信用评级公告

联合〔2022〕4839 号

联合资信评估股份有限公司通过对新疆特变电工集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新疆特变电工集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“19 特电 Y1”“20 特变（疫情防控债）MTN001”和“20 特变 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

新疆特变电工集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新疆特变电工集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
19 特变电 Y1	AA+	稳定	AA+	稳定
20 特变（疫情防控债）MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
20 特变 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*19 特电 Y1	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/12/26
20 特变（疫情防控债）MTN001	5.00 亿元	0.60 亿元	2023/03/04
*20 特变 MTN002	4.50 亿元	4.50 亿元	2023/08/31

注：债券名称中带*标记的债券为可续期债券，到期兑付日为首次赎回权行权日；上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，新疆特变电工集团有限公司（以下简称“公司”或“特变集团”）作为变压器生产核心企业和新能源行业知名企业，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。2021 年，受益于输变电业务、新能源产业及工程业务和煤炭产品收入增长等因素影响，公司收入规模和利润水平均实现大幅增长，经营活动现金净流入规模扩大，公司整体经营情况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用；在建项目资金需求大，公司面临较大的资金支出压力以及少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着多晶硅项目、新能源电站项目建设的陆续完工，公司多晶硅产能、自持光伏及风机电站装机规模及发电量有望进一步提升，公司整体竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA+，维持“19 特电 Y1”“20 特变（疫情防控债）MTN001”和“20 特变 MTN002”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **行业地位优势明显。**跟踪期内，公司作为变压器生产核心企业之一，继续保持在输变电领域的优势地位，公司行业地位突出，竞争力很强。

2. **自持新能源电站装机规模持续提升，对公司利润形成较好补充。**截至 2021 年末，公司自持光伏装机容量 530MW，风力发电站装机容量 1725MW，新能源电站项目持续投入运营，逐步成为公司重要的收入与利润增长点。

3. **多晶硅产品产能竞争优势明显。**2021 年，公司多晶硅产销量同比均有所增长，并同步实施多条高纯多晶硅产业建设项目，随着多晶硅建设项目的陆续完工，多晶硅产品竞争优势将进一步提升。

4. **公司经营情况良好，经营活动现金净流入规模扩大。**2021 年，公司整体经营情况良好，营业总收入和利润总额同比均大幅增长；经营活动现金流净额为 122.68 亿元，同比增长 114.35%。

分析师：刘 哲 高佳悦
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **原材料价格波动加大了公司成本管控难度。**公司原材料成本约占输变电产品生产成本的 90%左右；2021 年以来，钢材、铜、铝等原材料价格波动剧烈，加大了公司成本管控难度。

2. **应收账款及存货对营运资金形成一定占用。**截至 2021 年末，应收账款和存货（含合同资产）合计为 293.94 亿元，占流动资产比例为 42.51%，对营运资金形成占用。

3. **新能源产业建设资金需求大，公司面临较大的资金支出压力。**公司重大在建工程多为新能源相关产业项目，合计预算投资总额 306.00 亿元，未来尚需资金 251.10 亿元，项目资金需求大，公司面临较大的资金支出压力。

4. **公司少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱。**截至 2021 年末，公司对重要子公司特变电工股份有限公司的持股比例为 11.80%（无质押），持股比例低，导致所有者权益中少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱。

5. “19 特电 Y1”和“20 特变 MTN002”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	248.73	262.48	269.12	292.72
资产总额(亿元)	1121.97	1201.98	1395.26	1474.94
所有者权益(亿元)	442.90	478.95	588.54	636.58
短期债务(亿元)	185.76	223.31	219.28	212.02
长期债务(亿元)	260.94	252.59	281.89	298.63
全部债务(亿元)	446.70	475.91	501.17	510.65
营业总收入(亿元)	409.82	489.31	674.70	189.18
利润总额(亿元)	29.47	38.84	119.70	50.27
EBITDA(亿元)	64.99	81.24	168.65	--
经营性净现金流(亿元)	42.98	57.23	122.68	20.61
营业利润率(%)	19.07	18.95	27.50	34.64
净资产收益率(%)	5.53	6.96	17.30	--
资产负债率(%)	60.53	60.15	57.82	56.84
全部债务资本化比率(%)	50.21	49.84	45.99	44.51
流动比率(%)	148.58	129.45	137.40	144.05
经营现金流动负债比（%）	10.89	12.62	24.38	--
现金短期债务比(倍)	1.34	1.18	1.23	1.38
EBITDA 利息倍数(倍)	3.97	4.64	10.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.87	5.86	2.97	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	74.88	71.64	84.56	88.05

所有者权益(亿元)	25.73	25.87	33.92	38.35
全部债务(亿元)	45.73	43.04	46.38	43.17
营业总收入(亿元)	6.70	7.29	8.17	2.33
利润总额(亿元)	2.27	1.35	5.33	1.45
资产负债率(%)	65.64	63.89	59.89	56.45
全部债务资本化比率(%)	63.99	62.46	57.76	52.96
流动比率(%)	154.87	117.05	118.83	87.56
经营现金流动负债比(%)	-18.30	13.45	4.36	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数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；3. 所有者权益中包含多期永续债券；4. 合并口径其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

资料来源：公司提供，联合资信整理

评级历史：*（按评级日期降序排列）*

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 特电 Y1 20 特变（疫情防控债）MTN001 20 特变 MTN002	AA+	AA+	稳定	2021/06/21	刘哲、罗峤	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读原文
20 特变 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/08/13	黄露、戴彤羽	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 特变（疫情防控债）MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/02/19	黄露、戴彤羽	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 特电 Y1	AA+	AA+	稳定	2019/11/07	叶维武、罗峤	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受新疆特变电工集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

新疆特变电工集团有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于新疆特变电工集团有限公司（以下简称“公司”或“特变集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为新疆天山投资有限公司。2003 年 1 月，公司由原昌吉市特种变压器厂整体改制成立，初始注册资本为 8888.80 万元。2009 年 3 月，公司回购部分股东股权，注册资本减少至 7500.00 万元。2010 年 10 月，公司变更为现名。截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 7500.00 万元，公司控股股东及实际控制人为自然人张新先生，直接持有公司 40.08%股权（无质押）。

2021 年，公司经营范围较上年未发生重大变化。

截至 2021 年末，公司内设经营管理中心、财务管理中心、工程管理中心、投资管理中心等多个职能部门（详见附件 1-2）。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的共 25 家子公司，拥有两家上市子公司，分别为特变电工股份有限公司（以下简称“特变电工”，股票代码：600089.SH）和新特能源股份有限公司（以下简称“新特能源”，股票代码：1799.HK），公司未将所持有的上市公司股份进行质押。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 1395.26 亿元，所有者权益 588.54 亿元（含少数股东权益 471.77 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 674.70 亿元，利润总额 119.70 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 1474.94 亿元，所有者权益 636.58 亿元（含少数股东权益 511.78 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 189.18 亿元，利润总额 50.27 亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐高新技术产业开发区（新市区）高新街 230 号；法定代表人：胡述军。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2022 年 5 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
*19 特电 Y1	5.00	5.00	2019/12/26	3+N 年
20 特变（疫情防控债）MTN001	5.00	0.60	2020/03/04	2+1 年
*20 特变 MTN002	4.50	4.50	2020/08/31	3+N 年

