跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1605 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：

二〇二〇年六月十八日

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

新疆特变电工集团有限公司
公司债券 2020 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	债券余额	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+	2019/6/17
18 特变 02	1 亿元	3+2 年	AA+	AA+	2019/6/17
18 特变 01	5.46 亿元	2+1 年	AA+	AA+	2019/6/17
17 特变 02	8 亿元	3+2 年	AA+	AA+	2019/6/17
17 特变 01	2 亿元	2+1 年	AA+	AA+	2019/6/17

跟踪评级时间：2020 年 6 月 18 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）	921.18	1,018.60	1,121.97	1,167.42
所有者权益（亿元）	354.11	406.50	442.90	457.81
长期债务（亿元）	150.94	184.14	265.97	256.15
全部债务（亿元）	359.54	401.97	446.70	460.34
营业收入（亿元）	412.25	431.19	409.33	92.02
净利润（亿元）	28.01	26.56	24.49	5.77
EBITDA（亿元）	56.51	61.20	64.99	--
经营性净现金流（亿元）	15.39	34.02	42.48	-7.26
营业利润率（%）	20.37	18.51	18.97	19.76
净资产收益率（%）	8.75	6.98	5.77	1.28
资产负债率（%）	61.56	60.09	60.53	60.78
全部债务资本化比率（%）	50.38	49.72	50.21	50.14
流动比率（倍）	1.34	1.37	1.49	1.43
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.15	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.63	4.38	3.97	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.63	2.85	3.03	--

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. 2020 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；5. EBITDA 待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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。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，光伏行业产能过剩，公司海外市场风险较大，公司本部债务负担重以及权益结构稳定性较弱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“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. **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。**公司变压器产能利用率为115.45%，产销率为91.34%；多晶硅产能利用率为123.33%，产销率为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10.15%至1,121.97亿元，现金类资产规模大。2019年，公司经营活动现金流净额增长24.86%至42.48亿元，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 2.55 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．**应收账款和存货对营运资金存在占用。**截至 2019 年末，公司应收账款和存货占流动资产比重为 43.24%，对营运资金存在占用。

3．**公司权益结构稳定性较弱，公司本部债务负担重，集中偿付压力较大。**截至 2019 年末，公司归属于母公司所者权益占所有者权益的比重为 22.19%，且以其他权益工具和未分配利润为主；公司本部负债水平较高，债务负担重，应付债券规模大，2020 年存在较大的集中偿付压力。

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：010-85172818
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

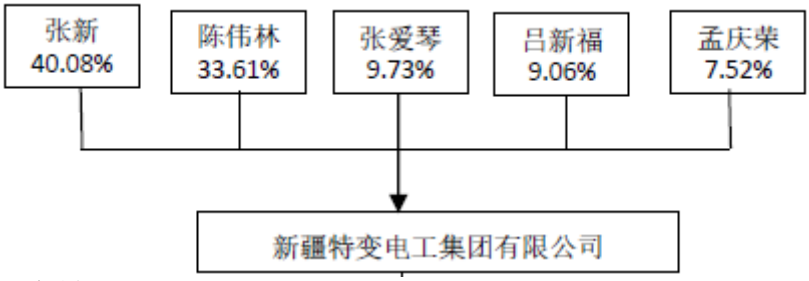
一、主体概况

新疆特变电工集团有限公司（以下简称“公司”或“特变集团”）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%。公司自成立以来经过数次更名，2010年10月，公司变更为现名。

截至2020年3月底，公司注册资本为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 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年末，公司经营范围和组织结构均未发生变化。

截至2019年末，公司纳入合并范围共拥有26家子公司，拥有两家上市子公司，为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18,871人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,121.97 亿元，负债合计 679.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）442.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 98.27 亿元。2019 年，公司实现营业收入 409.33 亿元，净利润（含少数股东损益）24.49 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 42.48 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.64 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,167.42 亿元，负债合计 709.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）457.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益 108.45 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 92.02 亿元，净利润（含少数股东损益）5.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.04 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2020年3月底，“17特变01”“17特变02”“18特变01”“18特变02”和“19特变01”的募集资金均使用完毕，均按照募集说明书规定用途使用。

