 年宁夏回族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2012 年，宁夏回族自治区

(以下简称“宁夏”) 全区实现生产总值2326.64亿元, 按可比价格计算, 比上年增长11.5%。其中, 第一产业增加值200.16亿元, 增长5.6%; 第二产业增加值1158.58亿元, 增长13.8%; 第三产业增加值967.90亿元, 增长9.7%。按常住人口计算, 全区人均生产总值36166元, 增长10.3%。三次产业增加值构成由2011年的8.8:50.2:41.0调整为2012年的8.6:49.8:41.6。2012年, 三次产业对经济增长的贡献率分别由2011年的3.9%、71.2%和24.9%转变为2012年的4.3%、62.0%和33.7%。

2012年宁夏全社会完成固定资产投资2109.52亿元, 比上年增长27.5%。其中, 基本建设投资1361.49亿元, 增长28.8%; 更新改造投资238.18亿元, 增长26.3%; 房地产开发投资429.15亿元, 增长27.6%, 宁夏固定资产投资继续保持高速增长。

2012年全年, 宁夏全区全年完成公共财政预算总收入460.14亿元, 比上年增长23.9%, 完成地方公共财政预算收入264.04亿元, 增长20.0%。同期, 城镇居民人均可支配收入19831元, 比上年增加2253元, 增长12.8%, 扣除价格因素实际增长10.4%。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司是宁夏回族自治区出资的国有独资有限责任公司, 主要从事授权范围内的国有资产经营管理以及经批准的其他业务。公司实际控制人为宁夏回族自治区国资委。

2. 企业规模及核心企业

公司是根据宁夏回族自治区人民政府的授

权, 专门从事国有资产投资和资本运作的法人实体。公司被授权对所属的全资企业、控股企业、参股企业的国有资产行使出资者的权利, 对授权范围内的国有资本进行运营、管理和监督, 并相应承担保值增值责任。公司的经营业务包括授权范围内的国有资产经营管理(含国有产(股)权管理), 融资与投资, 产(股)权的收购、兼并与转让, 资产托管等。公司通过参股、控股形式扶持有发展潜力的大型骨干企业和电力、铁路以及基础设施项目。经过多年的发展, 公司不断调整发展战略、创新体制机制、调整组织架构、重构管控体系、优化资产结构、整合投融资业务, 形成了具有一定资产规模、在自治区经济建设中有很强地位的国有投资控股公司。

公司按照自治区人民政府和自治区国有资产监督管理委员会的要求和统一部署, 宁夏国资委逐年将原自治区国资委所持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司, 以便于企业公司化运作。目前公司共有全资、控股子公司6家, 具体包括宁夏宁东铁路股份有限公司(以下简称“宁东铁路”)、宁夏中煤实业有限公司(以下简称“中煤实业”)、宁夏国际招标有限公司(以下简称“国际招标”)、宁夏电力投资集团有限公司(以下简称“宁夏电投”)、宁夏水务投资集团有限公司(以下简称“宁夏水投”)以及宁夏煤炭勘察工程公司(以下简称“煤炭勘察”)等。公司子公司宁东铁路、宁夏电投和宁夏水投分别负责煤炭铁路运输、发电供热业务和供水业务, 是公司主要收入来源; 宁夏电投是并表子公司中资产贡献最大的企业, 但受财务费用中利息支出增加及处置长期股权投资产生的投资收益下降影响, 其利润亏损。

表3 2012年底公司主要子公司财务指标

公司名称	资产总额 (万元)	所有者权益 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	持股比例 (%)
宁夏宁东铁路股份有限公司	407344.00	330918.00	82673.00	31521.00	19.34
宁夏中煤实业有限公司	14321.00	7996.00	14657.00	303.00	100

宁夏国际招标有限公司	5263.00	2567.00	3645.00	729.00	100
宁夏电力投资集团有限公司	1321504.00	253742.00	110633.00	-3024.00	100
宁夏水务投资集团有限公司	428752.00	75470.00	80330.00	408.00	100
宁夏煤炭勘察工程公司	55654.00	32012.00	27103.00	1863.00	100

资料来源：公司提供

宁东铁路

宁东铁路是 2008 年 5 月由宁夏大古铁路有限责任公司以改制方式设立的股份有限公司。2010 年 7 月宁夏国资委将所持宁东铁路 5% 的股权划拨给公司；2012 年 1 月，自治区政府以应收宁东铁路土地出让金作为公司对宁东铁路的出资对宁东铁路增资，公司持股比例增加到 19.34%。2012 年 1 月 8 日，宁煤集团出具托管函，拟将持有的宁东铁路的部分股权转让给公司，在完成股权转让前，将其所持有的 33.54% 的股权托管给公司，由公司代行股东权利，公司对宁东铁路的表决权比例为 52.88%，取得对宁东铁路的实际控制权，故纳入合并报表范围。宁东铁路其他股东分别为宁煤集团（持股比例 33.54%）、中国信达资产管理股份有限公司（持股比例 25.90%）、华电国际电力股份有限公司（持股比例 8.49%）、中电投宁夏青铜峡能源铝业集团有限公司（持股比例 8.49%；以下简称“青铝集团”），以及中国神华能源股份有限公司（持股比例 4.24%；以下简称“神华能源”）。2013 年 11 月 2 日，国务院国资委出具批复文件，同意宁煤集团和神华能源分别将所持有的宁东铁路 25% 和 4.24% 的股权转让给公司。宁东铁路属铁路运输行业，主要运输品类为煤炭、化工产品等。目前，公司有铁路 224 公里，运营线路包括大古线、灵新矿专用线、古羊枣专用线和灵武电厂专用线；承担宁东能源开发基地区域内发电厂、化工厂等所企业所需的煤炭运输，与中太银、包兰路相连为起到煤炭外运的衔接。截至 2012 年底，宁东铁路资产总额 40.73 亿元，所有者权益 33.09 亿元；2012 年实现营业收入 8.27 亿元，净利润 3.15 亿元。

宁夏电投

宁夏电投（公司持股比例为 100%）于 1996

年 11 月 25 日成立。宁夏电投本部的经营范围包括电力及相关产业的投资和经营、股权管理、资产管理、投资咨询等。2006 年 3 月，宁夏电投重组了原石嘴山钢铁厂，设立了宁夏电投钢铁公司和恒力钢丝绳股份公司。2010 年 10 月，宁夏电投又将电投钢铁公司 100% 股权和恒力钢丝绳股份公司部分股权转让给上海必欣实业公司，完成了恒力钢丝绳股份公司定向增发工作，公司对恒力钢丝绳股份公司的持股比例为 20.47%；2010 年 11 月，根据自治区政府决定，该公司整体吸收合并原宁夏富宁投资集团公司重组了宁夏电力投资集团。截至 2012 年底，宁夏电投有 11 家全资、控股子公司，分别为从事热电联产业务的宁夏电投银川热电有限公司（以下简称“银川热电”）和宁夏电投西夏热电有限公司（以下简称“西夏热电”），从事太阳能发电业务的宁夏电投尚德太阳能发电有限公司，从事风力发电业务的宁夏电投太阳山风力发电有限公司和宁夏电投灵武风力发电有限公司，从事生物化工业务的宁夏昊凯生物科技有限公司，从事商贸业务的宁电投（上海）实业有限公司、银川经济技术开发区颐安投资有限公司，此外还有宁夏京华电力投资发展有限公司、宁夏西洋恒力集团有限公司、深圳市广夏文化实业有限公司。主要参股公司有：宁夏恒力钢丝绳股份有限公司、国电宁夏石嘴山发电有限公司、宁夏金和化工有限公司、国电石嘴山第一发电有限公司宁夏商业银行股份有限公司等。截至 2012 年底，宁夏电投资产总额 132.15 亿元，所有者权益 25.37 亿元；2012 年实现营业收入 11.06 亿元，利润总额-0.30 亿元。

宁夏水投

宁夏水投（公司持股比例为 100%）成立于 2008 年 11 月，目前，注册资本 50000 万元。

该公司主要从事工业、城乡给排水、水利水电工程建设和运营管理。经营范围：从事水利水电、水源、供排水、城乡污水处理、水源地及湿地等水生态环境整治、土地储备与开发、风电太阳能等能源类开发利用项目的投融资、建设、运营管理和与之相关的旅游开发。截至 2012 年底，宁夏水投资资产总额 42.88 亿元，所有者权益 7.55 亿元；2012 年实现营业收入 8.03 亿元，净利润 0.04 亿元。

主要参股公司

公司投资收益主要通过投资参股公司实现，其所投资板块的发展及盈利状况对投资回报有重大影响。目前公司共有主要参股公司 6 家，具体包括中铝宁夏能源集团有限公司（以下简称“发电集团”）、宁夏国大药房连锁有限公司（以下简称“国大药房”）、青铝集团、中色（宁夏）东方集团有限公司（以下简称“中色东方”）、国药控股宁夏有限公司（以下简称“国药控股”）以及神华宁夏煤业集团有限公司（以下简称“宁煤集团”）等。其中，宁煤集团是公司投资收益主要来源。

表 4 2013 年 6 月底公司主要参股公司

公司名称	持股比例 (%)
中铝宁夏能源集团有限公司	25.65
宁夏国大药房连锁有限公司	30.00
中电投宁夏青铜峡能源铝业集团有限公司	23.95
中色（宁夏）东方集团有限公司	40.00
国药控股宁夏有限公司	33.30
神华宁夏煤业集团有限公司	49.00

资料来源：公司提供

宁煤集团（公司持股比例为 49%）成立于 2006 年 1 月，目前，注册资本 1003047 万元。该公司主要从事煤炭洗选加工、煤炭销售、煤炭制品及深加工、进出口业务、对外经济合作、化工建材、物资供销、房屋租赁、农林开发。（以下范围由分公司凭经营审批的许可和资质经营）煤炭开采、矿井建设、煤田灭火、供水、

供电、物业管理、汽车运输、矿山救护、机械制造、餐饮、住宿，矿区铁路专用线的维护保养，一类、二类压力容器、压力管道安装改造检修。

宁煤集团是宁夏回族自治区国有独资的能源投资建设与运营管理法人主体，由原宁夏亘元集团有限责任公司、太西集团有限责任公司、灵州集团有限责任公司和宁煤集团有限责任公司等四家国有重点煤炭企业于 2002 年 12 月合并成立。2006 年 1 月，宁夏国有资产监督管理委员会与神华集团有限责任公司签署增资扩股协议，由神华集团向宁煤集团增资 51 亿元，经宁夏回族自治区工商行政管理局核准，于 2006 年 1 月 16 日办理了工商变更登记，宁煤集团名称变更为“神华宁夏煤业集团有限责任公司”，其中神华集团控股 51%，宁夏国有资产管理委员会持股 49%；2012 年 8 月 31 日，宁煤集团召开股东会，同意宁夏国资委将其所持有该公司 49% 股权划转给公司。

