跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1378 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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AA^+，评级展望为稳定，并维持“14宁国投MTN001”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十四日

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

宁夏国有资本运营集团有限责任公司
中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 宁国投 MTN001	10 亿元	2014/6/27-2017/6/27	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 14 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.79	25.68	51.37	66.08
资产总额(亿元)	429.95	456.84	466.73	484.72
所有者权益(亿元)	270.06	259.94	260.82	272.21
长期债务(亿元)	99.12	101.45	100.61	116.90
全部债务(亿元)	112.94	124.17	128.84	130.71
营业收入(亿元)	29.34	31.12	33.13	6.96
利润总额(亿元)	23.84	8.62	-10.59	2.60
EBITDA(亿元)	30.26	17.98	-0.86	--
经营性净现金流(亿元)	11.94	10.46	7.97	-0.88
营业利润率(%)	31.28	27.43	23.22	16.01
净资产收益率(%)	8.57	3.08	-4.33	--
资产负债率(%)	37.19	43.10	44.12	43.84
全部债务资本化比率(%)	29.49	32.33	33.06	32.44
流动比率(%)	107.38	94.13	150.55	186.01
全部债务/EBITDA(倍)	3.78	6.91	-149.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.57	4.31	-0.20	--
经营现金流动负债比(%)	29.78	20.04	14.53	--

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费用已调整至长期债务；
3. 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师
高利鹏　柳丝丝
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.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”或“宁夏国运”）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，定位为自治区政府的唯一投融资平台，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。同时，联合资信也关注到，近期煤炭行业持续低迷、公司利润总额对投资收益依赖高、建设项目融资压力大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司控股子公司和重点参股企业主要集中在铁路、电力、煤炭能源等国民经济重点行业，在宁夏自治区境内具有较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。综合考虑，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综上，联合资信维持公司 AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持 “14 宁国投 MTN001”AA^+的信用等级。

优势

1. 公司作为宁夏回族自治区人民政府国有独资企业，具有较强的政府支持和资源调配能力。
2. 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，公司业务涵盖电力、铁路运输等领域，行业地位较高。
3. 受益于工业供水量的增长，公司供水业务收入规模持续提升，盈利能力较强。
4. 公司在自治区基础设施建设领域承担部分政府职能，区域优势强。

关注

1. 煤炭行业景气度下行，对公司铁路货运、煤炭运销业务以及参股的宁煤集团的经营和盈利均形成了较大压力。
2. 公司实收资本逐年增加，但货币出资比例低。
3. 相关拟建设项目未来投资规模大，存在较大的对外融资需求。
4. 2015年及2016年一季度，受参股企业宁煤集团经营亏损影响，公司投资收益为负，对公司利润总额造成拖累。

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）与宁夏国有资本运营集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与宁夏国有资本运营集团有限责任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，未因宁夏国有资本运营集团有限责任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资本运营集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 宁国投 MTN001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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主体长期信用及“14 宁国投 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

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，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，出资人为宁夏回族自治区国有资产监督管理委员会（下称“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（下称“宁夏政府”）。截至 2015 年底，公司注册资本金为 300 亿元，实收资本为 223.32 亿元；宁夏政府持有公司 100%股份，为公司实际控制人。公司为宁夏政府唯一的投融资平台。

公司更名前的经营范围为：投资及相关业务。随着公司名称、出资人的变更，公司经营范围变更为：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。

公司本部下设投融资部、人力资源部、财务部、审计部、股权管理部与铁路事业部等 6 个职能部门（详见附件 1-2）。截至 2016 年 3 月底，纳入公司合并范围的二级子公司共 8 家（详见附件 1-3）。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 466.73 亿元，所有者权益 260.82 亿元（其中少数股东权益 37.26 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 33.13 亿元，利润总额-10.59 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 484.72 亿元，所有者权益 272.21 亿元（其中少数股东权益 48.29 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 6.96 亿元，利润总额 2.60 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、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际

增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济分析

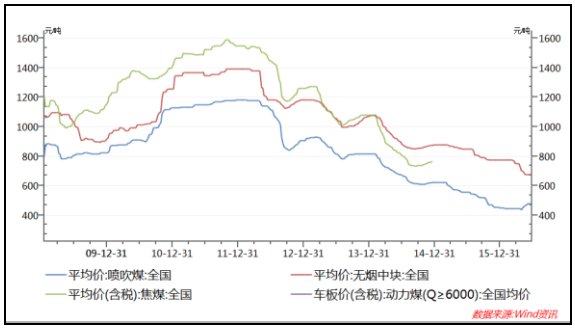
公司主营业务以发电供热、铁路运输等为主；公司主要投资收益来源于神华宁夏煤业集团公司，主要以煤炭的生产与销售为主。

（一）煤炭行业

1. 行业概况

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）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1　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

据Wind资讯统计，截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年5月27日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是468元/吨、641元/吨、676元/吨和308元/吨，分别较2015年底变动4.23%、11.87%、-12.66%和3.70%。

2. 行业关注

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从2014年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

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，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；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。

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，煤炭行业兼并重组提速，有助于行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，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。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

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。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。

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。

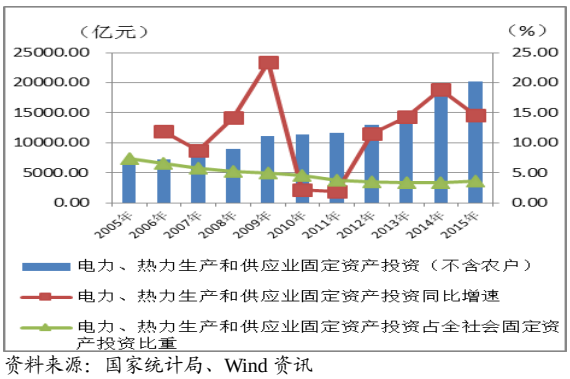
相对而言，部分生产成本高、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

（二）电力行业

1. 行业概况

2005 年～2015 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

图 2　近年电力行业累计投资占全国总投资比重

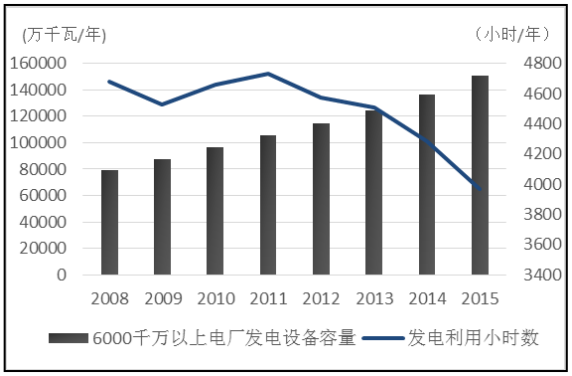


资料来源：国家统计局、Wind 资讯

注：从 2011 年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元，因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”

截至2015年底，全国全口径发电装机容量15.1亿千瓦、同比增长10.5%，供应能力充足；全口径发电量5.60万亿千瓦时、同比增长0.6%；全国发电设备利用小时3969小时、同比降低349小时，已连续三年下降。截至2015年底，非化石能源发电装机容量和发电量占比分别比2010年提高8.1和8.3个百分点，非化石能源发电装机比重提高到35.0%，电力供应结构逐年优化。

图 3 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：Wind资讯

2015 年，全国全口径发电量 56045 亿千瓦时，同比增长 0.6%，增速较上年回落 3.5 个百分点，为有统计数据以来最低增速。2015 年，全国全口径水电发电量 11143 亿千瓦时，占全部发电量的 19.9%，较上年增长 0.9 个百分点；2015 年，火电发电量 40972 亿千瓦时，占全国发电量的 73.1%，比上年降低 2.2 个百分点，其中燃煤发电量占火电发电量比重 91.9%，燃气发电量占火电发电量比重 4.0%；2015 年，核电、并网风电和太阳能发电量分别为 1695 亿千瓦时、1851 亿千瓦时和 383 亿千瓦时，占全国发电量的比重分别为 3.02%、3.3%和 0.68%，比上年分别提高 0.6、0.4 和 0.3 个百分点。具体看，近年来电力供应主要特点有：

