

信用评级公告

联合〔2023〕6536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2023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2023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：

二〇二三年十一月二十一日

新疆特变电工集团有限公司2023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：

本期公司债券发行规模：不超过 5.00 亿元（含）

本期公司债券期限：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债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制

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

偿付顺序：本期公司债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

评级时间：2023 年 11 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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。2020 年以来，受益于输变电业务、新能源产业及配套工程业务和煤炭产品收入增长等因素影响，公司收入规模和利润水平均实现大幅增长，经营活动现金净流入规模持续扩大，公司整体经营情况良好。同时，联合资信也关注到原材料价格波动加大了公司成本管控难度；公司应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用；在建及拟建项目资金需求较大，公司面临一定的资金支出压力；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。

本期公司债券具有续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。同时，续期选择权和票面利率调整机制设置使本期公司债券续期的可能性较小，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将进一步提升，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期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⁺，本期公司债券信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 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。
- 多晶硅产品竞争优势明显。**2020 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。

本次评级模型打分表及结果：

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

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：崔濛骁（项目负责人）

李敬云

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

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 2022 年底，公司自持光伏装机容量 655.45MW，风力发电装机容量 1949.50MW，新能源电站项目持续投入运营，逐步成为公司重要的收入与利润增长点。

4. 经营情况良好且获现能力稳健，融资渠道畅通。2020—2022 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 2022 年底，公司共获得授信额度 1550.52 亿元，其中未使用额度 804.29 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比重较高；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 2022 年底，应收账款和存货（含合同资产）合计为 374.83 亿元，占流动资产比例为 47.12%，对营运资金形成占用。

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

4. 公司少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱。截至 2022 年底，公司对重要子公司特变电工股份有限公司的持股比例为 11.50%（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. 本期公司债券具有续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制等特点；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：

项 目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	262.48	293.65	236.62	271.29
资产总额（亿元）	1201.98	1487.42	1844.48	1951.54
所有者权益（亿元）	478.95	624.12	823.37	886.77
短期债务（亿元）	223.31	240.37	272.85	286.44
长期债务（亿元）	252.59	303.98	292.71	302.68
全部债务（亿元）	475.91	544.35	565.55	589.12
营业收入（亿元）	489.31	750.88	1020.85	291.66
利润总额（亿元）	38.84	122.63	268.39	79.79
EBITDA（亿元）	81.24	177.72	329.96	--
经营性净现金流（亿元）	57.23	119.70	214.20	64.15
营业利润率（%）	18.95	26.05	35.82	33.65

净资产收益率（%）	6.96	16.77	27.97	--
资产负债率（%）	60.15	58.04	55.36	54.56
全部债务资本化比率（%）	49.84	46.59	40.72	39.92
流动比率（%）	129.45	140.22	122.07	128.82
经营现金流动负债比（%）	12.62	22.39	32.87	--
现金短期债务比（倍）	1.18	1.22	0.87	0.95
EBITDA 利息倍数（倍）	4.64	10.01	18.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.86	3.06	1.71	--

公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	71.64	84.56	100.50	102.93
所有者权益（亿元）	25.87	33.92	47.37	49.26
全部债务（亿元）	43.04	46.38	48.16	45.58
营业收入（亿元）	7.29	8.17	10.56	3.05
利润总额（亿元）	1.35	5.33	12.51	1.89
资产负债率（%）	63.89	59.89	52.87	52.14
全部债务资本化比率（%）	62.46	57.76	50.41	48.06
流动比率（%）	117.05	118.83	112.94	126.45
经营现金流动负债比（%）	13.45	4.36	7.05	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 根据《企业会计准则第 20 号-企业合并》中同一控制企业合并有关规定，对同期数据进行了追溯调整，因此本报告中 2021 年所列示财务数据采用追溯调整后数据，2020 年财务数据采用当期审计数据；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；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	2023/06/26	刘哲、李敬云	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（V4.0.202208）	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 2023 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 2023 年 3 月底，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，直接及间接持有公司 64.12% 股权（已质押 750 万股份）。

