信用等级公告

联合〔2019〕1894号

联合资信评估有限公司通过对宁夏国有资本运营集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，并维持“17宁夏国资MTN001”和“19宁夏国资MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

宁夏国有资本运营集团有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 宁夏国资 MTN001	10 亿元	2020/9/5	AAA	AAA
19 宁夏国资 MTN001	5 亿元	2022/5/9	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 10 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	82.52	51.35	108.49	109.85
资产总额(亿元)	553.11	621.70	737.72	757.38
所有者权益(亿元)	331.35	361.63	434.43	441.04
短期债务(亿元)	24.89	34.73	48.73	52.71
长期债务(亿元)	102.32	114.99	141.70	149.64
全部债务(亿元)	127.22	149.72	190.43	202.35
营业收入(亿元)	32.27	42.71	49.56	14.56
利润总额(亿元)	6.17	10.14	13.06	4.16
EBITDA(亿元)	15.84	20.52	25.35	--
经营性净现金流(亿元)	13.10	12.14	10.04	2.11
营业利润率(%)	20.63	16.57	18.50	15.20
净资产收益率(%)	1.67	2.55	2.78	--
资产负债率(%)	40.09	41.83	41.11	41.77
全部债务资本化比率(%)	27.74	29.28	30.48	31.45
流动比率(%)	143.55	86.56	176.80	194.91
经营现金流动负债比(%)	17.15	12.12	11.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.03	7.30	7.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	3.82	4.05	--

注：1.公司计入应付债券的应付短期融资券金额已调整至短期债务；2.长期应付款中的融资租赁和售后回租费用已调整至长期债务；3. 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师： 张文选 柳丝丝 张 超
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为宁夏回族自治区人民政府的国有独资公司，定位为自治区政府重要的投融资平台和铁路投融资主体，在国有资产运营管理、区域经济地位、政府支持等方面具备的综合优势。跟踪期内，西夏热电二期投产，带动发热供电收入增长；吴忠至中卫城际铁路、银西高铁及中兰铁路持续建设，公司资产规模迅速扩张。同时，联合资信也关注到，公司利润总额对投资收益依赖高、建设项目未来投资规模大、融资压力较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流入量对公司债券的保障能力强。

公司控股子公司和重点参股企业业务领域主要集中在铁路、运输、电力、煤炭能源、有色金属、供水、工程施工等国民经济重点行业，在宁夏自治区境内具有很强的区域地位以及资源优势，公司业务板块多元化，综合抗风险能力极强。未来，随着对控股子公司的统一调配和资本运作进一步加强，公司资产和运营规模有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“17 宁夏国资 MTN001”和“19 宁夏国资 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为宁夏回族自治区人民政府国有独资企业，具有很强的政府支持和资源调配能力。
2. 宁夏回族自治区人民政府国资委将所持有的控股公司、参股公司股权分批划转至公

司，公司业务涵盖铁路、运输、电力、煤炭、有色金属、供水、工程施工等领域，行业地位较高。

3. 宁夏自治区政府明确了公司作为自治区铁路建设投融资主体的地位，未来铁路投资规模大，公司铁路建设项目获得政府资本金注入，政府支持力度大。
4. 跟踪期内，受益西夏热电二期的投产，公司发热供电业务收入规模大幅增长，公司整体盈利能力增强。
5. 公司现金类资产、EBITDA和经营活动现金流入量对公司债券的保障能力强。

关注

1. 公司收入规模不大，利润对投资收益依赖度高。
2. 公司在建、拟建项目投资规模大，存在较大的对外融资需求。
3. 公司实收资本中股权占比较高，货币出资比例较低。

声　明

一、本报告引用的资料主要由宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

宁夏国有资本运营集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于宁夏国有资本运营集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“公司”）原名宁夏国有投资运营有限公司，成立于2009年9月，出资人为宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“宁夏国资委”）；2015年1月8日，公司更为现名，出资人由宁夏国资委变更为宁夏回族自治区人民政府（以下简称“宁夏政府”）。截至2019年3月底，公司注册资本金为300亿元，实收资本为294.92亿元；宁夏政府持有公司100%股份，为公司实际控制人。公司为宁夏自治区级最大的投融资企业和铁路建设的投融资主体。

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

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

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

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额757.38亿元，所有者权益441.04亿元（含少数股东权益143.79亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入14.56亿元，利润总额4.16亿元。

公司注册地址：宁夏银川市金凤区广场东路219号；法定代表人：刘日巨。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内由联合资信受托所评债券情况具体如表1所示：

表1 截至本报告出具日公司存续债券概况（单位：年、亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式	募集资金用途
17宁夏国资MTN001	10.00	2017/9/5	3	10.00	每年付息一次，到期一次还本	5亿元用于“吴忠至中卫铁路项目”建设;5亿元用于发行人偿还银行借款
19宁夏国资MTN001	5.00	2019/5/9	3	5.0	每年付息一次，到期一次还本	用于偿还公司存续短期融资券
合计	**15.00**	--	--	**15.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。公司存续债券相关募集资金已按照规定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，

生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素

影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济分析

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

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

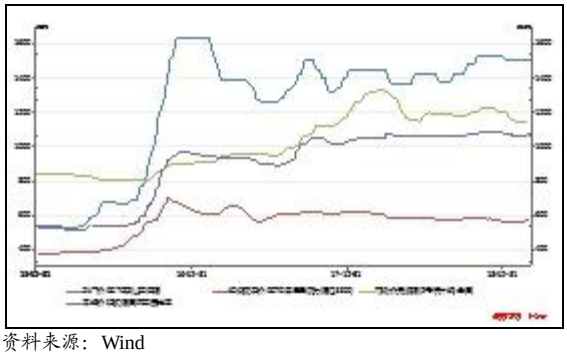
煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

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

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

2019年至今，煤炭价格稳中略有下降，截至2019年3月1日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山主焦煤、无烟煤（2号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为571元/吨、1510元/吨、1146.70元/吨和1069元/吨。

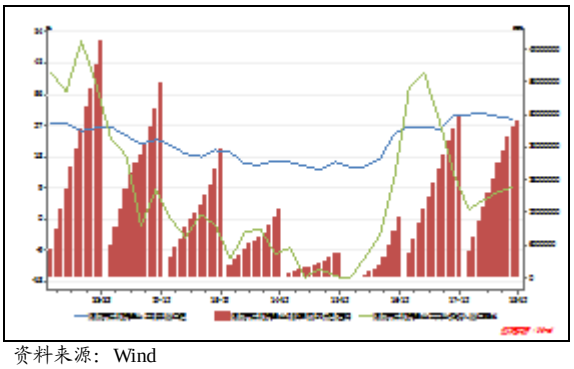
图 1　近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2017年—2018年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图 2 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

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

运输瓶颈长期制约产能释放

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

去产能政策的推进

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

受益于国家对煤炭去产能的重点关注，煤炭去产能政策持续颁布，中国煤炭的去产能成果显著。2016—2017年，中国共退出落后产能5.4亿吨。据国家应急管理部2019年1月召开的新闻发布会公布的数据，2018年，煤炭行业依法依规推动退出落后煤矿832处、产能1.5亿吨。据此推算，8亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩1亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

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

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

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

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15

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

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

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

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

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

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

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

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

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

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

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

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

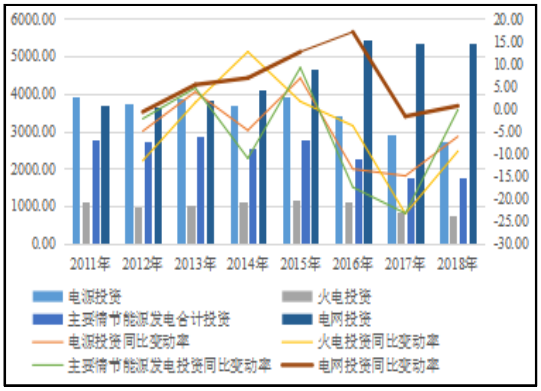
（二）电力行业

1. 行业概况

根据中电联统计数据[1]，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。

图 3　近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

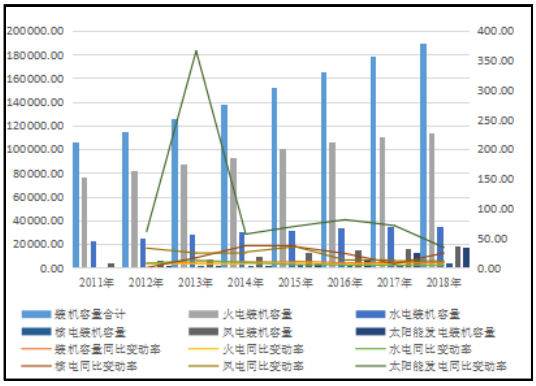


资料来源：中电联，联合资信整理

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

图 4　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：万千瓦、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

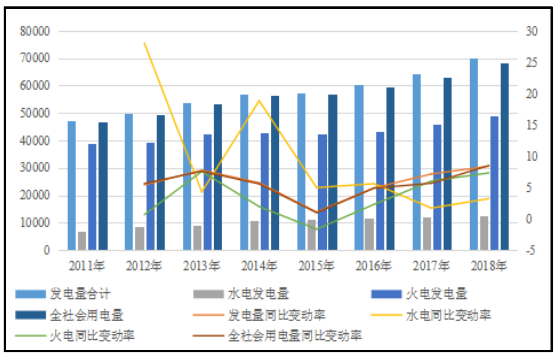
近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国

