

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2022】0093号

宁夏国有资本运营集团有限责任公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AAA。



## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

  
东方金诚国际信用评估有限公司  
2022年2月18日

# 宁夏国有资本运营集团有限责任公司

## 2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	2022/2/18	刘贵鹏	董帆

## 主体概况

宁夏国有资本运营集团有限责任公司是宁夏回族自治区内的大型国有资本运营企业，也是宁夏唯一的铁路产业投融资主体，代表宁夏人民政府在与中国国家铁路集团有限公司合作项目中履行出资人职能。宁夏回族自治区人民政府为公司唯一股东和实际控制人。

## 本期债券概况

本期债券发行额：不超过人民币5.60亿元（含）

期限：3年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

募集资金用途：偿还有息负债

## 评级模型

1.基础评分模型							
一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
区域层级	20.00%	20.00		资产总额	36.00%	36.00	
GDP 总量	32.00%	25.60		企业净资产总额	36.00%	36.00	
地区 GDP 增速	4.00%	1.60		经营资产负债率	9.00%	9.00	
综合人均 GDP	4.00%	2.40		与全部债务资本化比率	9.00%	9.00	
实力一般公共预算收入	32.00%	25.60		财务补助收入/利润总额	5.00%	2.00	
一般公共预算收入增速	4.00%	0.80		实力（实收资本+资本公积）/资产总额	5.00%	2.00	
上级补助收入	4.00%	4.00					

## 2.二维矩阵映射

## 3.评级调整因素

维度	地区综合实力									基础模型参考等级	AAA
	1档	2档	3档	4档	5档	6档	7档	8档	9档		
1档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-		
2档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-		
企业3档	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-		
经营4档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-		
与5档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
财力6档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
实力7档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
8档	AA	AA-	A+								
9档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+		
基础模型参考等级										AAA	

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

## 评级观点

东方金诚认为，宁夏经济保持增长，经济实力很强；公司业务多元化程度很高，区域专营优势明显，得到股东及相关各方的有力支持。同时，东方金诚关注到，公司在建及拟建项目面临较大的资本支出压力，对子公司管控压力较大，盈利状况易受煤炭市场景气度影响。综合考虑，东方金诚认为公司的偿债能力极强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

## 同业对比

项目	宁夏国有资本运营集团有限责任公司	甘肃省国有资产投资集团有限公司	云南省投资控股集团有限公司	云南省能源投资集团有限公司
地区	宁夏回族自治区	甘肃省	云南省	云南省
GDP（亿元）	3920.55	9016.70	24521.90	24521.90
GDP增速（%）	3.9	3.9	4.0	4.0
人均GDP（元）	-	-	50299	50299
一般公共预算收入（亿元）	419.43	874.50	2116.69	2116.69
一般公共预算支出（亿元）	1483.00	4154.90	6974.01	6974.01
资产总额（亿元）	834.34	2794.54	4745.21	2056.13
所有者权益（亿元）	483.56	1091.07	1678.42	744.52
营业收入（亿元）	66.83	2811.11	1786.20	1315.02
利润总额（亿元）	1.95	34.82	45.10	28.86
资产负债率（%）	42.04	60.96	64.63	63.79
全部债务资本化比率（%）	31.87	-	-	-

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AAA的同行业企业，财务数据来源于各企业公开披露的2020年数据。

数据来源：东方金诚整理

## 主要指标及依据

### 2020年公司营业收入构成



### 2021年9月末公司资产构成



### 公司财务指标 (单位:亿元、%)

	2018年	2019年	2020年	2021年Q3
资产总额	737.72	770.22	834.34	862.58
所有者权益	434.43	459.94	483.56	513.76
营业收入	49.56	57.62	66.83	54.70
利润总额	13.06	14.55	1.95	17.09
全部债务	194.39	198.24	226.24	-
资产负债率	41.11	40.28	42.04	40.44
全部债务资本化比率	30.91	30.12	31.87	-

### 近年来公司全部债务构成情况 (单位:亿元)



### 地区经济及财政 (单位:亿元、%)

	2018年	2019年	2020年
地区		宁夏回族自治区	
GDP 总量	3705.18	3748.48	3920.55
GDP 增速	7.0	6.5	3.9
人均 GDP (元)	54094	54217	-
一般公共预算收入	436.52	423.55	419.43
一般公共预算收入增速	4.53	7.20	-1.00%
上级补助收入 (近似)	982.54	1014.85	1063.60

## 优势

- 近年来宁夏经济保持增长，能源、电力和化工等支柱产业发展良好，经济实力很强，为公司发展提供良好的外部环境；
- 公司业务涵盖铁路建设、铁路货运、电力、供热、供水、水利建设和产业投资等，各业务板块经营稳定，其中铁路货运、供水、供热等业务区域专营优势明显；
- 公司是宁夏主要的国有资本运营企业，得到了股东及相关各方在资本金注入和财政补贴等方面的支持。

## 关注

- 公司在建和拟建的铁路项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力；
- 由于子公司数量较多，且涉及业务较为多元，公司管控压力较大；
- 公司盈利状况对宁夏煤业的投资收益依赖很大，易受煤炭市场景气度影响而出现波动。

## 评级展望

预计宁夏回族自治区经济将保持增长，公司主营业务将继续保持多元化发展，区域专营性很强，能够得到股东及相关各方的持续有力支持，评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

## 历史评级信息

债项简称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
22宁资02	AAA/稳定	AAA	2021/5/21	张伟 董帆	<a href="#">《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》</a>	<a href="#">阅读原文</a>
19宁夏国资CP001	AAA/稳定	A-1	2019/7/22	王文静 董帆	<a href="#">《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015年)》</a>	<a href="#">阅读原文</a>

## 主体概况

宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“宁夏国资”或“公司”）原名宁夏国有投资运营有限公司，是经宁夏回族自治区人民政府（以下简称“宁夏人民政府”）批准，由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”）于2009年9月成立的国有独资企业，初始注册资本为300.00亿元，实收资本0.05亿元。2015年1月，公司更为现名，同时股东变更为宁夏人民政府<sup>1</sup>。后历经数次增资，截至2021年9月末，公司注册资本和实收资本均为300.00亿元；宁夏人民政府持有公司100.00%的股权，为公司实际控制人。

公司是宁夏回族自治区（以下简称“宁夏”）的大型国有资本运营企业，也是宁夏唯一的铁路产业投融资主体，代表宁夏人民政府与中国国家铁路集团有限公司<sup>2</sup>（以下简称“铁总”）合作项目中履行出资人职能。公司主要从事宁夏铁路项目的投融资、铁路货运、电力热力的生产和供应、自来水供应、工程劳务以及产业投资等业务。

截至2020年末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司共有10家。公司为宁夏西部创业实业股份有限公司<sup>3</sup>（以下简称“西部创业”，股票代码：000557.SZ）的第一大股东，拥有实际控制权，因此将其纳入合并报表范围。此外，公司还参股投资了国家能源集团宁夏煤业有限责任公司（以下简称“宁夏煤业”）等企业。

**图表1：截至2020年末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）**

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
宁夏西部创业实业股份有限公司	铁路运输	145837	29.47
宁夏电力投资集团有限公司	投资及资产管理	100000	100.00
宁夏水务投资集团有限公司	供排水	114126	100.00
宁夏煤炭勘察工程有限公司	地质勘察	5000	100.00
宁夏共赢投资有限责任公司	投资	16831	100.00
宁夏铁路投资有限责任公司	铁路项目投资	2070000	72.46
国运融资租赁（天津）股份有限公司	融资租赁	20000	100.00
宁夏高铁综合开发有限责任公司	高铁服务	10000	100.00
宁夏融资再担保集团有限公司	担保	120355	65.67
宁夏国运基金管理有限责任公司	基金管理	10000	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 本期债券主要条款及募集资金用途

### 本期债券主要条款

公司拟发行不超过人民币5.60亿元（含5.60亿元）的“宁夏国有资本运营集团有限责任公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），期限

<sup>1</sup> 根据2014年12月3日发布的《自治区人民政府关于成立宁夏国有资本运营集团有限责任公司的通知》（宁政发【2014】105号）文件，原宁夏国有投资运营有限公司的产权及债权债务由公司按照相关规定承继，公司直接受自治区人民政府领导和管理。公司于2015年1月完成相关变更。

<sup>2</sup> 原名中国铁路总公司，2019年6月更名为中国国家铁路集团有限公司。

<sup>3</sup> 西部创业原名为广夏（银川）实业股份有限公司。2016年2月，宁夏国资对原二级子公司宁东铁路与广夏（银川）实业股份有限公司进行重大资产重组。重组完成后，宁东铁路全部股权转让上市公司，成为西部创业的全资子公司。2019年末，西部创业资产总额为52.82亿元，净资产49.75亿元；2019年，实现营业收入8.00亿元，净利润0.45亿元。

为3年。本期债券面值100元，按面值平价发行，采用固定利率，单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

## 募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还有息负债（详见附件二）。

## 宏观经济与政策环境

**2021年四季度宏观经济回稳，短期内基建投资和出口将成为主要经济增长拉动力，通胀风险趋于缓和**

受上年同期基数抬高影响，四季度GDP同比增长4.0%，较三季度下行0.9个百分点，而衡量经济强度的两年平均增速回升至5.2%，重返5.0%至6.0%的潜在增长区间。伴随前期能耗双控等收缩性政策“纠偏”，加之政策面向稳增长方向倾斜，四季度宏观经济回稳。全年来看，2021年GDP同比增长8.1%，较上年的2.2%大幅反弹，符合疫情冲击高峰过后经济运行的普遍规律；2021年GDP两年平均增速为5.1%，仅略高于潜在增长区间下限，表明经济修复力度整体偏缓，特别是下半年伴随房地产行业进入“寒潮期”，经济下行压力再度显现。

在当前宏观政策重心再度向稳增长方向倾斜，并将适度靠前发力的背景下，预计2022年一季度GDP增速有望加快至5.2%，其中基建投资将显著提速，以对冲房地产投资下滑的影响；短期内，出口仍将保持较高增速，这会在一定程度上弥补国内消费偏弱造成的拖累。预计2022年全年GDP同比将达到5.4%，季度GDP增速整体呈“前低后高”走势。