截至 2012 年底，宁煤集团资产总额 836.49 亿元，所有者权益合计 327.87 亿元；2012 年实现营业收入 317.80 亿元，净利润 52.53 亿元。

3. 竞争优势

政府资源优势

公司作为国有独资企业，直接受宁夏回族自治区人民政府和宁夏国资委指导和管理，对下属子公司企业管理及人事任命等方面拥有较强的管控能力。同时宁国投公司所控股和参股的大型企业及行业都集中在能源、铁路、有色金属等国家鼓励或重点支持的行业产业，合作伙伴多为诸如神华集团有限公司、中国有色矿业集团有限公司及中国电力投资集团公司等国有大型企业，战略合作伙伴实力强，具有很强的市场掌控能力和抗风险能力。

子公司及参股公司的行业优势

公司主要子公司宁东铁路作为宁夏区唯一从事铁路投资、建设和运营的专业性公司，受自治区政府的委托，负责建设和经营区内铁路，

通过专业化铁路投资建设，完善自治区铁路路网布局，同时通过与神华宁夏煤业集团等重点煤企的合作，逐步改善煤炭及其他重要生产基础资料的运输瓶颈，为宁夏煤企的快速发展奠定坚实的基础。截至 2012 年底，该公司已在宁夏东部建成网状运输区域自备铁路 279 公里，全部为货运，其中煤炭运输占到货运总量的 90%，铁路控制系统采用了国内先进小站远程控制，工作效能和管理水平在国内处于先进水平。该公司由于是地方自营铁路，在宁夏区域内具有唯一性，因此在宁夏区域内无竞争对手，业务增长平稳，现金流及盈利能力稳定。

截至 2012 年底，宁煤集团的生产量在全国大型煤炭生产企业中排名第十位。该集团产品主要分为动力煤、无烟煤和炼焦煤三大类。动力煤的主要市场分布在宁夏、甘肃、陕西、青海、四川、重庆等地，在国内市场上占有份额为 2.3% 左右。无烟煤市场主要分布在河北、辽宁、甘肃、宁夏、内蒙古陕西等地，在国内市场的占有份额在 2.4% 左右。炼焦煤主要市场分布在甘肃、新疆、宁夏、陕西、山西、内蒙古等地，在国内市场上的占有份额在 0.6% 左右。

政策优势

近年来，公司下属多家子公司享受一系列国家税收优惠：宁东铁路自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日享受西部大开发 15% 的企业所得税优惠税率；自 2012 年至 2014 年享受企业所得税减免优惠政策，其中 2012 年度宁东铁路得税的实际缴纳率为 9%。自 2011 年供暖期至 2015 年 12 月 31 日，宁夏电投子公司西夏热电和银川热电对供热企业向居民个人供热而取得的采暖费收入继续免征增值税；自 2011 年 7 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对向居民供热而收取采暖费的供热企业，为居民供热所使用的厂房及土地继续免征房产税、城镇土地使用税。此外，宁夏水投子公司水利工程局和煤炭勘察等公司子公司符合相关税收条件，享受企业所得税按 15% 计征等相关税收优惠。

政府支持

近年来，宁夏国资委代表宁夏区政府行使出资人权利，对公司逐年进行增资，将持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公司。

2010 年出资 89005.33 万元，其中：以宁夏发电集团有限责任公司（现更名为中铝宁夏能源集团有限公司）41.11% 的国有股权出资 74426.63 万元，以宁东铁路 5% 的地方国有股权出资 13478.75 万元，以宁夏圣雪绒国际企业集团有限责任公司 20% 的国有股权出资 1099.95 万元；

2011 年出资 249649.38 万元，其中以持有的国有企业股权出资 231287.81 万元，以货币资金出资 18361.57 万元。国有企业股权出资中以青铝集团 23.95% 的地方国有股权出资 115996.98 万元，以中色东方 40% 的地方国有股权出资 107592.14 万元，以中煤实业 100% 的国有股权出资 7698.69 万元；

2012 年出资 1458042.24 万元，其中以持有的国有企业股权出资 1432621.23 万元，以应收宁东铁路土地出让金出资 25421.01 万元。国有企业股权出资中以持有的国药控股 33.30% 的地方国有股权出资 3232.97 万元；以持有的宁煤集团 49% 的地方国有股权出资 1426821.08 万元；以持有的国际招标 100% 的国有股权出资 2567.18 万元。

2013 年 3 月 19 日，根据宁夏国资委宁国资发〔2013〕23 号《关于将自治区国资委所持宁夏电力投资集团公司股权划转宁夏国投公司的批复》、宁国资发〔2013〕24 号《关于将宁夏煤炭勘察工程公司国有产权划转宁夏国投公司的批复》、宁国资发〔2013〕26 号《关于将自治区国资委所持宁夏水务投资集团有限公司股权划转宁夏国投公司的批复》，将宁夏区政府持有的宁夏电投、宁夏水投以及煤炭勘察的股权（占比均为 100%）划转由公司持有，增加公司实收资本 340273.37 万元。

截至 2013 年 6 月底，公司注册资本金为 300 亿元，实收资本 213.75 亿元，宁夏国资委承诺截至 2014 年 9 月底注册资本全部到位，其

中货币资金不低于 15 亿元。

4. 人员素质

目前，公司高级管理人员由 7 人组成，其中总经理 1 人，副总经理 2 人，监事会主席 1 人，监事 2 人，财务总监 1 人。

公司法定代表人、总经理李耀松先生，49 岁，大学学历，曾任自治区党委政研室主任科员、自治区党委政研室政文处副处长；自治区党委办公厅副处级秘书、自治区党委办公厅正处级秘书；自治区政府办公厅正处级秘书；自治区政府副秘书长、办公厅党组成员；固原市委副书记，纪委书记；宁夏社会科学院党组书记。2013 年 1 月至今任自治区国资委党委书记。2013 年 9 月至今兼任公司法定代表人、总经理。

截至 2013 年 6 月底，公司共有在岗职工 3626 人。从年龄构成来看，50 岁以上的占 11.40%；30~50 岁的占 53.60%；30 岁以下的占 35.00%。从学历构成来看，研究生以上占比 2.10%；大学本科占比 34.10%；大专及以下学历占比 63.80%。从职称构成看，生产人员占比 83.20%；管理人员 455 人（其中高级管理人员占比 2.60%，中层管理人员占比 9.70%）。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，以总经理为代表的管理团队拥有较为丰富的国有企业管理和资本运作的经验。公司员工年龄结构符合行业发展要求，能够较好地满足公司经营需要。

五、管理分析

1. 治理结构

公司不设董事会，实行总经理负责制，总经理办公会为公司决策机构，对宁夏自治区国资委负责，经自治区国资委授权，总经理办公会可行使自治区国资委授予的职权。总经理办公会是公司的最高经营决策机构，对自治区国资委负责，根据《公司法》及自治区国资委批准的公司章程行使职权，在自治区国资委授权范围内行使职能，决定公司的重大事项。

依据《公司章程》，公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中 3 人由宁夏自治区国资委委派，2 名由职工代表大会选取产生。监事会主席由自治区国资委从监事会成员中指定。

公司设总经理 1 人，总经理人选由自治区国资委聘任或解聘。同时，公司设副总经理 3 名，财务总监 1 名。

总体看，公司已建立了基本的法人治理结构。

2. 管理体制

公司结合本部和下属子公司的经营特点和管理要求，逐步建立健全了一系列管理制度和内控机制，不断完善管理制度，优化管理流程。项目投资管理方面，为规范公司的对外投资管理，公司制定了《对外投资管理制度》，对外投资决策机构、对外投资程序、投资计划实施、对外投资计价、对外投资日常管理办法、回收投资管理等业务环节做出了明确规定。根据公司的资金需求，资本结构及相关法律法规的要求，确定融资方式，提出融资计划，报批后实施，对于公司发债业务，经总经理办公会决议并报宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会批准后实施。

财务管理方面，公司制定了完备的财务管理制度。公司加强财务管理制度的建设，建立了统一规范的会计政策和核算标准，加强成本管理，正确反应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《内部财务管理制度》、《计划管理工作制度》、《内部审计管理办法》、《定额管理制度》和《内部税务风险管理控制实施方案》等。

对子公司的管理方面，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，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。公司与各子公司实行统一财务管理制

度和二级核算体制，各子公司单独进行财务核算后，再纳入总公司整体核算内。

公司制定了《担保制度》，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。

总体看，公司管理制度较为健全，对下属子公司能正常行使经营管理职权。

六、经营分析

1. 经营概况

目前公司主营业务板块以铁路运输、发电供热和工程劳务为主业。从营业收入来看，2010~2012年，公司整体营业收入呈逐年下降趋势，平均复合下降17.13%；2012年，公司主营业务收入30.89亿元，同比下降22.25%，主要系公司划拨钢铁业务导致其收入大幅下降所致。2012年，公司铁路运输、发电供热和工程劳务收入合计24.54亿元，同比增长6.46%。

从收入构成来看，铁路运输业务、发电供热业务和工程劳务业务一直是公司收入的主要来源，2010~2012年，对营业收入贡献率均逐年增长，2012年铁路运输、发电供热以及工程劳务业务占主营业务收入的比重分别为24.43%、33.97%和21.03%，分别较上年增加7.46个百分点、8.23个百分点以及5.72个百分点。公司钢铁业务收入占主营业务收入比重逐

年下降，主要系钢铁业务收入为公司子公司宁夏电投的控股子公司宁夏恒力钢丝绳股份有限公司（以下简称“宁夏恒力”）的业务收入，因宁夏恒力于2011年7月实施定向增发，增发后公司持股比例下降，失去控股权故不再纳入2012年公司合并财务报表。2010~2012年，供水业务对公司营业收入贡献率有所上升，2012年为9.30%，同比增加3.33个百分点。公司其他业务主要包括招投标服务、宾馆服务以及葡萄酒生产销售等。2010~2012年，公司其他业务板块对主营业务收入贡献率逐年下降，2012年其他业务收入规模较小，仅为4.02%。

