

信用等级公告

联合〔2020〕149号

联合资信评估有限公司通过对新疆特变电工集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2020 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定新疆特变电工集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，新疆特变电工集团有限公司 2020 年度第二期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年八月十三日



新疆特变电工集团有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行金额 3 亿元，发行金额上限 5 亿元

本期中期票据期限：3+N 年，公司赎回前长期存续

偿还方式：按年付息，在第 3 个年度及其后每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2020 年 8 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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	2
			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

新疆特变电工集团有限公司（以下简称“公司”）主要从事变压器、电线电缆及其他输变电产品的研发、生产和销售，输变电国际成套系统集成业务，同时开展多晶硅、逆变器的生产与销售及风电、光伏电站的运营，煤炭的开采与销售、电力及热力的生产和供应。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了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。近年来，公司贸易业务平稳发展，风电、光伏新能源煤炭业务快速发展；同时，联合资信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，少数股东权益占比较高等因素对公司经营可能产生的不利影响。

本期中期票据具有公司可赎回权、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，认为本期中期票据在清偿顺序及赎回日设置方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小，公司 EBITDA 及经营活动现金流量对本期中期票据保障能力很强。

公司输变电业务具有很强的市场竞争力，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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司业务多元化发展，综合实力强。公司是中国输变电行业的龙头企业，技术水平及研发实力强，特高压产品达到国际领先水平；国际业务发展较快，实现由单一设备出口向国际成套电力工程项目承包的转变。
2. 公司整体经营情况稳定，新能源电站项目持续投运，煤炭业务与电费业务增长迅速，为公司利润形成较好补充。2019 年，公司煤炭及电费收入分别为 43.76 亿元和 20.03 亿元，分别同比增长 31.76% 和 8.21%，逐步成为公司重要的收入与利润增长点。

分析师：黄露 戴彤羽

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

3. 公司资产规模保持增长，资产质量好，现金流保持净流入状态。截至2019年底，公司合并资产总额1121.97亿元，较上年底增长10.15%，现金类资产规模大，受限资产比例较低；2019年，公司经营活动现金流净额同比增长24.86%至42.48亿元，保持净流入状态。
4. EBITDA及经营性现金流入量对本期中期票据覆盖能力很强。2017—2019年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据拟发行金额上限的96.53倍、102.76倍和102.85倍；EBITDA分别为本期中期票据拟发行金额上限的11.30倍、12.24倍和13.00倍。

关注

1. 公司所处行业环境发生变化，公司相关业务盈利空间有所收窄。2019年，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同比下降2.55个百分点；同期，光伏行业产能过剩导致多晶硅价格大幅下降，公司新能源产业毛利率同比下降1.90个百分点。
2. 应收账款和存货对公司营运资金形成占用。截至2019年底，公司应收账款和存货占流动资产比重为42.32%，对公司资金形成一定占用。
3. 公司归属于母公司所有者权益占比低，且母公司所有者权益以其他权益工具和未分配利润为主，注册资本很小，所有者权益稳定性弱。截至2019年底，公司归属于母公司所有者权益占所有者权益的比重为22.19%，母公司所有者权益98.27亿元，其中其他权益工具和未分配利润分别占55.97%和34.27%。
4. 本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	229.32	263.56	248.73	251.71
资产总额 (亿元)	921.18	1018.60	1121.97	1167.42
所有者权益 (亿元)	354.11	406.50	442.90	457.81
短期债务 (亿元)	208.60	218.83	180.73	204.19
长期债务 (亿元)	150.94	184.14	265.96	256.15
全部债务 (亿元)	359.54	402.97	446.69	460.34
营业总收入 (亿元)	412.25	431.19	409.82	92.23
利润总额 (亿元)	32.64	29.65	29.47	6.27
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	19.07	19.94
净资产收益率 (%)	7.91	6.53	5.53	--
资产负债率 (%)	61.56	60.09	60.53	60.78
全部债务资本化比率 (%)	50.38	49.78	50.21	50.14
流动比率 (%)	133.87	136.77	148.58	142.88
经营现金流动负债比 (%)	3.83	8.22	10.76	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.36	6.58	6.87	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.63	4.38	3.97	--

公司本部 (母公司) 口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	78.86	79.75	74.88	77.08
所有者权益 (亿元)	27.69	28.85	25.73	25.51
全部债务 (亿元)	42.40	39.70	45.73	49.01
营业总收入 (亿元)	6.50	6.84	6.70	1.64
利润总额 (亿元)	1.41	1.27	2.27	-0.22
资产负债率 (%)	64.89	63.83	65.64	66.91
全部债务资本化比率 (%)	60.50	57.91	63.99	65.77
流动比率 (%)	111.25	197.35	154.87	167.83
经营现金流动负债比 (%)	7.01	9.14	-18.30	--

注: 公司 2020 年一季度财务报表未经审计; 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务, 将长期应付款中及其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/07/24	黄露 戴彤羽	联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019/07/26	黄露 戴彤羽	工商企业信用评级方法总论 (2018 年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2017/03/30	黄露 常启睿	联合资信主体评级方法总论 (2013 年)	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无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由新疆特变电工集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

新疆特变电工集团有限公司

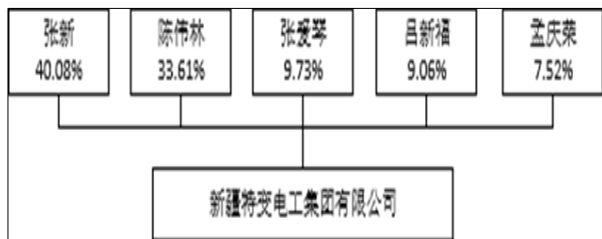
2020 年度第二期中期票据信用评级

一、主体概况

新疆特变电工集团有限公司（以下简称“公司”）前身为昌吉市特种变压器厂。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，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 7500 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 2020 年 3 月底，公司注册资本为 7500 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 年底，公司纳入合并范围的共 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“特变电工”）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 18871 人。公司内设招标采购部、审计法务部、人力资源部、财务部、综合管理部、经营管理部、战略市场部、重大项目部、工程管理部、技术质量部、预算管理部和信息化中心共 12 个职能部门。

公司经营范围：货物与技术的进出口业务；

经济信息咨询服务；投资业务；金属材料、机械设备及配件、建材的销售；变压器配件；金属铸件、橡胶制品、塑料制品、机电产品、五金交电、化工产品的生产、销售；电镀加工；再生物资回收；变压器维修；金属制品加工。

截至 2019 年底，公司合并口径资产总计 1121.97 亿元，所有者权益合计 442.90 亿元（含少数股东权益 344.62 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 409.82 亿元，利润总额 29.47 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径资产总计 1167.42 亿元，所有者权益合计 457.81 亿元（含少数股东权益 349.37 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 92.23 亿元，利润总额 6.27 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。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册额度为 10 亿元的中期票据，本期拟发行新疆特变电工集团有限公司 2020 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行金额为 3 亿元，发行金额上限为 5 亿元，募集资金全部用于偿还公司有息债务。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回选择权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。第 3 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。每个票面利率重置日为赎回日，每个赎回日公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，须于赎回日前 20 个工作日，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计

息，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司在第3年不行使赎回权，则从第4个计息年度开始，票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，第7个计息年度与第4个计息年度利率跃升幅度不同，从第7个计息年度开始，每3年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上400个基点，在之后的计息年度内保持不变。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，本期中期票据每个付息日，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前5个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前10个工作日披露《递延支付利息公告》。

强制付息事件是指在付息日前12个月，除发生以下事件：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本（因回购注销部分因股权激励授予的限制性股票除外），公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本（限制性股票回购注销除外）。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，则第4个计息年票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点，第7个计息年度开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加400个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除公司向普通股股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，2017—2019年，公司无分红记录，存在一定递延利息支付的可能性。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、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，认为本期中期票据在清偿顺序及赎回日设置方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长3.2%，但上半年同比依然下降1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020年上半年中国经济出现负增长，GDP累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同

¹初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对东盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增

长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降

幅扩大。2020年上半年,居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨3.8%,涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%,涨幅比上年同期提升11.5个百分点;非食品价格上涨0.7%,涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%,涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年,工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.9%,比上季度(-0.6%)降幅继续扩大,较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.6%,降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长,企业融资成本有所下降。2020年6月末,社会融资规模存量271.8万亿元,同比增长12.8%,较上年末增幅(10.7%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,上半年新增社会融资规模20.83万亿元,比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元,较上年同期多增2.31万亿元;新增企业债券融资规模3.33万亿,较上年同期多增1.76万亿;新增地方政府债3.79万亿元,较上年同期多增1.33万亿元;新增非金融企业境内股票融资2461亿元,较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时,融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%,较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%和4.0410%,较上年同期(分别为4.5173%、5.2572%和4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降,为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年上半年,全国一般公共预算收入9.62万亿元,同比增长-10.8%,降幅较一季度(-14.3%)有所收窄,但依然较大。其中税收收入8.20万亿元,同比增长-11.3%;非税收入1.42万亿元,同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入3.15万亿元,同比增长-1.0%,较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元,同比增长

-5.8%,降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看,社会保障与就业支出同比增长1.7%,虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大,但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外),其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降30.0%)、节能环保支出(下降15.4%)、交通运输支出(下降13.3%)、科学技术支出(下降12.2%)、教育支出(下降7.6%)。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元,较一季度缺口(0.93万亿元)大幅扩大,在疫情冲击的特殊时期,财政收支形势比较严峻。