[1] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

平均水能利用率达到95%左右。2018年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。

图5　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，中国全社会用电量保持增长，且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.49%。分产业看，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.80%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.17%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.75%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.35%。整体看，2018年全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。

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

2. 行业关注

煤炭价格上涨及供暖期储量紧张

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

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求 2016 年下半年有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年大幅复苏，截至 2016 年 11 月 7 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）达到最高点 700 元/吨。2017 年至今，秦皇岛港动力煤（Q5500k）现货成交均价（平仓交货）始终保持在 550 元/吨至 700 元/吨之间高位震荡。特别是进入冬季供暖季后，

受天气、运输、节日等多方面因素影响，煤炭市场供不应求，导致煤炭价格居高不下，部分煤电企业煤炭库存下降快，易引发保供问题。目前，煤炭行业供给侧结构性改革已经渡过了大规模产能清退阶段，后续行业整合将更加深入，但对于行业产能去化潜力已有限。按火电企业的一般业务周期特征，每年 7—8 月是动力煤的需求旺季，9 月后将迎来冬储煤的需求，而截至 2018 年 10 月底，沿海 6 大发电集团煤炭库存已经达到了 1623.26 万吨，为 2014 年以来最高点，且沿海电厂持续高库存、低日耗状态运行，对煤价支撑力度有限。整体看，2018 年动力煤价格保持高位震荡，截至 2019 年 4 月 8 日秦皇岛港 5500 大卡煤主流平仓价 623 元/吨。

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

整体看，动力煤价格的持续、快速回升，明显加剧电力企业的经营压力。

光伏电价下调

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

2017年12月22日，国家发改委发布《2018年光伏发电项目价格政策的通知》，明确“自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”。2018年5月31日，国家发展改革委、财政部和国家能源局发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》，规定自发文之日起，新投运的光伏电站标杆上网电价每千瓦时统一降低0.05元，即I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.50元、0.60元、0.70元（含税）；新投运的、采用“自发自用、余电上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.32元（含税）；采用“全额上网”模式的分布式光伏发电项目按所在资源区光伏电站价格执行；但符合国家政策的村级光伏扶贫电站（0.5兆瓦及以下）标杆电价保持不变。

可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加。目前可再生能源电价附加征收标准为 1.9 分钱/千瓦时，随电费收取。但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，目前已超过 1100 亿元。此外，电力企业需先进入可再生能源补贴名录后，才能获得相应电量补贴，由于补贴名录审批流程复杂、时间长，导致补贴落实周期长，一定程度上影响电力企业现金流。2018 年 6 月 15 日，财政部、国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》，由于纳入补贴名录的电站规模大幅增长，预计补贴缺口可能进一步扩大。

一方面补贴缺口持续扩张将给国家带来严重负担，另一方面清洁能源电站建设成本伴随技术水平提升而快速下降，受此影响，可再生能源补贴退坡趋势逐步明确化。2019 年 1 月，国家发展改革委和能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，指出在资源优良、建设成本低、投资和市场条件好的地区，已基本具备与燃煤标杆上网电价平价（不需要国家补贴）的条件。为促进可再生能源高质量发展，提高风电、光伏发电的市场竞争力，该通知中明确提出了推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏

发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。

限电问题

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

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

3. 行业展望

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

结合上述电力供需分析及预测，未来电力行业建设将主要围绕以下五方面展开：

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

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

2018年12月，国家发改委和能源局联合印发《清洁能源消纳行动计划（2018—2020）》，明确指出要优化电源布局、合理控制电源开发节奏；加快电力市场化改革，发挥市场调节功能；加强宏观政策引导，形成有利于清洁能源消纳的体制机制等。同时，特别指出要确保全国平均风电利用率逐步提高，弃风率控制在合理水平。

（3）坚持推进电力市场化改革，提高电力消费服务水平。包括着力推动增量配电业务改

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

2018年，全国电力市场交易电量（含发电权交易电量、不含抽水蓄能低谷抽水交易电量等特殊交易电量）合计20654亿千瓦时，同比增长26.5%，市场交易电量占全社会用电量比重为30.2%，同比提高4.3个百分点，市场交易电量占电网企业销售电量比重为37.1%。其中，省内市场交易电量合计16885亿千瓦时，占全国市场交易电量的81.8%，省间（含跨区）市场交易电量合计3471亿千瓦时，占全国市场交易电量的16.8%，南方电网、蒙西电网区域发电权交易电量合计298.2亿千瓦时。

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

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

（三）铁路运输行业

1. 行业概况

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

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

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

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

2018 年，全国铁路机车拥有量为 2.1 万台，比上年减少 372 台。其中，内燃机车占 40.4%，比上年下降 1.4 个百分点，电力机车占 59.5%，比上年提高 1.4 个百分点。全国铁路客车拥有量为 7.3 万辆，比上年增加 0.2 万辆。其中，动车组 2935 标准组、23480 辆，比上年增加 349 标准组、2792 辆。全国铁路货车拥有量为 79.9 万辆。

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

耗 3.96 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.20 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 4.8%。

（四）区域经济发展概况

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

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

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

总体看，宁夏自治区经济欠发达、总量小，在全国范围内经济发展水平相对落后，电力需求较小，但是产能较大，供给侧压力生产经营较大。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本金为 300 亿元，实收资本金为 293 亿元，宁夏政府持有公司 100%股份，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是根据宁夏政府的授权，专门从事国有资产投资和资本运作的法人实体。公司作为国有独资企业，直接受宁夏回族自治区人民政府的指导和管理，对下属子公司企业管理及人事任命等方面拥有较强的管控能力，公司控股和参股的大型企业及行业集中在铁路、运输、电力、煤炭、有色金属、供水、工程施工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。同时，公司原股东宁夏国资委代表宁夏政府行使出资人权利，自 2009 年以来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。经过多年的发展，公司不断调整发展战略、创新体制机制、调整组织架构、重构管控体系、优化资产结构、整合投融资业务，目前已成为具有一定资产规模、在自治区经济建设中有很强地位的国有投资控股公司。

全资及控股子公司

截至 2019 年 3 月底，公司共有并表全资、控股子公司 10 家（见附件 1-3），具体包括宁夏中煤实业有限公司（以下简称“中煤实业”）、宁夏电力投资集团有限公司（以下简称“宁夏电投”）、宁夏水务投资集团有限公司（以下简称“宁夏水投”）、宁夏煤炭勘察工程有限公司（以下简称“煤炭勘察”）、宁夏共赢投资有限责任公司（以下简称“共赢投资”）、宁夏铁路投资有限责任公司（以下简称“宁夏铁投”）、宁夏西部创业实业股份有限公司（以下简称“西部创业”）、宁夏高铁综合开发有限责任公司、宁夏再担保集团有限公司（以下简称“再担保公司”）和国运租赁（天津）股份有限公司（以下简称“国运租赁”）。公司子公司宁夏宁东铁路股份有限公司（以下简称“宁东铁路”，现为三级子公司）、宁夏电投

和宁夏水投分别负责铁路运输、发电供热业务、供水业务及工程施工业务，是公司主要收入来源。

主要参股公司

公司投资收益对利润总额的贡献较大，投资收益主要通过对参股公司的投资实现，重点参股公司的经营状况和盈利水平对公司利润有重大影响。截至 2019 年 3 月底，公司共有 7 家重要的联营企业，包括宁夏国大药房连锁有限公司（以下简称“国大药房”）、国家电投集团宁夏能源铝业有限公司（以下简称“国电投铝业”）、中色（宁夏）东方集团有限公司（以下简称“中色东方”）、国药控股宁夏有限公司（以下简称“国药控股”）、神华宁夏煤业集团有限公司（以下简称“神华宁煤”）、宁夏国际招标咨询集团有限公司（以下简称“国际招标”）以及宁夏香渔大饭店有限责任公司。

表 2　截至 2019 年 3 月底的主要参股公司

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

资料来源：公司提供

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

3. 政府支持

2018 年，根据宁国资函〔2018〕9 号《关于宁夏物资产业集团公司整体移交有关事项的通知》，将公司从原代管的宁夏物资产业集团公司管理人清算资金结余 149811649.01 元转为公司注册资本金。根据宁财（企）指标〔2018〕502 号《自治区财政厅关于拨付宁夏电力投资集团有限公司资本金的通知》，公司收到拨付宁夏电力投资集团有限公司资本金 5000 万元。根据宁财（建）指标〔2018〕20 号《自治区财政厅关于下达 2018 年自治区铁路项目建设预算指标的通知》，公司收到拨付公司 5 亿元，其中 4 亿元为专项用于铁路建设的资本金，公司相应增加实收资本 4 亿元，专项应付款 1 亿元专项用于铁路建设融资费用。根据宁财（企）指标〔2018〕71 号《自治区财政厅关于拨付宁夏国有资本运营集团有限责任公司资本金的通知》，公司收到拨付资本金 2 亿元，用以做好出资和股权转让工作。根据宁财（建）指标〔2018〕303 号《自治区财政厅关于下达 2018 年地方政府债券资金预算指标的通知》，公司收到拨付 5 亿元，专项用于银西铁路、吴忠至中卫城际铁路等基础设施建设，本公司相应增加实收资本 5 亿元。根据宁财（建）指标〔2018〕630 号《自治区财政厅关于下达 2018 年铁路建设项目政府专项债券资金预算指标的通知》，公司收到拨付 19 亿元，专项用于自治区铁路项目建设。根据宁财（建）指标〔2018〕683 号《自治区财政厅关于下达 2018 年铁路建设项目政府专项债券资金预算指标（第二批）的通知》，公司收到拨付 17 亿元，专项用于自治区铁路项目建设。