2020年3月19日，“18特变01”已经回售3.54亿元，尚存余额5.46亿元。“17特变01”和“17特变02”将于2020年6月22日到期。

公司均按期兑付“17特变01”“17特变02”“18特变01”“18特变02”和“19特变01”的利息。

三、行业分析

1．行业概况

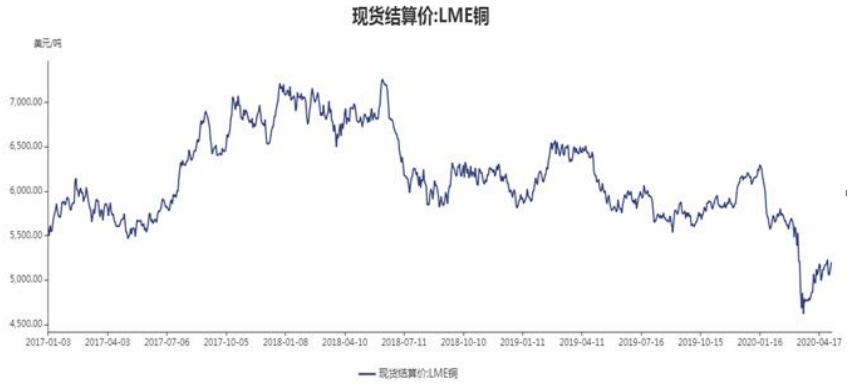
（1）电力设备

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，较上年末增长 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%，较上年末上升 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。

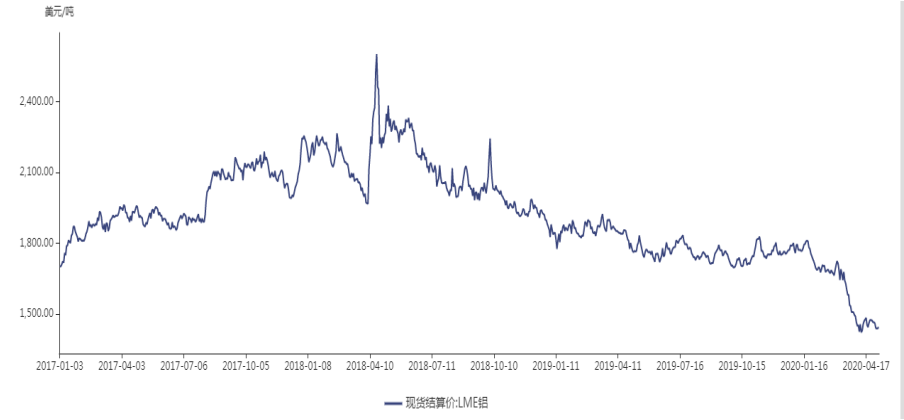
电力设备产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重在 70%左右，输配电设备生产企业的生产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。