一是水电投资连续两年下降，水电发电量较快增长，设备利用小时保持较高水平。“十二五”期间水电新开工规模明显萎缩，随着西南大中型水电项目相继投产，年底全国主要发电企业常规水电在建规模仅有 3200 万千瓦，全年水电投资同口径同比下降 17.0%，已连续两年下降，预计未来几年水电新增规模较小。截至 2015 年年底全口径水电装机容量 3.2 亿千瓦，发电量 1.11 万亿千瓦时、同比增长 5.1%；设备利用小时 3621 小时，为近二十年来的年度第三高水平（2005 年、2014 年分别为 3664 和 3669 小时）。

二是并网风电、太阳能装机及发电量快速增长。主要受 2016 年初风电上网电价调整预期影响，2015 年基建新增并网风电装机再创新高，年底全国并网风电装机容量 1.3 亿千瓦，“十二五”时期风电爆发式增长，累计净增容量近 1 亿千瓦；2015 年全年发电量 1851 亿千瓦时、同比增长 15.8%，利用小时 1728 小时、同比降低 172 小时。近几年国家密集出台了一系列扶持政策，极大促进了太阳能发电规模化发展，东部地区分布式光伏在加快增长，西北地区光伏大基地呈规模化增加，这是“十二五”期间新能源建设发展的亮点。受当地市场需求疲软、消纳压力较大等因素影响，西北、东北部分风电和太阳能比重较高省份“弃风”、“弃光”问题比较突出。

三是核电投产规模创年度新高，发电量高速增长。2015 年全年净增核电机组 600 万千瓦，年底核电装机容量 2608 万千瓦、同比增长 29.9%。“十二五”时期，核电装机容量净增 1526 万千瓦、年均增长 19.2%。全年核电发电量同

比增长 27.2%，设备利用小时 7350 小时、同比降低 437 小时。

四是火电装机大规模投产，发电量连续两年负增长，利用小时创新低。2015 年全年净增火电装机 7202 万千瓦（其中煤电 5186 万千瓦），为 2009 年以来年度投产最多的一年，年底全国全口径火电装机 9.9 亿千瓦（其中煤电 8.8 亿千瓦、占火电比重为 89.3%），同比增长 7.8%。全口径发电量同比下降 2.3%，已连续两年负增长。火电发电设备利用小时创 1969 年以来的年度最低值 4329 小时，同比降低 410 小时。火电设备利用小时持续下降，主要是电力消费增速向下换挡、煤电机组投产过多、煤电机组承担高速增长的非化石能源发电深度调峰和备用等功能的原因，此外，火电中的气电装机比重逐年提高，也在一定程度上拉低了火电利用小时。但是从火电占比、机组出力、负荷调节等特性，以及电价经济性等方面综合评价，火电在电力系统中的基础性地位在短时期内难以改变。

2015 年，受国内经济增长放缓、产业结构调整和工业转型升级等因素影响，我国全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.2 个百分点。

2015 年一、三产业和城乡居民生活用电增速均回升。2015 年，我国用电结构继续优化。第三产业用电比重连续 5 年提高，比上年上升 0.83 个百分点;第一产业和城乡居民生活用电量比重均有所增加，分别比上年增加 0.04 和 0.56 个百分点。第二产业用电占全社会用电比重 72.15%，比上年降低 1.43 个百分点，连续 4 年下降，但仍是拉动全社会用电增长的决定因素。具体来看：2015 年，第一产业用电量 1020 亿千瓦时，同比增长 2.5%，增速比上年上升 2.6 个百分点; 2015 年，第二产业用电量 40046 亿千瓦时，同比下降 1.43%，增速较上年回落 5.1 个百分点。受工业增加值增速回落，主要耗电产品产量下降影响，第二产业用电出现负增长;2015 年，第三产业用电量 7158 亿千瓦时，同比增长 7.47%，增速较上年上升 1.07 个百分点;2015 年，城乡居民生活用电量 7276 亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速较上年提高 2.74 个百分点。受居民用电水平提高以及气温影响，城乡居民生活用电量增速回升。

随着我国经济发展进入新常态，电力生产消费也呈现新常态特征。电力供应结构持续优化，电力消费增长减速换档、结构不断调整，电力消费增长主要动力呈现由高耗能向新兴产业、服务业和居民生活用电转换，电力供需形势由偏紧转为宽松。

2015 年，全国电力供需进一步宽松、部分地区富余。东北和西北区域供应能力富余较多，华北电力供需总体平衡略宽松，华东、华中和南方区域电力供需总体宽松、部分省份富余，省级电网中，山东、江西、河南、安徽个别时段存在错峰，海南 8 月前电力供应偏紧。

2. 行业关注

2015 年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748 号)规定，自 4 月 20 日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入 2015 年，中国将实施新的电力改革方案。2015 年 3 月 15 日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步

的创利空间。2015 年 11 月 30 日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布 6 大电力体制改革配套文件。具体包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用电计划的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场低迷，电煤价格持续走低，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业展望

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

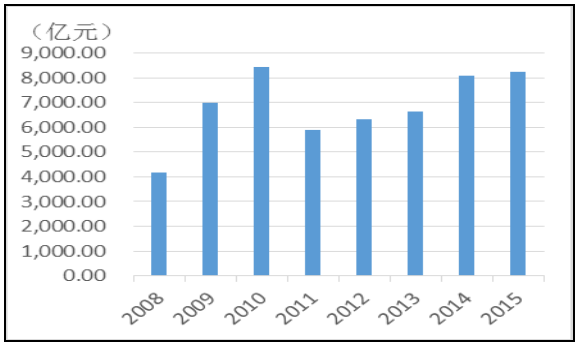
1. 行业概况

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，“十二五”期间，全国铁路固定资产投资完成3.58万亿元，比 “十一五”多完成1.15万亿元、增长47.3%；新线投产3.05万公里，比 “十一五”多完成1.59万公里、增长109%，是历史投资完成最好、投产新线最多的五年。截至2015年底，全国铁路营业里程达到12.1万公里，居世界第二位。其中，高速铁路1.9万公里，居世界第一位。

路网规模上，截至2015年底，全国铁路营业里程达到12.1万公里，比上年增长8.2%，其中高铁营业里程超过1.9万公里。路网密度126公里/万平方公里，比上年增加9.5公里/万平方公里。其中，复线里程6.4万公里，比上年增长12.5%，复线率52.9%，比上年提高2.1个百分点；电气化里程7.4万公里，比上年增长12.9%，电化率60.8%，比上年提高2.5个百分点。西部地区营业里程4.8万公里，比上年增加 4401公里，增长10.1%。

图4 近年来中国铁路固定资产投资规模



资料来源：铁道统计公报

根据铁道统计公报显示，2015年中国铁路完成货运总发送量为33.58亿吨，比上年减少4.55亿吨，同比下降11.9%。其中，国家铁路27.14亿吨，下降11.6%。全国铁路货运总周转量完成23754.31亿吨公里，比上年减少3775.88亿吨公里，下降13.7%。其中，国家铁路 21598.37亿吨公里，下降14.0%。零散货物运量同比增长18.7%，集装箱发送量同比增长20.2%。建设95306网站，网上货运业务受理超过99%。

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，国家发展与改革委员会分别于2012年5月、2013年2月、2014年2月和2015年2月出台了相关文件调整铁路货运价格。

依据《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；依据《关于调整铁路货物运输价格的通知》（发改价格【2014】210号），自2014年2月15日起，国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高1.5分；依据《国家发展改革委关于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》（发改价格【2015】183号），自2015年2月1日起，适当调整铁路货运价格，国家铁路货物统一运价率平均每吨公里提高1分钱，即由现行14.51分钱提高到15.51分钱，并作为基准价，允许上浮不超过10%，下浮仍不限。其中运价上浮政策自2015年8月1日实行。