2019 年 3 月，公司增加实收资本 1.92 亿元，为自治区财政拨款。

总体看，公司作为宁夏回族自治区人民政府国有独资企业，具有很强的政府支持和资源调配能力。

七、管理分析

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

总监 1 人。2018 年 1 月，公司总经理变更为李应文先生。

公司总经理李应文先生，1962 年生，中共党员，第一学历大专，毕业于北京矿业学院企业管理专业；后在职参加华中科技大学机械工程专业学习，获硕士学位。1982 年 7 月至 1987 年 8 月，李先生在石嘴山二矿工作，历任采煤一队技术员、队长；1987 年 8 月至 1989 年 7 月为北京煤炭干部管理学院学生；1989 年 7 月至 2002 年 7 月在石嘴山二矿工作，历任队长、生产副矿长、矿长；2002 年 7 月至 2003 年 1 月任宁夏亘元集团安监部副部长；2003 年 1 月至 2006 年 2 月任石嘴山一矿矿长、金能公司副总经理；2006 年 2 月至 2008 年 7 月任石嘴山二矿矿长、党委书记；2008 年 7 月至 2012 年 12 月任宁夏发电集团党委委员、副总经理；2012 年 12 月至 2015 年 12 月任中铝宁夏能源集团党委委员、副总经理；2015 年 12 月至 2018 年 1 月任公司副总经理；2018 年 1 月至今任公司党委委员、总经理。

跟踪期内，公司在其他高管人员、法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。按《公司章程》规定，公司董事会成员应为7名，目前在任董事7名；监事会应为5名，目前在任监事1名，公司的其余4名监事正处于任命阶段导致缺位，公司正在履行相应的委派和选举流程，并将逐步完善公司治理结构。

八、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司主营业务实现收入 49.56 亿元，同比增长 16.04%。收入构成方面，公司主营业务以发电供热、铁路运输、供水业务和工程劳务为主，2018 年收入占比分别为 39.19%、11.98%、15.18%和 25.72%。各板块收入方面，2018 年，发电供热收入同比增长主要系供热管网面积增加以及西夏二期发电机组投入运营，收入相应增长所致；2018 年，考虑神华宁煤煤制油项目投产后，耗煤量较大，其市场投放煤量减少，外媒进宁运量增加，铁路运输收入同比增长 12.67%；同期，工程劳务板块收入同比下降 11.64%，主要系新签合同金额减少以及合同结算金额减少所致；受益于供水量的增加，2018 年，供水业务收入持续增长，对公司收入形成有利支撑；公司其他业务主要为租赁业务、供应链业务、代理招标业务、煤炭勘察业务、小额贷款业务、再担保业务等，收入占比较小。

2018 年，公司主业的综合毛利率为 19.80%，同比增加 2.20 个百分点，主要系发电供热板块毛利率增长所致。从各板块看，2018 年，公司发电供热业务的毛利率大幅上升，为 18.73%，主要系公司发电成本有所降低，供热面积增加所致；铁路运输的毛利率水平在各板块中相对较高，2018 年，受人工成本增长的影响，公司铁路运输板块毛利率下降至 24.49%；2018 年供水业务的毛利率为 26.06%，同比下降 5.35 个百分点，主要系当年平罗公司工程转入固定资产计提折旧，成本增加所致；工程劳务板块毛利率有所增长，主要系已完工项目合同外结算收入较多，成本已计入以前年度所致；2018 年，其他业务毛利率大幅上涨，主要系资金成本大幅下降所致。

表 3　2016—2019 年 1—3 月公司主营业务构成情况（单位：亿元、%）

主营业务	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发电供热	10.41	34.11	19.19	11.79	27.60	13.14	19.42	39.19	18.73	7.75	53.26	12.09
铁路运输	4.33	14.20	30.55	5.27	12.34	34.26	5.94	11.98	24.49	1.65	11.34	28.09

供水业务	5.47	17.95	40.54	7.07	16.56	31.41	7.52	15.18	26.06	1.77	12.14	32.28
工程劳务	9.80	32.14	5.44	14.42	33.78	3.08	12.75	25.72	5.79	2.66	18.28	3.65
其他	0.49	1.60	34.28	4.15	9.72	36.01	3.93	7.93	51.36	0.73	4.97	36.65
合计	**30.50**	**100.00**	**20.46**	**42.71**	**100.00**	**17.60**	**49.56**	**100.00**	**19.80**	**14.56**	**100.00**	**16.03**

注：其他主营业务主要包括煤炭勘察、招投标、小额贷款等
资料来源：公司提供

2019 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 14.56 亿元，为 2018 年全年的 29.38%；发电供热业务收入比重提至 53.26%，铁路运输和供水业务比重变动小，工程劳务业务比重有较大程度下降，主要系一季度工程施工一般竣工结算量少所致；同期的综合毛利率为 16.03%，主要受发电供热板块毛利率下滑的影响。2019 年 1—3 月，发电供热板块毛利率较 2018 年下降 6.64 个百分点，主要系当期为供热期，且煤炭价格在此期间较为平稳所致。

总体看，跟踪期内，公司收入规模快速增长，但整体盈利能力呈下降趋势；公司供水业务收入持续上升，但是受在建工程转固的影响，盈利能力持续下降；公司发电供热板块受成本下降和需求上升双重影响，盈利水平大幅上升，工程劳务受合同外结算的影响，盈利水平有所提升。

2. 发电及供热业务

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

2018 年，公司发电供热收入同比增长 64.78%，为 19.42 亿元。从收入构成来看，2018 年，火电业务为发电及供热板块主要收入来源，收入占比为 57.47%，其次为供热业务和风电业务，收入分别占比 29.28%和 11.15%。2019 年 1—3 月，发电及供热板块实现收入 7.76 亿元，较上年同期增长 44.51%，主要系西夏二期投入使用后，火力发电和供热业务收入增加所致。

表 4 发电供热业务收入构成(单位：万元)

收入构成	2017 年	2018 年	19 年 1—3 月
火力发电	50768	111619	38059
风力发电	17363	21659	4246
太阳能发电	3659	4085	917
供热	46084	56872	34336
合计	**117874**	**194235**	**77558**

资料来源：公司提供

火力发电与供热

截至 2019 年 3 月底，公司拥有发电机组 4 台，总装机容量 110 万千瓦，包括 2 台装机容量为 20 万千瓦的机组（西夏热电）和 2 台装机容量为 35 万千瓦的机组（西夏热电二期）供热面积达 2230 万平米。其中，西夏热电二期项目于 2018 年 2 月投产。

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

表 5 西夏热电部分热电生产、销售指标

西夏热电-指标	2017 年	2018 年	19 年 1—3 月
发电量(亿千瓦时)	19.80	49.92	18.28
上网电量(亿千瓦时)	17.53	45.62	16.64
平均设备利用小时数	4949	4961	1662
平均上网电价(元/千瓦时，含税)	0.26	0.27	0.27
厂用电率(%)	10.69	8.62	9.02
单位供电煤耗(克/kwh)	309.44	311.80	271.62

资料来源：公司提供

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

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

2019 年 1—3 月，西夏热电累计完成发电量和上网电量分别为 18.28 亿千瓦时和 16.64 亿千瓦时，分别为 2018 年全年水平的 36.62%和 36.48%，同比增幅较大，系西夏热电二期项目投产所致。供电平均价格为 0.27 元/千瓦时；单位供电煤耗为 271.62 克/千瓦时，煤耗情况相比 2018 年有所下降，主要由于一季度为供暖季，发电机组的整体利用率较高。

表 6 公司煤炭采购情况

项目	2017 年度	2018 年度	19 年 1—3 月
煤炭采购总量（吨）	137.68	303.28	111.81
煤炭采购总平均价格（元/吨）	318.18	314.65	300.49

资料来源：公司提供

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

供热业务方面，公司主要为银川市居民及企事业单位提供冬季采暖供热服务，供热区域为银川市西夏区、金凤区及三一支沟以东、唐徕渠以西的银川高新技术产业开发区，唐徕渠以东、东环路以西解放街以南、南二环以北区域和银川市经济技术开发区，业务具有较强的区域专营性。截至 2018 年底，公司供热能力达到 2336 万吉焦/年。

2017—2018 年及 2019 年一季度，公司热电供热量呈增长趋势，分别为 979.09 万吉焦、1171.00 万吉焦和 814.45 万吉焦，其中，居民供热量分别为 640.62 万吉焦、777.78 万吉焦和 544.46 万吉焦。在供热费收取方面，根据国家发改委、建设部《关于建立煤热价格联动机制的意见》（发改〔2005〕2200 号）及自治区住房和城乡建设厅、财政厅、经济和信息化委员会、物价局《关于做好城市供热工作的通知》（宁建发〔2009〕220 号）文件，发行人向客户收取的收费标准为：居民住宅 3.8 元/平方米·月；办公楼 5.3 元/平方米•月；商业用房 6.0 元/平方米•月。

公司供热业务成本主要为煤炭采购成本，其他为人工费用、设备维护保养及维修成本等。在煤炭采购成本方面，公司煤炭统一采购，供应商为神华宁煤。2017—2018 年及 2019 年 1—3 月，公司平均供热成本分别为 45.28 元/吉焦、38.38 元/吉焦和 39.33 元/吉焦，受煤炭成本上行影响，2017 年供热成本增幅较大。2018 年，受宁夏区内供应紧张影响，宁夏放开了煤炭省外采购的限制，煤炭采购成本有所下降。2019 年一季度，采购煤炭的成本进一步小幅下降。

