

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0460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根据跟踪评级安排对贵公司及“21宁资债01/21宁资01”、“22宁资02”、“22宁资03”、“22宁资04”、“23宁资K1”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，同时维持“21宁资债01/21宁资01”、“22宁资02”、“22宁资03”、“22宁资04”、“23宁资K1”的信用等级均为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年六月二十一日

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”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。
- 2.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。
- 3.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。
- 4.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。
- 5.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。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月21日至2024年6月20日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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。
- 7.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。
- 8.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

2023年6月21日

宁夏国有资本运营集团有限责任公司 主体及相关债项 2023 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2023/6/21	AAA/稳定	张若茜	王文娟

债项信用			评级模型					
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分		
21 宁资债 01/21 宁资 01	AAA	AAA	经营规模	所有者权益	35%	28.0		
22 宁资 02	AAA	AAA	业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0		
22 宁资 03	AAA	AAA	盈利与 获现能力	净利润	15%	15.0		
22 宁资 04	AAA	AAA		净资产收益率	5%	4.5		
23 宁资 K1	AAA	AAA		现金收入比	5%	4.0		
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			债务负担和 保障程度	全部债务资本化比率	15%	10.5		
				货币资金短债比	5%	4.0		
				EBITDA 利息倍数	5%	4.0		
				全部债务/EBITDA	5%	4.5		
主体概况			基础评分输出结果					
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,代表宁夏回族自治区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。			调整因素				无	
			个体信用状况 (BCA)				aa+	
			外部支持评价		外部支持能力		G1	
					外部支持意愿		S1	
			评级模型结果				AAA	
			外部支持调整子级				1	
注 1: 外部支持能力档位分为 G1~G19, 表示支持能力由强至弱的程度								
注 2: 外部支持意愿档位分为 S1~S5, 表示支持意愿由强至弱的程度								
注 3: 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,跟踪期内,宁夏经济保持增长,经济实力依然很强;公司业务较为多元化,主营业务区域专营优势明显,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,公司的偿债能力依然极强,“21 宁资债 01/21 宁资 01”、“22 宁资 02”、“22 宁资 03”、“22 宁资 04”、“23 宁资 K1”到期不能偿还的风险均极低。

同业比较

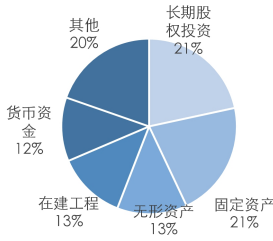
项目	宁夏国有资本运营集团有限责任公司	甘肃省国有资产投资集团有限公司	云南省投资控股集团有限公司	云南省能源投资集团有限公司
地区	宁夏回族自治区	甘肃省	云南省	云南省
GDP 总量 (亿元)	5069.57	11201.60	28954.20	28954.20
人均 GDP (元)	69781	44968	61716	61716
一般公共预算收入 (亿元)	460.14	907.60	1949.32	1949.32
政府性基金收入 (亿元)	129.20	368.10	620.82	620.82
地方政府债务余额 (亿元)	1996.30	6087.50	12098.30	12098.30
资产总额 (亿元)	1015.73	3236.92	5686.61	2510.68
所有者权益 (亿元)	597.30	1266.64	1963.09	811.12
营业收入 (亿元)	106.98	3758.43	1961.92	1261.07
净利润 (亿元)	32.22	79.85	26.94	37.54
资产负债率 (%)	41.20	60.87	65.48	67.69

注 1: 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,表中数据年份均为 2022 年

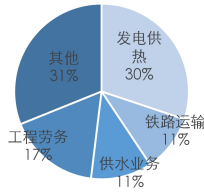
注 2: 对比组中的经济财政资料来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等;经营财务资料来源于各公司公开披露的审计报告等,东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022年)



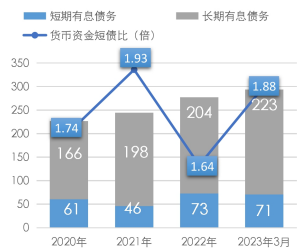
公司营业收入构成 (2022年)



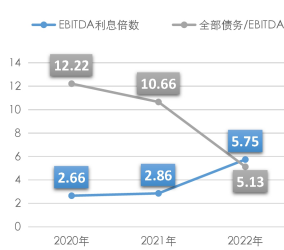
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额	834.34	902.20	1015.73	1034.48
所有者权益	483.56	527.75	597.30	609.10
营业收入	66.84	78.73	106.98	26.17
净利润	-0.09	22.11	32.22	5.85
全部债务	226.81	244.08	276.98	293.36
资产负债率	42.04	41.50	41.20	41.12
全部债务资本化比率	31.93	31.62	31.68	32.51

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020年	2021年	2022年
地区	宁夏回族自治区		
GDP 总量	3920.55	4522.31	5069.57
人均 GDP (元)	54432.02	62549.00	69781.00
一般公共预算收入	419.44	460.01	460.14
政府性基金收入	159.82	146.10	129.20
财政自给率	28.33	32.22	29.06
政府负债率	47.43	42.51	39.38

优势

- 跟踪期内宁夏经济保持增长, 能源、电力和化工等支柱产业发展良好, 经济实力依然很强, 为公司发展提供了良好的外部环境;
- 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, 同时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;
- 公司业务较为多元, 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;
- 公司是宁夏主要的国有资本运营企业, 得到了股东及各方在资本金注入、优惠政策及政府补助等方面的有力支持。

关注

- 跟踪期内, 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, 能够得到股东及各方持续有力支持, 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 (RTFU002202208)》

历史评级信息

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
AAA/稳定	AAA (23 宁资 K1)	2023/2/14	董帆 刘贵鹏	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AAA/稳定	A-1 (19 宁夏国资 CP001)	2019/7/22	王文静 董帆	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015 年)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
21 宁资债 01/21 宁资 01	2022/6/13	5.00 亿元	2021/5/6-2024/5/6	无	-
22 宁资 02	2022/6/13	10.00 亿元	2022/1/20-2025/1/20	无	-
22 宁资 03	2022/6/13	5.60 亿元	2022/2/28-2025/2/28	无	-
22 宁资 04	2022/6/10	5.00 亿元	2022/6/22-2025/6/22	无	-
23 宁资 K1	2023/2/14	3.00 亿元	2023/2/24-2026/2/24	无	-

注：“22 宁资 02” 设偿债承诺条款，回拨选择权，“22 宁资 03”、“22 宁资 04”、“23 宁资 K1” 设偿债承诺条款。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及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”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

宁夏国资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¹。后历经数次增资，截至2023年3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”）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²（以下简称“中国铁路集团”）合作项目中履行出资人职能，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2022年末，公司纳入合并报表范围内的直接控股子公司共有9家（详见下图表）。公司为宁夏西部创业实业股份有限公司³（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。

