跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1048 号

新疆特变电工集团有限公司：

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：

新疆特变电工集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

新疆特变电工集团有限公司公开发行的“17 特变 01”、“17 特变 02”、“18 特变 01”、“18 特变 02”和“19 特变 01”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

新疆特变电工集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

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 特变 01	5 亿元	3+2 年	AA+	AA+	2019/2/20
18 特变 02	1 亿元	3+2 年	AA+	AA+	2018/6/20
18 特变 01	9 亿元	2+1 年	AA+	AA+	2018/6/20
17 特变 02	8 亿元	3+2 年	AA+	AA+	2018/6/20
17 特变 01	2 亿元	2+1 年	AA+	AA+	2018/6/20

跟踪评级时间：2019 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	813.81	921.18	1,018.60	1,090.46
所有者权益（亿元）	286.36	354.11	406.50	417.80
长期债务（亿元）	129.15	150.94	184.14	249.26
全部债务（亿元）	336.78	359.54	402.97	443.16
营业收入（亿元）	424.84	412.25	431.19	91.73
净利润（亿元）	25.32	28.01	26.56	5.53
EBITDA（亿元）	53.41	56.51	61.20	--
经营性净现金流（亿元）	26.39	15.39	34.02	-18.91
营业利润率（%）	17.45	20.37	18.51	18.20
净资产收益率（%）	9.46	8.75	6.98	1.34
资产负债率（%）	64.81	61.56	60.09	61.69
全部债务资本化比率（%）	54.05	50.38	49.78	51.47
流动比率（倍）	1.23	1.34	1.37	1.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.28	5.63	4.38	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.67	2.83	2.45	--

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；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2019 年一季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化；4、长期应付款和其他流动负债中的计息部分已分别调整进入长期债务与短期债务中。

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。2018 年，整体经营情况良好，收入规模和利润水平保持稳定，经营活动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，公司海外市场风险较大、光伏电站建设前期垫资较多、在建项目资金支出压力较大以及少数股东权益占比较高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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“17 特变 01”、“17 特变 02”、“18 特变 01”、“18 特变 02”和“19 特变 01”的“AA+”债项信用等级。

优势

1．跟踪期内，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，竞争力强。

2．跟踪期内，公司煤炭业务与电费业务增长迅速，未来将有大规模的煤矿和新能源电站项目持续投入运营，将成为公司重要的收入与利润增长点。

3．跟踪期内，公司资产规模保持增长，货币资金充裕，规模优势明显，经营活动现金流状况良好。

关注

1．跟踪期内，公司产品价格受到国内外行业竞争、原材料价格波动以及市场需求变化等因素的影响，海外市场国别风险可能对公司输变电工程业务产生不利影响。

2．跟踪期内，公司业务布局较广，光伏电站建设前期垫资较多，应收账款规模较大，部分应收账款账龄较长，存在一定回收风险。

3．跟踪期内，公司在建项目规模较大，未来资本支出压力较大。

4．跟踪期内，公司整体债务负担仍较重；所有者权益中少数股东权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

罗　峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//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

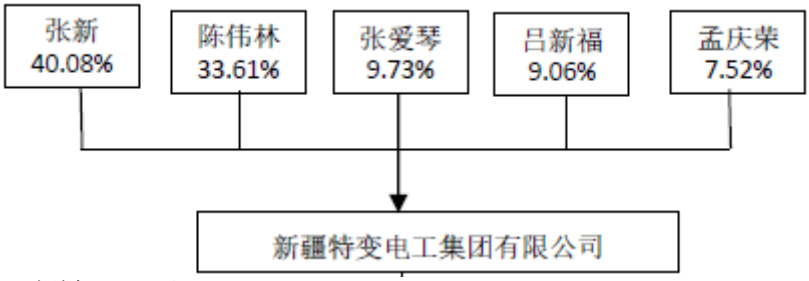
一、主体概况

新疆特变电工集团有限公司（以下简称“公司”或“特变电工集团”）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8,888.80万元，其中自然人张新、陈伟林、叶军、王秀芝、肖永康、吕新福和孟庆荣出资比例分别为33.82%、28.36%、8.21%、8.10%、7.74%、7.64%和6.13%。

2009年3月，公司回购股东肖永康所持股权，回购王秀芝部分出资额，王秀芝把所持有的剩余股权转让给孟庆荣，公司注册资本减少至7,500万元，其中张新、陈伟林、叶军、吕新福和孟庆荣持股比例分别为40.08%、33.61%、9.73%、9.06%和7.52%。公司自成立经过数次更名，2010年10月，公司变更为现名。

截至2019年3月底，公司注册资本7,500万元，公司控股股东及实际控制人为自然人张新，直接持有公司40.08%股权。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2018年底，公司经营范围未发生变化。