从各板块毛利率来看，2010~2012年，公司铁路运输业务毛利率呈逐年增长趋势；其中2011年，公司铁路运输业务毛利率为56.03%，较2010年增加了7.92个百分点，主要系2011年运输收入大幅增长，成本费用支出增长平缓所致。2012年，铁路运输业务毛利率为56.57%，与2011年相比变化不大。2010~2012年，公司发电供热业务毛利率呈波动下降趋势；其中2011年毛利率为7.45%，较2010年减少了8.09个百分点，主要系2011年煤炭价格上涨所致。2012年，发电供热业务毛利率为13.74%，较2011年大幅提升，主要系煤炭价格下行及公司加强成本控制所致。2010~2012年，公司工程劳务业务毛利率逐年下降，主要由于物价上涨，材料及人工费用快速增长导致。2012年，工程劳务业务毛利率为17.31%，较2011减少5.63个百分点。2010~2012年，公司供水业务毛利率波动增长，主要由于供水范围扩大，收入及成本均逐年上升，收入增速高于成本增速所致。

表5 2010~2013年6月公司主营业务构成情况（单位：亿元，%）

主营业务	2010年			2011年			2012年			2013年1~6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
铁路运输业务	5.71	12.42	48.11	6.74	16.97	56.03	7.55	24.43	56.57	4.11	25.71	56.95
发电供热业务	9.05	19.71	15.54	10.23	25.74	7.45	10.49	33.97	13.74	6.12	38.31	27.84
煤炭运销业务	--	--	--	1.60	3.95	20.35	2.24	7.25	16.87	1.87	11.72	7.09
供水业务	1.33	2.90	21.96	2.37	5.97	34.49	2.87	9.30	32.52	1.62	10.16	39.16
钢铁业务	18.60	40.48	6.31	9.69	24.38	7.41	--	--	--	--	--	--

工程劳务	4.71	10.25	30.59	6.08	15.31	22.94	6.50	21.03	17.31	1.69	10.55	20.34
其他业务	6.54	14.24	5.91	3.05	7.68	15.38	1.24	4.02	27.72	0.57	3.54	28.83
合计	45.95	100	16.20	39.73	100	20.79	30.89	100	27.49	15.98	100	33.29

资料来源：公司提供

注：其他业务主要包括招标投标服务、宾馆服务及葡萄酒生产和销售等。

2013年1~6月，公司实现主营业务收入15.98亿元，占2012年全年的51.73%；铁路运输业务和发电供热业务占比分别升至25.71%和38.31%，工程劳务占比降至10.55%，供水业务占比略有上升，为10.16%；公司铁路运输、发电供热及工程劳务业务毛利率均有所上升，主营业务毛利率为33.29%。

2. 铁路运输业务

公司铁路运输业务由控股子公司宁东铁路运营。作为公司铁路业务的运营主体，宁东铁路主要承担宁东地区的铁路货物运输业务。主要运营线路为西与包兰铁路大坝站接轨，北与三新铁路上海庙站接轨，形成一横两纵的路网布局，一纵是大坝~古窑子~鸳鸯湖~梅花井，两纵分别是临河工业园A区~古窑子~枣泉、上海庙~配煤中心~鸳鸯湖~红柳。运输主要货品煤炭、油品、煤化工产品等，其中煤炭运输占到货运总量的90%。宁东铁路运营铁路全长279公里，拥有内燃机17台、轨道车2台，自备敞车625辆，具备内燃机车辅修和车辆段修能力。铁路控制系统采用了国内先进小站远程控制，工作效能和管理水平在国内处于先进水平。

宁东铁路是地方自营铁路，在宁夏区域内具有唯一性，在宁夏区域内无竞争对手，保障

了公司铁路运输业务收入及盈利水平。2010~2012年，公司铁路运输业务收入保持快速增长趋势。2012年实现收入7.55亿元，同比增长12.02%，主要得益于宁东铁路运力及煤炭运输量提升。2012年煤炭货物运输量为3464万吨，较2011年增加493万吨。2013年1~6月，铁路运输业务实现收入4.11亿元，较2012年同期增长7.23%。

煤炭货运

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

在收费模式方面，公司货运业务主要是宁东地区煤炭业务的运输，其铁路货运营收入采取“一次核收、分段计费”取得，即由发送站向客户一次性核收后（全称货物运输费用后），按照铁道部和铁路局的分段计费方式，在运输所经过的各企业根据各自实际承担的货物运输工作量进行收入结算。

表6 公司主要货运业务量指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~6 月
货物发送量（万吨）	1923.00	1807.00	1702.00	890.00
其中：煤炭	1878.00	1736.00	1631.00	864.00
货物到达量（万吨）	58.00	240.00	348.00	33.00
其中：煤炭	0.00	191.00	283.00	0.00
货物运输量（万吨）	2464.00	3090.00	3601.00	1918.00
其中：煤炭	2362.00	2971.00	3464.00	1838.00
换算周转量（亿吨公里）	197472.00	220478.00	234796.00	126208.00

资料来源：企业提供

采购和销售

原材料采购方面，机车用油为公司主要原材料成本。2010~2012年，机车用油占营业成本的比重分别为12.70%、18.65%和20.87%。从供应商情况来看，宁东铁路第一大供应商为中铁物资西安有限公司，采购金额占比为90%。宁东铁路直接向中铁物资西安有限公司采购，对其依赖性较大。结算方式为预付款结算。

表7 2012年公司前五大供应商供货情况

供应商名称	金额(万元)	占比(%)
第一大供应商	7700.00	90.00
第二大供应商	154.00	1.80
第三大供应商	86.00	1.01
第四大供应商	78.00	0.92
第五大供应商	69.00	0.80

资料来源：公司提供

宁东铁路主要客户为宁东地区的煤炭生产企业及部分发电厂。宁煤集团占公司铁路运输业务收入比重在90%以上，业务集中度高。在结算方面，宁煤集团议价能力较强，采用银行票据结算，账期为1个月；其他客户通常采取预付款和协议单位定期付款相结合的模式，以银行转账方式或现金结算。

3. 发电供热业务

公司发电供热业务的运营主体为宁夏电投下负责热电联产业务的银川热电和西夏热电两家子公司。

2010~2012年，公司发电供热业务收入保持快速增长趋势。2012年实现收入10.49亿元，同比增长2.54%，主要由于本期风力发电和太阳能发电相继投产导致收入增加。2012年，风力发电和太阳能发电分别实现收入0.35亿元和0.18亿元。从收入构成来看，火力发电为公司发电供热板块主要收入来源，2010~2012年，占发电供热营业收入比重分别为80.77%、77.32%和70.83%；供热业务收入占比分别为19.34%、21.11%和24.12%，为发电供热板块第二大收入来源。

表8 2010~2012年6月热电业务板块收入构成

(单位：亿元)

	2010年	2011年	2012年	2013年1~6月
火力发电	7.31	7.91	7.43	4.80
风力发电	--	--	0.35	0.29
太阳能发电	--	0.16	0.18	0.09
供热	1.75	2.16	2.53	0.94
合计	9.05	10.23	10.49	6.12

资料来源：公司提供

截至2013年6月底，公司拥有热电联产模式下发电机组6台，总装机容量49万千瓦，包括2台机组合计装机容量400MW（西夏热电）和4台机组合计装机容量90MW（银川热电），目前具有2993吉焦/小时的供热能力，供热面积达1204万平米。

表9 银川热电部分热电生产、销售指标

项 目	2010年	2011年	2012年	13年1~6月
发电量(亿千瓦时)	6.11	6.89	5.39	2.89
上网电量(亿千瓦时)	5.31	5.37	4.55	2.46
平均设备利用小时数	6783.00	6894.00	5987.00	3213.00
平均上网电价(元/千千瓦时,含税)	361.37	437.77	453.71	453.57
厂用电率(%)	13.06	13.47	15.51	14.59
单位供电煤耗(克/kwh)	373.26	397.05	376.60	380.47

资料来源：公司提供

2012年，银川热电累计发电量5.39亿千瓦时。同期，上网电量4.55亿千瓦时，发电设备平均利用小时数为5987小时，同比均有小幅减少。由于银川热电取消超发电价，2012年供电平均价格有所提升，为453.71元/千千瓦时（含税）。2012年发电机组供电标煤消耗为376.60克/千瓦时，较2011年略有下降。银川热电发电机组供电煤耗高于全国平均水平，主要系银川热电提供热电供热所致。

2013年1~6月，银川热电累计完成发电量2.89亿千瓦时。供电平均价格与上年相比基本保持一致。发电机组单位供电耗煤380.47克/千瓦时，与2012年相比有所提升。

表 10 西夏热电部分热电生产、销售指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1~6 月
发电量（亿千瓦时）	27.29	27.77	24.45	13.10
上网电量（亿千瓦时）	24.67	25.01	22.11	11.91
平均设备利用小时数	6823.00	6943.00	6114.00	3275.00
平均上网电价（元/千千瓦时，含税）	268.65	282.55	299.75	305.91
厂用电率（%）	9.61	9.93	9.58	9.06
单位供电煤耗（克/kwh）	335.7	335.15	323.99	317.01

资料来源：公司提供

2012年，西夏热电累计发电量24.45亿千瓦时。同期，上网电量22.11亿千瓦时，发电设备平均利用小时数为6114小时，同比均有小幅减少，主要系①本期公司所在区域用电量有所下滑；②本期西夏热电部分机组进行了检修。2012年西夏热电提高结算电费单价，供电平均价格为299.75元/千千瓦时（含税）。西夏热电平均上网电价低于全国平均水平，主要系当地煤炭运输成本低，物价局对上网电价定价较低。2012年发电机组供电标煤消耗为323.99克/千瓦时，较2011年略有下降。

2013 年 1~6 月，西夏热电累计完成发电量 13.10 亿千瓦时。供电平均价格与上年相比略有增加。发电机组单位供电耗煤 317.01 克/千瓦时，与 2012 年相比有所下降。2013 年 1~6 月，宁夏电投实现净利润 0.52 亿元。

供热业务方面，2012年，银川热电供热量为2781200吉焦，同比增加167600吉焦，其中居民供热量为1564100吉焦；平均供热价格为44元/吉焦，较2011年有所增长。2012年，西夏热电供热量为3286069吉焦，其中居民供热为2402116吉焦，较2011年有所增长；平均供热价格略有提升，为34.47元/吉焦。

