

信用评级公告

联合〔2022〕7210号

联合资信评估股份有限公司通过对新疆特变电工集团有限公司及其拟发行的 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）的信用状况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 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年七月二十八日

新疆特变电工集团有限公司

2022年面向专业投资者公开发行可续期公司债券

(第一期) 信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期公司债券信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况:

本次公司债券发行规模: 不超过 5.00 亿元 (含)

本次公司债券期限: 基础期限为 2 年, 以每 2 个计息年度为 1 个周期, 在基础期限期末及每一个重新定价周期末, 公司有权行使续期选择权。公司不行使续期选择权则全额到期兑付

偿还方式: 在不行使递延支付利息选择权的情况下按年付息, 到期一次性偿还本金

募集资金用途: 偿还有息债务和补充流动资金

评级时间: 2022 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 对新疆特变电工集团有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为国内变压器生产核心企业和新能源行业知名企业, 在行业地位、品牌优势、技术水平、资产规模、业务布局等方面具备很强的综合优势。2019 年以来, 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较快增长, 经营活动现金净流入规模持续扩大, 公司整体经营情况良好。同时, 联合资信也关注到公司应收账款和存货规模较大, 对营运资金形成占用; 在建项目资金需求大, 公司面临较大的资金支出压力以及少数股东权益占比高, 权益结构稳定性弱等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

本期公司债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。同时, 赎回和利率重置条款设置使本期公司债券不赎回的可能性较小, 但利息支付的约束力较弱。公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对本期公司债券保障能力很强。

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、自持光伏及风机电站装机规模及发电量有望进一步提升, 公司整体竞争力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券信用状况的综合评估, 联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺, 本次公司债券信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. **行业地位优势明显。**公司作为国内变压器生产核心企业之一, 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, 产品竞争力很强。

2. **多晶硅产品竞争优势明显。**2019 年以来, 公司多晶硅产销量持续增长, 并同步实施多条高纯多晶硅产业建设项目, 随着多晶硅建设项目的陆续完工, 多晶硅产品竞争优势将进一步提升。

3. **自持新能源电站装机规模持续提升, 对公司利润形成较好补充。**截至 2021 年末, 公司自持光伏装机容量 530MW,

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：刘 哲 高佳悦 王兴龙

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

风力发电站装机容量 1725MW，新能源电站项目持续投入运营，逐步成为公司重要的收入与利润增长点。

4. **经营情况良好且获现能力稳健，融资渠道畅通。**2019—2021 年，公司利润总额持续增长，盈利能力很强；经营活动现金始终处于净流入状态，且净流入规模持续扩大，经营获现能力稳健。截至 2021 年末，公司共获得授信额度 1606.43 亿元，其中未使用额度 947.36 亿元，公司授信余额充足。

关注

1. **原材料价格波动加大了公司成本管控难度。**公司原材料成本约占输变电产品生产成本的 90%左右；2020 年以来，钢材、铜、铝等原材料价格波动剧烈，加大了公司成本管控难度。

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

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

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

5. **可续期公司债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点；一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。**

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	248.73	262.48	269.12	292.72
资产总额（亿元）	1121.97	1201.98	1395.26	1474.94
所有者权益（亿元）	442.90	478.95	588.54	636.58
短期债务（亿元）	185.76	223.31	219.28	212.02
长期债务（亿元）	260.94	252.59	281.89	298.63
全部债务（亿元）	446.70	475.91	501.17	510.65
营业收入（亿元）	409.82	489.31	674.70	189.18
利润总额（亿元）	29.47	38.84	119.70	50.27
EBITDA（亿元）	64.99	81.24	168.65	--
经营性净现金流（亿元）	42.48	57.23	122.68	20.61
营业利润率（%）	19.07	18.95	27.50	34.64
净资产收益率（%）	5.53	6.96	17.30	--
资产负债率（%）	60.53	60.15	57.82	56.84
全部债务资本化比率（%）	50.21	49.84	45.99	44.51
流动比率（%）	148.58	129.45	137.40	144.05
经营现金流动负债比（%）	10.89	12.62	24.38	--
现金短期债务比（倍）	1.34	1.18	1.23	1.38
EBITDA 利息倍数（倍）	3.97	4.64	10.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.87	5.86	2.97	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	74.88	71.64	84.56	88.05
所有者权益（亿元）	25.73	25.87	33.92	38.35
全部债务（亿元）	45.73	43.04	46.38	43.17
营业收入（亿元）	6.70	7.29	8.17	2.33
利润总额（亿元）	2.27	1.35	5.33	1.45
资产负债率（%）	65.64	63.89	59.89	56.45
全部债务资本化比率（%）	63.99	62.46	57.76	52.96
流动比率（%）	154.87	117.05	118.83	87.56
经营现金流动负债比（%）	-18.30	13.45	4.36	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 所有者权益中包含多期永续债券；4. 合并口径其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

资料来源：公司提供，联合资信整理

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	2020/08/13	黄露、戴彤羽	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
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号

声 明

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

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

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

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

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

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

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

新疆特变电工集团有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

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 8888.80 万元。2009 年 3 月，公司回购部分股东股权，注册资本减少至 7500.00 万元。2010 年 10 月，公司变更为现名。截至 2022 年 3 月末，公司实收资本为 7500.00 万元，公司控股股东及实际控制人为自然人张新先生，直接持有公司 40.08% 股权（无质押）。

公司经营范围为：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；再生资源回收；变压器维修；金属制品加工。

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

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

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 1474.94 亿元，所有者权益 636.58 亿元（含少数股东权益 511.78 亿元）；2022 年 1—3 月，公司

实现营业总收入 189.18 亿元，利润总额 50.27 亿元。

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

二、本期公司债券概况

公司已于 2019 年 12 月 11 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于核准新疆特变电工集团有限公司向合格投资者公开发行可续期公司债券的批复》（证监许可〔2019〕2808 号），注册规模为不超过 20 亿元。本期拟发行 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）（以下简称“本期公司债券”），发行额度不超过 5.00 亿元，本期公司债券无担保，募集资金将用于偿还有息债务和补充流动资金。本期公司债券在条款设置上区别于普通公司债券，具有一定特殊性。

在续期选择权方面，本期公司债券以每 2 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期公司债券期限延长 1 个周期（即延长不超过 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期公司债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司将于本次约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日，披露续期选择权行使公告。若行使续期选择权，公司将在续期选择权行使公告中披露：（1）本次债券的基本情况；（2）债券期限的延长时间；（3）后续存续期内债券的票面利率或利率计算方法。若放弃行使续期选择权，公司将在续期选择权行使公告中明确将按照约定及相关规定完成各项工作。

利率方面，本期公司债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。本期公司债券首次发行票面利率在首个周期内保持不变。重新定价周期适用的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。如果公司行使续期选择权，本期公司债券后续每个周期的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，后续周期的当期基准利率为重新定价周期起息日前 250 个交易日由中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期公司债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入到 0.01%）。

在清偿顺序方面，本期公司债券在破产清算时的清偿顺序等同于普通债务。

在递延利息支付方面，本期公司债券每个付息日，除非发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息以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，且不受到任何递延支付利息次数的限制。强制付息事件为：1）向普通股股东分红；2）向偿付顺序劣后于本期公司债券的证券进行任何形式的兑付；3）减少注册资本。公司决定递延支付利息的，将于付息日前 10 个交易日发布递延支付利息公告。若公司选择行使递延支付利息选择权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：1）向普通股股东分红；2）向偿付顺序劣后于本期公司债券的证券进行任何形式的兑付；3）减少注册资本。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期公司债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于普通债务。

（2）本期公司债券如不赎回，从基础期限后每延长一个周期，重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，本期公司债券公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调升幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）本期公司债券在除公司发生向普通股股东分红、向偿付顺序劣后于本期公司债券的证券进行任何形式的兑付和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；本期公司债券的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期公司债券具有公司续期选择权、票面利率重置和利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期公司债券在清偿顺序方面等同于其他普通债务；同时，赎回条款设置使本期公司债券不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。此外，公司一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

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

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进

行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以

有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业

出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

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

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

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

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

其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

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

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同

2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

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

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

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

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳

定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

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

四、行业分析

1. 电力设备制造业

(1) 行业概况

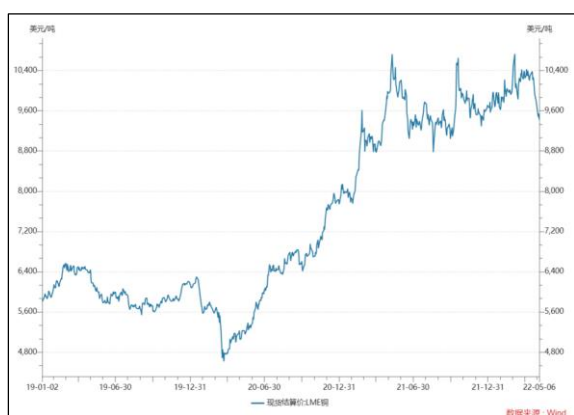
为推进电网的转型升级及新能源为主体的新型电力系统的构建，“十四五”期间全国电网总投资预计约 3 万亿元人民币，将有效带动电网建设、元器件及设备制造、运营运维等相关产业，对电力设备制造企业经营形成较强支撑。2020 年以来，上游原材料价格探底后大幅上涨，一定程度上加大了电力设备制造企业的成本控制难度。