（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，2015年，宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）全区实现生产总值 2911.77 亿元，同比增长 8.0%。其中，第一产业增加值 238.47 亿元，同比增长 4.6%；第二产业增加值 1379.04 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 1294.26 亿元，增长 7.9%。按常住人口计算，2015 年全区人均生产总值 44015.03 元，名义增速 5.8%。

2015 年宁夏全社会完成固定资产投资 3532.93 亿元，比上年增长 10.4%。其中，房地产开发投资 633.64 亿元，同比下降 3.2%，宁夏固定资产投资增速有所回落。

2015年全年，宁夏全区一般公共预算总收入完成610.5亿元，比2014年增长12.0%。其中：中央级一般公共预算收入236.7亿元，增长15.3%；地方一般公共预算收入373.7亿元，为预算的103.8%，增长10.0%，超收13.5亿元。全区一般公共预算支出完成1138.2亿元，增长13.8%。同期，城镇和农村常驻居民人均可支配收入分别达25186元和9119元，分别较2014年增长8.2%和8.4%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，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。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，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。

全资及控股子公司

按照自治区人民政府的要求和统一部署，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。截至到 2016 年 3 月底，公司共有并表全资、控股子公司 8 家（见附件 1-3），具体包括宁夏中煤实业有限公司（下称“中煤实业”）、宁夏国际招标有限公司（下称“国际招标”）、宁夏电力投资集团有限公司（下称“宁夏电投”）、宁夏水务投资集团有限公司（下称“宁夏水投”）、宁夏煤炭勘察工程公司（下称“煤炭勘察”）、宁夏共赢投资有限责任公司（下称“共赢投资”）、宁夏铁路投资有限责任公司（下称“宁夏铁投”）和宁夏西部创业实业股份有限公司（原名“广夏（银川）实业股份有限公司”，下称“西部创业”）。公司子公司宁夏宁东铁路股份有限公司（下称“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。

2015 年 11 月 20 日，西部创业收到中国证监会《关于核准广夏（银川）实业股份有限公司向宁夏国有资本运营集团有限责任公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2015]2646 号），核准其向公司及其他相关方发行股份，用于购买公司原二级子公司宁东铁路 100%股权。2016 年 2 月 2 日，该部分增发股份上市。交易完成后，公司成为西部创业控股股东及实际控制人，西部创业作为二级子公司纳入公司合并范围，宁东铁路由公司二级子公司变更为三级子公司。

西部创业于 2016 年 5 月 17 日召开股东大会，同意将公司名称由“广夏（银川）实业股份有限公司”变更为“宁夏西部创业实业股份有限公司”，经营范围扩大至铁路运输、物流、葡萄酒、酒店餐饮等行业。西部创业前身为广夏（银川）磁技术有限公司，成立于 1992 年，1993 年 5 月开始进行股份制改组，原公司及另 8 家发起人之净资产与投资折为 4400 万股发起人股；同年 12 月 21 日至 26 日，发行职工股 300 万股、社会公众股 2700 万股。1994 年 1 月 28 日公司宣告成立，同年 6 月 17 日，公司在深交所上市，公司简称为“银广夏”。

公司子公司宁东铁路作为宁夏自治区从事铁路投资、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。目前，宁东铁路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。

2015 年 6 月，根据宁夏回族自治区人民政府宁政函【2015】90 号《关于成立宁夏铁路投资有限责任公司的批复》，公司注册成立全资子公司宁夏铁投，为国有独资有限责任公司。注册资本 50 亿元人民币，截止 2015 年 12 月 31 日，已完成出资 6.5 亿元。宁夏铁投作为自治区铁路建设的投资人，对自治区铁路建设项目进行投资、管理；经营铁路相关产业和土地开发；从事物流服务等综合配套业务。宁夏铁投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及银西高铁两条铁路，公司本部相应成立了铁路事业部负责相关事务的管理，这两条铁路均纳入了“十三五”期间宁夏自治区铁路建设的相关规划，并已在 2015 年年底前开工建设。

2015 年，宁夏自治区财政厅发【2015】244 号《自治区财政厅关于批复宁国运申请拨补铁路建设资金的函》，决定自 2015 年起，为支持公司于当年新成立的全资子公司宁夏铁投的铁路建设任务，每年向公司拨补 10 亿元资本金用于铁路建设，包括用于回购国开发展基金对银西铁路及吴忠至中卫铁路项目投资形成的股权。

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 2016 年 3 月底，公司共有 5 家重要的联营企业，包括宁夏国大药房连锁有限公司（下称“国大药房”）、青铝集团、中色（宁夏）东方集团有限公司（下称“中色东方”）、国药控股宁夏有限公司（下称“国药控股”）以及神华宁夏煤业集团有限公司（下称“宁煤集团”）等。

表 1　截至 2016 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
中电投宁夏青铝集团	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

六、管理分析

跟踪期内，公司新设铁路事业部，负责参与公司控股、参股铁路公司的组建；配合完成铁路项目融资相关工作；负责公司持股铁路公司的资产重组、股权划转、合并分立、增资减资等，以及完成集团公司交办的铁路建设相关的沟通、协调工作。

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构及管理制度等其他方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

目前公司主营业务板块以发电供热、铁路运输和工程劳务为主业。从营业收入来看，2015 年，公司主营业务收入 32.45 亿元，同比增长 7.06%，主要由于工程劳务板块收入增加。收入构成方面，公司主营业务以铁路运输、发电供热、供水业务和工程劳务为主，2015 收入占比分别为 16.76%、33.06%、15.19%和 28.10%，另辅以小规模的煤炭运销业务（2015 年收入占比 0.40%）。各板块收入趋势方面，受到煤炭行业景气度下行的波及，2015 年，公司铁路运输业务（以煤炭货运为主）同比下降 12.12%；受上网电量下降和上网电价下调影响，发电供热业务收入同比下降 10.36%；供水业务同比增长 15.19%，主要受益于工业供水量的增加；工程劳务收入同比增长 41.61%；煤炭运销业务持续萎缩，主要由于煤炭景气度下行，公司对煤炭运销业务板块进行停业整顿。

表 2　2014～2016 年 1~3 月公司主营业务构成情况（单位：亿元，%）

主营业务	2014 年			2015 年			2016 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
铁路运输	6.19	20.44	44.76	5.44	16.76	40.01	0.74	10.60	7.48
发电供热	11.97	39.49	22.41	10.73	33.06	24.46	4.37	62.80	14.66
供水业务	4.28	14.12	34.92	4.93	15.19	39.14	1.07	15.35	31.91
工程劳务	6.44	21.27	15.26	9.12	28.10	8.56	0.78	10.72	19.23
煤炭运销	0.71	2.33	23.41	0.13	0.40	1.17	0.00	0.00	0.00
其他	0.71	2.36	49.15	2.11	6.50	19.08	0.04	0.53	28.11
合计	**30.31**	**100.00**	**27.88**	**32.45**	**100.00**	**24.39**	**6.96**	**100.00**	**17.11**

资料来源：公司提供

注：其他业务主要包括招投标服务、宾馆服务及葡萄酒生产和销售等。

2015 年，公司主业的综合毛利率为 24.39%，同比下降 3.49 个百分点，但整体盈利能力仍较强。从各板块看，铁路运输的毛利率水平在各板块中最高，但近年由于宁东化工能源基地为提高外销而下调运费以及货运量的下降而有所降低，2015 年为 40.01%；供水业务的毛利率水平次之，2015 年为 39.14%；发电供热业务的毛利率由于煤炭价格下跌而小幅增长至 24.46%；工程劳务板块的毛利率下降至 8.56%，由于订单结构的变动，导致毛利率呈一定波动，但近年也承受物价上涨，材料及人工费用快速增长的压力；受煤炭行业下行影响，煤炭运销业务基本不再开展，毛利率下降至 1.17%。

2016 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 6.96 亿元，同比下降 3.20%；发电供热业务收入比重提至 62.80%，供水和煤炭运销业务比重变动小，其他几大业务比重均有不同程度下降；同期的综合毛利率为 17.11%，主要受发电供热板块限电及铁路运输板块运费下调影响。