风力发电

公司从事风力发电的经营主体为宁夏电投下属的宁夏电投太阳山风力发电有限公司（以下简称“太阳山风电”）和宁夏电投灵武风力发电有限公司（以下简称“灵武风电”）两家子公司，自 2012 年 2 月，太阳山风力发电厂建成后，公司的风力发电业务正式开展。2017—2018 年，公司风电累计完成发电量分别为 3.85 亿千瓦时和 4.79 亿千瓦时；截至 2019 年 3 月底的风电权益装机容量为 24.95 万千瓦，拥有风机 149 台。2017—2018 年及 2019 年一

季度，受线路补贴的影响，公司风电平均上网电价有所增加，分别为 0.52 元/千瓦时、0.56 元/千瓦时和 0.57 元/千瓦时。

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

太阳能发电

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

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

3. 铁路运输业务

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

宁东铁路主要运营线路为西与包兰铁路大坝站接轨，北与三新铁路上海庙站接轨，形成一横两纵的路网布局，一横是大坝—古窑子—鸳鸯湖—梅花井，两纵分别是临河工业园 A 区—古窑子—枣泉、上海庙—配煤中心—鸳鸯湖—红柳；运输主要货品包括煤炭、油品、煤化工产品等。其中，煤炭运输占到货运总量的 90%，主要负责神华宁煤等煤炭企业的产品运输。宁东铁路目前运营铁路全长 300 公里，拥有内燃机 23 台、轨道车 2 台，自备敞车 1167 辆（其中自有 398 辆、统管 769 辆），具备内燃机车辅修和车辆段修能力。铁路控制系统采用了国内先进小站远程控制，工作效能和管理水平较高。

宁东铁路是地方自营铁路，该项业务在宁夏地区具有较强的区域垄断优势和盈利能力。2017—2018 年，公司铁路运输业务收入分别为 5.27 亿元和 5.94 亿元。2018 年，公司完成铁路运量 4501 万吨，比 2017 的 3785 万吨增加 716 万吨，增幅为 18.92%，主要由于煤炭产量限定的情况下，宁东地区神华宁煤各矿主要供给宁煤煤制油用煤，已无法满足其他各客户需求，煤炭缺口进一步加大，致使外媒进宁运量相比去年增长，导致总体运量增长。2019 年 1—3 月，公司铁路运输业务实现收入 1.65 亿元，与上年同期相比保持稳定；2019 年一季度，铁路运输板块毛利率为 28.09%。

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

在收费模式方面，公司货运业务主要是宁

东地区煤炭业务的运输，其铁路货运营运收入采取“预付、现付和后付”方式取得，中小客户采取预付和现付制度，即运输前一次性核收运输费用，大客户采取后付制度，按月结算，结算周期通常为一个月左右。

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

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

表 7 公司主要货运业务指标(单位：万吨、亿吨 公里)

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
货物运输量	3785	4501	1265
其中：煤炭	3471	4094	1164
换算周转量	196411	209860	59414

资料来源：公司提供

采购和销售

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

宁东铁路主要客户为宁东地区的煤炭生产企业及部分发电厂。神华宁煤占公司铁路运输业务收入比重在 50%以上，业务集中度高。在结算方面，神华宁煤作为公司最核心客户，具有较强的议价能力，结算方式采用银行票据结算，账期通常在 1 个月左右；其他客户通常采取预付款和协议单位定期付款相结合的模式，以银行转账方式或现金结算。整体看，铁路运输业务的现金获取能力较强。

4. 工程劳务业务

公司工程业务的运营主体主要为宁夏水投的子公司宁夏回族自治区水利水电工程局（以下简称“工程局”），主要从事水利施工及房屋建筑领域的工程服务。

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

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

2018 年，随着国家固定资产投资放缓，公司中标金额大幅下滑，公司新签合同金额 8.21 亿元，同比下降 54.84%，构成仍以水利水电项目为主。2018 年主要在建工程为太阳山开发区萌城供水管道改造工程、太阳山工业园区华能大道、汽车站及廉租房供水片区供水管网改造工程、太阳山水厂生产网络改造工程、中宁县新材料循环经济示范区再生水处理厂及管网工程、宁夏水投盐池水务有限公司办公区改造工程、盐池县南环新村（棚户区）基础设施改造项目等项目。

表 8　近年新签合同情况(单位：万元、个、万元)

项目	2017 年	2018 年	19 年 1—3 月
新签合同金额	181800	82074	40733
新签合同数量	51	48	31
在建金额	221311	194630	144218
结算金额	138755	121145	22015

资料来源：公司提供

总体来看，公司在水利水电业务承包方面具备良好的资质，跟踪期内，受国家宏观政策影响，公司工程劳务新签合同金额下降较快，联合资信将对此保持关注。

5. 供水业务

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

公司供水业务包括制水和供水两个环节，截至 2019 年 3 月底，公司拥有 36 家供水厂，供水能力合计达到 162.24 万吨/日，管网长度 7208 公里。近年来，随着宁夏自治区的经济发展，用水需求持续增长，加之公司加大供水范围的扩张力度，区域内的供水普及率不断增长，促进了公司售水量的稳步增长。

表 9　公司供水厂情况

运营主体	供水厂	供水能力（万立方米/日）	服务范围
宁夏宁东水务有限责任公司	宁东一供水厂；宁东二供水厂	80.00	宁东能源化工基地
宁夏长城水务有限责任公司	上海庙、红墩子能源化工基地供水厂	20.00	上海庙能源化工园区、宁东能源化工基地、滨河新区
宁夏太阳山水务有限责任公司	太阳山供水厂；金积水厂	12.80	盐池县城乡、太阳山工业园区、金积工业园区
宁夏水投中源水务有限公司	海原新区供水厂；同心东部综合供水厂；海原一二供水厂；同心一二供水厂；同心西部小洪沟、窑山、窑山扩建、王团扩建、旱天岭、合合山、麻疙瘩水厂	8.88	中卫市海原县、海源新区；吴忠市同心县及周边
宁夏水投中宁水务有限公司	中宁一水厂；中宁二水厂	4.00	中宁县城、河南六乡镇、中宁工业园区
宁夏六盘山水务有限公司	六盘山二水厂、南郊水厂、五里山水厂、河丄水厂	15.00	固原市区 、原州区人饮、西吉县县城及人饮、彭阳人饮
宁夏水投红寺堡水务有限公司	红寺堡中心供水厂；红寺堡鲁家窑水厂	6.20	红寺堡城乡
宁夏水投银川水务有限公司	银川水务纺织园区水厂	0.60	宁夏贺兰县军民融合产业园、兴庆区农业高新科技智慧产业示范园
宁夏水投平罗水务有限公司	平罗河东水厂	2.50	宁夏平罗县红崖子精细化工业园区
宁夏水投盐池水务有限公司	萌城水厂、王记圈水厂	0.26	盐池县城乡
宁夏吴忠水务有限公司	吴忠一水厂、吴忠二水厂、吴忠三水厂	12.00	吴忠市城区
合计	--	**162.24**	--

资料来源：公司提供

自来水销售

2018 年，公司售水量维持增长态势，为 26838 万立方米，以工业供水为主，2018 年占比为 72.25%，居民供水和商业供水占比均不大。

表 10　公司售水情况(单位：万立方米、元/千立方米)

项目	2017 年	2018 年	19 年 1—3 月
售水量	26737	26838	6067
其中：居民	2243	3995	1299
工业	20997	19391	4157
其他	3497	3452	634
平均售水价格	2648	2728	2914

资料来源：公司提供

自来水定价方面，供水行业具有一定社会公益特征，行业发展很大程度上受制于政府对水务行业的投资建设计划和主导发展力度，因此各地政府对水费的调节实行严格管理。涉及居民用水水费的价格调节，必须严格执行相关规定，从调价建议的提出到调价的实施需通过听证、审批等周期性较长的程序，公司对定价的自主性较弱。

6. 铁路建设

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

表 11　公司铁路项目建设计划情况(单位：公里、亿元、年)

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

资料来源：公司提供

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

吴忠至中卫城际铁路

吴忠至中卫城际铁路位于宁夏回族自治区吴忠和中卫两市。项目北起吴忠市，向南沿京藏高速经关马湖和滚泉，穿越牛首山丘陵区至中宁东设站，向西沿黄河南岸经宣和至中卫市设计终点，正线长约 135 公里，新建车站 3 个（滚泉站、中宁东站、中卫南站）和中卫南站存车场配套工程等。该项目由公司下属子公司宁夏铁投负责建设运营。城际铁路项目收益来自于包括票务收入、非票务收入（如广告、商业等）、沿线土地开发经营收入在内的收益。

吴忠至中卫城际铁路项目可研批复估算总投资为 149.10 亿元，初设批复概算总投资为 136.15 亿元。项目资金来源由资本金和建设资

金贷款组成，其中资本金为 74.55 亿元。吴忠至中卫城际铁路引进社会资本参与铁路项目建设。2016 年 5 月通过 PPP 模式、经公开招标引入中铁建股份有限公司作为社会资本投资人，引入社会资本 22.37 亿元。

吴忠至中卫城际铁路先期试验段于 2015 年 10 月开工建设，于 2016 年 6 月全线开工建设。截至 2019 年 3 月底，吴忠至中卫城际铁路累计完成建设投资 122.55 亿元，完成总投资额的 90.00%。其中，2019 年一季度完成投资 0.60 亿元，完成年度投资计划的 7.00%。