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

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。

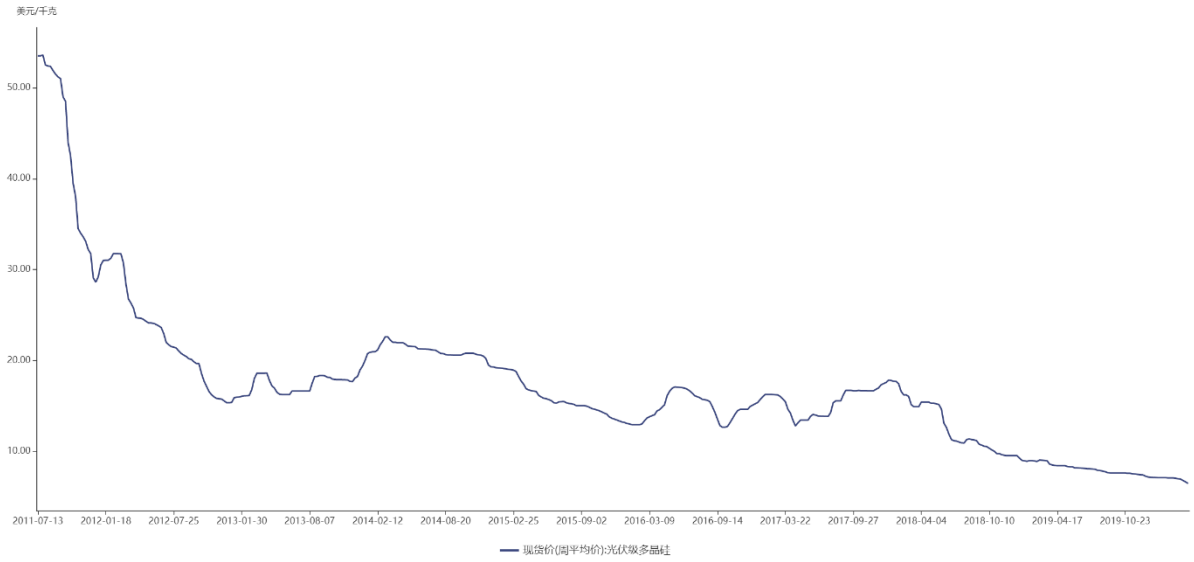
（2）光伏

2019 年，国内多晶硅材料产量进一步增长，但受产能过剩影响，多晶硅料价格将持续低位运行。

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 年的“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 34.2 万吨，同比增加 32.0%。虽然近年来我国多晶硅料产量持续增长，但受多晶硅行业暴利驱使，产能无序扩张情况较为严重，导致多晶硅规划产能远远高于实际市场需求，多晶硅市场价格也出现剧烈下滑，国家也将多晶硅产业列为产能过剩产业加以宏观调控。价格方面，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，2019 年，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。未来企业开拓海外市场的目标，或需以海外设厂的形式实现。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，公司董事会成员有所变化，但管理制度连续，管理运作正常。

2019 年，公司内部管理制度未发生重大变化。但公司董事成员有所变动，具体变动情况请见下

表。

表 2　公司跟踪期内人员变动情况

姓名	原任职务	变动情形
张爱琴	总会计师	兼任董事
李取才	特变电工房地产开发有限公司总经理	兼任董事
宋辉	董事	工作调动
李边区	董事	工作调动

资料来源：公司提供

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，公司收入和利润规模均有所下降，但受毛利率较高的煤炭板块收入贡献上升的影响，主营业务毛利率略有提高。

2019 年，公司实现主营业务收入 400.89 亿元，同比下降 5.74%；公司实现净利润 24.49 亿元，同比下降 7.79%，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，2019 年，变压器产品、电线电缆产品和贸易收入均较上年略有下降，占收入比重保持稳定；新能源产业及配套工程收入 75.84 亿元，较上年下降 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，占收入比重下降 5.73 个百分点至 18.92%；输变电成套工程收入 40.71 亿元，较上年下降 8.37%，主要系输变电成套工程项目处于前期阶段，完工较少所致；煤炭收入 43.76 亿元亿元，较上年增长 31.76%，主要系煤炭价格上涨及公司积极开拓市场所致，收入占比较上年提升 3.12 个百分点至 10.92%。此外，公司还有贸易收入、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 3　公司主营业务收入情况（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
变压器及产品	104.89	25.97	26.91	104.13	24.48	19.17	96.87	24.16	16.62
电线电缆产品	64.34	15.93	5.21	68.53	16.11	6.49	67.33	16.80	11.32
新能源产业及配套工程	104.48	25.87	23.40	104.85	24.65	19.05	75.84	18.92	17.15
输变电成套工程	50.69	12.55	32.77	44.43	10.45	33.85	40.71	10.15	35.10
贸易	27.36	6.78	4.30	28.42	6.68	3.80	27.51	6.86	3.56
房屋销售	9.58	2.37	25.83	10.89	2.56	26.17	12.61	3.15	26.25
电费	7.18	1.78	37.72	18.51	4.35	49.70	20.03	5.00	48.73
煤炭	22.04	5.46	23.29	33.16	7.80	20.54	43.76	10.92	25.69
其他	13.24	3.28	22.39	12.37	2.91	28.13	16.26	4.06	20.91
合计	**403.81**	**100.00**	**21.57**	**425.29**	**100.00**	**19.48**	**400.89**	**100.00**	**19.88**