图表1 截至2022年末公司纳入合并报表范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
宁夏西部创业实业股份有限公司	铁路运输	145837	17.19	购买
宁夏电力投资集团有限公司	投资及资产管理	223702	100.00	划拨
宁夏水务投资集团有限公司	供排水	114126	100.00	划拨
宁夏煤炭勘察工程有限公司	地质勘察	5000	100.00	划拨
宁夏共赢投资集团有限责任公司	投资	150000	100.00	划拨
宁夏铁路投资有限责任公司	铁路项目投资	2070000	100.00	设立
宁夏城市发展集团有限责任公司 ⁴	高铁服务	10000	100.00	设立
宁夏国运基金管理有限责任公司	基金管理	10000	100.00	划拨
宁夏水发集团有限公司	水务服务	25600	100.00	划拨

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“21宁资债01/21宁资01”、“22宁资02”、“22宁资03”、“22

1 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。

2 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。

3 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，宁东铁路全部股权注入上市公司，成为西部创业的全资子公司。

4 原名为宁夏高铁综合开发有限责任公司，2023年4月21日更为现名。

宁资 04” 尚未到还本日，均已按时付息，“23 宁资 K1” 尚未到还本付息日。

截至本报告出具日，“21 宁资债 01/21 宁资 01”、“22 宁资 02”、“22 宁资 03”、“22 宁资 04”、“23 宁资 K1” 募集资金均已使用完毕。

个体信用状况

行业分析

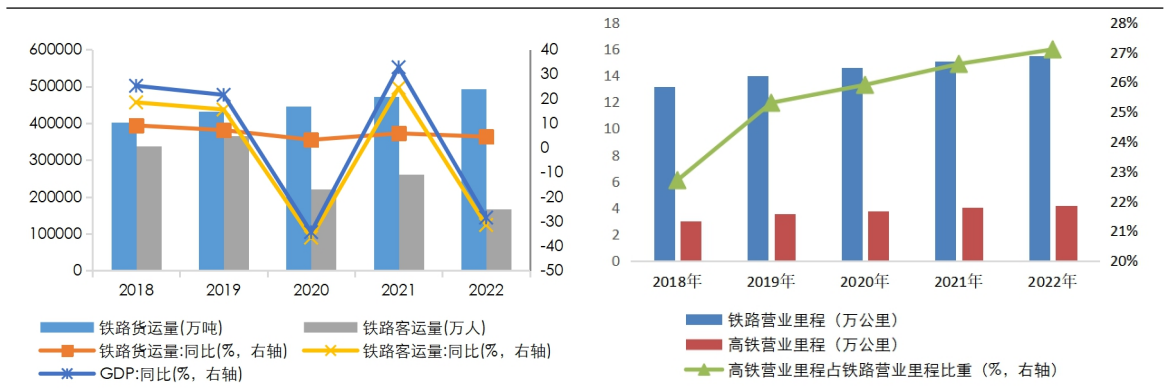
铁路行业

铁路运输在中长途运输中具有绝对优势，预计客运及货运需求将有所增长

铁路是国民经济和社会发展的基础设施，也是带动经济增长的助推器。在我国经济社会发展中，铁路建设在拉动内需、改善民生方面起着至关重要的作用。随着我国国民经济的增长和铁路网建设的不断完善，特别是快速铁路网的逐步完善，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，在中长途运输中具有绝对优势。

随着我国铁路建设的有序推进，铁路运输能力持续增强。《中国国家铁路集团有限公司 2022 年统计公报》显示，截至 2022 年末，全国铁路营业里程达到 15.5 万公里，比上年末增加超过 4000 公里。其中，高铁运营里程达 4.2 万公里，居世界第一位。根据国务院印发的《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，预计到 2025 年，我国铁路营业里程将达到 16.5 万公里，其中高铁营业里程达到 5 万公里。以“八纵八横”高速铁路主通道为主骨架，以高速铁路区域连接线衔接，以部分兼顾干线功能的城际铁路为补充，主要采用 250 公里及以上时速标准的高速铁路网对 50 万人口以上城市覆盖率达到 95% 以上，普速铁路瓶颈路段基本消除。

图表 2 全国铁路发展情况



资料来源：国家铁路局，东方金诚整理

水务行业

我国人均水资源匮乏、空间分布不均，我国居民生活用水增长空间较大

据统计，我国水资源总量位居世界第六，但人均占有量仅为世界平均水平的 1/4，接近中度缺水水平。同时，我国水资源空间分布不均，南方省份水资源总量和人均水资源量相对丰富，北方省份则相对匮乏，北京、上海、天津等经济发达地区缺水尤为严重。

从用水规模和结构来看，我国又是世界上用水量最多的国家，用水人口逐年增长，用水量

保持较高水平。2020年~2022年，全国用水总量分别为5812.9亿立方米、5920.2亿立方米和5997.0亿立方米，其中农业用水量占比超过60%，生活用水和工业用水占比约15%和18%；随着我国经济持续回暖以及城镇化水平不断提高，预计居民生活用水量将保持较快增长。

环保、供水质量以及节水领域相关政策的持续出台将拉动水务行业基础设施投资的增长，行业发展前景良好，但同时水务企业也面临一定投资支出和运营成本上升压力

近年来，各级政府在环保、供水质量以及节水等领域出台多项政策推动供水、污水处理等水务行业的发展。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，并从单环节的污水处理向水环境综合治理转变。2021年6月，国家发改委发布《十四五城镇污水处理及资源化利用发展规划》，提出到2025年，全国城市生活污水集中处置率70%以上，县城污水处理率达到95%；2035年，城市污水收集管网基本全覆盖，城镇污水处理能力全覆盖。预计到2025年，全国污水收集效能将显著提升，县城及城市污水处理能力基本满足当地经济社会发展需要，并且形成系统、安全、环保、经济的污水资源化利用格局，水务行业发展前景良好。

在供水领域，为进一步加强公共供水管网漏损控制、提高水资源利用效率，2022年1月，住房和城乡建设部办公厅和国家发展改革委办公厅下发《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》，要求城市和县城供水管网设施要进一步完善，到2025年，全国城市公共供水管网漏损率力争控制在9%以内。此外，“十四五期间”，我国还将在城市供水老旧管网和设施改造、水质检测能力提升、城市供水服务便捷高效等领域的进行重点投资和建设，建立较为完善的城市供水全流程保障体系和基本健全的城市供水应急体系。预计未来三年内，各地供水企业将迎来供水管网改造、水厂提标升级以及配合城市更新改造等方面的固定资产投资需求，同时也将面临因此产生的资本支出压力。

同时，我国政府也持续重视在节水领域的政策出台和相关投资。根据《国家节水行动方案》，我国到2022年用水总量控制在6700亿立方米，2035年用水总量严格控制在7000亿立方米，水资源节约和循环利用达到世界先进水平。其中，加强农业高效节水是我国开展节约型社会建设的重点领域之一，“十四五”期间将深入推进农业水价综合改革，健全节水激励机制，建立量水而行、以水定产的农业用水制度；发展节水农业和旱作农业，推进南水北调工程沿线农业深度节水。工业用水方面，2022年6月，六部委联合印发《工业水效提升行动计划》，提出到2025年全国万元工业增加值用水量较2020年下降16%，重点用水行业水效进一步提升，工业废水循环利用水平进一步提高，力争全国规模以上工业用水重复利用率达到94%左右。此外，为促进水资源优化配置和集约节约安全利用，我国还将在“十四五”期间推进水权改革，在2025年基本建立用水权初始分配制度，区域水权、取用水户取水权基本明晰，水权交易机制进一步完善，水权市场化交易趋于活跃，交易监管全面加强，全国统一的用水权交易市场初步建立。长期来看，我国对水资源保护、跨流域调水工程以及提高水资源利用率、节水技术工程等相关领域投资需求很大。