截至2018年底，公司组织结构未发生变化，公司纳入合并范围的共25家子公司，拥有两家上市，特变电工股份有限公司（以下简称“特变股份”）和新特能源股份有限公司（以下简称“新特能源”），公司未将所持有的上市公司股份进行质押，公司拥有在职员工17,162人。

截至2018年底，公司合并资产总额1,018.60亿元，负债合计612.10亿元，所有者权益（含少数股东权益）406.50亿元，归属于母公司所有者权益91.97亿元。2018年，公司实现营业收入431.19亿元，净利润（含少数股东损益）26.56亿元，归属于母公司所有者的净利润3.95亿元；公司经营活动现金流量净额34.02亿元，现金及现金等价物净增加额35.59亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,090.46亿元，负债合计672.66亿元，所有者权益（含少数股东权益）417.80亿元，归属于母公司所有者权益88.35亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入91.73亿元，净利润（含少数股东损益）5.53亿元，归属于母公司所有者的净利润0.99亿元；公司经营活动现金流量净额-18.91亿元，现金及现金等价物净增加额0.34亿元。

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。

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可【2017】541号文核准，公司获准在中国境内向合格投资者发行不超过人

民币40亿元的公司债券，目前公司已经分期发行25亿元公司债券。其中，第一期于2017年6月21日发行完毕，分两个品种，品种一为“17特变01”（债券代码：143147.SH），期限2+1年，票面利率5.64%，规模为2亿元；品种二为“17特变02”（债券代码：143148.SH），期限3+2年，票面利率6.05%，规模为8亿元。两个品种的债券均于2017年7月7日在上海证券交易所挂牌上市。第二期于2018年4月4日发行完毕，分两个品种，品种一为“18特变01”（债券代码：143556.SH），期限为2+1年，票面利率5.83%，规模为9亿元；品种二为“18特变02”（债券代码：143557.SH），期限为3+2年，票面利率6.15%，规模为1亿元。两个品种的债券均于2018年5月7日在上海证券交易所挂牌上市；第三期于2019年3月14日发行完毕，债券简称“19特变01”（债券代码：155235.SH），期限为3+2年，票面利率为5.58%，规模为5亿元，2019年4月12日在上海证券交易所挂牌上市。

截至2019年3月底，“17特变01”、“17特变02”、“18特变01”和“18特变02”的募集资金均使用完毕，均按照募集说明书规定用途使用；“19特变01”尚剩余2.85亿元未使用。

公司在2018年6月14日已完成“17特变01”和“17特变02”的利息兑付。公司在2019年4月4日完成“18特变01”和“18特变02”的利息兑付。“19特变01”尚未到第一个付息期。

三、行业分析

1. 行业概况

目前，我国电源、电网建设均达到较为完备水平，但我国在电网建设方面仍存在“电网不足，电能输送受限”的问题。其中，跨区域特高压及超高压交直流输电通道建设作为解决电能输送受限问题的主要途径，该领域投资维持较大的投资规模以及较高投资增速。同时，为提升电网供电能力以及供电质量，根据国家能源局的《配电网建设改造行动计划（2015~2020 年）》和国家发展改革委《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》，配网及农网领域投资保持较大投资规模。

2018 年，我国电网建设增速有所回落。根据国家能源局的数据显示，2018 年，电网工程建设完成投资 5,373 亿元，同比微增 0.60%，从电力投资结构上来看，过去一年电网工程建设投入超过电源建设 2,652 亿元，占电力基本建设投资完成额的比重达 66.95%，较 2017 年提升 0.65 个百分点，是“十二五”以来电网建设投入连续第六次超过电源建设投入。2018 年，±1100 千伏、1000 千伏投资分别增长 111.5%和 6.8%；110 千伏及以下投资增长 12.5%，占全部电网投资的比重为 57.4%、比上年提高 4.5 个百分点。全国基建新增 220 千伏及以上变电设备容量 2.2 亿千伏安、同比下降 8.9%；新增 220 千伏及以上输电线路长度 3.77 万千米、同比增长 14.0%；新增直流换流容量 3200 万千瓦、同比下降 59.5%。全年投产 1 个特高压项目，为内蒙古上海庙至山东临沂±800 千伏特高压直流工程。截至 2018 年底，全国跨区电网输电能力达到 1.36 亿千瓦。

总体看，2018 年，电网投资规模继续加大，电源投资逐渐减小，未来将更加偏向于配、用电侧；电网建设力度的加大，对电力设备制造行业效益拉动明显。

2. 行业政策

电气设备制造业以及输变电配套工程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
2017 年 7 月	《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》	从 2017 年至 2020 年，地面光伏电站的新增计划装机规模为 5,450 万千瓦，领跑技术基地新增规模为 3,200 万千瓦，两者合计的年均新增装机规模将超过 21GW。
2017 年 9 月	《电力需求侧管理办法》（修订版）	国家发改委、工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、国务院国资委、国家能源局 6 部门联合印发了《关于深入推进供给侧结构性改革做好新形势下电力需求侧管理工作的通知》。结合新形势和新任务，国家发改委等 6 部门对现行《电力需求侧管理办法》进行了修订。
2018 年 9 月	《关于推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》	加快推进青海至河南、陕北至湖北等 12 条特高压交直流输变电工程建设，合计输电能力 5700 万千瓦。