电力设备制造业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2021—2022 年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力消费需求来看，2021 年，全国全社会用电量 8.31 万亿千瓦时，同比增长 10.3%，用电量快速增长主要受国内经济持续恢复发展、上年同期低基数、外贸出口快速增长等因素拉动。其中，第一产业用电量

1023 亿千瓦时，同比增长 16.4%；第二产业用电量 5.61 万亿千瓦时，同比增长 9.1%；第三产业用电量 1.42 万亿千瓦时，同比增长 17.8%。电力供应方面，截至 2021 年底，全国全口径发电装机容量 23.8 亿千瓦，同比增长 7.9%，其中全口径非化石能源发电装机容量达到 11.2 亿千瓦，首次超过煤电装机规模。截至 2021 年底，全国全口径火电装机容量 13.0 亿千瓦，同比增长 4.1%，其中煤电 11.1 亿千瓦，同比增长 2.8%，占总发电装机容量的比重为 46.7%，同比降低 2.3 个百分点。2021 年，全国发电设备利用小时 3817 小时，同比提高 60 小时。2021 年，重点调查企业电力完成投资 10481 亿元，同比增长 2.9%。其中，电网完成投资 4951 亿元，同比增长 1.1%。电源完成投资 5530 亿元，同比增长 4.5%，其中非化石能源发电投资占电源投资比重达到 88.6%。整体看，2021 年全社会用电量保持平稳增长，电力供应延续绿色低碳发展趋势，非化石能源发电装机和发电量均保持较快增长。

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

图 1 2019 年以来 LME 铜现货结算价格
(单位: 美元/吨)



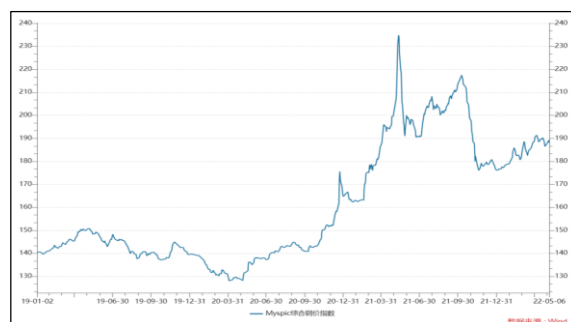
资料来源: Wind

铜期货价格在 2019 年初小幅上升后逐步回落，至 2020 年 3 月下跌至 4617 美元/吨左右后开始震荡上行，并于 2021 年 5 月 10 日上涨至 10724 美元/吨后维持高位震荡态势；同期铝期

货的价格走势总体上与铜期货相似，于 2021 年 10 月上涨至 24695 元/吨后维持在 19000 元/吨~24000 元/吨区间震荡。

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

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) 行业竞争

中国电力装备制造行业中小企业数量众多，规模小，生产效率低，技术装备落后，行业集中度较低，整体竞争力较弱，与国际先进水平相距甚远，尚不具备实力打破国际巨头垄断竞争的市场格局。

目前，中国电力装备制造行业内企业数量众多，但行业集中度较低，产品进入市场的门槛也相对较低，尤其在中低端产品市场，行业竞争激烈。近年来，随着国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）和中国南方电网有限

责任公司（以下简称“南方电网”）普遍采用集中招标方式，加剧了市场竞争程度。此外，外资大型跨国集团也加大中国市场拓展力度，导致了行业竞争格局更趋于复杂化。而在高端产品市场，如特高压主设备产品技术门槛高，市场集中度较高，呈现完全相反的两种景象，主要的参与企业包括国电南瑞科技股份有限公司、河南平高电气股份有限公司、许继电气股份有限公司、特变电工和中国西电集团有限公司等。从整体上看，中国电力装备制造行业竞争激烈，外资跨国公司抢占了部分市场份额，国内输变电装备企业数量也在快速增长，中低端变压器市场竞争激烈，呈现金字塔型结构，

随着电压等级增加，技术壁垒就越强，生产厂家越少，垄断程度越高。

未来，二次设备及成套设备等技术壁垒较高的领域将成为国内输配电行业的发展重点。从细分产品来看，智能电网、特高压的建设对技术和资金的要求较高，随着智能电网和特高压建设的推进，行业进入壁垒会逐渐提高。

（3）行业政策

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

表 2 近年来主要行业政策

时间	法条	主要内容
2015 年 8 月	《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》	2015—2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元
2016 年 2 月	中央 1 号文件	要求加快实施农村电网改造升级工程，实施新一轮农村电网改造升级工程，预计总投资 7000 亿元以上，开展农村“低电压”综合治理
2016 年 6 月	《电力规划管理办法》	支持非化石能源优先利用和分布式能源发展，努力实现电力系统安全可靠、经济合理、清洁环保、灵活高效
2016 年 7 月	《“十三五”国家科技创新规划》	提出未来要大力发展清洁低碳、安全高效的现代能源技术，支持能源结构优化调整和温室气体减排，保障能源安全，推进能源革命。发展煤炭清洁利用、新型节能技术，积极推广可再生能源大规模开发利用技术和智能电网技术等
2016 年 11 月	《电力发展“十三五”规划》	在“十三五”期间，中国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将中国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿万千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主
2017 年 1 月	《能源发展“十三五”规划》	计划到 2020 年，中国能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内；非化石能源消费比重提高到 15%以上，天然气消费比重力争达到 10%，煤炭消费比重降低到 58%以下；单位国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，煤电平均供电煤耗下降到每千瓦时 310 克标准煤以下。中国“十三五”期间着力推进升级改造和淘汰落后产能，优化能源开发利用布局
2017 年 9 月	《电力需求侧管理办法》（修订版）	国家发改委、工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、国务院国资委、国家能源局 6 部门联合印发了《关于深入推进供给侧结构性改革做好新形势下电力需求侧管理工作的通知》。结合新形势和新任务，国家发改委等 6 部门对现行《电力需求侧管理办法》进行了修订
2018 年 9 月	《关于推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》	加快推进青海至河南、陕北至湖北等 12 条特高压交直流输变电工程建设，合计输电能力 5700 万千瓦
2020 年 11 月	《新能源汽车产业发展规划》	规划展望 2025 年新售新能源车占比到 20%，到 2035 年纯电成销售主流。按照发展规划展望，到 2025 年，中国新能源汽车市场竞争力明显增强，在三大电领域取得关键技术重大突破。纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新售新能源汽车达到汽车新车销售总量的 20%左右，高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用，充换电服务便利性显著提高。力争到 2035 年中国新能源汽车核心技术达到国际先进水平。纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用，充换电服务网络便捷高效，氢燃料供给体系建设稳步推进。
2020 年 12 月	《新时代的中国能源发展》白皮书	从能源消费方式、能源供应体系、科技创新、能源体制改革和能源国际合作等方面全面阐述了中国推进能源革命的主要政策和重大举措。新能源发展地位不改，新模式新技术打造新方向。在肯定了非化石能源发展的成就之上，白皮书进一步提出了新能源未来的发展方向，力求从生产与消纳两端推进清洁能源利用，提升能源体系多元化程度。生物质发电向热电联产转型升级、光伏发电的智能化和与农业、渔业、牧业、建筑的融合发展、加速绿氢制取、储运和应用产业链技术装备。
2021 年 3 月	国家电网《“碳达峰、碳中和”行动方案》	在能源供给侧，构建多元化清洁能源供应体系。一是大力发展清洁能源，最大限度开发利用风电、太阳能发电等新能源，坚持集中开发与分布式并举，

