

信用评级公告

联合〔2023〕4789号

联合资信评估股份有限公司通过对特变电工股份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，确定维持特变电工股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 特变债 01/20 特变 Y1”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十一日

特变电工股份有限公司 2023 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
特变电工股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 特变债 01/20 特变 Y1	AAA	稳定	AAA	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
*20 特变债 01/20 特变 Y1	5 亿元	5 亿元	2023/11/10

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：2023 年 6 月 21 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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
		指示评级		
个体调整因素：			--	
个体信用等级			aaa	
外部支持调整因素：			--	
评级结果			AAA	

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，特变电工股份有限公司（以下简称“公司”或“特变电工”）作为变压器生产龙头企业和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。2022 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”）也关注到原材料价格波动加大了公司成本管控难度；公司应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用；在建及拟建项目资金需求较大，公司面临一定的资金支出压力等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

公司经营活动净现金流和 EBITDA 对“20 特变债 01/20 特变 Y1”的保障程度很强。

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、自持光伏及风电站装机规模及发电量将进一步提升，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 AAA，维持“20 特变债 01/20 特变 Y1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **行业地位优势明显。**跟踪期内，公司继续保持在输变电领域的优势地位，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 2022 年底，公司自持光伏装机容量 655.45MW，风力发电站装机容量 1949.50MW，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. **多晶硅产品竞争优势明显。**2022 年，公司内蒙古 10 万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济建设项目已达产，准东 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济一期 10 万吨项目已开工建设，多晶硅产销量同比均显著增长，随着多晶硅建设项目的陆续完工，多晶硅产品竞争优势有望进一步提升。

4. **公司经营情况良好，经营活动现金净流入规模扩大。**2022 年，公司整体经营情况良好，营业总收入和利润

分析师：刘 哲 李敬云

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

总额同比均大幅增长；经营活动现金流净额为 217.52 亿元，同比增长 91.51%。

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比重较高；2022 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 2022 年底，应收账款和存货（含合同资产）合计为 314.03 亿元，占流动资产比例为 45.67%，对营运资金形成占用。

3. **在建及拟建项目建设资金需求较大，公司面临一定的资金支出需求。**公司重大在建、拟建项目多为新能源及能源产业项目，合计预算投资总额 195.76 亿元，未来尚需资金 90.70 亿元，项目资金需求较大，公司面临一定的资金支出需求。

4. “20 特变债 01/20 特变 Y1”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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	235.57	259.94	206.35	241.42
资产总额(亿元)	1094.94	1355.86	1703.34	1800.02
所有者权益(亿元)	465.97	605.22	801.60	865.05
短期债务(亿元)	199.03	206.29	227.62	239.66
长期债务(亿元)	221.18	267.06	257.71	268.75
全部债务(亿元)	420.21	473.35	485.33	508.41
营业总收入(亿元)	441.66	690.32	960.03	262.87
利润总额(亿元)	36.62	118.32	265.45	79.26
EBITDA(亿元)	75.68	170.26	324.12	--
经营性净现金流(亿元)	52.58	113.58	217.52	65.38
营业利润率(%)	19.42	27.28	37.20	36.60
净资产收益率(%)	6.86	16.68	28.51	--
资产负债率(%)	57.44	55.36	52.94	51.94
全部债务资本化比率(%)	47.42	43.89	37.71	37.02
流动比率(%)	130.71	140.76	120.52	127.69
经营现金流动负债比(%)	13.37	24.61	38.13	--
现金短期债务比(倍)	1.18	1.26	0.91	1.01
EBITDA 利息倍数(倍)	5.00	10.86	20.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.55	2.78	1.50	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	436.35	470.40	523.59	538.71
所有者权益(亿元)	270.22	273.59	272.86	295.55

全部债务(亿元)	102.09	101.19	108.44	111.14
营业总收入(亿元)	64.91	82.86	101.71	28.92
利润总额(亿元)	8.48	14.78	30.50	32.28
资产负债率(%)	38.07	41.84	47.89	45.14
全部债务资本化比率(%)	27.42	27.00	28.44	27.33
流动比率(%)	170.91	155.90	91.81	94.54
经营现金流动负债比(%)	6.63	5.92	15.61	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 根据《企业会计准则第 20 号-企业合并》中同一控制企业合并有关规定，对同期数据进行了追溯调整，因此本报告中 2021 年所列示财务数据采用追溯调整后数据，2020 年财务数据采用当期审计数据；3. 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；4. 所有者权益中包含公司发行的多期永续债券；5. 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：

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
20 特变债 01/20 特变 Y1	AAA	AAA	稳定	2022/06/02	刘哲、 高佳悦	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（V3.1.202204）	阅读原文
20 特变债 01/20 特变 Y1	AAA	AAA	稳定	2020/09/24	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）	阅读原文

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特变电工股份有限公司（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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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。

特变电工股份有限公司 2023 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”）关于特变电工股份有限公司（以下简称“公司”或“特变电工”）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

公司是 1993 年 2 月 26 日经新疆维吾尔自治区股份制试点联审小组批准（新体改（1993）095 号批文），以定向募集方式设立的股份有限公司。1997 年 6 月，公司在上海证券交易所上市（股票代码：600089.SH），股本为 8168 万元。后经多次增资扩股、股权激励等，截至 2022 年底，公司注册资本和实收资本均为 38.85 亿元，第一大股东新疆特变电工集团有限公司（以下简称“特变集团”）持股比例为 11.50%，第二大股东新疆宏联创业投资有限公司（以下简称“新疆宏联”）持股比例为 6.54%，前两大股东之间部分股东及董事有重合，存在关联关系。自然人张新直接及间接持有特变集团共计 64.12% 股权，为公司实际控制人。