注：存续期债券中标注为*的债券为可续期债券
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）

[1] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般

公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 电力设备制造业

为推进电网的转型升级及新能源为主体的新型电力系统的构建，“十四五”期间全国电网总投资预计约 3 万亿元人民币，将有效带动电网建设、元器件及设备制造、运营运维等相关产业，对电力设备制造企业经营形成较强支撑。2020 年以来，上游原材料价格探底后大幅上涨，一定程度上加大了电力设备制造企业的成本控制难度。

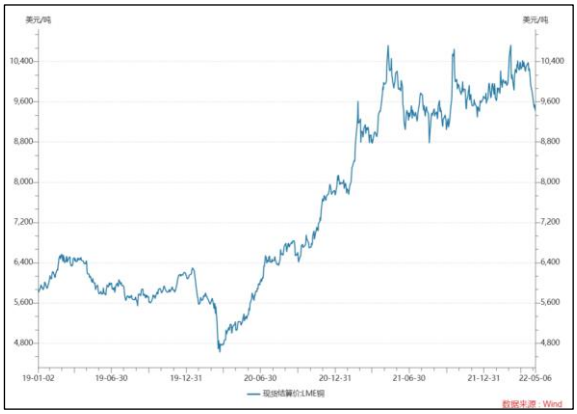
电力设备制造行业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2021－2022 年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力消费需求来看，2021 年，全国全社会用电量 8.31 万亿千瓦时，同比增长 10.3%，用电量快速增长主要受国内经济持续恢复发展、上年同期低基数、外贸出口快速增长等因素拉动。其中，第一产业用电量 1023 亿千瓦时，同比增长 16.4%；第二产业用电量 5.61 万亿千瓦时，同比增长 9.1%；第三产业用电量 1.42 万亿千瓦时，同比增长 17.8%。电力供应方面，截至 2021 年末，全国全口径发电装机容量 23.8 亿千瓦，同比增长 7.9%，其中全口径非化石能源发电装机容量达到 11.2 亿千瓦，首次超过煤电装机规模。截至 2021 年末，全国全口径火电装机容量 13.0 亿千瓦，同比增长 4.1%，其中煤电 11.1 亿千瓦，同比增长 2.8%，占总发电装机容量的比重为 46.7%，同比降低 2.3 个百分点。2021 年，全国发电设备利用小时

3817 小时，同比提高 60 小时。2021 年，重点调查企业电力完成投资 10481 亿元，同比增长 2.9%。其中，电网完成投资 4951 亿元，同比增长 1.1%。电源完成投资 5530 亿元，同比增长 4.5%，其中非化石能源发电投资占电源投资比重达到 88.6%。整体看，2021 年全社会用电量保持平稳增长，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较大，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 1　2019 年以来 LME 铜现货结算价格

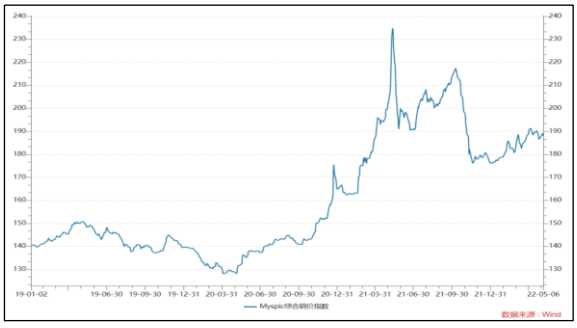
（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

铜期货价格在2019年初小幅上升后逐步回落，至 2020 年 3 月下跌至 4617 美元/吨左右后开始震荡上行，并于 2021 年 5 月 10 日上涨至 10724 美元/吨后维持高位震荡态势；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，于 2021 年 10 月上涨至 24695 元/吨后维持在 19000 元/吨~24000 元/吨区间震荡。

图 2　2019 年以来 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind

钢材方面，Myspic 钢材价格指数震荡下探至 2020 年 4 月底 128 附近企稳后，开始一路攀升至 2021 年 5 月份的 234 高位，随后逐步震荡回落至 2022 年 1 月初 176 后小幅反弹。

从下游需求来看，为推进电网的转型升级及新能源为主体的新型电力系统的构建，国家电网和南方电网的十四五电网规划投资额预计分别约 3500 亿美元和 6700 亿元人民币，外加部分地区电网公司，“十四五”期间全国电网总投资预计约 3 万亿元人民币，显著高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元和“十二五”期间的全国电网总投资 2 万亿元。此外，作为新基建的重点领域，新能源汽车充电桩投资力度会持续加大，将有效带动电网建设、元器件及设备制造、运营运维等相关产业，对电力设备制造企业经营形成较强支撑。

2．光伏行业

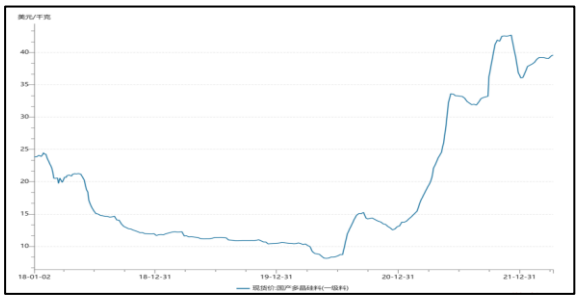
我国光伏产业已形成国际竞争优势，光伏产品制造和光伏发电规模位居全球首位。2021 年，受下游新增产能大规模投产影响，多晶硅料供应偏紧导致硅料价格攀升，未来随着新增产能的陆续投产，硅料价格有望回落。在“碳达峰”“碳中和”目标下，光伏行业发展空间广阔；但随着光伏制造产业各环节主要生产企业积极扩产能，同时行业新进入者增加，未来市场竞争加剧。

太阳能光伏产业属于战略性新兴产业，易受国家产业政策、补贴政策、宏观经济状况、产业链各环节发展均衡程度等因素综合影响，具有一定的周期性特征。光伏产业链较长，其中制造端环节主要包括多晶硅、硅片、电池片、组件的制造，应用端环节主要为光伏发电。

经过十几年的发展，我国光伏产业已形成国际竞争优势，在制造业规模、产业化技术水平、应用市场拓展、产业体系建设等方面均位居全球前列。2021 年，我国光伏组件产量连续 15 年位居全球首位；多晶硅产量连续 11 年位居全球首位；光伏新增装机量连续 9 年位居全球首位，累计装机容量连续 7 年位居全球首位。

太阳能光伏产业链的最上游为太阳能级多晶硅原料。2021 年，我国多晶硅产量为 50.5 万吨，同比增长 27.5%。尽管多晶硅产量实现较快增长，但由于多晶硅料扩产周期相较于光伏产业链下游扩产周期长，叠加下半年能耗管控造成部分地区多晶硅料减产 20%以上，在下游保持较大的新增投产规模情况下，多晶硅料市场供应缺口较大导致市场价格大幅攀升，由 2020 年 12 月 28 日的 13.06 美元/千克升至 2021 年 12 月 6 日的 42.70 美元/千克。2022 年以来，伴随多晶硅料新增产能的投产，多晶硅料市场价格有所回落，2022 年 4 月 11 日为 39.59 美元/千克。未来随着新增产能的陆续投产，多晶硅料价格有望进一步下降。