就业压力较大,形势逐月改善。2020年上半年,在疫情冲击下,服务业和制造业均呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%,较3月(5.9%)略有回落,但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转,但国内外环境复杂严峻,企业用工需求偏弱,失业率高位运行,总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务,财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施,重点支持帮助中小微企业复工复产,城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降,就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费,增加有效投资。为应对经济下行压力,帮助企业渡过难关,财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施;实施规模性财政政策,大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元(较上年增加1.6万亿元,增幅74.4%),并加快发行使用进度和使用范围,支持“两新一重”领域基建,增加有效投资,同时增加用作项目资本金的范围及比例,允许地方法人银行使用专项债补充资本金;发行抗疫特别国债1万亿元,增加赤字预算1万亿元至3.76万亿元,赤字率3.60%以上;同时建立特殊转移支付机制,新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支

持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业分析

公司主要生产变压器和电线电缆及其他输变电产品，并提供输变电成套工程业务，属于电气设备制造业。此外公司从事多晶硅生产以及光伏、风力发电电站配套建设业务，属光伏及配套工程行业。

（一）电力设备

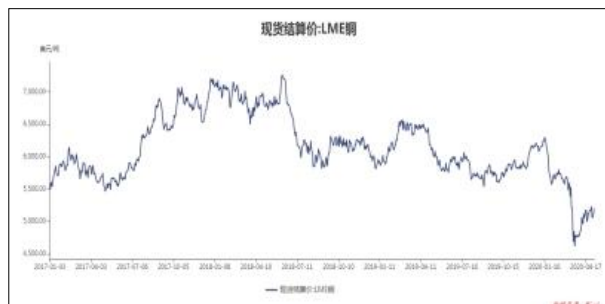
行业概况

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，降低了电力设备制造企业的成本控制难度，电力设备制造企业外部发展环境良好。

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 年底，全国全口径发电装机容量 20.1 亿千瓦，较上年底增长 5.8%，其中全国全口径非化石能源发电装机容量 8.4 亿千瓦，较上年增长 8.7%，占总装机容量的比重为 41.9%，较上年底提高 1.1 个百分点。2019 年，发电设备利用小时 3825 小时，比上年降低 54 小时。全国主要电力企业合计完成投资 7995 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。

图 2 2017 年以来 LME 铜现货结算价格(单位:美元/吨)



资料来源: Wind

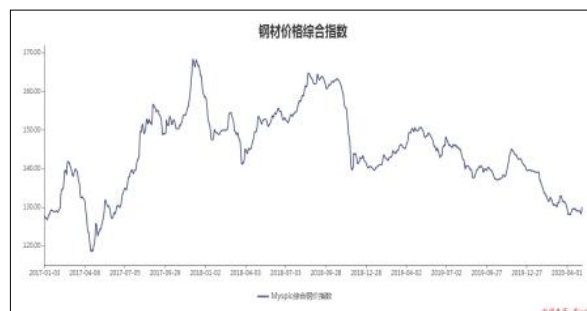
电力设备产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重在 70%左右，输配电设备生产企业的生产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。

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 4617 美元/吨左右，在二季度出现回升，至 4 月底在 5231 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 月底在 1460.5

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，钢材价格再次出现下滑，至 2020 年 4 月底为 128.85。

图 3 2017 年以来 Mystic 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 5200 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。

（二） 新能源

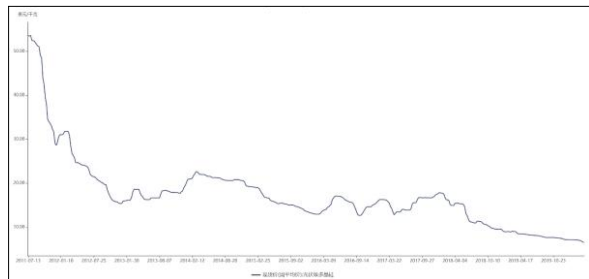
1. 光伏行业概况

2019 年，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。

截至 2019 年底，我国新增光伏并网容量为 30.1GW，同比下降 32%，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 2242.6 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，但政策效应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。

图4 2011年—2020年4月光伏级多晶硅现货价（周平均价）



资料来源：Wind

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。

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 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 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。

表 2 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：联合资信根据公开资料整理

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

3. 行业发展

(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) 光伏行业产能过剩风险

近几年随着光伏行业的持续向好，部分原本面临市场淘汰的企业开始恢复生产，从而导致过剩产能淘汰不到位；另一方面，行业内骨干企业凭借规模、品牌、技术等优势，纷纷加快产能扩张步伐，导致市场新增产能大幅增加。如果未来下游应用市场增速低于扩产预期甚至下降，上述恢复以及新增的产能将进一步加剧行业内的无序竞争，从而导致产品价格下跌、企业盈利下滑，因此光伏行业可能再次面临产能过剩所带来的市场环境变化风险。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 7500 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。

2. 企业规模

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。

公司目前已发展成为中国重大装备制造业核心骨干企业，电力成套项目总承包企业，国家级高新技术企业，中国最大的变压器产品研制基地和重要的电线电缆、太阳能光伏产品及系统的研发、制造和出口基地。逐步形成以能源为基础，一高两新产业链。

公司通过兼并重组行业内的优势龙头企业，已在国内新疆、四川、湖南、天津、山东、辽宁、陕西等地建成了十八个现代化的工业园区。输变电、新能源产业均拥有“国家级工程实验室”，形成了“西北—西南—华南—华北—华东—东北”遥相呼应的制造格局及各产业互为依托、互为支撑的产业链群。

产品生产方面，公司变压器产品种类及规格型号丰富，包括±1100kV 及以下直流换流变压器、1000kV 及以下交流变压器，用于铁路交通、油田、煤矿等的特种变压器（如牵引变、电解整流变、电炉变等）以及开关设备等各类相关产品。特高压变压器技术水平与市场份额行业领先。公司电线电缆产品主要包括高压、中压、低压系列电力电缆和电缆附件，扩径、铝合金、大截面、碳纤维等系列架空导线，建筑电线、控制电缆、计算

机电缆等电气装备用电线电缆，煤矿用、风力发电用、潜油泵用、承荷探测用、盾构机用、核电站用、船用等系列特种电缆等。公司生产和销售的太阳能级多晶硅，为光伏项目中所使用光伏电池的基本原材料，主要销售给国内的光伏产品制造商。截至2019年底，公司多晶硅生产产能为3.00万吨/年，公司建有自备电厂，多晶硅生产电力能源成本优势明显。

输变电成套工程建设方面，公司先后为70余个国家和地区提供了高新技术装备产品、一体化的交钥匙工程及系统集成解决方案，通过EPC总承包，承担工程项目的设计、采购、施工、试运行服务等工作。代表工程主要包括安哥拉扎伊尔省电力工程项目、蒙古乌拉巴托-曼德勒戈壁项目、安哥拉北部电网索约-卡帕瑞输变电建设项目、吉尔吉斯斯坦达特卡克明项目、塔吉克斯坦500KV输电线路及变电站项目、印度765KV超高压变压器电抗器产品及安装工程项目、赞比亚电力公司变电站线路成套项目、塔国电厂项目、吉尔吉斯斯坦输变电工程及电站扩建项目等，其中蒙古国乌兰巴托—曼德勒戈壁330kV输变电项目荣获“蒙古国能源建设优质工程奖”“最优秀总承包单位”等荣誉。

在新能源工程服务领域，公司已成为集风电、光伏电站项目总承包、设计、调试、运行和维护、运营为一体的太阳能系统集成商，业务规模行业领先。近年来，公司累计建设完成5000余座光伏离网、并网电站；承接并建设完成巴基斯坦旁遮普省100MW项目，是巴基斯坦最大的单体太阳能光伏电站。

能源方面，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。此外，公司为煤矿外运建设配套的铁路专用线，进一步降低了煤炭外运成本。未来伴随煤矿新增产能全部投产达产，煤炭板块收益水平有望进一步提升。

3. 人员素质

公司人员构成合理，技术及管理人员具有较好的行业工作背景和管理经验，对公司的经营能力较强，管理水平较高。

公司现有董事、监事及高级管理人员10人，管理团队人员均具备多年的相关从业经验和管理经验，行业经验较丰富，履职能力较强。

公司董事长兼总经理胡述军先生，生于1973年，研究生学历；历任特变电工股份有限公司副总经理、特变电工国际工程有限公司董事长、新疆特变电工亚新国际物流有限公司董事长、特变电工股份有限公司总经理助理、特变电工股份有限公司新疆变压器厂副厂长等职务。

公司董事陈伟林先生，生于1959年，研究生学历，高级经济师；历任昌吉市特种变压器厂技术员、昌吉市灭菌设备有限责任公司总经理、新疆特变贝斯仪器设备有限公司总经理、昌吉市特种变压器厂厂长等职务。

截至2020年3月底，公司拥有在职员工18871人，其中生产人员占比42.09%，研发人员占比19.86%，销售人员占比19.57%，管理人员占比18.48%；从文化程度看，公司高中及以下学历占比20.81%，大专学历占比32.68%，本科及以上学历占比46.51%。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合法规要求，实际运行情况良好。

公司根据《中华人民共和国公司法》和其他有关法律法规的规定，建立了较为完善的法人治理结构。

公司设股东会、董事会、监事会和总经理。公司股东会由全体股东组成，行使决定公司经营方针和投资计划，选举和更换董事等职权。公司董事会由5名董事组成，设董事长1名，董事会由股东会选举产生，任期3年，连选可以连任，董事长由全体董事选举产生。公司董事会行使执行股东会决议，制订公司年度财务预、决算方案等职权。公司监事会由3名监事组成，含职工代表1名，其中股东代表由股东会选举产生，职工代表由公司职工民主选举产生，任期3年，连选可以连任；监事会设召集人1名，由全部监事三分之二以上选举和罢免。监事会行使检查公司财