2022 年，公司主营业务较上年未发生重大变化。

截至 2022 年底，公司本部内设工程管理部、国际市场部、国内市场部、经营管理部、财务部、科技部等多个职能部门，拥有控股子公司 39 家，主要子公司包括：特变电工沈阳变压器集团有限公司、特变电工衡阳变压器有限公司、天津市特变电工变压器有限公司、特变电工山东鲁能泰山电缆有限公司、特变电工（德阳）电缆股份有限公司、新特能源股份有限公司（以下简称“新特能源”）、新疆天池能源有限责任公司（以下简称“天池能源”）和新疆众和股份有限公司（以下简称“新疆众和”）等。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1703.34 亿元，所有者权益 801.60 亿元（含少数股东权

益 224.64 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 960.03 亿元，利润总额 265.45 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1800.02 亿元，所有者权益 865.05 亿元（含少数股东权益 246.72 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 262.87 亿元，利润总额 79.26 亿元。

公司注册地址：新疆昌吉州昌吉市北京南路 189 号；法定代表人：张新。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 5 月底，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 2023 年 5 月底公司存续债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
*20 特转债 01/20 特变 Y1	5.00	5.00	2020/11/10	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

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同

比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》。

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，上游原材料价格下行后迎来大幅上涨，一定程度上加大了电力设备制造企业的成本控制难度。

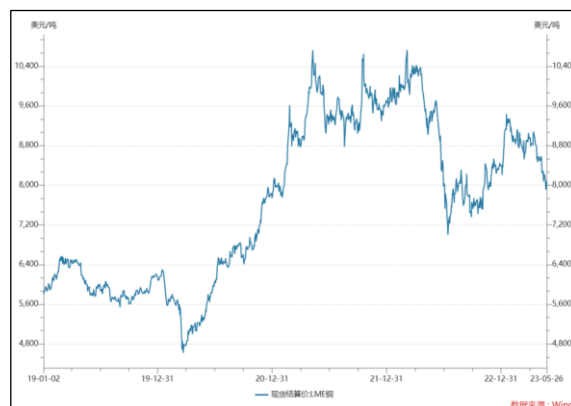
电力设备制造行业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力消费需求来看，2022 年，全国全社会用电量 8.64 万亿千瓦时，同比增长 3.6%。其中，第一产业用电量 1146 亿千瓦时，同比增长 10.4%；第二产业用电量 5.70 万亿千瓦时，同比增长 1.2%；第三产业用电量 1.49 万亿千瓦时，同比增长 4.4%。电力供应方面，截至 2022 年底，全国全口径发电装机容量 25.6 亿千瓦，同比增长 7.8%。其中，非化石能源发电装机容量 12.7 亿千瓦，同比增长 13.8%，占总装机比重上升至 49.6%，同比提高 2.6 个百

分点，电力延续绿色低碳转型趋势。2022 年，全国规模以上工业企业发电量 8.39 万亿千瓦时，同比增长 2.2%，其中全口径非化石能源发电量同比增长 8.7%，占总发电量比重为 36.2%，同比提高 1.7 个百分点。全口径煤电发电量同比增长 0.7%，占全口径总发电量的比重为 58.4%，同比降低 1.7 个百分点，煤电仍是当前我国电力供应的最主要电源。2022 年，电源完成投资 7208 亿元，同比增长 22.8%，其中非化石能源发电投资占电源投资比重达到 87.7%；电网工程建设投资完成 5012 亿元，同比增长 2.0%。整体看，2022 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)



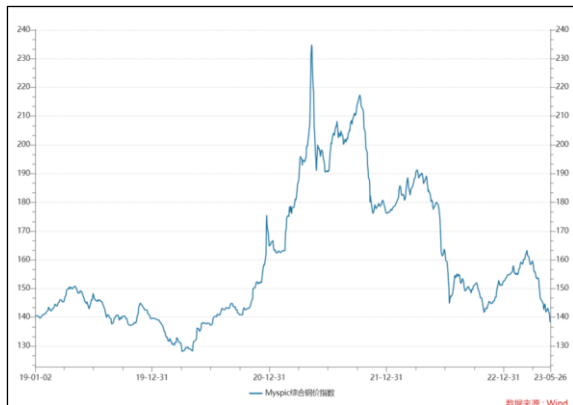
资料来源：Wind

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，于 2021 年 5 月 10 日上涨至 10724 美元/吨后高位震荡，后于 2022 年 3 月 7 日开始回落至 7000 美元/吨后维持震荡态势；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，于 2022 年 3 月上涨至 3966 美元/吨后逐步回落，在 2128 美元/吨维持震荡态势。

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，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 2023 年 5 月份 140 附近。

图 2 2019 年以来 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind

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. 光伏制造

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。2022 年，得益于多重因素刺激，多晶硅料价格同比上涨并维持高位。未来随着新增产能的陆续投产，硅料价格有望回落。在“双碳”战略指引下，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，行业竞争持续加剧，部分企业加速向上下游环节延伸发展，行业垂直一体化趋势持续增强。

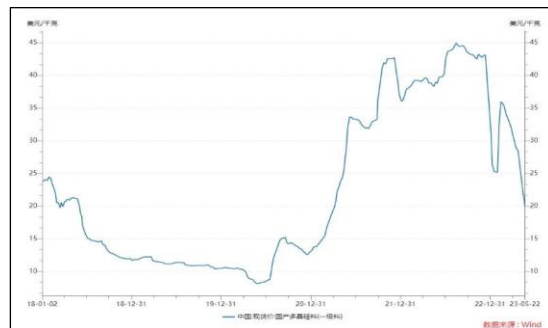
太阳能光伏产业属于战略性新兴产业，易受国家产业政策、补贴政策、宏观经济状况、产

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。2022 年，我国光伏组件产量连续 16 年位居全球首位；多晶硅产量连续 12 年位居全球首位；光伏新增装机量连续 10 年位居全球首位，累计装机容量连续 8 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。2022 年，我国多晶硅产量为 82.7 万吨，同比增长 63.7%；受俄乌冲突刺激能源转型加速，全球光伏终端装机需求超预期，高纯晶硅产品供不应求，价格同比上涨并维持高位；同时多晶硅由于产能缺口最大，价格同比涨幅最高（对比硅片、电池和组件）。同时，也需关注到在行业供需错配、技术变迁及需求攀升等多重因素影响下，行业外企业大量跨界布局，行业内企业扩产或产业链延伸提速，市场竞争加剧。2023 年 3 月份以来，在新增硅料产能持续释放的同时，硅片企业库存仍然处于高位，采购意愿偏低进一步导致硅料企业库存上升，多晶硅硅料价格持续下降，2023 年 5 月 23 日降低至 20 美元/千克。预计 2023 年下半年，随着硅料企业新建产能逐渐释放，硅料价格或将持续下降。