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 2023 年 3 月底，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 2022 年底，公司纳入合并范围的共 29 家子公司，拥有三家上市子公司，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）、新特能源股份有限公司（以下简称“新特能源”，股票代码：1799.HK）和新疆众和股份有限公司（以下简称“新疆众和”，股票代码：600888.SH），公司未将所持有的上市公司股份进行质押。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1844.48 亿元，所有者权益 823.37 亿元（含少数股东权益 684.05 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1020.85 亿元，利润总额 268.39 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1951.54 亿元，所有者权益 886.77 亿元（含少数股东权益 748.33 亿元）；2023 年 1—3 月，公司

实现营业总收入 291.66 亿元，利润总额 79.79 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

公司本期拟发行 2023 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（含），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）本期债券的基本情况；（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（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数平均值（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公司普通债务。

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）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）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）本期公司债券如行使续期选择权，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，公司若行使续期选择权，重置票面利率调升幅度较大，公司选择不行使续期选择权的可能性较大。

（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，本期公司债券具有续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期公司债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。同时，续期选择权和票面利率调整机制设置使本期公司债券续期的可能性较小，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

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

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

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

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

四、行业分析

1. 电力设备制造业

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

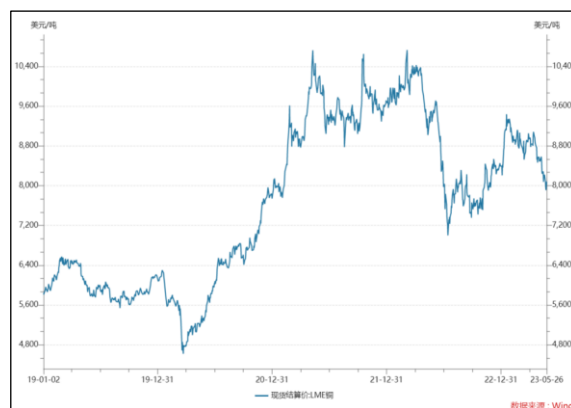
电力设备制造行业是国民经济发展中重要的装备工业之一，行业景气度与电力工业的发展密切相关，受国民经济影响较大。根据中国电力企业联合会发布的《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》，从电力消费需求来看，2022 年，全国全社会用电量 8.64 万亿千瓦时，同比增长 3.6%。其中，第一产业用电量 1146 亿千瓦时，同比增长 10.4%；第二产业用电量 5.70 万亿千瓦时，同比增长 1.2%；第三产业用电量 1.49 万亿千瓦时，同比增长 4.4%。电力供应方面，截至 2022 年底，全国全口径发电装机容量 25.6 亿千瓦，同比增长 7.8%。其中，非化石能源发电装机容量 12.7 亿千瓦，同比增长 13.8%，占总装机比重上升至 49.6%，同比提高 2.6 个百分点，电力延续绿色低碳转型趋势。2022 年，全国规模以上工业企业发电量 8.39 万亿千瓦时，同比增长 2.2%，其中全口径非化石能源发电量同比增长 8.7%，占总发电量比重为 36.2%，同比提高 1.7 个百分点。全口径煤电发电量同比增长 0.7%，占全口径总发电量的比重为 58.4%，同比降低 1.7 个百分点，煤电仍是当前我国电力供应的最主要电源。2022 年，电源完成投资 7208 亿元，同比增长 22.8%，其中非化石能源发电投资占电源投资比重达到 87.7%；电网工程建设投资完成 5012 亿元，同比增长 2.0%。整体看，2022 年全社会用电量保持平稳增长，电力供应延续绿色低碳发展趋势，非化石能源发电装机

和发电量均保持较快增长。

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

图 1 2019 年以来 LME 铜现货结算价格

（单位：美元/吨）

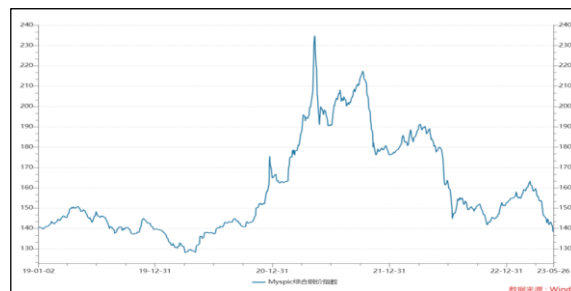


资料来源：Wind

铜期货价格在 2019 年初小幅上升后逐步回落，至 2020 年 3 月下跌至 4617 美元/吨左右后开始震荡上行，于 2021 年 5 月 10 日上涨至 10724 美元/吨后高位震荡，后于 2022 年 3 月 7 日开始回落至 7000 美元/吨后维持震荡态势；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，于 2022 年 3 月上涨至 3966 美元/吨后逐步回落，在 2128 美元/吨维持震荡态势。