务，对董事、经理进行监督等职权。公司设总经理 1 名，由董事会选聘，行使主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议等职权。

2. 管理水平

公司管理制度健全，制定的各项规章制度符合实际需要，有利于公司管控目标的实施。公司整体管理运作情况良好，但对合并范围内的上市公司不具备业务与财务管控能力。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在生产质量管理、招标与采购管理、工程管理、财务管理和资金管理等方面建立了相应的内部控制制度。

生产质量管理方面，为统一规范公司及所属各单位质量问题的分级，确保质量问题有责任追溯，降低质量问题带来的不良影响和损失，公司制定了《制造业质量问题分级及责任追溯制度》等相关规章条例。公司将可能出现的质量问题按照严重程度分为 A、B、C 三等。对于相对严重的质量问题，公司对上至总经理下至直接责任人的相关人员均设置了严格的责任追溯，处罚方式包括下浮薪资、取消评优资格、处以罚金等；对于影响较小的质量问题，公司要求相关责任人承担部分损失。公司对经营当期未发生质量问题的单位实施奖励，奖励依据每年同各单位签订的目标责任书质量奖的规定执行。

招标与采购管理方面，公司为进一步规范基础管理、防范经营风险，通过招标降低运营成本，明确公司采购招标管理要求，保障集团公司权益，公司制定了《新疆特变电工集团有限公司招标管理制度》和《特变电工集团有限公司采购招标中心招标管理实施细则（试行）》等规章条例。公司在部门职责、流程规范、招标方式、招标范围等方面设定了较为具体的相关规定。

工程管理方面，为了提高公司国际工程建设项目工程总承包的管理水平，促进建设项目工程总承包管理的科学化、规范化，公司制定了较为全面的管理制度，制度涉及项目组织策划、设计管控、质量管控、物资采购、报检、报关、退税、

签证变更、咨询单位管理、预算及资金管理、合同与档案管理、工程索赔等多个方面，针对国际业务特点设立了诸多切实可行的条款规章，对公司国际业务稳定开展提供了重要支持。为了加强公司对项目的管控，促进项目管理的科学化、规范化，公司制定了《国内工程管理制度汇编》，按照项目启动、项目初始、设计、采购、施工、试运行、合同收尾、项目管理收尾 8 个阶段分别制定相关管理制度，贯彻项目执行始终，保证项目的顺利推进。

财务管理方面，公司按照《会计法》《企业会计准则》以及企业会计准则的规定处理会计事项，制定了相关管理办法，涵盖预算管理、货币资金管理、票据管理、纳税管理、融资业务管理等多个方面。公司要求财务预算的编制应当贯彻量入为出、量力而行的原则，统筹兼顾、确保重点，同时妥善安排其他种类预算支出；对于日常零星支出，由各经营单位自行管理，但必须严格按照资金使用审批程序，进行借支和核销；使用票据的部门，要求指定一名专管员办理票据的领用、保管、交回、检查等有关手续，并建立票据台帐，登记清楚，做到责任明确；要求纳税申报中支付的每一笔税款都要有相关责任人的签字和授权人的签字；要求融资业务申请单位经公司流程审批并通过银行的资格审定，自办理各类银行融资业务开始，有义务维护账户的良好结算记录，不得有损企业在银行的信用评级。

外汇风险管理方面，为防范汇率波动给公司造成风险，规范公司外汇业务的操作管理流程，完善内部决策程序，体现从严审批，严格控制的原则，公司制定了《特变电工外汇及金融衍生品业务管理办法》。总公司设立的外汇及金融衍生品业务领导小组负责外汇及金融衍生品业务的指导，下属企业设立外汇及金融衍生品业务组负责具体外汇及金融衍生品业务的实施和操作。

公司对合并范围内非上市单位实施全面有效的直接管控；对于合并范围内的上市公司，公司仅进行财务方面的部分的管理工作，如编制公司合并报表等。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司主营业务收入有所波动，整体盈利水平保持稳定。

公司主要经营实体为上市公司特变电工，作为国内输变电产业的龙头企业，公司输变电业务保持稳定增长；同时，公司不断向多元化业务转型，新能源业务和能源业务快速发展，逐渐成为公司收入及利润的重要来源。

2017—2019年，公司主营业务收入波动中有所下降，2019年，公司实现主营业务收入400.89亿元，同比下降5.74%；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

套工程项目多处于前期阶段，完工结算较少所致；煤炭收入43.76亿元，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、煤炭销量增加所致，收入占比较上年提升3.12个百分点至10.92%。此外，公司还有房屋销售、电费收入和其他收入，业务收入规模小，占主营业务收入比重小。

毛利率方面，近三年公司综合毛利率波动中有所下降，分别为21.57%、19.48%和19.88%。2019年，公司变压器产品毛利率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1.89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，主要系煤炭价格上涨所致。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。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	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	104.89	25.97	26.91	104.13	24.48	19.17	96.87	24.16	16.62	26.55	29.88	18.37
电线电缆产品	64.34	15.93	5.21	68.53	16.11	6.50	67.33	16.80	11.32	8.78	9.88	12.43
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	8.59	9.67	15.96
输变电业务小计	219.92	54.45	22.39	217.09	51.04	18.46	204.91	51.11	18.54	43.92	49.43	16.71
新能源产业及配套工程	104.48	25.87	23.40	104.85	24.65	19.04	75.84	18.92	17.15	9.25	10.41	18.99
电费	7.18	1.78	37.72	18.51	4.35	49.68	20.03	5.00	48.73	7.61	8.56	46.35
煤炭	22.04	5.46	23.29	33.16	7.80	20.54	43.76	10.92	25.69	11.96	13.46	30.79
房屋销售	9.58	2.37	25.83	10.89	2.56	26.16	12.61	3.15	26.25	2.25	2.53	25.72
贸易及其他	40.60	10.06	10.20	40.79	9.59	11.18	43.77	16.13	9.99	13.87	15.61	9.91
合计	403.81	100.00	21.57	425.29	100.00	19.48	400.89	100.00	19.88	88.81	100.00	20.57

注：1. 其他业务主要涉及房屋租赁、工程管理方面咨询等业务；2. 部分数据因四舍五入导致分项数与合计数有差异

2020年1—3月，公司实现主营业务收入88.81亿元。构成方面，输变电业务合计43.92亿元，同比下降10.39%，毛利率较2019年全年下降1.83

个百分点；其中电线电缆产品实现收入8.78亿元，同比下降32.41%，主要系市场竞争加剧所致。同期，受多晶硅产品价格下降及新能源EPC工程规

模下降影响，公司新能源产业及配套工程实现收入 9.25 亿元，同比下降 30.14%，毛利率较 2019 年全年增长 1.84 个百分点；公司电费及煤炭产品业务分别实现收入 7.61 亿和 11.96 亿元，分别同比增长 111.98%和 66.11%；公司贸易及其他业务收入 13.87 亿元，同比下降 13.80%，毛利率较 2019 年全年下降 0.08 个百分点。

2. 输变电业务

公司输变电业务主要由子公司特变电工负责经营。

变压器产品及电线电缆产品

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；公司相关产品产能未发生重大变化，且保持很高的产能利用率，产品

销路良好，产销率保持在很高水平。

公司分别在东北沈阳、华南衡阳、华北天津、西北新疆设立了四个现代化变压器工业园区，分别为特变电工沈阳变压器集团有限公司（以下简称“沈变公司”）、特变电工衡阳变压器有限公司（以下简称“衡变公司”）、天津市特变电工变压器有限公司（以下简称“天变公司”）和特变电工股份有限公司新疆变压器厂（以下简称“新变厂”）。

公司分别在华东新泰、西南德阳、西北新疆设立了三个现代化电线电缆工业园区，分别是特变电工山东鲁能泰山电缆有限公司（以下简称“鲁缆公司”）、特变电工（德阳）电缆股份有限公司（以下简称“德缆公司”）和特变电工股份有限公司新疆线缆厂（以下简称“新缆厂”）。

表 4 公司变压器生产企业情况

公司名称	持股（%）	主要产品	主要市场
沈变公司	100.00	±1100kV 直流换流产品、1000kV 及以下交流变压器	特高压项目、长江以北区
衡变公司	100.00	±500kV 及以下的变压器、电抗器产品	特高压项目、长江以南区
天变公司	55.00	干式变压器产品	华北地区
新变厂（分公司）	--	750kV 以下变压器、铁路牵引变压器、特种变压器	西北地区、铁路、石油、石化系统

资料来源：公司提供

表 5 公司电线电缆生产企业情况

公司名称	持股（%）	主要产品	主要市场
鲁缆公司	88.99	高压交联电缆	全国市场
德缆公司	87.98	特种电缆	西南地区
新缆厂（分公司）	--	高压导线	西北地区

资料来源：公司提供

（1）原材料采购

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，合计成本占产品生产成本比重在 90%左右。公司采购成本随原材料价格波动而有所波动，2018 年，公司开展套期保值业务，以有效控制原材料价格，防范铜、铝、铅、钢材及 PVC 料未来采购价格上涨带来的现金流量变动风险。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）生产经营

特变电工的变压器产业目前在超、特高压交

直流输变电，大型水电及核电等关键输变电设备研制方面已达到世界领先水平。依托国家级工程实验室、企业技术中心和博士后科研工作站，公司先后承担了国家多项重大科研攻关计划，掌握了一大批代表世界节能输变电最高技术水平的产品，包括 1000kV 特高压交流变压器及电抗器，±800kV 特高压直流换流变压器，750kV 及以下变压器及电抗器，750kV—1000kV 扩径导线及母线，百万千瓦大型核电、水电及火电主变，330kV 铁路牵引变压器等自主知识产权的核心技术。产品广泛服务于全国 31 个省区的电网电源建设，并为“特高压交直流输电示范工程”“三峡工