资料来源：联合评级根据公开资料整理

总体看，我国政府对清洁能源发电及电网建设项目的重视程度高，在政策导向上对相关业务的支持力度大；新一轮的特高压线路的批复对电网建设的投资将有保障。

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。

四、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员和主要管理制度未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现主营业务收入 425.29 亿元，同比增长 5.32%。2018 年，公司实现净利润 26.56 亿元，同比下降 5.20%，主要系公司变压器及配件产品和新能源产业及配套工程毛利率下降所致。

从各板块收入来看，2018 年，变压器产品、电线电缆产品、贸易和新能源产业及配套工程变动不大，占收入比重保持稳定；输变电成套工程收入 44.43 亿元，较上年下降 12.35%，收入占比为 10.45%，较上年下降 2.10 个百分点；煤炭收入 33.16 亿元，较上年增长 50.45%，主要系国家煤炭产业结构调整的影响，煤炭市场景气度提升，公司积极开拓市场，收入占比较上年提升 2.34 个百分点至 7.80%。此外，公司还有房屋销售、电费收入和其他收入，业务收入规模小，占营业收入比重小。

表 2　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
变压器及配件产品	97.68	23.46	26.05	104.89	25.97	26.91	104.13	24.48	19.17
电线电缆产品	54.34	13.05	15.34	64.34	15.93	5.21	68.53	16.11	6.49
新能源产业及配套工程	102.13	24.53	19.75	104.48	25.87	23.40	104.85	24.65	19.05
输变电成套工程	52.20	12.54	21.54	50.69	12.55	32.77	44.43	10.45	33.85
贸易	71.98	17.29	1.95	27.36	6.78	4.30	28.42	6.68	3.80
房屋销售	14.09	3.38	18.43	9.58	2.37	25.83	10.89	2.56	26.17
电费	3.94	0.95	26.87	7.18	1.78	37.72	18.51	4.35	49.70
煤炭	13.65	3.28	31.80	22.04	5.46	23.29	33.16	7.80	20.54
其他	6.32	1.52	37.87	13.24	3.28	22.39	12.37	2.91	28.13
合计	**416.33**	**100.00**	**18.49**	**403.81**	**100.00**	**21.57**	**425.29**	**100.00**	**19.48**

资料来源：公司提供
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。

从毛利率水平来看，2018 年，公司变压器及配件产品毛利率 19.17%，较上年下降 7.74 个百分点，主要系市场竞争加剧、原材料价格上涨及毛利率较高的特高压产品销售下降所致；电线电缆产品毛利率变动不大；新能源产业及配套工程毛利率为 19.05%，较上年下降 4.35 个百分点，主要系多晶硅产品平均售价下降所致；输变电成套工程毛利率变动不大；贸易毛利率较为稳定；煤炭毛利率为 20.54%，较上年下降 2.75 个百分点，主要系分摊的采矿权成本增加所致。受上述影响，2018 年，公司综合毛利率 19.48%，较上年下降 2.09 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司营业收入 91.73 亿元，较上年同期增长 5.73%，经营稳定；实现净利润 5.53 亿元，较上年同期下降 21.67%，主要系费用增长所致；归属于母公司所有者的净利润 0.99 亿元，较上年同期下降 13.06%。

总体看，2018 年，公司收入规模有所增长，但受外部环境影响，综合毛利率水平有所下降。

2. 输变电业务

公司输变电业务主要由旗下子公司特变股份运营，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

特变股份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，主要采取现货采购及期货套保方式保障供应。2018 年，特变股份变压器产品生产较为稳定，原材料采购量整体较为稳定。

特变股份采购原材料均为大宗商品，采购价格随行就市。根据 Wind 数据，2018 年，取向硅钢呈震荡上涨趋势，在 14,000 元/吨左右。2018 年，铜、铝价格均呈现出波动下降趋势，其中铜价在 5,800 美元/吨波动，铝在 1,600 美元/吨波动。

总体看，2018 年，特变股份主要原材料价格波动上涨，对特变股份产品成本控制造成了一定的压力。

（2）生产情况

变压器生产

变压器产品生产方面，截至 2018 年底，特变股份仍拥有 4 家变压器分子公司，较上年无变化，合计变压器产能为 2.2 亿 kVA；产量为 2.42 亿 kVA，较上年变动不大；变压器产能利用率为 110.00%。