钢材方面，Myspic 钢材价格指数震荡下探至 2020 年 4 月底 128 附近企稳，开始一路攀升至 2021 年 5 月份的 234 高位，随后逐步震荡回落至 2023 年 5 月份 140 附近。

图 2 2019 年以来 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind

从下游需求来看，为推进电网的转型升级及新能源为主体的新型电力系统的构建，国家电网和南方电网的十四五电网规划投资额预计分别约 3500 亿美元和 6700 亿元人民币，外加部分地区电网公司，“十四五”期间全国电网总投资预计约 3 万亿元人民币，显著高于“十三五”期间全国电网总投资 2.57 万亿元和“十二五”期间的全国电网总投资 2 万亿元。此外，作为新基建的重点领域，新能源汽车充电桩投资力度会持续加大，将有效带动电网建设、元器件及设备制造、运营运维等相关产业，对电力设备制造企业经营形成较强支撑。

2. 光伏行业

我国光伏产业已形成国际竞争优势，在制造业规模、产业化技术水平、应用市场拓展、产业体系建设等方面均位居全球前列。2022 年，得益于多重因素刺激，多晶硅料价格同比上涨并维持高位。未来随着新增产能的陆续投产，硅料价格有望回落。在“双碳”战略指引下，光伏行业发展空间广阔；但随着光伏制造产业各环节主要生产企业积极扩产能，行业竞争持续加剧，部分企业加速向上下游环节延伸发展，行业垂直一体化趋势持续增强。

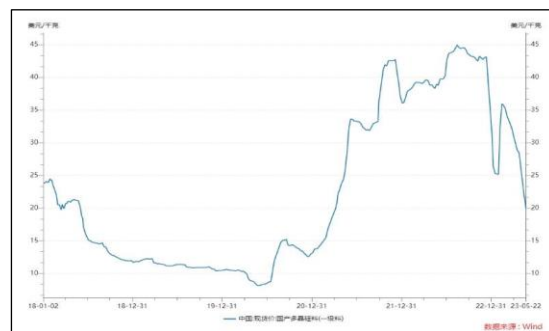
太阳能光伏产业属于战略性新兴产业，易受国家产业政策、补贴政策、宏观经济状况、产业链各环节发展均衡程度等因素综合影响，具有一定的周期性特征。光伏产业链较长，其中制造端环节主要包括多晶硅、硅片、电池片、组件的制造，应用端环节主要为光伏发电。

经过十几年的发展，我国光伏产业已形成国际竞争优势，在制造业规模、产业化技术水平、应用市场拓展、产业体系建设等方面均位居全球前列。2022 年，我国光伏组件产量连续 16 年位居全球首位；多晶硅产量连续 12 年位居全球首位；光伏新增装机量连续 10 年位居全球首位，累计装机容量连续 8 年位居全球首位。

太阳能光伏产业链的最上游为太阳能级多晶硅原料。2022 年，我国多晶硅产量为 82.7 万吨，同比增长 63.7%；受俄乌冲突刺激能源转型

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

图 3 2018 年以来光伏级多晶硅现货价



资料来源：Wind

太阳能光伏产业链下游主要用于生产硅片及电池片、光伏组件等。光伏组件是光伏电站的核心构成部分。2022 年，全国组件产量达到 288.7GW，同比增长 58.8%。其中，排名前五企业产量占国内组件总产量的 61.4%，行业集中度高。在“碳达峰”“碳中和”战略指引下，光伏行业发展空间广阔，光伏制造产业各环节主要生产企业积极扩产能。同时，为降低自身上下游供销风险，巩固产业链竞争优势，部分企业加速向上下游环节延伸发展，行业垂直一体化趋势持续增强。在此背景下，头部企业依靠领先的技术研发能力、管理运营经验和人才资源储备，具备较强的抗风险能力，在自身产能扩张过程中或将持续保持市场地位及竞争优势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底,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,直接及间接持有公司64.12%股权(已质押750万股股份)。

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。在新能源系统集成业务领域,已打造成为集风电、光伏项目设计、采购、施工、调试、运行和维护为一体的新能源系统集成商;凭借多年积累的风光电站建设及运维经验,公司加大了新能源 BOO 电站开发力度,为公司带来了长期稳定的收益。