值得注意的是，2021年PPI累计同比达到8.1%，其中9月份之后持续停留在两位数高位。展望2022年，随着能耗双控等政策影响消退，国内煤炭、钢铁价格下行，以及国际油价上涨空间有限，PPI同比涨幅有望较快下行；2022年CPI同比中枢将有所上移，但仍将控制在3.0%的政策目标之内。整体上看，我国物价将处于温和区间，不会对货币政策操作形成掣肘。

### 逆周期调控正在靠前发力，2022年一季度宏观政策将呈现财政、货币“双宽”过程

2021年12月全面降准、2022年1月政策性降息接踵而至，意味着中央经济工作会议提出的“政策发力适当靠前”正在落地。接下来伴随房地产融资环境回暖，一季度信贷、社融增速将出现触底回升势头，“宽信用”过程有望加速。考虑到2022年上半年宏观经济将面临一定下行压力，特别是房地产市场回升还需要一个过程，1月降息很可能不是本轮货币宽松的终点。我们预计，3月两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模将分别达到3.0%和3.5万亿，继续处于偏高水平；叠加上年资金结转，2022年实际财政支出力度将明显高于上年。在政策面向稳增长方向调整，监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，城投公募债出现首单违约的可能性下降。

## 行业及区域经济环境

### 铁路行业

**近年来，我国铁路基础设施建设持续推进，铁路运输能力稳步提升，路网结构不断优化**

铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，是综合交通运输体系的骨干和主要交通方式之一，在我国经济社会发展中的地位和作用至关重要，属于国家重点扶持发展的产业。近年来，为满足公众日益增长的出行需求和物流需求，铁路投资规模持续保持高水平。2019年~2021年，全国铁路固定资产投资分别完成8029亿元、7819亿元和7489亿元，全年共投产新线8489公里、4933公里和4208公里，其中高速铁路5474公里、2521公里和2168公里。

随着我国铁路建设的推进，铁路运输能力持续增强，路网密度有所增加，结构不断优化。截至2020年末，全国铁路营业里程达到14.63万公里，其中，高铁运营里程达3.8万公里，居世界第一位。全国路网密度152.3公里/万平方公里，比上年增加了6.8公里/万平方公里。

### **投资主体多元化的推进、融资渠道的拓宽以及有力的政府支持为我国铁路建设的顺利进行提供了有力保障**

铁路建设项目具有投资规模大、安全和技术水平要求高、建设和投资回报周期长等特点。长期以来，我国铁路建设的投融资主体为原铁道部（现为“铁总”），建设资金主要来自于财政预算、债券和银行贷款。随着铁路建设的快速推进，铁总累积的债务规模不断攀升，铁路建设资金筹集难度增加，经营压力加大。2006年以来，国家陆续出台多项政策推进铁路投融资体制改革，鼓励多主体、多方式、多渠道筹集铁路建设资金。

2015年9月，铁总出台《中国铁路总公司关于规范非控股合资铁路建设项目管理的指导意见》，不再要求对项目绝对控股，而是由各方出资人依法组建铁路建设项目合资公司。合资公司作为项目业主，负责新建铁路项目和部分既有铁路改扩建项目的资金筹集、建设及全过程管理。客运专线、城际铁路、区际通道内的铁路积极鼓励社会资本参与。同时，对于合资铁路项目建成后的运营方式，合资公司可委托各铁路局负责铁路资产的运输管理，也可由项目公司自营自管。铁路投融资及运营市场的放开，有利于提高社会投资人的参与积极性，但铁路收益结算和分配机制的后续政策仍有待进一步细化和完善。

总体来看，我国政府对铁路基建行业扶持力度很大，未来铁路建设将继续深化投融资体制，进一步拓宽融资渠道、积极引入社会资本，各项扶持政策为铁路建设的顺利进行提供了有力支撑。

### **我国铁路建设预计将继续保持增长势头，建设资金需求持续旺盛**

2016年7月13日，国家发改委颁布《关于印发《中长期铁路网规划》的通知》（发改基础[2016]1536号），对远期铁路建设进行了新一次的布局规划。根据《中长期铁路网规划》，到2020年，一批重大标志性项目建成投产，铁路网规模将达到15万公里，其中高速铁路3万公里，覆盖80%以上的大城市；到2025年，铁路网规模将达到17.5万公里左右，其中高速铁路3.8万公里左右。中国高速铁路主通道由“四纵四横”升级为“八纵八横”，形成区域连接线衔接、城际铁路补充的高速铁路网，实现省会城市高速铁路通达、区际之间高效便捷相连。其中，西部地区铁路网、城际铁路建设是未来规划建设的重点。

中长期来看，我国铁路建设预计将继续保持增长势头，建设资金需求持续旺盛。

**铁路客运在全国长途客运中具有明显优势，随着疫情防控形势持续向好，2021年我国铁路客运量将大幅提升，同时货运需求不断增长，为铁路运输行业创造了较为良好的环境**

随着我国铁路运输网络的逐步完善，特别是高速铁路网的不断延伸，高速铁路和城际铁路吸引客流的能力明显，铁路竞争实力不断增强；同时，铁路客运运输速度快、载客能力强、受自然条件限制相对较小，在中长途运输中具有优势。2018年~2020年，全国铁路旅客发送量分别为33.75亿人、36.60亿人和22.03亿人，分别同比增长9.4%、8.4%和-39.8%，其中，国家铁路完成33.17亿人、35.79亿人和21.67亿人，同比增长9.2%、7.9%和-39.4%；全国铁路旅客周转量分别完成14146.58亿人公里、14706.64亿人公里和8266.19亿人公里，同比增长5.1%、4.0%和-43.8%，其中，国家铁路完成14063.99亿人公里、14529.55亿人公里和8258.10亿人公里，同比增长5.0%、3.3%和-43.2%。由于新冠肺炎疫情影响，2020年全国旅客运输量显著下降，但其余年份均保持增长，随着疫情防控形势持续向好，2021年我国铁路旅客运输量将大幅提升。

我国铁路货运需求不断增长。2020年，全国铁路货运总发送量完成45.52亿吨，同比增运1.63亿吨、增长3.2%；国家铁路完成35.81亿吨，同比增运1.41亿吨、增长4.1%。

我国铁路货运价格近年多次上调，由政府定价改为政府指导定价。根据发改价格[2015]183号文，自2015年2月1日起，国家铁路货物运价提高到15.51分/每吨公里，并作为基准价，允许上浮不超过10%，下浮不限。铁路货运价格的上调对于弥补铁路货运企业的亏损产生有利影响，同时货运需求逐步回暖，为铁路运输行业创造了较为良好的环境。

## 水务行业

**预计“新冠疫情”对2020年工业用水增长将造成一定影响，但居民生活用水增长空间较大，同时环保力度的加大推动污水处理能力快速增长，水务行业总体发展前景良好**

近年来，受年降水量变化影响，我国水资源总量波动较大，但总用水量仍相对稳定。从用水结构来看，农业用水仍为我国第一大用水方向。2020年，预计“新冠疫情”对农业和居民生活用水影响较小，但工业用水将有所下降。随着经济社会的持续发展，我国总用水量将保持增长，预计用水高峰将于2030年左右出现，其中城市供水需求增长将高于其他用水需求量的增长。

污水处理方面，随着政府加大基础设施建设和环保投资力度，城市污水处理能力快速增长，预计2020年底城市污水处理率将达到95%，实现城镇污水处理设施全覆盖。同时，国家开展海绵城市建设试点工作，单环节的污水处理向水环境综合治理转变，行业发展前景良好。

**随着政府出台多项政策推动水务行业的发展，相关领域企业面临良好发展机遇，同时也面临一定投资支出和运营成本增加压力；大型企业可通过兼并重组逐步扩大市场份额，竞争优势预计将不断增强**

近年来各级政府出台多项政策推动水务行业的发展，我国水务基础设施建设不断完善、供

水量和污水处理量持续增长。2020年，受益于《长江保护修复攻坚战行动计划》的出台以及前期《水污染防治行动计划》（即“水十条”）相关政策的执行推进，水务行业在水环境治理等新领域市场将进一步扩容。水务企业面临良好的政策环境和市场机遇，同时也面临一定的投资支出和运营成本增加等压力。

近年来，我国水务收费标准不断提高。2018年6月，国家发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，要求全面实行非居民用水超定额累进加价制度、建立城镇污水处理费动态调整机制及企业污水排放差别化收费机制等多项意见，预计未来水务企业收入规模和盈利能力将有所提高。

随着行业的快速发展，进入水务领域的企業数量也迅速增长，包括众多具有技术及品牌优势的外资企业和大型国有企业，进一步加剧了行业竞争程度。但是，现有大型企业在项目规模、运营经验、品牌影响力、技术水平等方面具有优势，并可通过兼并重组逐步扩大市场份额，未来竞争优势将不断增强。

## 电力行业

**随着宏观经济持续回暖及电能替代的持续推进，预计2021年全社会用电量增速同比明显提升；虽然我国电源结构仍以火电为主，但未来可再生能源机组占比将大幅提高**

受疫情影响，2020年我国全社会用电量增速为3.1%，同比下降1.4个百分点，该增速仅高于2015年水平。我国疫情防控成效显著，宏观经济保持良好的恢复态势，2020年四个季度GDP同比增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%和6.5%。展望2021年，随着全球经济复苏，我国经济持续回暖，预计我国全年用电需求旺盛，同时受电能替代、低基数因素等影响，用电量增速同比明显提升。

虽然，我国发电机组仍以火电为主，但近年来在控制煤电产能政策影响下，火电新增装机容量明显下降。其他发电机组方面，因剩余可开发水电资源的开发难度和成本加大，水电装机容量增长缓慢；风电和太阳能项目的整个建设周期较短，且近些年随着相关设备组件价格的下行，已成为我国实现“碳中和”的有效手段，“十四五”期间新增机组规模或继续创历史新高，机组占比将大幅提高。