总体来看，预计水务行业的供水领域将迎来新一轮的质量提升和供水管网改造、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；但水务企业在面临相关机遇的同时也面临一定的投资支出和运营成本增加等压力。

水务行业具有较强公益性质，水价尤其是居民用水价格较为低廉，水务企业大多盈利能力较弱；同时，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

考虑到水务行业具有较强公益性质，我国长期以来水价处于较低水平。近年来，随着在公用事业产品价格形成机制中适度引入了市场竞争机制，我国水务收费标准不断细化。2021年8月，国家发改委发布《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，提出了“以准许成本加合理收益”为核心的定价机制，对水价的制定和调整、水价分类及计价方式等方面进行了细化规定。2021年末，全国36个大中城市平均居民生活用水价格（不含污水处理费和水资源费等）已由2018年初的2.19元/吨提高至2.34元/吨。提高水费价格有利于激励供水企业提升供水质量，促进节约用水价格机制形成，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，进入水务领域的企业数量也迅速增长，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。部分经济实力雄厚的地区（如北京、深圳、成都、重庆等地）的国有水务企业依托实力雄厚的股东和技术水平，通过并购、参股、BOT和PPP等方式开展异地供水和污水处理业务，在当地取得供水和污水处理的特许经营权，逐步发展为水处理业务和投资建设的大型综合水务企业。大型综合水务企业在水处理能力、运营经验、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，预计未来水务行业内企业的经营能力和盈利能力差异将进一步扩大。

电力行业

预计2023年全社会用电量增速同比显著提升，电源结构仍以火电为主，但新能源装机占比将进一步提升，全国电力供需总体处于紧平衡状态

2022年，我国全社会用电量同比增长3.6%，大幅回落6.7个百分点；其中，第一、二、三和四季度增速分别为5.0%、0.8%、6.0%和2.5%，其中第二、四季度电力消费增速回落明显。用电结构方面，我国第二、三产业合计用电量占比仍维持于80%以上，受宏观经济运行状况影响很大。展望2023年，在宏观经济恢复增长、房地产行业回暖进一步带动上下游产业产能释放等积极因素影响下，预计我国用电量增速同比显著提升。

煤电是我国电力供应的最主要电源，2022年对全口径发电量的贡献比重为58.4%。其他机组方面，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，2022年末为4.14亿千瓦；在大力发展新能源的背景下，太阳能、风电已成为近年新增发电机组的主力军，同期末装机容量分别达到3.93亿千瓦和3.65亿千瓦，2023年内有望超过水电装机规模。

从电力供需平衡来看，2022年全国电力供需总体紧平衡，部分地区受雨雪、极端高温少雨等天气影响用电高峰时段电力供需偏紧，全国21个省级电网用电负荷创新高。2023年，全国电力供需总体仍处于紧平衡状态，在迎峰度夏、迎峰度冬等用电高峰期，部分区域用电高峰时段电力供需偏紧。

煤炭价格虽较峰值有所下降，但仍处于近年来的较高水平，而市场交易电价提升带来的边际效应主要体现于2022年，预计2023年火电企业盈利水平同比变化不大，盈利空间仍将有限

近年来，我国煤炭行业的优质产能不断释放，同时生产开发布局深度调整，生产重心加快

向晋陕蒙新等地区集中。2022年，全国原煤产量达到45.6亿吨，同比增长10.5%，产量创历史新高；晋陕蒙新等4省（区）原煤产量为36.9亿吨，占全国比重为80.9%，其中山西、内蒙古原煤产量超过10亿吨。进口煤方面，2022年全国进口煤炭为2.93亿吨，全年同比下降9.2%。

从动力煤价格方面来看，2022年全国动力煤中长期合同（5500大卡下水煤）均价为722元/吨，同比上涨73元/吨，但年内峰谷差为9元/吨左右，继续发挥了煤炭市场的“稳定器”作用。受国际能源价格大涨等多重因素影响，2022年煤炭市场现货价格总体呈高位波动态势，年内价格峰谷差达到900元/吨左右；2022年第四季度，随着我国动力煤供需形势逐步改善、煤炭进口快速恢复，动力煤市场价格持续下行，但总体仍处于近年来的较高水平。

展望2023年，鉴于宏观经济运行将有所好转，而钢铁、建材等主要耗煤行业或受环保、绿色转型等影响对煤炭需求有所减弱，全年煤炭总体需求适度增长。在提升能源生产供应保障能力、发挥煤炭兜底保障作用要求下，全年煤炭主产区原煤产量将保持增长，但增速有所回落，同时煤炭进口形式或继续改善，预计煤炭总体供需基本保持平衡，价格继续处于高位波动态势。

为打通价格传导机制、缓解电力企业经营压力，2021年10月，国务院常务会议将市场交易电价上下浮动范围扩大为原则上不超过20%。受益于此，2022年火电企业盈利状况较上年大幅改善，亏损幅度明显收窄。但是，市场交易电价提升带来的边际效应主要体现于2022年，同时2023年长协煤合同基准价同比保持稳定，现货煤炭价格继续处于高位波动态势，预计2023年火电企业盈利同比变化不大，盈利空间仍将有限。

长期来看，我国积极推进电力行业市场化改革，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，中央及各地政府不断推进煤电落后产能淘汰、资源优化配置和煤电联营等措施，长期利好于稳定火电企业产能控制及企业经营效益提升。

业务运营

经营概况

公司业务较为多元化，近年来营业收入逐年增长，主要来源于发电供热、铁路运输、供水和工程劳务等业务

公司作为宁夏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，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。

公司营业收入主要来自发电供热、铁路运输、供水和工程劳务等业务，收入来源较为多元，近年来，各项业务收入均呈逐年增长趋势，毛利润及综合毛利率均有所波动。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，在营业收入中占比不高。

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	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
发电供热	22.05	32.99	22.93	29.13	32.23	30.13
铁路运输	7.25	10.84	10.57	13.42	11.21	10.48
供水业务	10.06	15.04	11.24	14.28	12.13	11.34
工程劳务	15.33	22.94	16.34	20.75	18.17	16.98
其他业务	12.15	18.18	17.65	22.42	33.24	31.07
合计	66.84	100.00	78.73	100.00	106.99	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
发电供热	4.56	20.67	0.90	3.92	5.10	15.81
铁路运输	2.00	27.63	3.51	33.20	3.60	32.14
供水业务	3.55	35.35	4.46	39.68	4.52	37.26
工程劳务	0.92	5.97	1.67	10.19	1.91	10.48
其他业务	3.62	29.75	3.43	19.44	4.96	14.91
合计	14.65	21.91	13.97	17.74	20.08	18.77