程”“龙滩水电站”“西电东送”“西气东输”“电气化铁路”“贵广二回”等国家重点工程项目提供了首台（套）产品和服务。同时还远销五大洲 70 多个国家和地区，服务于“美国西部

电网改造工程”“欧亚洲际电网联网工程”“非洲、海湾成套项目工程”“塔吉克斯坦超高压输电工程”等国际重点工程项目。

表 6 公司变压器电线电缆生产情况

产品类别	2017 年			2018 年			2019 年		
	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量
变压器产品									
变压器（亿 kVA）	2.20	2.38	2.40	2.20	2.42	2.34	2.20	2.54	2.54
电线电缆产品									
裸线类产品（万吨）	10.30	12.06	12.01	10.30	7.44	7.74	10.30	10.62	11.86
电缆类产品（万 km）	40.00	47.65	48.87	40.00	52.73	53.90	40.00	54.75	55.82

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司合计变压器年产能为 2.20 亿 kVA；2019 年产量为 2.54 亿 kVA，同比上涨 4.96%；变压器产能利用率为 115.45%，同比上升 5.45 个百分点；同期，公司变压器产品销量为 2.54kVA，同比增长 8.55%，变压器产品收入同比下降 7.49%，主要系产品结构变化导致直流变压

器产品收入有所下降。电线电缆产品方面，2019 年底，裸线类产品年产能为 10.30 万吨，2019 年产量 10.62 万吨，裸线类产品产能利用率为 103.11%；电缆类产品年产能为 40 万 km，产量为 54.75 万 km，产能利用率为 136.87%。

表 7 截至 2020 年 3 月底国内特高压项目中标情况（单位：台）

工程名称	特变电工	中国西电	保变电气
国网晋东南-南阳-荆门 1000kV 特高压交流输电示范工程	15	14	7
南网云南-广东 ±800kV 特高压直流输电示范工程	14	16	9
国网向家坝-上海 ±800kV 特高压直流输电示范工程	18	10	8
国网锦屏-苏南 ±800kV 特高压直流输电工程	16	16	10
国网皖电东送淮南-浙北-上海 1000kV 特高压交流输电示范工程	14	25	11
南网糯扎渡-广东 ±800kV 特高压直流输电工程	18	4	18
国网哈密-郑州 ±800kV 特高压直流输电工程	26	14	12
国网溪洛渡左岸-浙江金华 ±800kV 特高压直流输电工程	14	14	14
国网浙北-福州 1000kV 特高压交流输电工程	14	25	7
国网锡盟-山东 1000kV 特高压交流输电工程	15	14	8
国网皖电东送淮南-南京-上海 1000kV 特高压交流输电工程	7	17	14
国网灵州-绍兴 ±800kV 特高压直流输电工程	14	14	14
国网蒙西-天津南 1000kV 特高压交流输电工程（在建）	18	18	11
国网榆横-潍坊 1000kV 特高压交流输电工程（在建）	24	15	11
国网酒泉-湖南 ±800kV 特高压直流输电工程	14	14	0
国网山西-江苏 ±800kV 特高压直流输电工程	14	14	14
国网锡盟-泰州 ±800kV 特高压直流输电工程	28	14	0
国网上海庙-山东 ±800kV 特高压直流输电工程	0	14	28
国网锡盟-胜利 1000kV 特高压交流输电工程	11	4	0
国网山东环网（济南～枣庄～临沂～潍坊）1000kV 特高压交流输电工程	7	0	4
国网昌吉-古泉（准东-华东）±1100kV 特高压直流输电工程	14	14	14
南网滇西北-广东 ±800kV 特高压直流输电工程	28	14	14

国网扎鲁特-青州 ±800kV 特高压直流输电工程	28	0	14
国网北京西-石家庄 1000kV 特高压交流工程	3	9	0
国网潍坊-临沂-枣庄-菏泽-石家庄 1000kV 特高压交流工程(山东-华北环网)	20	7	10
国网蒙西-晋中 1000kV 特高压交流工程	0	6	0
南网乌东德电站送电广东广西(±800kV)特高压多端直流示范工程	14	14	14
国网青海-河南±800kV 特高压直流输电工程	0	14	28
国网陕北-武汉±800kV 特高压直流输电工程	28	14	0
国网张北-雄安 1000kV 特高压交流输电工程	6	0	7
国网驻马店-南阳 1000kV 特高压交流输电工程	6	6	3
国网雅中-江西±800kV 特高压直流输电工程	14	14	14

注：特高压直流换流变压器制造技术是世界变压器制造领域的尖端技术之一，代表着目前变压器制造业的最高水平。国内仅有特变电工、中国西电集团公司（简称“中国西电”）、保定天威集团特变电气有限公司（简称“保变电气”）、山东电工电气集团有限公司（简称“山东电工”）四家企业掌握直流换流变压器制造技术，除少量进口外，市场份额将基本被上述四家企业分割

资料来源：公司提供

总体看，公司产品主要采取“以销定产”的方式，其中变压器产品生产周期较长，线缆类产品生产周期较短；公司产品整体产能利用率处于很高水平。

（3）销售模式

公司变压器产品主要采取“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。

电线电缆产品以国内销售为主，主要销售方式是参与客户招投标，中标后以订单方式组织生产，并按照合同约定进行产品设计和交付。公司总部对整体市场和重大项目实施统一运作和管理，各经营单位下设销售公司，并依据产品特点和市场划分设置办事处和项目部，充分利用各区域的产业优势及资源优势，建立全国统一的销售响应网络，及时跟踪市场信息，提高服务响应速度，形成区域优势。

在销售结算方式方面，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。总体看，公司采取以销定产的经营方式，产品销售情况良好，产销率很高。

输变电成套工程

公司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。受海外市场政策不稳定等情况影响，公司整体海外输变电项目面临一定的政策性及汇率波动风险。

公司成套工程承包业务主要为输变电系统集成施工业务，近年来，欧盟、美洲、非洲以及亚洲国家纷纷开始进行电网升级改造工程，这使得国际电力市场上，成套工程承包业务开始增多。公司作为世界前三大变压器生产企业，根据国家“走出去”的战略，凭借产品质量和品牌知名度，积极利用“两个市场，两种资源”，发展外向型经济，走国际化发展之路，先后参与了非洲、东盟、上合组织、海湾多个国家与地区的电力建设成套项目，通过 EPC 总承包，承担工程项目的设计、采购、施工、调试、运维服务等工作。

目前，公司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 模式。截至 2019 年底，公司在建期的重大建设承包项目等如表 9 所示。

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，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。同时，公司海外市场

均以美元、欧元等币种结算，外汇收入资金量大。目前，人民币汇率呈现震荡趋势，汇率波动对公司海外工程盈利状况存在一定影响。

表 8 截至 2019 年底公司主要在建海外项目情况（单位：亿美元）

签订/批文时间	国家	项目主要内容	合同金额	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

3. 新能源业务

公司新能源业务主要由子公司新特能源负责经营，截至 2019 年底，公司直接及间接持有新特能源 65.43% 股份。新特能源是国内领先的太阳能级多晶硅生产商和光伏项目承包商，主要从事光伏产业上游和下游环节的业务，多晶硅生产销售及配套工程建设为其主要收入来源。

多晶硅产品

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，产量持续提高，产能利用率和产销率均维持在很高水平。

(1) 原材料采购

公司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，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，公司已通过烧碱项目实现自行生产，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，公司通常向供应商提供全年预计及每月需求以应对原材料价格的波动。

(2) 生产经营

公司推崇绿色制造、循环经济发展模式，在致力太阳能光伏产业链建设的基础上，从循环经

济的减量化、再利用和循环使用原则出发，采用全闭环的多晶硅生产工艺。

2017—2019 年，多晶硅技术改造项目完成后，公司多晶硅设计生产产能提升至 3.00 万吨/年，公司设备实际生产能力逐步提升，分别实现多晶硅产量 2.94 万吨、3.40 万吨和 3.70 万吨，产能利用率分别为 117.60%、113.40% 和 123.33%。公司新建 3.60 万吨/年高纯多晶硅产业升级项目已于 2020 年一季度正式投产，未来公司多晶硅产量可达 8 万吨/年左右。

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。电力消耗方面，公司自备 2×35 万千瓦热电厂项目于 2014 年并网发电。公司自备电厂发电成本较低，生产多晶硅的电力成本得以下降。

整体看，公司依靠技术升级以及新疆煤电优势，不断实现各种物耗、能耗下降，具有较强的成本优势。

(3) 销售模式

公司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。

公司依靠国内销售团队销售多晶硅产品，产品价格随市场整体的供需变化而变化。2017—2019 年，公司多晶硅销量不断提升，分别为 3.00 万吨、3.43 万吨和 3.55 万吨，2020 年 1—3 月销量 0.92 万吨，每年产销率保持在较高水平。

新能源发电业务

伴随着国家对新能源产业的支持以及公司对新能源板块投入的加大，新能源产业成为公司主要的收入及利润来源之一。

新能源板块主要涉及上游多晶硅生产及下游配套工程建设承包业务，近年来，公司逐步由单一设备生产商向国际成套电力工程项目总承包商、运营商转型升级，国际业务持续快速增长，配套工程业务收入占比逐步提高。公司从 2000 年开始从事太阳能光伏电站的建设，积累了丰富的电站勘测、设计、建设、调试等经验。