**预计2021年全国电煤价格基本保持稳定，而电价仍面临一定的下降压力，火电企业盈利水平仍将处于较低水平**

近年来，中央政府大力推进煤炭产业供给侧改革，优质产能不断释放，全国原煤产量稳步增长。2020年，全国规模以上企业原煤产量小幅增长0.9%，增幅有所下滑；由于对电煤需求下滑，全年重点电厂供煤总量同比降幅较大。价格方面，2020年，秦皇岛港5500大卡下水动力煤长协价同比下跌12元/吨，市场煤均价较2019年基本持平。

但是，受宏观经济复苏、煤炭供需阶段性错配、低温寒潮天气等影响，2020年入冬以来，我国煤炭市场供需偏紧，动力煤市场价格明显上涨。同时，综合考虑到长协煤和进口煤对稳定、调节电煤价格起到的作用，预计2021年电煤价格基本可保持稳定。

电价方面，全国煤电上网电价总体稳定回升。2019年9月，国务院常务会议决定取消煤电价格联动机制，并将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”市场化机制，浮动范围

为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%。未来火电电价仍面临一定的下降压力，企业盈利水平较难实现明显回升。

近年来，我国积极推进电力行业的市场化改革，鼓励发电企业与售电企业、用户及电网企业签订三方发购电协议，特别是中长期协议。同时，中央企业煤电资源区域整合试点可进一步加快试点区域的落后产能淘汰、资源优化配置和减少同质化竞争，长期利好于稳定火电企业产能控制及企业经营效率提升。

## 地区经济

### 近年来，宁夏经济保持增长，能源、电力、化工等支柱产业发展良好，经济实力很强

宁夏是我国五大少数民族自治区之一，位于中国西部的黄河上游，东邻陕西省，西、北部接内蒙古，西南、南部和东南部与甘肃省相连。宁夏中南部是国家重点扶贫区，也是全国干旱缺水的地区。截至 2021 年末，宁夏面积 6.64 万平方公里，下辖 5 个地级市；根据第七次全国人口普查结果，截至 2020 年 11 月 1 日，宁夏常住人口 720.27 万人。

宁夏土地和矿产资源丰富，现有耕地 1650 万亩，人均耕地占有量居全国第二位，是国家现代农业、旱作节水农业、生态农业示范区；宁夏贺兰山东麓为酿酒葡萄最佳产区之一，目前有酿酒葡萄 53 万亩，年产葡萄酒 9.5 万吨。宁夏矿产资源以煤和非金属为主。宁夏已探明储量矿产种类达 50 多种，煤炭探明储量 460 多亿吨，储量位居全国第六位，其中宁东煤田探明储量 393 亿吨，被列为国家 14 个大型煤炭基地之一。

近年来，宁夏地区经济保持增长，经济实力持续增强。从产业结构来看，第二产业和第三产业是推动宁夏经济发展的主导产业。工业方面，依托资源优势，宁夏形成了煤炭、电力、化工、冶金、有色、装备制造、轻纺等行业为支柱的工业体系。2020 年，宁夏规模以上工业增加值增长 4.3%，其中，电力行业增加值增长 4.6%、化工增长 1.5%、冶金增长 1.7%、机械增长 29.4%。三产方面，2020 年宁夏全区社会消费品零售总额同比下降 7.0%；全区房地产开发投资增长 7.5%；据银川海关统计，全年全区货物贸易进出口总额 123.17 亿元，同比下降 48.8%。

据初步统计，2021 年宁夏实现地区生产总值 4522.31 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.7%，两年平均增长 5.3%。其中，第二产业增加值 2021.55 亿元，同比增长 6.6%，第三产业增加值 2136.28 亿元，同比增长 7.1%。2021 年，宁夏固定资产投资同比增长 2.2%；社会消费品零售总额 1335.12 亿元，同比增长 2.6%；进出口总额 214.04 亿元，同比增长 73.4%。

图表 2：宁夏主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3705.18	7.0	3748.48	6.5	3920.55	3.9
人均地区生产总值（元）	54094	6.0	54217	5.5	-	-
全部工业增加值	1124.50	8.1	1270.02	7.4	-	-
全社会固定资产投资	-	-18.2	-	-11.1	-	4.0
社会消费品零售总额	-	4.8	-	5.2	1301.39	-7.0
进出口总额	249.16	-27.0	240.62	-3.3	123.17	-48.8
三次产业结构	7.6: 44.5: 47.9		7.5: 42.3: 50.2		8.6: 41.0: 50.4	

数据来源：2018 年~2019 年宁夏回族自治区国民经济和社会发展统计公报、宁夏回族自治区人民政府网站，东方金诚整理

财政收支方面，2019 年~2021 年，宁夏一般公共预算收入分别为 423.55 亿元、419.43 亿元和 460.01 亿元，其中税收收入占比超过 60%；一般公共预算支出分别为 1438.40 亿元、1483.00 亿元和 1428.29 亿元，财政自给能力较弱。同期，宁夏政府性基金收入分别为 118.4 亿元、159.80 亿元和 145.7 亿元，呈现波动趋势。截至 2021 年末，宁夏政府债务余额为 1922 亿元，其中自治区本级政府债务为 586 亿元，市县政府债务为 1336 亿元。

**2019 年底，随着首条高铁银兰客运专线银川至中卫南段建成通车，宁夏正式迈进“高铁时代”；但宁夏铁路交通发展长期滞后，未来铁路建设仍具有很大投资需求**

宁夏地处西部内陆，长期以来铁路线路与全国主通道连通不畅，铁路通车里程显著落后于全国平均水平，制约着宁夏人民的出行、社会活动交流以及地区经济发展。2019 年 12 月，随着首条高铁银兰客运专线银川至中卫南段开通运行，宁夏正式迈进“高铁时代”，有效缓解了既有铁路运能紧张局面，对推进宁夏“五市同城化”进程、带动宁夏经济社会高质量发展及打造丝绸之路经济带支点具有重要作用。

在《中长期铁路网规划》中，国家规划的“八纵八横”高速铁路网中有“一纵两横”高速铁路经过宁夏，分别为京兰通道、青银通道和包（银）海通道。其中，包头至银川高铁、中卫至兰州高铁及银川至巴彦浩特铁路、宝中铁路中卫至平凉段扩能改造、铁路物流基地等项目建设将增强宁夏与国内其他地区的联系，推动区域之间经济、社会互动合作，具有显著的外部效应。

铁路建设规划方面，宁夏将构建以银川为中心，辐射周边重要节点城市的高速客运网、干线铁路网和城际铁路网。宁夏规划建设银川至呼和浩特客运专线、中卫至兰州客运专线和宝中线中卫至平凉段扩能等快速铁路，建设干武增建二线和海原至环县铁路等普通铁路，建设宁东铁路开行旅客列车等。近年来，宁夏加强高铁建设项目统筹协调，吴忠至中卫城际铁路项目于 2015 年 10 月开工建设，已于 2019 年 12 月建成通车；银西高铁于 2015 年 12 月开工建设，已于 2020 年底正式开通运营。

总体来看，宁夏高速铁路的建成以及与全国主通道的贯通将有助于扩大宁夏与外部的经济连接，将宁夏的经济发展纳入全国的大市场中，有利于促进宁夏地区经济的快速发展。

## 业务运营

### 经营概况

公司业务较为多元化，营业收入主要来源于工程劳务、发电供热、供水和铁路运输等业务，呈逐年增长趋势。

公司主要从事宁夏地区铁路建设的投融资、铁路货运、电力热力生产和供应、自来水供应以及工程劳务项目投资建设等业务。近年来，公司营业收入主要来自铁路运输、发电供热、工程劳务和供水等业务，收入来源较为多元，呈稳定增长趋势；毛利润保持增长，毛利率有所波动。

公司其他业务包括小额贷款、融资租赁、供应链金融、监理检测、水表和电表等设备的销售、担保服务等，在营业收入中占比较低。

**图表 3：公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1~9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
发电供热	19.42	39.19	21.10	36.34	22.05	32.99	14.89	27.22
铁路运输	5.94	11.98	7.29	12.55	7.25	10.84	6.70	12.24
供水业务	7.52	15.18	8.73	15.04	10.06	15.04	8.64	15.80
工程劳务	12.75	25.72	16.04	27.62	15.33	22.94	12.31	22.51
其他业务	3.93	7.93	4.91	8.45	12.15	18.18	12.16	22.22
<b>合计</b>	<b>49.56</b>	<b>100.00</b>	<b>58.06</b>	<b>100.00</b>	<b>66.84</b>	<b>100.00</b>	<b>54.70</b>	<b>100.00</b>
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
发电供热	3.64	18.73	4.77	22.60	4.56	20.67	1.91	12.84
铁路运输	1.45	24.49	2.23	30.61	2.00	27.63	2.33	34.80
供水业务	1.96	26.06	2.95	33.76	3.55	35.35	2.62	30.36
工程劳务	0.74	5.79	0.96	6.00	0.92	5.97	0.60	4.84
其他业务	2.02	51.36	2.17	44.29	3.62	29.75	3.15	25.91
<b>合计</b>	<b>9.81</b>	<b>19.80</b>	<b>13.08</b>	<b>22.53</b>	<b>14.65</b>	<b>21.91</b>	<b>10.61</b>	<b>19.40</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 铁路投资及运营

**公司是宁夏唯一的铁路产业投融资主体，在宁夏铁路建设领域具有重要的战略地位**

公司在宁夏铁路建设领域具有重要的战略地位，铁路建设业务的运营主体为子公司宁夏铁路投资有限责任公司（以下简称“宁铁投”）。宁铁投成立于2015年6月，为宁夏唯一的铁路产业投融资主体，代表宁夏人民政府履行出资人职能，在与铁总合作项目中合资组建项目公司，进行地方铁路投资建设。截至2020年末，宁铁投注册资本为207.00亿元，实收资本为138.55亿元，其中公司实际出资81.55亿元；国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）实际出资57.00亿元<sup>4</sup>，用于吴忠至中卫城际铁路、银西高铁、中卫至兰州铁路及包银铁路项目建设。

公司铁路投资业务模式主要分为两类：第一类为宁铁投控股的铁路项目，以自治区内城际

<sup>4</sup> 根据公司、宁铁投与国开基金签订的《国开发展基金投资合同》，国开基金不委派董事、监事和高级管理人员管理宁铁投资，因此公司具有100%的表决权。按照协议约定，国开基金每年获得1.2%~2.8%的收益，并在2021年~2036年分期将股权转让给公司。