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：公司提供

从毛利率水平来看，2019 年，公司变压器及产品毛利率 16.62%，较上年下降 2.55 个百分点，主要系变压器市场竞争加剧及毛利率较高的特高压产品售价下降所致；电线电缆产品毛利率 11.32%，较上年提高 4.83 个百分点，主要系公司加强订单管理和成本管控所致；新能源产业及配套工程毛利

率为 17.15%，较上年下降 1.90 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；煤炭毛利率为 25.69%，较上年提高 5.15 个百分点，主要煤炭价格上涨所致。受上述影响，2019 年，公司主营业务毛利率 19.88%，较上年提高 0.40 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 92.02 亿元，较上年同期增长 0.32%，较上年同期变化不大。实现营业利润 6.09 亿元，较上年同期增长 1.58%；实现净利润 5.77 亿元，较上年同期增长 4.22%，其中，归属于母公司所有者净利润为 0.96 亿元，较上年同期下降 3.39%。

2．输变电业务

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由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

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－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 家变压器分子公司，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。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）销售情况

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．输变电成套工程板块

2019 年，公司海外项目仍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。

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。

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。

[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。

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 年末，公司自持光伏电站 8 个，合计装机容量 450MW，2019 年实现总发电量 71,096.43 万千瓦时。截至 2020 年 3 月底，公司自持光伏电站 9 座，合计装机容量 550MW，2020 年 1—3 月累计发电量 19,785.62 万千瓦时。截至 2019 年末，公司自持风力发电站 2 个，分别为哈密风电基地二期景峡第六风电场 B 区 200MW 工程项目和固阳兴顺西风场一期 100MW 风电工程项目，合计装机容量 300MW，2019 年实现总发电量 72,830.52 万千瓦时。截至 2020 年 3 月底，公司自持风力发电站 2 个，合计装机容量 300MW，2020 年 1—3 月累计发电量 13,624.36 万千瓦时。

5．在建工程

公司重大在建工程由子公司特变股份作为投资建设主体，公司本部未有尚需投资的重大在建工程，资金支出压力较小。

截至 2019 年底，公司合并范围内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 141.51 亿元，但重大在建项目的投资主体由公司子公司特变股份负责投资建设，对公司本部而言不构成资金支出压力，公司本部未有重大在建项目，总体资金支出压力较小。

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）公司对特变股份的实际控制风险

公司系特变股份第一大股东并对特变股份拥有实际控制权，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）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。

（4）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。

（5）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，并出具了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。公司执行最新企业会计准则。

2019 年，公司新设增加一家子公司，注销减少一家子公司。截至 2019 年末，公司纳入合并范围内子公司共 26 家。公司合并范围内子公司变动不大，且规模较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,121.97 亿元，负债合计 679.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）442.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 98.27 亿元。2019 年，公司实现营业收入

409.33 亿元，净利润（含少数股东损益）24.49 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 3.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 42.48 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.65 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,167.42 亿元，负债合计 709.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）457.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益 108.45 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 92.02 亿元，净利润（含少数股东损益）5.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.04 亿元。

2．资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模保持增长，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；非流动资产固定资产和在建工程占比较大，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 1,121.97 亿元，较年初增长 10.15%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 52.27%，非流动资产占 47.73%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产为 586.41 亿元，较年初增长 3.64%。公司流动资产主要由货币资金（占 37.81%）、应收账款（占 21.60%）、预付款项（占 8.06%）和存货（占 21.65%）所构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 221.70 亿元，较年初下降 7.81%，主要系在建工程投资增加所致；货币资金中有 28.88 亿元受限资金，受限比例为 13.03%，主要为各类保证金。

截至 2019 年末，公司应收账款账面价值为 126.66 亿元，较年初增长 8.43%；应收账款账龄以 1 年以内的为主，累计计提坏账 8.81 亿元；应收账款前五大欠款方合计欠款金额为 23.91 亿元，占应收账款年末余额比重为 17.65%，集中度一般。