电线电缆产品生产方面，截至 2018 年底，特变股份仍拥有 3 家电缆分子公司。特变股份电线电缆类产品包括裸线类产品和电缆类产品；2018 年，裸线类产品和电缆类产品产能较上年未发生变化，整体生产情况较为稳定。

总体看，2018 年，特变股份变压器产品和电线电缆类产品生产情况较为稳定。

（3）销售情况

特变股份产品主要采取“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，特变股份主要为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。特变股份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，由于特变股份采取“以销定产”的经营方式，2018 年，变压器和电缆类产品产销率分别为 96.69%和 119.80%，较上年变化不大。

总体看，2018 年，公司产品销售情况良好，产销率较高。

3. 输变电成套工程板块

输变电成套工程板块主要由旗下子公司特变股份运营。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，特变股份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，特变股份主要采取工程总承包模式。

（2）业务运营

业务类型方面，特变股份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，特变股份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 2018 年底，特变股份在建期的重大建设承包项目等如下表所示：

表 3　截至 2018 年底特变股份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	已回款金额
2015	巴布亚新几内亚	巴布亚新几内亚国家电网项目	1.57	2019	0.43
2016	安哥拉	安哥拉扎伊尔省电力工程	4.35	2019	0.65
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	0.23
2016	蒙古国	蒙古乌兰巴托-曼德勒戈壁项目	1.19	2019	0.13
合计		--	**7.87**	--	**1.44**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，特变股份海外项目以融资项目工程总承包模式为主，均为海外国家重点电网项目。

[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。

4. 新能源业务板块

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，主要由子公司新特能源股份有限公司（以下简称“新特能源”）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，硅粉生产企业很多，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，可以完全满足硅粉上游企业对金属硅的需求。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。

对于原材料而言，新特能源通常向供应商提供全年的预计每月需求，并每月厘定价格，以此来管理原材料价格的波动。新特能源通过现金与汇票相结合的方式对原材料采购进行结算。

生产成本方面，多晶硅的生产成本主要由电力、原材料、制造费用、人工、辅助材料和蒸汽构成，其中占比较大为制造费用、电力和原材料。

2018 年，新特能源多晶硅生产产能仍为 3 万吨/每年；新特能源多晶硅产量达到 3.40 万吨/年，较上年增长 13.33%，主要系技术改造项目完成，产能增加；产能利用率为 113.33%，较上年有所提升。

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。

2018 年，新特能源多晶硅销量 3.40 万吨，产销率为 100.00%，较上年变化不大。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。

总体看，2018 年，新特能源依靠技术升级以及新疆煤电优势，不断实现物耗、能耗下降，新能源业务具有较强的成本优势，产能、产量及产能利用率和产销率均维持在较高水平。

5. 在建工程

公司依靠新疆丰富的煤炭资源以及较低的煤炭价格，加大对电厂项目的投入，目前在建工程中包含新疆五彩湾 2×660MW 电厂项目、3.6 万吨/年高纯多晶硅产业升级等项目。

公司还有各类煤矿和新能源项目，项目资金需求较大，未来尚需资金 134.64 亿元，面临着一定资金支出压力。

表 4　截至 2018 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	94.70	34.08	10.42
杜尚别金矿项目	12.05	33.00	32.90	8.09
五彩湾 2×660MW 电厂项目	47.54	89.00	65.13	16.58
南露天煤矿二期工程	6.58	95.00	90.92	0.60
3.6 万吨/年高纯多晶硅产业升级项目	40.65	85.00	84.79	6.18
哈密风电基地二期景峡第六风电场 B 区 200MWp 风电项目	14.49	100.00	85.82	2.05
新能源自营电站项目	110.92	--	18.20	90.73
合计	**248.03**	--	--	**134.64**

数据来源：公司提供

总体看，未来随着公司电力、热电项目、多晶硅和煤矿等项目的投产，有望进一步提升公司收入及利润规模。但公司在建工程投资规模较大，存在一定资金支出压力。

6. 经营关注

（1）公司对特变电工的实际控制风险

公司系特变电工第一大股东并对特变电工拥有实际控制权，故将其纳入合并范围，但公司对特变电工的持股比例较低，如果丧失对特变电工股份的控制权，将导致公司财务情况出现重大不利变化，存在一定丧失实际控制权的风险。

（2）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。

（3）原材料采购价格波动风险

公司铜材以及铝材采取现货市场以及期货市场互补模式，其采购价格随市场波动而波动。现阶段，铜材以及铝材的现货价格以及期货价格处于震荡趋势，其原材料采购价格波动会对公司产品毛利率产生一定影响。

（4）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。

（5）汇率波动风险

近几年，公司在国外市场收入以及海外市场收入占比波动下降，但海外收入规模较大，同时公司海外市场均以美元、欧元等币种结算。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。