作为光伏领域最大的 EPC 承建商，公司利用上下游联动优势，已与优势光伏组件、风机等供应商建立了长期战略合作关系；公司具有良好的客户资源、关键设备生产能力、系统集成能力、项目管理及执行能力，能够较好的控制电站建设成本及为客户提供更高发电效率。截至 2019 年底，公司已完工未转让及在建 BT 项目 432MW，较上年底上升 17.39%。

4. 能源业务

近年来，公司煤炭及电费收入逐年提升，盈利能力保持稳定，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，主要经营实体为新疆天池能源有限责任公司（以下简称“天池能源”）和特变电工新疆能源有限公司（以下简称“新疆能源”）。

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，是公司积极参与“疆电东送”“西气东输”“疆煤东运”工程的重要能源基地。截至本报告出具日，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。南露天矿总规模 3000 万吨/年，其中南露天矿一期 1000 万吨/年已建成；将军戈壁（将二矿地面生产系统）总规模 2000 万吨/年，其中将二矿一期 1000 万吨/年正在建设。公司为煤矿外运建设配套的铁路专用线，进一步降低了煤炭外运成本。2019 年，公

司实现煤炭产品收入 43.84 亿元，较 2018 年大幅增长。整体看，未来伴随准东-华东±1100kV 特高压输电线路投运、准东电源基地的建设，煤炭市场需求进一步扩大，煤炭板块或将成为公司新的经济增长点。

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 2019 年底，新疆昌吉 2×350MW 热电联产项目和五彩湾 2×660MW 电厂项目正常运营。此外，公司会选择资源较好的光伏电站建设自持，截至 2019 年底，公司自持光伏电站 8 个，合计装机容量 450MW，自持风力发电站 2 个，合计装机容量 300MW。

2019 年，公司实现发电量 62.79 亿千瓦时，同比增长 56.52%，主要系五彩湾 2×660MW 电厂项目 2019 年 10 月投运及哈密风电基地二期景峡第六风电场 B 区 200MW 工程项目发电量增加所致，其中，光伏和风电分别实现发电量 7.11 亿千瓦时和 7.28 亿千瓦时。2019 年，公司上网电量同比增长 57.10%至 59.65 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市场的竞争优势。

5. 房地产业务

2019 年，公司房地产业务收入及毛利率均有所提高，但房地产业务收入规模较小，对公司整体收入影响较小。

公司房地产业务由全资子公司新疆特变电工房地产开发有限责任公司（以下简称“特变房产”）负责经营，拥有房地产开发一级资质。目前，公司房地产业务包括地产和工程服务两部分业务。

公司房地产项目主要集中在昌吉、衡阳、沈阳等有制造业生产基地的地区。

截至 2020 年 3 月底，公司房地产在建工程包含新泰特变森林花园项目、昌吉世纪广场项目、沈

阳特变水木融城项目等，合计建筑面积为145.85万平方米，计划投资60.34亿元，截至2020年3月底已完成投资35.88亿元，未来尚需投资24.46亿元。

表9 截至2020年3月底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	开工日期	交付日期	开发进度	在售项目金额
沈阳特变水木融城一期	沈阳	39169.08	16751.00	16481.00	2013.03	2015.06	完工	1310.00
沈阳特变水木融城二期	沈阳	87680.00	33121.00	32058.00	2013.03	2016.12	完工	908.00
沈阳特变水木融城三期	沈阳	31343.30	11761.00	11090.00	2017.90	2019.50	完工	545.00
特变·森林花园一期	新泰	64500.78	20779.96	19735.47	2014.12	2016.05	完工	1095.80
特变·森林花园二期	新泰	115069.92	35577.37	32689.74	2016.05	2018.05	完工	1264.91
水木融城二期	衡阳	108110.00	29464.00	29021.00	2014.01	2016.06	完工	80.00
水木融城三期	衡阳	92090.00	27903.00	23933.00	2015.09	2017.04	完工	42.00
水木融城期 19 楼	衡阳	19193.00	6045.80	5138.93	2017.01	2018.10	完工	969.00
特变庭州花园一期	吉木萨尔	38670.77	12086.00	11386.00	2017.04	2018.09	完工	1015.05
金域名门二期	奇台	83968.43	23181.36	18545.09	2014.12	2016.05	完工	6181.60
世纪广场三期	昌吉	82135.93	30825.00	23056.00	2017.08	2019.50	完工	434.65
森林花园三期	昌吉	7892.19	2157.00	1522.00	2018.05	2019.11	完工	326.29
六工项目一期	昌吉六工镇	33179.63	20000.00	14415.00	2017.60	2019.06	完工	3019.00
世纪广场四期	昌吉	83266.20	33182.00	16941.00	2018.04	2020.60	正在施工	5648.00
世纪广场五期	昌吉	61881.87	21818.00	6528.00	2019.40	2021.60	正在施工	14717.00
金满城	昌吉	42292.77	42601.00	23039.53	2019.10	2021.09	正在施工	43835.00
世纪广场东苑	昌吉	102659.86	60772.00	12110.00	2019.12	2021.10	正在施工	55400.30
世纪广场一期	新泰	73544.55	31034.35	13567.84	2018.10	2020.10	正在施工	3345.66
世纪广场二期	新泰	112685.25	41851.42	9623.47	2019.30	2021.10	正在施工	9628.16
世纪花苑	新泰	55591.76	25000.00	1322.98	2020.01	2021.06	正在施工	--
都市花园	乌市	39576.71	51351.00	29032.13	2017.07	2020.07	正在施工	83637.45
金域名门三期	奇台	50856.37	18500.00	3794.00	2019.07	2020.12	正在施工	20844.81
六工项目二期	昌吉六工镇	33179.63	7600.00	3752.00	2019.50	2020.10	正在施工	25000.00
合计	--	1458538.00	603362.26	358782.17	--	--	--	279247.68

资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司经营效率尚可。

从经营效率来看，2017—2019 年，公司销售债权周转次数分别为 2.92 次、2.89 次和 2.93 次；存货周转次数分别为 2.34 次、2.59 次和 2.55 次；总资产周转次数分别为 0.48 次、0.44 次和 0.38 次。

7. 在建项目

公司合并范围内在建项目投资规模较大，存

在一定资本支出压力。

截至 2019 年底，公司合并范围内重大在建工程共 8 个，预计总投资 271.06 亿元，尚需投资 141.51 亿元。公司在建项目投资额度较大，但重大在建项目的投资主体由公司子公司特变电工负责投资建设，对公司本部而言不构成资金支出压力，公司本部无重大在建项目，总体资金支出压力较小。

表10 截至2019年底公司主要在建工程项目（单位：万元、%）

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 1000 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	6.89

五彩湾 2×660MW 电厂项目	47.54	100.00	82.99	8.09
±110kV 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	--	--	141.51

资料来源：公司提供

8. 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。公司未来发展规划明确，可行性强。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2017—2019 年财务报告由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均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。

截至 2017 年底，纳入公司合并范围内子公司共 25 家，其中当期新纳入合并范围子公司 9 家；截至 2018 年底，纳入公司合并范围内子公司未发

生变化；截至 2019 年底，纳入公司合并范围内子公司 26 家，其中当期新设增加一家子公司，注销减少一家子公司；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 年底，公司合并口径资产总计 1121.97 亿元，所有者权益合计 442.90 亿元（含少数股东权益 344.62 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 409.82 亿元，利润总额 29.47 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径资产总计 1167.42 亿元，所有者权益合计 457.81 亿元（含少数股东权益 349.37 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 92.23 亿元，利润总额 6.27 亿元。

2. 资产质量

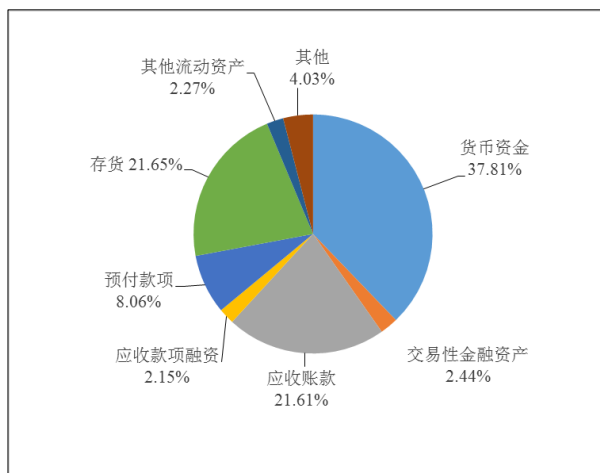
公司资产规模持续增长，资产结构相对均衡；公司货币资金充足，但应收账款和存货规模较大，对公司资金形成一定占用；非流动资产固定资产和在建工程占比较大，受限资产比例较低，整体资产质量好。

2017—2019 年，公司合并口径资产规模不断增长，年均复合增长 10.36%。截至 2019 年底，公司合并资产总额为 1121.97 亿元，较上年底增长 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，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 4.41%，截至 2019 年底，公司流动资产为 586.41 亿元，较上年底增长 3.64%。公司流动资产主要由货币资金（占 37.81%）、应收账款（占 21.61%）、预付款项（占 8.06%）和存货（占 21.65%）所构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 8.31%。截至 2019 年底，公司货币资金为 221.70 亿元，较上年底下降 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。

2017—2019 年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长 3.10%。截至 2019 年底，公司应收账款账面价值为 126.66 亿元，较上年底增长 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，占应收账款年底余额比为 17.65%，集中度一般。

2017—2019 年，公司预付款项波动中有所增长，年均复合上升 22.52%。截至 2019 年底，公司预付款项为 47.29 亿元，较上年底增长 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材料款增加所致。

