跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1132 号

特变电工股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

特变电工股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

特变电工股份有限公司公开发行的“19 特电 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月 十 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

特变电工股份有限公司
公司债券（用于一带一路项目）2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 特电 01	5.00 亿元	2+1	AAA	AAA	2019 年 6 月 12 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 10 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	835.98	925.95	1,022.25	1,064.97
所有者权益（亿元）	340.20	389.83	430.28	444.77
长期债务（亿元）	123.61	146.11	226.81	213.64
全部债务（亿元）	311.13	355.62	390.98	405.66
营业收入（亿元）	382.81	396.56	369.80	78.79
净利润（亿元）	26.42	25.34	23.90	5.17
EBITDA（亿元）	51.65	56.55	59.68	--
经营性净现金流（亿元）	17.88	25.81	40.41	-4.81
营业利润率（%）	20.37	18.46	19.18	20.92
净资产收益率（%）	8.60	6.94	5.83	1.18
资产负债率（%）	59.31	57.90	57.91	58.24
全部债务资本化比率（%）	47.77	47.71	47.61	47.70
流动比率（倍）	1.32	1.33	1.48	1.41
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.16	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.20	4.17	3.87	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	10.33	11.31	11.94	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据及指标计算均为合并口径；3. 公司 2020 一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 长期债务中已含长期应付款中的计息部分；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，特变电工股份有限公司（以下简称“公司”或“特变电工”）作为变压器生产龙头企业和光伏行业知名企业，在行业地位、品牌优势、技术水平、资产规模、业务布局等方面继续保持很强的综合优势。2019 年，受市场竞争加剧、多晶硅价格下降等因素，公司新能源产业及配套工程业务收入规模有所下降。但公司其他业务整体经营情况稳定，输变电设备板块和新能源板块保持着良好的产销情况，传统能源业务收入增长较快，经营性现金流保持净流入状态。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到输变电设备制造行业竞争加剧，新能源发电平价上网进度加快、市场竞争加剧，公司海外市场风险较大，在建项目资金支出压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工，公司市场占有率有望保持稳定、技术水平有望继续领先。

综上，联合评级维持公司主体长期信用评级为 AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“19 特电 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. **公司保持了行业龙头地位。**公司作为变压器生产龙头企业，继续保持在输变电领域的优势地位，公司行业地位突出，竞争实力强。

2. **公司整体经营情况稳定，产销情况良好。**2019年，公司变压器产能利用率115.45%，产销率91.34%；多晶硅产能利用率123.33%，产销率95.95%；传统能源煤炭收入增长31.87%，毛利率提高5.16个百分点。

3. **公司资产规模保持增长，资产质量较好，现金流良好。**截至2019年末，公司资产较年初增长10.40%至1,022.25亿元，现金类资产规模

大，经营活动现金流净额增长56.59%至40.41亿元，保持净流入状态。

关注

1．**公司所处行业环境发生变化，对公司业务有一定影响。**输变电设备行业竞争进一步加剧，公司变压器类产品毛利率下降 2.17 个百分点，新能源发电平价上网进度加快、市场竞争加剧，多晶硅价格大幅下降，新能源产业毛利率下降 1.89 个百分点。

2．**公司在建项目投资较大，未来资金支出压力较大。**截至 2019 年末，公司在建项目主要涉及多晶硅、新能源电站、火电站、露天煤矿、变压器制造基地等，未来尚需投资 141.12 亿元，存在较大的资金支出压力。

3．**应收账款和存货对营运资金存在占用。**截至 2019 年底，公司应收账款和存货占流动资产比重为 42.32%，对营运资金存在占用。

分析师

罗　峤　登记编号（R0040217120001）
蒲雅修　登记编号（R0040217110005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85171281
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

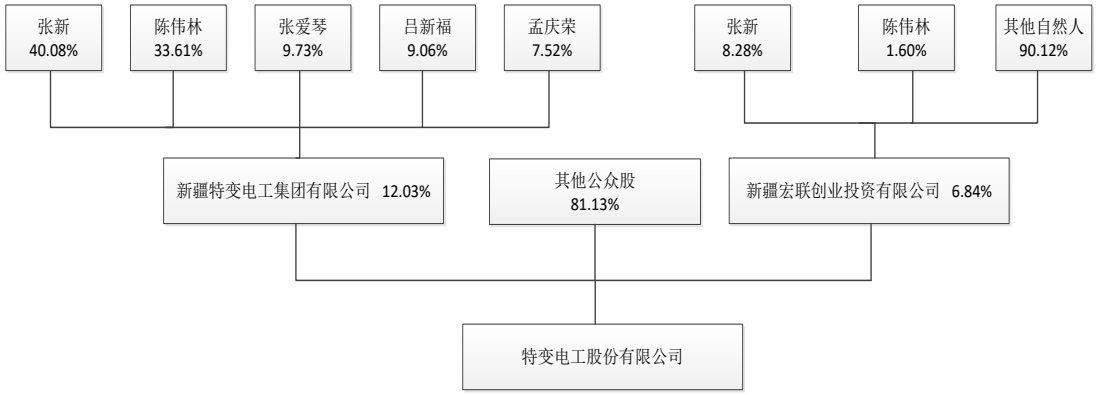
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

特变电工股份有限公司（以下简称“公司”或“特变电工”）是于1993年2月经新疆维吾尔自治区股份制试点联审小组批准（新体改〔1993〕095 号批文），以定向募集方式设立的股份有限公司。1997年6月，公司在上海证券交易所上市（股票代码：600089.SH），股本为8,168万元。后经过多次增资扩股，截至2020年3月末，公司总股本为37.14亿元，第一大股东新疆特变电工集团有限公司（以下简称“特变集团”）持股12.03%，第二大股东新疆宏联创业投资有限公司（以下简称“新疆宏联”）持股 6.84%，前两大股东的部分股东及董事有重合，存在关联关系。自然人张新持有特变集团40.08%股权，为公司实际控制人。截至2020年3月末，特变集团未质押所持公司股份，新疆宏联已累计质押173,530,000 股，占其所持股份的68.27%。

图1　截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司的经营范围未发生变化。

2019年，公司的组织结构发生变化，新设质量管理部（详见附件一）。截至2019年末，公司合并范围有35家子公司，拥有在职员工17,098人。

截至2019年末，公司合并资产总额1,022.25亿元，负债合计591.97亿元，所有者权益（含少数股东权益）430.28亿元，其中归属于母公司所有者权益348.84亿元。2019年，公司实现营业收入369.80亿元，净利润（含少数股东损益）23.90亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润20.18亿元；经营活动产生的现金流量净额40.41亿元，现金及现金等价物净增加额-4.35亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,064.97亿元，负债合计620.20亿元，所有者权益（含少数股东权益）444.77亿元，其中归属于母公司所有者权益361.94亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入78.79亿元，净利润（含少数股东损益）5.17亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.12亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.81亿元，现金及现金等价物净增加额-10.48亿元。

公司注册地址：新疆昌吉州昌吉市北京南路189号；法定代表人：张新。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券业监督管理委员会许可〔2018〕646号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过30亿元人民币的公司债券。公司于2019年4月8日发行“特变电工股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）（用于一带一路项目）”，简称“19特电01”，债券代码“155302.SH”，发行规模为5亿元，票面利率为4.28%。

截至2019年末，“19特电01”已使用14,901.04万元用于补充流动资金,将拟用于一带一路项目的35,068.77万元闲置债券募集资金用于暂时补充流动资金。“19特电01”于2020年4月8日达到第一个付息期，公司已经按期兑付利息。