（6）资金回收风险

公司的光伏电站以及风电项目承建规模逐年扩大，前期资金垫付较大，存在着一定的资金回收风险。

7. 未来发展

公司将在夯实国内市场外，积极开拓国外市场，坚持制造业与制造服务业双主业，以提高发展质量和效益为中心逐步提高海外市场收入。

根据 2018 年 9 月国家能源局推进的《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》中 12 条特高压交直流输变电工程建设计划，未来特高压输变电市场将有所增长。

在输变电成套工程方面，紧跟国家战略，加强与“一带一路”国家的发展战略对接，借助国家优先支持核电、水电、电网等重大能源装备走出去的契机，逐步提升海外市场收入。

在新能源市场中，公司加强中东部地区的资源开发力度，推动优势资源落地，重点开发具备较大用电需求省份或地区的资源。

总体看，随着公司海外市场的开拓和产品结构的改善，公司在市场的整体竞争力将进一步提高。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年度合并财务报表，经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；公司2019年一季度合并财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。会计政策变更上，根据财政部2017年5月10日颁布的修订后的《企业会计准则第16号——政府补助》（以下简称“修订后的16号准则”）的相关规定，公司自2017年1月1日起将与日常活动相关的政府补助，按照经济业务实质，计入其他收益，并在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目；与经营活动无关的政府补助，计入营业外收入；根据财政部2017年4月28日发布的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（以下简称“发布的42号准则”），自2017年5月28日起施行，对于施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，要求采用未来适用法处理；根据财政部2017年12月25日发布《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》[财会〔2017〕30号]，要求执行企业会计准则的非金融企业应当按照企业会计准则和本通知要求编制 2017 年度及以后期间的财务报表；财政部于2018年6月15日发布了《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对一般企业财务报表格式进行了修订。公司按照规定，对财务报表格式进行了相应修订。

2018年，公司纳入合并范围子公司未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额1,018.60亿元，负债合计612.10亿元，所有者权益（含少数股东权益）406.50亿元，归属于母公司所有者权益91.97亿元。2018年，公司实现营业收入431.19亿元，净利润（含少数股东损益）26.56亿元，归属于母公司所有者的净利润3.95亿元；公司经营活动现金流量净额34.02亿元，现金及现金等价物净增加额35.59亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,090.46亿元，负债合计672.66亿元，所有者权益（含少数股东权益）417.80亿元，归属于母公司所有者权益88.35亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入91.73亿元，净利润（含少数股东损益）5.53亿元，归属于母公司所有者的净利润0.99亿元；公司经营活动现金流量净额-18.91亿元，现金及现金等价物净增加额0.34亿元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司合并资产规模1,018.60亿元，较年初增长10.58%，主要系非流动资产增长所致，仍以流动资产为主（占比55.55%）。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产565.79亿元，较年初增长5.18%；流动资产以货币资金（占比42.50%）、应收账款（占比20.65%）、预付款项（占比5.57%）和存货（占比22.68%）为主。

截至2018年底，公司货币资金240.49亿元，较年初增长27.26%，主要系借款增加所致；货币资金主要由银行存款（占比79.22%）和其他货币资金（20.76%），在其他货币资金中受限制的货币资金为45.03亿元，主要为各类保证金，占货币资金的比重为18.72%，受限比例一般。

截至2018年底，公司应收账款账面价值116.81亿元，较年初下降1.96%。截至2018年底，公司累计计提应收账款坏账准备8.55亿元，计提比例6.82%。按账龄分析法来看，截至2018年底，公司应收账款年末余额为111.93亿元，其中1年以内的应收账款占比73.39%；1~2年的应收账款占比16.20%，2年以上的应收账款占比10.41%，应收账龄以一年以内的为主。

截至2018年底，公司预付款项31.49亿元，同比下降0.04%。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 128.31 亿元，较年初下降 7.16%，变动不大；公司存货主要由原材料（占比 12.90%）、库存商品（占比 11.52%）、在产品（占比 12.54%）、工程施工（占比 29.61%）、光伏电站（占比 16.11%）、开发成本（6.62%）、开发产品（占比 7.94%）所组成。截至 2018 年底，公司共计提存货跌价准备 1.35 亿元，计提比例 1.05%。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 452.81 亿元，较年初增长 18.15%，主要系固定资产和在建工程增长所致；公司非流动资产主要由固定资产（占比 56.46%）、在建工程（占比 19.58%）和无形资产（占比 10.71%）所构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 255.66 亿元，较年初增长 11.29%，主要系在建工程转固所致。截至 2018 年底，固定资产累计折旧 83.38 亿元，固定资产成新率为 75.41%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 88.65 亿元，较年初增长 47.10%，主要系公司正在实施的 3.6 万吨/年高纯多晶硅产业升级项目、将军戈壁二号矿 1000 万吨/年项目及铁路专用线项目、五彩湾 2×660MW 电厂项目、新能源自营电站等在建项目投入增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 48.48 亿元，较年初增长 29.47%，主要系公司新购买了土地使用权以及南露天煤矿、将军戈壁二号矿采矿权出让收益和已经形成的地质成果转入采矿权价值的矿区勘探开发支出所致；无形资产主要由土地使用权（占比 61.65%）、采矿权及探矿权（占比 25.80%）、专有技术（占比 9.39%）所构成。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,090.46 亿元，较年初增长 7.05%；资产结构仍以流动资产为主。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产合计 169.68 亿元，占资产总额的比例为 16.66%，受限比例一般；受限资产主要由固定资产（占比 72.99%）、货币资金（占 15.74%）和应收账款（占比 6.43%）等构成。