在原材料采购方面，发电主要原材料为煤炭（电煤），2010年~2012年，银川热电标煤采购量分别为346397.53吨、353549.70吨和313648.63吨。电煤外部采购采取合同采购方式，主要用公路方式运输。2012年，银川热电主要供应方为宁煤集团（占73%）、灵武市瑞

利达工贸有限公司(占15%)、青铜峡市新井煤业有限公司（占8%）等公司，近三年合同煤履约率约为100%。

2010~2012年，西夏热电标煤采购量分别为931211吨、957507吨和853240吨。电煤外部采购采取合同采购方式，主要用公路方式运输。2012年西夏热电主要供应方为宁煤集团（占47.69%）、宁夏威斯特通讯设备有限公司（占21.75%）、灵武瑞利达工贸有限公司(占12.62%)等公司，近三年合同煤履约率约为100%。

4. 工程劳务业务

公司工程劳务业务的运营主体主要为宁夏回族自治区水利水电工程局（以下简称“工程局”）。工程局为公司控股子公司宁夏水投下属子公司，主要是为水利施工及房屋建筑领域提供工程服务。

2010~2012年，由于国家加大水利投资，公司积极拓展宁夏区内外业务，公司工程业务呈逐年增长趋势。2012年，公司工程劳务收入为6.50亿元，同比增长6.91%。

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

目前，工程局拥有水利水电工程施工总承包一级，市政公用工程施工总承包一二级，房屋建筑工程施工总承包二级，水利工程检测资质甲级，压力管道（GB2、GC3）安装改造维修，起重机械（B 级）安装改造维修等一系列工程资质。另外公司先后通过了GB/T19001-2008 管理质量体、GB/T24001-2004 环境管理体系等体系认证。

工程局现有各类专业技术人才 500 多人，其中国家一级注册建造师 17 人，二级注册建造师 82 人。拥有专业机械设备 700 多台（套）。

5. 宁煤集团

2010~2012 年，公司投资收益占利润总额比重分别为 99.42%、94.48%和 86.58%，投资收益对利润总额贡献极大。其中公司投资收益主要来自宁煤集团的股权投资收益，宁煤集团对公司盈利水平影响大。宁煤集团是公司子公司宁东铁路的主要客户，同时也是公司子公司银川热电和西夏热电的主要原煤供应商，对公司铁路运输业务和发电供热业务影响较大。故以下单独对其营业状况进行分析。

宁煤集团作为一家以资源开发与深加工转化为主的综合能源企业，拥有煤炭资源量 336 亿吨，其中无烟煤 2.90 亿吨、焦煤及 1/3 焦煤

11 亿吨、不粘煤及长焰煤 255 亿吨，上海庙矿区整合权益资源量 49 亿吨。煤炭资源储量充足，对集团可持续发展提供了可靠的保障。

截至 2013 年 6 月底，宁煤集团资产总额 875.30 亿元，净资产 338.63 亿元；2013 年 1~6 月实现营业收入 138.31 亿元，净利润 19.71 亿元。

煤炭生产

截至 2013 年 6 月底，宁煤集团拥有 17 对生产矿井，拥有煤炭可采储量 58 亿吨，原煤核定产能 8330 万吨/年，入洗能力 8240 万吨/年，煤炭资源丰富。

表 11 宁煤集团矿井开采简况

名称	剩余可采年限（年）	地区	采矿权证	探矿权证
焦煤分公司	18.7	石嘴山市	C64000020091011200429999	--
乌兰煤矿	50.5	内蒙古	C1000002011071140116463	--
任家庄煤矿	52.1	银川市	C1000002008071120000425	--
红石湾煤矿	40.5	银川市	C6400002011041120112252	--
大峰露天煤矿	22.1	石嘴山市	C6400002010051120066222	--
白芨沟煤矿	43.2	石嘴山市	C1000002008061120001575	--
汝箕沟煤矿	38.9	石嘴山市	C1000002011071110116464	--
灵新煤矿	40.0	银川市	1000000620067	--
羊场湾煤矿	24.5	银川市	C6400002011121140122111	--
石沟驿分公司	32.3	吴忠市	C6400002010111120079714	--
磁窑堡煤矿	4.2	银川市	C6400002009111120044959	--
枣泉煤矿	17.9	银川市	C1000002011071110116465	--
清水营煤矿	53.8	银川市	C1000002011011110104370	--
梅花井煤矿	89.0	银川市	C1000002011011110104371	--
麦垛山煤矿	101.7	银川市	--	T64120120901046725
金凤煤矿	57.9	吴忠市	--	T01120090101023484
金家渠煤矿	60.2	吴忠市	--	T01120080109015668

资料来源：公司提供

2010~2012 年，原煤核定产能快速提升，三年分别为 5423.00 万吨、6528.00 万吨和 7907.00 万吨。宁煤集团在生产方面，努力挖掘产能，具体措施包括：充分挖掘羊场湾、枣泉、梅花井、红柳等主力矿井潜能，确保完成奋斗目标；不断优化石槽村、金凤等矿的生产布局，实现达产；加大银北各矿井瓦斯抽采治理力度，

实现安全生产。

2010~2012 年原煤产量逐年增长，三年分别为 5105.00 万吨、5686.00 万吨和 6750.00 万吨。2013 年 1~6 月，宁煤集团生产原煤 3504.00 万吨，占 2012 年全年产量的 51.91%。

宁煤集团 2012 年原煤核定能为 7907.00 万吨/年，实际完成 7408.00 万吨（包括基建工程

煤等)。煤炭洗选加工能力 1660.00 万吨/年(宁东矿区不包括除红石湾、任家庄煤矿洗煤厂以外的洗煤厂), 实际生产洗精煤 1447.00 万吨。2012 年, 宁煤集团公司原煤生产 6750.00 万吨, 在全国大型煤炭企业中排第十位, 采煤机械化程度达到 98.85%。

表 12 煤炭生产销售指标概况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~6 月
原煤核定产能(万吨)	5423.00	6528.00	7907.00	8330.00
原煤实际产量(万吨)	5105.00	5686.00	6750.00	3504.00
成品煤销量(万吨)	5255.00	5626.00	6265.00	2962.00
成品煤产销率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
平均销售价格(元/吨)	347.90	379.83	335.97	290.77

资料来源: 公司提供

煤炭销售

宁煤集团的煤炭产品包括动力煤、无烟筛选煤、无烟精煤、主焦煤和 1/3 焦精煤。煤炭销售以动力混煤为主, 主要供应电力、冶金以及石化企业, 主要用户包括大坝发电有限责任公司、大唐集团甘肃公司、国电西北分公司等。2013 年 1~6 月, 前五大客户占销售比重为 19.71%。在销售区域方面, 宁煤集团地处西北,

除供应宁夏自治区内市场外, 主要供给甘肃、河北、四川省等区域, 宁夏是宁煤集团的主要销售区域。

表 13 煤炭销售区域概况(%)

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~6 月
甘肃	10.63	13.58	6.19	12.26
河北	6.65	6.02	7.90	7.72
山西	5.70	5.26	3.53	0.85
四川	5.05	8.39	6.24	3.09
宁夏	46.12	48.03	59.38	37.72
其他	25.85	18.73	16.77	38.36
合计	100.00	100.00	100.00	100

资料来源: 公司提供

近年来, 煤炭行业整体景气度下滑, 但宁煤集团继续保持其在宁夏煤炭销售的垄断地位, 销售数量并未受到明显影响, 2010~2012 年及 2013 年 1~6 月, 动力煤的销量分别为 4089.45 万吨、4544.00 万吨、4930.98 万吨和 2380.00 万吨。在销售价格方面, 2010~2012 年及 2013 年 1~6 月, 动力煤销售均价分别为 249.93 元/吨、280.37 元/吨、250.74 元/吨和 213.10 元/吨。自 2012 年三季度开始, 煤炭价格快速下行, 导致宁煤集团主要产品价格均有所下降。

表 14 煤炭分品种销售情况

	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1~6 月	
煤种	销量(万吨)	价格(元/吨)	销量(万吨)	价格(元/吨)	销量(万吨)	价格(元/吨)	销量(万吨)	价格(元/吨)
动力煤	4089.45	249.93	4554.00	280.37	4930.98	250.74	2380.00	213.10
无烟筛选煤	39.12	727.76	23.83	908.24	2.30	689.00	0.87	600.91
无烟精煤	561.85	867.11	507.73	1018.47	562.49	888.08	259.00	831.37
主焦煤	169.95	1019.77	158.06	1194.76	129.51	1089.20	70.00	895.23
1/3 焦精煤	106.10	706.89	110.17	767.32	227.61	709.87	90.00	610.66

资料来源: 公司提供

目前, 宁煤集团规划在建项目、开展前期项目及储备项目概(估)算投资接近 2000 亿元, 具备大规模发展能力, 为可持续发展奠定了坚实基础。规划到 2020 年, 煤炭产量达到 1.30 亿吨, 煤化工产品达到 1000 万吨,

全面建成以千万吨级现代化矿井群为核心的国家级亿吨煤炭基地、以煤制烯烃和煤制油为龙头的世界级现代煤化工基地、国家级碳基材料研发基地和循环经济示范园区, 实现营业总收入突破 1000 亿元。

7. 经营效率

从经营效率指标看，2010~2012 年，公司的销售债权周转次数逐年下降，三年分别为 11.08 次，5.56 次和 4.92 次；公司的存货周转次数分别为 8.92 次、5.28 次和 6.18 次，呈波动下降态势；公司总资产周转率分别为 0.25 次、0.11 次和 0.08 次。

总体看，公司整体经营效率有待加强。

8. 未来规划

(1) 发展规划

公司将以股权管理、融资服务、国有资本投资、资本运营和区属国有资产处置为主业，在自治区人民政府和自治区国资委的支持下，通过持有和管理公司在控股和参股公司的股权；搭建自治区级国有资产管理运营平台，通过债务融资等多种融资方式筹措资金解决自治区重点行业和重点项目的融资问题。同时，公司通过债权投资与股权投资将开展资本运作，整合资源，加大对投、融资金的管理，确保国

有资产保值、增值。

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

(2) 投资项目

公司现阶段及未来投资项目主要包括昊凯公司乳酸项目、宁夏电投灵武风电场一期 49.5MW 工程项目、上宁线（含长城南站-煤化工 BC 区段）项目、宁东供水二期工程、西夏热电网工程等项目。上述项目计划总投资额 87.90 亿元，其中自有资金投入比例为 20%，外部银行贷款筹资占 80 %。截至 2013 年 6 月底，上述项目已完成投资 29.75 亿元，2013 年计划投入 14.43 亿元。总体看，公司未来投资项目金额较大，资金支出压力较大。