图 3　2018 年以来光伏级多晶硅现货价



资料来源：Wind

太阳能光伏产业链下游主要用于生产硅片及电池片、光伏组件等。光伏组件是光伏电站的核心构成部分。2021 年，我国光伏组件产量为 182GW，同比增长 46.1%，增速较上年提高 19.7 个百分点。其中，排名前五企业产量占国内组件总产量的 63.4%，行业集中度进一步上升（2020 年 CR5 为 55.1%）。近年来，国内主要生产企业积极扩张产能，2021 年光伏组件产能约 350GW/年，同比增长 59.09%，增速较上年提高 29.68 个百分点。在“碳达峰”“碳中和”目标下，光伏行业发展空间广阔，光伏制造产业各环节主要生产企业积极扩产能，同时行业新进入者增加，未来市场竞争加剧。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月末，公司实收资本为7500.00万元，公司控股股东及实际控制人为自然人张新先生，直接持有公司40.08%股权（无质押）。

2. 企业规模及竞争力

公司变压器产品涵盖中低压至特高压全部领域，在特高压领域竞争优势突出；电线电缆产品丰富，多晶硅生产规模大、成本低，输变电工程建设项目分布广、新能源工程成果丰富。

公司是国家级高新技术企业集团和中国大型能源装备制造企业集团，已发展成为我国输变电行业核心企业之一，多晶硅新材料研制及大型铝电子出口基地，大型太阳能光伏、风电系统集成商。

（1）完整的业务体系优势

公司输变电业务具有较强的研发、设计能力，形成了较为完整的输变电设备生产、研发、销售体系，为公司进一步发展国际成套系统集成业务，实现从产品提供到系统集成解决方案服务的升级转型。国际成套系统集成业务的发展带动了公司输变电产品的出口，二者形成了较为良好的协同效应。

公司新能源产业与能源产业形成了“煤电硅”循环经济绿色环保产业链，通过推进硅产业链延伸，持续推动有机硅、锆基材料等项目。在新能源系统集成业务领域，已打造成为集风电、光伏项目设计、采购、施工、调试、运行和维护为一体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，为公司带来了长期稳定的收益。

（2）自主创新优势

公司拥有国家级企业技术中心、工程实验室、博士后科研工作站，建立了产、学、研、用相结合的自主创新平台，承担了多项国家科技支撑计划及研究课题，积极参与国家、行业标准的制定。公司主导承担了我国多项重大技术装备攻关课题及国家重大装备制造业振兴国产首台（套）产品的研制任务，公司自主研制的±1100kV 特高压换流变压器、特高压桥臂电抗器、±800kV 特高压直流换流变压器被列入能源领

域首台（套）重大技术装备项目清单。公司研制的特高压柔性直流换流阀解决了现有新能源电力无法远距离、大规模外送，仅能依靠与火电打捆外送或就地近距离消纳的瓶颈问题，首次将柔性直流技术从±350kV 提升到±800kV。

公司初步建立了具有自主知识产权的特高压直流换流变压器研发及产业化平台，先后完成了±1100kV 和±800kV 换流变压器出线装置样机的研发，成功研制±800kV 干式直流套管并在青海-河南特高压直流工程挂网运行，打破了特高压直流换流变压器套管、出线装置等核心组部件依赖进口的局面，并在特高压直流装备研发和产业化方面积累了丰富经验。

（3）装备优势

公司已建成特高压产品、关键组部件的变压器研制基地及出口基地；建成了集超高压电缆、特种电缆和电缆附件研发于一体的电线电缆高科技研制及出口基地。

公司正在建设的年产 10 万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济项目，采用高效、节能、环保的冷氢化、精馏、还原及尾气回收技术，打造产品质量更优、生产成本更低、综合效益更高的数字化、智能化多晶硅生产线；新疆多晶硅生产线扩产及技术改造项目，通过对技术创新和工艺优化，进一步发挥规模优势、资源优势，降低成本。

（4）能源优势

公司实施了南露天煤矿及将军戈壁二号露天煤矿扩产升级改造工程项目，进行矿山安全、环保、数字化、智能化及铁路专用线改造及生活基地的建设，进一步提高煤矿的生产能力，提升铁路专用线运力，截至 2021 年末，南露天煤矿产能达到 3000 万吨/年、将二矿产能达到 2000 万吨/年。公司露天煤矿煤炭储量大，综合剥采比低，同时具有输煤廊道、铁路专用线、装车站台等配套优势，具有较强的市场竞争力。

公司昌吉 2×350MW 热电联产项目、疆电外送电源项目准东五彩湾北一电厂 2×660MW 坑口电站项目，发电机组均为 35 万千瓦以上机组，具有容量大、效率高的特点，全部发电机组的氮氧化物、二氧化硫、烟尘等排放量均达到超低排放标准，实现了清洁绿色发电，节能减排优势明显。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91650100229212335 7），截至2022年6月7日，公司本部无未结清不良及关注类信贷信息；已结清信贷记录中，有一笔关注类短期借款，公司已于2006年7月24日正常还款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在股权结构、主要管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

子公司光伏发电项目因施工违法违规被调查

2022 年 5 月 23 日，子公司特变电工对外发布《关于四级子公司相关事项的说明公告》。该公告表示：四级子公司行唐县行特新能源有限公司（以下简称“行唐公司”）200MW 光伏发电项目推进过程中存在群众工作不到位、合同签订程序不规范、监管工作缺失缺位、施工违法违规等问题，目前项目已停止施工。相关部门对行唐公司施工过程中存在的涉嫌破坏生产经营罪立案调查，对项目负责人依法采取刑事拘留强制措施，相关调查尚未完成。

截至目前，行唐公司 200MW 光伏发电项目尚处于项目建设前期阶段，资金投入较少，该事件对公司经营情况影响较小，但该事件在社会上造成了一定负面影响。联合资信将持续与公司保持沟通，对该事件后续进展保持密切关

注，及时评估其对公司主体及存续债券信用水平可能带来的影响。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司主营业务收入同比大幅增长，输变电业务、新能源产业及工程等主业发展良好，主营业务毛利率显著上升。

2021年，公司实现主营业务收入663.31亿元，同比大幅增长，输变电业务、新能源产业及工程业务和煤炭产品收入增长所致；实现利润总额119.70亿元，同比大幅增长。

从收入构成看，2021年，变压器产品收入波动增长，2021年收入同比变化不大；电线电缆产品收入持续增长，2021年收入同比增长13.67%，主要系加大市场开拓力度所致；输变电成套工程收入波动下降，2021年收入同比增长45.31%，主要系国际项目工程建设进度加快所致；新能源产业及配套工程收入持续增长，2021年收入同比增长66.25%，主要多晶硅价格上涨及销量增加所致；煤炭业务收入持续增长，2021年收入同比增长73.38%，主要系煤炭产品价格上涨及销量增加所致；发电业务收入持续增长，2021年收入同比增长28.77%，主要系新能源BOO电站规模增加相应的发电量增加及火电发电量增加所致；物流贸易收入波动增长，2021年收入同比增长135.29%，主要系公司持续围绕主业做精做优贸易物流业务所致；其他收入规模小。

毛利率方面，2021年，公司变压器产品收入同比保持稳定；电线电缆产品收入同比有所增长，主要系加大市场开拓力度所致；输变电成套工程收入有所增长，主要系国际项目工程建设进度加快所致；新能源产业及工程收入同比大幅增长，主要多晶硅价格上涨及销量增加所致；煤炭业务收入同比大幅增长，主要系煤炭产品价格上涨及销量增加所致；发电业务收入同比有所增长，主要系新能源BOO电站规模增加相应的发电量增加及火电发电量增加所致。