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。2022 年，全国组件产量达到 288.7GW，同比增长 58.8%。其中，排名前五企业产量占国内组件总产量的 61.4%，行业集中度高。在“碳达峰”“碳中和”战略指引下，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，为降低自身上下游供销风险，巩固产业链竞争优势，部分企业加速向上下游环节延伸发展，行业垂直一体化趋势持续增强。在此背景下，头部企业依靠领先的技术研发能力、管理运营经验和人才资源储备，具备较强的抗风险能力，在自身产能扩张过程中或将持续保持市场地位及竞争优势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年底，公司注册资本和实收资本均为 38.85 亿元，第一大股东特变集团持股比例为 11.50%，第二大股东新疆宏联持股比例为 6.54%（已质押 0.64 亿股，占其所持公司股份总数的 25.18%），前两大股东之间部分股东及董事有重合，存在关联关系。自然人张新直接及间接持有特变集团共计 64.12% 股权，为公司实际控制人。

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、新能源工程项目经验丰富。

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。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。

公司新材料产业形成了“能源-（一次）高纯铝-高纯铝/合金产品-电子铝箔-电极箔”电子新材料循环经济产业链，上下游产品紧密衔接。通过一体化管理促进系统资源优化配置，公司完整的业务体系优势明显。

（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的经验。

（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。

公司内蒙古 10 万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济建设项目已达产，准东 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济一期 10 万吨项目已开工建设，上述项目均采用高效、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

公司推动准东大型煤炭煤电基地建设，构建煤炭、煤电、铁路物流为一体的产业链，通过实施南露天煤矿及将军戈壁二号露天煤矿扩产升级改造工程，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 2022 年底，南露天煤矿产能 4000 万吨/年、将二矿产能 3000 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 坑口电站项目及已开工建设的若羌 2×350MW 热电联产项目，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信用报告（统一社会信用代码：91650000299201121Q），截至 2023 年 5 月 20 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类记录，已结清信贷信

息中存在 1 笔关注类票据贴现，系银行系统操作失误所致。

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，公司无逾期或违约记录，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，公司法人治理结构和主要管理制度未发生重大变化，部分高级管理人员有所变动。原董事王涛、原监事宋磊因工作变动原因离任，公司选举徐永华任监事，张宏中为董事，并聘任刘文山、赵微和李丹为公司副总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司主营业务收入同比大幅增长，输变电业务、新能源产业及工程和煤炭产品等主业发展良好，主营业务毛利率显著提升。

跟踪期内，公司在保持输变电产业稳定发展的基础上，持续推进多元化转型，能源、新能源业务快速发展，同时将新疆众和纳入合并范围，新增铝电子新材料及合金制品业务。

2022 年，公司实现主营业务收入 941.72 亿元，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。从收入构成看，2022 年，公司变压器产品收入同比增长 23.94%，电线电缆产品收入同比增长 13.89%，主要系输变电行业需求增加及公司加大市场开拓力度所致；输变电成套工程收入同比增长 25.48%，主要系国际成套项目工程进度加快，按工程进度确认的收入增加所致；新能源产业及工程收入同比增长 72.13%，主要系多晶硅销量增加，销售均价上涨所致；煤炭产品收入同比增长 88.62%，主要系煤炭产品销量增加，销售均价上涨所致；发电业务收入同比增长 13.32%，主要系公司新能源 BOO 电站规模增加，发电量增加所致；铝电子新材料及合金制品

业务为公司新纳入合并业务；贸易和其他收入占比较小。

毛利率方面，2022 年，公司主营业务毛利率同比提高 10.14 个百分点。分板块看，变压器产品毛利率同比小幅下降，主要系产品结构变化、运费增加及原材料价格波动影响所致；电线电缆产品毛利率同比变动不大；输变电成套工程毛利率同比小幅下降，主要系市场竞争加剧，公司部分开工项目毛利率较低所致；新能源产业及工程毛利率同比大幅提升，主要系多晶硅

销量增加，销售均价上涨所致；发电业务毛利率同比变动不大；煤炭产品毛利率同比有所提升，主要系煤炭产品销量增加，销售均价上涨所致；铝电子新材料及合金制品业务毛利率同比变动不大。

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 262.87 亿元，同比增长 37.04%，主要系公司多晶硅产品、煤炭产品销量增加所致；同期，公司综合毛利率为 38.16%，同比变动不大。

表 3 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 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	109.28	25.20	17.81	109.15	16.15	18.73	135.28	14.37	15.88
电线电缆产品	73.59	16.97	11.16	89.75	13.28	8.57	102.22	10.85	9.43
输变电成套工程	21.72	5.01	24.80	33.31	4.93	16.33	41.79	4.44	13.42
输变电业务合计	204.59	47.17	16.16	232.21	34.36	14.46	279.29	29.66	13.15
新能源产业及工程	121.85	28.09	15.55	199.69	29.55	40.16	343.72	36.50	57.82
发电业务	30.93	7.13	44.78	39.83	5.89	56.98	45.14	4.79	57.55
煤炭产品	54.28	12.52	34.69	92.52	13.69	43.55	174.50	18.53	47.63
黄金	--	--	--	3.71	0.55	67.40	5.53	0.59	61.26
物流贸易	11.53	2.66	1.55	42.12	6.23	3.36	21.83	2.32	5.04
铝电子新材料及合金制品	--	--	--	56.02	8.29	16.45	57.50	6.11	20.12
其他	10.53	2.43	30.12	9.76	1.44	28.50	14.21	1.51	23.34
合计	433.71	100.00	20.30	675.86	100.00	28.51	941.72	100.00	38.65