总体看，跟踪期内，公司收入规模整体有所上升，主业整体盈利能力较强；但煤炭行情的持续低迷以及铁路运费下调导致了铁路运输板块波动，发电供热工程 2016 年以来受限电影响较大，劳务业务也受到人工、物料等费用提升带来的压力。

2. 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（为公司控股子公司西部创业的全资子公司），宁东铁路主要承担宁东地区的铁路货物运输业务（包含铁路开发建设与经营管理，兼营仓储和物流、机电和车辆维修、酒店管理）。公司作为出资人，对宁东铁路不履行投融资职能。作为宁夏宁东地区从事货运铁路投资、建设和运营的经营主体，宁东铁路负责建设和经营宁东地区区内跌路。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（其中自有 289 辆、统管 336 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。2014~2015 年，公司铁路运输业务收入分别为 6.19 亿元和 5.44 亿元；2014 年，煤炭销量出现下滑，且宁东能源基地下调运价，导致收入出现明显降低。同期铁路运输毛利率受煤炭行情波动及运价下调影响出现下滑，但整体仍保持在 44%以上的高水平，板块盈利能力强。2015 年，公司铁路运输收入有所下降，主要系 2015 年运量下降，而刚性成本支出变化不大所致。2016 年 1~3 月，公司铁路运输业务实现收入 0.74 亿元，同比下降 43.08%；毛利率为 7.48%，明显低于 2015 年全年水平，主要受铁路运价下调影响。

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“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。

2016 年 2 月 5 日，宁东铁路收到宁夏回族自治区物价局《自治区物价局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）：自 2016 年 1 月 1 日起对宁东铁路运价进行调整并实行阶梯运价。通过铁路运输的货物不分品类执行最高运价 0.19 元/吨公里（不含税）。实行阶梯运价：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。

本次调整前，宁东铁路执行的运价为：区内电厂电煤运价为 0.23 元/吨公里（不含税价），起码里程为 50 公里，对于不属于此范围的货物，宁东铁路可根据货物品类、市场情况在基本运价的基础上，可上浮 30%和下调不限，具

体运价由供需双方协商确定。

在运量不变的情况下，预计宁东铁路 2016 年的营业收入和利润将因本次运价调整比 2015 年减少。但随着物流成本的降低，宁东能源化工基地内生产企业的铁路运输量可能会上升，加上宁东能源化工基地内新建项目的陆续投产，有望减少运价调整带来的负面影响。

表 3 公司主要货运业务指标(单位：万吨、亿吨公里)

项　目	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
货物运输量	3491	2782	490.67
--其中：煤炭	3361	2632	440
换算周转量	201719	149060	22496

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。2014~2015 年，消耗机车用油的成本分别占营业成本的 16.83%和 11.42%，随着近年来燃料油价格的下降，比重不断缩减。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 90%），采购集中度高；但由于单次采购量大，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。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。

铁路开发建设

近年来公司铁路投资规模有所下降，2015 年合计投入 0.06 亿元，其中，鸳鸯湖矿区铁路、黎临线铁路已完成建设。由于铁路运输现金获取能力较强，且投资规模不大，资金来源基本为自有资金。

表 4　宁东铁路近年投资情况(单位：万元)

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
红老线铁路建设	347	70	24
鸳鸯湖矿区铁路建设	347	55	--
黎临线铁路建设	205	381	--
上宁线铁路建设	4725	163	623
合计	**5624**	**669**	**647**

资料来源：公司提供

与上市公司的重大资产重组事项

公司下属的宁东铁路与其子公司广夏（银川）实业股份有限公司（证券简称“*ST 广夏”，代码“000557”）之间涉及重大资产重组，重组完成后，宁东铁路将成为*ST 广夏的全资子公司，公司仍对宁东铁路和*ST 广夏实际控制，上述资产重组对公司合并报表范围不存在影响。

上述资产重组方案已经过 2015 年 5 月 11 日召开的 2015 年第一次临时股东大会审议通过，并且获得了中国证监会的核准。2015 年 11 月 20 日，中国证监会核准*ST 广夏发行股份及支付现金购买资产方案。方案中，为避免重组后上市公司与子公司交叉持股情形，*ST 广夏将定向回购注销宁东铁路持有的*ST 广夏 100430245 股股份。同时，宁夏国有资本运营集团有限责任公司、信达资产、神华宁煤、华电国家、宁夏能源铝业以其持有的宁东铁路 100%股权在此次交易中评估作价的等值部分补偿*ST 广夏历史上关联方占款处置与担保损失，对于宁夏国有资本运营集团有限责任公司、信达资产、神华宁煤、华电国家、宁夏能源铝业持有的宁东铁路 100%股权评估作价超出*ST 广夏原关联方占款处置与担保损失金额部分（即超出 9897.21 万元部分），由*ST 广夏根据交易对方各自持有的宁东铁路股权比例向其发行股份及支付现金购买。

*ST 广夏此次定向增发股份 872670984 股于 2016 年 2 月 2 日上市，同时宁东铁路所持*ST 广夏共计 100430245 股股份于 2016 年 2 月 1 日注销。交易完成后，宁夏国有资本运营集团有限责任公司获得 429820178 股*ST 广夏股份，

持股比例 29.47%，成为*ST 广夏控股股东及实际控制人。其获得股份性质为有限售条件流通股，自 2016 年 2 月 2 日起限售 36 个月，2019 年 2 月 2 日后可解除限售。

宁夏国有资本运营集团有限责任公司、信达资产、神华宁煤、华电国际、宁夏能源铝业已与*ST 广夏签订《盈利承诺补偿协议》，协议主要内容包括：宁夏国有资本运营集团有限责任公司、信达资产、神华宁煤、华电国家、宁夏能源铝业在本次交易完成后的连续三个会计年度净利润合计不低于 10 亿元，若实际盈利数低于 10 亿元的，宁夏国有资本运营集团有限责任公司、信达资产、神华宁煤、华电国家、宁夏能源铝业应当在第三个会计年度审计报告出具之日起 30 日内以现金向*ST 广夏补足该等差部分。前述所称净利润以本次交易完成后*ST 广夏每一年度审计报告所载合并报表项下归属于母公司所有者权益的净利润数额为准。

*ST 广夏于 2016 年 5 月 26 日发布公告，其公司名称由“广夏（银川）实业股份有限公司”变更为“宁夏西部创业实业股份有限公司”，经营范围扩大至铁路运输、物流、葡萄酒、酒店餐饮等行业。

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。

2015 年，公司发电供热板块收入 10.73 亿元，同比下降 10.36%，主要系上网电量下降及上网电价下调所致；从收入构成来看，2015 年，火电业务为板块主要收入来源，收入占比为 54.39%,其次为供热业务、风电业务和太阳能发电业务，收入分别占比 33.31%、8.71%和 3.59%。毛利率方面，受煤炭价格下行影响，板块毛利率小幅上升至 24.46%。2016 年 1-3 月，板块实现收入 4.37 亿元，较上年同期增长 3.31%，毛利率为 14.66%。

表 5 发电供热业务收入构成(单位：万元)

收入构成	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
火力发电	74226	58328	20987
风力发电	8571	9346	1835
太阳能发电	3903	3845	762
供热	32968	35726	20122
合计	**119668**	**107244**	**43706**

资料来源：公司提供

火力发电与供热

截至 2016 年 3 月底，公司拥有热电联产模式下的发电机组 6 台，总装机容量 49 万千瓦，包括 2 台机组合计装机容量 40 万千瓦（西夏热电）和 4 台机组合计装机容量 9 万千瓦（银川热电），目前具有 2000 吉焦/小时的供热能力，供热面积达 1517 万平米。

表 6 银川热电部分热电生产、销售指标

项目	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
发电量(亿千瓦时)	5.66	4.71	1.82
上网电量(亿千瓦时)	4.81	3.88	1.40
平均设备利用小时数(小时)	6400	5233	2022
平均上网电价(元/千千瓦时,含税)	445.26	430.92	420.88
厂用电率(%)	14.09	17.63	22.80
单位供电煤耗(克/kwh)	383.07	351.42	381.98