铁路为主；宁铁投对控股铁路项目的策划、前期工作、资金筹集、建设、还本付息等履行全流程管理职责。第二类为宁铁投作为参股方参与投资建设的铁路项目；该项目一般由铁总控股，采用部省合资的方式投资建设。宁铁投代表宁夏人民政府与铁总共同出资组建项目公司，负责落实项目的筹资、投资等事项，待项目完工运营后按照实际出资比例享受投资收益。

### 公司在建铁路项目重要性突出，项目投资规模大，资本金到位及时，为项目顺利开展奠定了坚实的基础

截至 2021 年 9 月末，公司控股在建铁路项目为中卫至兰州铁路项目和包银高铁银川至惠农段项目。

#### 1. 中卫至兰州铁路

中卫至兰州铁路位于宁夏回族自治区和甘肃省境内，线路北起宁夏回族自治区中卫市，向南经白银市平川区、靖远县、白银区，向西经兰州新区南站后接至中川机场树屏线路。线路全长 218.49 公里，其中宁夏回族自治区境内 46.21 公里，甘肃省境内 172.28 公里。中卫至兰州铁路项目概算总投资为 295.78 亿元，资本金为总投资的 70.00%，由中国铁路总公司和甘肃省、宁夏人民政府共同筹资建设，其中宁夏人民政府资本金约为 20.93 亿元（其中包含征地拆迁费用 1.29 亿元），铁总资本金约 62.11 亿元。

中卫至兰州铁路先期试验段于 2017 年 6 月开工建设，2018 年 8 月下旬全线开工建设，截至 2021 年 9 月末已累计完成投资 28.61 亿元，预计 2022 年完工通车。

#### 2. 包银高铁银川至惠农段

包银高铁银川至惠农段是国家“八纵八横”高速铁路网京兰通道的重要组成部分，为双线高速铁路，线路自银川枢纽引出，向南与银西高铁正线贯通，向北经沙湖风景名胜区，跨越既有包兰铁路，经石嘴山大武口区设石嘴山南站后，前行至惠农区设惠农南站，设联络线引入既有包兰铁路惠农站，线路长 100.60 公里，共设银川、沙湖、石嘴山南、惠农南等 4 座车站，设计速度 250.00 公里，总投资 128.70 亿元，项目资金来源由资本金和建设资金贷款构成，其中资本金为 20%，由宁铁投和铁总以 4:6 比例出资。

包银高铁银川至惠农段于 2019 年底全线开工建设，截至 2021 年 9 月末，已累计完成投资 38.45 亿元，预计 2023 年建成通车，包银高铁全线贯通后，可形成银川—包头—北京高速铁路通道，银川至北京将由目前的 18 小时缩短至 5 个小时，大大拉近宁夏与全国的距离。

总体来看，银西高铁银川至吴忠路段建成后与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，中卫至兰州铁路和包银高铁银川至惠农段分别是国家中长期铁路网规划的“八纵八横”高速铁路网中，京呼银兰大通道和京兰通道的重要组成部分，在宁夏具有重要的地位。上述铁路线路与全国铁路主通道连通后，宁夏将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。在建铁路项目投资规模大，公司充分利用财政预算资金、国开基金、银行贷款等多种融资方式积极筹集资金，保证项目资本金及时到位，为项目顺利开展奠定了坚实的基础。

### 公司在建和拟建铁路项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力

根据宁夏铁路建设规划，宁夏将构建以银川为中心，辐射全自治区 5 个地级城市以及重要

节点城市的高速客运网、干线铁路网和城际铁路网。宁夏重点推进银川连通呼和浩特（北京）、兰州、郑州、乌鲁木齐、西安、青岛等六个方向的高速铁路通道建设。

根据规划，宁夏共建设快速铁路 10 条，计划通车里程 1208 公里，概算总投资 999 亿元，截至本报告出具日，吴忠至中卫城际铁路、银西高铁已建成通车，公司尚需筹集项目资本金 168 亿元，面临较大的资本支出压力。

**图表 4：截至 2021 年 9 月末公司铁路项目建设及计划情况（单位：公里、亿元、年）**

类型	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	建设年度	年度投资分配比例
完工	1	吴忠至中卫城际铁路	135	136	7:3	52	4	2015~2019	1:3:3:3
	2	银西高铁	183	225	3:7	79	5	2016~2021	2:3:2:2:1
在建	3	中卫至兰州铁路	47	40	7:3	21	4	2017~2022	4:3:2:1
	4	包银高铁银川至惠农段	101	129	4:6	42	4	2019~2023	2:3:3:2
拟建	5	宝中铁路中卫至平凉段扩能改造	183	135	未确定	44	4	2020~2024	2:3:3:2
	6	包银铁路包头至惠农段（含银川至巴彦浩特铁路）	53	28	6:4	12	4	2020~2024	2:3:3:2
	7	太中银银川至定边段扩能	183	100	未确定	15	3.5	2021~2025	2:3:3:2
	8	环县至海原铁路	48	27	未确定	4	3.5	2021~2025	2:3:3:2
	9	定西经固原至庆阳铁路	76	70	未确定	14	4	2021~2025	2:3:3:2
	10	太中银中卫至定边段扩能	200	109	未确定	16	4	2021~2025	2:3:3:2
<b>合计</b>			<b>1208</b>	<b>999</b>	-	<b>299</b>	-	-	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 铁路货物运输

**公司下属子公司宁东铁路为宁东地区重要的铁路货物运输企业，具有很强的区域专营优势**

公司铁路运输业务运营主体为子公司西部创业的全资子公司宁夏宁东铁路有限公司（以下简称“宁东铁路”）。宁东铁路成立于 2002 年 4 月，是宁夏宁东能源重化工基地<sup>5</sup>原料和产品唯一的铁路运输服务企业。截至 2021 年 9 月末，宁东铁路注册资本为 35.33 亿元。

宁东铁路运营线路为地方自营铁路，西与包兰铁路大坝站接轨，北与三新铁路上海庙站接轨，形成“一横两纵”的路网布局。一横为大坝-古窑子-鸳鸯湖-梅花井，两纵分别为临河工业园 A 区-古窑子-枣泉、上海庙-配煤中心-鸳鸯湖-红柳。运营线路连通能源生产企业和国家铁路运输主干线，在宁夏具有很强的区域专营优势。目前宁东铁路运营铁路全长 300 公里，拥有内燃机 26 台、轨道车 3 台，自备敞车 1746 辆（其中自有 750 辆、统管 996 辆），具备内燃机车辅修和车辆段修能力。

<sup>5</sup> 宁夏宁东能源重化基地位于自治区首府银川市灵武市境内，规划区总面积约 3484 平方公里，该基地分为三个分基地：宁东煤炭基地、宁东火电基地、宁东煤化工基地。宁夏宁东能源重化基地已探明煤炭储量 386 亿吨，远景储量 1394 亿吨，是国家 14 个亿吨级大型煤炭生产基地之一。

宁东铁路运输货品主要为煤炭、油品、煤化工等产品，其中煤炭运量占到90%以上，主要客户为宁东能源重化工基地内的大型煤炭矿工、化工和电力企业等。近年来，由于煤炭市场回暖，宁夏煤业等主要客户的煤炭生产量出现回升，铁路货物运输量保持增长；2018年以来，宁东地区宁煤各矿主要供给宁煤煤制油用煤，已无法满足其他客户需求，煤炭缺口进一步加大，致使外煤进宁运量大幅增长，带动总运量增长。

**图表 5：公司铁路运输情况（单位：万吨、万吨公里）**

指标	2018年	2019年	2020年	2021年1~9月
货物发送量	3732	3876	4191	3543
其中：煤炭	3451	3618	3915	3265
货物到达量	769	1029	1175	1030
其中：煤炭	642	875	1030	931
货物运输量	4501	4905	5366	4572
其中：煤炭	4094	4493	4945	3235
<b>货物周转量</b>	<b>209860</b>	<b>231967</b>	<b>259413</b>	<b>209756</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

**铁路运输业务收费标准由政府制定，受煤炭市场景气度变化以及运价调整的影响，近年来毛利率有所波动**

铁路运输业务收费标准系根据原铁道部及自治区物价局制定的价格向客户收取营运收入，公司无自主定价权。根据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）文件，自2016年1月1日起，宁东铁路货物运价进行调整并实行阶梯运价<sup>6</sup>。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），起码里程运距缩减为40公里。2017年3月27日，根据《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）文件，公司在原有基本运价基础上取消阶梯运价。铁路运输业务营业成本主要为机车用油、人工、维修支出和设备折旧等，近年来，受人工成本等上升的影响，成本逐年增长。

2018年~2020年及2021年1~9月，公司铁路运输收入分别为5.94亿元、7.29亿元、7.25亿元和6.70亿元；毛利率分别为24.49%、30.61%、27.63%和34.80%，受煤炭市场景气度变化以及运价调整的影响，宁东铁路运输毛利率有所波动。

### 供水业务

**公司供水区域逐步扩张，供水能力持续增长，区域市场地位很强**

公司供水业务由子公司宁夏水务投资集团有限公司（以下简称“宁夏水投”）负责运营。宁夏水投于1994年7月成立，主要从事宁夏水利项目的投资建设和下辖区县的供水业务。截至2021年9月末，宁夏水投注册资本为11.41亿元。

随着宁夏的经济发展、用水需求持续增长，公司加大供水厂和供水管网铺设投资力度，供水能力持续提升，供水范围不断扩大。截至2021年9月末，公司供水区域覆盖自治区内5个

<sup>6</sup> 阶梯运价：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。

主要城市，主要包括宁东能源化工基地、上海庙红墩子工业园区、太阳山工业园区、红寺堡城区、固原市区、西吉县城、中宁县城、海原县新区、同心县东部等区域，在宁夏工业供水和城市供水领域具有重要地位。截至 2021 年 9 月末，宁夏水投拥有自来水厂 52 座，管网长度 10412 公里，供水能力 215 万吨/日。