截至 2019 年末，公司预付款项为 47.29 亿元，较年初增长 50.16%，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 126.93 亿元，较年初下降 1.07%，较年初变化不大；存货主要由原材料（占 13.26%）、库存商品（占 11.47%）、在产品与自制半成品（占 12.16%）、工程施工（占 26.46%）、光伏电站（占 13.87%）和开发产品（占 11.79%）构成，累计计提跌价准备 1.80 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动资产为 535.57 亿元，较年初增长 18.28%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 5.96%）、固定资产（占 54.87%）、在建工程（占 16.56%）、无形资产（占 9.51%）和其他非流动资产（占 6.95%）所构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值为 293.87 亿元，较年初增长 14.94%，主要系在建工程转固所致；固定资产主要由房屋建筑物（占 41.67%）和机器设备（占 55.58%）构成，累计计提折旧 99.62 亿元；固定资产成新率为 74.68%，成新率尚可。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 31.91 亿元，较年初增长 58.18%，主要系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）所致。

截至 2019 年末，公司在建工程为 88.68 亿元，较年初增长 0.03%，较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司无形资产为 50.93 亿元，较年初增长 5.06%；无形资产主要由土地使用权（占 66.29%）、采矿及探矿权（占 22.27%）和专有技术（占 7.60%）所构成，累计摊销 15.81 亿元。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 37.24 亿元，较年初增长 162.41%，主要系新能源光伏及风能自营电站建设预付风机等设备款、材料款增加重分类至其他非流动资产科目所致。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 122.04 亿元，占资产总额的比例为 10.88%，受限比例一般。

表 6　截至 2019 年末公司受限资产构成（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	28.88	银行承兑汇票/期货保证金/保函保证金等
应收票据	3.62	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	**122.04**	--

资料来源：公司 2019 年度报告

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 1,167.42 亿元，较年初增长 4.05%。其中，流动资产占 53.23%，非流动资产占 46.77%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，受公司项目贷款增加所致，公司负债规模和债务规模均有所增长，债务结构合理，公司债务负担较重，但仍属可控。

截至 2019 年末，公司负债总额为 679.08 亿元，较年初增长 10.94%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 58.12%，非流动负债占 41.88%。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 394.67 亿元，较年初下降 4.60%。公司流动负债主要由短期借款（占 13.17%）、应付票据（占 25.60%）、应付账款（占 30.09%）、预收款项（占 17.38%）和一年内到期的非流动负债（占 7.01%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 51.99 亿元，较年初下降 20.23%，主要系偿还短期借款所致；公司应付票据为 101.02 亿元，较年初下降 0.99%；公司应付账款为 118.77 亿元，较年初下降 3.83%；公司预收款项为 68.58 亿元，较年初增长 52.21%，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预付款所致；公司一年内到期的非流动负债为 27.67 亿元，较年初下降 45.25%，主要系公司偿还到期银行借款所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 284.41 亿元，较年初增长 43.34%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 81.90%）和应付债券（占 9.85%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 232.94 亿元，较年初增长 47.01%，主要系公司 3.6 万吨/年高纯多晶硅产业升级项目、新能源电站项目及其他项目银行贷款增加所致；长期借款主要由信用借款（占 34.70%）、担保借款（占 18.23%）、质押借款（占 12.84%）和抵押加质押借款（占 28.55）构成。从母公司报表来看，截至 2019 年末，公司本部长期借款 12.60 亿元，较年初下降 22.98%；从期限分布看，公司本部长期借款 2021 年到期 7.62 亿元，2022 年到期 2.98 亿元，2024 年到期 2.00 亿元，2021 年到期偿付规模较大。

截至 2019 年末，公司应付债券为 28.00 亿元，较年初增长 40.00%，主要系公司发行“19 特变 01”和“19 特电 01”所致。其中“19 特电 01”由子公司特变股份发行。“18 特变 01”已于 2020

年 3 月 19 日回售 3.54 亿元，尚存余额 5.46 亿元。截至 2019 年末的公司合并范围下应付债券具体情况如下图所示，公司 2020 年集中偿付压力较大。