注：2021 年经营数据为追溯调整后数据

资料来源：公司提供

2. 输变电设备业务

2022 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，产能利用率有所提升。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；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。2022 年，受宏观经济周期波动、市场供求以及投机炒作的影响，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波动影响。

变压器产品生产方面，截至 2022 年底，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，主要系新建产能投产以及存量产能扩产所致；产量有所增长，主要系新能源市场需求上涨所致；变压器产能利用率有所提升。

表 4 公司变压器、电线电缆生产情况

产品类别	2020 年			2021 年			2022 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	2.60	2.20	2.50	2.30	2.20	2.70	2.69	2.62
电线电缆产品									
裸线类产品（万吨）	11.21	8.40	8.40	11.21	4.63	4.98	13.64	7.96	7.66
电缆类产品（万 km）	50.00	54.21	54.91	64.91	52.93	56.01	67.75	58.41	57.88

资料来源：公司提供

电线电缆产品生产方面，截至 2022 年底，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。2022 年，公司电缆类产品产能均有所提升，主要系新技改填平补齐所致；裸线类产品产量大幅提升，主要系国家特高压项目启动，导线需求增加所致；电缆类产品产量有所增长，主要系数字化技改后市场签约规模提升所致。

2022 年，公司输变电产品销售模式、结算方式等未发生重大变化。国内销售结算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。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，2022 年，变压器和电缆类产品综合产销率分别为 97.40%和 98.75%。

3. 输变电成套工程业务

2022 年，公司国际项目工程建设进度加快，输变电成套工程业务收入同比增长。

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。2022 年，输变电成套工程收入同比增长，主要系公司输变电国际成套项目工程进度加快，按工程进度确认的收入增加所致。

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。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，项目回款主要以美元为主。

截至 2022 年底，公司在建期的重大建设承包项目等如下表所示：

表 5 截至 2022 年底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
2016	赞比亚	赞比亚 KASAM-NAKONDE 输变电项目	2.88	2025
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	2023
2020	孟加拉	孟加拉 PGCB-230kV 线路项目	1.04	2023
合计			22.55	--

资料来源：公司提供

4. 新能源业务

2022 年，公司多晶硅产品价格及产销量同比均有所增长；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。

2022 年，受供求关系影响，多晶硅市场销售均价较上年增长约 58%至 23.75 万元/吨。2022 年，新特能源多晶硅产能为 13.87 万吨/每年，产量为 12.59 万吨，产量同比增长 60.98%，内蒙古新特 10 万吨多晶硅项目在 2022 年下半年投产初期因处于产能爬坡阶段，产能未能完全释放。

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。

2022 年，新特能源多晶硅销量为 10.67 万吨，产销率为 84.75%。多晶硅销售价格随市场整体的供需变化而变化，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收益。

2022 年，公司完成并确认收入的风能及光伏建设项目装机约 2.30GW。截至 2022 年底，公司自持光伏装机容量 655.45MW，较上年底增加 125.45MW，2022 年实现总发电量 88933.57 万千瓦时，同比增长 5.91%；公司自持风力发电装机容量 1949.50MW，较上年底增加 224.50MW，2022 年实现总发电量 445267.06 万千瓦时，同比增长 40.95%。

5. 能源业务

2022 年，公司煤炭及发电业务收入均同比增长，盈利能力有所增强，逐步成为公司新的利润增长点。

公司能源业务主要涉及煤炭勘探、开发与电力生产、销售，主要经营实体为天池能源和特变电工新疆能源有限公司。

（1）煤炭

煤炭开发业务是公司煤电、硅、太阳能、新能源产业链的重要组成部分，是公司参与“疆电东送”“西气东输”“疆煤东运”工程的重要能源基地。截至目前，公司拥有帐篷沟南露天煤矿和奇台县将军戈壁两个区块的采矿权证与安全生产许可证，其中，南露天煤矿（吉木萨尔区块）位于准东煤田大井矿区，预测储量 41 亿吨；将军戈壁煤矿预测储量 85 亿吨。截至 2022 年底，南露天煤矿产能 4000 万吨/年、将二矿产能 3000 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。随着准东-华东±1100kV 特高压输电线路投运、准东电源基地的建设，煤炭市场需求有望扩大，煤炭板块或将成为公司新的经济增长点。

（2）电力

新疆地区煤炭资源丰富，被列为国家第十四个煤炭基地，通过建设坑口电站，实现“疆电东送”。截至 2022 年底，南露天煤矿、将二矿昌吉 2×350MW 热电联产项目、新疆准东五彩湾北一电厂 2×660MW 项目目前均已建成投产。

2022 年，公司共完成发电量 232.76 亿千瓦时，同比增长 6.64%，主要系公司内蒙古锡盟和新疆准东特高压基地风电项目 2021 年陆续并网发电，2022 年全年发电所致。2022 年，公司上网电量同比增长 6.59%至 215.87 亿千瓦时。

未来，公司将通过煤炭生产、销售服务，打造准东地区千万吨级大型煤炭生产基地、大型现代化煤电基地、大型煤炭能源企业，同时依托准东地区煤炭资源优势，构建准东煤矿、煤电、铁路一体化格局，实现资源的就地转化和产业链式发展，致力于将新疆丰富的煤电资源优势转换为高新技术产品在国内、国外两个市场的竞争优势。

6. 新材料业务

2022 年，公司将新疆众和纳入合并范围，新增新材料业务，当年业绩表现稳定。

2022 年，公司将新疆众和纳入合并范围，新增新材料业务。公司新材料业务主要产品包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品，其经营模式为实行“以销定产”的订单生产模式，主要根据与客户的订单和生产经营计划来组织当期的生产，销售区域以国内销售为主，对外出口为辅。2022 年，公司新材料业务实现收入 57.50 亿元，同比增长 2.65%。