资料来源：公司提供

注：由于银川热电成立时间较早（电厂一期工程于2000年10月开始投运），是宁夏自治区的第一家热电联产企业，由于历史原因其上网电价高于一般电网标杆电价。

2015 年，银川热电累计发电量和上网电量分别为 4.71 亿千瓦时和 3.88 亿千瓦时，较 2014 年分别下降 16.78%和 19.33%；上网电价在 2015 年有过一次电价下调，2015 年上网平均电价为 430.92 元/千千瓦时（含税）；发电设备平均利用小时数为 5233 小时，处于近年来低水平；厂用电率为 17.63%，较 2015 年有所增长；单位供电煤耗为 351.42 克/千瓦时。

2016 年 1~3 月，银川热电累计完成发电量和上网电量分别为 1.82 亿千瓦时和 1.40 亿千瓦时，分别为 2015 年全年水平的 38.64%和 36.08%。自 2016 年 1 月 1 日期，宁夏自治区燃煤发电上网电价每千瓦时下调 0.0116 元（含税），供电平均价格为 420.88 元/千千瓦时；单

位供电煤耗为 381.98 克/千瓦时。

表 7　西夏热电部分热电生产、销售指标

西夏热电-指标	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
发电量(亿千瓦时)	24.88	20.41	7.71
上网电量(亿千瓦时)	22.27	18.18	6.92
平均设备利用小时数(小时)	6221	5104	1927
平均上网电价(元/千千瓦时，含税)	293.03	283.20	267.69
厂用电率(%)	10.03	10.27	9.81
单位供电煤耗(克/kwh)	322.66	317.82	270.63

资料来源：公司提供

2015 年，西夏热电累计发电量和上网电量分别为 20.41 亿千瓦时和 18.18 亿千瓦时，较 2014 年分别下降 17.97%和 18.37%；平均上网电价为 283.20 元/千千瓦时（含税）；发电设备平均利用小时数为 5104 时，处于近年来较低水平；厂用电率为 10.27%，单位供电煤耗为 317.82 克/千瓦时，均明显低于银川热电，主要由于大机组的利用效率较高。

2016 年 1~3 月，西夏热电累计完成发电量和上网电量分别为 7.71 亿千瓦时和 6.92 亿千瓦时，分别为 2015 年全年水平的 37.78%和 38.06%，供电平均价格为 267.69 元/千千瓦时；单位供电煤耗为 270.63 克/千瓦时，煤耗情况相比 2015 年明显下降，主要由于一季度为供暖季，发电机组的整体利用率较高。

供热业务方面，2015 年，银川热电供热量为 315.36 万吉焦，同比增长 15.58 万吉焦，其中居民供热量为 181.21 万吉焦，同比减少 13.65 万吉焦；平均供热价格为 28.92 元/吉焦，较上年减少 1.89 元/吉焦。2015 年，西夏热电供热量为 521.27 万吉焦，同比增加 76.37 万吉焦，其中居民供热为 296.27 万吉焦，同比减少 59.65 万吉焦；平均供热价为 31.12 元/吉焦，较上年增长 2.12 元/吉焦。在供热费收取方面，根据宁夏自治区【2009】文件，热电厂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，运营期内客户结构会发生一定变动，也会影响平均供热价的稳定性。

在原材料采购方面，发电主要原材料为煤炭（电煤/标煤），2014~2015 年，银川热电标煤采购量分别为 45.86 万吨和 47.13 万吨；2015 年采购均价为 222.15 元/吨，同比减少 13.78%。电煤外部采购采取合同采购方式，主要用公路方式运输。2015 年，公司主要的煤炭供应商为宁煤集团和宁夏凯宝商贸有限公司，采购量占比分别为 85.58%和 9.32%，集中度高。

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（下称“太阳山风电”）和宁夏电投灵武风力发电有限公司（下称“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，截至 2016 年 3 月末的风电权益装机容量为 24.5 万千瓦，拥有风机 149 台。截至 2016 年 3 月底，太阳山风电的三四期项目（100MW）有部分机组已完成并网发电。

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（下称“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%），后经一系列一系列增资和股权转让，截至 2015 年底由宁夏电投 100%持股，截至 2016 年 3 月末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。

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

水投的子公司宁夏回族自治区水利水电工程局（下称“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，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，起重机械（B 级）安装改造维修等一系列工程资质。

2015 年，公司新签合同金额同比增长 111.17%，主要为水利水电工程；2015 年新签合同数量有所上升，同比增长 70.97%，单笔合同额度亦有所增加。

表 8　近年新签合同情况(单位：万元、个、万元/个)

项目	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
新签合同金额	43255	91342	49490
新签合同数量	31	53	13
单笔合同均额	1395	1723	3806

资料来源：公司提供

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（下称“宁东水务”）、宁夏长城水务有限责任公司（下称“长城水务”）、宁夏太阳山水务有限责任公司、宁夏新海水务有限公司、宁夏六盘山水务有限公司、宁夏水投中宁水务有限公司等子公司。

2015 年，公司供水业务同比增长 15.19%，2015 年为 4.93 亿元，一方面由于区域内用水户及单户用水量增加，另一方面由于供水范围的扩大（2013 年长城水务开始供水）；毛利率为 39.14%，较 2014 年增长 4.22%。2016 年 1~3 月，公司供水业务实现收入 1.07 亿元，同比提升 7.00%。

表 9　公司下属水厂分布情况(单位：万立方米/日)

水厂名称	投产时间	供水能力
海原新区供水厂	2009 年 5 月	5
同心东部综合供水厂(分公司)	2010 年 4 月	-
固原市供水厂	2011 年 9 月	3
宁东供水厂	2006 年 11 月	40
太阳山供水厂	2011 年	10
上海庙、红墩子能源供水厂	2013 年	20
中宁第二供水厂	2013 年	2
牛首山供水所	2009 年 9 月	16
合计		**96**

资料来源：公司提供

公司供水业务包括制水和供水两个环节，截至 2016 年 3 月底，公司拥有 8 家供水厂，产水能力合计达到 96 万立方米，供水面积 8822 平方公里，供水普及率为 90.41%，管网长度 568 公里。

各水厂的原水取水方面，新海水务原水是从固海扬水管理处固扩十一泵站取水（净扬程 88.3 米，经 5.3kmDN1200 玻璃钢管送至南坪水库），唯一水源，每年按照年初计划阶段蓄水，原水水费 0.25 元/m3；太阳山水务原水购买的价格确定是水利厅定价，价格为 0.157 元/m3，主要的原水供应商是盐环定管理处，原水购买的支付方式以现金支付；固原市供水厂的贺家湾水库在 2009 年 9 月完成收购，无需产生原水费，宁东供水厂、上海庙、红墩子能源供水厂、中宁第二供水厂和牛首山供水所均在金水源黄河水取水，已一次性缴纳了水权转化费，平时无需再缴纳原水费。

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增至 2016 年一季度的 90.41%，促进了公司售水量的稳定增长。公司售水量 2015 年为 190492 千立方米，其中居民供水、工业供水和其他供水分别占 10.22%和 79.28%和 10.50%，以工业供水为主。

表 10　公司售水情况(单位：千立方米、元/千立方米)

项目	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
售水量	171130	190492	37121
-其中：居民	15316	19462	4012
工业	137099	151033	31817
其他	18715	19997	1292
平均售水收入	2500	2589	2760

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. 宁煤集团

2015 年，公司投资收益-10.09 亿元，利润总额-10.59 亿元。公司投资收益对利润总额贡献极大，且投资收益主要来自宁煤集团（持股比例 49%）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，拥有煤炭资源储量 287.70 亿吨，其中无烟煤 2.70 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储量 49 亿吨。煤炭资源储量充足，对公司可持续发展提供了可靠的保障。

截至 2015 年底，宁煤集团资产总额 1255.87 亿元，所有者权益合计 350.44 亿元；2015 年实现营业收入和利润总额分别为 244.66 亿元和 -15.98 亿元。