2022年1－3月，公司实现营业总收入189.18亿元，同比增长69.33%，主要系加强市场开拓，各产业均实现较好发展，多晶硅价格上涨及销量增加、新能源自营电站装机规模及发电量增加、煤炭价格上涨及销量增加所致；同期，公司综合毛利率为36.34%，较上年同期增加14.86个百分点。

表3　2019－2021年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
变压器产品	96.87	24.16	16.62	115.14	23.93	18.63	113.26	17.07	20.23
电线电缆产品	67.33	16.80	11.32	78.74	16.37	11.54	89.50	13.49	8.49
输变电成套工程	40.71	10.15	35.10	23.66	4.92	25.61	34.38	5.18	17.27
新能源产业及配套工程	75.84	18.92	17.15	121.85	25.33	15.55	202.57	30.54	39.75
发电业务	20.03	5.00	48.73	30.93	6.43	44.78	39.83	6.01	56.98
煤炭业务	43.75	10.92	25.69	54.28	11.28	34.69	94.11	14.19	43.02
房屋销售	12.61	3.15	26.25	17.77	3.69	21.57	15.25	2.30	16.49
黄金	--	--	--	--	--	--	3.71	0.56	67.40
物流贸易	27.51	6.86	3.56	26.47	5.50	3.16	62.28	9.39	5.19
其他	16.26	4.05	20.89	12.22	2.54	33.74	8.43	1.27	31.21
合计	**400.89**	**100.00**	**19.88**	**481.06**	**100.00**	**20.17**	**663.31**	**100.00**	**28.80**

资料来源：公司提供

2. 输变电设备业务

2021年，输变电产品原材料价格波动剧烈，加大了公司成本管控难度。公司输变电产品产能有所增长，产能利用率有所降低。公司输变电产品销售情况良好，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。

公司输变电产品的主要原材料包括取向硅钢片、铜、铝、钢材、变压器油等，原材料成本占产品生产成本的比重约 90%；新建及技改项目、输变电成套工程项目所需大宗原材料为钢材、铝材等。大宗原材料等设备价格上涨，直接影响公司的生产成本，进而影响公司的盈利水平。2021 年，受严峻复杂的外部形势等多方面因素影响，原材料价格波动剧烈，公司加强大宗价格趋势研究、强化与原材料及设备供应商的战略合作关系，通过加大储备、集团科学采购、套期保值等多种方式有效降低原材料价格上涨影响。当价格呈现下降趋势时候，通过即买即用方式采购，当价格波动加剧，呈现上涨趋势时候，通过先货后单方式进行原材料采购，采购政策、模式根据市场行情灵活调整、积极应对市场变化，防范价格波动风险。

变压器产品生产方面，截至 2021 年末，公司仍拥有 4 家变压器分子公司，合计变压器产能有所提升，主要系新基地建成投产所致；产量有所下降，主要系特高压项目需求下降所致；变压器产能利用率有所下降。

表 4　2019－2021 年公司变压器、电线电缆生产情况

产品类别	2019 年			2020 年			2021 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
变压器产品									
变压器（亿 kVA）	2.20	2.54	2.32	2.20	2.60	2.20	2.50	2.30	2.20
电线电缆产品									
裸线类产品（万吨）	10.30	10.62	11.86	11.21	8.40	8.40	11.21	4.63	4.98
电缆类产品（万 km）	40.00	54.75	55.82	50.00	54.21	54.91	64.91	52.93	56.01

资料来源：公司提供

电线电缆产品生产方面，截至 2021 年末，公司仍拥有 3 家电缆分子公司。公司电线电缆类产品包括裸线类产品和电缆类产品。2021 年，公司电缆类产品产能有所提升，主要系新技改填平补齐所致；裸线类产品产量有所下降，主要系特高压导线项目线缆需求减少所致；电缆类产品产量有所下降，主要系细分产品规格多样，小截面线缆产量减少所致。

2021 年，公司输变电产品销售模式、结算方式等未发生重大变化。

从产销率来看，2021 年，变压器和电缆类产品综合产销率分别为 95.65%和 105.80%。

3. 输变电成套工程业务

2021 年，国际项目工程建设进度加快，输变电成套工程业务收入有所增长。

公司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。2021 年，输变电成套工程收入有所增长，主要系国际项目工程建设进度加快所致。

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。

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 和 PC 模式。

截至 2021 年末，公司在建期的重大建设承包项目等如下表所示：

表 5　截至 2021 年末主要在建海外项目情况（单位：亿美元）

签订时间	国家	项目主要内容	合同金额	完工时间
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 年

签订时间	国家	项目主要内容	合同金额	完工时间
2016	赞比亚	赞比亚 KASAM-NAKONDE 输变电项目	2.88	2025 年
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 年
2019	蒙古	蒙古国乔巴山燃煤热电厂 1*50MW 扩建工程项目	0.79	2022 年
2020	孟加拉	孟加拉 PGCB-230kV 线路项目	1.04	2023 年
合计			23.34	--

资料来源：公司提供

4. 新能源业务

2021 年，公司多晶硅产品价格及产销量均有所增长；公司自持电站装机容量较大，总发电量持续增长，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及下属企业负责经营。

2021 年，受供求关系影响，多晶硅市场销售均价较上年底增长 140.00%至 14.50 万元/吨。2021 年，新特能源多晶硅产能为 6.60 万吨/每年，产量达到 7.82 万吨，同比增长 20.31%，主要系公司对生产线实施技术改造、产能挖潜所致；产能利用率为 118.48%。

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。

2021 年，新特能源多晶硅销量为 7.58 万吨，产销率为 96.93%，仍保持很高水平。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。

2021 年，公司已完成并确认收入的光伏及风电项目装机约 2.30GW，已完工未转让及在建 BT 项目 593.09MW。截至 2021 年末，公司自持光伏装机容量 530MW（较上年底无变化），2021 年实现总发电量 83972.65 万千瓦时，同比增长 0.71%；公司自持风力发电站装机容量 1725MW，较上年底增加 1425MW，2021 年实现总发电量 315904.53 万千瓦时，同比增长 345.26%。

5. 房屋销售

2021年，公司房屋销售收入有所下降，但房屋销售收入规模较小，对公司整体收入影响较小。

公司房地产业务由子公司新疆特变电工康养置业有限公司负责经营，拥有房地产开发一级资质。公司房地产项目主要集中在昌吉、衡阳、武清等有制造业生产基地的地区。2019－2021年，公司房屋销售收入波动增长。

截至2022年3月末，公司房地产在建工程包含武清中央湖项目、昌吉世纪广场东苑等，合计建筑面积为90.57万平方米，计划投资51.03亿元，截至2022年3月末已完成投资25.85亿元，未来尚需投资25.18亿元。截至2022年3月末，公司土地储备1878.61亩，储备项目充足。

表11　截至2022年3月末公司房地产主要在建项目情况（单位：平方米、万元）

项目名称	地点	建筑面积	投资额	已投资额	开发进度	总货值
金域名门三期	奇台	55874.89	17752.00	13730.00	正在施工	20664.00
幸福雁城一期	衡南县	76032.00	28276.00	22262.00	正在施工	28839.00