表 15 公司在建及未来拟建项目投资情况(单位：万元)

项目名称	投资主体	项目总投资	2013 年 6 月底累计完成投资	2013 年	2014 年
昊凯公司乳酸项目	宁夏电投	44021	44021	0	0
宁夏电投灵武风电场一期 49.5MW 工程项目	宁夏电投	42700	16759	25941	0
上宁线（含长城南站-煤化工 BC 区段）	宁东铁路	42000	33534	8466	0
宁东供水二期工程	宁夏水投	115000	20711	35000	35000
鸳鸯湖矿区铁路	宁东铁路	130000	121533	621	5000
固原地区城乡饮水安全水源工程	宁夏水投	172234	15098	37600	45000
西夏热电网工程	宁夏电投	49000	43765	1500	2000
电气化改造工程及电力贯通线	宁东铁路	100000	1139	13015	30000
临红线（临河 A 区至红墩子矿区线）	宁东铁路	84000	942	0	10000
葡萄酒基地	宁东铁路	100000	12	22117	10000
合计		878955	297514	144260	137000

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2010~2012 年财务数据已经信永中和会计师事务所有限公司（以下简称“信永中和”）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2013 年 1~6 月财务数据已经信永中和审计，并出具了保留意见审计结论。具体保留意见如下：“宁夏国投 2013 年 1 至 6 月份投资收益中按权益法确认的应计联合企业的投资收益为 933249353.90 元，占宁夏国投本期净利润的 95.09%，这部分投资收益是宁夏国投根据被投资单位未经审计的财务报表确认的，信永中和对这部分投资收益的准确性无法确认。”鉴于以上，以下分析以 2010~2012 年为主，2013 年半年报仅做参考。

截至 2013 年底 6 月底，纳入公司合并报表范围内 2 级子公司 6 家，较 2012 年新增 3 家：以划拨方式取得的宁夏电投、宁夏水投以及煤炭勘察。为保持财务信息的连续性与可比性，公司对 2010~2012 年财务数据进行了追溯调整。

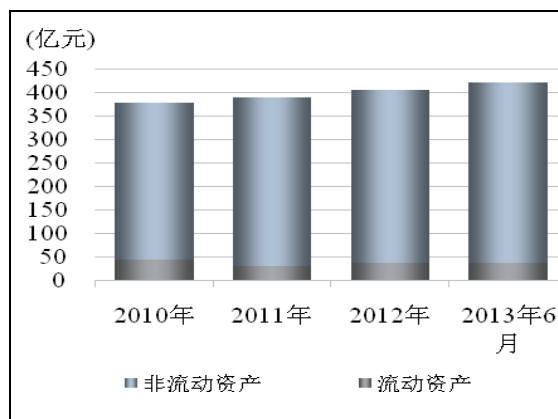
截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 406.33 亿元，所有者权益 255.13 亿元（其中少数股东权益 34.42 亿元）；2012 年，公司实现营业收入 31.96 亿元，利润总额 28.47 亿元。

截至 2013 年 6 月底，公司（合并）资产总额 422.87 亿元，所有者权益 272.07 亿元（其中少数股东权益 35.81 亿元）；2013 年 1~6 月，公司实现营业收入 16.22 亿元，利润总额 11.04 亿元。

2. 资产质量

2010~2012 年，公司资产规模呈逐年增长趋势，年均复合增长 3.64%。截至 2012 年底，公司资产总额 406.33 亿元，同比增长 3.85%；其中流动资产占 9.31%，非流动资产占 90.69%。公司资产结构以非流动资产为主。

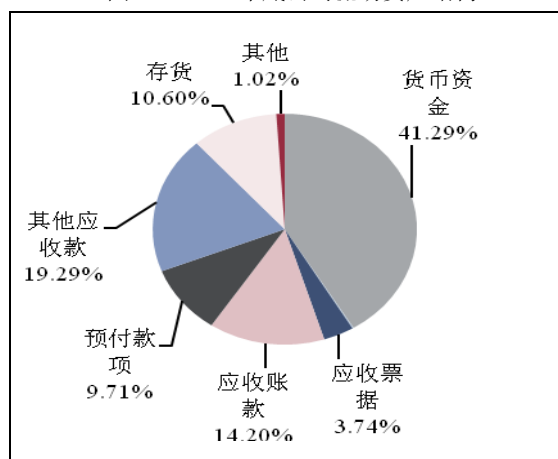
图 15 2010~2013 年 6 月公司资产结构



资料来源：审计报告

2010~2012 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 7.21%。其中，截至 2011 年底，公司流动资产合计 31.49 亿元，同比下降 28.33%，主要由于公司子公司宁夏恒力于 2011 年实施定向增发，增发后宁夏电投持股比例下降，失去对宁夏恒力的控制权，故不再纳入合并报表范围；截至 2012 年底，公司流动资产 37.83 亿元，同比增长 20.13%；构成主要以货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成为主（见图 16）。

图 16 2012 年底公司流动资产结构



资料来源：审计报告

2010~2012 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 5.36%。截至 2012 年底，公司货币资金 15.62 亿元，同比增长 38.69%；构成以银行存款（占 91.96%）为主。使用受限制的货币资金 1.19 亿元，全部由实行专款专用、封闭运行

的专户资金构成。

2010~2012年，公司应收账款净额波动下降，年均复合下降13.72%。其中，截至2011年底，应收账款净额5.10亿元，同比大幅下降，主要系2011年公司子公司宁夏恒力不再纳入合并范围，导致应收账款下降所致；截至2012年底，公司应收账款账面余额7.15亿元，同比增长4.74%。欠款客户前五名金额合计占比35.02%，集中程度较高，其中，宁夏回族自治区电力公司欠款1.04亿元，占比14.54%，账龄为1年以内，预计无法回收风险较低。公司单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额为2.55亿元，占比35.65%，计提坏账比例43.26%，计提较为充分；按账龄分析法来看，应收账款账面余额4.58亿元，占比69.61%，其中1年以内的占85.76%，整体账龄较短。公司共计提坏账准备1.78亿元，计提坏账比例为24.84%，计提较为充分；公司应收账款净值5.37亿元。整体看，公司应收账款质量较好。

表 16 2012 年底公司应收款前五名客户情况
(单位: 万元)

客户名称	账面余额	占比	账龄
神华宁夏煤业集团有限公司	1828.97	2.56%	1 年以内
宁夏回族自治区电力公司	10393.22	14.54%	1 年以内
宁夏回族自治区财政	4067.12	5.69%	1 年以内
宁夏积家井煤业有限公司	4753.94	6.65%	1 年以内
宁夏宝丰能源集团有限公司	3994.06	5.59%	1~2 年
合 计	25037.31	35.02%	

资料来源: 审计报告

2010~2012年，公司其他应收款净额年均复合增长18.29%。截至2012年底，公司其他应收款余额为7.30亿元，同比增长2.61%，构成主要包括公司应收的股权受让款、置换土地出资款以及借款等。欠款客户前五名金额合计占比61.83%，集中程度高。欠款前五名客户中，佳通轮胎(中国)投资有限公司的股权受让款为1.72亿元，目前该款项已收回；宁夏电投钢铁有限公司的股权转让款1.31亿元，账龄为2~3年，目

前该款项已收回。从账龄来看，1年以内的占19.61%，1~2年的占63.27%，2年以上占17.12%；公司单项金额重大并单项计提坏账准备的其它应收款的金额共计占其他应收款账面余额的65.39%，占比大，坏账准备计提比例为13.89%，计提较充分。

表 17 2012 年底公司其他应收款前五名客户情况
(单位: 万元)

客户名称	账面余额	占比	账龄
佳通轮胎(中国)投资有限公司	17189.11	19.99%	1 年以内
神华宁夏煤业集团有限公司	14566.90	16.94%	1 年以内
宁夏固原市水务局	4655.90	5.42%	0~2 年
宁夏电投钢铁有限公司	13051.06	15.18%	2~3 年
宁夏房地产开发集团有限公司	3700.00	4.30%	2~3 年
合 计	53162.98	61.83%	

资料来源: 审计报告

2010~2012年，公司存货波动下降，年均复合下降32.19%。其中，截至2011年底，公司存货账面价值为3.40亿元，同比大幅下降，主要系2011年公司子公司宁夏恒力不再纳入合并范围，导致存货下降；截至2012年底，存货4.01亿元，同比增长17.82%，构成以工程施工(占49.70%)、原材料(23.06%)、库存商品(占12.97%)和开发商品(占10.83%)为主；公司累计计提存货跌价准备0.03亿元。

2010~2012年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率为4.98%。截至2012年底，公司非流动资产368.50亿元，同比增长2.42%，主要由长期股权投资(占54.77%)和固定资产(占23.53%)和其他非流动资产(占15.24%)构成。

2010~2012年，公司长期股权投资年均复合增长9.52%。截至2012年底，公司长期股权投资净额为201.82亿元，同比增长1.83%，主要是对联营企业宁煤集团的长期股权投资本期增加所致。公司长期股权投资中被投资企业数量较多，构成以按权益法核算的长期股权投资为主(占95.19%)，其中截至2012年底，公司对联营企业宁煤集团的长期股权投资为152.78亿元，

占长期股权投资合计的75.24%。主要被投资企业中，2012年宁煤集团实现营业收入317.80亿元，净利润50.49亿元；青铝集团实现营业收入49.11亿元，净利润为-0.54亿元；发电集团2012年实现营业收入42.02亿元，净利润为0.31亿元；中色东方实现营业收入173.43亿元，净利润-5.33亿元。按权益法核算的主要长期股权投资中，宁煤集团和发电集团本期分别增加5.81亿元和0.31亿元，股权投资质量良好；青铝集团和中色东方的长期股权投资分别减少-1.42亿元和-0.52亿元，股权投资质量一般。总体看，除宁煤集团和发电集团外，公司其他投资状况一般，公司参股企业股权质量分化。

表 18 2012 年底公司主要长期股权投资情况
(单位: 亿元, %)

被投资企业名称	投资 余额	持股 比例	核算 方法
宁煤集团	152.78	49.00	权益法
青铝集团	10.73	23.95	权益法
发电集团	10.64	30.87	权益法
中色东方	9.12	40.00	权益法
国电宁夏石嘴山发电有限公	2.52	20.00	权益法
合 计	185.80	--	--