		积极推动海上风电开发；大力发展水电，加快推进西南水电开发；安全高效推进沿海核电建设。二是加快煤电灵活性改造，优化煤电功能定位，科学设定煤电达峰目标。煤电充分发挥保供作用，更多承担系统调节功能，由电量供应主体向电力供应主体转变，提升电力系统应急备用和调峰能力。三是加强系统调节能力建设，大力推进抽水蓄能电站和调峰气电建设，推广应用大规模储能装置，提高系统调节能力。四是加快能源技术创新，提高新能源发电机组涉网性能，加快光热发电技术推广应用。推进大容量高电压风电机组、光伏逆变器创新突破，加快大容量、高密度、高安全、低成本储能装置研制。推动氢能利用，碳捕集、利用和封存等技术研发，加快 CO2 资源再利用。预计 2025、2030 年，非化石能源占一次能源消费比重将达到 20%、25%左右。 在能源消费侧，全面推进电气化和节能提效。一是强化能耗双控，坚持节能优先，把节能指标纳入生态文明、绿色发展等绩效评价体系，合理控制能源消费总量，重点控制化石能源消费。二是加强能效管理，加快冶金、化工等高耗能行业用能转型，提高建筑节能标准。以电为中心，推动风光水火储多能融合互补、电气冷热多元聚合互动，提高整体能效。三是加快电能替代，支持“以电代煤”、“以电代油”，加快工业、建筑、交通等重点行业电能替代，持续推进乡村电气化，推动电制氢技术应用。四是挖掘需求侧响应潜力，构建可中断、可调节多元负荷资源，完善相关政策和价格机制，引导各类电力市场主体挖掘调峰资源，主动参与需求响应。预计 2025、2030 年，电能占终端能源消费比重将达到 30%、35%以上。
2021 年 3 月	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	构建现代能源体系。推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系，提高能源供给保障能力。加快发展非化石能源，坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源，有序发展海上风电，加快西南水电基地建设，安全稳妥推动沿海核电建设，建设一批多能互补的清洁能源基地，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右。推动煤炭生产向资源富集地区集中，合理控制煤电建设规模和发展节奏，推进以电代煤。有序放开油气勘探开发市场准入，加快深海、深层和非常规油气资源利用，推动油气增储上产。因地制宜开发利用地热能。提高特高压输电通道利用率。加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力，推进煤电灵活性改造，加快抽水蓄能电站建设和新型储能技术规模化应用。完善煤炭跨区域运输通道和集疏运体系，加快建设天然气主干管道，完善油气互联互通网络。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（4）行业关注

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。从总体来看，目前国内外经济走势仍偏弱，外部环境的不确定性可能会对相关公司的经营和盈利造成一定影响。

受原材料价格及性能的影响较大。2020 年以来，国内外铜材、铝材等原材料的价格波动较大，若成本无法转嫁至下游，将对企业的原材料管理和盈利能力造成较大影响，增加盈利波动性。国内取向硅钢生产企业较少，价格变动对变压器产品的盈利能力影响较大。

产业政策变动的风险。中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，导致电力行业投资需求减少，除非行业内的经营结构得到调整，否则会对行业成长性

造成一定影响。

（5）未来发展

随着“双碳”战略实施，新型电力系统构建，清洁能源占比提升，特高压输电、智能变电站等将成为未来重点投资方向。

我国“十四五”规划提出，要推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系，提高能源供给保障能力；提高特高压输电通道利用率；加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力，推进煤电灵活性改造，加快抽水蓄能电站建设和新型储能技术规模化应用。

随着“构建以新能源为主体的新型电力系统”目标的提出，电源结构将发生重大改变，绿色电源将成为主体电源。在电网领域，电力资源配置由煤电、水电基地外送，转变为新能源一体化开发外送、源网荷储一体化就近利用，电网形

态由区域互联大电网向大电网与微电网、分布式电网兼容并举转变，智能配电网成为未来发展重点。

2. 光伏行业

(1) 行业概况

我国光伏产业已形成国际竞争优势，光伏制造和光伏发电规模位居全球首位。

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

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

近年来全球能源转型的步伐加快，全球光伏发电装机规模实现快速增长，促进了光伏产业的整体发展。2021 年，全球新增光伏装机容量约 170GW，同比增长约 31%，全球光伏产业保持良好的发展势头，欧洲、美国、澳大利亚等传统光伏市场保持旺盛需求，巴基斯坦、希腊等新兴市场不断涌现。

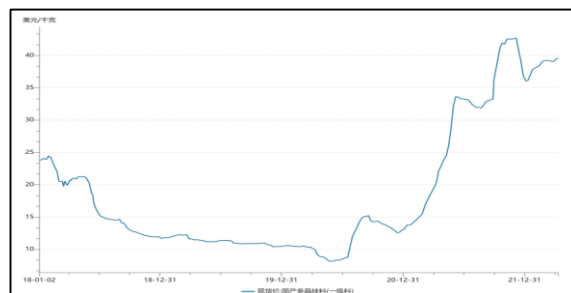
(2) 行业上游

2021 年，受下游新增产能大规模投产影响，多晶硅料供应偏紧导致硅料价格攀升，未来随着新增产能的陆续投产，硅料价格有望回落。

太阳能光伏产业链的最上游为太阳能级多晶硅原料。2021 年，我国多晶硅产量为 50.5 万吨，同比增长 27.5%。尽管多晶硅产量实现较快增长，但由于多晶硅料扩产周期相较于光伏产业链下游扩产周期长，叠加下半年能耗管控造成部分地区多晶硅料减产 20%以上，在下游保持较大的新增投产规模情况下，多晶硅料市场供应缺口较大导致市场价格大幅攀升，由 2020

年 12 月 28 日的 13.06 美元/千克升至 2021 年 12 月 6 日的 42.70 美元/千克。2022 年以来，伴随多晶硅料新增产能的投产，多晶硅料市场价格有所回落，2022 年 4 月 11 日为 39.59 美元/千克。未来随着新增产能的陆续投产，多晶硅料价格有望进一步下降。

图 3 2018 年以来光伏级多晶硅现货价



资料来源: Wind

(3) 行业下游

硅片及电池片

目前我国光伏电池产品以 PERC 电池为主，2021 年 PERC 电池转换效率持续提升。未来随着光伏产业技术不断革新，转换效率更高的 N 型电池将成为下一代主导产品。

多晶硅材料进行加工后可得到硅片，硅片加工后可得到晶硅电池片，晶硅电池片系光伏组件的主要部件。

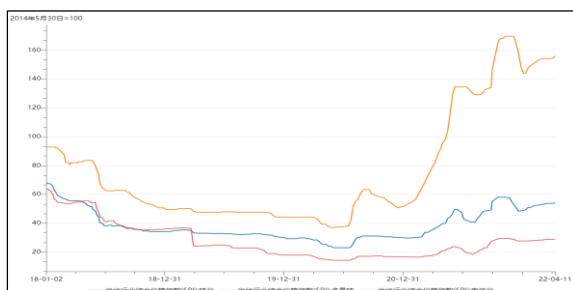
产量方面，受益于行业技术进步以及度电成本快速下降带来的光伏发电经济性凸显，太阳能发电产品的需求不断提升。2021 年，我国硅片及电池片产量分别为 227GW 和 198GW，同比分别增长 40.6%和 46.9%，整体维持快速增长态势。

技术方面，大尺寸和薄片化有利于降低硅片成本。2021 年多晶硅片平均厚度已降至 178μm，182mm 和 210mm 尺寸合计占比已由 2020 年的 4.5%迅速增长至 45%，未来其占比仍将快速提升。2021 年，我国新建量产产线仍以 PERC 电池产线为主，随着 PERC 电池片新产能持续释放，PERC 电池片市场占比进一步提升至 91.2%，规模化生产的 P 型单晶电池均采用 PERC 技术，平均转换效率达到 23.1%，较 2020

年提高 0.3 个百分点。N 型 TOPCon 电池平均转换效率达到 24%，异质结电池平均转换效率达到 24.2%，较 2020 年分别提高 0.5 个和 0.4 个百分点，但由于两者成本相对较高，量产规模仍较少，2021 年市场占比约为 3%。未来随着生产成本的降低及良率的提升，N 型电池将会是电池技术的主要发展方向之一。根据中国光伏行业协会预测，2022 年 N 型电池（TOPCon 和异质结电池）占比有望从 3%提升至 13.4%。

价格方面，硅片及电池片的价格变动趋势与多晶硅料走势拟合度高，2021 年硅料价格高涨并向下游传导，硅片及电池片价格涨幅较大。

图 4 光伏行业综合价格指数



资料来源：Wind

随着光伏电站建设成本、发电成本的逐渐降低，政府对于后续光伏电站并网电量的补贴也逐渐减少，未来随着平价上网政策的持续推进，光伏电价将逐步实现平价上网。

光伏组件

2021 年，由于光伏制造产业上游价格上涨导致组件生产成本增加，但成本增量未有效传导至终端，致使组件环节盈利水平受到挤压。随着海外“双反政策”实施范围的扩大以及光伏制造本土化的推行，未来我国光伏产业将面临较大的出口竞争压力。