幸福雁城二期	衡南县	72691.00	27375.00	6386.00	正在施工	28021.00
世纪广场六期	昌吉	58316.50	25906.03	9043.95	主体封顶	34068.75
幸福青山一期	包头土右旗	78592.42	29623.00	8550.00	正在施工	29855.00
武清中央湖项目	天津武清	187493.36	240823.38	116137.14	正在施工	266494.00
世纪广场东苑	昌吉	99338.12	52811.62	36378.00	主体封顶	60201.64
世纪广场南苑一期	昌吉	176441.00	40217.28	38824.45	正在施工	49439.13
山水云间一期	昌吉	100873.00	47513.52	7167.23	正在施工	54877.54
合计	--	**905652.29**	**510297.83**	**258478.77**	--	**572460.06**

资料来源：公司提供

6. 在建项目

考虑到公司未来仍面临较大规模的资本支出，公司存在一定对外融资需求。

截至 2022 年 3 月底，公司重大在建、拟建工程中包含内蒙古新特硅材料有限公司一期 10 万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济建设项目、2.4 万吨高纯多晶硅转型升级项目等项目，合计预算投资总额 306.00 亿元，项目资金需求大，未来尚需资金 251.10 亿元，公司面临较大的资金支出压力。

表 6 截至 2021 年末公司主要在建工程项目（单位：亿元）

项目名称	预算金额	工程进度	工程累计投入占预算比例	尚需资金
内蒙古新特硅材料有限公司一期 10 万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济建设项目	87.99	43.00%	37.48%	55.01
2.4 万吨高纯多晶硅转型升级项目	7.95	40.00%	55.95%	3.50
1 万吨高纯多晶硅绿色循环经济项目	4.70	62.00%	53.99%	2.16
杜尚别金矿项目	16.32	75.00%	57.87%	6.87
武清产业园项目	13.04	69.00%	42.01%	7.56
合计	**130.00**	--	--	**75.10**

资料来源：公司提供

表 7 截至 2022 年 3 月末公司主要拟建工程项目（单位：亿元）

项目名称	预算金额	工程进度	工程累计投入占预算比例	尚需资金
年产 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济项目	176.00	0.00%	0.00%	176.00
合计	**176.00**	--	--	**176.00**

资料来源：公司提供

7. 经营效率

公司作为电力设备供应商，产品的生产和销售周期相对较长，符合行业特征，公司经营效率尚可。

2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数以及总资产周转次数分别为3.51次、4.51次和 0.52 次。从同业对比看，公司经营效率处于行业中上游水平。

表 7 2021 年同行业公司经营效率情况对比

证券简称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
许继电气	3.66	1.71	0.70
平高电气	4.41	1.27	0.46
中国西电	2.48	1.83	0.38
公司	**4.51**	**5.01**	**0.52**

资料来源：Wind

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计

结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围内新增4家子公司、减少2家。公司主营业务未发生变化且新增子公司多为投资新设，整体财务数据可比性强。

截至2021年末，公司合并资产总额1395.26亿元，所有者权益588.54亿元（含少数股东权益471.77亿元）；2021年，公司实现营业总收入674.70亿元，利润总额119.70亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额1474.94亿元，所有者权益636.58亿元（含少数股东权益511.78亿元）；2022年1－3月，公司实现营业总收入189.18亿元，利润总额50.27亿元。

2. 资产质量

截至2021年末，公司资产规模有所增长，资产结构较为均衡；公司货币资金充足，但应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用；非流动资产中固定资产和在建工程占比较高，受限资产比例较低，整体资产质量较好。

截至2021年末，公司资产总额较上年底增长16.08%。其中，流动资产占49.56%，非流动资产占50.44%，公司资产结构相对均衡。

表8　2020－2021年末及2022年3月末公司资产主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年3月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**586.90**	**48.83**	**691.43**	**49.56**	**745.77**	**50.56**
货币资金	224.71	38.29	226.30	32.73	221.17	29.66
应收账款	131.91	22.48	136.88	19.80	146.95	19.70
存货	91.01	15.51	121.75	17.61	135.40	18.16
非流动资产	**615.08**	**51.17**	**703.83**	**50.44**	**729.17**	**49.44**
其他非流动金融资产	13.31	2.16	41.19	5.85	41.38	5.68
固定资产	351.05	57.07	434.47	61.73	434.50	59.59
在建工程	99.77	16.22	62.60	8.89	88.28	12.11
无形资产	61.44	9.99	62.47	8.88	60.00	8.23
资产总额	**1201.98**	**100.00**	**1395.26**	**100.00**	**1474.94**	**100.00**

注：占比=流动资产科目/流动资产，非流动资产科目/非流动资产
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年末，公司流动资产较上年底增长17.81%，主要系应收款项融资和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至2021年末，公司货币资金较上年底增长0.71%。货币资金中有39.89亿元受限资金，受限比例为17.63%，主要为银行承兑汇票保证金、大额存单和保函保证金等。

截至2021年末，公司应收账款账面价值较上年底增长3.77%。期末应收账款账龄以一年以内为主，占76.58%；累计计提坏账准备10.40亿元，计提比例为7.06%；期末应收账款前五大欠款方合计金额为27.36亿元，占比为18.59%，集中度较低。

截至2021年末，公司存货较上年底增长33.77%，主要系原材料及开发成本增长所致。存货主要由原材料（占19.27%）、库存商品（占14.95%）、在产品及自制半成品（占18.44%）、新能源电站（占14.55%）和开发成本（占21.38%）构成，累计计提跌价准备3.36亿元，计提比例为2.69%。

（2）非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产较上年底增长14.43%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

截至2021年末，公司其他非流动金融资产较上年底增长209.46%，主要系公司投资的南方电网综合能源股份有限公司（以下简称“南网能源”）股票上市，按报告期末南网能源股票收

盘价计算的公允价值增加及公司投资华电福新能源发展有限公司、中国华电集团资本控股有限公司所致。

截至 2021 年末，公司固定资产较上年底增长 23.76%，主要系在建工程转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占 35.69%）和机器设备（占 61.91%）构成，累计计提折旧 142.62 亿元；固定资产成新率 74.53%，成新率尚可。

截至 2021 年末，公司在建工程较上年底下降 37.25%，主要系新能源自营电站项目转固所致。

截至 2021 年末，公司无形资产较上年底增长 1.68%。公司无形资产主要由土地使用权（占 61.65%）和采矿权及探矿权（占 24.83%）构成，累计摊销 25.81 亿元，计提减值准备 0.12 亿元。

截至2021年末，公司受限资产243.45亿元，受限资产占总资产比重为17.45%，受限比例较低。

表 9　截至 2021 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	39.89	2.86	银行承兑汇票保证金/大额存单/保函保证金等
应收票据	12.02	0.86	用于票据池的质押票据
应收款项融资	7.37	0.53	用于票据池的质押票据
应收账款	31.83	2.28	银行借款质押/有追索权（回购型）保理借款
存货	9.25	0.66	银行借款抵押保证
固定资产	140.16	10.05	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
无形资产	2.93	0.21	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
合计	**243.45**	**17.45**	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月末，公司合并资产总额较2021年底增长5.71%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占50.56%，非流动资产占49.44%。公司资产结构相对均衡，资产结构较2021年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年末，公司所有者权益有所增长，未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