银西高铁

银西高铁连接宁夏、甘肃及陕西三省（区），北端衔接包兰通道、太中银铁路；南端通过西安枢纽与郑西客专、西成客专等铁路联通，正线全长约 617 公里。其中，宁夏境内正线长 183 公里，全线预计于 2020 年通车。宁夏路段和甘肃路段由铁总牵头，宁夏铁投和甘铁投共同出资设立的银西铁路公司负责建设和运营。银西高铁项目估算总投资约为 823 亿元，项目资本金为总投资的 50%，除中央安排财政预算资金解决 40%（164 亿元）外，其余 246.9 亿元由铁总、宁夏、甘肃、陕西人民政府共同出资。银西高铁在宁夏境内项目概算投资额 225 亿元，资本金比例 50%，地方和铁总资本金出资比例为 7:3，由宁夏铁投代表宁夏政府出资约 79 亿元。[2]

银西高铁先期试验段于 2015 年 12 月开工建设。2019 年计划完成投资 17.30 亿元，截至 2019 年 3 月底，完成投资 4.22 亿元，完成年度计划的 24.40%，开工累计完成 172.87 亿元，完成总投资的 79.70%。银西高铁吴忠至甘宁界段征地拆迁全部完成；惠安堡隧道已贯通；路基及边坡防护基本完成；桥梁基础、墩台全部完成；预制梁完成率 98.9%；桥面附属完成总量的 65%；架梁完成 91.3%，计划于年底前架梁全部完成；铺轨基地已建设完成，机械设备已基本到位，钢轨、轨枕和道砟正在陆续进场，基本具备铺架能力。银川至吴忠段铺轨和路基、桥涵等线下工程全部完成，正在进行银川站改造、生产生活房屋等配套工程。

中卫至兰州铁路

中卫至兰州铁路（以下简称“中兰铁路”）项目全长 218 公里，设计速度 250 公里/小时，全线总投资 298 亿元。其中，宁夏境内 46 公里，投资估算 40.3 亿元。项目于 2017 年 6 月先期试验段开工，于 2018 年 8 月全线开工建设，预计于 2023 年建成通车。截至 2019 年 3 月底，中兰高铁（宁夏段）一季度累计完成 6943 万元，完成年度计划的 10.00%；开工累计完成投资 6.70 亿元，完成总投资的 16.70%；路基土石方完成设计的 61.62%；特大、大、中桥完成设计的 26.27%；隧道完成设计的 3.17%。

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

7. 神华宁煤

2018 年，公司投资收益 10.81 亿元，营业利润 12.30 亿元。公司投资收益对营业利润贡献极大，且投资收益主要来自神华宁煤（持股比例 49%）的股权投资收益，神华宁煤对公司盈利水平影响大。神华宁煤是公司子公司宁东铁路的主要客户，同时也是公司子公司西夏热

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

电的主要原煤供应商，对公司铁路运输业务和发电供热业务影响较大。故以下单独对其营业状况进行分析。

神华宁煤主营业务涉及煤炭生产和销售、煤化工和建筑等。2018 年神华宁煤实现营业总收入 317.40 亿元。其中，煤炭业务收入 120.79 亿元，占营业总收入的 38.05%；煤化工业务实现收入 161.13 亿元，占营业总收入的 50.77%；建筑施工业务实现收入 14.74 亿元，占营业总收入的 4.65%；其他业务实现收入 20.73 亿元，占营业总收入的 6.53%。

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

截至 2019 年 3 月底，神华宁煤资产总额 1372.40 亿元，所有者权益合计 391.66 亿元。2019 年 1—3 月，神华宁煤实现营业收入和利润总额分别为 90.17 亿元和 7.25 亿元。

煤炭生产

截至 2019 年 3 月底，神华宁煤拥有 16 对生产矿井，洗煤厂 1 个，矿井设计生产能力 8565 万吨/年，目前达到生产能力 5835 万吨/年。神华宁煤煤炭资源丰富，产品生产能力较强。

表 12 神华宁煤主要下辖各矿井产能情况

矿井名称	设计生产能力（万吨/年）	目前生产能力（万吨/年）
金能煤业分公司	340	--
汝箕沟煤矿	385	255
金凤煤矿	400	400
灵新煤矿	320	320
羊场湾煤矿	1200	950
枣泉煤矿	800	620
任家庄煤矿	360	300
清水营煤矿	500	--
梅花井煤矿	1200	950
红石湾分公司	60	60
石槽村煤矿	600	400
麦垛山煤矿	800	460
红柳煤矿	800	620
双马煤矿	400	400
金家渠煤矿筹建处	400	100
合计	**8565**	**5835**

注：金能煤业分公司和清水营煤矿处于停产阶段
资料来源：公司提供

2018 年，神华宁煤的原煤实际产出为 6184.92 万吨，成品煤销量分别为 3229.67 万吨。2018 年，神华宁煤成品煤对外产销率同比下降，主要为内部销售，供给煤制油项目所致。2019 年 1—3 月的原煤产出量和成品煤销量分别为 1460.16 万吨和 587.45 万吨，分别为 2018 年全年水平的 23.61%和 18.19%；销售均价下降至 362.84 元/吨。

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

表 13 煤炭生产及对外销售情况

(单位：万吨、%、元/吨)

指标	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
原煤实际产出	6366.00	6184.92	1460.16
成品煤销量	4697.00	3229.67	587.45
成品煤产销率	73.78	102.10	94.60
平均销售价格	350.20	375.03	362.84

资料来源：公司提供

煤炭销售

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

神华宁煤销售的商品煤主要是动力煤、焦

精煤和无烟精煤等三大类。2018 年，神华宁煤商品煤销量为 3229.67 万吨。2018 年，动力煤、无烟精煤、焦精煤三大品种销售价格小幅上涨，分别为 323.35 元/吨、1141.73 元/吨及 348.10 元/吨。

表 14　神华宁煤煤炭主要品种对外销售情况(单位：万吨、元/吨)

煤种	2017 年		2018 年		2019 年 1—3 月	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
动力煤	4350.92	307.94	2608.62	323.35	460.35	314.73
无烟筛选煤	--	--	0.47	594.56	0.19	572.73
无烟精煤	338.77	892.07	197.74	1141.73	40.31	1048.66
焦精煤	328.60	376.51	395.27	348.10	84.10	303.83
其他煤产品	6.35	367.38	27.57	148.32	2.50	134.09
合计	**4701.00**	**350.20**	**3229.67**	**375.03**	**587.45**	**362.84**

注：价格为不含税价格
资料来源：神华宁煤提供

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

煤化工产业

目前神华宁煤煤化产品主要是聚丙烯、聚甲醛、甲醇，同时副产混合芳烃、液化气、液氧、液氮、硫磺等。在甲醇生产方面，神华宁煤的两套甲醇项目装置设计生产能力 85 万吨/年，主产均为甲醇，同时副产液氧、液氮、硫磺等产品。在烯烃生产方面，神华宁煤有二套烯烃装置，分别为 50 万吨/年煤基烯烃装置、50 万吨/年甲醇制烯烃装置。神华宁煤的 50 万吨/年煤基烯烃装置可生产中间产品甲醇 94.70 万吨/年，终端产品聚丙烯 50.96 万吨/年，同时产出副产品混合芳烃 22.26 万吨/年、LPG（液态燃料）8.30 万吨/年、硫磺 0.76 万吨/年。神华宁煤另外还拥有 1 套 6 万吨/年聚甲醛装置。在甲醇生产方面，神华宁煤的两套甲醇项目装置设计生产能力 85 万吨/年，主产均为甲醇，同时副产液氧、液氮、硫磺等产品。2018 年，神华宁煤各煤化工产品产量较为稳定，甲醇、聚丙烯和混合芳烃产量分别为 125.70 万吨、107.36 万吨和 41.22 万吨。

表 15　神华宁煤煤化工产品产量(单位：万吨)

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

资料来源：公司提供

销量方面，近年来，神华宁煤煤化工产品销量整体呈增长态势。销售价格方面，神华宁煤主要产品售价均呈持续增长趋势。

表 16　神华宁煤煤化工销售情况(单位：万吨、元/吨)

品种	2016 年		2017 年		2018 年	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
聚丙烯	92.70	6558.37	95.33	7279.03	107.33	8219.71
混合芳烃	40.95	3911.42	43.00	4377.60	40.89	4950.97
聚甲醛	5.80	8146.25	6.25	10750.05	6.05	11793.08

注：价格为不含税价格
资料来源：公司提供

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

8. 经营效率

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

总体看，公司整体经营效率有待提高。

9. 未来规划

发展规划

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

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

重大在建投资项目

在建项目方面，公司现阶段投资项目主要包括中卫至兰州铁路项目以及吴忠至中卫城际铁路，计划总投资 176.42 亿元，截至 2019 年 3 月底，上述项目累计投入 129.25 亿元，占总规划的 73.26%。

总体看，公司在未来预计投入到项目中的资金规模较大，资本性支出压力较大。

表 17 截至 2019 年 3 月底的重大在建项目情况(单位：亿元，%)

序号	项目名称	投资主体	项目总投资	建设周期	自有资金	自有资金占比	剩余资金融资渠道	截至 2019 年 3 月底累计投入
1	中卫至兰州铁路	宁夏铁路投资有限责任公司 70%、兰州局集团公司 30%	40.27	2017.6-2022.6	28.00	69.53	银行借款等形式，由项目公司负责。	6.70
2	吴忠至中卫城际铁路	宁夏铁路投资有限责任公司 40%、兰州局集团公司 30%、中国铁建股份有限公司 30%	136.15	2015.10-2019.9	74.55	54.76	银行借款等形式，由项目公司负责。	122.55
合计		--	**176.42**	--	**102.55**	--		**129.25**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，信永中和会计师事务所有限公司对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2019 年 1—3 月财务数据未经审计。