煤炭生产

截至 2016 年 3 月底，宁煤集团拥有 16 生产矿井（其中生产矿井 14 对，露天矿 2 对），拥有煤炭可采储量 287.70 亿吨，原煤核定产能 6492 万吨/年。公司煤炭资源丰富，产品生产能力较强。

截至 2016 年 3 月底，宁煤集团的核定产能为 6492 万吨。2014~2015 年，宁煤集团的原煤实际产出分别为 7223 万吨和 6262 万吨，产出量较 2014 年下滑 13.30%，2015 年的产能利用率为 96.46%，利用水平较高；成品煤销量分别为 6211 万吨和 4683 万吨，2015 产销率下跌至 74.78%；2014~2015 年，煤炭市场行情下行，宁煤集团的销售均价分别为 270.11 元/吨和 249.26 元/吨。2016 年 1~3 月的原煤产出量和成品煤销量分别为 1263 万吨和 733 万吨，分别为 2015 年全年水平的 20.17%和 15.65%；销售均价继续下跌，为 185.36 元/吨。

2015 年，宁煤集团煤炭洗选加工能力 1360 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 736.82 万吨。

表 11　煤炭生产销售情况(单位：万吨、%、元/吨)

指标	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
原煤实际产出	7223	6262	1263
成品煤销量	6211	4683	733
成品煤产销率	85.99	74.78	58.04
平均销售价格	270.11	249.26	217.67

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，产品主要供应电力、冶金以及石化企业。2015 年，宁煤集团前五大客户占销售比重为 25%，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，客户集中度略高；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（2015 年销售比重为 66.49%），主要供给甘肃、河北等区域（2015 年销售比重分别为 8.91%和 7.34%）。

销量方面，受煤炭行业整体景气度下滑影响，宁煤集团继续产品销售数量受到较大影响，2015 年销量下降 75.81%；价格方面，各大煤种的价格均呈下滑态势，其中价格水平相对低的动力煤降幅较缓，价格相对较高的煤种降幅较深，无烟精煤、主焦煤和 1/3 焦精煤同比分别下降 19.35%、19.76%和 21.56%。

2016 年 1~3 月，宁煤集团主要煤种销售收入为 15.79 亿元，为 2015 年全年水平的 13.75%；价格方面，主要煤种均延续先前的下滑态势。

表 12　宁煤集团煤炭分品种销售情况

(单位：万吨、元/吨)

煤种	2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
动力煤	4814.37	230.47	3704.50	214.23	606.71	195.69
无烟筛选煤	50.73	563.92	6.26	641.40	0.61	524.99
无烟精煤	528.45	590.82	541.87	476.49	84.88	382.18
主焦煤	145.99	606.40	110.31	486.56	7.37	384.61
1/3 焦精煤	209.01	453.93	108.37	356.08	11.44	310.47

资料来源：公司提供

7. 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。

重大在建项目

在建项目方面，公司现阶段及未来投资项目主要包括宁东供水二期工程、固原地区城乡饮水工程等项目，计划总投资 57.86 亿元，自有资金和外部融资分别占 56.04%和 43.96%，以内部融资为主。截至 2015 年底，上述项目累计投入 46.22 亿元，占总规划的 79.87%。

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 13　截至 2015 年底的重大在建项目情况(单位：万元)

序号	项目名称	投资主体	项目总投资	建设周期	资金来源		截至 15 年底累计投入
					自有资金	外部融资	
1	宁东供水二期工程	宁夏水投	115000	2012.06-2017.12	40000	75000	104973
2	固原地区城乡饮水安全水源工程	宁夏水投	177031	2012.12-2016.12	138100	38931	154600
3	固原地区城乡饮水安全连通工程	宁夏水投	216613	2013-2016	132200	84413	142000
4	太阳山风电三、四期项目	宁夏电投	70000	2014.12-2016.3	14000	56000	60578
合计		--	**578644**	--	**324300**	**254344**	**462151**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2014～2015 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 2016 年 1～3 月财务数据未经审计。

截至 2015 年底，纳入公司合并报表范围内的 2 级子公司共 8 家，较 2014 年新增 1 家：公司作为出资人投资设立宁夏铁路投资有限责任公司。由于截至 2015 年底，宁夏铁投尚无实际业务发生，因此合并范围变化对财务数据可比性影响不大。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公司。2016年1~3月，合并范围实质未发生变化，因此对财务数据可比性影响不大。

截至2015年底，公司（合并）资产总额466.73亿元，所有者权益260.82亿元（其中少数股东权益37.26亿元）；2015年，公司实现营业收入33.13亿元，利润总额-10.59亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额484.72亿元，所有者权益272.21亿元（其中少数股东权益48.29亿元）；2016年1～3月，公司实现营业收入6.96亿元，利润总额2.60亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入33.13亿元，同比增长6.46%，主要系工程劳务收入同比增加2.73亿元。2015年公司营业成本24.89亿元，同比增长12.20%，高于同期营业收入增速，使得营业利润率较2014年相比下降4.21个百分点至23.22%，但仍处于较高水平。

2015年公司期间费用为8.52亿元，同比增长10.32%，增速高于同期营业收入，受此影响期间费用占营业收入比重增长至25.70%。2015年，公司营业费用、管理费用、财务费用分别为0.34亿元、4.13亿元、4.05亿元，较去年分别增长49.54%、17.71%、1.56%。总体看，跟踪期内，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，期间费用控制能力尚可。

2015年公司投资收益为-10.09亿元，主要由按权益法核算的长期股权投资收益-11.93亿元和持有至到期投资在持有期间的投资收益1.39亿元构成。2015年，按权益法核算的长期股权投资收益中，来自宁煤集团的股权投资收益为-9.02亿元，来自中色集团的股权投资收益为-2.85亿元。宁煤集团对公司投资收益影响很大，对公司当年利润总额造成拖累。

2015年公司营业外收入0.66亿元，主要为政府补助和非流动资产处置得。2015年公司利润总额同比大幅下降，为-10.59亿元。

从盈利指标看，2015年公司营业利润率为23.22%，同比减少4.21个百分点；受净利润为负的影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为-1.78%和-4.33%，同比分别下降4.95个百分点和7.41个百分点，降幅较大。

2016年1～3月，公司营业收入同比下降4.66%，为6.96亿元；投资收益为-1.86亿元；营业外收入为5.07亿元，系铁路建设财政补贴收入；利润总额2.60亿元；营业利润率为16.01%，较2015年下降7.21个百分点。

总体看，跟踪期内，投资收益受宁煤集团影响依旧很大，受煤炭行业景气度下行影响，公司利润总额和营业能力均大幅下降。

2. 现金流

从经营活动来看，2015年公司经营活动现金流入量和流出量分别为35.03亿元和27.06亿元，分别同比下降13.43%和9.80%，主要由于收到其他与经营有关的现金和支付其他与经营有关的现金同比下降所致。2015年，公司经营活动现金流量净额为7.97亿元，同比下降23.84%，主要由于公司收到其他与经营活动有关的现金减少所致。2015年，公司现金收入比为99.38%，同比下降4.72个百分点，公司现金收入质量一般。

从投资活动来看，2015年，公司投资活动现金流入量为15.25亿元，较2014年增长142.75%，主要系收回投资收到的现金增加所致（主要为委托贷款）；其中取得投资收益收到的现金分别为2.96亿元，其中1.47亿元为委托贷款收益。2015年，公司投资活动现金流出量为33.88亿元，同比下降7.36%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金（17.03亿元）和投资支付的现金（11.87亿元）构成；2015年公司投资活动现金流量净额为-18.64亿元，当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，2015年公司筹资活动现金流入量为91.40亿元，其中吸收投资收到的金额为23.69亿元，主要系2015年公司本部收到的财政拨入资本金9.548亿元（计入实收资本）和宁夏铁投收到国开行拨入的资本金14亿元；2015年公司筹资活动产生的现金流量净额为35.04亿元，为净流入。