截至 2021 年末，公司所有者权益 588.54 亿元，较上年底增长 22.88%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 19.84%，少数股东权益占比为 80.16%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 0.64%、9.08%、46.41%和 43.62%，所有者权益结构稳定性弱。

截至2022年3月末，公司所有者权益636.58亿元，较2021年底增长8.16%，权益结构较2021年底变化不大。

（2）负债

截至 2021 年末，公司负债总额有所增长。债务期限结构较为均衡；相关债务指标有所下降。

截至2021年末，公司负债总额806.72亿元，较上年底增长11.57%，主要系应付款项和长期借款增长所致。其中，流动负债占62.38%，非流动负债占37.62%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 10　2020－2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**453.36**	**62.70**	**503.24**	**62.38**	**517.73**	**61.75**
短期借款	50.01	11.03	27.82	5.53	26.62	5.14
应付票据	115.94	25.57	141.90	28.20	139.11	26.87
应付账款	127.89	28.21	142.27	28.27	159.75	30.86
合同负债	38.02	8.39	64.69	12.86	75.01	14.49
一年内到期的非流动负债	57.11	12.60	44.54	8.85	41.28	7.97
非流动负债	**269.67**	**37.30**	**303.48**	**37.62**	**320.64**	**38.25**
长期借款	226.85	84.12	262.79	86.59	289.13	90.17

负债总额	**723.03**	**100.00**	**806.72**	**100.00**	**838.36**	**100.00**

注：占比=流动负债科目/流动负债，非流动负债科目/非流动负债
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2021 年末，公司流动负债较上年底增长 11.00%。公司流动负债主要由应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

截至 2021 年末，公司短期借款较上年底下降 44.38%，主要系部分借款到期偿还所致。公司短期借款主要由信用借款（占 75.31%）和担保借款（占 15.06%）构成。

截至 2021 年末，公司应付票据较上年底增长 22.39%，主要系收入规模增长票据结付使用量增加所致。

截至 2021 年末，公司应付账款较上年底增长 11.24%。从账龄来看，公司应付款项账龄一年以内的占 72.79%；一年以上的占 27.21%，主要为尚未结算的工程款、设备款和材料款。

截至 2021 年末，公司合同负债较上年底增长 70.15%，主要由预收工程款（占 13.91%）和预收销货款（占 79.72%）构成。

截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 22.00%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券减少所致。

截至 2021 年末，公司非流动负债较上年底增长 12.54%。公司非流动负债主要由长期借款构成。

截至 2021 年末，公司长期借款较上年底增长 15.84%。长期借款主要由信用借款（占 38.72%）、担保借款（占 9.29%）、抵押、质押及抵押加质押借款（占 51.99%）构成。

有息债务方面，截至 2021 年末，公司全部债务 501.17 亿元，较上年底增长 5.31%。债务结构方面，短期债务占 43.75%，长期债务占 56.25%，结构相对均衡，其中，短期债务 219.28 亿元，较上年底下降 1.81%；长期债务 281.89 亿元，较上年底增长 11.60%。从债务指标来看，截至 2021 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 57.82%、45.99%和 32.39%。如将永续债调入长期债务，截至 2021 年末，公司全部债务增至 555.37 亿元。债务结构方面，短期债务 219.28 亿元（占 39.48%），长期债务 336.09 亿元（占 60.52%）。从债务指标看，截至 2021 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 61.70%、50.97%和 38.61%，较调整前分别上升 3.88 个百分点、4.98 个百分点和 6.23 个百分点。

截至2022年3月末，公司负债总额较2021年底增长3.92%。其中，流动负债占61.75%，非流动负债占38.25%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。有息债务方面，截至2022年3月末，公司全部债务510.65亿元，较上年底增长1.89%。债务结构方面，短期债务占41.52%，长期债务占58.48%，结构相对均衡。其中，短期债务212.02亿元，较上年底下降3.31%；长期债务298.63亿元，较上年底增长5.94%。从债务指标来看，截至2022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56.84%、44.51%和31.93%。如将永续债调入长期债务，截至2022年3月末，公司全部债务增至567.85亿元。债务结构方面，短期债务212.02亿元（占37.34%）、长期债务355.83亿元（占62.66%）。从债务指标看，截至2022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60.72%、49.50%和38.05%，较调整前分别上升3.88个百分点、4.99个百分点和6.12个百分点。

表 11 截至 2022 年 3 月末公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年 4－12 月	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	78.76	82.15	96.63	169.56	**427.10**
占比（%）	18.44	19.23	22.62	39.70	**100.00**

注：所示数据包含永续债券，但未纳入应付票据
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021 年，公司收入及利润规模均实现大幅增长，费用控制能力较好，盈利能力明显增强。

2021 年，公司营业总收入同比大幅增长，主要系输变电业务、新能源产业及工程业务和煤炭产品收入增长所致；公司利润总额同比大幅增长，整体经营情况良好。

从期间费用看，2021 年，公司期间费用总额为 72.81 亿元，同比增长 8.22%，主要系管理费用和研发费用增长所致。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 29.93%、37.41%、15.80%和 16.87%。其中，销售费用为 21.79 亿元，同比下降 7.08%，主要系运输费调至成本端核算所致；管理费用为 27.24 亿元，同比增长 34.85%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为 11.50 亿元，同比增长 28.58%，主要系直接投入费用和折旧费用增加所致；财务费用为 12.28 亿元，同比下降 16.37%，主要系汇兑损失减少所致。2021 年，公司期间费用率为 10.79%，同比下降 2.96 个百分点，公司费用控制能力较好。

2021 年，公司实现投资收益 8.37 亿元，主要为持有及处置长期股权投资产生的收益；其他收益 3.26 亿元，主要为各项政府补助；公允价值变动收益为 11.22 亿元，主要系公司投资的南网能源股票上市，按报告期末南网能源股票收盘价计算的公允价值增加所致；资产减值损失 8.22 亿元，主要由固定资产减值损失和存货跌价损失构成；信用减值损失 7.81 亿元，主要由其他债权投资减值损失构成。

表 12　公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	489.31	674.70
利润总额（亿元）	38.84	119.70
营业利润率（%）	18.95	27.50
总资本收益率（%）	5.09	10.69
净资产收益率（%））	6.96	17.30

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比均有所增长。

与所选公司比较，公司销售毛利率、总资产报酬率和净资产收益率较高。从行业对比看，公司整体盈利能力处于行业上游。

表 13　2021 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
许继电气	20.58	5.62	8.44
平高电气	13.72	0.94	1.27
中国西电	21.70	1.86	2.71
公司	**28.75**	**9.63**	**17.30**

资料来源：Wind

2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 189.18 亿元，同比增长 69.33%；利润总额为 50.27 亿元，同比增长 80.59%，主要系公司各产业均实现较好发展，多晶硅价格上涨及销量增加、新能源自营电站发电量增加、煤炭价格上涨及销量增加所致。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流入及净流量同比均大幅增长，可满足公司当期对外投资需求。但考虑到公司未来仍面临较大规模的资本支出，公司存在一定对外融资需求。

表 14　公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	555.16	748.23	208.52
经营活动现金流出小计	497.93	625.55	187.91
经营现金流量净额	**57.23**	**122.68**	**20.61**
投资活动现金流入小计	114.31	52.53	8.63
投资活动现金流出小计	153.90	168.79	49.77
投资活动现金流量净额	**-39.59**	**-116.26**	**-41.15**
筹资活动前现金流量净额	**17.64**	**6.42**	**-20.54**
筹资活动现金流入小计	217.48	220.63	54.77
筹资活动现金流出小计	239.96	227.11	42.26
筹资活动现金流量净额	**-22.48**	**-6.48**	**12.51**
现金收入比（%）	108.01	104.99	101.99