表 7　截至 2019 年末公司应付债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	发行日期	债券期限	到期日
17 特变 02	8.00	2017/6/21	3+2	2022/6/21
18 特变 01	9.00	2018/4/4	2+1	2021/4/4
18 特变 02	1.00	2018/4/4	3+2	2020/4/4
19 特变 01	5.00	2019/3/12	3+2	2024/3/12
19 特电 01	5.00	2019/4/8	2+1	2022/4/8
合计	**28.00**	--	--	--

资料来源：联合评级整理

截至 2019 年末，公司全部债务 446.70 亿元，较年初增长 11.13%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占 40.46%，长期债务占 59.54%。短期债务为 180.73 亿元，较年初下降 17.03%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债下降所致。长期债务为 265.97 亿元，较年初增长 44.44%，主要系银行项目贷款增加所致。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 60.53%、50.21%和 37.52%，较年初分别上升 0.43 个百分点、0.49 个百分点和 6.34 个百分点。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为 65.43%、56.40%和 45.28%，较调整前上升 4.90 个百分点、6.18 个百分点和 7.76 个百分点，债务负担进一步加重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 709.61 亿元，较年初增长 4.50%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 460.34 亿元，较年初增长 3.05%，变动不大。其中，短期债务为 204.19 亿元（占 44.36%），较年初增长 12.98%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务为 256.15 亿元（占 55.64%），较年初下降 3.69%。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 60.78%、50.14%和 35.88%，较年初分别上升 0.26 个百分点、下降 0.08 个百分点和下降 1.64 个百分点。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 2020 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 65.50%、56.13%和 43.58%，较调整前分别上升 4.71 个百分点、5.99 个百分点和 7.70 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，以少数股东权益为主，归属于母公司所有者权益中又以其他权益工具和未分配利润为主，所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 442.90 亿元，较年初增长 8.95%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 22.19%，少数股东权益占比为 77.81%。归属于母公司所有者权益 98.27 亿元，主要由其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 55.97、9.55%和 34.27%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 457.81 亿元，较年初增长 3.37%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 23.69%，少数股东权益占比为 76.31%。所有者权益较年初变动不大。

4．盈利能力

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

2019 年，公司实现营业收入 409.33 亿元，较上年下降 5.07%，营业成本为 325.08 亿元，较上年下降 5.93%；实现营业利润 29.82 亿元，较上年增长 1.52%，较上年变化不大。营业利润率为 18.96%，较上年提高 0.45 个百分点，较上年变化不大。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 57.63 亿元，较上年增长 9.99%，主要系财务费用和管理费用增长所致。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 39.73%、33.37%、10.09%和 16.81%。其中，销售费用为 22.90 亿元，较上年增长 8.95%，主要系销售人员薪酬增长所致；管理费用为 19.23 亿元，较上年增长 8.93%；研发费用为 5.81 亿元，较上年增长 0.29%，较上年变化不大；财务费用为 9.68 亿元，较上年增长 22.23%，主要系债务规模增长导致利息支出增加所致。2019 年，公司费用收入比为 14.06%，较上年上升 1.91 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 5.48 亿元，较上年增加 5.64 亿元，主要系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股票上市，按照年末收盘价确认产生投资收益所致，投资收益占营业利润比重为 18.37%，对营业利润有一定贡献；公司实现其他收益 3.68 亿元，较上年下降 4.09%，占营业利润比重为 12.36%，对营业利润有一定贡献；公司实现营业外收入 0.83 亿元，占利润总额比重为 2.82%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 19.06%，较上年提高 0.55 个百分点，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 4.47%、4.02%和 5.77%，较上年分别下降 0.62 个百分点、0.30 个百分点和 1.22 个百分点。公司各盈利指标较上年变动不大，盈利能力保持稳定。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 92.02 亿元，较上年同期增长 0.32%，较上年同期变化不大。实现营业利润 6.09 亿元，较上年同期增长 1.58%；实现净利润 5.77 亿元，较上年同期增长 4.22%，其中，归属于母公司所有者净利润为 0.96 亿元，较上年同期下降 3.39%。