资料来源：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，在与中国铁路集团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2022年末，宁铁投注册资本为207.00亿元，实收资本为143.91亿元，其中公司实际出资88.11亿元；国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）实际出资55.80亿元⁵，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方参与投资建设的铁路项目，该类项目一般由中国铁路集团控股，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中国铁路集团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2023年3月末，公司控股在建铁路项目为中卫至兰州铁路项目、包银高铁银川至惠农段项目和包银高铁包头至惠农段（含银川至巴彦浩特支线）。

⁵ 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。

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），中国铁路集团资本金约 62.11 亿元。

中卫至兰州铁路于 2017 年 6 月开工建设，2018 年 8 月下旬全线开工建设，截至 2023 年 3 月末已累计完成投资 37.86 亿元。

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%，由宁铁投和中国铁路集团以 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 2023 年 3 月末，已累计完成投资 63.61 亿元，预计 2023 年内建成通车，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。

3. 包银高铁包头至惠农段（含银川至巴彦浩特支线）

包银高铁包头至惠农段（含银川至巴彦浩特支线）位于内蒙古自治区和宁夏回族自治区境内，包括包头至惠农段、银川至巴彦浩特支线和相关工程。包头至惠农段，正线起自包银高铁既有包头站（含），沿线经内蒙古自治区包头市、巴彦淖尔市、鄂尔多斯市、乌海市和宁夏回族自治区石嘴山市，介入惠农南站，线路全长 420.2 公里，按高速铁路标准建设，为双线电气化客运专线，设计速度目标值 250 公里/小时；银川至巴彦浩特支线，正线起自银西高铁银川站南侧岳家桥线路所，沿线经内蒙古自治区阿拉善盟，止于阿拉善左旗巴彦浩特站，线路全长 111.05 公里，按国铁 I 级标准建设，设计速度目标值 200 公里/小时。

包银高铁包头至惠农段（含银川至巴彦浩特支线）总投资 51.41 亿元，项目资本金为 44.33 亿元，外部融资 7.08 亿元。项目于 2022 年 6 月正式开工，预计于 2026 年 6 月竣工，截至 2023 年 3 月末累计完成投资 7.05 亿元。

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。

图表4 截至2023年3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:中国铁路集团)	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
	3	中卫至兰州铁路	47	40	7:3	21	5	2017~2022	4:3:2:1
在建	4	包银高铁银川至惠农段	101	129	4:6	42	4	2019~2023	2:3:3:2
	5	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	2022~2026	2:3:3:2
拟建	6	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
	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
合计			1209	999	-	299	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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。公司在建及拟建铁路项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

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⁶原料和产品唯一的铁路运输服务企业。截至2022年末，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。截至2023年3月末，宁东铁路运营铁路全长609.57公里，拥有内燃机车32台，轨道车2台，轨检车1台，线路捣固车1台，道岔捣固车1台，自备车辆1878辆（其中自有828辆，统管1050辆），单车静载重为60~70吨，具备内燃机车辅修和车辆段修能力。

⁶ 宁夏宁东能源重化工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。宁夏宁东能源重化工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，国家能源集团宁夏煤业有限责任公司（以下简称“宁夏煤业”）等主要客户的煤炭生产量规模较大，铁路货物运输量保持增长；近年来，宁东地区宁煤各矿主要供给宁煤煤制油用煤，已无法满足其他各客户需求，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	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
货物发送量	4191	4747	5076	1211
其中：煤炭	3915	4383	4623	1095
货物到达量	1175	1480	1672	451
其中：煤炭	1030	1325	1483	408
货物运输量	5366	6227	6748	1662
其中：煤炭	4945	5708	6106	1503
货物周转量	259413	284422	312889	77753

资料来源：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⁷。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。

2020年~2022年，公司铁路运输收入分别为7.25亿元、10.57亿元和11.21亿元；毛利率分别为27.63%、33.20%和32.14%，受煤炭市场景气度变化以及运价调整的影响，铁路货物运输业务毛利率有所波动。

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2022年末，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，2019年以来，公司供水能力持续提升，供水范围不断扩大。截至2023年3月末，公司供水区域覆

⁷ 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。

盖自治区内 5 个主要城市，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 2023 年 3 月末，宁夏水投拥有自来水厂 56 座，管网长度 28146 公里，供水能力 194 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，2020 年~2022 年，公司供水业务收入分别为 10.06 亿元、11.24 亿元和 12.13 亿元。

图表 6 公司供水业务主要指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
期末自来水厂数量 (个)	48	53	56	56
期末供水能力 (万吨/日)	208	199 ⁸	194	194
期末供水管网 (公里)	10106	17152	28146	28146
供水总量 (万吨)	41215	43707	45391	11405
售水总量 (万吨)	37925	40704	42739	10181
其中：工业	22644	23410	24203	-
居民	5748	7923	9443	-
其他	9533	9372	11091	-

资料来源：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⁹；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。2020 年~2022 年，公司供水业务毛利率分别为 35.35%、39.68%和 37.26%，有所波动。

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有所下降

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

⁸ 部分水厂因水源替换停运，导致 2021 年末供水能力降低。

⁹ 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。

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。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。近两年，受宁夏水利领域投资同比有所减少以及竞争加剧等影响，年内新签合同数量和金额均有所下滑，公司工程施工业务新签合同情况易受当年宁夏区域水利工程项目投资安排等影响。

图表 7 公司工程施工业务承揽情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
新签合同金额（万元）	296798	141725	101016	18419
新签合同数量（个）	40	30	15	13
在建金额（万元）	132524	81247	76388	67773
结算金额（万元）	191916	193002	184299	27034

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受工程施工进度影响，公司工程施工收入及毛利率均逐年增长，2020年~2022年，公司分别确认工程施工收入15.33亿元、16.34亿元和18.17亿元；毛利率分别为5.97%、10.19%和10.48%。

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2023年3月末控股装机容量为157.85万千瓦，其中火电110万千瓦、风电34.85万千瓦、光伏13万千瓦。

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

公司发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。

近年来，公司装机规模较稳定。区域用电量波动导致平均设备利用小时数及发电量、上网电量均有所波动。上网电价方面，2020年以来，公司平均上网电价整体呈小幅上升趋势。此外，公司综合厂用电率有所波动，单位供电煤耗有所波动。

图表 8 公司火电机组运行指标情况

指标	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
期末装机容量（万千瓦）	110	110	110	110
发电量（亿千瓦时）	48.01	43.37	60.49	16.69
上网电量（亿千瓦时）	43.05	38.19	54.36	14.40
平均设备利用小时数（小时）	4365	3943	5499	1517
平均上网电价（元/千瓦时，含税）	0.261	0.262	0.347	0.332
综合厂用电率（%）	9.41	9.12	8.98	9.28
单位供电煤耗（克/千瓦时）	291.59	278.54	291.75	224.39

资料来源：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，供热总量有所波动

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，供热量有所波动，其中 2021 年供热总量有所下滑系当年冬季气温较高等影响。