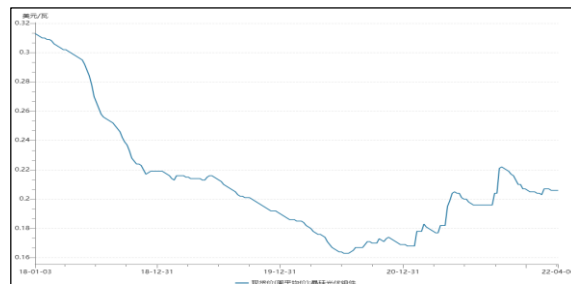
光伏组件是光伏电站的核心构成部分。2021 年，我国光伏组件产量为 182GW，同比增长 46.1%，增速较上年提高 19.7 个百分点。其中，排名前五企业产量占国内组件总产量的 63.4%，行业集中度进一步上升（2020 年 CR5 为 55.1%）。近年来，国内主要生产企业积极扩张产能，2021 年光伏组件产能约 350GW/年，同比增长 59.09%，增速较上年提高 29.68 个百

分点。在“碳达峰”“碳中和”目标下，光伏行业发展空间广阔，光伏制造产业各环节主要生产企业积极扩产能，同时行业新进入者增加，未来市场竞争加剧。

从价格来看，近年来，随着我国光伏发电平价上网的实现，光伏制造产业价格整体呈下降态势，带动光伏组件价格的下降，但 2021 年以来，受硅料产能不足以及国家能源管控影响，硅料价格攀升带动产业链上游价格的整体上涨，导致组件生产成本增加，但受制于下游电厂对电站成本的控制，增加的成本并未有效传导至消费端，导致组件环节盈利水平受到挤压。未来随着硅料市场供应的增加，硅料价格有望下降，光伏组件成本压力将得到缓解。

图 5 2018 年以来晶硅光伏组件价格走势情况

（单位：美元/瓦）



资料来源：Wind

出口方面，2021 年，我国光伏组件出口量为 98.5GW，同比增长 25.1%，其中出口量占光伏组件产量的 50%以上，占比较上年有所下降，主要系下半年光伏制造产业链上游价格上涨，推升了组件价格，叠加高昂的海运价格，导致消费终端需求放缓，但海外市场仍为我国组件销售的主力市场。

随着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，但未来若“双反政策”在各国推行，我国低成本高价值光伏组件出口将面临阻碍，目前我国企业以海外设厂的形式实现海外市场的拓展，但在业务开展过程中仍存在海外政策变动的风险。2021 年，美国海关依据暂扣令（WRO）相继对我国光伏企业出口到美国的组件产品进行了扣押。2022 年 4 月，美国商务部宣布对从越南、泰国、马来西亚

和柬埔寨四个东南亚国家进口的太阳能电池发起反倾销和反补贴逃税调查。印度自 2022 年 4 月起对外国制造的太阳能组件征收 401% 的基本关税，对电池征收 25% 的基本关税。此外，各光伏主要国家和地区推动光伏制造本土化，例如美国推动出台太阳能制造法案，全面审查供应链对依赖情况，并通过了 1.75 万亿美元的刺激法案，其中比较重要的是 5500 亿美元将用于新能源行业；波兰、西班牙、奥地利等多国的环境、能源和经济部联合向欧美提起倡议，敦促欧盟将太阳能、风能和储能制造作为新冠危机复苏措施的“战略”轴心；印度联邦内阁批准了与生产挂钩的激励计划以推动千兆级高效太阳能光伏组件的生产，支出约为 6.05 亿美元。随着海外光伏本土制造的推进以及双反等政策实施范围的扩大，未来我国光伏产业出口面临较大压力。

（4）行业展望

在全球能源转型格局下，我国光伏行业未来发展空间广阔，并仍将保持快速发展。

在我国加快构建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背景下，以及“碳达峰”“碳中和”目标要求下，电力行业在保障电力供应安全可靠的同时，加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。到 2030 年，我国非化石能源占一次能源消费比重预计将达到 25% 左右，风电和光伏发电总装机容量预计将达到 12 亿千瓦以上。十四五期间，我国太阳能发电将保持快速发展。

截至 2021 年 11 月，全球已经有 177 个国家宣布或正在考虑加入净零排放承诺行列，显示出世界各国发展可再生能源产业的决心。在多国“碳中和”目标、清洁能源转型及绿色复苏的推动下，未来可再生能源仍将保持较快发展，以光伏、风电和水电为代表的可再生能源将是未来电力装机增量的主力，预计 2022—2025 年全球光伏年均新增装机将达到 232~286GW。在全球光伏发电装机快速发展的背景下，占据全球主导地位的中国光伏制造产业未来发展空间广阔。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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

2. 企业规模和竞争力

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，通过推进硅产业链延伸，持续推动有机硅、铅基材料等项目。在新能源系统集成业务领域，已打造成为集风电、光伏项目设计、采购、施工、调试、运行和维护为一体的新能源系统集成商；凭借多年积累的风光电站建设及运维经验，公司加大了新能源 BOO 电站开发力度，为公司带来了长期稳定的收益。

（2）自主创新优势

公司拥有国家级企业技术中心、工程实验室、博士后科研工作站，建立了产、学、研、用相结合的自主创新平台，承担了多项国家科技支撑计划及研究课题，积极参与国家、行业标准的制定。公司主导承担了我国多项重大技术装

备攻关课题及国家重大装备制造业振兴国产首台（套）产品的研制任务，公司自主研制的±1100kV 特高压换流变压器、特高压桥臂电抗器、±800kV 特高压直流换流变压器被列入能源领域首台（套）重大技术装备项目清单。公司研制的特高压柔性直流换流阀解决了现有新能源电力无法远距离、大规模外送，仅能依靠与火电打捆外送或就地近距离消纳的瓶颈问题，首次将柔性直流技术从±350kV 提升到±800kV。

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

（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。

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

（4）能源优势

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

公司昌吉2×350MW热电联产项目、疆电外

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

3. 人员素质

公司主要高级管理人员拥有丰富的行业工作背景和管理经验；公司员工结构以生产、技术人员为主，符合行业特征。

截至2021年末，公司有董事5人、监事3人，高级管理人员3人（2人为公司董事）。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验丰富。

公司董事长兼总经理胡述军先生，汉族，48岁，中共党员，大专学历。历任特变电工副总经理、总经理助理、特变电工股份有限公司新疆变压器厂副厂长、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，现任公司董事长兼总经理。

截至2021年末，公司及下属子公司共有员工20145人，其中，生产人员占44.14%、销售人员占15.55%、技术研发人员占25.11%、管理人员占14.77%、财务人员占3.27%；从文化程度看，硕士及以上占7.58%、本科占45.59%，大专及以下占46.83%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：916501002292123357），截至2022年6月7日，公司本部无未结清不良及关注类信贷信息；已结清信贷记录中，有一笔关注类短期借款，公司已于2006年7月24日正常还款。

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

截至本报告出具日，联合资信未发现公司

曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，有助于保证其经营管理活动的有效运行。

公司根据《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，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。

公司设董事会，由 5 名董事组成，董事由股东会选举产生；设董事长 1 名，由全体董事选举产生。公司董事任期 3 年。董事长、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。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中职工监事 1 名。股东代表监事由股东会选举产生，职工监事由公司职工民主选举产生，任期 3 年，可连选连任；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

公司建立了规范的管理制度体系，设置了适合自身业务发展情况的组织架构。

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级为 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中质量奖的规定执行。

采购管理方面，公司实行授权审批办法，采购业务需经审批人在授权范围内进行审批，不得超越审批权限进行审批，并严禁未经授权的机构或人员办理采购业务。对于技术性较强的重要采购业务，公司要组织专家进行论证，专家决策审批通过后才能进行采购，降低因决策失误造成公司损失。大额采购采用招投标或竞争性磋商。采购物资经验收后，财务部门审核相应凭证后进行付款，并按相应会计核算规定进行账务处理。物资由公司行政部统一管理、配发，并定期进行对账。

工程管理方面，公司工程项目立项后即成立工程项目组，在工程项目组织和实施过程中，须按照规定的批准流程及招投标法规范流程进行。对于投资 50 万元以下（含 50 万元）的工程项目，由总经理办公会议评估论证并批准，报董事会备案；投资 50 万元以上的工程项目，由总经理办公会议评估论证，报董事会批准；超过 500 万元以上投资额的项目由总经理办公会议评估论证，经董事会审议通过后提交股东会批准。监事会对工程项目程序的合法性进行监督管理。工程项目实施前，聘请第三方工程造价咨询机构对该预算进行审查。项目竣工后，公司委托第三方工程造价咨询机构进行竣工决算审计。

财务管理方面，公司按照《会计法》《企业会计制度》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。

资金管理方面，公司实行资金集中统一管理。公司财务部统一调度和管理集团内的资金，根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金使用安全规范，提高了资金在整个集团内的使用效率，保障了大型投资项目所需资金。同时，公司在资金管理方面制定了货币资金授权审批、现金管理、银行存款、财务专用印章管理等一系列制度，形成了一套较完善的资金管理体系。