2016年1～3月，公司经营活动产生的现金流入为5.82亿元。同期，公司现金收入比为77.76%，较2015年大幅下降，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-0.88亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.35亿元；筹资活动产生的现金流量净额为15.69亿元，主要系2016年公司本部收到财政拨入资本金5亿元及宁夏铁投收到国开行拨入资本金12亿元；现金及现金等价物净增加额为14.46亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金净流量有所下降，公司投资支出规模有所下降，投资收益实际现金分红增加，对外筹资压力依然较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额为466.73亿元，同比增长2.17%；其中流动资产占17.69%，非流动资产占82.31%。流动资产占比较2014年有所提升，公司资产结构仍以非流动资产为主，符合煤炭铁路运输、发电供热、供水业务等行业的特性。

截至2015年底，公司流动资产合计82.56亿元（同比增长67.96%）；构成以货币资金（占58.44%）、应收账款（占9.51%）、预付账款（占10.66%）和其他应收款（占9.78%）为主。

截至2015年底，公司货币资金48.25亿元（同比增长102.65%）；其中银行存款占99.20%；使用受限制的货币资金0.21亿元，为自治区政府信用贷款融资平台专户资金，全部实行专款专用、封闭运行。

表14　2015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	账龄
宁夏回族自治区电力公司	19518.70	20.99%	1年以内
宁煤集团	12494.29	13.44%	1年以内
宁夏宝丰能源集团有限公司	10490.95	11.28%	0-5年
应收采暖费	5516.33	5.93%	1年以内
宁夏宝丰能源集团四股泉煤业有限公司	2370.73	2.55%	1年以内
合　计	**50391.00**	**54.19%**	--

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司应收账款账面净额7.85亿元（同比增长9.97%）；欠款客户前5名金额合计占比54.19%，集中程度较高，其中，宁夏回族自治区电力公司欠款1.95亿元，占比20.99%，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2.30亿元，占比24.75%，计提坏账比例13.01%，计提较为充分；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额6.97亿元，占比74.99%，其中1年以内的占47.97%，1~2年的占26.11%，2~3年的占比11.44%,3年以上的占比14.48%，整体账龄尚可。公司共计提坏账准备1.44亿元，计提坏账比例为15.53%，计提较为充分。整体看，公司应收账款质量较好。

截至2015年底，公司预付款项为8.80亿元同比增长19.14%。从账龄来看，1年以内的占27.21%，1~2年的占29.41%，账龄超过1年的预付款项主要是预付资产购置款项，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34.75%，集中程度较低，其中以共赢投资预付的商品房开发项目土地支出款为主（占20.93%）。

截至2015年底，公司其他应收款净额为8.08亿元（同比增长149.71%），增长主要来自宁夏城际铁路公司筹备组的3.72亿元应收款（筹备期间投资款）。欠款客户前5名金额合计占比68.90%，集中程度较高。公司单项金额重

大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为7.20亿元，占比69.18%，计提坏账比例27.68%，计提充分；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额3.16亿元，占比30.32%，计提坏账比例9.08%，其中1年以内的占81.45%，整体账龄较短。公司共计提坏账准备2.33亿元，计提坏账比例为22.39%，计提充分。整体看，公司其他应收款质量较好。

表15　2015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
宁夏城际铁路公司筹备组	37150.00	35.70%	1年以内
宁夏房地产集团有限公司	16008.32	15.38%	0~3年
宁夏国际饭店	11600.27	11.15%	1~2年
德恒证券有限责任公司	3500.00	3.36%	5年以上
宁夏恒力实业有限责任公司	3451.54	3.32%	5年以上
合　计	**71710.12**	**68.90%**	--

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货账面价值4.75亿元，同比下降16.32%，构成以工程施工（占48.76%）、原材料（占12.45%）、在产品（占12.73%）和开发产品（占18.09%）为主；公司累计计提存货跌价准备0.30亿元。

截至2015年底，公司非流动资产384.17亿元，同比下降5.77%，主要由长期股权投资（占45.22%）、固定资产（占25.82%）和其他非流动资产（占10.17%）构成。

截至2015年底，公司长期股权投资净额为173.74亿元，同比下降13.37%。2015年，公司对联营企业确认投资收益共计-12.00亿元，其中宁煤集团确认投资收益-9.02亿元、中色东方确认投资收益-2.85亿元、青铝集团确认投资收益-0.94亿元、国电宁夏石嘴山发电有限责任公司确认投资收益0.47亿元；公司获得利润分配共计4.26亿元，其中宁煤集团分配利润3.38亿元，该部分利润已上缴财政。公司长期股权投资中被投资企业数量较多，绝大多数按权益法核算。截至2015年底，公司对联营企业宁煤集团的长期股权投资为164.45亿元，占长期股权投资合计的94.12%。受宏观经济下行风险影响，2015年宁煤集团实现营业收入244.66亿元，利润总额-15.98亿元。总体看，公司股权投资质量一般。

截至2015年底，公司固定资产净额为99.21亿元，同比增长8.56%，主要系本期在建工程转入固定资产所致；公司累计折旧33.61亿元，计提减值准备0.19亿元。从固定资产账面价值看，房屋建筑物占31.05%，机器设备占63.47%。

截至2015年底，公司在建工程账面价值33.10亿元，同比增长14.01%，主要由于在建工程陆续转入固定资产，而宁夏电投持续投资太阳山风电场二三四期项目，宁夏水投持续投资固原地区城乡饮水安全水源工程、固原城乡饮水安全连通工程、红寺堡区鲁家窑供水水源工程等项目所致；截至2015年底，在建工程账面余额34.80亿元，减值准备1.70亿元。

截至2015年底，公司其他非流动资产合计39.08亿元，同比下降10.93%，主要由融资平台拨付贷款本金（占98.88%）和公益性生物资产（占1.12%）构成。

截至2016年3月底，公司资产总额484.72亿元，较2015年底增长3.85%，主要由于货币资金、在建工程增加所致。其中，流动资产占20.21%，非流动资产占79.79%，资产结构仍以非流动资产为主。截至2016年3月底，货币资金较2015年底增长30.18%、应收账款较2015年底增长18.44%、预付款项较2015年底增长15.00%、在建工程较2015年底增长21.20%。

跟踪期内，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、预付款项和其他应收款为主。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，受煤炭行业景气度下行影响公司股权投资质量一般。整体看，公司资产质量尚可。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益260.82亿元，同比增长0.34%,其中归属于母公司的权益

223.56亿元。截至2015年底，公司盈余公积同比无变化；实收资本为223.32亿元，同比增长9.55亿元，系宁夏财政厅分批拨付给公司的铁路建设专项资金，该专项资金根据宁夏回族自治区人民政府宁政函[2015]90号《关于成立宁夏啊铁路投资有限责任公司的批复》作为资本金投入到宁夏铁路投资有限责任公司；资本公积为1.82亿元，同比增加6.84亿元，主要系当年以未分配利润转增资本公积8亿元；未分配利润为-4.85亿元，主要受本年归属于母公司所有者的净利润为负影响。

截至2016年3月底，公司所有者权益272.21亿元；归属于母公司的权益223.92亿元；所有者权益构成与2015年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司实收资本增长且占比高，但货币出资比例较低，未分配利润为负，公司所有者权益质量一般。

负债

截至2015年底，公司负债总额205.91亿元，同比增长4.58%，增加主要来自短期借款、一年内到期的非流动负债和专项应付款的增加；负债结构中，流动负债占26.63%，非流动负债占73.37%。

截至2015年底，公司流动负债合计54.84亿元，同比增长5.01%，增加主要来自短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债。结构上主要由短期借款（占16.61%）、应付账款（占20.22%）、其他应付款（占36.67%）和一年内到期的非流动负债（占15.00%）构成。

截至2015年底，公司短期借款9.11亿元，同比增长28.87%；主要由保证借款5.25亿元（占57.63%）、信用借款1.70亿元（占18.66%）组成。

截至2015年底，公司应付账款11.09亿元（同比增长14.50%）。按账龄来看，在1年内的占比50.90%，1～2年的占比21.59%，2年以上的占比27.51%，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2015年底，公司其他应付款20.11亿元（同比下降17.57%），下降主要系前期收购宁东铁路29.24%的应付股权转让款减少所致。截至2015年底，其他应付款中股权转让款合计11.36亿元，其中神华宁夏煤业集团有限公司9.22亿元、中国神华能源股份有限公司2.14亿元。