图表 9 公司供热业务经营情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
供热面积（万平方米）	3280	3537	3644	3773
供热量（万吉焦）	1397.10	1280.99	1285.53	710.62
其中：居民	936.35	896.09	913.10	540.74
工业	460.75	384.91	372.43	169.88
产能利用率（%）	77.01	70.62	70.87	65.29
平均供热价格（元/吉焦）	44.07	42.37	39.57	37.61
平均供热成本（元/吉焦）	37.48	44.37	47.48	43.16

资料来源：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，商业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。

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（以下简称“长润实业”）等，其中宁夏煤业为公司最主要的供应商，2022 年公司从宁夏煤业采购煤炭量占到总采购量的 29.86%。2020 年~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司天然煤采购量分别为 314.37 万吨、271.83 万吨、271.83 万吨和 96.36 万吨；采购价格分别为 307.65 元/吨、528.95 元/吨、528.95 元/吨和 503.10 元/吨，2021

年受煤炭价格大幅攀升影响，公司煤炭采购价格增幅很大。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2023年3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	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
期末装机容量（万千瓦）	34.85	34.85	34.85	34.85
发电量（万千瓦时）	56434	72358	59428	15471
上网电量（万千瓦时）	53199	68052	55784	14606
平均上网电价（元/千瓦时）	0.51	0.54	0.56	0.57
风电电费收入（亿元）	2.40	3.24	2.78	0.73
综合厂用电率（%）	5.73	5.95	6.13	5.59

资料来源：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。近年来，公司平均上网电价有所波动。2020年~2022年及2023年1~3月，公司风电业务收入分别为2.40亿元、3.24亿元、2.78亿元和0.73亿元。

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2021年4月投入运营，核准电价为0.27元/千瓦时。截至2023年3月末，公司光伏电站装机容量为13万千瓦。2020年~2022年及2023年1~3月，公司分别实现光伏发电收入3765万元、6515.00万元、7945.00万元和1736.00万元。

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2022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219.62亿元，其中对宁夏煤业投资账面价值为201.92亿元，在公司长期股权投资中占比91.94%。

2020年~2022年及2023年1~3月，公司投资收益分别为-3.30亿元、17.06亿元、26.75亿元和4.15亿元，利润总额分别为1.95亿元、24.32亿元、34.48亿元和6.33亿元；其中，受煤炭价格大幅增长，近两年公司投资收益和利润显著增加。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

宁夏煤业原名为神华宁夏煤业集团有限责任公司，2022 年末注册资本为 211.11 亿元，由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 2022 年末，宁夏煤业公司拥有 18 对矿井（其中生产及在建矿井 13 个），洗选中心 1 个，拥有煤炭可采储量为 76.73 亿吨，矿井公告能力 8580 万吨/年，目前达到生产能力 6200 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，2020 年~2022 年，宁夏煤业原煤产量分别为 5870 万吨、9756 万吨和 8240 万吨，占宁夏全区原煤产量的 80%以上，具有较强的区位优势；成品煤销量分别为 3151 万吨、6469 万吨和 6760 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，2020 年~2022 年分别为 309 元/吨、455 元/吨和 526 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 2022 年末，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 72.68 万吨/年，同时产出副产品车用汽油 30.09 万吨/年、液化气 10.04 万吨/年、硫磺 1.09 万吨/年和硫铵 6.13 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。2020 年~2022 年，宁夏煤业甲醇产量分别为 364.51 万吨、368.64 万吨和 405.23 万吨；聚丙烯产量分别为 154.78 万吨、153.73 万吨和 165.47 万吨；车用汽油产量分别为 42.46 万吨、39.52 万吨和 43.40 万吨。

2020 年~2022 年，宁夏煤业分别实现营业收入 363.59 亿元、671.39 亿元和 847.22 亿元；利润总额分别为-8.81 亿元、44.63 亿元和 67.92 亿元。

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。

企业管理

产权结构

截至 2023 年 3 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，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¹⁰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上级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、董监事办公室、财务部、经营管理部等职能部门，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2020年~2022年及2023年1~3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2020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2021年~2022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2023年1~3月财务数据未经审计。

截至2022年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共9家。2020年，公司纳入合并报表范围直接控股子公司共10家，较2019年减少1家，系宁夏中煤实业有限公司调整为公司间接控股子公司；2021年，公司纳入合并报表范围直接控股子公司较2020年末减少1家，系宁夏融资再担保集团有限公司调整为公司间接控股子公司，2022年，公司纳入合并报表范围直接控股子公司较2021年末增加1家，系宁夏水发集团有限公司(以下简称“宁夏水发”)；同期减少1家，系国运融资租赁(天津)股份有限公司。

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79%以上。

¹⁰ 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。

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、存货和预付款项为主。其中，受融资和项目投资支出影响，公司货币资金有所波动；2022年末受限货币资金为1.57亿元，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。近年来公司存货逐年增长，其中2022年末大幅增长，主要系宁夏电投子公司长润实业外购煤炭量增加、宁夏高铁城市发展有限责任公司房地产项目存货增加以及合并范围新增水发集团等因素综合导致。公司预付款项主要为预付工程款，近年来逐年增长，2022年末增长明显主要系城际铁路预付宁夏回族自治区土地征收储备局款项、宁夏共赢投资集团有限责任公司预付煤焦油采购款、电投新能源预付工程款增加所致。

图表 11 公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
资产总计	834.34	902.20	1015.73	1034.48
流动资产	156.44	157.58	206.99	216.36
货币资金	105.62	88.70	119.46	132.69
应收账款	15.76	22.62	26.26	27.56
存货	2.85	11.84	22.86	20.53
预付款项	4.95	5.35	9.94	9.42
非流动资产	677.90	744.62	808.75	818.12
长期股权投资	186.80	204.14	219.62	223.52
其他权益工具投资	-	86.42	87.83	87.83
固定资产	180.67	186.58	216.89	214.72
在建工程	64.55	104.17	128.86	136.70
无形资产	124.89	126.99	131.20	131.43

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、其他权益工具投资、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，2022年末被投资单位包括宁夏煤业、宝塔实业股份有限公司¹¹等企业，年末公司对宁夏煤业账面投资价值201.92亿元。2021年起公司执行新金融工具准则，将可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资和其他非流动金融资产科目，2022年末公司其他权益工具投资中对银西铁路有限公司、宁夏银行股份有限公司、中铝宁夏能源集团有限公司投资期末账面价值分别为79.09亿元、5.20亿元和2.12亿元。

公司固定资产主要为房屋建筑物、发电供水机器设备等，2020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。2021年末大幅增加系宁夏城际铁路建设项目验工计价、宁夏水投水利项目工程增加所致，2022年末随着项目建设的推进而进一步增加，主要包括包头至银川铁路项目和清水河流域城乡供水工程项目，账面价值分别为56.34亿元和15.33亿元。公司无形资产近年来逐年增长，主要为土地使用权和特许权，2022年末主要包括土地使用权11.03亿元和特许权119.20亿元。

截至2022年末，公司受限资产规模6.62亿元，占同期末净资产1.11%，包括存入的保证金融受限的货币资金（1.57亿元）、用于办理银行承兑汇票的质押应收票据（0.67亿元）、用于

¹¹ 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。

办理借款抵押的存货（2.67 亿元）、固定资产（0.07 亿元）、投资性房地产（0.53 亿元）和用于办理借款质押的采矿权（0.08 亿元）和应收款项融资以及固定资产等。