三、行业分析

1. 行业概况

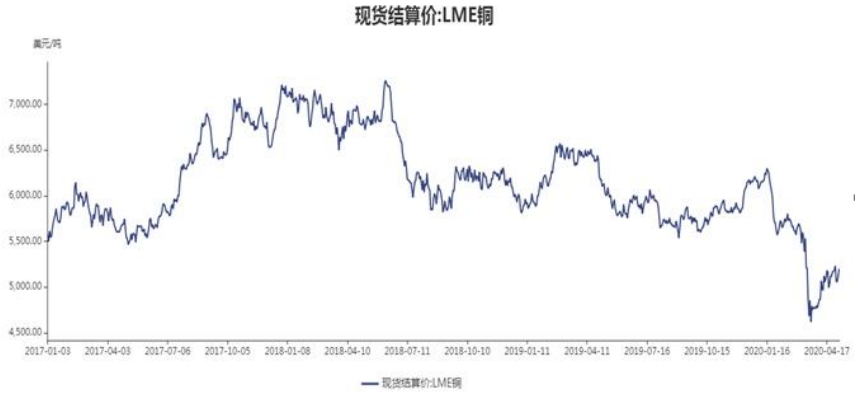
（1）电力设备

随着 2018 年第四季度国家特高压电网建设重启，近两年国内市场对电力设备将保持旺盛的需求；2019 年以来上游原材料价格稳中有降，有利于电力设备制造企业的成本控制。

电力设备制造行业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2019－2020 年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力需求来看，2019 年中国全社会用电量为 7.23 万亿千瓦时，同比增长 4.5%。全年第一产业用电量为 780 亿千瓦时，同比增长 4.5%；全年第二产业用电量为 4.94 万亿千瓦时，同比增长 3.1%，用电量占比为 68.3%，同比下降 0.9 个百分点；全年第三产业用电量为 1.19 万亿千瓦时，同比增长 9.5%，第三产业和城乡居民生活用电量对全社会用电量增长的贡献率合计超过 50%。电力供应方面，截至 2019 年末，全国全口径发电装机容量为 20.1 亿千瓦，较上年底增长 5.8%，其中全国全口径非化石能源发电装机容量为 8.4 亿千瓦，较上年增长 8.7%，占总装机容量的比重为 41.9%，较上年底上升 1.1 个百分点。2019 年，发电设备利用小时为 3,825 小时，比上年降低 54 小时。全国主要电力企业合计完成投资 7,995 亿元，比上年下降 2.0%。整体看，2019 年全社会用电量保持平稳增长、第三产业和城乡居民生活用电的拉动效果明显，电力供应延续绿色低碳发展趋势，非化石能源发电装机和发电量均保持较快增长。

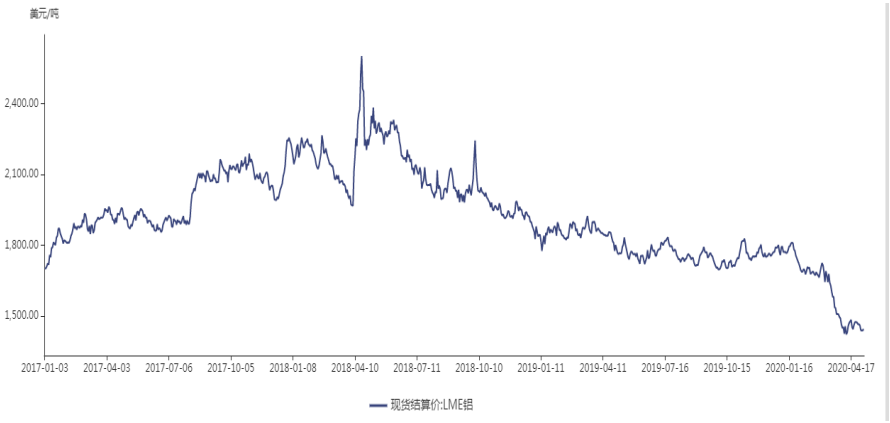
电力设备产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重在 70%左右，输配电设备生产企业的生产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。

图 2　2017 年以来 LME 铜现货结算价格（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

图 3　2017 年以来 LME 铝现货结算价格（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

铜期货价格在2017年大幅攀升并在2018年二季度回落后，至2020年初保持相对稳定的态势，2020年以来，铜期货价格在一季度大幅下跌至4,617美元/吨左右，在二季度出现回升，至4月底徘徊在5,231美元/吨左右；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，至2020年4月底徘徊在1,460.5美元/吨左右。

钢材方面，2017年二季度开始，钢材价格指数触底回升，直到2018年三季度之前一直处于高位震荡，2018年四季度大幅下降至140左右，其后基本上呈现小幅波动。2019年底开始，钢材价格指数再次出现下滑，至2020年4月底为128.85。

图4　2017年以来Myspic综合钢价指数



资料来源：Wind 资讯

从下游需求来看，2017 年以来，特高压建设稳步推进，多条特高压交直流线路工程在 2018 年内全部开工；电力设备行业景气度稳中有升。2018 年 9 月，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，提出加快推进白鹤滩至江苏、白鹤滩至浙江特高压直流等 9 项重点输变电工程建设；推进项目包括 12 条特高压工程（简称“七交五直”），共计输电能力 5,200 万千瓦，其中：①特高压主项目 7 条：5 条直流+2 条交流；②特高压配套项目：5 条交流。根据往年特高压项目的整体建设进度来看，特高压建设周期一般为 2 年左右，2018 年核准开工的项目，经过半年左右的招标-中标阶段，2019－2020 年进入设备交付高峰期；2019 年核准开工的项目，预计将在 2020－2021 年进入设备交付高峰期，设备厂商将在 2019－2021 年逐步释放业绩。

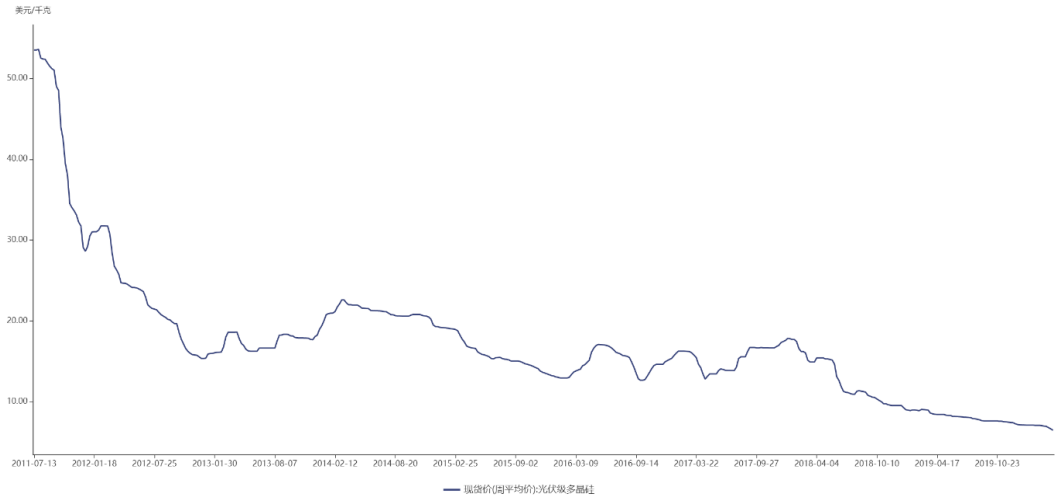
（2）光伏

2019 年，多晶硅材料产量进一步增长，多晶硅料价格持续低位运行。

2019 年，我国新增光伏并网容量为 30.1GW，同比下降 32%；截至 2019 年末，我国光伏累计装机达到 204GW，新增和累计装机仍保持全球第一。2019 年全年光伏发电量约为 2,242.6 亿千瓦时，约占全年总发电量的 3.1%。预计 2020 年我国光伏新增装机可达 35GW，较 2019 年有所回升，累计装机有望达到 240GW。2018 年“531 新政”虽然在短期对行业发展造成了重大不利影响，但也促进了行业长期健康、有序发展。相关政策一方面加速了行业中小落后产能的淘汰步伐，改善了行业整体供需关系，促进市场资源更多向行业龙头企业集中，行业集中度进一步上升；另一方面光伏产品价格的大幅下跌，加快了“平价上网”进程，并极大激发了海外市场的需求，全球市场规模进一步扩大。原材料价格方面，自 2018 年 1 月起，多晶硅价格呈现出断崖式下跌趋势，主要系进入 2018 年以来，由于电价不断下调和新增装机规模受限，多晶硅下游需求降温所致。