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入同比大幅增长，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；经营活动现金流出同比有所增长，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2021 年，公司经营活动现金净流入同比大幅增长，现金收入比同比下降 3.02 个百分点，收入实现质量仍很高。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入同比大幅下降，主要系银行结构性存款到期较少及新能源电站转让减少所致；投资活动现金流出同比有所增长，主要系公司投资建设年产 10 万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济项目、多晶硅生产线技术改造项目、新能源电站项目等支付项目建设款项所致所致。2021 年，公司投资活动现金净流出规模扩大。公司筹资活动前现金流量净额为 6.42 亿元，当期经营性净现金流可满足公司当期对外投资需求。

从筹资活动看，2021 年，公司筹资活动现金流入和流出同比变动均不大，公司筹资活动现金净流出 6.48 亿元。

2022年1－3月，公司经营活动产生的现金流量净额为20.61亿元；投资活动产生的现金流量净额为-41.15亿元，筹资活动产生的现金流量净额为12.51亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现良好。考虑到公司行业地位突出、未使用银行授信余额充足等因素，公司整体偿债能力很强。

表 15　公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	129.45	137.40
	速动比率（%）	109.38	113.20
	经营现金/流动负债（%）	12.62	24.38
	经营现金/短期债务（倍）	0.26	0.56
	现金类资产/短期债务（倍）	1.18	1.23
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	81.24	168.65
	全部债务/EBITDA（倍）	5.86	2.97
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.24
	EBITDA/利息支出（倍）	4.64	10.50
	经营现金/利息支出（倍）	3.27	7.64

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年末，公司流动比率和速动比率较上年底均有所提高；现金短期债务比较上年底有所提高；经营现金流动负债比同比有所提高。整体看，公司短期偿债指标较强。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA利息倍数有所提高，全部债务/EBITDA有所下降。整体看，公司长期债务偿债指标很强。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司对外担保金额1.91亿元，被担保对象为安哥拉共和国财政部。

截至2022年3月末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年末，公司取得银行授信额度1606.43亿元，未使用额度为947.36亿元，公司间接融资渠道通畅。子公司特变电工、新特能源为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产总额有所增长，以非流动资产为主，其中长期股权投资占比高，资产质量较好；所有者权益稳定性弱，债务负担较重。公司本部是集团管理决策和投控平台，经营性收入规模很小。公司持有的特变电工11.80%股权未质押，流动性较好。

截至 2021 年末，母公司资产总额 84.56 亿元，较上年底增长 18.03%。其中，流动资产 25.33 亿元（占 29.95%），非流动资产 59.23 亿元（占 70.05%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 28.86%）、应收票据（占 12.86%）、其他应收款（合计）（占 34.18%）和存货（占 8.76%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 17.94%）和长期股权投资（占 74.75%）构成。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 33.92 亿元，较上年底增长 31.12%，主要系未分配利润增长以及发行永续债券所致。

截至 2021 年末，母公司负债总额 50.64 亿元，较上年底增长 10.64%。其中，流动负债 21.32 亿元（占 42.09%），非流动负债 29.33 亿元（占 57.91%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 15.21%）、应付票据（占 20.50%）、应付账款（占 8.08%）和一年内到期的非流动负债（占 44.32%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 65.87%）和应付债券（占 34.10%）构成。截至 2021 年末，公司本部资产负债率为 59.89%，较

上年末下降 4.00 个百分点。

截至 2021 年末，母公司全部债务 46.38 亿元，母公司全部债务资本化比率 57.76%，母公司债务负担较重。考虑到母公司持有的特变电工 11.80%股权未质押，可提供较好的流动性支持。

2021 年，母公司营业总收入为 8.17 亿元，利润总额为 5.33 亿元。同期，母公司投资收益为 2.90 亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为0.93亿元，投资活动现金流净额-1.29亿元，筹资活动现金流净额1.16亿元。

十一、债券偿还能力分析

公司经营活动净现金流和 EBITDA 对永续债券的保障程度很强。

截至 2022 年 5 月末，公司存续债券有 3 笔，分别为“19 特电 Y1”“20 特变（疫情防控债）MTN001”和“20 特变 MTN002”，合计金额 10.10 亿元。其中，“19 特电 Y1”和“20 特变 MTN002”2 笔债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述 2 笔债券在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

2021 年，公司 EBITDA 是存续债券待偿还本金的 16.70 倍，经营活动净现金流是存续债券待偿还本金的 12.15 倍，保障能力很强。

表 16　公司永续债券偿还能力指标

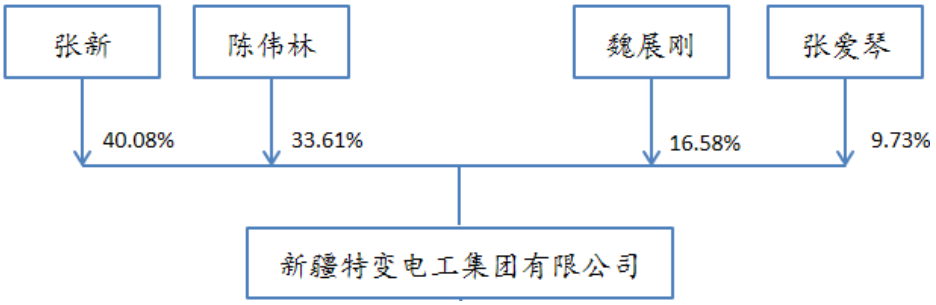
项目	2021 年
长期债务*（亿元）	336.09
经营现金流入/长期债务（倍）	2.23
经营现金/长期债务（倍）	0.37
长期债务/EBITDA（倍）	1.99