近年来，随着供水能力的提升和供水范围的扩大，公司售水总量逐年增长。从售水结构来看，公司供水对象包括居民、工业企业和其他，其中工业用水占比较大。由于公司主要为工业园区供水，供水区域较为集中，管网漏损率约为 2%~3%，处于很低水平。供水价格方面，公司执行政府指导定价，不同地区执行不同供水价格，近年来相对稳定。随着售水量的增长，公司供水业务收入逐年增长，2018 年~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司供水业务收入分别为 7.52 亿元、8.73 亿元、10.06 亿元和 8.64 亿元。

**图表 6：公司供水业务主要指标**

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~9 月
期末自来水厂数量（个）	31	42	48	52
期末供水能力（万吨/日）	161	186	208	215
期末供水管网（公里）	4946	5779	10106	10412
供水总量（万吨）	27814	33296	41215	32968
售水总量（万吨）	26838	31078	37925	31254
其中：工业	19391	19421	22644	17898
居民	3995	5749	5748	6627
其他	3452	5908	9533	6729

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司供水成本主要由设备折旧费、电费和人工成本构成，原水费占比相对很低。原水取水方面，海原新区净水厂、太阳山供水厂和红寺堡中心水厂等每年按照年初计划阶段蓄水，按月结算原水水费<sup>7</sup>；固原市供水厂的贺家湾水库在 2009 年 9 月完成收购，无需缴纳原水费；宁东供水厂、上海庙、红墩子能源供水厂、中宁第一、二供水厂均在金水源黄河水取水，已一次性缴纳了水权转化费，无需再缴纳原水费。2018 年~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司供水业务毛利率分别为 26.06%、33.76%、35.35% 和 30.36%，整体呈上升趋势。

### 工程施工业务

**公司工程施工经验较为丰富，业务具有较强的区域竞争力，近三年新签合同金额持续增长**

公司工程施工业务由宁夏水投下属的宁夏水利水电工程局有限公司（以下简称“水利水电工程局”）负责运营。水利水电工程局成立于 1992 年 1 月，主要从事水利施工及房屋建筑工程领域的工程服务。水利水电工程局具备水利水电工程施工总承包一级资质、市政公用工程施工总承包一级和二级资质、房屋建筑工程施工总承包二级资质、土石方工程专业承包二级资质和机电设备安装工程专业承包二级资质等多项资质。

工程施工业务主要通过公开招投标方式承接项目。在签订合同后，业主预先支付一定的预付款（通常为 10%~20%）；项目建设过程中，公司按照完工百分比要求业主支付进度款；项

<sup>7</sup> 海原新区净水厂原水水费为 0.25 元/立方米；同心东部综合供水厂、红寺堡中心水厂和红寺堡鲁家窑水厂原水水费为 0.135 元/立方米；太阳山供水厂原水水费为 0.157 元/立方米。

目完工之后，按照国家相关规定预留5%~10%的工程款作为质量保证金，保证金预留时间通常为1~2年。公司项目业主单位以政府单位和国有企业为主，回款风险相对较小。

公司新签项目区域主要分布于宁夏、四川省、青海省以及新疆维吾尔自治区等，2018年~2020年，宁夏境内的项目承接量占总承接量的比重分别为82.68%、85.56%和94.79%。从项目类型来看，公司承揽施工项目基本以水利水电工程为主，辅以输变电工程。2020年，受新冠肺炎疫情以及竞争加剧等影响，年内新签合同数量下滑，但由于宁夏区域水利工程项目投资增加等影响，公司新签合同金额大幅增长。

图表7：公司工程劳务承揽业务情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1~9月
新签合同金额（万元）	82074	170530	296798	45890
新签合同数量（个）	48	67	40	17
在建金额（万元）	194630	105160	132524	98947
结算金额（万元）	121145	226542	191916	120622

数据来源：公司提供，东方金诚整理

受工程施工进度和新签工程量波动影响，公司工程施工收入呈一定波动性，2018年~2020年及2021年1~9月，公司分别确认工程施工收入12.75亿元、16.04亿元、15.33亿元和12.31亿元；毛利率分别为5.79%、6.00%、5.97%和4.84%。

### 发电供热业务

公司发电供热业务的运营主体为子公司宁夏电力投资集团有限公司（以下简称“宁夏电投”）。宁夏电投成立于1996年11月，主要从事电力热力的生产和供应，截至2021年9月末控股装机容量为167.85万千瓦，其中火电110万千瓦、风电34.85万千瓦、光伏23万千瓦。

**公司火电设备为热电联产机组，运行效率较高；但发电供热业务盈利能力受煤炭价格波动影响较大**

公司火电供热业务运营主体为宁夏电投下属子公司宁夏电投西夏热电有限公司（以下简称“西夏热电”）；西夏热电发电机组为2\*20万千瓦机组和2\*35万千瓦机组，均为热电联产模式机组，其中2\*35万千瓦机组于2018年2月投入运营，随着该项目投入运营，公司发电供热能力进一步增强。

从电力运行指标来看，近年来，公司装机规模较稳定，受益于用电需求增速回升，2019年公司发电量和上网电量有所增长；2020年，由于新冠肺炎疫情影响，区域用电量下滑导致平均设备利用小时数及发电量均同比下降。上网电价方面，2018年起，公司平均上网电价呈小幅下滑趋势。此外，公司综合厂用电率有所增长，单位供电煤耗不断下降。

图表 8：公司火电机组运行指标情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~9 月
期末装机容量 (万千瓦)	110.00	110.00	110.00	110.00
发电量 (亿千瓦时)	49.92	51.67	48.01	29.99
上网电量 (亿千瓦时)	45.62	47.15	43.05	26.50
平均设备利用小时数 (小时)	4961	4698	4365	2726
平均上网电价 (元/千瓦时, 含税)	0.270	0.266	0.261	0.27
综合厂用电率 (%)	8.62	8.73	9.41	8.93
单位供电煤耗 (克/千瓦时)	311.80	298.81	291.59	292.84

数据来源：公司提供，东方金诚整理

**公司供热业务区域专营性较强，随着银川市旧城改造建设进程的加快，近年来供热面积呈增长趋势，供热总量持续增长**

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等，业务具有较强的区域专营性。

近年来，随着旧城改造建设进程的加快，公司供热面积呈增长趋势，供热量持续增长。2018 年~2020 年末，供热面积分别达到 2630 万平方米、3321 万平方米和 3280 万平方米，实际供热总量 1171.00 万吉焦、1352.81 万吉焦和 1397.10 万吉焦。

图表 9：公司供热业务经营情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~9 月
供热面积 (万平方米)	2630	3321	3280	-
供热量 (万吉焦)	1171.00	1352.81	1397.10	714.30
其中：居民	777.78	896.60	936.35	497.89
工业	236.42	455.90 <sup>8</sup>	460.75	216.42
其他	156.80	-	-	-
产能利用率 (%)	50.13	77.02	77.01	65.62
平均供热价格 (元/吉焦)	29.51	45.83	44.07	36.50
平均供热成本 (元/吉焦)	38.38	33.81	37.48	36.11

数据来源：公司提供，东方金诚整理

供热业务属于核准经营性业务，居民供热价格和供热基础设施配套费均由政府定价。供热收费方面，根据《国家发展改革委关于印发北方地区清洁供暖价格政策的通知》、《自治区定价目录》及《自治区听证目录》等有关文件精神以及银发改发〔2019〕311 号《关于调整银川市城市供热价格的通知》，2019 年银川市三区（兴庆区、金凤区、西夏区）的城市供热价格调整为：居民供热价格为每月每平方米 4.90 元，办公用房供热价格为每月每平方米 6.90 元，商用房供热价格为每月每平方米 7.80 元；分别增长 1.1 元/平方米•月、1.6 元/平方米•月及 1.8 元/平方米•月，公司 2019 年平均供热价格大幅增长。

煤炭采购方面，公司电煤采购采取合同采购方式，主要运输方式为公路运输，主要供应商为宁夏煤业和宁夏电投长润实业有限公司等，其中宁夏煤业为公司最主要的供应商，2020 年公

<sup>8</sup> 包含工业及商业供热量。

司从宁夏煤业采购煤炭量占到总采购量的 43.22%。2018 年~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司天然煤采购量分别为 303.28 万吨、307.82 万吨、314.37 万吨和 176.22 万吨；采购价格分别为 314.65 元/吨、299.62 元/吨、307.65 元/吨和 419.89 元/吨，2019 年受煤炭价格回落影响，公司煤炭采购价格降幅很大。宁夏煤炭资源丰富，公司煤炭采购价格处于很低水平。煤炭成本占到发电业务成本的 60%左右，煤炭价格波动对公司发电供热业务盈利能力影响较大。

### 公司电源结构多元化布局，有利于增强综合竞争实力

公司除了运营火电机组外，同时运营风电和光伏等新能源业务，多元化的电源结构布局有利于增强公司综合竞争实力。公司风力发电业务运营主体为宁夏电投控股子公司宁夏电投新能源有限公司（以下简称“电投新能源”），截至 2021 年 9 月末，公司控股风电装机容量为 34.85 万千瓦。

图表 10：公司风电机组运行指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~9 月
期末装机容量（万千瓦）	24.85	24.85	34.85	34.85
发电量（万千瓦时）	47850	46494	56434	53118
上网电量（万千瓦时）	44494	43589	53199	49898
平均上网电价（元/千瓦时）	0.56	0.55	0.51	0.47
风电电费收入（亿元）	1.97	1.86	2.40	2.35
综合厂用电率（%）	7.01	6.25	5.73	6.06

数据来源：公司提供，东方金诚整理

从机组运行指标来看，2020 年公司太阳山五、六期风电机组建成投运，期末装机容量有所增加，同时受益于新能源电力消纳政策，公司风电机组设备利用小时数持续增长，带动发电量和上网电量呈大幅增长趋势。受风电标杆上网电价下调影响，2019 年起公司平均上网电价有所下降。2018 年~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司风电业务收入分别为 1.97 亿元、1.86 亿元、2.40 亿元和 2.35 亿元。