从合并范围来看，2016 年，公司纳入合并范围的二级子公司共 8 家。2016 年，公司原二级子公司宁东铁路与原三级子公司西部创业完

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

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

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 757.38 亿元，所有者权益 441.04 亿元（含少数股东权益 143.79 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 14.56 亿元，利润总额 4.16 亿元。

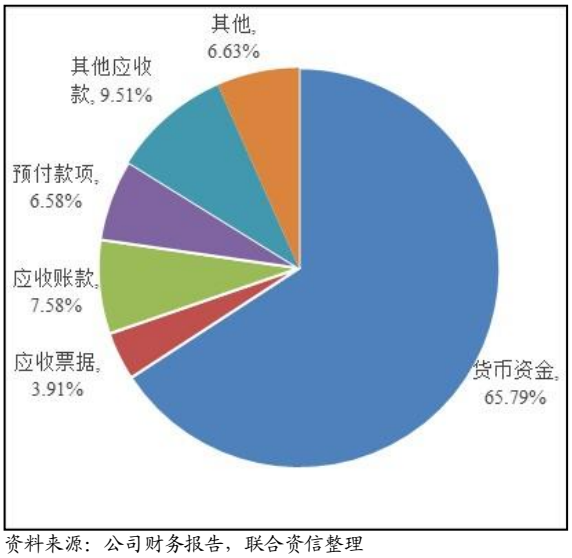
1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额为737.72亿元，同比增长18.66%；其中流动资产占21.05%，非流动资产占78.95%。公司资产结构以非流动资产为主，符合煤炭铁路运输、发电供热、供水业务等行业的特性。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 155.29 亿元，同比增长 77.63%，主要系货币资金增加所致；构成主要包括货币资金（占 65.79%）、应收账款（占 7.58%）、预付账款（占 6.58%）和其他应收款（占 9.51%）。

图 6　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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

2016—2018 年，公司应收票据分别为 4.35 亿元、4.20 亿元和 6.07 亿元。公司应收票据主要是货款结账方式采取银行承兑汇票的方式支付所产生的。

截至2018年底，公司应收账款11.76亿元，同比增长58.01%，主要系电价补贴资金和应收电费增加以及应收工程款增加所致；欠款客户前5名金额合计占比41.37%，集中程度较高，其中，宁夏回族自治区电力公司欠款4.17亿元，占比29.11%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额7.55亿元，占比52.65%。其中，1年以内的占31.80%，1~2年的占5.16%，2~3年的占比5.13%，3年以上的占比10.56%，整体账龄尚可。公司共计提坏账准备1.70亿元，计提坏账比例为22.49%。整体看，公司应收账款质量较好。

表18　2018年底公司应收账款前五名客户情况

（单位：万元）

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

资料来源：公司财务报告

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

截至2018年底，公司其他应收款净额为14.77亿元，同比增长61.49%。欠款客户前5名金额合计占比53.51%，主要为宁夏回族自治区防汛抗旱指挥部办公室及宁夏回族自治区水利厅，集中程度较高。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为14.87亿元，占比78.39%，计提坏账比例15.97%，计提较为充分；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额2.57亿元，占比14.67%，计提坏账比例11.36%，1年以内的占61.32%，整体账龄尚可。公司共计提坏账准备2.74亿元，计提坏账比例为15.63%。整体看，公司其他应收款质量较好。

表 19　2018 年底公司其他应收款前五名客户情况

（单位：万元）

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

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司存货 4.57 亿元，较 2017 年增长 74.28%，构成以工程施工（占 48.77%）和原材料（占 30.25%）为主；公司累计计提存货跌价准备 0.31 亿元。

非流动资产

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

截至 2018 年底，公司长期股权投资 259.01 亿元，同比增长 13.55%。2018 年，公司对被投资企业按权益法确认投资收益共计 10.04 亿元。其中，神华宁煤确认投资收益 9.71 亿元、国药控股宁夏有限公司确认投资收益 0.17 亿元、国电宁夏石嘴山发电有限责任公司确认投资收益-0.49 亿元、国电石嘴山第一发电有限公司确认投资收益-0.10 亿元、宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司确认投资收益 0.23 亿元，公司获得利润分配共计 57.99 万元元；神华宁煤确认减值 7.70 亿元，主要系公司按照要求淘汰相关设备和项目导致资产减值。截至 2018 年底，公司对联营企业宁煤集团的长期股权投资为 177.33 亿元，占长期股权投资合计的 68.46%。2018 年，神华宁煤实现营业收入 317.40 亿元，净利润 20.86 亿元。总体看，公司股权投资质量一般。

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

截至2018年底，公司在建工程账面价值120.68亿元，同比增长0.58%，增长主要来自新项目中卫至兰州铁路、公司持续投资吴忠至中卫城际铁路项目和水利投资项目，减少主要是

西夏热电电厂二期工程项目转固。其中，吴忠至中卫城际铁路项目新增投资8.12亿元，中卫至兰州铁路项目新增投资5.30亿元、宁夏水利建设项目新增投资7.23亿元；截至2018年底，在建工程账面余额124.99亿元，计提减值准备4.31亿元。

截至2018年底，公司其他非流动资产合计19.25亿元，同比下降2.78%，主要由融资平台拨付贷款本金（占44.00%）和待抵扣进行税额（占52.84%）构成。公司融资平台拨付贷款本金为公司下属子公司宁夏电投代为持有的工程项目资产，在项目资金全部支付之前由宁夏电投持有所有权，因此计入其他非流动资产科目。宁夏回族自治区人民政府与国家开发银行签署的《开发性金融合作协议》，自治区政府成立了由自治区副主席、发改委、办公厅、财政厅、经信委、审计厅、国开行宁夏分行及公司等部门、单位负责人组成的利用国家开发银行政府信用贷款领导小组，依据融资领导小组宁开贷〔2005〕4号文件《关于印发自治区利用国家开发银行政府信用贷款领导小组有关工作办法的通知》的规定，宁夏电投作为借款主体负责政府信用融资过程中向国家开发银行宁夏分行提出借款申请、签订借款合同等涉及借款主体的工作，以及政府信用贷款资金的拨付、本息的归集、偿还及资金等会计核算，按工作办法要求，业务单独设立账薄核算，资金实行封闭运行，宁夏电投不承担还本付息责任。在项目资金全部支付之前由发行人持有所有权。随着部分项目资金足额支付、项目所有权完成移交工作，公司其他非流动资产逐年减少，未来公司不再进行该类项目融资。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 757.38 亿元，较 2018 年底增加 2.66%，主要由于货币资金、应收票据、应收账款、长期股权投资和在建工程增加导致。其中，流动资产占 21.81%，非流动资产占 78.19%，资产结构仍以非流动资产为主。

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

3. 负债与所有者权益

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益434.43亿元，同比增长20.13%，增长主要系实收资本和少数股东权益增长所致。

截至2018年底，公司实收资本293.00亿元，同比增加48.01亿元。增加的实收资本中，根据宁国资函〔2018〕9号《关于宁夏物资产业集团公司整体移交有关事项的通知》，将公司从原代管的宁夏物资产业集团公司管理人清算资金结余149811649.01元转为公司注册资本金。根据宁财（企）指标〔2018〕502号《自治区财政厅关于拨付宁夏电力投资集团有限公司资本金的通知》，公司收到拨付宁夏电力投资集团有限公司资本金5000万元。根据宁财（建）指标〔2018〕20号《自治区财政厅关于下达2018年自治区铁路项目建设预算指标的通知》，公司收到拨付公司5亿元，其中4亿元为专项用于铁路建设的资本金，公司相应增加实收资本4亿元，专项应付款1亿元专项用于铁路建设融资费用。根据宁财（企）指标〔2018〕71号《自治区财政厅关于拨付宁夏国有资本运营集团有限责任公司资本金的通知》，公司收到拨付资本金2亿元，用以做好出资和股权转让工作。根据宁财（建）指标〔2018〕303号《自治区财政厅关于下达2018年地方政府债券资金预算指标的通知》，公司收到拨付5亿元，专项用于银西铁路、吴忠至中卫城际铁路等基础设施建设，本公司相应增加实收资本5亿元。根据宁财（建）指标〔2018〕630号《自治区财政厅关于下达2018年铁路建设项目政府专项债券资金预算指标的通知》，公司收到拨付19亿元，专项用于自治

区铁路项目建设。根据宁财（建）指标〔2018〕683号《自治区财政厅关于下达2018年铁路建设项目政府专项债券资金预算指标（第二批）的通知》，公司收到拨付17亿元，专项用于自治区铁路项目建设。

截至2018年底，公司资本公积5.62亿元，同比增加4.61亿元，主要系宁夏盐池水务、宁夏黄河开发等公司无偿划入宁夏水投所致。

截至2018年底，公司未分配利润同比增长2.42亿元，主要系净利润转入10.62亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益441.04亿元，较2018年底增长1.52%，增长来自实收资本和未分配利润的增加。实收资本较2018年底增加1.92亿元，主要系政府财政拨款；资本公积较2018年底保持稳定，未分配利润较2017年底增加3.78亿元，主要系参股企业的投资收益增加所致。所有者权益构成与2018年底相比基本无变化。