太阳能光伏产业链的最上游为太阳能级多晶硅原料。2019 年我国多晶硅产量 34.4 万吨，同比增加 32.8%。2019 年中国多晶硅净进口量约 14.3 万吨，总供应量为 48.7 万吨，总需求量为 45.6 万吨，中国多晶硅市场也呈现供应大于需求的现状。2019 年中国太阳能级单晶致密料及太阳能级多晶疏松料全年均价分别为人民币 7.60 万元/吨和人民币 6.09 万元/吨，同比分别大幅下滑 31.2%和 39.8%，多晶硅行业盈利空间大幅下降。同时单、多晶用料价差持续扩大，价格分化日趋明显。自 2011 年以来，随着新增产能的陆续释放，多晶硅自给率逐年提升，上游多晶硅料短缺时代已成为历史，价格也快速下滑，2012 年以来，除由于季节性因素和政策调整带来的“抢装潮”等短期因素影响，多晶硅价格基本处于稳步下降通道。2019 年，多晶硅价格继续走低。

图 5　2011 年－2020 年 4 月光伏级多晶硅现货价（周平均价）



数据来源：Wind

下游需求方面，受益于新能源产业以及环保理念不断深入，太阳能电池及组件产品的需求不断提升。2019 年，我国硅片产量为 134.6GW，同比增长 25.7%，预计 2020 年全国硅片产量可达 145GW。出口方面，2019 年我国硅片出口 65.55 亿片，同比增长 15%，出口规模较大，且增速较快。2019 年，光伏组件产量约为 98.6GW，同比增长约 17.0%。预计 2020 年我国组件产量将超 107GW，主要企业基本保持满产。从出口量来看，2019 年，我国组件出口量高达 75.31GW，同比增长 68.1%，出口量占当年光伏组件产量的 75%以上，由于国内装机放缓，加之海外新兴市场光伏行业的快速发展，海外市场成为我国组件销售的主力市场。由于新能源在全球范围内的广泛应用，我国光伏组件海外市

场前景较好，但考虑到双反政策在各国的推行，我国低成本高价值光伏组件出口面临阻碍。从价格来看，光伏组件价格变动趋势和硅片价格变动趋势拟合度高，自 2011 年以来一路下跌，2019 年仍保持下跌趋势。

2. 行业政策

2019 年以来，我国光伏行业相关政策仍围绕着实现“平价上网”方面制定，光伏电价补贴标准不断降低。

电气设备制造业、输变电配套工程行业和光伏行业的发展与国家产业政策、电源与电网的基本建设投资结构和规模以及国家电力规划有着密切的联系。近年来行业的主要政策如下表所示：

表 1 近年来主要行业政策

时间	法条	主要内容
2019 年 5 月	《2019 年光伏发电项目建设工作方案》	严格规范补贴项目竞争配置，优先建设补贴强度低、退坡力度大的项目。对需要补贴的新建光伏项目进行分类管理：（1）光伏扶贫项目按照国家相关政策执行；（2）户用光伏项目单独管理，采用固定补贴方式，补贴总额度 7.5 亿元（折合 3.5GW）；（3）普通光伏电站、工商业分布式光伏发电项目、国家组织实施的专项工程或示范项目均将通过竞争性配置方式参与竞价，补贴总额度 22.5 亿元
2020 年 3 月	《2020 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》	明确 2020 年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为 15 亿元，其中 5 亿元用于户用光伏，10 亿元用于补贴竞价项目，2020 年竞价项目组织申报延期至 6 月 15 日，平价项目组织申报延期至 4 月底
2020 年 4 月	国家发改委发布最新光伏上网电价	将纳入国家财政补贴范围的 I~III 类资源区新增集中式光伏电站指导价，分别确定为每千瓦时 0.35 元（含税，下同）、0.4 元、0.49 元。若指导价低于项目所在地燃煤发电基准价（含脱硫、脱硝、除尘电价），则指导价按当地燃煤发电基准价执行。新增集中式光伏电站上网电价原则上通过市场竞争方式确定，不得超过所在资源区指导价。纳入 2020 年财政补贴规模，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.05 元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行。能源主管部门统一实行市场竞争方式配置的所有工商业分布式项目，市场竞争形成的价格不得超过所在资源区指导价，且补贴标准不得超过每千瓦时 0.05 元。纳入 2020 年财政补贴规模的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.08 元

资料来源：联合评级根据公开资料整理

3. 行业关注

（1）下游客户议价能力强

下游客户基本为电力、通讯等大客户，议价能力强。尤其是以国家电网为代表的大型集团实施集中采购，打破了以往各省独自采购的格局，在议价方面更容易掌握主动性。

（2）宏观经济周期性波动的风险

从宏观来看，电力行业需求受到国民经济中其他行业用电需求、尤其是下游重工业和制造业的用电需求影响较大，因此电力行业盈利水平与经济周期的景气度具有较大相关性。

（3）产业政策变动的风险

我国正处于快速工业化、信息化、城镇化发展的进程中，电力行业投资持续快速增长。如果未来国家发展政策发生转变，将会导致电力行业投资需求减少。

（4）新能源产业相关风险

随着《关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》、《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》等一系列政策的出台，对新能源电站建设规模管控及电价补贴等方面提出了新规定，新能源发电平价、竞价上网进程进一步加快，多晶硅行业集中度增加，竞争更加激烈。短期内，受新能源装机规模下降，标杆电价下调及竞价上网提前等影响，倒逼产业链内产品价格大

幅下降，市场竞争加剧，进一步压缩行业企业盈利空间；长期看，新能源发电平价上网，将引导市场和行业根据新形势调整发展思路，进一步推动行业技术进步，降低产品生产成本、建设成本、发电成本等，有利于产业健康可持续发展。新能源产业市场竞争加剧，对公司的成本管控提出更高要求。国家政策对我国光伏产业的发展至关重要，如果未来我国对如光伏电站建设及光伏发电并网等支持政策进行调整，这将直接影响到光伏行业相关企业的发展，从而对公司经营造成较大影响。

四、管理分析

2019 年，公司董、监、高级管理人员有所变动，但管理制度保持连续，管理运作正常。

2019 年，公司高管、董事、监事均有所变动，但均属正常变动，经营团队仍然保持稳定，主要管理制度未发生重大变化。具体变动情况如下表：

表 2　公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
郭俊香	董事会秘书	离任	个人原因
卜晓霞	监事	离任	工作变动
焦海华	董事会秘书	聘任	--
宋磊	监事	选举	--
王嵩伟	副总经理	离任	工作变动
胡劲松	董事	离任	工作变动
徐瑛	董事	选举	--
吕六山	副总经理	离任	个人原因