总体看，2018 年底，公司资产规模保持增长，货币资金充足，应收账款和存货占比较大，对资金有一定占用，资产受限比例一般，公司整体资产质量仍属较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，受流动负债增长影响，公司负债合计 612.10 亿元，较年初增长 7.94%。公司流动负债占比 67.58%，非流动负债占比 32.42%，结构较年初变动不大。

截至 2018 年底，公司流动负债 413.68 亿元，较年初增长 2.95%，变动不大；流动负债主要由短期借款（占比 15.76%）、应付票据（占比 24.67%）、应付账款（占比 29.85%）、预收款项（占比 10.89%）和一年内到期的非流动负债（占比 12.22%）所构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 65.18 亿元，较年初下降 6.53%；短期借款主要由信用借款（占比 81.25%）和保理借款（占比 14.07%）所构成。

截至 2018 年底，公司应付票据 102.04 亿元，较年初增长 9.22%，主要系公司用票据结算增加所致。

截至 2018 年底，公司应付账款 123.50 亿元，较年初增长 8.39%，主要系工程尚未到结算期所致。

截至 2018 年底，公司预收款项 45.05 亿元，较年初下降 20.40%，主要系公司±1100KV 高端换流变压器产品按期交货及部分 EPC 工程按进度执行，前期预收款项结转至收入所致。

截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债 50.55 亿元，较年初增长 11.22%，主要系长期借款转

入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 198.42 亿元，较年初增长 20.07%，主要系长期借款增长所致；非流动负债主要由长期借款（占比 79.86%）和应付债券（占比 6.05%）所构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 158.45 亿元，较年初增长 19.37%，主要系资金需求增加所致；长期借款主要由信用借款（占比 29.45%）、抵押加质押借款（占比 31.20%）和质押借款（占比 22.91%）所构成。

截至 2018 年底，公司应付债券 20 亿元，较年初增长 100.00%，主要系公司发行“18 特变 01”和“18 特变 02”所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 402.97 亿元，较年初增长 12.08%，其中短期债务占比 54.30%，长期债务占比 45.70%，债务结构较为均衡；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 60.09%、49.78%和 31.18%，较上年分别下降 1.47 个百分点、0.60 个百分点和增加 1.29 个百分点，债务负担有所下降，长期债务比重有所上升。若将公司其他权益工具中的长期含权中期票据和永续债调整进入债务，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较调整前上升 5.13 个百分点、6.46 个百分点和 8.85 个百分点，债务负担有所加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 672.66 亿元，较年初增长 9.89%，主要系长期借款增加所致；流动负债和非流动负债分别占比分别为 67.58%和 32.42%，负债结构较年初变化不大；公司全部债务 443.16 亿元，短期债务和长期债务分别占比 43.75%和 56.25%；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 61.69%、51.47%和 37.37%，债务负担较年初有所加重，债务结构变为以长期债务为主。若将计入其他权益工具的中期票据调整至长期债务，则截至 2019 年 3 月底，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 66.02%、56.97%和 44.46%，较调整前分别上升 4.34 个百分点、5.49 个百分点和 7.09 个百分点。

总体看，2018 年底，公司负债规模继续增长，债务规模不断扩大，整体债务负担较重，债务结构有所改善，长期债务占比提升较快。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 406.50 亿元，较年初增长 14.79%，主要系少数股东权益和其他权益工具增加所致；归属于母公司的所有者权益为 91.97 亿元，少数股东权益 314.52 亿元，归属于母公司所有者权益占比较低。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益主要由其他权益工具（占比 56.86%）、资本公积（占比 9.44%）和未分配利润（占比 33.80%）所构成，所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 417.80 亿元，较年初增长 2.78%，变动不大；归属于母公司所有者权益为 88.35 亿元，主要由其他权益工具（占比 53.54%）、资本公积（占比 10.43%）和未分配利润（占比 36.09%）所构成，所有者权益稳定性较弱。

总体看，2018 年底，公司所有者权益以少数股东权益和未分配利润为主，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2018 年，公司营业收入 431.19 亿元，同比增长 4.59%，变动不大；公司营业成本 345.58 亿元，同比增长 6.81%；公司营业利润 29.37 亿元，同比下降 6.32%；利润总额 29.65 亿元，同比下降 9.19%；净利润 26.56 亿元，同比下降 5.19%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额（含研发费用）52.39 亿元，同比下降 2.00%，变动不