公司光伏发电业务的运营主体为电投新能源，一期 1 万千瓦于 2011 年 1 月竣工后转入生产经营期，核准电价为 1.15 元/千瓦时；二期 2 万千瓦于 2014 年 3 月投入运营，核准电价为 1 元/千瓦时；三期 10 万千瓦于 2020 年 12 月投入运营，核准电价为 0.27 元/千瓦时；2021 年 4 月，公司新能源光伏三期项目装机容量 10 万千瓦投入运营。截至 2021 年 9 月末，公司光伏电站装机容量为 23 万千瓦。2018 年~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司分别实现光伏电站发电量 4528 万千瓦时、4324 万千瓦时、4403 万千瓦时和 12650 万千瓦时；分别实现光伏发电收入 4085 万元、3768 万元、3765 万元和 4768 万元。

### 产业投资

#### 作为公司重要的股权投资对象，宁夏煤业近三年贡献的投资收益对公司利润具有很大影响

作为宁夏大型国有资本运营企业，除上述业务之外，公司还对重要能源企业进行股权投资。截至 2020 年末，公司持有宁夏煤业、银川中策（长城）橡胶有限公司、宝塔实业股份有限公司、宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司等企业的股权，股权投资余额合计 186.80 亿元，其中对宁夏煤业投资账面价值为 174.72 亿元，在公司长期股权投资中占比 93.53%。

2018年~2020年及2021年1~9月，公司投资收益分别为10.81亿元、11.01亿元、-3.30亿元和12.63亿元，利润总额分别为13.06亿元、14.55亿元、1.95亿元和17.09亿元；其中，2020年投资收益同比大幅下滑主要系宁夏煤业等企业受新冠肺炎疫情影响和原油价格下跌影响，利润同比大幅下降所致。投资收益对公司利润影响很大，且主要来自于宁夏煤业，同时考虑到宁夏煤业是宁东铁路的主要客户，也是宁夏电投的主要煤炭供应商，对公司铁路运输和发电、供热业务影响较大，故对宁夏煤业进行基本分析。

**宁夏煤业拥有丰富的煤炭资源储量，煤炭产量占宁夏80%以上，具有较强的区域垄断地位，同时产能很大的煤化工项目建成投产使其形成良好的协同发展效应和产业链竞争优势**

截至2021年9月末，宁夏煤业<sup>9</sup>注册资本为211.11亿元，国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”）持有其51%的股权，公司持有其49%的股权。宁夏煤业主要从事煤炭开采和销售、煤化工和建筑业务，在宁夏拥有丰富的煤炭资源储量。截至2021年3月末，宁夏煤业拥有18对矿井（其中生产矿井14对），洗煤厂1个，拥有煤炭可采储量为75.30亿吨，矿井公告能力8460万吨/年，目前达到生产能力7920万吨/年。

依托煤炭资源优势，宁夏煤业大力发展煤化工产业，形成了以煤炭为主、煤化工业务板块协同发展的产业链优势。煤炭供应方面，2018年~2020年，宁夏煤业原煤产量分别为6185万吨、5811万吨和5870万吨，占宁夏全区原煤产量的80%以上，具有很强的区位竞争优势；成品煤销量分别为3230万吨、2799万吨和3151万吨，成品煤产销率维持在较高水平。近年来，随着煤炭价格的波动，宁夏煤业煤炭产品销售均价有所波动，2018年~2020年分别为362.84元/吨、354.75元/吨和308.54元/吨。宁夏煤业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，销售品种主要是动力煤、焦精煤和无烟精煤三大类，产品主要供应电力、冶金以及石化企业；销售区域方面，除供应宁夏市场外，同时供给甘肃、河北等区域。

煤化工业务方面，目前宁夏煤业煤化工产品主要是聚丙烯、聚甲醛、甲醇，同时副产混合芳烃、液化气、液氧、液氮、硫磺等。截至2021年9月末，在烯烃生产方面，宁夏煤业有二套烯烃装置，分别为50万吨/年煤基烯烃装置和50万吨/年甲醇制烯烃装置。两套烯烃装置合计可生产终端产品聚丙烯94.00万吨/年，同时产出副产品车用汽油388.70万吨/年、液化气12.30万吨/年、硫磺1.20万吨/年和硫铵6.50万吨/年。在甲醇生产方面，宁夏煤业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。此外，神华宁煤还拥有1套6万吨/年的聚甲醛装置。2018年~2020年，宁夏煤业甲醇产量分别为125.70万吨、352.84万吨和364.51万吨；聚丙烯产量分别为107.36万吨、149.20万吨和154.78万吨；车用汽油产量分别为41.22万吨、38.12万吨和42.46万吨。

2018年~2020年，宁夏煤业分别实现营业收入317.40亿元、411.01亿元和363.59亿元；利润总额分别为25.59亿元、28.10亿元和-8.81亿元，2020年利润总额为负主要系新冠肺炎疫情以及原油价格下滑等影响。

整体来看，宁夏煤业拥有丰富的煤炭资源储量，煤炭产量占宁夏80%以上，具有较强的区域垄断地位，同时产能很大的煤化工项目建成投产使其形成良好的协同发展效应和产业链竞争优势。

<sup>9</sup> 原名为神华宁夏煤业集团有限责任公司。

## 外部支持

公司作为宁夏人民政府出资设立的大型国有资本运营企业，是宁夏唯一从事铁路建设的投融资主体，获得了股东及相关各方在资本金注入等有力的支持。

公司作为宁夏人民政府出资设立的大型国有资本运营企业，直接受宁夏人民政府的指导和管理，得到了宁夏人民政府的有力支持。宁夏人民政府作为公司股东，将持有的国有控股股权、参股公司股权分批划转至公司，增加公司实收资本。此外，宁夏人民政府每年安排资本金注入，支持区域铁路建设等项目。2018年～2020年，宁夏人民政府分别向公司及下属子公司注资48.50亿元、5.00亿元和6.00亿元。

优惠政策方面，西部创业自2011年1月1日至2020年12月31日享受西部大开发15%的所得税优惠税率；宁夏电投从事的光伏太阳能发电项目符合税收优惠条件，减免或减半企业所得税；宁夏水投子公司水利工程局符合西部大开发相关税收优惠条件，企业所得税按照15%计征，免征增值税等优惠政策。

政府补助方面，公司每年可获得一定数额的政府补助、管网建设配套费等支持。2018年～2020年，公司分别获得政府补助1.61亿元、0.58亿元和3.13亿元。

考虑到公司将继续在铁路建设、电力、热力和自来水供应等领域发挥重要作用，预计股东宁夏人民政府将持续对公司提供大力支持。

## 企业管理

### 产权结构

截至2021年9月末，公司注册资本和实收资本均为300.00亿元，宁夏人民政府持有公司100.00%的股权，为公司的唯一股东和实际控制人。

### 治理结构

公司不设股东会，由宁夏人民政府设立的决策委员会，对公司重大事项决策负责，并负责监督公司资本运营和投融资事项。

公司设立了董事会、监事会和经理层。公司董事会成员为7名<sup>10</sup>，其中董事长1名、职工董事1名，下设战略与投资委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会4个专门委员会。公司实行总经理负责制，设总经理1名，副总经理若干名，财务总监1名，总经理统一负责公司的日常经营和管理。根据公司章程，公司监事会由5人组成，设监事会主席1名、职工监事2名；目前公司在任职工监事1名，由于宁夏最新机构改革方案<sup>11</sup>要求不再设立国有大型企业监事会，公司其他监事会成员选举等安排有待相关部门制定方案后执行。

### 管理水平

公司本部设立了综合办公室（董事会办公室）、资本运营部、规划发展部（研究中心）、

<sup>10</sup> 根据宁夏国资公司章程，公司董事会成员为7人，截至本报告出具日，公司董事已到位6人，剩余1位尚未委派到位。

<sup>11</sup> 根据2018年10月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《宁夏回族自治区机构改革方案》，为完成调整优化自治区政府机构和职能工作，政府国有资产监督管理委员会的国有企业领导干部经济责任审计和国有大型企业监事会的职责等划入审计厅，不再设立国有大型企业监事会。

经营管理部、财务部、党群部（人力资源）等职能部门，并制定了较为科学、有效的管理制度和内部控制体系。

### 由于子公司数量较多，且涉及业务较为多元，公司管控压力较大

财务管理方面，公司财务部负责财务管理和会计核算，建立健全资金核算体系；资金管理方面，资本运营部负责资金管理，编制年度融资计划，制定投融资管理制度及相关办法；子公司管理方面，各子公司在本部总体方针目标框架下，独立经营、自主管理，对于纳入合并范围内的子公司，主要高管人员由公司本部委派。由于子公司数量较多，涉及业务较为多元，公司面临较大的管控压力。

综合来看，公司内部组织架构合理，管理制度健全。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2018年~2020年及2021年1~9月合并财务报表。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2018年~2019年财务数据进行了审计，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2021年1~9月财务数据未经审计。

截至2020年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共10家。

### 资产构成与资产质量

**公司资产总额稳定增长，资产构成以长期股权投资和发电、供水机器设备等非流动资产为主，资产流动性一般**

公司资产总额保持稳定增长，近年来非流动资产占比在80%左右。

近年来，公司流动资产占总资产比重较低，以货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款为主。其中，受融资和项目投资支出影响，公司货币资金有所波动；2019年末，公司货币资金减少系用于偿还借款及项目投资支出。2020年末，公司受限货币资金为2.48亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

公司应收账款主要为应收电费、采暖费和水费等，近年来随着业务扩张，应收电费、电价补贴资金以及工程款呈增长趋势。公司预付款项主要为预付工程款，近年来波动较大，其中，2020年末预付款项同比下降61.45%系公司中南部城乡饮水工程于年内结算所致。公司其他应收款主要为应收宁夏回族自治区防汛抗旱指挥部办公室、宁夏回族自治区水利厅等单位的往来款、债权转让款等，近年来有所波动；2020年末，其他应收款前五名占比达57.18%，集中度较高且账龄普遍偏长，流动性较弱。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成。公司长期股权投资主要为对联营、合营企业的投资，被投资单位包括宁夏煤业、银西铁路有限公司和宝塔实业股份有限公司<sup>12</sup>等企业，2019年末增长主要系对银西铁路有限公司的投资增加所致；2020