资料来源：公司年报，联合评级整理

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受市场竞争加剧、多晶硅价格下降等因素，公司主营业务收入规模有所下降，但受毛利率较高的煤炭板块收入贡献上升的影响，公司主营业务毛利率略有提高。

2019 年，公司实现主营业务收入 361.78 亿元，同比下降 7.58%，实现净利润 23.90 亿元，同比下降 5.68%。

从各板块收入来看，2019 年，变压器产品收入为 90.96 亿元，同比下降 7.49%，主要系市场竞争加剧所致；新能源产业及配套工程收入为 75.84 亿元，同比下降 27.67%，主要系多晶硅产品价格下降及新能源 EPC 工程规模下降所致；输变电成套工程收入为 38.68 亿元，同比下降 10.39%，主要系输变电成套工程项目处于前期阶段，完工进度较少所致；煤炭产品收入为 43.84 亿元，同比增长 31.89%，主要系煤炭价格上涨及公司积极开拓市场所致；电线电缆产品收入为 67.48 亿元，同期下降 1.74%，变动不大。贸易、电费和其他收入占比较小。

表 3　2017－2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
变压器产品	102.05	27.22	25.75	98.32	25.12	17.77	90.96	25.14	15.60

电线电缆产品	64.47	17.20	5.20	68.68	17.55	6.49	67.48	18.65	11.30
新能源产业及配套工程	104.48	27.87	23.40	104.85	26.79	19.04	75.84	20.96	17.15
输变电成套工程	50.27	13.41	32.73	43.16	11.03	33.99	38.68	10.69	35.01
贸易	18.66	4.98	4.78	18.19	4.65	3.29	16.04	4.43	2.93
电费	7.18	1.92	37.72	18.51	4.73	49.68	20.03	5.54	48.73
煤炭产品	22.04	5.88	23.27	33.24	8.49	20.45	43.84	12.12	25.61
其他	5.72	1.52	21.18	6.50	1.66	33.65	8.91	2.46	22.71
合计	**374.88**	**100.00**	**21.47**	**391.44**	**100.00**	**19.24**	**361.78**	**100.00**	**19.86**

注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：审计报告

从毛利率水平来看，2019 年，公司变压器产品和新能源产业及配套工程毛利率均较上年下降；输变电成套工程毛利率较上年略有提高；电线电缆产品毛利率为 11.30%，较上年提高 4.81 个百分点，主要系加强订单管理及成本管控所致；煤炭产品毛利率为 25.61%，较上年提高 5.16 个百分点，主要系公司积极开拓市场及煤炭价格上涨所致。综上，2019 年，公司主营业务毛利率为 19.86%，较上年提高 0.62 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 78.79 亿元，较上年同期变动不大；实现净利润 5.17 亿元，较上年同期变动不大。

2. 输变电设备业务

2019 年，公司输变电设备原料价格呈下降趋势，有利于公司成本控制，产能未发生重大变化，仍然保持很高的产能利用率，产品销售情况良好，产销率保持在很高水平。

公司输变电业务主要包括变压器、电线电缆及其他输变电产品的研发、生产和销售。

（1）原材料采购

公司输变电业务产品主要为变压器、电线电缆，其中变压器产品主要原材料为取向硅钢、铜和变压器油，电线电缆主要原材料为铜和铝，为大宗商品，采购价格随市场波动而波动，2019 年至 2020 年一季度，铜、铝和钢的价格均呈现下降趋势，有利于公司降低采购成本。

（2）生产情况

变压器产品生产方面，2019 年，公司仍拥有 4 家变压器子公司，合计变压器产能为 2.2 亿 kVA；产量为 2.54 亿 kVA，较上年变动不大；变压器产能利用率为 115.45%。

电线电缆产品生产方面，截至 2019 年底，公司仍拥有 3 家电缆子公司。公司电线电缆类产品包括裸线类产品和电缆类产品。2019 年，公司裸线类产品和电缆类产品产能较上年未发生重大变化，由于产品结构调整，裸线类产品产量下降，电缆类产品产量大幅上升。

（3）产品销售

公司产品主要采取“以销定产”的经营方式，仅有部分标准化产品根据市场需求少量生产并根据市场行情销售。首先由销售部门根据产品合同所规定的交货期及产品的运输周期，确定产品的完工及发货时间；综合计划部根据生产周期倒排，确定所有产品的排产计划，各职能部门严格按照综合计划开展各项工作；生产部门根据排产计划细化各产品生产过程，保证产品实现有效控制。

在销售结算方式方面，国内销售结算，签订合同后客户支付一定比例预付款，达到约定的完工程度或发货验收后支付进度款或者发货款，质保期结束后支付余款。公司在海外业务主要采用美元、欧元等国际化币种结算，采取即期结汇或者远期结售汇、福费廷等方式进行汇率风险管理。

从产销率来看，2019 年，变压器和电缆类产品综合产销率分别为 91.34%和 101.46%。

3. 输变电成套工程业务

输变电成套工程承包业务主要是实施国外发电站、变电站、输电线路等输变电成套工程的承包及交钥匙工程等业务。

（1）项目承揽

项目获取方面，公司获取的海外项目信息来源于分布全球的办事处，采取投标和议标的方式，目前主要由办事处与当地电力主管机构的沟通协商确定合作项目。项目承接方式方面，公司主要采取工程总承包模式。

（2）业务运营

业务类型方面，公司目前成套工程业务主要以电网建设项目为主，同时也提供电源建设项目。从业务模式来看，公司建设承包业务海外承包运营模式主要包括 EPC、PC[1]模式。

截至 2019 年末，公司在建期的重大建设承包项目等如下表所示：

表 4　截至 2019 年底公司主要输变电成套工程项目情况（单位：亿美元）

签订日期	国家	项目主要内容	项目金额	完工时间
2015	巴布亚新几内亚	巴布亚新几内亚国家电网项目	1.57	开工后 42 个月
2016	安哥拉	安哥拉扎伊尔省电力工程	4.35	2019
2016	老挝	老挝首都万象 115KV 输电线路及 115/22KV 变电站及配网项目	0.76	2019
2016	蒙古国	蒙古乌兰巴托-曼德勒戈壁项目	1.19	2019
2017	乌干达	乌干达加速农村电气化满足电力供需平衡工程项目	2.12	2022
2016	孟加拉	孟加拉达卡地区电网系统扩容和升级项目	16.51	2025
2016	埃塞	埃塞工业园输变电项目	0.98	2020
合计		--	**27.48**	--

资料来源：公司提供

4. 新能源业务板块

2019 年，依靠技术升级以及新疆煤电优势，公司不断实现物耗、能耗下降，新能源业务具有较强的成本优势，多晶硅产能保持稳定，产量有所提高，产能利用率和产销率均维持在较高水平，但多晶硅销售均价较上年大幅下降；公司自持电站装机容量较大，发电量持续增长，未来发展前景较好。

公司新能源业务主要包括多晶硅、逆变器的生产与销售，为光伏、风能电站提供设计、建设、调试及运维等全面的能源解决方案及风能、光伏电站的运营，主要由子公司新特能源股份有限公司（以下简称“新特能源”）及下属企业负责经营。