大。销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 40.11%、33.70%、11.07%和 15.12%。2018 年，销售费用 21.02 亿元，同比增长 0.92%，变动不大；管理费用 17.65 亿元，同比下降 21.00%，主要系会计科目调整所致；研发费用 5.80 亿元；财务费用 7.92 亿元，同比下降 23.00，主要系汇兑收益增长所致。2018 年，公司费用收入比为 10.81%，较上年下降 2.16 个百分点，公司费用控制能力有所提高。

2018 年，资产减值损失 1.96 亿元，同比下降 46.85%，主要系公司加强债权管理，单项计提减值准备减少所致；其他收益 3.84 亿元，同比增长 116.81%，主要系公司收到的与生产经营相关的政府补助增加所致，占营业利润比重 13.08%，对营业利润有一定贡献。

从盈利指标看，2018 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 5.09%、4.32%和 6.98%，较上年分别下降 0.36 个百分点、0.42 个百分点和 1.76 个百分点，盈利能力略有下降。

2019 年 1~3 月，公司营业收入 91.73 亿元，较上年同期增长 5.73%，变动不大；实现净利润 5.53 亿元，较上年同期下降 21.62%，主要系费用和成本增长所致；归属于母公司所有者的净利润 0.99 亿元，较上年同期下降 13.06%。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长，净利润有所下降，归属于母公司所有者的净利润规模仍然较小，公司费用控制能力有所提高，但整体盈利能力略有下降。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 513.81 亿元，同比增长 6.46%，变动不大；经营活动现金流出 479.79 亿元，同比增长 2.69%。综上，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 34.02 亿元，同比增长 120.99%。2018 年，公司现金收入比为 114.02%，较上年上升 1.14 个百分点，收入质量较高。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 31.86 亿元，同比增长 424.43%，主要系公司所投银行理财产品到期回款所致；公司投资活动现金流出为 72.49 亿元，同比增长 62.97%，主要系主要系公司购买理财产品所致。综上，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-40.64 亿元，净流出规模同比增长 5.80%。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 263.23 亿元，同比增长 14.17%，主要系银行借款增加所致；公司筹资活动现金流出为 220.50 亿元，同比增长 16.52%。综上，2018 年，公司筹资活动现金净流量为 42.73 亿元，同比增长 3.40%

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-18.91 亿元，投资活动现金流量净额-19.69 亿元，筹资活动现金流量净额 39.68 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.34 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流状况良好，收入质量较高，投资活动净流出规模有所增长。为满足业务规模扩张与投资需求，公司仍存在一定外部筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.37 倍、1.06 倍和 1.20 倍，较年初均略有上升，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 61.20 亿元，同比增长 8.30%，变动不大。2018 年，公司折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额占 EBITDA 比例分别为 25.34%、6.21%、20.00%和 48.44%。2018 年，EBITDA 利息倍数为 4.38 倍；EBITDA 全部债务比为 0.15 倍，较上年均有所下降，但对债务保障程度尚可。公司长期偿债能力略有下降。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 3 月底，公司重大诉讼或仲裁事项共 5 项，涉案金额合计约 7.91 亿元，其中作为被告的涉案金额约为 3.86 亿元，作为原告的涉案金额约为 4.05 亿元。

表 5　截至 2019 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
江苏中能硅业科技发展有限公司（以下简称江苏中能）诉自然人唐雨东（第一被告）及公司控股子公司新特能源股份有限公司（以下简称新特能源公司）侵犯商业秘密及专利权与不正当竞争纠纷案	第一被告及新特能源公司立即停止侵犯原告的商业秘密及专利权，停止不正当竞争；赔偿原告经济损失暂计 6,000 万元；请求法院判令被告承担原告的合理费用 200 万元及本案与诉讼有关的全部费用	公司已经获取中华人民共和国最高人民法院民事裁决书（2014）民提字第 213 号裁定：（1）撤销江苏省徐州市中级人民法院（2013）徐知民初字第 129-1 号、江苏省高级人民法院（2014）苏知民辖终字第 7 号民事裁定；（2）本案移送新疆维吾尔自治区高级人民法院审理。	--
河南第一火电建设公司起诉公司建筑工程施工合同纠纷案	2016 年 3 月 25 日，河南火一公司申请变更诉讼请求，增加诉讼金额及利息，本次诉讼涉案金额为工程款 30,646.14 万元，利息 1,711.35 万元及诉讼费用	新疆高院 2016 年 4 月开庭审理，尚未判决。	--
公司诉上海中添实业发展有限公司买卖合同纠纷案	7,243 万元	新疆维吾尔自治区高级人民法院（以下简称“新疆高院”）下达民事判决书（（2013）新民二初字第 18 号）判决，该判决认定主合同、抵押合同、还款协议等合同及债权凭据合法有效，但认为公司主债权尚未有效成立，行使抵押权的条件尚不具备。因此驳回公司的诉讼请求。公司已于 2015 年 8 月 10 日向新疆高院递交上诉状，上诉于中华人民共和国最高人民法院(以下简称“最高院”)。2016 年 5 月，最高院开庭审理此案，2016 年 12 月，最高院下达民事裁定书、民事调解书，公司与当事人达成调解，并签署了调解协议书，撤回了对被告的上诉。依据调解协议公司于 2017 年收回案款 534.29 万元，本期公司已对剩余未履行部分申请强制执行。根据最高院下达的民事调解书，上海中添实业发展有限公司确认对公司负有债务 7,079 万元，其中 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。报告期案外人工布江达县盛宝龙投资开发有限公司已向公司移交其拥有的工布江达县滨河酒店，相关不动产变更手续正在办理过程中。	计提 2,433 万元坏账准备
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	15,839.63 万元	2016 年 8 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本年收回款项 700.00 万元。沈变公司因	账龄法计提坏账准备