7. 在建项目

考虑到公司主要在建及拟建项目未来仍面

临较大规模的资本支出，公司存在一定的对外融资需求。

截至 2022 年底，公司主要在建工程中包含准东 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济一期 10 万吨项目、天池能源公司 10 万吨/年工业硅项目等，合计预算投资总额 143.94 亿元；另外，考虑到公司特变电工智慧园区等 3 个拟建项目，公司主要在建及拟建项目未来尚需投入资金 90.70 亿元，项目资金需求较大，公司面临一定的资金支出需求。

表 6 截至 2022 年底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
杜尚别金矿项目	16.32	85%	101.26%	--
武清产业园项目	18.31	85%	62.78%	6.81
准东 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济一期 10 万吨项目	93.50	83%	81.44%	17.35
天池能源公司 10 万吨/年工业硅项目	15.81	10%	6.90%	14.72
合计	143.94	--	--	38.88

资料来源：公司提供

表 7 截至 2023 年 3 月底公司主要拟建工程项目（单位：亿元）

项目名称	预算金额
将军戈壁一号露天煤矿一期 400 万吨项目	10.86
准东大井矿区南露天煤矿及准东西黑山矿区将军戈壁二号露天煤矿升级改造项目	24.08
特变电工智慧园区项目	16.88
合计	51.82

资料来源：公司提供

8. 经营效率

公司作为大型能源装备制造企业，产品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。

2022 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 4.25 次、4.96 次和 0.63 次。从同业对比看，公司经营效率处于行业中上游水平。

表 8 2022 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	3.83	2.38	0.81
平高电气	3.44	1.61	0.50
中国西电	2.56	2.08	0.46
特变电工	3.92	7.56	0.65

资料来源：Wind

9. 未来发展

公司加快由制造业向制造服务业升级转型的步伐，致力于打造成全球信赖的能源服务商。

公司秉承“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念，积极开拓国内外市场，致力于为客户提供绿色科技、智能环保、可靠高效的产品和服务，加快由制造业向制造服务业升级转型的步伐，培育新的经济增长点，通过科技创新不断激发公司发展新的生机和活力，全力将公司打造成全球信赖的能源服务商。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 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2023年一季度财务数据未经审计。

2022年,公司合并范围内新增子公司4家,减少1家。由于2022年度公司将新疆众和新增纳入合并范围,根据《企业会计准则第20号-企业合并》中同一控制企业合并有关规定,公司对同期数据进行了追溯调整。为增强数据可比性,本报告中2021年财务数据采用追溯调整后数据。

截至2022年底,公司合并资产总额1703.34亿元,所有者权益801.60亿元(含少数股东权益224.64亿元);2022年,公司实现营业收入960.03亿元,利润总额265.45亿元。

截至2023年3月底,公司合并资产总额1800.02亿元,所有者权益865.05亿元(含少数股东权益246.72亿元);2023年1-3月,公司实现营业总收入262.87亿元,利润总额79.26亿元。

2. 资产质量

截至2022年底,公司资产规模有所增长,以非流动资产为主;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2022年底,公司合并资产总额较上年底增长25.63%,主要系非流动资产增长所致。其中,流动资产占40.37%,非流动资产占59.63%。

表9 公司资产主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	649.70	47.92	687.60	40.37	757.85	42.10
货币资金	209.48	32.24	162.44	23.62	206.26	27.22
应收账款	128.98	19.85	127.14	18.49	143.35	18.92
预付款项	48.78	7.51	55.19	8.03	65.87	8.69
存货	97.52	15.01	140.11	20.38	150.05	19.80
非流动资产	706.16	52.08	1015.74	59.63	1042.16	57.90
固定资产	469.63	66.50	577.61	56.87	582.28	55.87
在建工程(合计)	63.09	8.93	151.26	14.89	168.79	16.20
无形资产	60.05	8.50	118.32	11.65	116.68	11.20
资产总额	1355.86	100.00	1703.34	100.00	1800.02	100.00

注:流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例;流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计;非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计

数据来源:公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底,公司流动资产687.60亿元,较上年底增长5.83%,主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。

截至2022年底,公司货币资金较上年底下降22.46%。受限货币资金40.75亿元,主要为银行承兑汇票等各类保证金。

截至2022年底,公司应收账款账面价值较上年底下降1.43%。从账龄来看,应收账款期末余额主要以1年以内(占64.68%)、1至2年(占19.55%)和2至3年(占6.84%)为主,

累计计提坏账19.28亿元,计提比例为13.17%;应收账款期末余额前五大欠款方合计金额为35.33亿元,占比为24.12%,集中度较低。

截至2022年底,公司预付款项较上年底增长13.15%,主要系公司销售规模扩大,生产经营所需的原材料增加,铜、铝、硅钢等大宗原材料预付款增加所致。

截至2022年底,公司存货较上年底增长43.68%,主要系原材料和库存商品增加所致。存货构成方面,主要由原材料(占28.60%)、库存商品(占33.25%)、在产品及自制半成品

(占 20.81%)和新能源电站(占 8.31%)构成,计提跌价准备 3.94 亿元。

(2) 非流动资产

截至 2022 年底,公司非流动资产较上年底增长 43.84%,主要系固定资产、在建工程 and 无形资产快速增长所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

截至 2022 年底,公司固定资产较上年底增长 22.99%,主要系在建工程转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物(占 34.51%)和机器设备(占 63.70%)构成,累计计提折旧 203.50 亿元,成新率 72.91%,成新率尚可。

截至 2022 年底,公司在建工程(合计)较上年底增长 139.73%,主要系增加对年产 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济建设项目(一期)以及多个新能源自营电站项目投资建设所致。

截至 2022 年底,公司无形资产较上年底增长 97.02%,主要系子公司天池能源购买采矿权所致。无形资产主要由土地使用权(占 32.75%)和采矿权及探矿权(占 58.79%)构成,累计摊销 31.69 亿元。