<sup>12</sup> 宝塔实业股份有限公司（\*ST宝实[000595.SZ]）为我国轴承行业首家A股上市公司，主要业务为轴承、船舶电器的生产与销售。

年末，由于宁夏煤业年内大幅亏损，公司对宁夏煤业账面投资价值调减至 174.72 亿元，此外，2020 年 12 月，银西高铁全线完工并开通运营，同时公司完成对银西高铁 79.00 亿元资本金出资义务，子公司宁铁投对银西铁路有限公司持股 27.59%，2020 年末，公司长期股权投资中 79.00 亿元对银西铁路投资转入可供出售金融资产中。

**图表 11：公司资产构成情况（单位：亿元）**

科目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 9 月末
<b>资产总计</b>	<b>737.72</b>	<b>770.22</b>	<b>834.34</b>	<b>862.58</b>
<b>流动资产</b>	<b>155.29</b>	<b>144.85</b>	<b>156.44</b>	<b>136.09</b>
货币资金	102.18	92.23	105.62	83.24
应收账款	11.76	12.44	15.76	19.22
预付款项	10.21	12.82	4.95	4.76
其他应收款	14.77	11.26	11.99	10.39
<b>非流动资产</b>	<b>582.43</b>	<b>625.38</b>	<b>677.90</b>	<b>726.49</b>
可供出售金融资产	8.39	10.53	86.75	86.85
长期股权投资	259.01	271.10	186.80	199.92
固定资产	152.41	163.68	180.67	184.81
在建工程	120.94	136.04	64.55	95.89
无形资产	12.04	11.90	124.89	124.69
其他非流动资产	19.25	18.49	15.95	15.88

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司固定资产主要为房屋建筑物、发电供水机器设备等，2018 年以来逐年增长，主要系在建工程完工转固所致。公司在建工程主要为在建的铁路、水利建设项目等，随着铁路项目投资建设的推进，2019 年末公司在建工程有所增长；2020 年，公司将吴忠至中卫城际铁路项目完工暂估转入无形资产，导致在建工程及无形资产变动较大。2020 年末，公司在建工程中中卫至兰州铁路及包头至银川铁路项目账面价值分别为 20.80 亿元和 14.50 亿元。

公司其他非流动资产主要由向地方融资平台拨付项目贷款和待抵扣进项税额构成。为支持当地经济发展，2005 年宁夏人民政府与国开行签署协议，约定宁夏电投为负责政府信用融资过程中向国开行贷款的主体，在项目资产全部支付之前由宁夏电投持有所有权，宁夏电投不承担还本付息的责任，随着项目资金支付、所有权转移，公司其他非流动资产逐年减少，自 2011 年以来，公司不再进行该类项目融资。

截至 2020 年末，公司受限资产规模 6.92 亿元，占同期末净资产 1.43%，包括银行汇票保证金等货币资金 2.48 亿元、用于银行承兑汇票质押的应收票据 0.21 亿元、用于抵押贷款的投资性房地产 0.42 亿元以及用于借款抵押的固定资产 3.81 亿元。

### 资本结构

**得益于股东划转股权、建设专项资金以及国开基金的出资，公司所有者权益增长较快，但实收资本中货币出资比例较低**

近年来，公司所有者权益增长较快，主要系股东划转股权、拨付资本金、建设专项资金以及国开基金出资所致。

公司所有者权益主要由实收资本和少数股东权益组成。近年来，公司实收资本有所增长，主要为股东拨入的股权、资本金和建设专项资金，其中股东货币出资比例较低；少数股东权益稳定增长且规模较大，主要系参股投资了较多能源、运输等企业所致。

**图表 12：公司所有者权益构成情况（单位：亿元）**

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年9月末
<b>所有者权益</b>	<b>434.43</b>	<b>459.94</b>	<b>483.56</b>	<b>513.76</b>
实收资本	293.00	300.00	300.00	300.00
资本公积	5.62	13.03	24.11	30.84
少数股东权益	143.18	147.76	161.93	169.81

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

### 近年来，公司负债规模呈增长趋势，其中非流动负债占比较高

近年来，公司负债规模呈增长趋势，负债结构以非流动负债为主。2021年9月末，公司非流动负债占比为74.73%。

**图表 13：公司负债构成情况（单位：亿元、%）**

科目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年9月末
<b>负债总计</b>	<b>303.29</b>	<b>310.28</b>	<b>350.78</b>	<b>348.82</b>
<b>流动负债</b>	<b>87.83</b>	<b>79.34</b>	<b>107.69</b>	<b>88.15</b>
短期借款	7.86	11.55	23.67	13.69
应付账款	26.42	20.84	28.09	30.10
其他应付款	25.58	24.35	22.60	23.56
一年内到期的非流动负债	17.26	14.02	19.60	12.79
<b>非流动负债</b>	<b>215.46</b>	<b>230.94</b>	<b>243.09</b>	<b>260.67</b>
长期借款	121.78	123.52	123.40	148.09
应付债券	37.92	41.26	45.99	43.47
长期应付款	24.23	33.09	27.97	21.76
递延收益	30.78	30.71	43.60	45.41

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。近年来，公司短期借款主要为保证借款和信用借款。应付账款主要为待结算工程款、设备款，近三年，账龄均集中在1年以内。其他应付款主要是应付宁夏煤业和中国神华能源股份公司的股权转让款<sup>13</sup>、其他企事业单位的代管资金等，近年来呈下降趋势。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和长期应付款等。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、专项应付款和递延收益，呈增长趋势。其中，公司长期借款呈增长趋势，2020年末主要为保证借款、信用借款和质押借款。公司应付债券规模逐年增长；2021年9月末，公司应付债券余额为43.47亿元。公司长期应付款主要为专项应付款，近年来有所波动，专项应付款主要系工业企业贷款风险补偿金、铁路建设专项资金、

<sup>13</sup> 2013年7月18日，公司向神华宁煤和中国神华能源股份公司收购宁东铁路29.24%的股权，应付股权转让款分别为12.60亿元和2.14亿元。

再担保公司代管的宁夏人民政府担保业务专项资金等。公司递延收益规模有所增长，主要为宁夏水投水利建设项目和宁夏电投热电项目收到的政府补助资金和管网建设配套费等。

**近年来公司全部债务规模持续增长，债务率稳定在较低水平；随着在建铁路项目的推进，未来资本支出将保持较大规模，预计债务规模将有所上升**

近年来，公司全部债务和短期有息债务<sup>14</sup>规模持续增长，但公司资产负债率和全部债务资本化比率相对稳定，总体处于较低水平。随着公司承担铁路建设项目的推进，未来资本支出将保持较大规模，预计债务规模将继续增加。

**图表 14：公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）**

科目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年9月末
<b>全部债务</b>	<b>194.39</b>	<b>198.24</b>	<b>226.24</b>	-
其中：短期有息债务	26.23	27.46	34.23	-
长期有息债务	168.16	170.78	192.01	-
<b>资产负债率</b>	<b>41.11</b>	<b>40.28</b>	<b>42.04</b>	<b>40.44</b>
<b>全部债务资本化比率</b>	<b>30.91</b>	<b>30.12</b>	<b>31.87</b>	-

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2020 年末，公司下属子公司宁夏再担保集团有限公司直接融资担保业务在保余额为 1.26 亿元，存在一定的代偿风险。除此之外，公司无其他对外担保。

### 盈利能力

**公司收入结构较为多元且逐年增长，盈利状况对宁夏煤业的投资收益依赖很大，易受煤炭市场景气度影响而出现波动，整体盈利能力较弱**

公司营业收入结构较为多元且逐年稳定增长，营业利润率有所波动。2018 年~2020 年及 2021 年 1~9 月，公司期间费用占营业收入的比重分别为 14.75%、12.85%、14.66% 和 14.27%。

公司投资收益规模很大，主要来自宁夏煤业等长期股权投资单位，2020 年，公司投资收益 -3.30 亿元，同比大幅下滑主要系宁夏煤业等企业受新冠肺炎疫情影响和原油价格下跌影响，利润同比大幅下降所致。近年来投资收益对利润总额贡献很大，未来易受煤炭市场景气度影响而出现波动。

从收益率指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平，整体盈利能力较弱。

<sup>14</sup> 2018 年-2020 年合并财务报表中，公司将年内发行的短期融资券和超短期融资券计入应付债券科目，在此处将其调为短期有息债务口径中。

图表 15：公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2018年	2019年	2020年	2021年1~9月
营业收入	49.56	57.62	66.83	54.70
营业利润率	18.50	21.25	20.79	-
期间费用	7.31	7.46	9.80	7.80
投资收益	10.81	11.01	-3.30	12.63
利润总额	13.06	14.55	1.95	17.09
总资本收益率	2.65	2.75	0.92	-
净资产收益率	2.78	2.87	-0.02	-

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

## 现金流

公司从事的供电、供热和供水等公用事业业务具有较强的现金获取能力，但由于项目资本性支出规模很大，公司投资性现金流持续表现为净流出状态，资金来源对筹资活动依赖较大

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要来自公司发电、供热和供水等业务收到的现金以及与宁夏人民政府部门发生往来款形成的现金流入；公司主营业务现金获取能力不断增强，具有较强的现金获取能力。公司经营活动现金流出主要是外购煤炭及工程建设等形成的现金流出；近年来，公司经营性净现金流有所波动，经营活动现金流整体表现良好。

图表 16：公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为收回委托理财本金等形成的现金流入；投资活动现金流出主要为投资快速铁路工程等所支付的现金；由于公司资本性支出规模较大，投资性净现金流持续表现为净流出状态。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为取得的银行借款和收到股东增资、国开基金投资款等现金；筹资活动现金流出主要用来偿还债务本金和利息。公司项目建设支出对外部筹资依赖较大，考虑到公司投资铁路项目资本支出规模很大，预计仍将面临较大的筹资压力。

## 偿债能力

公司作为宁夏主要的国有资本运营企业，拥有顺畅的融资渠道、很强的资金调配能力和强有力的支持，综合偿债能力极强

公司流动比率和速动比率有所波动，流动资产对流动负债覆盖倍数较高。公司经营现金流流动负债比率较低，经营性净现金流对到期债务偿还的保障能力较弱。从长期偿债指标来看，公司长期债务资本化比率逐年下降且处于较低水平，EBITDA 对债务的保障程度较好。