资本结构

得益于股东及相关各方划转股权、拨付资本金等影响，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，主要系股东及相关各方划转股权、拨付资本金、建设专项资金所致。

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，公司实收资本未发生变化，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。资本公积逐年增长，其中 2021 年末公司资本公积增加主要系政府下拨铁路项目建设和运营专项资金、权益法核算投资企业等所致；2022 年末，公司资本公积较上年末增加 16.87 亿元，主要系吸收财政资本金、无偿接收划转 18 户企业以及无偿划出阅海商务中心大楼等因素综合影响；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	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
所有者权益	483.56	527.75	597.30	609.10
实收资本	300.00	300.00	300.00	300.00
资本公积	24.11	30.94	47.81	53.29
未分配利润	-6.27	11.71	38.61	43.41
少数股东权益	161.93	178.02	199.37	200.85

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。

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。2022 年末，公司短期借款主要由保证借款（12.08 亿元）、质押借款（4.98 亿元）、信用借款（4.76 亿元）和抵押借款（0.49 亿元）等构成，有所上升。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¹²、其他企事业单位的代管资金等，2022 年大幅下降主要系公司支付宁夏煤业股权欠款所致。2022 年末，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款（12.38 亿元）、长期应付款（5.65 亿元）、其他长期负债（2.35 万元）和应付利息（0.33 亿元）等。

¹² 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。

图表 13 公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
负债总计	350.78	374.45	418.44	425.38
流动负债	107.69	109.30	118.16	104.49
短期借款	23.67	16.45	22.32	22.20
应付账款	28.09	32.90	47.27	36.23
其他应付款	23.11	28.95	9.41	7.87
一年内到期的非流动负债	19.60	20.06	18.36	17.21
非流动负债	243.09	265.15	300.28	320.89
长期借款	123.40	152.08	163.26	171.81
应付债券	45.99	43.47	63.87	74.81
长期应付款	27.97	15.91	17.68	18.53
递延收益	43.60	51.60	52.36	52.72

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，其他应付款包含应付股利，长期应付款包括专项应付款，东方金诚整理

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。2022 年末，公司长期借款主要包括质押借款（45.89 亿元）、抵押借款（4.73 亿元）、保证借款（37.99 亿元）和信用借款（74.65 亿元），借款资金主要用于项目建设，利率维持在 1.20%~5.54%。近年来公司应付债券有所波动，2022 年末主要为存续债券“20 宁夏国资 MTN001”、“20 宁夏国资 MTN002”、“20 宁夏国资 MTN003”、“20 宁夏国资 MTN004”、“21 宁资债 01/21 宁资 01”、“22 宁夏国资 MTN001”、“22 宁资 02”、“22 宁资 03”、“22 宁资 04”。同期末，公司长期应付款主要为融资租赁借款以及专项应付款（水投专项资金、铁路建设专项资金等），2020 年末~2022 年末及 2023 年 3 月末，专项应付款分别为 18.52 亿元、8.43 亿元、13.13 亿元和 15.46 亿元。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，面临一定的短期偿付压力；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，随着公司在建铁路项目建设的推进，公司融资需求不断加大，全部债务和短期有息债务¹³规模均持续增长。2022 年末，公司全部债务为 276.98 亿元，其中银行贷款占比 67.48%、发行债券占比 21.77%，其他非银金融机构融资占比 10.75%；全部债务中短期有息债务占比 26.35%，面临一定的短期偿付压力。但公司资产负债率相对稳定，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。

¹³ 2020 年-2022 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 14 公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
全部债务	226.81	244.08	276.98	293.36
其中：短期有息债务	60.57	45.95	72.99	70.56
长期有息债务	166.24	198.13	203.99	222.80
资产负债率	42.04	41.50	41.20	41.12

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司无对外担保。

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，期间费用逐年上升，主要为管理费用和销售费用。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，2021 年公司投资收益同比大幅增长，主要系煤炭价格大幅增长带来宁夏煤业利润显著增加所致；2022 年投资收益进一步大幅增长。公司投资收益对利润总额影响很大，未来易受煤炭市场景气度影响而出现波动。从盈利指标来看，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。

图表 15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
营业收入	66.84	78.73	106.98	26.17
营业利润率	20.80	16.67	17.92	16.29
期间费用	9.80	10.67	13.76	2.80
投资收益	-3.30	17.06	26.75	4.15
利润总额	1.95	24.32	34.48	6.33
财政补贴	3.13	3.69	4.16	-
净利润	-0.09	22.11	32.22	5.85
总资本收益率	0.92	3.79	4.67	-
净资产收益率	-0.02	4.19	5.39	-

资料来源：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)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
经营活动现金流入	86.14	141.36	166.22	38.02
现金收入比 (%)	105.06	109.97	126.83	127.20
经营活动现金流出	72.71	130.29	131.49	30.67
经营活动净现金流	13.43	11.06	34.73	7.35
投资活动现金流入	40.57	9.17	16.63	0.57
投资活动现金流出	96.41	80.62	69.74	17.57
投资活动净现金流	-55.83	-71.45	-53.11	-17.00
筹资活动现金流入	141.53	126.38	134.04	39.31
筹资活动现金流出	87.82	82.09	84.82	16.17
筹资活动净现金流	53.71	44.29	49.22	23.13
现金及现金等价物净增加额	11.33	-16.09	30.84	13.48

资料来源: 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、处置子公司等形成的现金流入; 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, 业务具有很强的区域专营性, 业务稳定性及可持续性很强, 整体来看, 公司自身的偿债能力很强

从短期偿债指标来看, 2020年末~2022年末, 公司流动比率和速动比率均保持较高水平, 现金比率波动上升, 公司流动资产对流动负债覆盖倍数较高; 公司货币资金对短期有息债务覆盖程度波动下降, 但覆盖程度尚可。公司经营性净现金流虽有所波动, 经营活动现金流整体表现良好。

从长期偿债能力指标来看, 公司长期债务资本化比率及全部债务资本化比率整体相对稳定, EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度均呈上升趋势。

图表 17 公司偿债能力情况 (单位: %)

科目	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)	2023年1~3月(末)
流动比率	145.26	144.17	175.17	207.06
速动比率	142.61	133.34	155.82	187.42
现金比率	98.08	81.16	101.10	126.99
货币资金短债比 (倍)	1.74	1.93	1.64	1.88
经营现金流动负债比率	12.47	10.12	29.39	-
长期债务资本化比率	25.58	27.30	25.46	26.78
全部债务资本化比率	31.93	31.62	31.68	32.51

EBITDA 利息倍数 (倍)	2.66	2.86	5.75	-
全部债务/EBITDA (倍)	12.22	10.66	5.13	-

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司 2023 年到期债务规模为 72.99 亿元，面临一定集中偿付压力。偿债资金来源方面，除账面 119.46 亿元货币资金（含受限货币资金 1.57 亿元）外，公司还计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行借款、发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，近三年公司经营活动现金流持续净流入，对到期债务偿还提供一定保障。间接融资方面，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 2023 年 3 月末，公司获得银行授信总额为 572.00 亿元，其中未使用额度为 365.64 亿元，授信空间充足。直接融资方面，截至 2023 年 3 月末，公司已获得公司债、超短期融资券、短期融资券、中期票据等批文合计 183.10 亿元，其中 121.60 亿元尚未发行。