多晶硅生产所需的原材料主要为硅粉和液氯。硅粉方面，硅粉生产企业较多，供应充分，目前已有多家硅粉企业为新特能源生产提供合格的原料；同时硅粉的上游金属硅主要集中在云南和新疆，其中，新疆为中国金属硅的主要产地，可以完全满足公司对金属硅的需求。硅粉供应充分采取竞争性谈判机制来确定最终的价格；液氯方面，新特能源已通过烧碱项目完全实现自行生产，既大幅降低了采购成本，也避免了运输过程中危险情况的发生。

[1] PC（Procurement-Construction）采购-施工总承包，是指工程总承包企业按照合同约定，承担工程项目的采购和施工，并对承包工程的采购和施工的质量、安全、工期、造价负责。

2019 年，受新能源发电平价上网进度加快、市场竞争加剧的影响，多晶硅销售均价较上年下降 31.13%至 6.35 万元/吨。

2019 年，新特能源多晶硅生产产能为 3 万吨/每年，产量达到 3.70 万吨/年，较上年增长 8.82%，主要系技术改造项目完成，产能增加；产能利用率为 123.33%。

新特能源多晶硅产品的客户主要为太阳能硅片、电池生产企业，销售采用直销模式，多晶硅销售通常为先款后货。

2019 年，新特能源多晶硅销量为 3.55 万吨，产销率为 95.95%，仍保持较高水平。由于多晶硅属于标准化商品，因此市场价格透明，销售价格随市场整体的供需变化而变化。销售结算方式以客户预付款为主。支付方式方面，以现金、电汇或银行承兑汇票结算为主。

新能源电站业务通过 EPC、BT 等方式进行风光资源开发及建设，为新能源电站提供全面的能源解决方案，并开展光伏、风能电站 BOO 运营业务。在新能源系统集成业务领域，已打造成为集风电、光电 EPC 项目总承包、设计、运行、调试和维护为一体的，世界领先的新能源系统集成商；凭借多年积累的风光电站建设及运维经验，公司加大了新能源 BOO 电站开发力度，为公司带来长期稳定的收益。

2019 年公司确认销售收入的光伏装机 838.86MW；确认收入的风电装机 449.93MW；报告期已完工未转让及在建 BT 项目 432MW。截至 2019 年底，公司自持光伏电站装机容量 450MW，2019 年实现总发电量 71,096.43 万千瓦时，公司自持风力发电站装机容量 300MW，2019 年实现总发电量 72,830.52 万千瓦时。

5. 在建工程

未来随着公司电力、多晶硅和煤矿等项目的投产，有望进一步提升公司收入、扩大利润规模。但公司在建工程投资规模大，存在较大的资金支出压力。

截至 2019 年底，公司重大在建工程中包含将军戈壁二号露天煤矿 1,000 万吨/年项目、新能源自营电站等项目，合计预算投资总额 271.06 亿元，项目资金需求较大，未来尚需资金 141.12 亿元，面临着较大的资金支出压力。

表 5　截至 2019 年底公司重大在建工程情况（单位：亿元、%）

项目	预算金额	工程进度	工程累计投入占预算比例	尚需资金
将军戈壁二号露天煤矿 1,000 万吨/年项目	15.80	97.00	49.07	8.05
杜尚别金矿项目	12.05	43.00	42.84	6.78
五彩湾 2×660MW 电厂项目	47.54	100.00	82.99	8.81
±1100kV 变压器研发制造基地项目	6.78	99.00	71.67	1.92
南露天煤矿二期工程	6.58	100.00	98.05	0.13
新能源自营电站项目	134.56	--	18.29	109.95
3.6 万吨/年高纯多晶硅产业升级项目	40.65	95.00	111.58	--
特变电工南方智能电网科技产业园	7.09	20.00	8.57	6.48
合计	**271.06**	--	--	**141.12**

数据来源：公司提供

6. 经营关注

（1）市场竞争加剧

目前，公司主要竞争对手包括中国西电集团、保定天威保变电气股份有限公司等国内知名变压器设备生产商以及 ABB、西门子等跨国企业。虽然公司在特高压等技术方面处于领先，多年来在行业内具有很高的声誉，市场地位较高，但由于市场竞争加剧，部分产品出现市场占有率降低的趋势，公司未来发展受市场竞争加剧的影响较大。

（2）海外工程风险

公司输变电工程多数处于海外市场，海外市场存在着政策不稳定等情况，对于整个海外工程项目的国家性以及政策性风险较大。同时，海外输变电工程的环境以及当地文化等情况会对海外工程成本控制以及工期变动风险的控制存在着一定的挑战。对于公司整体海外输变电工程项目存在一定的影响。

（3）汇率波动风险

2019 年，公司海外市场收入 52.50 亿元，占营业收入的比重为 14.19%，同时公司海外市场均以美元、欧元等币种结算，外汇收入资金量增大。目前，人民币汇率呈现震荡趋势，汇率波动对公司海外工程盈利状况存在一定影响。

（4）资金占用风险

公司的光伏电站以及风电项目前期资金垫付较大，应收账款中国家补贴发电收入规模较大，对营运资金造成占用。

7. 未来发展

公司未来将继续紧跟国家能源战略，加强科技创新，提升产品质量。

国内市场上，公司将围绕国家能源发展和区域发展战略，以“稳定传统存量、抢抓细分增量”，抓住特高压建设新机遇，推进业务结构调整，提升系统集成服务能力。国际市场方面，创新项目管控模式，稳步推进项目落实，提升公司获取国际成套项目的可持续能力。

公司将以市场需求为导向，推动关键共性技术、前沿引领技术、系统集成技术创新，促进高附加值新产品及新技术成果转化，持续完善科技创新体系，加大科技创新投入，推动科技信息系化建设，全面提升科技创新能力和管理服务水平。

公司将实施质量提升工程，建立质量文化达标评价体系，健全质量红线监督管控机制，加大质量绩效及荣誉牵引力度，开展质量管理改进工作，推动质量管理信息化建设，推动质量管理团队建设。公司将实施工程质量全过程管控，进一步完善工程管理体系，通过工程管理信息化平台，实现设计、采购、施工线上线下标准化管理。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见，公司 2020 年一季度合并财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

截至 2019 年底，公司合并范围内共有 35 家子公司，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,022.25 亿元，负债合计 591.97 亿元，所有者权益（含少

数股东权益）430.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益 348.84 亿元。2019 年，公司实现营业收入 369.80 亿元，净利润（含少数股东损益）23.90 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 20.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额 40.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.35 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,064.97 亿元，负债合计 620.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）444.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 361.94 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 78.79 亿元，净利润（含少数股东损益）5.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.81 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.48 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模保持增长，公司货币资金充足，但应收账款和存货规模较大，对公司资金形成占用；非流动资产中固定资产和在建工程占比较高，受限资产比例一般，整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 1,022.25 亿元，较年初增长 10.40%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 50.30%，非流动资产占 49.70%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 514.16 亿元，较年初增长 3.10%，变动不大。公司流动资产主要由货币资金（占 37.81%）、应收账款（占 23.58%）、预付款项（占 8.73%）和存货（占 18.74%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 194.43 亿元，较年初下降 9.95%，主要系公司对在建工程投入增加所致；货币资金中有 25.53 亿元受限资金，受限比例为 13.13%，主要为各类保证金。

截至 2019 年末，公司应收账款账面价值为 121.25 亿元，较年初增长 7.41%。从账龄来看，应收账款主要以 1 年以内（占 70.76%）、1 至 2 年（占 14.52%）和 2 至 3 年（占 7.84%）为主，累计计提坏账 8.15 亿元，计提比例为 6.30%；应收账款前五大欠款方合计金额为 23.91 亿元，占比为 18.48%，集中度较低。