子公司管理方面，公司制定了一系列管理办法，包括子公司重大投资项目管理办法，子公司重大事项报告及对外披露办法、投资企业管理办法、委派（推荐）至投资企业董事、监事、高级管理人员管理办法、财务负责人委派制管理办法、下属经营者年度经营业绩考核办法、合并财务报表管理办法等，以此规范和管理下属子公司。

七、重大事项

子公司光伏发电项目因施工违法违规被调查

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

截至目前，行唐公司200MW光伏发电项目尚处于项目建设前期阶段，资金投入较少，该事件对公司经营情况影响较小，但该事件在社会上造成了一定负面影响。联合资信将持续与公司保持沟通，对该事件后续进展保持密切关注，及时评估其对公司主体及存续债券信用水平可能带来的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，受输变电业务、新能源产业及工程业务和煤炭产品收入增长影响，公司主营业务收入持续增长；主营业务毛利率持续提升。

2019—2021年，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。2021年，公司实现主营业务收入663.31亿元，同比大幅增长，输变电业务、新能源产业及工程业务和煤炭产品收入增长所致；实现利润总额119.70亿元，同比大幅增长。

从收入构成看，2019—2021年，变压器产品收入波动增长，2021年收入同比变化不大；电线电缆产品收入持续增长，2021年收入同比增长13.67%，主要系加大市场开拓力度所致；输变电成套工程收入波动下降，2021年收入同比增长45.31%，主要系国际项目工程建设进度加快所致；新能源产业及配套工程收入持续增长，2021年收入同比增长66.25%，主要系多晶硅价格上涨及销量增加所致；煤炭业务收入持续增长，2021年收入同比增长73.38%，主要系煤炭产品价格上涨及销量增加所致；发电业务收入持续增长，2021年收入同比增长28.77%，主要系新能源BOO电站规模增加相应的发电量增加及火电发电量增加所致；物流贸易收入波动增长，2021年收入同比增长135.29%，主要系公司持续围绕主业做精做优贸易物流业务所致；其他收入规模小。

毛利率方面，2019—2021年，公司主营业

务毛利率持续提升。分板块看，2019—2021 年，变压器产品毛利率持续提升，主要系公司实施精细化管理，加强全成本管控所致；输变电成套工程毛利率持续下降，主要系部分新开工项目毛利率较低及国际疫情影响建设成本增加所致；新能源产业及配套工程毛利率波动上升，2021 年同比大幅提升，主要系多晶硅价格上涨及销量增加所致；发电业务毛利率波动上升，始终维持在较高水平；煤炭业务毛利率持续上升，主要

系煤炭价格上涨及销量增加所致。

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

表 3 2019—2021 年公司主营业务收入及毛利率情况

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

数据来源：公司提供

2. 输变电设备

(1) 变压器及电线电缆产品

2019 年以来，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。电线电缆产品产能有所增长，变压器产品仍保持很高的产能利用率。输变电产品销售情况良好，产销率整体保持在很高水平。

公司输变电业务主要包括变压器、电线电缆及其他输变电产品的研发、生产和销售。

公司输变电产品的主要原材料包括取向硅钢片、铜、铝、钢材、变压器油等，原材料成本占产品生产成本的比重约 90%；新建及技改项目、输变电成套工程项目所需大宗原材料为钢材、铝材等。大宗原材料等设备价格上涨，直接影响公司的生产成本，进而影响公司的盈利水平。2019 年以来，原材料价格波动剧烈，公司

通过科学采购、套期保值等多种管控方式有效降低原材料价格波动影响，当价格呈现下降趋势时，通过“即买即用”方式采购，当价格波动加剧，呈现上涨趋势时，通过“先货后单”方式进行原材料采购，采购政策、模式根据市场行情灵活调整、积极应对市场变化，防范价格波动风险。采购集中度方面，2019—2021 年，公司从前五大供应商合计采购金额分别为 27.25 亿元、37.68 亿元和 40.77 亿元，分别占当期总采购额的 13.70%、10.20%和 13.47%，集中度较低。

变压器产品生产方面，2019—2021 年，公司变压器产能有所增长，主要系新基地建设投产所致；产量波动下降，2021 年产量同比有所下降，主要系特高压项目需求下降所致；变压器产能利用率波动下降，但仍处于很高水平。

表 4 2019—2021 年公司变压器、电线电缆生产情况

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

资料来源：公司提供

电线电缆产品生产方面，公司电线电缆类产品包括裸线类产品和电缆类产品。2019—2021 年，公司裸线类产品和电缆类产品产能均有所增长，主要系新技改填平补齐所致。裸线类产品产量有所下降，主要系特高压导线项目线缆需求减少所致；电缆类产品产量有所下降，主要系细分产品规格多样，小截面线缆产量减少所致。

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办，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。

客户集中度方面，2019—2021 年，公司输变电产品前五大客户合计销售金额有所波动，分别占当期输变电业务收入的 7.87%、13.55%和 6.07%，客户集中度低。

2019—2021 年，公司新签订单金额波动增长，2021 年末在手订单金额为 152.63 亿元，其中 2021 年新签订单金额为 265.69 亿元，充足的订单为未来收入增长提供了良好保障。

表 5 2019—2021 年在手订单及新签订单情况

（单位：亿元）

年度	2019 年	2020 年	2021 年
在手订单金额	148.89	139.73	152.63
其中：新签订单金额	209.65	200.87	265.69

资料来源：公司提供

（2）输变电成套工程

受海外市场政策不稳定、新冠肺炎疫情等因素影响，海外输变电项目面临政策及汇率波动、工程进度放缓等局面，公司输变电成套工程收入波动下降。

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。近年来，公司围绕“一带一路”战略积极推进海外发展战略，加强国际市场开拓，国际成套系统集成业务不断稳步发展，公司安哥拉扎伊尔省电力工程、蒙古国乌兰巴托-曼德勒戈壁 330kV 输变电工程已于 2019 年末顺利竣工，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；巴

布亚新几内亚国家电网项目、乌干达加速农村电气化满足电力供需平衡工程项目、孟加拉达卡地区电网系统扩容和升级项目等多个项目正稳步推进。

项目获取方面，公司获取的海外项目信息来源于分布全球的办事处，采取投标和议标的方式，目前主要由办事处与当地电力主管机构的沟通协商确定合作项目。项目承接方式方面，公司主

要采取工程总承包模式。

业务类型方面，公司目前成套工程业务主要以电网建设项目为主，同时也提供电源建设项目。从业务模式来看，公司建设承包业务海外承包运营模式主要包括 EPC 和 PC 模式。截至 2021 年末，公司在建期的重大建设承包项目等如下表所示：

表 6 截至 2021 年末主要在建海外项目情况（单位：亿美元）

签订时间	国家	项目主要内容	合同金额	完工时间
2016	孟加拉	孟加拉达卡地区电网系统扩容和升级项目	16.51	2025 年
2016	赞比亚	赞比亚 KASAM-NAKONDE 输变电项目	2.88	2025 年
2017	乌干达	乌干达加速农村电气化满足电力供需平衡工程项目	2.12	2022 年
2019	蒙古	蒙古国乔巴山燃煤热电厂 1*50MW 扩建工程项目	0.79	2022 年
2020	孟加拉	孟加拉 PGCB-230kV 线路项目	1.04	2023 年
合计			23.34	--

资料来源：公司提供

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会对海外工程成本控制以及工期延误风险的控制存在着一定的挑战，对公司整体海外输变电工程项目存在一定的影响。同时，公司海外均以美元、欧元等币种结算，外汇收入资金量增大。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。

3. 新能源业务

依靠技术升级以及新疆煤电优势，新能源业务具有较强的成本优势。2020 年，公司 3.60 万吨/年高纯多晶硅产业升级项目达产，多晶硅产销量持续增长。公司自持电站装机容量不断增长，总发电量持续增长，未来发展前景良好。

（1）多晶硅

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。

新特能源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。公司通过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。

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较低。

2019—2021 年，新特能源多晶硅产能产量均有所提升，2021 年生产产能为 6.60 万吨/每年，产量达到 7.82 万吨，同比增长 20.31%，主要系公司对生产线实施技术改造、产能挖潜所致；产能利用率始终维持在很高水平，2021 年为 118.48%。

新特能源多晶硅产品的客户主要为太阳能硅片、电池生产企业，销售采用直销模式，多晶硅销售通常为先款后货。

2019—2021 年，新特能源多晶硅销量分别为 3.55 万吨、6.63 万吨和 7.58 万吨。销售价格随市场整体的供需变化而变化。销售结算方式以客户预付款为主。支付方式方面，以电汇或银行承兑汇票结算为主。