总体来看，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，业务具有很强的区域专营性，业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2023 年 5 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。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比

则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

宁夏回族自治区

宁夏位于中国西北部的黄河中上游地区，东邻陕西省，西部、北部接内蒙古自治区，南部与甘肃省相连，总面积为 6.64 万平方千米，下辖五个地级市 22 个县（市、区）。截至 2022 年末，宁夏常住人口为 728 万人。

战略定位方面，宁夏是我国少数民族的聚集区域之一，作为丝绸之路经济带政策支点的新使命，将进一步释放对内对外开放优势，同时，宁夏作为黄河流域生态保护和高质量发展先行区、乡村全面振兴样板区、铸牢中华民族共同体意识示范区，战略地位重要。

区位优势方面，宁夏交通较为便利，银西高铁开通运营，包银、中兰高铁加快建设；国内航线直通所有省会城市，国际航线直达迪拜、大阪等 12 个国家和地区。

资源禀赋方面，宁夏矿产资源丰富，目前已查明矿产资源量位列全国前十位的有 8 种：煤第六位，镁第三位，冶金用石英岩第五位，冶金用砂岩第八位，水泥配料用板岩第二位，砖瓦用黏土第六位，建筑用辉绿岩第四位，石膏第七位。宁夏全境具有工业规模的固体矿产地共计 225 处。

宁夏经济保持增长，重点发展新型材料、清洁能源、装备制造、数字信息、现代化工、轻工纺织等“六新”产业，工业经济稳健运行；同时在商贸服务业和旅游业带动下，宁夏第三产业持续发展，综合经济实力很强

宁夏地区经济保持增长，经济实力很强。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。2022 年，宁夏地区生产总值为 5069.57 亿元，增速为 4.0%；人均 GDP 为 69781 元，在 31 个省（自治区、直辖市）中排名靠后。

近年来，宁夏工业方面，依托资源优势，宁夏重点发展新型材料、清洁能源、装备制造、数字信息、现代化工、轻工纺织等“六新”产业，2022 年，宁夏规模以上工业增加值增长 7.0%；

新材料、现代化工、装备制造等重点产业企业工业产值分别增长30%、15%、10%以上。同年，宁夏新培育制造业行业领先示范企业2家，小牛自动化、东方铝业、天地奔牛、共享智能装备入选国家制造业单项冠军示范企业（产品）；宝丰能源储能电池材料及电池集装系统、巴斯夫杉杉3.6万吨锂电池材料等项目加快建设，润阳光伏5万吨高纯多晶硅、瑞泰科技尼龙66等项目建成投产。

近三年，宁夏以商贸服务业和旅游业带动第三产业持续发展，第三产业增加值分别同比增长3.9%、7.1%和2.1%。国内消费方面，2022年宁夏实现社会消费品零售总额1338.44亿元，比上年增长0.2%。对外贸易方面，2022年宁夏全区进出口总额257.38亿元，同比增长23.7%。其中，对“一带一路”沿线国家进出口总额80.20亿元，增长23.7%。旅游业方面，2022年宁夏推动全域旅游示范区建设，4个县（区）成功创建国家全域旅游示范县（区），评定4A级旅游景区12家、省级旅游度假区4个；接待国内游客3882.48万人次，同比增长7.2%，国内旅游收入304.28亿元，同比增长6.3%。金融业方面，2022年末，宁夏全区金融业增加值352.17亿元，同比增长4.2%，金融机构本外币各项存款余额8484.87亿元，其中人民币各项存款余额8465.31亿元；金融机构本外币各项贷款余额8969.70亿元，其中人民币各项贷款余额8885.35亿元。

图表 18 宁夏主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3920.55	3.9	4522.31	6.7	5069.57	4.0
人均地区生产总值（元）	54432	-	62549	6.1	69781	3.5
全部工业增加值	-	-	1677.83	7.9	2093.96	6.4
第三产业增加值	1973.58	3.9	2136.28	7.1	2212.99	2.1
全社会固定资产投资	-	4.0	-	2.7	-	8.2
社会消费品零售总额	1301.39	-7.0	1335.12	2.6	1338.44	0.2
进出口总额	123.17	-48.8	214.04	73.4	257.38	23.7
三次产业结构	8.6: 41.0: 50.4		8.1: 44.7: 47.2		8.0: 49.3: 43.7	

资料来源：2020年~2022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

宁夏一般公共预算收入有所增长，但呈放缓趋势，近年来宁夏获得了上级财政较大力度的支持，综合财政实力很强

受经济下行和房地产行业深度调整等因素影响，宁夏一般公共预算收入有所增长，但呈放缓趋势，2020年~2022年的增速分别为-1.0%、9.7%和0.03%。从收入结构来看，宁夏一般公共预算收入以税收收入为主，主要税种包括增值税、企业所得税、资源税、城市维护建设税等，税源稳定性较好。

宁夏政府性基金收入有所下降，主要受土地出让数量及出让价格影响，是地区财力较重要的组成部分。宁夏地处我国西部地区，能够获得“一带一路”等优惠政策，近年来上级政府每年给予宁夏较大规模的财政资金，对宁夏财政收入贡献较大。

近年宁夏一般公共预算支出和政府性基金支出有所波动，地方财政自给程度不高。截至2022年末，宁夏地方政府债务余额为1996.30亿元，其中一般债务余额为1489.8亿元，专项

债务余额为 506.5 亿元。

图表 19 宁夏财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	579.26	606.11	589.34
一般公共预算收入	419.44	460.01	460.14
其中：税收收入	263.87	300.74	306.82
非税收入	155.57	159.28	153.32
政府性基金收入	159.82	146.10	129.20
2 上级补助收入	1043.51	1020.93	1188.90
列入一般公共预算的上级补助收入	990.51	1016.13	1184.30
列入政府性基金的上级补助收入	53.00	4.80	4.60
财政收入	1622.77	1627.04	1778.24
1 地方财政支出	1704.52	1543.62	1720.50
一般公共预算支出	1480.36	1427.89	1583.50
政府性基金支出	224.16	115.73	137.00
2 上解上级支出（区本级）	5.14	5.67	6.08
财政支出	1709.65	1549.29	1726.58
地方债务限额	2040.00	2148.90	2236.90
地方债务余额	1859.70	1922.26	1996.30
政府负债率（%）	47.43	42.51	39.38

注：2020 年~2021 年列入政府性基金的上级补助收入为区本级，2022 年为全区数

资料来源：2020 年~2021 年宁夏财政决算情况，2022 年宁夏财政预算执行情况东方金诚整理

支持意愿

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，获得了股东及各方在资本金注入等方面的大力支持

除公司外，宁夏范围内还有 1 家重要省级国有企业，即宁夏交通投资集团有限公司（以下简称“宁夏交投”），实际控制人亦为宁夏人民政府。宁夏交投是宁夏高速公路建设、管理、养护及运营的唯一实施主体。