截至 2019 年末，公司预付款项为 44.90 亿元，较年初增长 72.81%，主要系公司新能源光伏及风能 EPC、BT 电站建设预付风机等设备及材料款增加所致。

截至 2019 年末，公司存货账面价值为 96.34 亿元，较年初下降 6.50%；存货主要由在产品、自制半成品（占 15.23%）、库存商品（占 12.52%）、工程施工（占 31.37%）和新能源电站（占 18.27%）构成，累计计提跌价准备 1.80 亿元。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 508.09 亿元，较年初增长 18.92%，主要系固定资产增加所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 55.75%）、长期股权投资（占 5.15%）、在建工程（占 17.07%）、无形资产（占 8.60%）和其他非流动资产（占 7.29%）所构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值为 283.27 亿元，较年初增长 14.57%，主要系在建工程转固所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 40.61%）和机器设备（占 57.34%）构成，累计计提折旧 97.47 亿元，成新率 74.38%，成新率尚可。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 26.17 亿元，较年初增长 82.29%，主要系公司认购新疆众和非公开发行股票、新特能源参与投资设立乌鲁木齐战略新兴产业新特能源引导基金（有限合伙）、公司联营企业深圳市鑫阳资本管理合伙企业（有限合伙）投资的广东嘉元科技股份有限公司上市（以

下简称“嘉元科技”），按年末收盘价确认投资收益增加共同影响所致。

截至 2019 年末，公司在建工程为 86.75 亿元，较年初增长 1.17%，变化不大。公司在建工程 2019 年增加投入 50.27 亿元，主要系新能源自营电站项目、五彩湾 2×660MW 电厂项目、3.6 万吨/年高纯多晶硅产业升级项目投入增加所致；在建工程 2019 年减少 47.49 亿元，主要系部分在建工程完工转入固定资产所致。

截至 2019 年末，公司无形资产为 43.70 亿元，较年初增长 4.32%，变动不大。无形资产主要由土地使用权（占 60.80%）、采矿权及探矿权（占 25.95%）和专有技术（占 8.86%）构成，累计摊销 14.54 亿元。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 37.04 亿元，较年初增长 164.73%，主要系公司新能源光伏及风能自营电站建设预付风机等设备款、材料款，重分类至其他非流动资产科目所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 118.59 亿元，占资产总额的比重为 11.60%，受限比例一般。

表 6　截至 2019 年底公司受限资产构成（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	25.53	银行承兑汇票/期货保证金/保函保证金等
应收票据	3.52	质押的银行承兑汇票/商业承兑汇票
应收账款	5.66	有追索权（回购型）保理借款
存货	15.67	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
固定资产	53.66	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
无形资产	2.07	银行借款抵押保证
在建工程	12.48	银行借款抵押保证
合计	**118.59**	--

资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 1,064.97 亿元，较年初增长 4.18%；流动资产和非流动资产占比分别为 51.30%和 48.70%，资产结构较年初变动不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，受项目贷款增加影响，公司负债规模和债务规模均有所增长，债务结构较为均衡，公司整体债务负担仍处于合理水平。

截至 2019 年末，公司负债总额为 591.97 亿元，较年初增长 10.42%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 58.88%，非流动负债占 41.12%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债为 348.54 亿元，较年初下降 7.35%。公司流动负债主要由短期借款（占 13.54%）、应付票据（占 27.76%）、应付账款（占 32.15%）、预收款项（占 14.51%）和一年内到期的非流动负债（占 5.79%）所构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 47.18 亿元，较年初下降 25.77%，主要系公司偿还短期借款及公司调整债务结构所致；短期借款主要是信用借款（占 80.67%）和保理借款（占 12.00%）。

截至 2019 年末，公司应付票据为 96.76 亿元，较年初下降 1.46%，变动不大，其中商业承兑汇票占 15.84%，银行承兑汇票占 84.16%。

截至 2019 年末，公司应付账款为 112.05 亿元，较年初下降 2.84%，变化不大。应付账款 1 年以

内的占 69.42%，1 年以上的占 30.58%。

截至 2019 年末，公司预收款项为 50.59 亿元，较年初增长 60.33%，主要系公司收到孟加拉达卡地区电网系统扩容和升级项目等项目的预付款项所致。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 20.18 亿元，较年初下降 56.77%，主要系公司偿还到期债务所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 243.43 亿元，较年初增长 52.22%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 89.67%）所构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 218.28 亿元，较年初增长 53.80%，主要系公司项目贷款增加所致；其中信用借款占 31.26%，担保借款占 18.80%，抵押借款占 5.76%，质押借款占 13.71%，抵押加质押借款占 30.47%。从期限分布看，2021 年到期的占 32.58%，2022 年到期的占 14.32%，2023 年到期的占 6.89%，2024 年到期的占 6.91%，2025 年及以后的占 39.30%，2021 年长期借款到期规模较大，其他年份到期规模分布较为均匀，整体看，长期借款集中兑付压力一般。

截至 2019 年末，公司新增应付债券 5.00 亿元，主要系公司新发行“特变电工股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（用于一带一路项目）”所致，该债券期限为 2+1 年，票面利率为 4.28%。

截至 2019 年末，公司全部债务为 390.98 亿元，较年初增长 9.94%，主要系长期借款增长所致。其中，短期债务占 41.99%，长期债务占 58.01%，以长期债务为主。短期债务为 164.16 亿元，较年初下降 21.64%，主要系偿还到期银行借款所致。长期债务为 226.81 亿元，较年初增长 55.23%，主要系公司项目贷款增加所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.91%、47.61%和 34.52%，较年初分别上升 0.01 个百分点、下降 0.1 个百分点和上升 7.25 个百分点。截至 2019 年末，公司已发行永续债券 45.00 亿元，若将 45.00 亿元永续债券调整计入长期债务，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.31%、53.09%和 41.37%，较调整前分别上升 4.40 个百分点、5.48 个百分点和 6.85 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 620.20 亿元，较年初增长 4.77%；其中流动负债占 62.38%，非流动负债占 37.62%。公司全部债务为 405.66 亿元，较年初增长 3.76%，较年初变化不大。其中，短期债务为 192.02 亿元（占 47.33%），较年初增长 16.97%。长期债务为 213.64 亿元（占 52.67%），较年初下降 5.80%。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.24%、47.70%和 32.45%，较年初分别上升 0.33 个百分点、下降 0.09 个百分点和下降 2.07 个百分点。截至 2020 年 3 月末，公司已发行永续债券 54.00 亿元，若将 54.00 亿元永续债券调整计入长期债务，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.31%、54.05%和 40.05%，较调整前分别上升 5.07 个百分点、6.35 个百分点和 8.20 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益保持增长，所有者权益中未分配利润和其他权益工具占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 430.28 亿元，较年初增长 10.38%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 81.07%，少数股东权益占比为 18.93%。归属于母公司所有者权益为 348.84 亿元，主要由股本（占 10.65%）、其他权益工具（占 12.90%）、资本公积（占 31.80%）和未分配利润（占 39.24%）构成，其中未分配利润和其他权益工具占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 444.77 亿元，较年初增长 3.37%，变动不大。其中，归