2017—2019 年，公司存货有所下降，年均复合下降 4.16%。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 126.93 亿元，较上年底下降 1.07%，较上年底变化不大；存货主要由原材料（占 13.26%）、库存商品（占 11.47%）、在产品、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。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 18.21%，截至 2019 年底，公司非流动资产 535.57 亿元，较上年底增长 18.28%，主要系长期股权投资、其他非流动资产和固定资产增长所致。

2017—2019 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 33.04%。截至 2019 年底，公司长期股权投资为 31.91 亿元，较上年底增长 58.18%，主要系公司认购新疆众和股份有限公司非公开发行股票、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。

2017—2019 年，公司固定资产账面价值不断增长，年均复合增长 13.10%。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 293.87 亿元，较上年底增长 14.93%，主要系在建工程转固所致。截至 2019 年底，固定资产累计折旧 99.62 亿元，固定资产成新率为 75.56%，成新率尚可。

2017—2019 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 21.15%。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 88.65 亿元，较上年底增长 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 2019 年底，公司在建工程为 88.68 亿元，较上年底变化不大。

2017—2019 年，公司无形资产波动中有所增长，年均复合变化率为 16.63%。截至 2019 年底，公司无形资产为 50.93 亿元，较上年底增长 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 年底，公司其他非流动资产为 37.24 亿元，较上年底增长 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 年底，公司受限资产合计 122.04 亿元，占资产总额的比例为 10.88%，受限比例较低。

表 11 截至 2019 年底公司受限资产构成（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	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 月底，公司合并资产总额为 1167.42 亿元，较上年底增长 4.05%。其中，流动资产占 53.23%，非流动资产占 46.77%。资产结构较上年底变化不大。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

公司所有者权益以少数股东权益为主，归属于母公司所有者权益中其他权益工具和未分配利润占比较高，实收资本很小，所有者权益稳定性弱。

2017—2019 年，公司合并口径所有者权益快速增长，年均复合增长 11.84%，主要系其他权益工具大幅增长所致。截至 2019 年底，公司所有者权益为 442.90 亿元，较上年底增长 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，其中其他权益工具、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弱。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 457.81 亿元，较上年底增长 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%。所有者权益结构较上年底变动不大。

负债

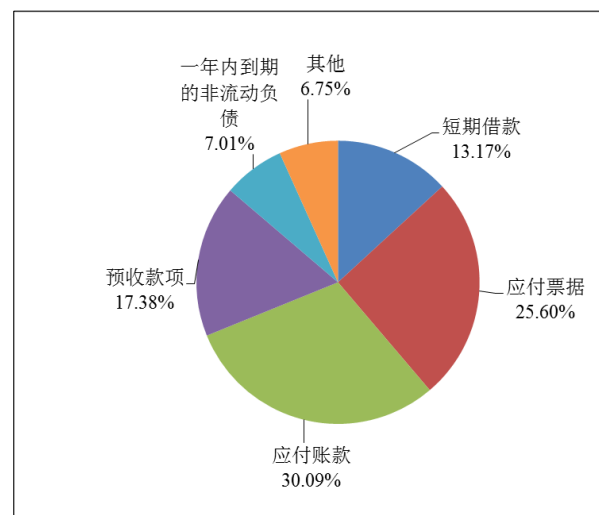
2019 年，由于项目贷款增加，公司有息债务规模有所增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2017—2019 年，公司合并口径负债有所增长，年均复合增长 9.43%。截至 2019 年底，公司负债总额为 679.08 亿元，较上年底增长 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。

流动负债

2017—2019 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长 0.89%。截至 2019 年底，公司流动负债为 394.67 亿元，较上年底下降 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。

图 7 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司短期借款有所下降，年均复合增长 13.65%。截至 2019 年底，公司短期借款为 51.99 亿元，较上年底下降 20.23%，主要系偿还短期借款所致。

2017—2019 年，公司预收款项波动中有所增长，年均复合增长 10.07%。截至 2019 年底，公司预收款项为 68.58 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 21.97%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 27.67 亿元，较上年底下降 45.25%，主要系到期偿还银

行借款所致。

非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 31.19%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 284.41 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 32.47%。截至 2019 年底，公司长期借款为 232.94 亿元，较上年底增长 47.01%，主要系公司 3.60 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。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长，年均复合上升 67.33%。截至 2019 年底，公司应付债券为 28.00 亿元，较上年底增长 40.00%，主要系公司发行“19 特变 01”及子公司特变股份发行“19 特电 01”所致。“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。

表 12 截至 2019 年底公司应付债券概况（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 01	2.00	2017/6/21	2+1	2020/6/21
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
合计	28.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

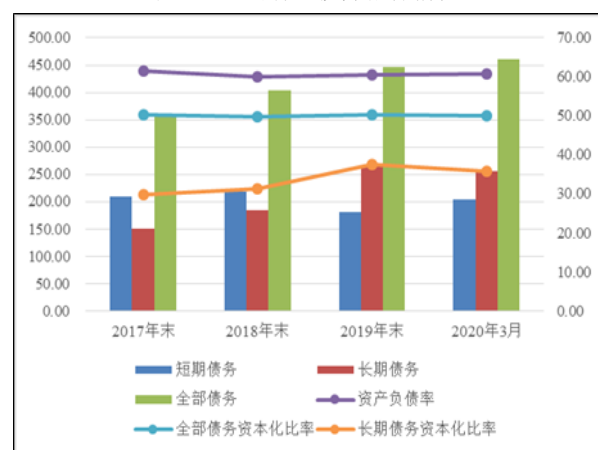
有息债务方面，若将其他流动负债、其他应付款、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务，2017—2019 年，公司全部债务规模年均增长 11.46%。截至 2019 年底，公司全部债务合计 446.96 亿元，较上年底增长 10.85%，其中短期债务 180.73 亿元（占 40.46%），较上年底下降 17.41%，存在一定短期

支付压力。从债务指标看，截至 2019 年底，公司资产负债率为 60.53%，变动不大，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，分别为 50.21%和 37.52%。若将公司发行的长期含权债券调整至长期债务后，截至 2019 年底，公司调整后全部债务为 501.69 亿元，其中长期债务 320.96 亿元。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 65.43%、56.40 和 45.28%。

从有息债务期限分布看，2020—2022 年到期有息债务规模分别为 195.68 亿元、118.12 亿元和 60.60 亿元，2020 年到期债务规模较大，公司存在一定短期偿付压力。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 709.61 亿元，较上年底增长 4.50%，负债结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 460.34 亿元，较上年底增长 3.05%，变动不大。同期，若将其他流动负债、长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务中，公司全部债务为 460.34 亿元，较 2019 年底全部债务上升 3.05%，其中短期债务占全部债务比重为 44.36%，长期债务占比 55.64%，短期债务占比有所上升。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 60.78%、50.14%和 35.88%。

图 8 公司有息债务指标情况



资料来源：公司财务数据

2020 年 3 月底，将公司已发行的长期含权债券调整为长期债务后，公司全部债务为 524.34 亿元。其中，短期债务占比 38.94%，长期债务占比

61.06%。截至2020年3月底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.27%、57.11%和44.84%，均较2019年底有所提升。

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模有所波动，投资收益和其他收益对利润有所补充，整体盈利水平保持稳定。

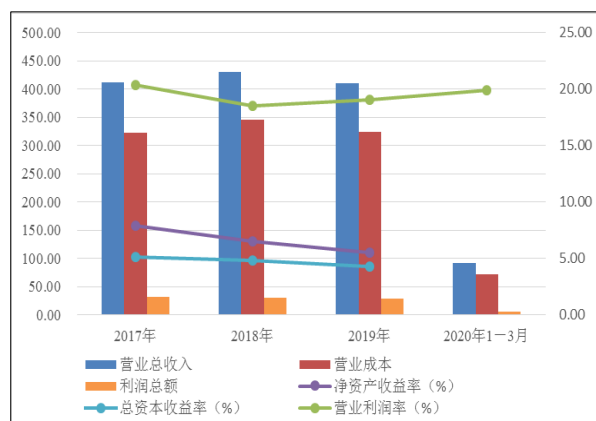
2017—2019年，公司营业总收入分别为412.25亿元、431.19亿元和409.82亿元，年均复合下降0.30%；同期，公司营业成本有所波动，三年分别为323.55亿元、345.58亿元和325.08亿元，年均复合增长0.24%，公司营业利润率波动下降，三年分别为20.37%、18.51%和19.07%。

期间费用上，2017—2019年，公司期间费用波动中有所增长，年均复合增长3.83%，2019年，公司期间费用总额为57.63亿元，同比增长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，同比增长8.95%，主要系销售人员薪酬增长所致；管理费用为19.23亿元，同比增长8.93%；研发费用为5.81亿元，同比增长0.29%，同比变化不大；财务费用为9.68亿元，同比增长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%，同比提高1.91个百分点。

2019年，公司实现投资收益5.48亿元，同比增加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，按照年底收盘价确认投资收益所致，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，同比下降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。

受上述因素影响，2017—2019年，公司实现利润总额分别为32.64亿元、29.65亿元和29.47亿元。

图9 公司盈利指标情况



资料来源：公司财务数据

盈利指标方面，2017—2019年，公司总资本收益率持续下降，近三年平均值为4.59%，2019年为4.27%。2017—2019年，公司净资产收益率持续下降，近三年平均值分别为6.31%，2019年为5.53%。