截至 2022 年底,公司受限资产合计 284.52 亿元,占资产总额的比重为 16.70%,受限比例较低。

表 10 截至 2022 年底公司资产受限情况

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	40.75	2.39	银行承兑汇票保证金/保函保证金/环境恢复治理保障基金等
应收票据	6.79	0.40	用于票据池的质押票据
应收款项融资	7.22	0.42	用于票据池的质押票据
应收账款	27.13	1.59	质押借款/保理借款
存货	5.99	0.35	银行借款抵押保证
固定资产	156.06	9.16	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证

表 11 公司负债主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	461.56	61.49	570.50	63.27	593.51	63.48
应付票据	133.68	28.96	137.82	24.16	160.60	27.06
应付账款	137.83	29.86	209.39	36.70	230.65	38.86
合同负债	48.87	10.59	66.77	11.70	60.23	10.15

在建工程	31.08	1.82	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
无形资产	3.26	0.19	银行借款抵押保证
其他流动资产	6.25	0.37	期货保证金
合计	284.52	16.70	--

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至 2023 年 3 月底,公司合并资产总额较上年底增长 5.68%。资产构成方面,流动资产占 42.10%,非流动资产占 57.90%。资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年底,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较高,所有者权益稳定性一般。

截至 2022 年底,公司所有者权益 801.60 亿元,较上年底增长 32.45%,主要系未分配利润和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 71.98%,少数股东权益占比为 28.02%。在归属于母公司所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占 6.73%、20.79% 和 59.32%。公司权益稳定性一般。

截至 2023 年 3 月底,公司所有者权益 865.05 亿元,较上年底增长 7.91%。权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

截至 2022 年底,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 2022 年底,公司负债总额较上年底增长 20.13%,主要系流动负债增长所致。其中,流动负债占 63.27%,非流动负债占 36.73%。公司负债以流动负债为主。

一年内到期的非流动负债	46.71	10.12	65.63	11.50	62.21	10.48
非流动负债	289.08	38.51	331.23	36.73	341.46	36.52
长期借款	259.67	89.83	249.63	75.36	260.76	76.37
长期应付款	6.25	2.16	50.29	15.18	48.85	14.31
负债总额	750.64	100.00	901.74	100.00	934.97	100.00

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2022 年底，公司流动负债较上年底增长 23.60%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。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 2022 年底，公司应付票据较上年底增长 3.10%，主要是收入增长，票据结付使用量增加所致。公司应付票据主要以银行承兑汇票（占 91.28%）为主。

截至 2022 年底，公司应付账款较上年底增长 51.91%，主要系公司投资建设准东一期 10 万吨多晶硅低碳绿色循环经济项目等项目，应付供应商的款项增加所致。从账龄来看，公司应付账款账龄在一年以内的占 77.12%。

截至 2022 年底，公司合同负债较上年底增长 36.63%，主要系预收销货款增长所致。

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 40.49%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底增长 14.58%，主要系长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。

截至 2022 年底，公司长期借款较上年底下降 3.87%。其中，信用借款占 35.55%、担保借款占 5.68%、抵押、质押及抵押加质押借款占 58.77%。

截至 2022 年底，公司长期应付款较上年底增长 704.34%，主要系新增应付采矿权购置款所致。

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务 485.33 亿元，较上年底增长 2.53%。债务结构方面，短期债务占 46.90%，长期债务占

53.10%。从债务指标来看，截至 2022 年底，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 52.94%、37.71%和 24.33%。若将永续债计入长期债务，公司调整后资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.94%、40.35%和 27.54%。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 3.69%。其中，流动负债占 63.48%，非流动负债占 36.52%。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 508.41 亿元，较上年底增长 4.76%。债务结构方面，短期债务占 47.14%，长期债务占 52.86%。从债务指标来看，截至 2023 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 51.94%、37.02%和 23.70%。

4. 盈利能力

2022 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。

2022 年，公司营业总收入同比增长 39.07%，利润总额同比增长 124.36%，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。公司整体经营情况良好。

从期间费用看，2022 年，公司费用总额为 75.61 亿元，同比增长 5.91%，主要系管理费用增长所致。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 30.31%、41.23%、16.89%和 11.57%。其中，管理费用为 31.17 亿元，同比增长 14.98%，主要系职工薪酬、折旧及资产摊销增长所致。2022 年，公司期间费用率为 7.88%，同比下降 2.47 个百分点，公司费用控制能力较好。

2022 年，公司实现其他收益 4.03 亿元，主要为各类补助；公允价值变动收益为 -4.37 亿元，

主要系年末确认对南方电网综合能源股份有限公司投资的公允价值变动损益所致；资产减值损失 6.49 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 9.67 亿元，主要由应收账款坏账损失构成。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	690.32	960.03
利润总额（亿元）	118.32	265.45
营业利润率（%）	27.28	37.20
总资本收益率（%）	10.69	18.88
净资产收益率（%）	16.68	28.51

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 9.92 个百分点、8.19 个百分点和 11.82 个百分点。

与所选公司比较，公司各项盈利指标均高于同业公司。从行业看，公司整体盈利水平处于行业上游。

表 14 2022 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	19.04	5.89	8.89
平高电气	17.59	2.03	3.08
中国西电	16.43	2.27	3.11
特变电工	38.59	16.43	28.51

资料来源：Wind

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 262.87 亿元，同比增长 53.38%；实现利润总额 79.26 亿元，同比增长 59.07%，主要系公司多晶硅产品、煤炭产品销量增加所致。

5. 现金流

2022 年，公司经营活动现金流入及净流量同比均大幅增长，但考虑到公司存在持续性且规模较大的资本支出，公司存在一定对外融资需求。

表 15 公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	730.78	1050.05	270.01