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

(2) 自主创新优势

公司拥有国家级企业技术中心、工程实验

室、博士后科研工作站,建立了产、学、研、用相结合的自主创新平台,承担了多项国家科技支撑计划及研究课题,积极参与国家、行业标准的制定。公司主导承担了我国多项重大技术装备攻关课题及国家重大装备制造业振兴国产首台(套)产品的研制任务,公司自主研制的±1100kV 特高压换流变压器、特高压桥臂电抗器、±800kV 特高压直流换流变压器被列入能源领域首台(套)重大技术装备项目清单。公司研制的特高压柔性直流换流阀解决了现有新能源电力无法远距离、大规模外送,仅能依靠与火电打捆外送或就地近距离消纳的瓶颈问题,首次将柔性直流技术从±350kV 提升到±800kV。

公司初步建立了具有自主知识产权的特高压直流换流变压器研发及产业化平台,先后完成了±1100kV 和±800kV 换流变压器出线装置样机的研发,成功研制±800kV 干式直流套管并在青海-河南特高压直流工程挂网运行,打破了特高压直流换流变压器套管、出线装置等核心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。

公司内蒙古 10 万吨高纯多晶硅绿色能源循环经济建设项目已达产,准东 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济一期 10 万吨项目已开工建设,上述项目均采用高效、节能、环保的冷氢化、精馏、还原及尾气回收技术,打造产品质量更优、生产成本更低、综合效益更高的数字化、智能化多晶硅生产线;新疆多晶硅生产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

公司推动准东大型煤炭煤电基地建设,构建煤炭、煤电、铁路物流为一体的产业链,通过实施南露天煤矿及将军戈壁二号露天煤矿扩产升级改造工程项目,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2022年底,南露天煤矿产能4000万吨/年、将二矿产能3000万吨/年。公司露天煤矿煤炭储量大,综合剥采比低,同时具有输煤廊道、铁路专用线、装车站台等配套优势,具有较强的市场竞争力。

公司昌吉2×350MW热电联产项目、疆电外送电源项目准东五彩湾北一电厂2×660MW坑口电站项目及已开工建设的若羌2×350MW热电联产项目,发电机组均为35万千瓦以上机组,具有容量大、效率高的特点,全部发电机组的氮氧化物、二氧化硫、烟尘等排放量均达到超低排放标准,实现了清洁绿色发电,节能减排优势明显。

3. 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2022年底,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的多年,行业经验丰富。

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2022年底,公司及下属子公司共有员工26448人,其中,生产人员占45.98%、销售人员占12.21%、技术研发人员占17.48%、管理人员占16.68%、财务人员占2.53%;从文化程度看,硕士及以上占7.51%、本科占45.28%,大专及以下占47.21%。

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2023年10月17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1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，并建立票据台账，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、经营分析

1. 经营概况

2020—2022 年，受输变电业务、新能源产

业及工程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。

2020—2022 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，2022 年将新疆众和纳入合并范围，新增铝电子新材料及合金制品业务。2022 年，公司实现主营业务收入 1002.19 亿元，同比大幅增长，主要系输变电业务、新能源产业及工程业务和煤炭产品收入增长所致。

从收入构成看，2020—2022 年，变压器产品收入波动增长，2022 年收入同比增长 25.57%；电线电缆产品收入持续增长，2022 年收入同比增长 14.17%，主要系输变电行业需求增加及公司加大市场开拓力度所致；输变电成套工程收入持续增长，2022 年收入同比增长 33.11%，主要系国际成套项目工程进度加快，按工程进度确认的收入增加所致；新能源产业及配套工程收入快速增长，2022 年收入同比增长 72.03%，主要系多晶硅销量增加，销售均价上涨所致；煤炭业务收入快速增长，2022 年收入同比增长 88.46%，主要系煤炭产品销量增加，销售均价上涨所致；发电业务收入持续增长，2022 年收

入同比增长 13.33%，主要系公司新能源 BOO 电站规模增加，发电量增加所致；房屋销售收入持续下降，2022 年收入同比下降 26.56%，主要系公司前期已完工房地产开发项目基本完成去化，年内房地产开发项目未全部实现销售所致；铝电子新材料及合金制品业务为公司新纳入合并业务；贸易、工程施工等业务收入占比较小。