2020年1—3月，公司实现营业总收入92.23亿元，同比增长0.55%；实现利润总额6.27亿元，同比增长38.11%；公司营业利润率19.94%。

5. 现金流

近年来，公司经营活动产生的现金流保持净流入，且净流入规模有所提升，回笼现金的能力较强；2019年项目建设资金投入规模较大，投资活动产生的现金持续净流出，公司积极筹资，以满足业务规模扩张与投资需求。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长3.22%，2019年，公司经营活动现金流入量为514.25亿元，较上年变化不大；2017—2019年，公司经营活动现金流出量有所增长，年均复合增长0.48%；2019年，经营活动现金流出量为471.77亿元，较上年下降1.67%。综上，公司经营活动现金净流入42.48亿元，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，2017—2019年，公司投资活动现金流入量持续增长，年均复合增长151.58%，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%，主要系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投入所致。综上，公司投资活动现金净流出 100.61 亿元，较上年增长 147.58%。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -58.13 亿元，由于投资活动现金流出规模较大，公司经营活动尚不能覆盖投资活动的资金需求，存在一定的筹资压力。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长 8.44%，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%，较上年变化不大；筹资活动现金流出量为 215.18 亿元，较上年下降 2.41%。综上，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，公司筹资活动前现金流量净额为 -2.49 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 17.47 亿元。

表13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
经营活动现金流入量	482.63	513.81	514.25	97.89
现金收入比	112.88	114.02	117.39	99.13
经营活动现金流量净额	15.39	34.02	42.48	-7.26
投资活动现金流量净额	-38.41	-40.64	-100.61	4.77
筹资活动前现金流量净额	-23.01	-6.62	-58.13	-2.49
筹资活动现金流量净额	41.32	42.73	55.93	18.44

资料来源：联合资信整理

6. 偿债能力

公司长期偿债指标表现一般，但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，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2017—2019 年，受流动资产不断增长的影响，公司流动比率和速动比率均持续上升，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率均较上年有所上升，分别为 148.58%和 116.42%；截至 2020 年 3 月底，上述两项指标分别为 142.88%和 116.74%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 10.76%，同比上升 2.54 个百分点，经营活动获取的净现金流对流动负债的保障能力有所提升。截至 2019 年底，公司现金类资产 248.73 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 1.38 倍。现金类资产对短期债务的保障程度很高。整体看，公司短期偿债指标很强。

长期偿债能力方面，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 56.51 亿元、61.20 亿元和 64.99 亿元。公司 EBITDA 利息倍数持续下降，三年分别为 5.63 倍、4.38 倍和 3.97 倍。同期，公司全部债务/EBITDA 分别为 6.36 倍、6.58 倍和 6.87 倍，公司长期偿债指标一般。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围已取得的银行授信总额为 1245.42 亿元，其中已用授信额度 559.26 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。

7. 重大未决诉讼

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 4.06 亿元，有一定或有负债风险。

表 14 截至 2020 年 3 月底公司重大未决诉讼情况（单位：万元）

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	7243.00	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 4810 万元由郑玉平、戴年红、郑玉林协调案	全额计提坏账准备 91.63 万元

		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 6453.08 万元。截至 2019 年末, 公司尚有 91.63 万元债权余额	
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	15839.63	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 14807.88 万元, 支出违约金 1031.75 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 11460.75 万元。截止到 2019 年末计提坏账准备 5730.37 万元	计提坏账准备 5730.37 万元
天津市津疆国际物流有限公司 (以下简称“津疆物流”) 诉天津瑞林异型铜排电气有限公司等人买卖合同纠纷案	17469.28	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 166442041.88 元, 逾期付款利息 8250,776 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	计提坏账准备 9612.16 万元
合计	40551.91		--

资料来源: 公司提供

8. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》(工商注册号: 916501002292123357), 截至 2020 年 6 月 16 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。

9. 抗风险能力

基于对公司财务及经营风险的识别, 以及公司在市场地位、地理区位、产业链协同等方面素质的综合判断, 公司整体抗风险能力很强。

10. 母公司财务分析

公司母公司的资产规模较小, 债务负担较重, 利润主要来源于投资收益, 母公司盈利能力较弱。

2017—2019 年, 公司母公司资产规模波动下降, 年均复合下降 2.56%, 截至 2019 年底, 公司母公司资产总额为 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) (10.29 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)。

2017—2019 年, 公司母公司所有者权益权益波动下降, 年均复合下降 3.60%, 截至 2019 年底, 公司母公司所有者权益合计 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。

2017—2019 年, 公司母公司负债规模持续下降, 年均复合下降 1.99%, 截至 2019 年底, 公司母公司负债合计 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。

截至 2019 年底, 母公司全部债务 45.73 亿元 (其中长期债务 35.60 亿元, 占比 77.85%), 资产负债率为 65.64%, 全部债务资本化比率为 63.99%。截至 2020 年 3 月底, 母公司全部债务 49.01 亿元, 较 2019 年底增长 7.17%, 短期债务占 22.77%, 长期债务占 77.23%; 截至 2020 年 3 月底, 母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.91% 和 65.77%。

损益方面, 2017—2019 年, 公司母公司营业收入保持稳定, 年均复合增长 1.49%, 分别为 6.50 亿元、6.84 亿元和 6.70 亿元, 同期营业成本年均复合增长 4.97%, 增幅高于收入增幅, 导致营业利润率逐年下降, 分别为 20.25%、17.73% 和

17.73%。近三年，财务费用不断增长，年均复合增长率 10.85%，同时母公司投资收益快速增长，分别为 2.84 亿元、3.15 亿元和 4.55 亿元，营业利润和利润总额持续增长。投资收益为母公司主要利润来源。

2017—2019年，现金流方面，母公司经营活动现金流入量受收到其他与经营活动有关的现金下降影响而波动下降；同期，支付其他与经营活动有关的现金持续增长，导致经营活动现金流量净额波动下降。2017—2019年，公司投资支付的现金有所下降，受投资收到的现金规模较大影响，公司母公司投资活动净现金流逐年增长。2017—2019年，公司母公司筹资活动现金收支有所增长，2019年筹资活动现金净流出3.67亿元。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本次中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小。

公司本期中期票据发行金额上限为5亿元，分别占公司截至2020年3月底全部债务和长期债务的1.09%和1.95%。对公司现有债务规模影响较小。

截至2020年3月底，在考虑将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务，并进一步考虑其他权益工具中的64.00亿元调整至长期债务后，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66.27%、57.11%和44.84%，以2020年3月底数据为基础，在考虑将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务，及其他权益工具中的64.00亿元，本期拟发行金额上限5.00亿元中期票据发行后，上述债务指标将分别上升至66.41%、57.34%和45.23%，公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还本息债务，公司实际债务负担可能低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 482.63 亿元、513.81 亿元和 514.25 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额上限的 96.53 倍、102.76 倍和 102.85 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 15.39 亿元、34.02 亿元和 42.48 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额上限的 3.08 倍、6.80 倍和 8.50 倍。2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 56.51 亿元、61.20 亿元和 64.99 亿元，分别为本期中期票据拟发行金额上限的 11.30 倍、12.24 倍和 13.00 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度很高。

集中兑付方面，公司本部目前存续债券共 5 只（见表 15），部分具有回售条款或为永续债券按照首次行权日计算，公司偿还债券额度最高年份为 2022 年（包括“20 特变（疫情防控债）MTN001”“19 特电 Y1”及“19 特变 01”），当年年度最高偿付金额为 15.00 亿元。以 2019 年数据为基础，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 2022 年内到期额度的 34.28 倍和 2.83 倍；EBITDA 为 2022 年内到期额度的 4.33 倍。

表15 公司本部主要存续期债券情况（单位：亿元）

债券名称	到期日	首次行权日	债券余额
20 特变(疫情防控债)MTN001	2023-03-04	2022-03-04	5.00
19 特电 Y1 ²	2022-12-26	2022-12-26	5.00
19 特变 01	2024-03-14	2022-03-14	5.00
18 特变 02	2023-04-04	2021-04-04	1.00
18 特变 01	2021-04-04	--	5.46
合计			21.46

注：联合资信整理

十、结论

电力是国民经济和社会发展的基础和支柱产业，具有良好的长期发展前景。近年来，政府大力推进特高压项目建设以及清洁能源发电项目建设，为公司输变电业务和新能源业务的持续发展提供良好的契机。

公司作为变压器生产龙头企业和光伏行业知

² “19 特电 Y1”为永续期公司债，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

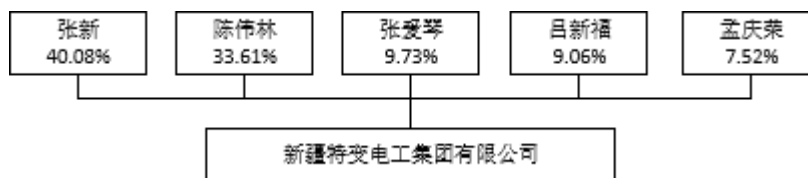
名企业，在行业地位、品牌优势、技术水平、资产规模、业务布局等方面继续保持很强的综合优势。近年来，公司贸易业务平稳发展，风电、光伏新能源及煤炭业务快速发展。同时，联合资信也关注到输变电设备制造行业竞争加剧，光伏行业产能过剩，公司海外市场风险较大，公司本部债务负担较重以及少数股东权益占比较高等因素对公司经营可能产生的不利影响。