(2) 新能源发电

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—2021 年，公司确认销售收入和投资收益的光伏及风电项目规模持续增长，2021 年约为 2.30GW，已完工未转让及在建 BT 项目 593.09MW。截至 2021 年末，公司自持光伏装机容量 530MW（较上年底无变化），2021 年实现总发电量 83972.65 万千瓦时，同比增长 0.71%；公司自持风力发电站装机容量 1725MW，较上年底增加 1425MW，2021 年实现总发电量 315904.53 万千瓦时，同比增长 345.26%。

4. 能源业务

2019—2021 年，公司煤炭及发电业务收入逐年提升，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。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—2021 年，公司煤炭业务收入持续增长。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。

(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 2021 年末，南露天煤矿、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，将军戈壁二号千万吨级露天煤矿项目正在建设，预计总投资为 15.80 亿元，已完成投资 11.60 亿元。

2021 年，公司共完成发电量 197.46 亿千瓦时，同比增长 69.92%，主要系公司内蒙古锡盟和新疆准东特高压基地风电项目陆续建成并网发电量增加所致。2021 年公司上网电量同比增长 67.66%至 184.18 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。

5. 房屋销售

2019—2021 年，公司房屋销售收入波动增长，但房屋销售收入规模较小，对公司整体收入影响较小。

公司房地产业务由子公司新疆特变电工康养置业有限公司负责经营，拥有房地产开发一级

资质。公司房地产项目主要集中在昌吉、衡阳、武清等有制造业生产基地的地区。2019—2021年，公司房屋销售面积分别为23.87万平方米、26.21万平方米和25.54万平方米，房屋销售收入波动增长。

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

表7 截至2022年3月末公司房地产主要在建项目情况（单位：平方米、万元）

项目名称	地点	建筑面积	投资额	已投资额	开发进度	总货值
金域名门三期	奇台	55874.89	17752.00	13730.00	正在施工	20664.00
幸福雁城一期	衡南县	76032.00	28276.00	22262.00	正在施工	28839.00
幸福雁城二期	衡南县	72691.00	27375.00	6386.00	正在施工	28021.00
世纪广场六期	昌吉	58316.50	25906.03	9043.95	主体封顶	34068.75
幸福青山一期	包头土右旗	78592.42	29623.00	8550.00	正在施工	29855.00
武清中央湖项目	天津武清	187493.36	240823.38	116137.14	正在施工	266494.00
世纪广场东苑	昌吉	99338.12	52811.62	36378.00	主体封顶	60201.64
世纪广场南苑一期	昌吉	176441.00	40217.28	38824.45	正在施工	49439.13
山水云间一期	昌吉	100873.00	47513.52	7167.23	正在施工	54877.54
合计	--	905652.29	510297.83	258478.77	--	572460.06

资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司经营效率有所提高，与同行业公司相比，公司经营效率处于中上游水平。

2019—2021年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所提高。与同行业公司相比，公司经营效率处于行业中上游水平。

表8 2021年同行业公司经营效率情况对比

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

注：为了便于对比，上表中相关数据来自 Wind

7. 在建项目

考虑到公司在建及拟建项目未来仍面临较大规模的资本支出，公司存在较大对外融资需求。

截至2021年末，公司重大在建工程中包含“内蒙古新特硅材料有限公司一期10万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济建设”“2.4万吨高纯多晶硅转型升级项目”等项目，合计预算投资总额130.00亿元；同时，考虑到公司主要拟建项目“年产20万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济项目”投资规模较大，公司在建及拟建项目未来尚需投入资金251.10亿元，项目资金需求大，公司面临较大的资金支出压力。

表9 截至2021年末公司主要在建工程项目（单位：亿元）

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

合计	130.00	--	--	75.10
----	--------	----	----	-------

资料来源：公司提供

表 10 截至 2022 年 3 月末公司主要拟建工程项目（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

8. 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，通过科技创新不断激发公司发展活力，致力于打造成为全球信赖的电气服务商。

公司致力于走质量效益型发展道路，全面提升自主创新能力。加大对新能源、新材料产业发展的支持力度，积极推动输变电产业向电力工程总承包等领域发展。以新能源产业为落脚点，积极介入国家超前培育的战略性新兴产业，培育更多新的经济增长点，成为全球信赖的电气服务商。

输变电产业方面，在国际市场开拓上，公司将继续推动已开工项目高质高效完成，同时，进一步加强国际团队的建设，抓住国家“一带一路”政策实施的有利时机，充分利用国家支持优势企业加快走出去的政策环境，进一步加快推动国际市场开拓；在国内市场开拓方面：公司将紧紧抓住特高压项目建设加速的有利时机，通过技术优势、装备优势、规模优势、管理体系优势抢抓特高压定单，进一步巩固和加强重点行业品牌影响力和市场占有率。

新能源产业方面将通过与国际先进生产企业对标，技术研发、优化工艺，进一步提升多晶硅产能，降低多晶硅成本，获得市场竞争优势。下游系统集成方面将抓住国内市场启动的有利时机，加快推风光资源开发、项目建设和运营。

能源产业方面，公司将加快昌吉 2×35 万 kW 热电站的建设，加快大型坑口电站等项目的申报、批复工作，为准东煤电基地的建设奠定基础，为公司能源产业长远可持续发展奠定良好的基础。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019—2021 年财务报告，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审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2022 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围内新增 1 家子公司、注销减少 1 家子公司；2020 年，公司合并范围内新增 2 家子公司、减少 3 家子公司；2021 年，公司合并范围内新增 4 家子公司、减少 2 家。公司主营业务未发生变化且新增子公司多为投资新设，整体财务数据可比性强。

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

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

2. 资产质量

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，资产结构较为均衡。公司货币资金充足，但应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用；非流动资产中固定资产和在建工程占比较高，受限资产比例较低，整体资产质量较好。

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 11.52%。截至 2021 年末，公司合并资产总额较上年底增长 16.08%。其中，流动资产占 49.56%，非流动资产占 50.44%，公司资产结构相对均衡。

表 11 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	586.41	52.27	586.90	48.83	691.43	49.56	745.77	50.56
货币资金	221.70	37.81	224.71	38.29	226.30	32.73	221.17	29.66
应收账款	126.66	21.60	131.91	22.48	136.88	19.80	146.95	19.70
存货	126.93	21.65	91.01	15.51	121.75	17.61	135.40	18.16
非流动资产	535.57	47.73	615.08	51.17	703.83	50.44	729.17	49.44
其他非流动金融资产	2.95	0.55	13.31	2.16	41.19	5.85	41.38	5.68
固定资产	293.87	54.87	351.05	57.07	434.47	61.73	434.50	59.59
在建工程	88.68	16.56	99.77	16.22	62.60	8.89	88.28	12.11
无形资产	50.93	9.51	61.44	9.99	62.47	8.88	60.00	8.23
资产总额	1121.97	100.00	1201.98	100.00	1395.26	100.00	1474.94	100.00

注：占比=流动资产科目/流动资产，非流动资产科目/非流动资产

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2019—2021 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 8.59%。截至 2021 年末，公司流动资产较上年底增长 17.81%，主要系应收款项融资和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 1.03%。截至 2021 年末，公司货币资金较上年底增长 0.71%。货币资金中有 39.89 亿元受限资金，受限比例为 17.63%，主要为银行承兑汇票保证金、大额存单和保函保证金等。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 3.96%。截至 2021 年末，公司应收账款账面价值较上年底增长 3.77%。期末应收账款账龄以一年以内为主，占 76.58%；累计计提坏账准备 10.40 亿元，计提比例为 7.06%；期末应收账款前五大欠款方合计金额为 27.36 亿元，占比为 18.59%，集中度较低。

2019—2021 年末，公司存货波动下降，年均复合下降 2.06%。截至 2021 年末，公司存货较上年底增长 33.77%，主要系原材料及开发成本增长所致。存货主要由原材料（占 19.27%）、库存商品（占 14.95%）、在产品及自制半成品（占 18.44%）、新能源电站（占 14.55%）和开发成本（占 21.38%）构成，累计计提跌价准备 3.36 亿元，计提比例为 2.69%。

(2) 非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 14.64%。截至 2021 年末，公司非流动资产较上年底增长 14.43%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

2019—2021 年末，公司其他非流动金融资产持续增长，年均复合增长 273.77%。截至 2021 年末，公司其他非流动金融资产较上年底增长 209.46%，主要系南方电网综合能源股份有限公司股权增值（12.46 亿元，以下简称“南网能源”）以及新增投资华电福新能源发展有限公司（10.00 亿元）所致。

2019—2021 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 21.59%。截至 2021 年末，公司固定资产较上年底增长 23.76%，主要系在建工程转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占 35.69%）和机器设备（占 61.91%）构成，累计计提折旧 142.62 亿元；固定资产成新率 74.53%，成新率尚可。

2019—2021 年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降 15.98%。截至 2021 年末，公司在建工程较上年底下降 37.25%，主要系新能源自营电站项目转固所致。