资料来源: 审计报告

2010~2012年，公司固定资产逐年增长，三年复合增长率为19.00%。截至2012年底，公司固定资产净额为86.72亿元，同比增长30.07%，主要系本期在建工程转入固定资产所致；公司累计折旧19.89亿元，计提减值准备0.17亿元。从固定资产账面价值看，房屋建筑物占33.38%，机器设备占30.89%，线路资产占33.89%。

2010~2012年，公司在建工程逐年下降，三年复合下降23.07%。截至2012年底，公司在建工程账面价值14.98亿元，同比下降37.12%，主要系本期在建工程转入固定资产24.06亿元所致；截至2012年底，在建工程账面余额15.11亿元，减值准备0.14亿元。

2010~2012年，公司其他非流动资产逐年下降，年均复合下降11.48%。截至2012年底，其

他非流动资产合计56.17亿元，同比下降13.19%，主要由委托管理资产（占99.67%）和公益性生物资产（占0.33%）构成。

截至2013年6月底，公司资产总额422.87亿元，较2012年底增长4.07%，主要由于长期股权投资增加导致。其中，流动资产占9.05%，非流动资产占90.95%，资产结构仍以非流动资产为主。截至2013年6月底，货币资金较2012年底有所下降，主要由于本期筹资活动现金支出较多；预付账款较2012年底增长29.96%，主要系本期新增预付给宁夏天源达房地产开发公司的购买资产款0.53亿元以及预付给宁夏青龙管业股份有限公司的工程款0.29亿元所致；其他应收款较2012年底下降16.46%，主要系本期收回佳通轮胎（中国）投资有限公司的股权受让款1.72亿元所致；长期股权投资较2012年底增长7.57%，主要系对宁煤集团的投资本期增加所致。

公司资产构成以非流动资产为主。流动资产以货币资金、应收账款和其他应收款为主。非流动资产中长期股权投资占比高，长期股权投资以宁煤集团的股权投资为主，公司参股企业股权质量分化。整体看，公司资产质量尚可。

3. 负债与所有者权益

所有者权益

2010~2012年，公司所有者权益年均复合增长8.85%，主要来自实收资本的增长。截至2012年底，公司所有者权益255.13亿元，其中归属于母公司的权益220.71亿元。归属于母公司权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占比81.43%、17.34%、0.14%和1.09%。

近年来，公司实收资本大幅增长，年均复合增长348.10%。截至2011年底，公司实收资本同比大幅增长主要由于2011年宁夏国资委将持有的中电投宁夏青铜峡能源铝业集团有限公司23.95%的国有地方股权、中色（宁夏）东方集团公司40%的国有地方股权以及宁夏中煤实业

有限公司100%的国有股权划转给公司。截至2012年底，公司实收资本179.72亿元，同比大幅增长，主要由于2012年宁夏国资委将持有的国药控股宁夏有限公司33.3%的国有股权、神华宁夏煤业集团有限公司49%的国有股权以及宁夏国际招标有限公司100%的国有股权划转给公司，实收资本增加143.26亿元。截至2012年底，公司资本公积38.26亿元，同比减少92.43亿元，主要系公司财务报表进行三年追溯调整，其他资本公积本期减少所致；其他资本公积系按投资比例确认的子公司及联营企业其他权益变动金额。

截至2013年6月底，公司所有者权益272.07亿元；归属于母公司的权益236.27亿元，其中实收资本213.75亿元，较2012年底增长18.94%，主要系2013年3月，宁夏国资委将持有的宁夏电投100.00%的国有股权、宁夏水投100.00%的国有股权、宁夏煤炭勘察工程有限公司100.00%国有股权划转给公司，导致实收资本增加34.03亿元。所有者权益构成与2012年底相比，公司实收资本进一步增长。

总体看，公司实收资本逐年增长且占比高，但货币出资比例较低，公司所有者权益质量一般。

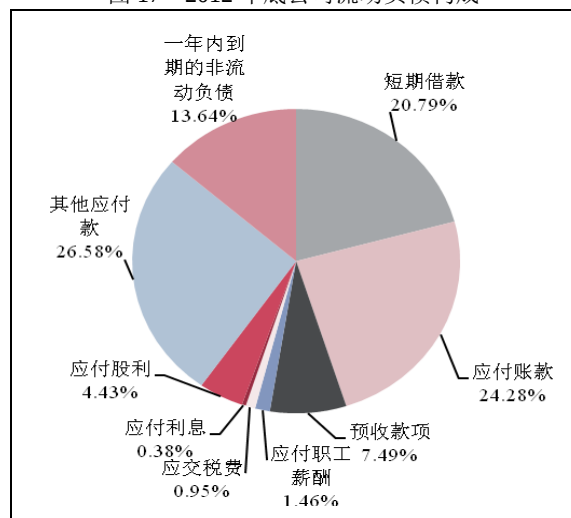
负债

2010~2012年，公司负债总额波动下降，年均复合下降3.67%。截至2012年底，公司负债总额151.20亿元，同比增长4.02%。其中流动负债占22.71%，非流动负债占77.29%。截至2013年6月底，公司负债总额为150.80亿元，较2012年底基本保持一致，债务规模基本保持稳定，债务期限结构以非流动负债为主。

截至2011年底，公司流动负债同比大幅下降，主要系2011年公司子公司宁夏恒力不再纳入合并范围，导致流动负债下降所致。截至2012年底，公司流动负债合计34.33亿元，同比增长23.33%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成（详见图17）。截至2012年底，公司短期借款7.14亿元，

同比增长50.12%；应付账款8.34亿元，同比增长11.93%，其中账龄在1年内的占比63.63%，1~2年的占比16.02%，2年以上的占比20.35%；账龄较长，其中账龄超过一年的大额应付账款主要由未结算的工程款构成；其他应付款9.13亿元，较上年增长10.31%，主要由应付给宁夏医药商业集团管理人等公司的暂借款以及应付给暂收待付水利建设基金等公司的代付款构成；一年内到期的非流动负债为4.68亿元，同比增长53.94%，主要由一年内到期的长期借款构成。

图 17 2012 年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

截至2013年6月底，公司流动负债36.60亿元，较2012年底增长6.60%，构成与2012年底基本一致。

截至2012年底，公司非流动负债116.87亿元，同比下降0.55%；构成以长期借款（占88.22%）为主。截至2012年底，长期借款为103.10亿元，主要由质押借款21.78亿元、保证金借款20.39亿元和专项借款57.56亿元构成。截至2013年6月底，公司非流动负债合计114.20亿元，较2012年底下降2.29%，主要系长期借款下降所致。

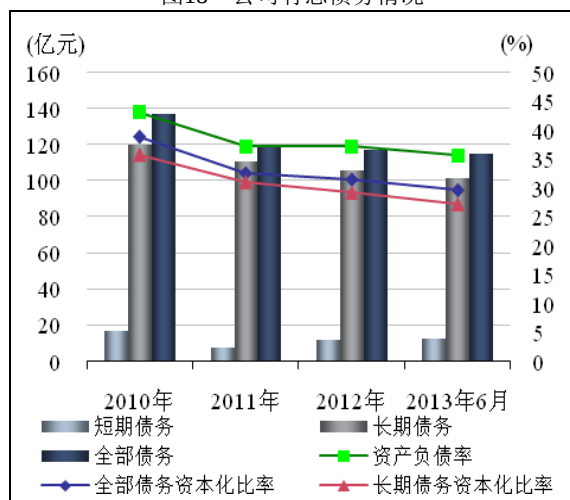
2010~2012年，公司有息债务规模呈下降趋势，其中短期债务(短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债)年均复合下降16.34%，长期债务（长期借款+长期应付款）年均复合下降6.32%。截至2012年底，公司全部债务117.35

亿元，同比下降 1.36%，其中短期债务占 10.07%，长期债务占 89.93%。公司全部债务中，长期专项借款为 57.56 亿元（占全部债务的 49.05%），全部为宁夏电投代政府管理、建设的工程项目产生的融资平台借款，该借款本金和利息由自治区政府以专项资金进行偿还、封闭运作，宁夏电投不承担还本付息的责任。公司其他债务主要包括宁夏电投的质押借款及保证借款、其子公司银川热电和西夏热电的保证借款（合计 20.58 亿元，占全部债务的 17.54%）；宁夏电投子公司西夏热电应付华融金融租赁股份有限公司的融资租赁费 1.46 亿元；宁夏水投及其子公司的质押借款及保证借款（合计 17.32 亿元，占全部债务的 14.76%）；总体看，公司有息债务主要分布在盈利较弱的宁夏电投和宁夏水投。

截至 2013 年 6 月底，公司全部债务 114.78 亿元，较 2012 年底下降 2.19%，主要来自长期债务减少。

2010~2012 年，公司资产负债率呈下降趋势，2012 年底为 37.21%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均逐年下降，2012 年底分别为 29.26% 和 31.51%。截至 2013 年 6 月底，公司资产负债率为 35.66%，较 2012 年底减少 1.55 个百分点；公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 27.26% 和 29.67%，分别较 2012 年底减少 2.00 个和 1.84 个百分点。

图18 公司有息债务情况



资料来源：审计报告

总体看，公司长期债务规模较大，但呈下降趋势；有息债务规模逐年下降，公司有息债务负担较轻。

4. 盈利能力

2010~2012 年，公司营业收入逐年下降，年均复合下降 17.13%。2012 年，公司实现营业收入 31.96 亿元，同比下降 21.30%，主要系公司划拨钢铁业务导致其收入大幅下降所致，钢铁业务收入为子公司宁夏恒力的业务收入，因宁夏恒力于 2011 年 7 月失去控股权故不再纳入 2012 年公司合并财务报表。2010~2012 年公司营业成本年均复合下降 23.25%，高于营业收入降速。2012 年公司营业成本 22.90 亿元，同比下降 28.48%，降速高于同期营业收入。

2010~2012 年，公司期间费用总额呈下降趋势，年均复合下降 34.67%；受营业收入下降影响，期间费用占营业收入比重逐年增长，三年分别为 14.62%、15.74% 和 19.95%。2012 年期间费用为 6.37 亿元，较上年基本保持一致，其中财务费用和管理费用分别为 3.05 亿元和 2.92 亿元，分别较上年增加 0.22 亿元和 0.22 亿元；销售费用同比减少 0.44 亿元。总体看，公司期间费用逐年下降，公司期间费用控制能力尚可，但营业收入快速下降，导致期间费用占营业收入比重提升，进而侵蚀公司毛利。