经营活动现金流出小计	617.20	832.54	204.63
经营现金流量净额	113.58	217.52	65.38
投资活动现金流入小计	48.74	79.16	15.50
投资活动现金流出小计	160.70	306.96	42.21
投资活动现金流量净额	-111.96	-227.80	-26.71
筹资活动前现金流量净额	1.62	-10.28	38.67
筹资活动现金流入小计	207.15	177.74	41.93
筹资活动现金流出小计	217.79	219.72	37.72
筹资活动现金流量净额	-10.64	-41.97	4.21
现金收入比（%）	101.90	106.28	99.73

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入同比增长 43.69%，经营活动现金流出同比增长 34.89%，主要系经营规模扩大所致。2022 年，公司经营活动现金净流入 217.52 亿元，同比增长 91.51%。2022 年，公司现金收入比为 106.28%，同比提高 4.38 个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入同比增长 62.39%，主要系公司购买的结构性存款到期回收所致；投资活动现金流出同比增长 91.01%，主要系公司投资建设内蒙古 10 万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济建设项目、准东一期 10 万吨多晶硅低碳绿色循环经济项目、新能源运营电站及其他投资项目支付的款项增加所致。2022 年，公司投资活动现金净流出规模有所扩大。公司筹资活动前现金流量净额为-10.28 亿元。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入同比下降 14.19%；筹资活动现金流出同比增长 0.89%。2022 年，公司筹资活动现金净流出 41.97 亿元。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流入量为 270.01 亿元，经营活动现金流量净额为 65.38 亿元；投资活动现金流量净额为-26.71 亿元；筹资活动现金流量净额为 4.21 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，公司整体偿债能力极强。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	140.76	120.52
	速动比率 (%)	119.63	95.97
	经营现金/流动负债 (%)	24.61	38.13
	经营现金/短期债务 (倍)	0.55	0.96
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.26	0.91
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	170.26	324.12
	全部债务/EBITDA (倍)	2.78	1.50
	经营现金/全部债务 (倍)	0.24	0.45
	EBITDA/利息支出 (倍)	10.86	20.92
	经营现金/利息支出 (倍)	7.24	14.04

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 2022 年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降；现金短期债务比较上年底有所下降；经营现金流动负债比同比有所提高。整体看，公司短期偿债指标很强。

从长期偿债能力指标看，2022 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 2023 年 3 月底，公司对外担保金额 2.09 亿元，被担保对象为安哥拉共和国财政部。

截至 2023 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2022 年底，公司共计获得银行授信额度为 1392.75 亿元，其中未使用授信额度为 732.45 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产结构较均衡，以货币资金、长期股权投资为主，资产流动性较好；所有者权益稳定性尚可，债务负担较轻，债务保障能力很强。公司本部存在一定经营性业务，但其收入规模占合并口径比例低，利润主要来源于投资收益。

截至 2022 年底，母公司资产总额 523.59 亿元，较上年底增长 11.31%。其中，流动资产 189.01 亿

元（占 36.10%），非流动资产 334.59 亿元（占 63.90%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 27.24%）、应收账款（占 14.34%）、预付款项（占 9.46%）、其他应收款（占 19.49%）、存货（占 8.21%）、合同资产（占 10.27%）构成。非流动资产主要由长期股权投资（占 71.85%）、固定资产（占 8.49%）、其他非流动资产（占 11.54%）构成。截至 2022 年底，母公司货币资金为 51.48 亿元。

截至 2022 年底，母公司所有者权益为 272.86 亿元，较上年底下降 0.27%。母公司所有者权益中，实收资本为 38.85 亿元（占 14.24%）、资本公积合计 115.05 亿元（占 42.17%）、未分配利润合计 64.60 亿元（占 23.67%）、盈余公积合计 18.86 亿元（占 6.91%）。

截至 2022 年底，母公司负债总额 250.73 亿元，较上年底增长 27.40%。其中，流动负债 205.87 亿元（占 82.11%），非流动负债 44.86 亿元（占 17.89%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 12.02%）、应付票据（占 8.99%）、应付账款（占 18.51%）、其他应付款（占 40.90%）、一年内到期的非流动负债（占 11.57%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 92.09%）构成。截至 2022 年底，母公司全部债务 108.44 亿元。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 47.89% 和 28.44%。

2022 年，母公司营业总收入为 101.71 亿元，利润总额为 30.50 亿元。同期，母公司投资收益为 30.71 亿元。

现金流方面，2022 年，公司母公司经营活动现金流净额为 32.13 亿元，投资活动现金流净额 -33.09 亿元，筹资活动现金流净额 -32.90 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 2023 年 5 月底，公司存续期永续债有 1 笔，为“20 特变债 01/20 特变 Y1”，余额 5.00 亿元。

“20 特变债 01/20 特变 Y1”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，认为其在清偿顺序、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。

2022 年，公司 EBITDA 是上述债券待偿还本金的 64.82 倍，经营活动净现金流是上述债券待偿还本金的 43.50 倍，保障能力很强。

表 17 公司永续债券偿还能力指标

项目	2022 年
长期债务（亿元）	291.71
经营现金流入/长期债务（倍）	3.60
经营现金/长期债务（倍）	0.75
长期债务/EBITDA（倍）	0.90

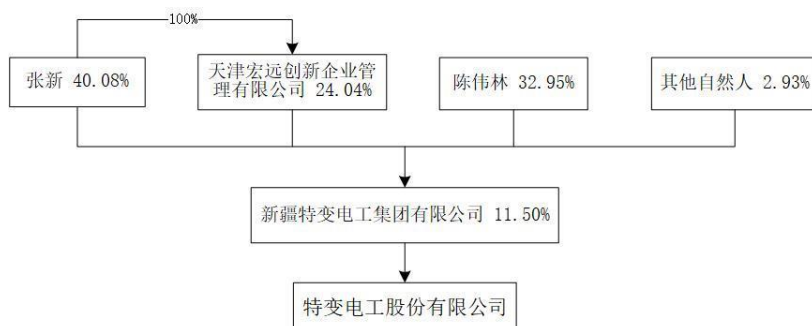
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据