5．现金流

2019 年，公司经营活动产生的现金流净额保持净流入状态，且净流入规模大幅增长，收入实现质量有所提高；由于在建项目持续投入，公司投资活动产生的现金持续净流出，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 514.25 亿元，较上年增长 0.08%，变化不大；经营活动现金流出量为 471.77 亿元，较上年下降 1.67%，变化不大。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入 42.47 亿元，较上年增长 24.86%。2019 年，公司现金收入比为 117.39%，较上年提高 3.38 个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 38.45 亿元，较上年增长 20.69%，主要公司处置相关子公司收到的现金增加所致；投资活动现金流出量为 139.05 亿元，较上年增长 91.82%，主要系公司增加对新能源电站、3.6 万吨/年高纯多晶硅产业升级项目增加投入所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出 100.61 亿元，较上年增长 147.58%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 271.12 亿元，较上年增长 3.00%，变化不大；筹资活动现金流出量为 215.18 亿元，较上年下降 2.41%，变化不大。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入 55.93 亿元，较上年增长 30.91%。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为-7.26 亿元，投资活动现金流量净额为-4.77 亿元，筹资活动现金流量净额为 18.44 亿元，现金及现金等价物净增加额为 16.04 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司长短期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较大以及过往债务履约情况良好，公司整体偿债能力仍属很强。

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 1.37 倍和 1.06 倍提高至 1.49 倍和 1.16 倍，流动资产对流动负债的保障程度有所提高；公司现金短期债务比由年初的 1.21 倍提高至 1.45 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 64.99 亿元，较上年增长 6.20%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 26.09%）、摊销（占 7.79%）、计入财务费用的利息支出（占 20.78%）和利润总额（占 45.34%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 4.38 倍下降至 3.97 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度变化不大；公司 EBITDA 全部债务比较上年无变化，仍为 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2020 年 3 月底，公司重大诉讼或仲裁事项共 3 项，涉案金额合计约 4.05 亿元。

表 8　截至 2020 年 3 月末公司合并范围内重大诉讼情况

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	7,243 万元	2016 年 5 月，最高院开庭审理了此案，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	15,839.63 万元	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 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。截止 2019 年末沈变公司应收嘉祺隆公司工程款项余额为 11,460.75 万元。截止到 2019 年末计提坏账准备 5730.37 万元	计提坏帐准备 5,730.37 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	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	计提坏账准备 9,612.16 万元

		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 年末累计收到清偿款 619.53 万元	

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司合并范围已取得的银行授信总额为1,392.66亿元，其中已用授信额度850.23亿元，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《企业信用报告》（工商注册号：916501002292123357），截至 2020 年 3 月 24 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。

7．母公司偿还概况

公司本部资产规模小，整体债务负担重，集中偿付压力较大，权益稳定性弱；公司本部收入规模很小，利润主要来源于投资收益，盈利能力弱，经营活动现金流呈净流出状态。考虑到持有特变股份和新特能源股票未用于质押，公司本部仍有一定融资空间。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 74.88 亿元，其中流动资产为 20.96 亿元，非流动资产为 53.91 亿元；流动资产主要为货币资金（8.11 亿元）、其他应收款（合计）（7.38 亿元）和存货（1.38 亿元）；非流动资产主要为长期股权投资（50.39 亿元）。

截至 2019 年末，公司本部负债合计 49.15 亿元，其中流动负债为 13.54 亿元，非流动负债为 35.61 亿元；流动负债以应付票据（1.60 亿元）、应付账款（1.33 亿元）、其他应付款（1.75 亿元）和一年内到期的非流动负债（8.53 亿元）为主；非流动负债主要以长期借款（12.60 亿元）和应付债券（23.00 亿元）为主。公司本部债务负担重，应付债券规模大，2020 年存在较大的集中偿付压力。