2010~2012 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长率为 5.07%，2012 年为 24.65 亿元，同比下降 16.30%，主要由按成本法核算的长期股权投资收益 0.40 亿元以及按权益法核算的长期股权投资收益 23.95 亿元构成。其中按权益法核算的长期股权投资收益中，主要来自宁煤集团的股权投资收益，三年分别为 22.75 亿元、27.09 亿元以及 24.74 亿元。公司投资收益对单一企业的依赖强。2010~2012 年，公司投资收益占利润总额比重分别为 99.42%、94.48% 和 86.58%，投资收益对利润总额贡献大。

表 19 2012 年公司按权益法核算主要投资收益
(单位: 万元)

被投资单位	2012 年
宁煤集团	247376.52
国电宁夏石嘴山发电有限责任公司	3890.26
国电石嘴山第一发电有限公司	947.73
中铝宁夏能源集团有限公司	896.41
宁夏恒力钢丝绳股份有限公司	810.92
合计	253921.84

资料来源: 审计报告

2010~2012 年, 公司营业外收入逐年增长, 主要是政府补助和非流动资产处置利得。其中 2012 年营业外收入 1.42 亿元, 同比增加 0.45 亿元, 主要系本期债务重组利得增加 0.47 亿元。2012 年, 公司营业外收入占同期利润总额比重为 5.00%。

2010~2012 年, 公司利润总额波动增长, 年均复合增长率为 12.58%, 2012 年为 21.39 亿元, 同比下降 8.67%, 主要系投资收益下降所致。

从盈利指标看, 2010~2012 年公司营业利润率逐年增长, 三年分别为 15.27%、19.59%和 26.43%, 其中 2012 年同比增加 6.84 个百分点; 总资产收益率呈波动上升趋势, 三年分别为 7.02%、9.15%和 8.35%; 净资产收益率呈波动上升趋势, 三年分别为 10.23%、12.45%和 10.96%。

2013 年 1~6 月, 公司营业收入同比增长 9.23%, 为 16.22 亿元; 利润总额 11.04 亿元, 同比下降 33.57%; 营业利润率为 32.29%, 较 2012 年增加 5.86 个百分点。

总体看, 公司营业利润率逐年增长, 利润总额波动增长; 投资收益主要集中于宁煤集团, 对利润总额贡献极大, 未来其经营状况将对公司盈利水平造成很大影响。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2010~2012 年, 公司流动比率逐年下降, 三年分别为 115.34%、

113.13%和 110.10%; 速动比率呈波动上升趋势, 三年分别为 92.45%、100.90%和 98.51%。2013 年 6 月底, 流动比率和速动比率均较 2012 年小幅下滑, 分别为 104.60%和 92.22%。2010~2012 年, 公司经营现金流动负债比分别为 13.94%、30.53%和 26.64%。总体看, 公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看, 2010~2012 年, 公司 EBITDA 分别为 28.84 亿元、37.67 亿元和 35.77 亿元; EBITDA 利息倍数呈波动上升趋势, EBITDA 利息倍数三年分别为 8.76 倍、11.13 倍和 9.18 倍; 全部债务/EBITDA 倍数波动下降, 三年分别为 4.76 倍、3.16 倍和 3.28 倍。整体看, 公司对全部债务的保护能力较强。

公司有息债务主要分布在宁夏电投、其下属子公司西夏热电和银川热电、宁夏水投等子公司, 其中宁夏电投的长期专项借款为 57.56 亿元 (占全部债务的 49.05%), 全部是代政府管理、建设的工程项目产生的融资平台借款, 该借款本金和利息由自治区政府以专项资金进行偿还, 宁夏电投不承担还本付息的责任。除此之外, 宁夏电投及宁夏水投等主要债务主体的自身盈利能力较弱, 公司债务分布与被投资企业的盈利状况匹配较差。

截至 2013 年 6 月底, 公司共获得各家商业银行授信额度为 135.11 亿元, 其中尚未使用的额度 15.39 亿元, 间接融资渠道畅通。

截至 2013 年 6 月底, 公司对外担保 4.51 元, 担保比例为 1.66%。被担保单位分别为新日恒力钢丝绳股份有限公司 (0.85 亿元)、国电石嘴山发电有限公司 (0.77 亿元)、发电集团 (0.37 亿元)、中色东方 (0.85 亿元) 和宁夏福利彩票中心 (1.67 亿元)。以上被担保单位均由宁夏电投担保, 目前被担保公司经营正常且担保金额不大, 公司或有负债风险相对较低。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告, 截至 2013 年 11 月 12 日,

公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

作为国有独资企业，公司直接受宁夏回族自治区人民政府和宁夏国资委指导和管理，对下属子分公司（含参股公司）在参与企业管理及人事任命等方面拥有较强的管控作用。同时公司所控股和参股的大型企业及行业都集中在能源、铁路、有色金属等国家鼓励或重点支持的行业产业，合作伙伴多为诸如神华集团有限公司、中国有色矿业集团有限公司及中国电力投资集团公司等国有大型企业。总体看，公司整体抗风险能力较强。

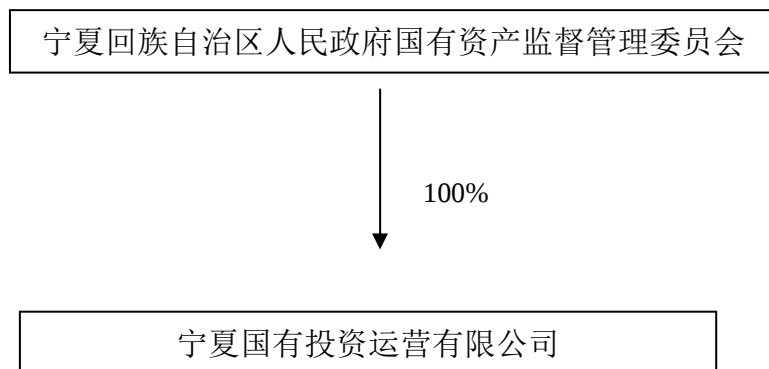
八、结论

公司作为宁夏回族自治区人民政府出资设立的国有独资公司，在国有资产运营管理、政府资源、对下属子公司管控等方面具有显著优势。公司控股子公司和参股的企业及行业都集中在能源、铁路、有色金属等国家鼓励或重点支持的行业产业，整体抗风险能力较强。2010~2012年，受公司划拨钢铁业务影响，公司主营业务收入逐年下降。未来随着公司加强对控股子公司的统一调配和资本运作，增进与宁煤集团等参股公司的战略合作关系，公司收入、利润和资产规模有望进一步增强。

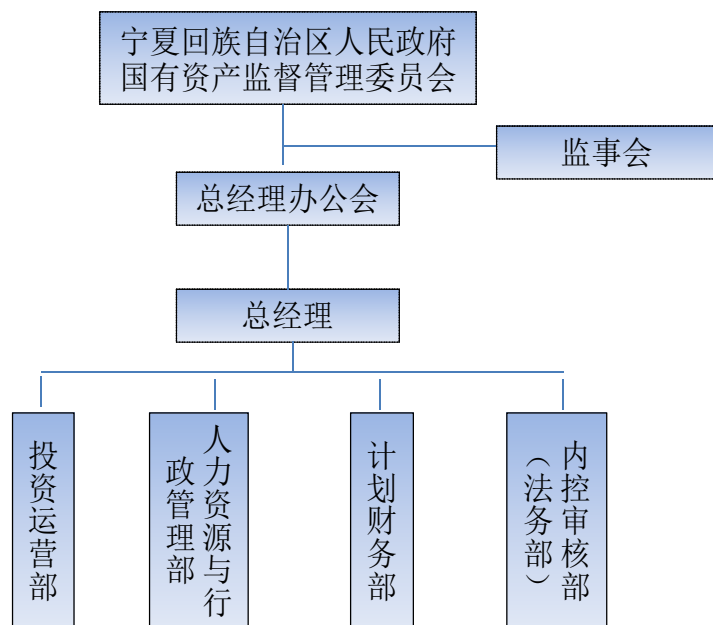
公司资产构成以非流动资产为主，资产质量尚可；实收资本逐年增长且占比高，但货币出资比例较低；公司长期债务规模较大，但呈下降趋势，有息债务规模逐年下降，债务负担较轻；营业利润率逐年增长；利润总额波动增长，投资收益对利润总额贡献大；整体长期偿债能力较强。

总体看，公司主体长期信用风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2013 年 6 月底纳入公司合并报表的二级子公司

企业名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	是否纳入合并报表	取得方式
宁夏宁东铁路股份有限公司	19.34	68,337	纳入	划拨
宁夏国际招标有限公司	100	1,000	纳入	划拨
宁夏中煤实业有限公司	100	10,000	纳入	划拨
宁夏煤炭勘查工程有限公司	100	5,000	纳入	划拨
宁夏电力投资集团有限公司	100	100,000	纳入	划拨
宁夏水务投资集团有限公司	100	50,000	纳入	划拨

注：公司对宁夏宁东铁路股份有限公司的持股比例为 19.34%，持股比例虽低于 50%，但由于神华宁夏煤业集团有限责任公司持有的宁东铁路 33.54%的股权托管给公司，由公司代行股东权利。因此，本公司对宁东铁路的表决权比例为 52.88%，取得对宁东铁路的实际控制权，故纳入合并报表范围。

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 6 月
流动资产：					
货币资金	174368.64	112614.64	156186.39	-5.36	152869.77
交易性金融资产	1059.40	535.11	558.75	-27.38	408.17
应收票据	11833.26	10971.76	14134.64	9.29	16649.50
应收账款	72180.74	51038.87	53736.04	-13.72	56507.33
预付款项	38758.30	30619.88	36742.13	-2.64	47749.96
应收利息	9.73			-100.00	
应收股利/应收出口退税	1709.37	3588.06	3548.06	44.07	2069.37
其他应收款	52142.70	71108.93	72964.96	18.29	60951.29
存货	87196.81	34033.82	40097.59	-32.19	45311.34
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	91.39	399.81	328.03	89.45	290.59
流动资产合计	439350.34	314910.88	378296.59	-7.21	382807.32
非流动资产：					
可供出售金融资产		470.65	452.50		373.47
持有至到期投资	3470.00	3470.00	1735.00	-29.29	
长期应收款					
长期股权投资	1682547.89	1981982.92	2018192.13	9.52	2170953.20
投资性房地产	9504.22	10035.10	9761.90	1.35	9553.13
固定资产	612356.95	666715.54	867183.86	19.00	846462.98
在建工程	253017.30	238168.82	149756.48	-23.07	202669.48
工程物资	561.77	337.29	1903.64	84.08	2273.46
固定资产清理		92.58	92.58		92.58
生产性生物资产	314.06	424.05	3835.65	249.47	3732.78
油气资产					
无形资产	54832.41	45747.63	68362.45	11.66	67756.92
开发支出	17.92	17.97		-100.00	
商誉	5818.47			-100.00	
合并价差					
长期待摊费用	436.09	476.64	380.84	-6.55	395.74
递延所得税资产	3713.85	2914.58	1678.90	-32.76	2097.45
其他非流动资产	716779.19	646979.90	561665.09	-11.48	539535.61
非流动资产合计	3343370.12	3597833.67	3685001.02	4.98	3845896.80
资产总计	3782720.46	3912744.55	4063297.61	3.64	4228704.12