2019—2021 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 10.75%。截至 2021 年末，公司无形资产较上年底增长 1.68%。公司无形资产主要由土地使用权（占 61.65%）和采矿权及探矿权

(占 24.83%) 构成, 累计摊销 25.81 亿元, 计提减值准备 0.12 亿元。

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

表 12 截至 2021 年末公司资产受限情况

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

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

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

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021 年末, 公司所有者权益持续增长

长, 所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高, 所有者权益稳定性弱。

2019—2021 年末, 公司所有者权益持续增长, 年均复合增长 15.28%。截至 2021 年末, 公司所有者权益 588.54 亿元, 较上年底增长 22.88%, 主要系少数股东权益增长所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 19.84%, 少数股东权益占比为 80.16%。在归属于母公司所有者权益中, 实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 0.64%、9.08%、46.41%和 43.62%, 所有者权益结构稳定性弱。

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

(2) 负债

2019—2021 年末, 公司负债总额持续增长。债务期限结构较为均衡; 相关债务指标有所下降。

2019—2021 年末, 公司负债规模持续增长, 年均复合增长 8.99%。截至 2021 年末, 公司负债总额 806.72 亿元, 较上年底增长 11.57%, 主要系应付款项和长期借款增长所致。其中, 流动负债占 62.38%, 非流动负债占 37.62%。公司负债以流动负债为主, 负债结构较上年底变化不大。

表 13 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	394.67	58.12	453.36	62.70	503.24	62.38	517.73	61.75
短期借款	51.99	13.17	50.01	11.03	27.82	5.53	26.62	5.14
应付票据	101.02	25.60	115.94	25.57	141.90	28.20	139.11	26.87
应付账款	118.77	30.09	127.89	28.21	142.27	28.27	159.75	30.86
合同负债	0.00	0.00	38.02	8.39	64.69	12.86	75.01	14.49
一年内到期的非流动负债	27.67	7.01	57.11	12.60	44.54	8.85	41.28	7.97
非流动负债	284.41	41.88	269.67	37.30	303.48	37.62	320.64	38.25
长期借款	232.94	81.90	226.85	84.12	262.79	86.59	289.13	90.17
负债总额	679.08	100.00	723.03	100.00	806.72	100.00	838.36	100.00

注: 占比=流动负债科目/流动负债, 非流动负债科目/非流动负债

数据来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 12.92%。截至 2021 年末，公司流动负债较上年底增长 11.00%。公司流动负债主要由应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

2019—2021 年末，公司短期借款持续下降，年均复合下降 26.85%。截至 2021 年末，公司短期借款较上年底下降 44.38%，主要系部分借款到期偿还所致。公司短期借款主要由信用借款（占 75.31%）和担保借款（占 15.06%）构成。

2019—2021 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 18.52%。截至 2021 年末，公司应付票据较上年底增长 22.39%，主要系收入规模增长票据结付使用量增加所致。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 9.45%。截至 2021 年末，公司应付账款较上年底增长 11.24%。从账龄来看，公司应付款项账龄一年以内的占 72.79%；一年以上的占 27.21%，主要为尚未结算的工程款、设备款和材料款。

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

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 26.87%。截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 22.00%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券减少所致。

2019—2021 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.30%。截至 2021 年末，公司非流动负债较上年底增长 12.54%。公司非流动负债主要由长期借款构成。

2019—2021 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 6.21%。截至 2021 年末，公司长期借款较上年底增长 15.84%。长期借款主要由信用借款（占 38.72%）、担保借款（占 9.29%）、抵押、质押及抵押加质押借款（占 51.99%）构成。

有息债务方面，2019—2021 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 5.92%。从债务指标看，2019—2021 年，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均持续下降。截至 2021 年末，公司全部债务 501.17 亿元，较上年底增长 5.31%。债务结构方面，短期债务占 43.75%，长期债务占 56.25%，结构相对均衡，其中，短期债务 219.28 亿元，较上年底下降 1.81%；长期债务 281.89 亿元，较上年底增长 11.60%。从债务指标来看，截至 2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.82%、45.99%和 32.39%。如将永续债调入长期债务，截至 2021 年末，公司全部债务增至 555.37 亿元。债务结构方面，短期债务 219.28 亿元（占 39.48%），长期债务 336.09 亿元（占 60.52%）。从债务指标看，截至 2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.70%、50.97%和 38.61%，较调整前分别上升 3.88 个百分点、4.98 个百分点和 6.23 个百分点。

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

表 14 截至 2022 年 3 月末公司有息债务期限分布情况

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

注：所示数据包含永续债券，但未纳入应付票据

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司收入及利润规模均实现较快增长；费用控制能力较好，公司整体盈利能力有所增强。

2019—2021 年，公司营业总收入和营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 28.31% 和 21.52%；营业利润率波动上升，三年加权平均值为 23.25%；利润总额持续增长，年均复合增长 101.53%。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 12.40%。2021 年，公司期间费用总额为 72.81 亿元，同比增长 8.22%，主要系管理费用和研发费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 29.93%、37.41%、15.80% 和 16.87%。其中，销售费用为 21.79 亿元，同比下降 7.08%，主要系运输费调至成本端核算所致；管理费用为 27.24 亿元，同比增长 34.85%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为 11.50 亿元，同比增长 28.58%，主要系直接投入费用和折旧费用增加所致；财务费用为 12.28 亿元，同比下降 16.37%，主要系汇兑损失减少所致。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 14.06%、13.75% 和 10.79%，公司费用控制能力较好。

2019—2021 年，公司投资收益波动增长，2021 年为 8.37 亿元，主要为持有及处置长期股权投资产生的收益；其他收益波动下降，2021 年为 3.26 亿元，主要为各项政府补助；公允价值变动净收益持续增长，2021 年为 11.22 亿元，主要为南网能源股权增值收益；资产减值损失持续增长，2021 年为 8.22 亿元，主要由固定资产减值损失和存货跌价损失构成；信用减值损失持续增长，2021 年为 7.81 亿元，主要为债权投资减值损失。

表 15 公司盈利能力变化情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	409.82	489.31	674.70	189.18
营业成本（亿元）	325.08	389.05	480.06	120.44
利润总额（亿元）	29.47	38.84	119.70	50.27
营业利润率（%）	19.07	18.95	27.50	34.64
总资产收益率（%）	4.27	5.09	10.69	--
净资产收益率（%）	5.53	6.96	17.30	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率持续增长，三年加权平均值分别为 7.80%；净资产收益率持续增长，三年加权平均值为 11.84%。

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

表 16 2021 年同行业公司盈利情况对比

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

注：为了便于对比，上表中相关数据来自 Wind

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

5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动获现能力持续增强，对投资活动形成了较好支持，但考虑到公司未来仍面临较大规模的资本支出，公司存在一定对外融资需求。

表 17 公司现金流量情况

(单位：亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	514.25	555.16	748.23	208.52
经营活动现金流出小计	471.77	497.93	625.55	187.91
经营现金流量净额	42.48	57.23	122.68	20.61
投资活动现金流入小计	38.45	114.31	52.53	8.63

投资活动现金流出小计	139.05	153.90	168.79	49.77
投资活动现金流量净额	-100.61	-39.59	-116.26	-41.15
筹资活动前现金流量净额	-57.63	17.64	6.42	-20.54
筹资活动现金流入小计	271.12	217.48	220.63	54.77
筹资活动现金流出小计	215.18	239.96	227.11	42.26
筹资活动现金流量净额	55.93	-22.48	-6.48	12.51
现金收入比 (%)	117.39	108.01	104.99	101.99

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营现金流入持续增长，年均复合增长 20.62%；经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 15.21%。2019—2021 年，公司经营现金净额分别为 42.48 亿元、57.23 亿元和 122.68 亿元，持续保持净流入且流入规模逐年扩大。2019—2021 年，公司现金收入比分别为 117.39%、108.01%和 104.99%。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 16.89%；投资活动现金流出持续增长，年均复合增长 10.18%。2019—2021 年，公司投资活动现金净额分别为-100.61 亿元、-39.59 亿元和-116.26 亿元，保持净流出态势。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-57.63 亿元、17.64 亿元和 6.42 亿元，经营活动现金净流入对投资活动所需资金提供了较好的支持。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合下降 9.79%；筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 2.73%。2019—2021 年，公司筹资活动现金净额分别为 55.93 亿元、-22.48 亿元和-6.48 亿元，由净流入转为净流出。

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

6. 偿债指标

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

表 18 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	148.58	129.45	137.40
	速动比率 (%)	116.42	109.38	113.20
	经营现金/流动负债 (%)	10.89	12.62	24.38
	经营现金/短期债务 (倍)	0.23	0.26	0.56
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.34	1.18	1.23
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	64.99	81.24	168.65
	全部债务/EBITDA (倍)	6.87	5.86	2.97
	经营现金/全部债务 (倍)	0.10	0.12	0.24
	EBITDA/利息支出 (倍)	3.97	4.64	10.50
	经营现金/利息支出 (倍)	2.62	3.27	7.64