总体看，公司实收资本中股权占比依然较高，但是跟踪期内股东持续进行货币注资，公司实收资本有所增长，未分配利润为负，公司所有者权益质量一般。

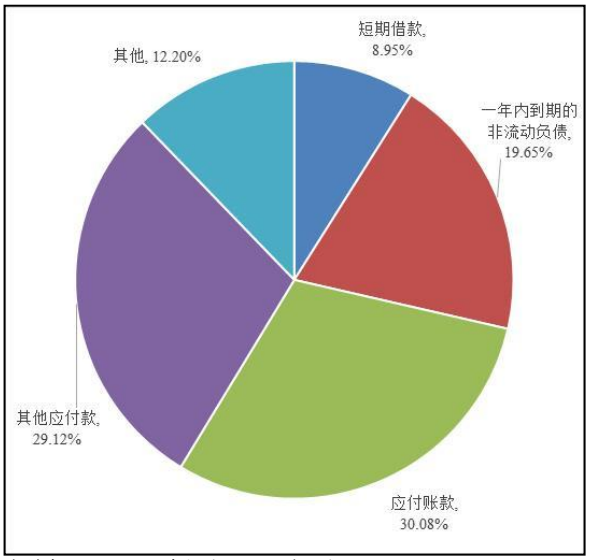
负债

截至2018年底，公司负债总额为303.29亿元，同比增长16.62%，增长主要来自长期借款和应付债券；负债结构中，流动负债占28.96%，非流动负债占71.04%。

流动负债

截至2018年底，公司流动负债合计87.83亿元，同比下降12.28%，主要系短期借款减少所致。流动负债主要由短期借款（占8.95%）、应付账款（占30.08%）、其他应付款（占29.12%）和一年内到期的非流动负债（占19.65%）构成。

图 7　截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2018年底，公司短期借款7.86亿元，同比下降67.37%；主要由保证借款2.59亿元、质押借款1.00亿元和信用借款3.80亿元组成。

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

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

非流动负债

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

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

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

截至2018年底，应付债券余额为37.92亿元，详见下表。

表20　截至2018年底，公司发行债券情况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额
17 宁夏国资 MTN001	10.0	2017/9/5	3 年	10.0
18 宁夏国资 CP001	10.0	2018/6/13	1 年	5.0
18 宁资 01	5.0	2018/7/9	3 年	5.0
18 宁夏国资 SCP001	5.0	2018/8/27	270 天	5.0
18 宁夏国资 SCP002	5.0	2018/8/28	270 天	5.0
18 宁夏国资 SCP003	2.5	2018/11/9	270 天	2.5
合计	**37.5**			**37.5**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

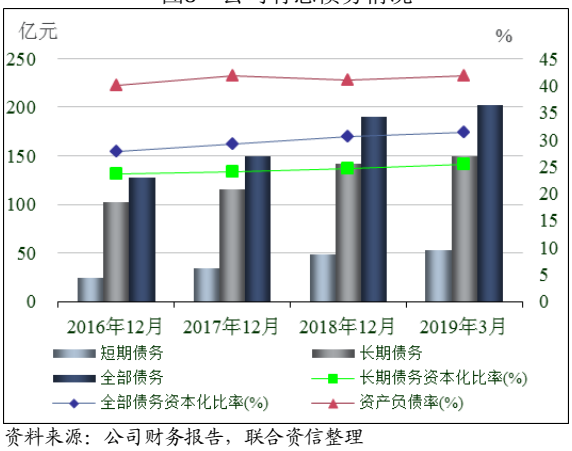
截至 2018 年底，公司专项应付款为 18.32 亿元，同比大幅增长 49.91%主要来自原铁路建设专项资金以及再担保公司代管的自治区政府担保业务专项资金。

2018 年，公司递延收益为 30.78 亿元，同比下降 0.75%，主要系宁夏水投水利建设项目政府补助资金有所减少所致。

从债务结构看，截至 2018 年底，按照公司债务经济实质进行相应调整，即将公司应付债券中的短期融资券调整至短期债务，长期应付款中的融资租赁和售后回租费用调整至长期债务，公司调整后全部债务 190.43 亿元，同比增长 27.19%。其中，短期债务 49.15 亿元（占 25.81%），长期债务 190.43 亿元（占 74.19%）。公司全部债务中，长期融资平台专项借款为 9.29 亿元（占全部债务的 4.88%），全部为宁夏电投代政府管理、建设的工程项目产生的融资平台借款，该借款本金和利息由自治区政府以专项资金进行偿还、封闭运作，宁夏电投不承担还本付息的责任，因此公司实际偿债压力有所减轻。

截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为41.11%、30.48%和24.60%，同比分别下降0.72个、增长1.20个和0.41个百分点。整体来看，公司债务负担较轻。

图8　公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 316.34 亿元。其中，非流动负债占比 73.21%，仍以非流动负债为主，负债结构基本无变化；公司调整后全部债务 202.35 亿元，较 2018 年底增长 6.26%。其中，短期债务 52.71 亿元（占 26.05%），长期债务 149.64 亿元（占 73.95%）；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.77%、31.45%和 25.33%，与 2018 年底相比均有小幅上升。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模呈增长趋势，债务结构中长期债务占比高，债务结构合理，债务负担较轻。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 49.56 亿元，同比增长 16.40%，主要系发电供热板块同比增加 7.63 亿元。同期，公司营业成本 39.69 亿元，同比增长 12.80%，受此影响，营业利润率较 2017 年增长 1.92 个百分点至 18.50%。

2018 年，公司期间费用为 7.31 亿元，同比

增长 2.05%，销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.28 亿元、3.51 亿元、3.51 亿元，销售费用和管理费用有所下降，财务费用大幅上升。2018 年，期间费用占营业收入比重为 14.75%。总体看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，期间费用占营业收入比重逐年减少，期间费用控制能力尚可。

2018 年，公司投资收益为 10.81 亿元，主要由按权益法核算的长期股权投资收益 10.04 亿元和持有至到期投资在持有期间的投资收益 0.49 亿元构成，在营业利润中占比为 87.87%，对公司盈利水平影响大。公司投资收益主要来自于对参股公司神华宁煤的长期股权投资收益，该投资收益按照权益法核算。2018 年，公司来自神华宁煤的长期股权投资收益达到 9.71 亿元。

2018 年，公司营业外收入为 1.76 亿元，主要包括三级子公司昊凯公司股东凯发公司放弃债权转入 14879 万元、集团本部收西北证券公司破产财产分配款 59.06 万元以及银川热电公司收到灰渣场补偿款 1592.8 万元。

2018 年，公司利润总额 13.06 亿元，同比增长 28.89%，主要系公司主营业务盈利能力提高以及营业外收入增加所致。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 18.50%，同比增长 1.92 个百分点；受净利润增长的影响，公司总资本收益率和净资产收益率逐年上升，2018 年分别为 2.67%和 2.78%。总体看，公司整体盈利能力有所上升，2018 年增幅较大，主要是由于公司主营业务盈利能力提高所致。

2019 年 1—3 月，公司营业收入为 14.56 亿元；投资收益为 3.54 亿元；利润总额为 4.16 亿元；营业利润率为 15.20%，较 2018 年底有所下降。

总体看，跟踪期内，公司主营业务盈利能力有所提高；投资收益主要集中于神华宁煤，对利润总额贡献大，其经营状况对公司盈利水平有较大影响。公司目前盈利能力较弱。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2018年公司经营活动现金流入量为50.49亿元；同期，公司经营活动现金流出量为40.45亿元。2018年，公司经营活动现金流入量和流出量分别同比增长11.47%和22.00%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2018年，公司经营活动产生的现金净额为10.03亿元。2018年，公司现金收入比为90.68%，同比下降5.63百分点，公司现金收入质量一般。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动现金流入量为10.31亿元。公司投资活动现金流入量中，取得投资收益收到的现金为0.75亿元，公司投资收益实际现金分红小。同期，公司投资活动现金流出量大幅下降54.10%，为56.76亿元，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金构成。目前公司经营活动现金净流量及投资收益现金流入无法覆盖投资支出需求，对外筹资压力仍较大。

从筹资活动来看，公司主要通过银行借款、发行债券的方式进行筹资，2018年公司筹资活动现金流入量为171.91亿元。其中，2018年发行各类债券均计入取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为92.80亿元。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流入为19.46亿元。同期，公司现金收入比为85.91%，较2018年有所下降，主要受公司的销售政策影响，在年底确认现金收入。公司经营活动产生的现金流量净额2.11亿元；投资活动产生的现金流量净额为-11.81亿元，购建固定资产、无形资产等支付的现金9.80亿元，主要系铁路建设所致；筹资活动产生的现金流量净额为17.11亿元，吸收投资收到的现金8.45亿元。现金及现金等价物净增加额为56.51亿元。

总体看，跟踪期内，公司投资支出较大，

经营活动现金净流量虽保持较大规模，但投资收益实际现金分红小，经营现金净流量及投资收益现金流入无法完全覆盖投资支出，对外部融资依赖度高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，随着流动资产规模的上升以及流动负债规模的下降，公司流动比率和速动比率分别为 176.80%和 171.61%，同比分别增加 90.24 个和 87.66 个百分点。截至 2019 年 3 月底，以上指标持续上升，分别为 194.91%和 190.95%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 11.43%。总体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，受利润增长的影响，公司的 EBITDA 逐年增加，2018 年为 25.35 亿元；公司全部债务/EBITDA 持续增长，2018 年为 7.51 倍；同期，EBITDA 利息保护倍数为 4.05 倍，EBITDA 对本息的覆盖能力一般。整体看，公司对全部债务的保护能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司提供对外担保共计 0.44 亿元，对外担保比率 0.10%。目前被担保公司经营正常且担保额度较小，公司或有负债风险相对较低。