表 9　截至 2020 年 3 月底公司本部存续债券情况（单位：亿元）

证券代码	证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	回售日
143147.SH	17 特变 01	2017/6/19	2020/6/21	2.00	--
143148.SH	17 特变 02	2017/6/19	2022/6/21	8.00	2020/6/21
101760022.IB	17 特变 MTN001	2017/7/12	2020/7/13	5.00	--
143556.SH	18 特变 01	2018/4/2	2021/4/4	5.46	2020/4/4
143557.SH	18 特变 02	2018/4/2	2023/4/4	1.00	2021/4/4
155235.SH	19 特变 01	2019/3/12	2024/3/14	5.00	2022/3/14
163982.SH	19 特电 Y1	2019/12/24	2022/5/28	5.00	--
102000218.IB	20 特变（疫情防控债）MTN001	2020/3/2	2023/3/2	5.00	2022/3/2
合计				**36.46**	--

资料来源：联合评级整理

截至 2019 年末，公司本部所有者权益合计 25.73 亿元，主要由其他权益工具（10.00 亿元）和未分配利润（12.60 亿元）构成，其中其他权益工具均为永续债。

2019 年，公司本部实现营业收入 6.70 亿元，投资收益 4.55 亿元；实现营业利润 2.22 亿元，利润总额 2.27 亿元，净利润 2.26 亿元。公司本部盈利主要来自于投资收益。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 7.55 亿元和 10.03 亿元，经营活动产生

的现金流量净额为-2.48 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 4.07 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-3.67 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 261.34 亿元，为“17 特变 01”“17 特变 02”“18 特变 01”“18 特变 02”和“19 特变 01”待偿本金合计（21.46 亿元）的 12.18 倍，公司现金类资产对待偿债券的覆盖程度很高；净资产为 442.90 亿元，为“17 特变 01”“17 特变 02”“18 特变 01”“18 特变 02”和“19 特变 01”待偿本金（21.46 亿元）的 20.64 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，2019 年，公司 EBITDA 为 64.99 亿元，为“17 特变 01”“17 特变 02”“18 特变 01”“18 特变 02”和“19 特变 01”待偿本金（21.46 亿元）的 3.03 倍，公司 EBITDA 对待偿债券覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 514.25 亿元，为“17 特变 01”“17 特变 02”“18 特变 01”“18 特变 02”和“19 特变 01”待偿本金（21.46 亿元）的 23.96 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，公司对“17 特变 01”“17 特变 02”“18 特变 01”“18 特变 02”和“19 特变 01”的偿还能力很强。

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。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，光伏行业产能过剩，公司海外市场风险较大，公司本部债务负担重以及权益结构稳定性较弱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“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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	921.18	1,018.60	1,121.97	1,167.42
所有者权益（亿元）	354.11	406.50	442.90	457.81
短期债务（亿元）	208.60	217.83	180.73	204.19
长期债务（亿元）	150.94	184.14	265.97	256.15
全部债务（亿元）	359.54	401.97	446.70	460.34
营业收入（亿元）	412.25	431.19	409.33	92.02
净利润（亿元）	28.01	26.56	24.49	5.77
EBITDA（亿元）	56.51	61.20	64.99	--
经营性净现金流（亿元）	15.39	34.02	46.09	-5.83
应收账款周转次数（次）	3.76	3.42	3.14	--
存货周转次数（次）	2.33	2.57	2.52	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.44	0.38	0.08
现金收入比率（%）	112.88	114.02	117.39	99.13
总资本收益率（%）	5.51	5.10	4.47	--
总资产报酬率（%）	4.73	4.32	4.02	--
净资产收益率（%）	8.75	6.98	5.77	1.28
营业利润率（%）	20.37	18.51	18.96	19.76
费用收入比（%）	12.97	12.15	14.06	12.96
资产负债率（%）	61.56	60.09	60.53	60.78
全部债务资本化比率（%）	50.38	49.72	50.21	50.14
长期债务资本化比率（%）	29.89	31.18	37.52	35.88
EBITDA 利息倍数（倍）	5.63	4.38	3.97	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.15	0.15	--
流动比率（倍）	1.34	1.37	1.49	1.43
速动比率（倍）	0.99	1.06	1.16	1.17
现金短期债务比（倍）	1.10	1.21	1.45	1.23
经营现金流动负债比率（%）	3.83	8.22	11.68	-1.34
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.63	2.85	3.03	--

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. 2020 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；5. EBITDA 待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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-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+研发费用）/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