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2019—2021年末，公司流动比率和速动比率均波动下降，三年加权平均值分别为137.25%和112.70%；公司现金短期债务比波动下降，2021年末为1.23倍。2019—2021年，公司经营现金流动负债比率持续增长，三年加权平均值为18.15%。整体看，公司短期偿债能力指标强。

从长期偿债能力指标看，2019—2021年，公司EBITDA分别为64.99亿元、81.24亿元和168.65亿元，持续增长。2019—2021年，公司EBITDA利息倍数分别为3.97倍、4.64倍和10.50倍，持续增长，EBITDA对利息的覆盖程度很高。2019—2021年，公司全部债务/EBITDA分别为6.87倍、5.86倍和2.97倍，持续下降。整体看，公司长期债务偿债能力指标很强。

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

截至2022年3月末，公司无重大未决诉讼。

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

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产总额有所增长，以非流动资产为主，其中长期股权投资占比高，资产质量较好；

所有者权益稳定性弱，债务负担较重。公司本部是集团管理决策和投控平台，经营性收入规模很小。公司持有的特变电工11.80%股权未质押，流动性较好。

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

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

截至2021年末，母公司负债总额50.64亿元，较上年底增长10.64%。其中，流动负债21.32亿元（占42.09%），非流动负债29.33亿元（占57.91%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占15.21%）、应付票据（占20.50%）、应付账款（占8.08%）和一年内到期的非流动负债（占44.32%）构成；非流动负债主要由长期借款（占65.87%）和应付债券（占34.10%）构成。截至2021年末，公司本部资产负债率为59.89%，较上年末下降4.00个百分点。

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

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

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

十、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券对公司现有债务规模及结构影响较小，公司经营活动现金流净额和EBITDA对本期公司债券保障能力很强。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券拟发行额度上限为5.00亿元，分别占2022年3月底长期债务和全部债务的1.67%和0.98%，对公司现有债务结构影响较小。以2022年3月底财务数据为基础，本期公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由56.84%、44.51%和31.93%上升至56.99%、44.75%和32.29%。考虑到本期公司债券募集资金部分用于偿还有息债务，上述指标变动或低于预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以公司2021年财务数据为基础，本期公司债券发行后，公司长期债务将上升至286.89亿元，截至2021年底，公司经营活动现金流入量对发行后长期债务总额覆盖倍数为2.61倍，经营活动现金流净额对发行后长期债务总额覆盖倍数为0.43倍，发行后长期债务总额是2021年公司EBITDA的1.70倍。

表 19 本期公司债券偿还能力测算

项目	2021年
发行后长期债务*（亿元）	286.89
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.61
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.43
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.70

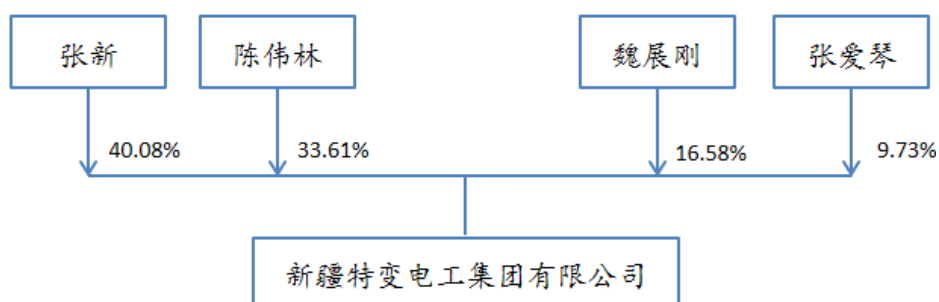
注：发行后长期债务为将本期公司债券发行额度计入后测算的截至2021年底长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

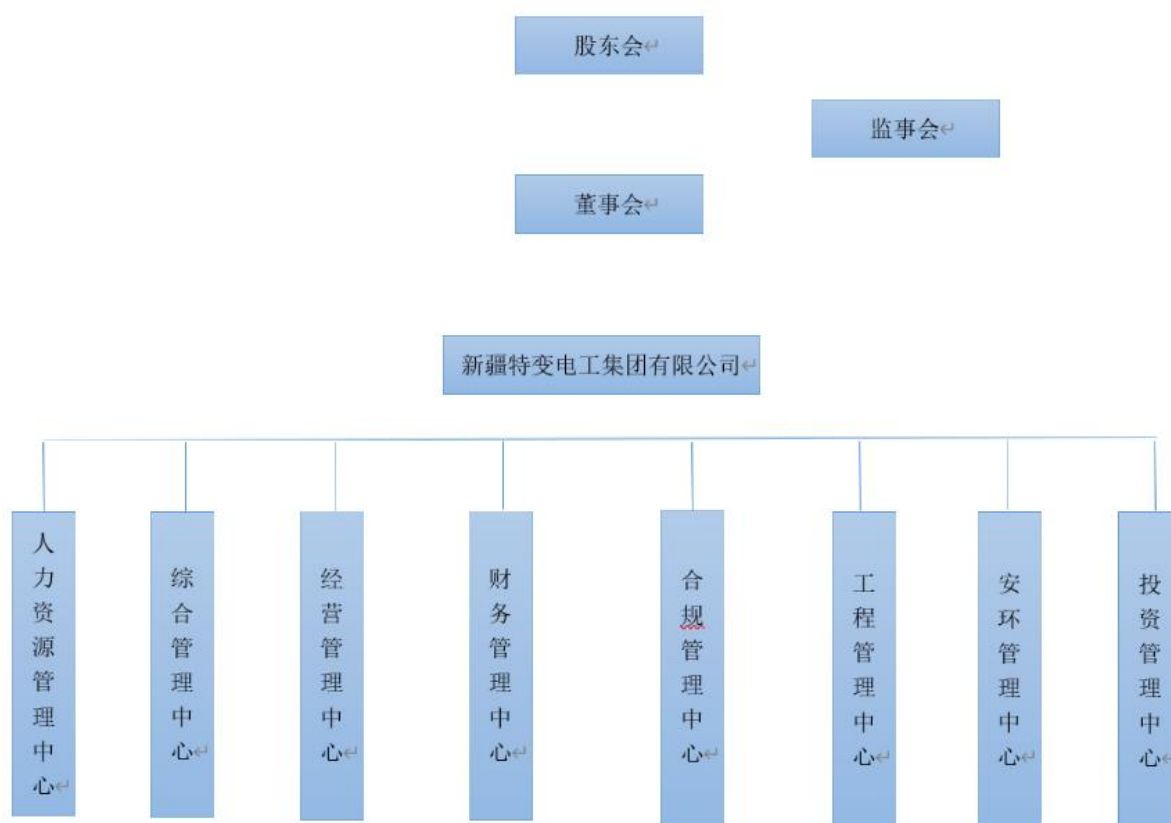
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA⁺，本期公司债券信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末公司子公司情况

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

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	248.73	262.48	269.12	292.72
资产总额（亿元）	1121.97	1201.98	1395.26	1474.94
所有者权益（亿元）	442.90	478.95	588.54	636.58
短期债务（亿元）	185.76	223.31	219.28	212.02
长期债务（亿元）	260.94	252.59	281.89	298.63
全部债务（亿元）	446.70	475.91	501.17	510.65
营业收入（亿元）	409.82	489.31	674.70	189.18
利润总额（亿元）	29.47	38.84	119.70	50.27
EBITDA（亿元）	64.99	81.24	168.65	--
经营性净现金流（亿元）	42.48	57.23	122.68	20.61
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.81	3.01	3.51	--
存货周转次数（次）	2.55	3.57	4.51	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.42	0.52	--
现金收入比（%）	117.39	108.01	104.99	101.99
营业利润率（%）	19.07	18.95	27.50	34.64
总资本收益率（%）	4.27	5.09	10.69	--
净资产收益率（%）	5.53	6.96	17.30	--
长期债务资本化比率（%）	37.07	34.53	32.39	31.93
全部债务资本化比率（%）	50.21	49.84	45.99	44.51
资产负债率（%）	60.53	60.15	57.82	56.84
流动比率（%）	148.58	129.45	137.40	144.05
速动比率（%）	116.42	109.38	113.20	117.90
经营现金流动负债比（%）	10.89	12.62	24.38	--
现金短期债务比（倍）	1.34	1.18	1.23	1.38
EBITDA 利息倍数（倍）	3.97	4.64	10.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.87	5.86	2.97	--

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

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部口径）

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

注：母公司 2022 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 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

联合资信评估股份有限公司关于 新疆特变电工集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开 发行可续期公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。