作为宁夏大型国有资本运营企业，公司融资渠道顺畅，与自治区内各家银行保持良好的合作关系。截至 2021 年 9 月末，公司获得银行授信总额为 565.00 亿元，其中未使用额度为 391.76 亿元，授信空间充足。

图表 17：公司偿债能力情况

科目	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 1~9 月（末）
流动比率（%）	176.80	182.57	145.26	154.37
速动比率（%）	171.61	176.98	142.61	149.37
经营现金流动负债比率（%）	11.43	17.27	12.47	-
长期债务资本化比率（%）	27.91	27.08	27.00	-
全部债务资本化比率（%）	30.91	30.12	31.87	-
EBITDA 利息倍数（倍）	4.05	4.12	2.66	-
全部债务/EBITDA（倍）	7.67	7.14	12.19	-

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

本期债券拟发行金额为不超过 5.60 亿元（含 5.60 亿元），用于偿还有息负债，发行后预计对公司现有资本结构影响较小。

总体来看，作为宁夏大型国有资本运营企业，公司拥有顺畅的融资渠道和很强的资金调配能力，股东及相关各方给予的支持为债务偿还提供了很强保障，东方金诚认为公司综合偿债能力极强。

## 同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AAA 的省级大型国有资本运营企业，对 2020 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

从地区经济财力来看，公司所在宁夏回族自治区的经济总量和地区财力均处于相对较弱水平。从公司财务指标来看，公司资产总额和营业收入最低，但资产负债率处于可比企业中的最低水平。

图表 18：同业对比情况

项目	宁夏国有资本运营集团有限责任公司	甘肃省国有资产投资集团有限公司	云南省投资控股集团有限公司	云南省能源投资集团有限公司
地区	宁夏回族自治区	甘肃省	云南省	云南省
GDP（亿元）	3920.55	9016.70	24521.90	24521.90
GDP 增速（%）	3.9	3.9	4.0	4.0
人均 GDP（元）	-	-	50299	50299
一般公共预算收入（亿元）	419.43	874.50	2116.69	2116.69
一般公共预算支出（亿元）	1483.00	4154.90	6974.01	6974.01
资产总额（亿元）	834.34	2794.54	4745.21	2056.13
所有者权益（亿元）	483.56	1091.07	1678.42	744.52
营业收入（亿元）	66.83	2811.11	1786.20	1315.02
利润总额（亿元）	1.95	34.82	45.10	28.86
资产负债率（%）	42.04	60.96	64.63	63.79
全部债务资本化比率（%）	31.87	-	-	-

注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，财务数据来源于各企业公开披露的 2020 年数据，东方金诚整理。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2021 年 12 月 29 日，公司本部已结清和未结清信贷无不良类贷款记录。截至本报告出具日，公司发行的债务融资工具均已按时偿付到期本息。

## 抗风险能力

基于公司承建高铁项目的社会效益、资本金的及时到位对项目顺利进展的保障、顺畅的融资渠道、有力的股东支持，以及公司自身经营和财务风险的综合判断，东方金诚认为公司抗风险能力极强。

## 结论

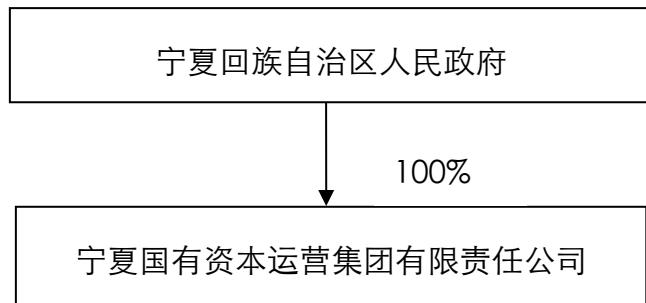
东方金诚认为，近年来宁夏经济保持增长，能源、电力和化工等支柱产业发展良好，经济实力很强，为公司发展提供良好的外部环境；公司业务涵盖铁路建设、铁路货运、电力、供热、供水、水利建设和产业投资等，各业务板块经营稳定；公司从事的铁路货运、供水、供热等业务的区域专营优势明显；公司是宁夏主要的国有资本运营企业，得到了股东及相关各方在资本金注入和财政补贴等方面的支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建和拟建的铁路项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力；由于子公司数量较多，且涉及业务较为多元，公司管控压力较大；公司盈利状况对宁夏煤业的投资收益依赖很大，易受煤炭市场景气度影响而出现波动。

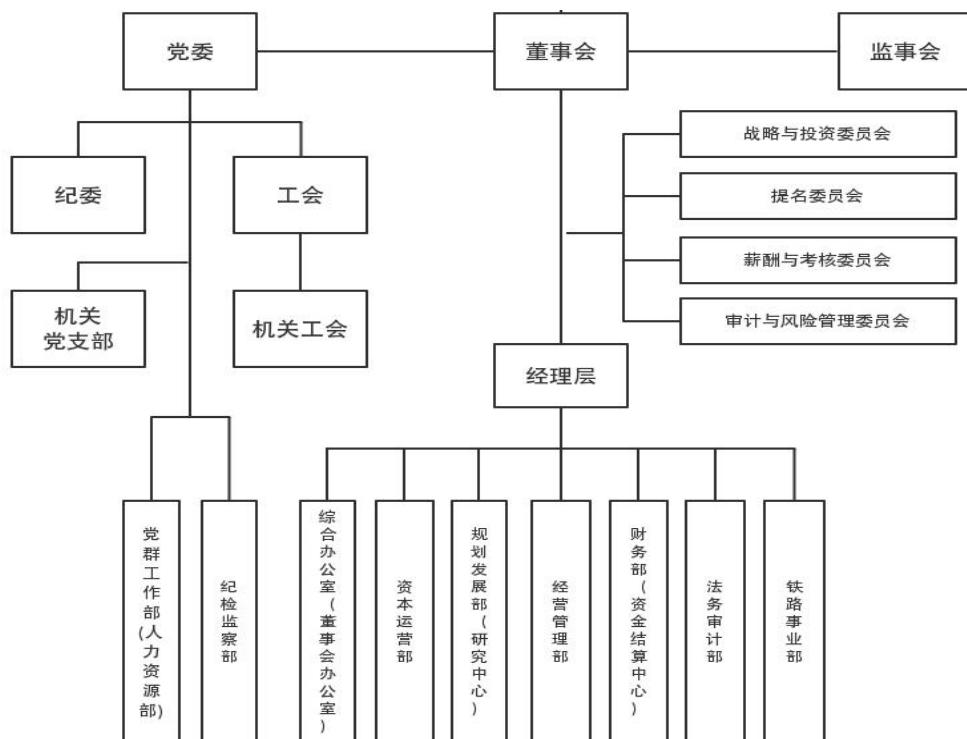
综上所述，东方金诚评定公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了公司偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，本期债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件一：截至 2021 年 9 月末公司股权结构和组织架构图

### 股权结构图



### 组织架构图



附件二：募集资金使用明细（单位：亿元）

融资主体	债券名称	债券余额	拟偿还的本金	起息日期	到期日期
宁夏国有资本运营集团有限责任公司	21 宁夏国资 SCP005	2.30	2.30	2021-10-29	2022-07-26
宁夏国有资本运营集团有限责任公司	22 宁夏国资 SCP001	3.30	3.30	2022-01-13	2022-10-10
合计	-	5.60	5.60	-	-

### 附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年9月
<b>主要财务数据 (单位:亿元)</b>				
资产总额	737.72	770.22	834.34	862.58
其中:货币资金	102.18	92.23	105.62	83.24
长期股权投资	259.01	271.10	186.80	199.92
固定资产	152.41	163.68	180.67	184.81
在建工程	120.94	136.04	64.55	95.89
无形资产	12.04	11.90	124.89	124.69
负债总额	303.29	310.28	350.78	348.82
全部债务	194.39	198.24	226.24	-
其中:短期有息债务	26.23	27.46	34.23	-
所有者权益	434.43	459.94	483.56	513.76
营业收入	49.56	57.62	66.83	54.70
利润总额	13.06	14.55	1.95	17.09
经营活动产生的现金流量净额	10.04	13.70	13.43	-4.04
投资活动产生的现金流量净额	-46.45	-39.13	-55.83	-48.62
筹资活动产生的现金流量净额	92.80	15.49	53.71	29.47
<b>主要财务指标</b>				
营业利润率 (%)	18.50	21.25	20.79	-
总资本收益率 (%)	2.65	2.75	0.92	-
净资产收益率 (%)	2.78	2.87	-0.02	-
现金收入比率 (%)	90.68	98.55	105.08	-
资产负债率 (%)	41.11	40.28	42.04	40.44
长期债务资本化比率 (%)	27.91	27.08	27.00	-
全部债务资本化比率 (%)	30.91	30.12	31.87	-
流动比率 (%)	176.80	182.57	145.26	154.37
速动比率 (%)	171.61	176.98	142.61	149.37
经营现金流动负债比率 (%)	11.43	17.27	12.47	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.05	4.12	2.66	-
全部债务/EBITDA (倍)	7.67	7.14	12.19	-

#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
营业利润率 (%)	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 × 100%
总资本收益率 (%)	(净利润+利息费用) / (所有者权益+全部债务) × 100%
净资产收益率 (%)	净利润/所有者权益 × 100%
现金收入比率 (%)	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 × 100%
资产负债率 (%)	负债总额/资产总额 × 100%
长期债务资本化比率 (%)	长期有息债务/ (长期有息债务+所有者权益) × 100%
全部债务资本化比率 (%)	全部债务/ (全部债务+所有者权益) × 100%
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%
担保比率 (%)	担保余额/所有者权益 × 100%
现金比率 (%)	货币资金/流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比率 (%)	经营活动产生的现金流量净额/流动负债合计 × 100%
EBITDA 利息倍数 (倍)	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA (倍)	全部债务/EBITDA

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

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

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
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，有较高违约风险
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

注：除 AAA 级和 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的存续期内密切关注宁夏国有资本运营集团有限责任公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在宁夏国有资本运营集团有限责任公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向宁夏国有资本运营集团有限责任公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，宁夏国有资本运营集团有限责任公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如宁夏国有资本运营集团有限责任公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