属于母公司所有者权益占比为 81.38%，少数股东权益占比为 18.62%，归属于母公司所有者权益结构较年初变动不大。

4. 盈利能力

2019 年，公司收入规模小幅下降，非经常性损益对利润有一定贡献，费用控制能力有所下降，整体盈利能力较上年变化不大。

2019 年，公司实现营业收入 369.80 亿元，较上年下降 6.75%，营业成本为 293.58 亿元，较上年下降 7.85%；公司实现净利润 23.90 亿元，较上年下降 5.68%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 51.11 亿元，较上年增长 10.11%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 41.86%、33.40%、10.96%和 13.78%。其中，销售费用为 21.40 亿元，较上年增长 7.86%；管理费用为 17.07 亿元，较上年增长 12.08%；研发费用为 5.60 亿元，较上年下降 1.63%；财务费用为 7.04 亿元，较上年增长 24.49%，主要系债务规模增长所致。2019 年，公司费用收入比为 13.82%，较上年上升 2.12 个百分点，公司费用控制能力有所下降。

2019 年，公司实现投资收益 4.02 亿元，较上年增加 5.37 亿元，主要系公司所投资的嘉元科技成功上市所致；投资收益占营业利润比重为 14.07%，对营业利润有一定贡献。公司实现其他收益 3.64 亿元，较上年下降 4.30%，其他收益占营业利润比重为 12.75%，对营业利润有一定贡献。公司实现营业外收入 0.68 亿元，较上年下降 24.65%，占利润总额比重为 2.42%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 19.19%，较上年提高 0.72 个百分点，较上年变化不大。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.42%、3.99%和 5.83%，较上年分别下降 0.63 个百分点、下降 0.30 个百分点和下降 1.11 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 78.79 亿元，较上年同期下降 1.68%，较上年同期变化不大。实现净利润 5.17 亿元，较上年同期下降 1.89%。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动产生的现金流保持净流入状态，且净流入规模大幅增长，收入实现质量有所提高；由于在建项目的持续投入，公司投资活动产生的现金仍为净流出状态，存在较大的外部融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 451.07 亿元，较上年下降 2.54%，较上年变化不大；经营活动现金流出量为 410.66 亿元，较上年下降 6.03%，较上年变化不大。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入 40.41 亿元，较上年增长 56.59%。2019 年，公司现金收入比为 115.26%，较上年提高 2.46 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 33.46 亿元，较上年增长 10.83%，主要系处置子公司收到的现金净额增加所致；投资活动现金流出量为 133.38 亿元，较上年增长 93.23%，主要系公司增加对在建项目投入所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出 99.92 亿元，较上年大幅增长 157.28%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 243.27 亿元，较上年增长 0.09%，较上年变化不大；筹资活动现金流出量为 187.66 亿元，较上年下降 3.77%，变动不大。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入 55.61 亿元，较上年增长 15.76%。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为-4.81 亿元，投资活动现金流量净额为-23.69 亿

元，筹资活动现金流量净额为 17.99 亿元，现金及现金等价物净增加额为-10.48 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司行业地位突出、经营规模很大、未使用银行授信规模大以及过往债务履约情况良好，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.33 倍和 1.05 倍提高至 1.48 倍和 1.20 倍，流动资产对流动负债的保障程度有所提高。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 1.13 倍提高至 1.41 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。整体看，公司短期偿债能力仍很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 59.68 亿元，较上年增长 5.56%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 27.38%）、摊销（占 7.55%）、计入财务费用的利息支出（占 17.97%）和利润总额（占 47.10%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.17 倍下降至 3.87 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度变化不大；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.16 倍下降至 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度变化不大。整体看，公司长期债务偿债能力仍较强。

截至 2020 年 3 月底，除对子公司担保外，公司对外担保金额 300.28 万元，或有风险很小。

截至 2020 年 3 月底，公司重大诉讼或仲裁事项共 3 项，具体如下。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司重大诉讼情况

案件名称	涉案金额及诉求	案件进展	会计处理
公司诉上海中添实业发展有限公司买卖合同纠纷案	公司诉上海中添实业发展有限公司支付欠付工程 款 7,243 万元，并承担全部诉讼费用	2016 年 12 月，最高院下达民事裁定书、民事调整书，公司对当事人达成调解，并签署了调解协议书。公司已与当事人达成调解，2017 年收回案款 534.29 万元，根据中华人民共和国最高人民法院 2016 年 12 月下达的（2016）最高法民终 119 号之二号民事调解书，上海中添欠付公司债务中的 4,810 万元由郑玉平、戴年红、郑玉林协调案外人工布江达县盛宝龙投资开发有限公司以其拥有所有权的资产—工布江达县滨河酒店用于清偿，2019 年该酒店已符合交房条件和要求，双方办理了接房手续，并正式交接。根据新疆维吾尔自治区昌吉回族自治州中级人民法院 2019 年 7 月下达的（2018）新 23 执 95 号之二号执行裁定书，上海中添欠负公司债务中的 1,643.08 万元由被执行人郑玉平名下位于上海市静安区海防路 429 弄 8 号 15 层 E 室的房产用于清偿，2019 年 8 月双方办理了产权过户手续，公司获取了沪（2019）静字不动产权第 013846 号产权证明书。2019 年，公司共计获得债权抵偿金额 6,453.08 万元。截至 2019 年末，公司尚有 91.63 万元债权余额	全额计提坏账准备 91.63 万元
特变电工沈阳变压器集团有限公司诉宁夏嘉祺隆冶金化工集团有限公司工程总承包合同纠纷案	特变电工沈阳变压器集团有限公司起诉嘉祺隆冶金化工集团有限公司支付欠款 14,807.88 万元，支出违约金 1,031.75 万元，并承担本案诉讼费、律师费、评估费、保全费等费用。	2016 年 9 月，宁夏高院下达了《宁夏回族自治区高级人民法院民事判决书》（（2015）宁民商初字第 24 号），支持沈变公司的部分诉讼请求。沈变公司已申请强制执行，2019 年收回款项 700.00 万元。	计提坏帐准备 5730.37 万元
天津市津疆国际物流有限公司（以下简称“津疆物流”）诉天津瑞林异型铜排电气有限公司等人买卖合同纠纷案	津疆物流诉天津瑞林异型铜排电气有限公司等被告方偿付原告货款 166,442,041.88 元，判令偿付逾期款利息 8,250,776 元，承担本案的诉讼费、保全费、保全担保费及其他相关费用等。	天津高院下达了（2015）津高民二初字第 0071 号《天津市高级人民法院民事判决书》，判令被告天津瑞林异型铜排电气有限公司于判决生效之日起十日内给付原告津疆物流货款 166,442,041.88 元，逾期付款利息 8,250,776 元，按年息 10%计算的自 2015 年 5 月 13 日起至判决确定给付之日止的利息，被告未提起上诉。判决生效后被	计提坏账准备 9,612.16 万元

		告未按判决履行相关偿付义务，津疆物流已于 2016 年 2 月 24 日向天津高院申请强制执行。2017 年，津疆物流公司收到执行清偿款 253.61 万元。2018 年度津疆物流收到执行清偿款 365.92 万元，截至 2019 年底累计收到清偿款 619.53 万元	

资料来源：公司提供

2020 年 5 月 21 日，公司控股公司特变电工新疆新能源股份有限公司（以下简称“新能源公司”）收到北京市第二中级人民法院送达的关于华夏金融租赁有限公司起诉新能源公司及其他被告融资租赁合同纠纷的民事起诉状，涉案金额为 6.00 亿元及租赁物建造款利息和本案诉讼费用、保全费用。此案件已被北京二中院受理，目前尚未正式开庭审理。

截至 2020 年 3 月底，公司已经取得的银行授信总额为 1,169.31 亿元，其中未用授信额度 662.86 亿元，间接融资渠道畅通；公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91650000299201121Q），截至 2020 年 5 月 13 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类记录，已结清信贷信息中存在 1 笔关注类票据贴现，系银行系统操作失误所致，公司过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务概况