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，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。2020 年~2021 年，宁夏人民政府分别向公司及下属子公司注资 6.00 亿元和 10.00 亿元。2022 年，公司收到财政厅铁路项目建设与运营专项资金，增加资本公积 12.27 亿元；公司无偿接收宁夏自治区水利厅划转 18 户企业，股权资产出资成立宁夏水发增加资本公积 1.31 亿元；公司接收宁夏自治区政府划拨工业和信息化厅宁夏经济管理干部培训中心房产及土地使用权资产、接收内蒙古太平矿业有限公司股权、接收宁夏沃特供水有限责任公司股权等，合计增加资本公积 0.49 亿元。

优惠政策方面，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；子公司宁夏水投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。2020年~2022年，公司分别获得政府补助3.13亿元、3.69亿元和4.16亿元。

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，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对宁夏的地区经济及财政实力、股东及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为股东及相关方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

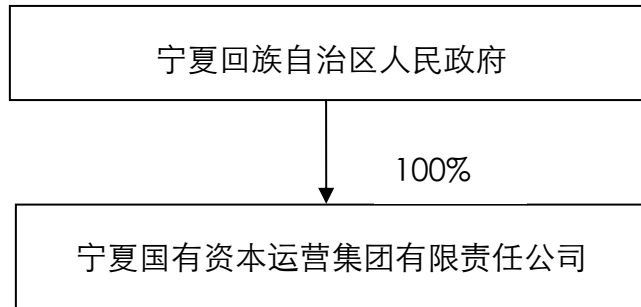
东方金诚认为，公司是宁夏唯一的铁路产业投融资主体，在宁夏铁路建设领域具有重要的战略地位，同时公司从事的铁路货运、供水、供热等业务的区域专营优势明显；东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建和拟建的铁路项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力；由于子公司数量较多，且涉及业务较为多元，公司管控压力较大；公司盈利状况对宁夏煤业的投资收益依赖很大，易受煤炭市场景气度影响而出现波动。

跟踪期内，宁夏经济保持增长，能源、电力和化工等支柱产业发展良好，经济实力依然很强，为公司发展提供了良好的外部环境；公司业务较为多元，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、优惠政策及政府补助等方面的有力支持。

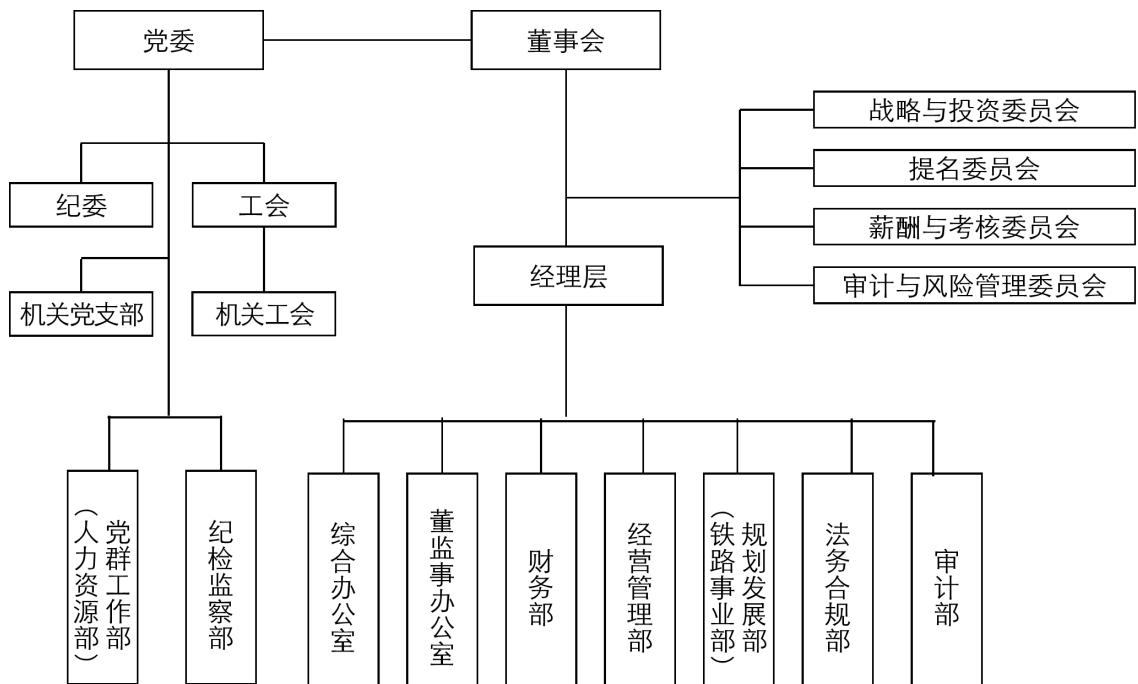
综合分析，公司自身偿债能力很强，股东及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的偿还债务能力极强，“21宁资债01/21宁资01”、“22宁资02”、“22宁资03”、“22宁资04”、“23宁资K1”到期不能偿还的风险均极低。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年3月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	834.34	902.20	1015.73	1034.48
其中：长期股权投资	186.80	204.14	219.62	223.52
固定资产	180.67	186.58	216.89	214.72
无形资产	124.89	126.99	131.20	131.43
在建工程	64.55	104.17	128.86	136.70
货币资金	105.62	88.70	119.46	132.69
负债总额	350.78	374.45	418.44	425.38
其中：长期借款	123.40	152.08	163.26	171.81
应付债券	45.99	43.47	63.87	74.81
递延收益	43.60	51.60	52.36	52.72
应付账款	28.09	32.90	47.27	36.23
全部债务	226.81	244.08	276.98	293.36
其中：短期有息债务	60.57	45.95	72.99	70.56
所有者权益	483.56	527.75	597.30	609.10
营业收入	66.84	78.73	106.98	26.17
净利润	-0.09	22.11	32.22	5.85
经营活动产生的现金流量净额	13.43	11.06	34.73	7.35
投资活动产生的现金流量净额	-55.83	-71.45	-53.11	-17.00
筹资活动产生的现金流量净额	53.71	44.29	49.22	23.13
主要财务指标				
营业利润率（%）	20.80	16.67	17.92	16.29
总资本收益率（%）	0.92	3.79	4.67	-
净资产收益率（%）	-0.02	4.19	5.39	-
现金收入比率（%）	105.06	109.97	126.83	127.20
资产负债率（%）	42.04	41.50	41.20	41.12
长期债务资本化比率（%）	25.58	27.30	25.46	26.78
全部债务资本化比率（%）	31.93	31.62	31.68	32.51
流动比率（%）	145.26	144.17	175.17	207.06
速动比率（%）	142.61	133.34	155.82	187.42
现金比率（%）	98.08	81.16	101.10	126.99
货币资金短债比（倍）	1.74	1.93	1.64	1.88
经营现金流动负债比率（%）	12.47	10.12	29.39	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	2.86	5.75	-
全部债务/EBITDA（倍）	12.22	10.66	5.13	-

附件三：主要财务指标计算公式

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

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

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。