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

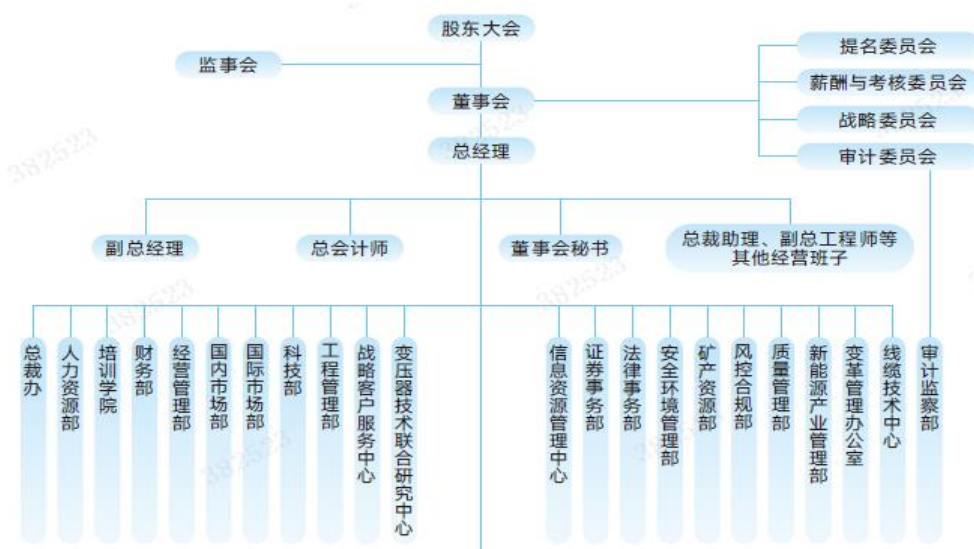
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20特变债 01/20特变 Y1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底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	特变电工沈阳变压器集团有限公司	变压器、电抗器的设计、制造、销售、安装和维修服务	117832.00	2003年11月	93.88
2	特变电工衡阳变压器有限公司	变压器、电抗器、互感器的设计、制造、销售及安装维修服务	155984.07	2001年1月	97.29
3	特变电工山东鲁能泰山电缆有限公司	电线电缆、电工合金材料、橡胶及塑料制品的生产、销售等	126556.12	2003年8月	92.89
4	特变电工（德阳）电缆股份有限公司	电线电缆的制造、销售等	46500.00	1998年5月	92.24
5	新特能源股份有限公司	硅及相关高纯材料的生产、销售及相关技术的研发等	143000.00	2008年2月	64.515
6	新疆天池能源有限责任公司	煤炭开采及销售，火力发电及供应，热力生产及供应等	167046.00	2002年11月	85.78
7	新疆众和股份有限公司	铝电子新材料研制等	134740.49	1996年2月	36.30

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	235.57	259.94	206.35	241.42
资产总额（亿元）	1094.94	1355.86	1703.34	1800.02
所有者权益（亿元）	465.97	605.22	801.60	865.05
短期债务（亿元）	199.03	206.29	227.62	239.66
长期债务（亿元）	221.18	267.06	257.71	268.75
全部债务（亿元）	420.21	473.35	485.33	508.41
营业总收入（亿元）	441.66	690.32	960.03	262.87
利润总额（亿元）	36.62	118.32	265.45	79.26
EBITDA（亿元）	75.68	170.26	324.12	--
经营性净现金流（亿元）	52.58	113.58	217.52	65.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.90	3.63	4.25	--
存货周转次数（次）	4.47	6.25	4.96	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.56	0.63	--
现金收入比（%）	106.91	101.90	106.28	99.73
营业利润率（%）	19.42	27.28	37.20	36.60
总资本收益率（%）	5.05	10.69	18.88	--
净资产收益率（%）	6.86	16.68	28.51	--
长期债务资本化比率（%）	32.19	30.62	24.33	23.70
全部债务资本化比率（%）	47.42	43.89	37.71	37.02
资产负债率（%）	57.44	55.36	52.94	51.94
流动比率（%）	130.71	140.76	120.52	127.69
速动比率（%）	115.40	119.63	95.97	102.41
经营现金流动负债比（%）	13.37	24.61	38.13	--
现金短期债务比（倍）	1.18	1.26	0.91	1.01
EBITDA 利息倍数（倍）	5.00	10.86	20.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.55	2.78	1.50	--

注：1.公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2.根据《企业会计准则第 20 号-企业合并》中同一控制企业合并有关规定，对同期数据进行了追溯调整，因此本报告中 2021 年所列示财务数据采用追溯调整后数据，2020 年财务数据采用当期审计数据；3.所有者权益中包含公司发行的多期永续债券；4. 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：Wind，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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	140.62	102.88	67.59	48.67
资产总额（亿元）	436.35	470.40	523.59	538.71
所有者权益（亿元）	270.22	273.59	272.86	295.55
短期债务（亿元）	63.40	33.37	67.13	68.99
长期债务（亿元）	38.70	67.81	41.31	42.15
全部债务（亿元）	102.09	101.19	108.44	111.14
营业总收入（亿元）	64.91	82.86	101.71	28.92
利润总额（亿元）	8.48	14.78	30.50	32.28
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	8.26	7.37	32.13	-19.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.58	2.18	3.00	--
存货周转次数（次）	7.87	9.85	7.41	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.18	0.20	--
现金收入比（%）	100.41	87.64	103.51	79.62
营业利润率（%）	17.90	15.38	13.11	20.40
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.80	5.13	11.55	--
长期债务资本化比率（%）	12.53	19.86	13.15	12.48
全部债务资本化比率（%）	27.42	27.00	28.44	27.33
资产负债率（%）	38.07	41.84	47.89	45.14
流动比率（%）	170.91	155.90	91.81	94.54
速动比率（%）	166.14	149.30	84.27	83.83
经营现金流动负债比（%）	6.63	5.92	15.61	--
现金短期债务比（倍）	2.22	3.08	1.01	0.71
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2023 年一季度财务数据未经审计

资料来源：Wind，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	
总资产收益率	(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