截至 2019 年末，公司母公司资产规模有所增长，资产结构较均衡；负债规模有所增长，仍以流动负债为主，负债水平不高，所有者权益结构稳定性尚可。2019 年，公司本部收入规模尚可，盈利能力较强，经营活动现金流保持净流入状态。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 422.82 亿元，较年初增长 9.92%。其中，流动资产为 213.05 亿元（占 50.39%），非流动资产为 209.76 亿元（占 49.61%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 56.28%）、交易性金融资产（占 6.71%）、应收账款（占 15.86%）和其他应收款（占 10.12%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 76.29%）和固定资产（占 14.70%）构成。

截至 2019 年末，母公司负债总额为 161.01 亿元，较年初增长 19.57%。其中，流动负债为 96.07 亿元（占 59.67%），非流动负债为 64.94 亿元（占 40.33%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 20.84%）、应付票据（占 10.94%）、应付账款（占 22.69%）、预收款项（占 19.62%）和其他应付款（占 15.31%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 88.79%）和应付债券（占 7.70%）构成。母公司 2019 年末资产负债率为 38.08%，较年初变化不大。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 261.80 亿元，较年初增长 4.72%。其中，实收资本为 37.14 亿元（占 14.19%）、其他权益工具为 45.00 亿元（占 17.19%）、资本公积为 104.28 亿元（占 39.83%）、盈余公积金为 13.55 亿元（占 5.18%）、未分配利润为 59.84 亿元（占 22.85%），所有者权益稳定性尚可。

2019 年，母公司营业收入为 76.59 亿元，净利润为 12.28 亿元。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 42.29 亿元；投资活动现金流量净额为-31.71 亿元；筹资活动现金流量净额为 18.00 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为 238.76 亿元，为“19 特电 01”待偿本金（5 亿元）的 47.75 倍，公司现金类资产对债券待偿

本金的覆盖程度高；净资产为 444.77 亿元，约为“19 特电 01”待偿本金（5 亿元）的 88.95 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“19 特电 01”的偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 59.68 亿元，约为“19 特电 01”待偿本金（5 亿元）的 11.94 倍，公司 EBITDA 对“19 特电 01”待偿本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入 451.07 亿元，约为“19 特电 01”待偿本金（5 亿元）的 90.21 倍，公司经营活动现金流入量对“19 特电 01”待偿本金覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为变压器生产龙头企业和光伏行业知名企业，经营规模逐年扩大、盈利水平保持稳定、货币资金规模较大，公司对“19 特电 01”的偿还能力极强。

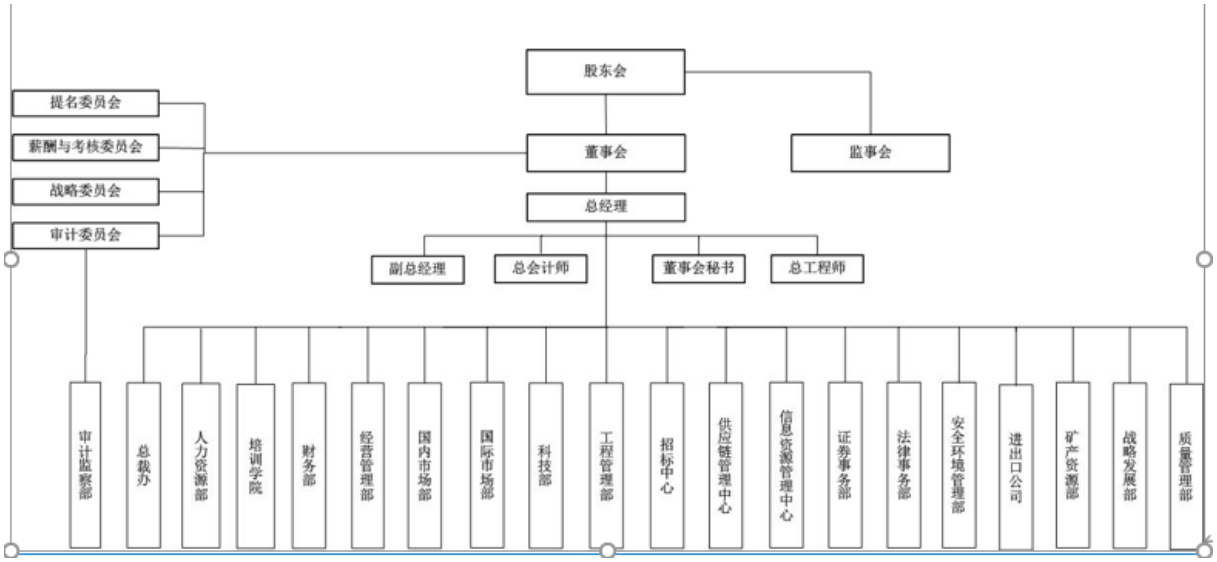
八、综合评价

跟踪期内，公司作为变压器生产龙头企业和光伏行业知名企业，在行业地位、品牌优势、技术水平、资产规模、业务布局等方面继续保持很强的综合优势。2019 年，受市场竞争加剧、多晶硅价格下降等因素，公司新能源产业及配套工程业务收入规模有所下降。但公司其他业务整体经营情况稳定，输变电设备板块和新能源板块保持着良好的产销情况，传统能源业务收入增长较快，经营性现金流保持净流入状态。同时，联合评级也关注到输变电设备制造行业竞争加剧，光伏行业受产业政策波动影响大、电价下调以及平价上网进度加快、市场竞争加剧、盈利水平下降，公司海外市场风险较大，在建项目资金支出压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工，公司市场占有率有望保持稳定、技术水平有望继续领先。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“19 特电 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　截至 2020 年 3 月末特变电工股份有限公司组织结构图



附件 2　特变电工股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	835.98	925.95	1,022.25	1,064.97
所有者权益（亿元）	340.20	389.83	430.28	444.77
短期债务（亿元）	187.52	209.50	164.16	192.02
长期债务（亿元）	123.61	146.11	226.81	213.64
全部债务（亿元）	311.13	355.62	390.98	405.66
营业收入（亿元）	382.81	396.56	369.80	78.79
净利润（亿元）	26.42	25.34	23.90	5.17
EBITDA（亿元）	51.65	56.55	59.68	--
经营性净现金流（亿元）	17.88	25.81	40.41	-4.81
应收账款周转次数（次）	3.64	3.26	2.95	--
存货周转次数（次）	2.66	2.96	2.90	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.45	0.38	0.08
现金收入比率（%）	113.05	112.80	115.10	103.55
总资本收益率（%）	5.34	5.05	4.42	--
总资产报酬率（%）	4.67	4.29	3.99	--
净资产收益率（%）	8.60	6.94	5.83	1.18
营业利润率（%）	20.37	18.46	19.19	20.92
费用收入比（%）	12.65	11.70	13.82	13.77
资产负债率（%）	59.31	57.90	57.91	58.24
全部债务资本化比率（%）	47.77	47.71	47.61	47.17
长期债务资本化比率（%）	26.65	27.26	34.52	32.08
EBITDA 利息倍数（倍）	6.20	4.17	3.87	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.16	0.15	--
流动比率（倍）	1.32	1.33	1.48	1.41
速动比率（倍）	1.01	1.05	1.20	1.19
现金短期债务比（倍）	1.10	1.13	1.41	1.24
经营现金流动负债比率（%）	4.99	6.86	11.59	-1.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	10.33	11.31	11.94	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据及指标计算均为合并口径；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 长期债务中已含长期应付款中的计息部分；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/所跟踪债项合计待偿本金

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	
年均复合增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出)/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。