截至2015年底，公司非流动负债合计151.07亿元，同比增长4.42%，增加主要来自专项应付款。主要由长期借款（占57.78%）、应付债券（占13.57%）、专项应付款（占20.03%）为主。

截至2015年底，公司长期借款为87.29亿元，同比下降3.38%，由质押借款23.44亿元、保证借款19.12亿元、信用借款5.97亿元和融资平台专项借款38.77亿元构成。

截至2015年底，公司应付债券余额为20.50亿元，为2014年6月发行的10亿元3年期中期票据和2015年7月发行的10亿元短期融资券。在计算有息债务及相关指标时，已把短期融资券调整至短期债务。

截至2015年底，公司专项应付款为30.26亿元，同比增长21.37%，增长主要来自于政府拨付给子公司宁夏水投的水利基础设施建设资金和子公司宁夏电投负责核算的融资平台资金专户累计孳生利息收入。

截至2015年底，公司全部债务128.84亿元，同比增长3.76%，其中短期债务28.23亿元（占21.91%），长期债务100.61亿元（占78.09%）。公司全部债务中，长期融资平台专项借款为38.77亿元（占全部债务的30.09%），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。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。公司的长期融资平台专项借款占公司全部债务的比例较高，而对于这部分负债公司实际并不承担偿还本息义务，因此公司实际偿债压力有所减轻。随着未来项目陆续完成，同时公司不再承担类似项目借款责任，该部分借款将逐年下降。

跟踪期内，随公司债务规模的上升，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别上升1.02个百分点、下降0.23个百分点、上升0.73个百分点，2015年底分别为44.12%、27.84%、33.06%。整体来看，跟踪期内，公司债务负担有所上升，但仍处于较轻水平。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 212.50 亿元，其中非流动负债占比 75.22%，仍以非流动负债为主，负债结构变化不大；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与 2015 年底相比变化不大，分别为 43.84%、32.44%和 28.20%。

总体看，跟踪期内，公司短期债务规模有所上升但公司有息债务负担仍较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司流动比率和速动比率分别为 150.55%、141.88%，同比分别增长 56.42 和 58.63 个百分点。2016 年 3 月，随流动资产规模的上升，以上指标进一步上升，为 186.01%和 177.99%。2015 年公司经营现金流动负债比下降 5.51 个百分点，为 14.53%。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力看，受利润下降影响，2015 年公司 EBITDA 为-0.86 亿元；EBITDA 利息倍数自 2014 年的 4.31 倍下降至-0.20 倍。整体看，公司对全部债务的保护能力较弱。

截至2015年底，剔除受限的货币资金（自治区政府信用贷款融资平台专户资金）后，公司现金类资产51.16亿元，为一年内待偿还债券“14宁国投MTN001”（10亿元）的5.12倍；2015年公司EBITDA对10亿元“14宁国投MTN001”的倍数为负；公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为“14宁国投MTN001”的3.50倍和0.80倍。总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对“14宁国投MTN001”的保障能力较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司提供对外担保共计 1.99 亿元，对外担保比率 0.73%。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额度较小，公司或有负债风险相对较低。

截至2016年3月底，公司共获得银行授信额度合计人民币274.26亿元，未使用信用额度174.35亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 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 2016 年 6 月 27 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。

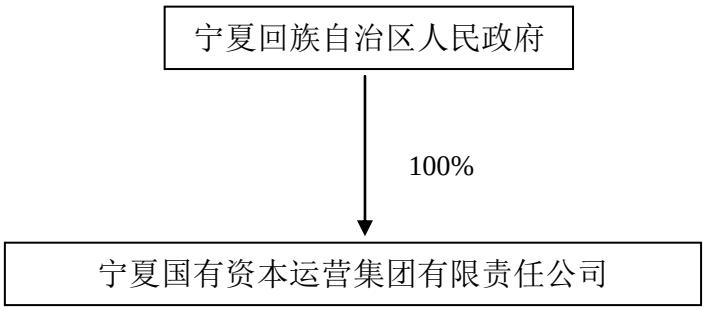
6. 抗风险能力

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强。

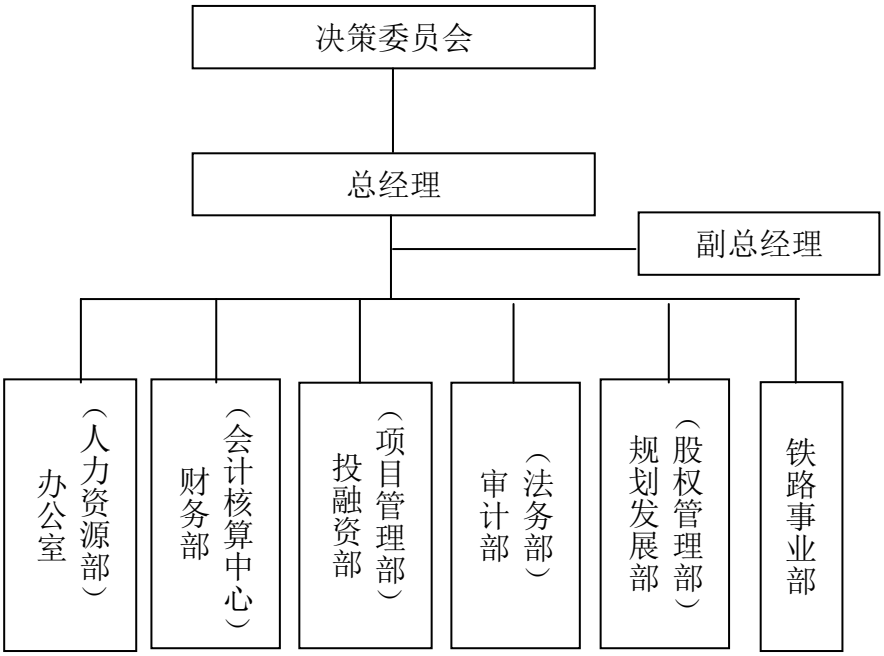
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“14 宁国投 MTN001”信用等级为 AA^+。

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 2016 年 3 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
宁夏国际招标有限公司	100	1000	纳入	划拨
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	50000	纳入	划拨
宁夏共赢投资有限责任公司	99.89	16830.72	纳入	划拨、增资
宁夏铁路投资有限责任公司	78.125	640000	纳入	划拨
宁夏西部创业实业股份有限公司	29.47	145837.47	纳入	划拨

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.79	25.68	51.37	66.08
资产总额(亿元)	429.95	456.84	466.73	484.72
所有者权益(亿元)	270.06	259.94	260.82	272.21
短期债务(亿元)	13.82	22.72	28.23	13.81
长期债务(亿元)	99.12	101.45	100.61	116.90
全部债务(亿元)	112.94	124.17	128.84	130.71
营业收入(亿元)	29.34	31.12	33.13	6.96
利润总额(亿元)	23.84	8.62	-10.59	2.60
EBITDA(亿元)	30.26	17.98	-0.86	--
经营性净现金流(亿元)	11.94	10.46	7.97	-0.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.97	3.76	3.48	--
存货周转次数(次)	4.53	4.30	4.77	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.09	--
现金收入比(%)	100.36	104.10	99.38	77.76
营业利润率(%)	31.28	27.43	23.22	16.01
总资本收益率(%)	6.75	3.17	-1.78	--
净资产收益率(%)	8.57	3.08	-4.33	--
长期债务资本化比率(%)	26.85	28.07	27.84	28.20
全部债务资本化比率(%)	29.49	32.33	33.06	32.44
资产负债率(%)	37.19	43.10	44.12	43.84
流动比率(%)	107.38	94.13	150.55	186.01
速动比率(%)	95.82	83.25	141.88	177.99
经营现金流动负债比(%)	29.78	20.04	14.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.57	4.31	-0.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.78	6.91	-149.67	--

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费用已调整至长期债务；3.2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　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+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+一年内到期的长期负债+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

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　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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级