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

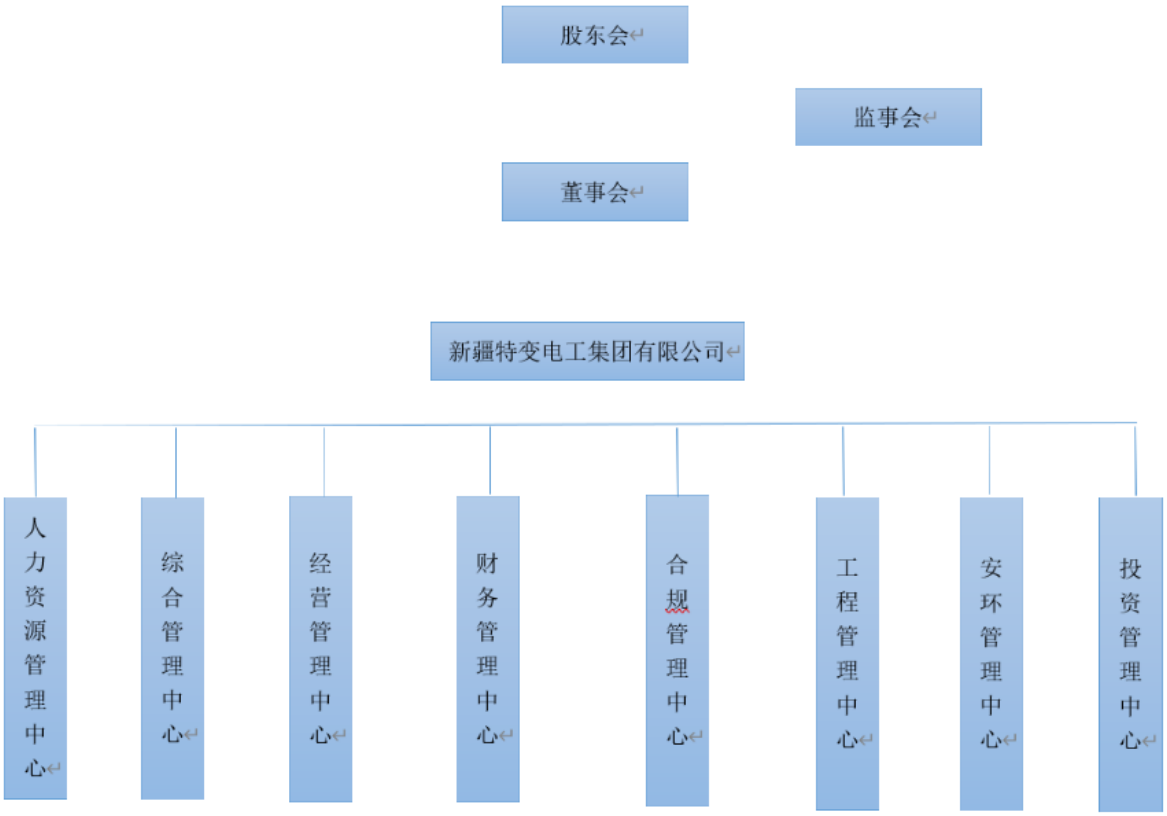
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA$^+$，维持“19特电Y1”“20特变（疫情防控债）MTN001”和“20特变MTN002”的信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年末公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	成立时间	持股比例（%）
1	特变电工股份有限公司	生产销售	378855.03	1993-02-26	11.80
2	新疆特变机电设备制造有限公司	生产销售	1200.00	1995-08-01	100.00
3	新疆昌特输变电配件有限公司	生产销售	1100.00	2004-01-20	100.00
4	新疆特变电工康养置业有限公司	房产开发销售	50000.00	1999-11-09	100.00
5	新疆特变电工自控设备有限公司	生产销售	35000.00	2005-03-04	100.00
6	中疆物流有限责任公司	贸易物流	37500.00	2011-05-04	40.00
7	新疆特变电工集团物流有限公司	贸易物流	13000.00	2011-01-30	100.00
8	新疆特变集团水电有限公司	资源开发	2000.00	2010-08-16	100.00
9	新疆特变集团矿业有限公司	资源开发	1000.00	2009-01-06	100.00
10	沈阳特变电工电气工程有限公司	生产销售	5000.00	2012-01-19	100.00
11	新疆远卓企业管理咨询有限公司	管理咨询	2222.22	2010-06-13	100.00
12	特变电工集团衡阳电气工程修试有限公司	生产销售	2700.00	2010-03-15	100.00
13	天津中疆供应链管理有限公司	物流仓储	6000.00	2015-10-24	100.00
14	中丝路建设投资集团有限公司	工程施工	30000.00	2000-02-15	100.00
15	昌吉市中屯工程管理服务有限公司	工程管理服务	4590.00	2018-12-20	65.00
16	中疆国际融资租赁有限公司	融资租赁服务	17000.00	2018-04-18	100.00
17	几内亚常青矿业科技有限公司	铝土矿开发	500万美元	2019-11-21	100.00
18	法塔拉矿业投资公司	铝土矿开发	100万美元	2017-10-15	100.00
19	特利梅雷铝矾土公司	铝土矿开发	100万美元	2017-10-15	100.00
20	特变电工（集团）香港有限公司	投融资、进出口业务	15000万港元	2017-12-14	100.00
21	特变电工集团（湖南）电气科技有限公司	生产销售	10000.00	2018-04-20	100.00
22	中丝路健康养老管理有限责任公司	服务	5000.00	2020-04-09	100.00
23	丝路矿业（天津）有限公司	生产销售	5000.00	2020-05-28	51.00
24	特变电工集团（天津）供应链有限公司	批发业	5000.00	2021-01-19	100.00
25	内蒙古特变电工能源装备有限公司	生产销售	8000.00	2021-02-28	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	248.73	262.48	269.12	292.72
资产总额（亿元）	1121.97	1201.98	1395.26	1474.94
所有者权益（亿元）	442.90	478.95	588.54	636.58
短期债务（亿元）	185.76	223.31	219.28	212.02
长期债务（亿元）	260.94	252.59	281.89	298.63
全部债务（亿元）	446.70	475.91	501.17	510.65
营业总收入（亿元）	409.82	489.31	674.70	189.18
利润总额（亿元）	29.47	38.84	119.70	50.27
EBITDA（亿元）	64.99	81.24	168.65	--
经营性净现金流（亿元）	42.98	57.23	122.68	20.61
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.81	3.01	3.51	--
存货周转次数（次）	2.55	3.57	4.51	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.42	0.52	--
现金收入比（%）	117.39	108.01	104.99	101.99
营业利润率（%）	19.07	18.95	27.50	34.64
总资本收益率（%）	4.27	5.09	10.69	--
净资产收益率（%）	5.53	6.96	17.30	--
长期债务资本化比率（%）	37.07	34.53	32.39	31.93
全部债务资本化比率（%）	50.21	49.84	45.99	44.51
资产负债率（%）	60.53	60.15	57.82	56.84
流动比率（%）	148.58	129.45	137.40	144.05
速动比率（%）	116.42	109.38	113.20	117.90
经营现金流动负债比（%）	10.89	12.62	24.38	--
现金短期债务比（倍）	1.34	1.18	1.23	1.38
EBITDA 利息倍数（倍）	3.97	4.64	10.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.87	5.86	2.97	--

注：1.公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2.所有者权益中包含多期永续债券；3. 其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，长期应付款中的有息债务调整至长期债务

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.18	9.24	11.91	6.33
资产总额（亿元）	74.88	71.64	84.56	88.05
所有者权益（亿元）	25.73	25.87	33.92	38.35
短期债务（亿元）	10.13	14.30	17.06	20.11
长期债务（亿元）	35.60	28.74	29.32	23.06
全部债务（亿元）	45.73	43.04	46.38	43.17
营业总收入（亿元）	6.70	7.29	8.17	2.33
利润总额（亿元）	2.27	1.35	5.33	1.45
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-2.48	2.29	0.93	1.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.90	1.89	1.86	--
存货周转次数（次）	4.34	4.80	3.78	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.10	0.10	--
现金收入比（%）	37.85	73.55	69.65	13.39
营业利润率（%）	14.76	14.97	20.65	12.71
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	8.78	5.23	15.73	--
长期债务资本化比率（%）	58.05	52.62	46.36	37.55
全部债务资本化比率（%）	63.99	62.46	57.76	52.96
资产负债率（%）	65.64	63.89	59.89	56.45
流动比率（%）	154.87	117.05	118.83	87.56
速动比率（%）	144.70	110.10	108.42	77.06
经营现金流动负债比（%）	-18.30	13.45	4.36	--
现金短期债务比（倍）	1.10	0.65	0.70	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2022 年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持