截至 2019 年 3 月底，主要银行给予公司的授信总额度为人民币 735 亿元，已使用额度为 130.18 亿元，未使用额度 604.82 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1064010400372830S），截至 2019 年 5 月 13 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额为366.56亿元，较年初增长23.33%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占18.84%，非流动资产占81.16%，货币资金和长期股权投资占比较大，2018年底分别为60.91亿元和288.60亿元，长期股权投资主要系对子公司和参股公司的投资。截至2019年3月底，母公司口径资产合计377.37亿元，较2018年底增长2.95%，主要由于货币资金和长期股权投资增长所致。

截至2018年底，母公司所有者权益合计306.52亿元，较年初增长21.44%，主要系实收资本增加所致；母公司所有者权益主要由实收资本构成。截至2019年3月底，母公司所有者权益合计311.95亿元，较2018年底增长1.77%，主要系实收资本和未分配利润增加所致。

截至2018年底，母公司负债规模60.05亿元，较年初增长33.98%。母公司负债中流动负债占36.85%，非流动负债占63.15%，非流动负债占比较高。流动负债主要以其他应付款20.28亿元为主，非流动负债以应付债券37.92亿元为主。截至2018年底，母公司资产负债率为16.38%，全部债务资本化比率为11.47%。截至2019年3月底，母公司负债规模65.43亿元，较2018年底增长8.97%，主要系长期应付款增长所致，母公司负债中非流动负债占比进一步上升至66.62%，资产负债率上升至17.34%，全部债务资本化比率下降至11.33%。整体看，母公司财务杠杆较低，债务负担较轻。

2018年，母公司营业收入为45.83万元，规模较小。同期，母公司营业成本为21.85万元；母公司财务费用为-0.21亿元；母公司投资收益为10.52亿元，主要来自参股公司神华宁煤的长期股权投资收益。受益于较大规模的投资收益，母公司实现净利润为10.12亿元，母公司盈利能力弱。2019年1—3月，母公司营业收入为212.14万元；母公司财务费用为58.73万元；母公司投资收益为3.51亿元。母公司实现净利润3.43亿元。

2018年，母公司经营活动现金流净额为-0.50亿元，经营活动现金流净流出。2018年，

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

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

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内的债券如表21所示，其中委托联合资信所评债券“17宁夏国资MTN001”“19宁夏国资MTN001”合计15.00亿元，分别于2020年和2022年到期；一年内到期债券余额合计16.80亿元，公司待偿付债券余额峰值为20.00亿元。考虑到“17宁夏国资MTN001”“19宁夏国资MTN001”两期债券分两年偿还，金额小于一年内到期债券余额和公司待偿付债券余额峰值。因此，采用一年内到期债券余额和公司待偿付债券余额峰值测算公司存续期债券偿还能力。

表21 截至报告出具日，公司发行债券情况

（单位：亿元）

债券名称	当前余额	到期日
17 宁夏国资 MTN001	10.00	2020/9/5
18 宁资 01	5.00	2021/7/9
18 宁夏国资 SCP003	2.50	2019/8/6
19 宁夏国资 SCP001	2.00	2019/10/14
19 宁夏国资 SCP002	2.30	2019/10/15
19 宁夏国资 SCP003	10.00	2020/2/8
19 宁夏国资 MTN001	5.00	2022/5/9
合计	**36.80**	

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2018年底，公司剔除受限后现金类资产108.09亿元，为一年内待偿还债券余额的6.43倍；公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为一年内待偿还债券余额的3.01倍和0.60倍。

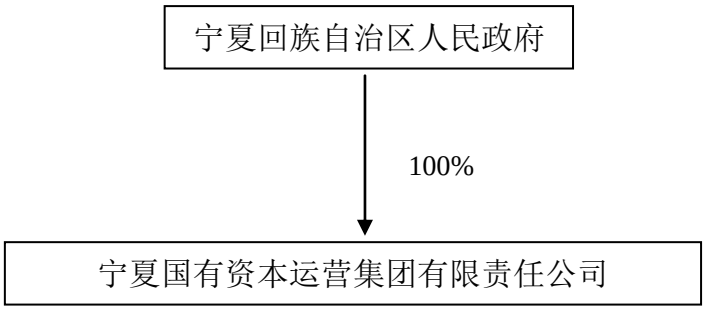
2018年，公司EBITDA为25.35亿元，为待偿还债券峰值规模的1.27倍。公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为待偿还债券峰值规模的2.52倍和0.50倍。

总体看，公司现金类资产、EBITDA和经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力强。

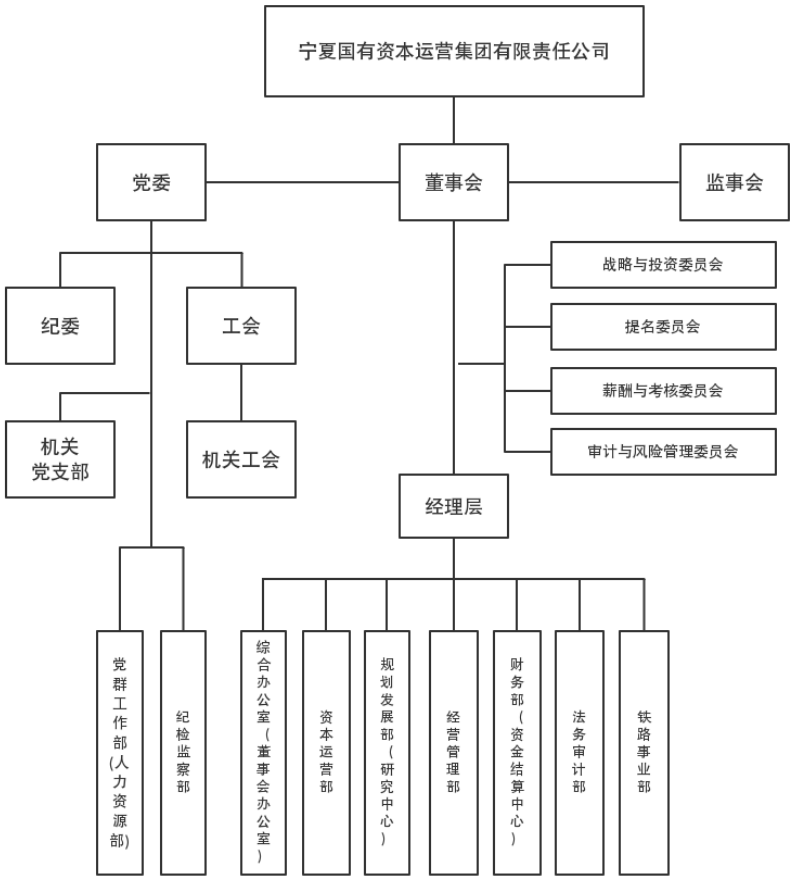
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“17宁夏国资MTN001”“19宁夏国资MTN001”的信用等级为AAA，并确定评级展望为稳定。

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 2019 年 3 月底纳入公司合并报表的子公司情况

企业名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	是否纳入合并报表	取得方式
宁夏中煤实业有限公司	100	10000	纳入	划拨
宁夏煤炭勘查工程有限公司	100	5000	纳入	划拨
宁夏电力投资集团有限公司	100	100000	纳入	划拨
宁夏水务投资集团有限公司	100	114126	纳入	划拨
宁夏共赢投资有限责任公司	100	16830.72	纳入	划拨、增资
宁夏铁路投资有限责任公司	72.46	2070000	纳入	投资设立
宁夏西部创业实业股份有限公司	29.47	145837	纳入	划拨
国运租赁（天津）股份有限公司	100	20000	纳入	投资设立
宁夏高铁综合开发有限责任公司	100	10000	纳入	投资设立
宁夏再担保集团有限公司	71.88	100355	纳入	债务重组

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

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	82.52	51.35	108.49	109.85
资产总额(亿元)	553.11	621.70	737.72	757.38
所有者权益(亿元)	331.35	361.63	434.43	441.04
短期债务(亿元)	24.89	34.73	48.73	52.71
长期债务(亿元)	102.32	114.99	141.70	149.64
全部债务(亿元)	127.22	149.72	190.43	202.35
营业收入(亿元)	32.27	42.71	49.56	14.56
利润总额(亿元)	6.17	10.14	13.06	4.16
EBITDA(亿元)	15.84	20.52	25.35	--
经营性净现金流(亿元)	13.10	12.14	10.04	2.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.92	3.67	3.35	--
存货周转次数(次)	6.35	12.17	11.05	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	99.15	96.31	90.68	85.91
营业利润率(%)	20.63	16.57	18.50	15.20
调整后总资本收益率(%)	2.12	2.59	2.67	--
净资产收益率(%)	1.67	2.55	2.78	--
长期债务资本化比率(%)	23.59	24.13	24.60	25.33
全部债务资本化比率(%)	27.74	29.28	30.48	31.45
资产负债率(%)	40.09	41.83	41.11	41.77
流动比率(%)	143.55	86.56	176.80	194.91
速动比率(%)	139.41	83.94	171.61	190.95
经营现金流动负债比(%)	17.15	12.12	11.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	3.82	4.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.03	7.30	7.51	--

注: 1.公司计入应付债券的应付短期融资券金额已调整至短期债务; 2.长期应付款中的融资租赁和售后回租费用已调整至长期债务; 3. 2019 年一季度财务数据未经审计

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	（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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的长期（非流动）负债

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变