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 6 月
流动负债：					
短期借款	100338.00	47548.00	71380.00	-15.66	85780.00
短期融资券					
应付票据	22348.00			-100.00	
应付账款	94089.76	74479.50	83361.20	-5.87	87904.15
预收款项	23238.77	17414.94	25715.88	5.19	22972.97
应付职工薪酬	7513.12	5108.17	4997.52	-18.44	7434.78
应交税费	7301.21	3425.43	3247.93	-33.30	-85.88
应付利息	1252.85	2031.92	1317.73	2.56	1135.88
应付股利		15207.32	15207.32		15207.32
其他应付款	78524.95	82729.50	91256.80	7.80	102831.69
一年内到期的非流动负债	46211.73	30417.64	46825.55	0.66	42644.55
其他流动负债	100.00			-100.00	132.36
流动负债合计	380918.38	278362.41	343309.92	-5.06	365957.82
非流动负债：					
长期借款	1185452.20	1094049.21	1030992.52	-6.74	997507.52
应付债券					
长期应付款	17000.62	17695.35	24309.23	19.58	21890.98
专项应付款	20742.62	30519.09	66205.06	78.65	72618.28
预计负债	1212.57		1765.79	20.67	1518.03
递延收益					
递延所得税负债	5527.90	5393.61	5154.64	-3.44	5108.68
其他非流动负债	18462.44	27573.31	40292.99	47.73	43361.21
非流动负债合计	1248398.34	1175230.56	1168720.24	-3.24	1142004.70
负债合计	1629316.72	1453592.98	1512030.16	-3.67	1507962.51
所有者权益：					
实收资本(或股本)	89505.33	339154.71	1797196.95	348.10	2137470.32
资本公积	1497265.50	1306927.01	382638.15	-49.45	102807.06
减：库存股					
盈余公积			3044.87		3044.87
专项储备			95.45		175.39
未分配利润	205686.94	482522.77	24121.30	-65.76	119184.65
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	1792457.76	2128604.49	2207096.72	10.97	2362682.29
少数股东权益	360945.98	330547.08	344170.74	-2.35	358059.31
所有者权益合计	2153403.74	2459151.57	2551267.46	8.85	2720741.61
负债和所有者权益总计	3782720.46	3912744.55	4063297.61	3.64	4228704.12

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~6 月
一、营业收入	465319.56	406049.34	319580.66	-17.13	162173.45
减: 营业成本	388738.41	320208.42	229007.00	-23.25	107284.01
营业税金及附加	5548.74	6275.95	6110.85	4.94	2519.26
销售费用	11458.92	8547.76	4056.05	-40.51	1335.07
管理费用	30117.82	27049.97	29206.11	-1.53	11635.49
财务费用	26446.33	28314.67	30484.95	7.36	17835.09
资产减值损失	6540.45	3563.24	-4185.08		6516.01
加: 公允价值变动收益	-599.73	-534.97	-31.36	-77.13	-150.58
投资收益	223267.02	294475.17	246492.88	5.07	99340.28
其中: 对合营企业投资收益	231947.85	276872.21	239491.26	1.61	93324.94
汇兑收益					
二、营业利润	219136.17	306029.54	271362.30	11.28	114238.21
加: 营业外收入	8873.18	9741.35	14237.38	26.67	1079.96
减: 营业外支出	3387.29	4039.28	882.97	-48.94	4956.48
其中: 非流动资产处置损失	177.10	1080.36	67.42	-38.30	3914.49
三、利润总额	224622.06	311731.62	284716.71	12.58	110361.68
减: 所得税费用	4277.06	5462.34	5041.74	8.57	3213.18
四、净利润	220345.01	306269.27	279674.97	12.66	107148.51
其中: 归属于母公司的净利润	210361.01	283117.73	236692.20	6.07	95063.35
少数股东损益	9984.00	23151.54	42982.77	107.49	12085.15

附件 4-1 现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	470588.00	396471.82	333393.88	-15.83	145511.43
收到的税费返还	1599.80	1864.46	102.76	-74.66	1.46
收到其他与经营活动有关的现金	43934.36	60120.53	58394.12	15.29	15473.00
经营活动现金流入小计	516122.16	458456.81	391890.76	-12.86	160985.89
购买商品、接受劳务支付的现金	359257.78	260943.86	186029.70	-28.04	86668.10
支付给职工以及为职工支付的现金	43052.32	41194.15	39714.02	-3.96	15576.18
支付的各项税费	26893.17	27973.35	21780.75	-10.01	11133.43
支付其他与经营活动有关的现金	33818.64	43364.01	52920.67	25.09	10399.44
经营活动现金流出小计	463021.91	373475.37	300445.14	-19.45	123777.15
经营活动产生的现金流量净额	53100.25	84981.44	91445.62	31.23	37208.74
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	8279.43	8849.95	12153.28	21.16	18986.63
取得投资收益收到的现金	4786.48	9492.01	8542.75	33.60	6064.58
处置固定资产和其他长期资产收回的现金	181.72	1453.04	156.91	-7.08	60.29
处置子公司及其他单位收到的现金净额		3497.53			
收到其他与投资活动有关的现金	22148.90	8011.20	5947.69	-48.18	9112.01
投资活动现金流入小计	35396.53	31303.74	26800.63	-12.99	34223.52
购建固定资产、无形资产等支付的现金	143924.47	132736.73	126018.32	-6.43	37952.32
投资支付的现金	72142.16	33529.19	5620.06	-72.09	6781.43
取得子公司等支付的现金净额			-863.77		
支付其他与投资活动有关的现金	18258.35	12858.70	5282.92	-46.21	
投资活动现金流出小计	234324.98	179124.62	136057.53	-23.80	44733.74
投资活动产生的现金流量净额	-198928.45	-147820.88	-109256.90	-25.89	-10510.22
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	76558.32	19667.04	5369.00	-73.52	1470.00
取得借款收到的现金	208577.76	158986.73	153698.50	-14.16	43414.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	52411.48	35047.97	54224.90	1.72	1600.00
筹资活动现金流入小计	337547.56	213701.75	213292.40	-20.51	46484.00
偿还债务支付的现金	124256.52	129835.81	85994.35	-16.81	53289.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	31608.88	35169.48	36288.27	7.15	21289.58
支付其他与筹资活动有关的现金	18608.40	16677.08	35728.30	38.56	2289.46
筹资活动现金流出小计	174473.80	181682.37	158010.91	-4.83	76868.04
筹资活动产生的现金流量净额	163073.76	32019.38	55281.49	-41.78	-30384.04
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-36.67	-22.69	15.29		-292.79
五、现金及现金等价物净增加额	17208.90	-30842.75	37485.51	47.59	-3978.32
加: 期初现金及现金等价物余额	120404.98	137613.88	106771.13	-5.83	144256.63
六、期末现金及现金等价物余额	137613.88	106771.13	144256.63	2.39	140278.32

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	220345.01	306269.27	279674.97	12.66
加: 资产减值准备	6540.45	3563.24	-4185.08	
固定资产折旧及其他	34765.38	35953.31	39631.43	6.77
无形资产摊销	1542.97	1305.41	1653.48	3.52
长期待摊费用摊销	200.34	146.66	173.11	-7.04
处置固定资产、无形资产等损失	-1987.37	843.07	-1452.45	
固定资产报废损失	90.83	9.94	47.82	-27.44
公允价值变动损失	599.73	534.97	31.36	-77.13
财务费用	26798.63	27544.01	31014.90	7.58
投资损失	-223267.02	-294475.17	-246492.88	
递延所得税资产减少	365.37	799.28	1235.68	83.90
递延所得税负债增加	-189.10	-134.29	-238.97	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-25965.89	13409.10	-5934.38	
经营性应收项目的减少	5016.75	-12831.21	-35382.89	
经营性应付项目的增加	8244.18	2043.87	31669.53	96.00
其他				
经营活动产生的现金流量净额	53100.25	84981.44	91445.62	31.23
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产	6180.00			
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	137613.88	106771.13	144256.63	2.39
减: 现金的期初余额	120404.98	137613.88	106771.13	-5.83
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	17208.90	-30842.75	37485.51	47.59

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	11.08	5.56	4.92	6.34	--
存货周转次数(次)	8.92	5.28	6.18	6.46	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.11	0.08	0.12	--
现金收入比(%)	101.13	97.64	104.32	101.68	89.73
盈利能力					
营业利润率(%)	15.27	19.59	26.43	22.15	32.29
总资本收益率(%)	7.02	9.15	8.35	8.33	--
净资产收益率(%)	10.23	12.45	10.96	11.26	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	35.83	31.13	29.26	31.14	26.83
全部债务资本化比率(%)	38.91	32.60	31.51	33.32	29.27
资产负债率(%)	43.07	37.15	37.21	38.37	35.66
偿债能力					
流动比率(%)	115.34	113.13	110.19	112.10	104.60
速动比率(%)	92.45	100.90	98.51	98.02	92.22
经营现金流动负债比(%)	13.94	30.53	26.64	25.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.76	11.13	9.18	9.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.76	3.16	3.28	3.54	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	-0.05	-0.02	-0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-5.36	-2.28	-0.57	-2.04	--

注：公司 2013 年上半年财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 宁夏国有投资运营有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在宁夏国有投资运营有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

宁夏国有投资运营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。宁夏国有投资运营有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注宁夏国有投资运营有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现宁夏国有投资运营有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如宁夏国有投资运营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如宁夏国有投资运营有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送宁夏国有投资运营有限公司、主管部门、交易机构等。