		获得总计价值 21,383.20 万元的土地、硅铁合金炉等设备的抵押担保及相关担保人的股权质押担保，金额大于欠付的合同进度款，对欠付合同进度按账龄分析法计提坏账准备。	
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	17,469.28 万元	天津高院审理了该诉讼案件，并下达了（2015）津高民二初字第 0071 号《天津市高级人民法院民事判决书》，判决如下：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，津疆物流公司收到天津市第一中级人民法院关于此案执行清偿款 253.61 万元。2018 年度津疆物流收到此案执行清偿款 365.92 万元，截至 2018 年底累计收到清偿款 619.53 万元。	计提坏账准备 9,612.16 万元

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司已经取得的银行授信总额为1,167.11亿元，其中已用授信额度468.35亿元，间接融资渠道较为畅通。公司下属子公司特变电工及新特能源分别为A股及H股上市公司，具有直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10650101000020806），截至 2019 年 5 月 9 日，公司无已结清和未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，跟踪期内，公司偿债能力指标变化不大，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较大以及过往债务履约情况良好等情况，公司整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，现金类资产 263.56 亿元，为待偿债券本金（25 亿元）的 10.54 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 406.50 亿元，为待偿债券本金（25 亿元）的 16.26 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对存续待偿债券的偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 61.20 亿元，约为待偿债券本金（25 亿元）的 2.45 倍，公司 EBITDA 对债券覆盖程度很高。

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，公司对本次债券偿还能力很强。

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。2018 年，整体经营情况良好，收入规模和利润水平保持稳定，经营活动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，公司海外市场风险较大、光伏电站建设前期垫资较多、在建项目资金支出压力较大以及少数股东权益占比较高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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“17 特变 01”、“17 特变 02”、“18 特变 01”、“18 特变 02”和“19 特变 01”的“AA+”债项信用等级。

附件 1　新疆特变电工集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	813.81	921.18	1,018.60	1,090.46
所有者权益（亿元）	286.36	354.11	406.50	417.80
短期债务（亿元）	207.63	208.60	218.83	193.90
长期债务（亿元）	129.15	150.94	184.14	249.26
全部债务（亿元）	336.78	359.54	402.97	443.16
营业收入（亿元）	424.84	412.25	431.19	91.73
净利润（亿元）	25.32	28.01	26.56	5.53
EBITDA（亿元）	53.41	56.51	61.20	--
经营性净现金流（亿元）	26.39	15.39	34.02	-18.91
应收账款周转次数（次）	4.50	3.76	3.42	--
存货周转次数（次）	2.57	2.33	2.57	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.48	0.44	0.09
现金收入比率（%）	102.13	112.88	114.02	94.02
总资本收益率（%）	5.63	5.45	5.09	--
总资产报酬率（%）	4.95	4.73	4.32	--
净资产收益率（%）	9.46	8.75	6.98	1.34
营业利润率（%）	17.45	20.37	18.51	18.20
费用收入比（%）	10.83	12.97	10.81	9.26
资产负债率（%）	64.81	61.56	60.09	61.69
全部债务资本化比率（%）	54.05	50.38	49.78	51.47
长期债务资本化比率（%）	31.08	29.89	31.18	37.37
EBITDA 利息倍数（倍）	5.27	5.63	4.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	0.15	--
流动比率（倍）	1.23	1.34	1.37	1.54
速动比率（倍）	0.87	0.99	1.06	1.20
现金短期债务比（倍）	1.00	1.10	1.20	1.38
经营现金流动负债比率（%）	6.90	3.83	8.22	-4.62
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.14	2.26	2.45	--

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；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2019 年一季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化；4、长期应付款和其他流动负债中的计息债务已分别调整进入长期债务与短期债务中。

附件 2　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-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+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 3　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