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。

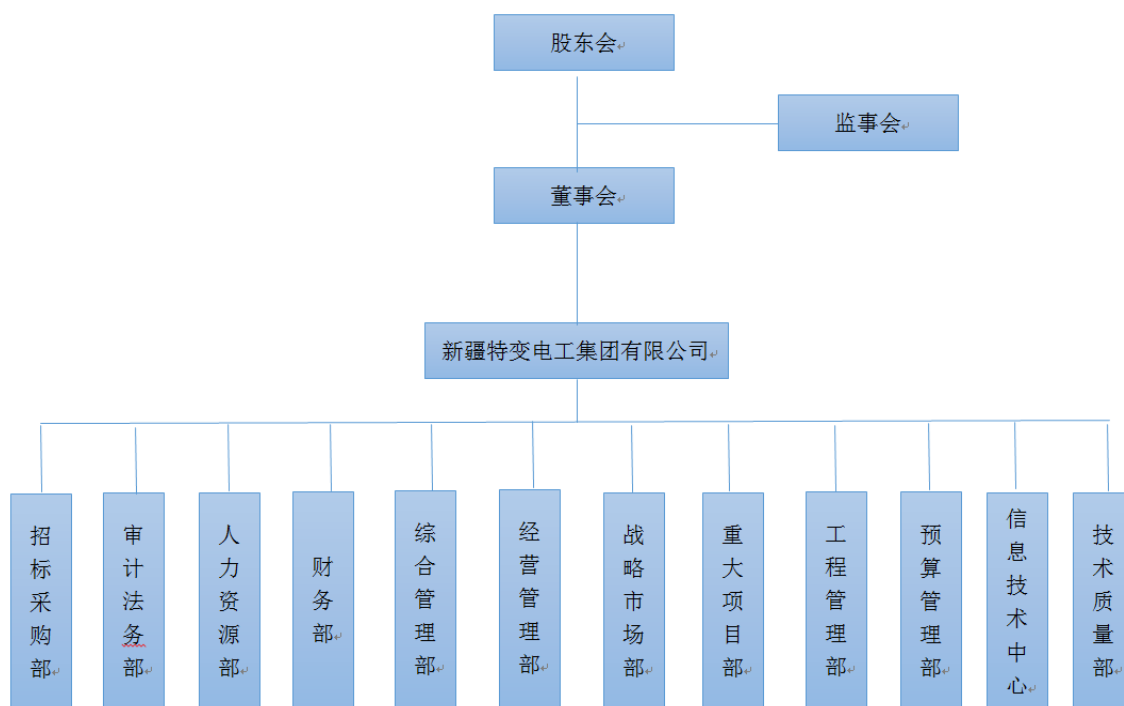
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序及赎回日设置方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小，公司 EBITDA 及经营活动现金流量对本期中期票据保障能力很强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 截至 2019 年底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)
特变电工股份有限公司	新疆、湖南、山东、天津、辽宁、中亚、非洲等	新疆昌吉州昌吉市北京南路 189 号	生产销售	12.03
新疆特变机电设备制造有限公司	新疆	新疆乌鲁木齐高新区喀什东路 294 号	生产销售	100.00
新疆昌特输变电配件有限公司	新疆	新疆乌鲁木齐高新技术产业开发区(新市区)昆明路西一巷 230 号 1 栋 1 至 4 层	生产销售	100.00
新疆特变电工房地产开发有限责任公司	新疆、湖南、山东、辽宁	新疆乌鲁木齐经济技术开发区(头屯河区)十色街 16 号 2056 室	房产开发销售	100.00
新疆特变电工国际成套工程承包有限公司	新疆、中亚、非洲等	新疆乌鲁木齐市高新区昆明路西一巷 230 号	工程施工	100.00
新疆特变电工自控设备有限公司	新疆	新疆昌吉州昌吉市世纪大道(南) 496 号	生产销售	100.00
中疆物流有限责任公司	新疆	新疆昌吉州昌吉市 X131 中疆 3 号	贸易物流	40.00
新疆特变电工集团物流有限公司	新疆	新疆昌吉州昌吉市高新区科技大道综合办公楼 217 室	贸易物流	100.00
新疆特变集团水电有限公司	新疆	新疆阿勒泰地区哈巴河县人民路 27 号农行 3 楼 302 室	资源开发	100.00
新疆特变集团矿业开发有限公司	新疆	新疆阿勒泰地区哈巴河县文化路 2 号	资源开发	100.00
沈阳特变电工电气工程有限公司	辽宁	沈阳市经济技术开发区开十六号街 7 号	生产销售	100.00
新疆远卓企业管理咨询有限公司	新疆	新疆乌鲁木齐市高新区高新街 230 号	管理咨询	100.00
特变电工集团衡阳电气工程修试有限公司	湖南	衡阳市雁峰区白沙洲联盟山 108 号(雁峰区工业项目集聚区)	生产销售	100.00
新疆中疆仓储有限公司	新疆	昌吉州昌吉市绿洲南路 1 号(47 区 2 丘 44 栋)	物流仓储	100.00
新疆特变电工国际招标咨询有限公司	新疆	新疆昌吉州昌吉市绿洲南路 1 号(47 区 2 丘 44 栋)	代理服务	100.00
中丝路建设投资集团有限公司	新疆	新疆乌鲁木齐经济技术开发区(头屯河区)十色街 16 号 2055 室	工程施工	100.00
奇台县特变金奇城乡建设有限公司	新疆	新疆昌吉州奇台县奇台县城南新区团结路 2 区 12 丘 163 幢 10 层	城市基础设施建设	90.00
奇台县特变金奇工程建设有限公司	新疆	新疆昌吉州奇台县奇台县城南新区团结路 2 区 12 丘 163 幢 10 层	城市基础设施建设	90.00
奇台县特变金奇交通建设有限公司	新疆	新疆昌吉州奇台县奇台县城南新区团结路 2 区 12 丘 163 幢 10 层	城市基础设施建设	95.00
昌吉市中电工程管理服务服务有限公司	新疆	新疆昌吉州昌吉市延安南路 184 号特变·水木融城 184 号综合商业用房 B 段二楼 202 室	工程管理服务	65.00
中疆国际融资租赁有限公司	新疆	新疆伊犁州霍尔果斯市神州路 8 号新丝路(跨境)金融小镇 A-103 号	融资租赁服务	100.00
几内亚常青矿业科技有限公司	几内亚	几内亚科纳克里 KALOUM 镇	铝土矿开发	100.00
法塔拉矿业投资公司	几内亚	几内亚科纳克里 KALOUM 镇	铝土矿开发	100.00
特利梅雷铝矾土公司	几内亚	几内亚科纳克里 KALOUM 镇	铝土矿开发	100.00
特变电工(集团)香港公司	香港	香港湾仔骆克道 301-307 号洛克中心 19 楼 C 室	投融资、进出口业务	100.00
特变电工集团(湖南)电气科技有限公司	湖南	湖南省衡阳市衡南县云集镇蒸湘南路	生产销售	100.00

资料来源：公司财务报告

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	229.32	263.56	248.73	251.71
资产总额（亿元）	921.18	1018.60	1121.97	1167.42
所有者权益（亿元）	354.11	406.50	442.90	457.81
短期债务（亿元）	208.60	218.83	180.73	204.19
长期债务（亿元）	150.94	184.14	265.96	256.15
全部债务（亿元）	359.54	402.97	446.69	460.34
营业总收入（亿元）	412.25	431.19	409.82	92.23
利润总额（亿元）	32.64	29.65	29.47	6.27
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
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.92	2.89	2.93	--
存货周转次数（次）	2.34	2.59	2.55	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.44	0.38	--
现金收入比（%）	112.88	114.02	117.39	99.13
营业利润率（%）	20.37	18.51	19.07	19.94
总资本收益率（%）	5.11	4.79	4.27	--
净资产收益率（%）	7.91	6.53	5.53	--
长期债务资本化比率（%）	29.89	31.18	37.52	35.88
全部债务资本化比率（%）	50.38	49.78	50.21	50.14
资产负债率（%）	61.56	60.09	60.53	60.78
流动比率（%）	133.87	136.77	148.58	142.88
速动比率（%）	99.48	105.75	116.42	116.74
经营现金流动负债比（%）	3.83	8.22	10.76	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.63	4.38	3.97	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.36	6.58	6.87	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.将其他流动负债中的有息债调整至短期债务，将长期应付款中及其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.63	12.36	11.18	12.73
资产总额（亿元）	78.86	79.75	74.88	77.08
所有者权益（亿元）	27.69	28.85	25.73	25.51
短期债务（亿元）	17.65	3.34	10.13	11.16
长期债务（亿元）	24.76	36.36	35.60	37.86
全部债务（亿元）	42.40	39.70	45.73	49.01
营业总收入（亿元）	6.50	6.84	6.70	1.64
利润总额（亿元）	1.41	1.27	2.27	-0.22
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	1.85	1.33	-2.48	-1.01
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.36	2.54	1.90	--
存货周转次数（次）	6.40	5.06	4.34	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.09	0.09	--
现金收入比（%）	53.26	31.76	37.85	14.45
营业利润率（%）	20.25	17.73	14.76	15.35
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	5.09	4.45	8.78	-3.47
长期债务资本化比率（%）	47.20	55.76	58.05	59.74
全部债务资本化比率（%）	60.50	57.91	63.99	65.77
资产负债率（%）	64.89	63.83	65.64	66.91
流动比率（%）	111.25	197.35	154.87	167.83
速动比率（%）	107.57	188.95	144.70	157.77
经营现金流动负债比（%）	7.01	9.14	-18.30	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 5 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)
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 6-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 新疆特变电工集团有限公司 2020 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

新疆特变电工集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

新疆特变电工集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对新疆特变电工集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，新疆特变电工集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新疆特变电工集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现新疆特变电工集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对新疆特变电工集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就該事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如新疆特变电工集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对新疆特变电工集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与新疆特变电工集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。