毛利率方面，2020—2022 年，公司主营业务毛利率持续提升。分板块看，2020—2022 年，变压器产品、电线电缆产品毛利率波动下降，主要系产品结构变化、原材料价格波动影响所致；输变电成套工程毛利率持续下降，主要系市场竞争加剧，公司部分开工项目毛利率较低所致；新能源产业及配套工程毛利率持续上升，主要系多晶硅销售均价上涨所致；发电业务毛利率持续上升，始终维持在较高水平；煤炭业务毛利率持续上升，主要系煤炭产品销售均价上涨所致。

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 291.66 亿元，同比增长 39.14%，主要系公司多晶硅产品、煤炭产品销量增加所致；同期，公司综合毛利率为 35.09%，同比变动不大。

表 1 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
变压器产品	115.14	23.93	18.63	113.14	15.39	20.25	142.07	14.18	17.11
电线电缆产品	78.74	16.37	11.54	89.40	12.16	8.62	102.07	10.18	9.48
输变电成套工程	23.66	4.92	25.61	31.65	4.30	17.91	42.13	4.20	12.55
新能源产业及配套工程	121.85	25.33	15.55	200.88	27.32	40.01	345.58	34.48	57.67
发电业务	30.93	6.43	44.78	39.83	5.42	56.98	45.14	4.50	57.55
煤炭业务	54.28	11.28	34.69	92.41	12.57	43.64	174.16	17.38	47.79
房屋销售	17.77	3.69	21.57	15.25	2.07	16.49	11.20	1.12	22.91
黄金	--	--	--	3.71	0.50	67.40	5.53	0.55	61.26
物流贸易	26.47	5.50	3.16	77.58	10.55	4.26	58.92	5.88	5.62
铝电子新材料、铝及合金制品	--	--	--	55.59	7.56	16.58	57.44	5.73	20.14
工程施工	--	--	--	5.47	0.74	11.45	1.60	0.16	22.47
其他	12.22	2.54	33.74	10.34	1.41	29.93	16.33	1.63	26.20
合计	481.06	100.00	20.17	735.28	100.00	27.33	1002.19	100.00	37.24

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

2020 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。公司输变电

产品产能有所增长，产能利用率有所波动。公司输变电产品销售情况良好，产销率保持在很高水平。

公司输变电业务主要包括变压器、电线电缆及其他输变电产品的研发、生产和销售。

公司输变电产品的主要原材料包括取向硅钢片、铜、铝、钢材、变压器油等；新建及技改项目、输变电成套工程项目所需大宗原材料为钢材、铝材等。大宗原材料等价格上涨，直接影响公司的生产成本，进而影响公司的盈利水平。2020年以来，受宏观经济周期波动、市场供求以及投机炒作的影响，原材料价格波动剧烈，公司加强大宗价格趋势研究、强化与原材料及

设备供应商的战略合作关系，通过加大储备、集团科学采购、套期保值等多种方式有效降低原材料价格波动影响。采购集中度方面，2020—2022年，公司输变电产品前五大供应商合计采购金额分别为37.68亿元、40.77亿元和44.43亿元，分别占当期总采购额的10.20%、13.47%和13.82%，集中度较低。

变压器产品生产方面，2020—2022年，公司变压器产能持续增长，主要系新建产能投产以及存量产能扩产所致；产量波动增长，2021年产量同比有所下降，主要系市场需求波动、产品结构变化所致；变压器产能利用率波动下降，但仍处于很高水平。

表2 公司变压器、电线电缆生产情况

产品类别	2020年			2021年			2022年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
变压器产品									
变压器（亿kVA）	2.20	2.60	2.20	2.50	2.30	2.20	2.70	2.69	2.62
电线电缆产品									
裸线类产品（万吨）	11.21	8.40	8.40	11.21	4.63	4.98	13.64	7.96	7.66
电缆类产品（万km）	50.00	54.21	54.91	64.91	52.93	56.01	67.75	58.41	57.88

资料来源：公司提供

电线电缆产品生产方面，公司电线电缆类产品包括裸线类产品和电缆类产品。2020—2022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。裸线类产品产量波动下降，主要系线缆需求波动订单结构变化所致；电缆类产品产量波动增长，主要系数字化技改后市场签约规模提升所致。

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，并依据产品特点和区域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。

客户集中度方面，2020—2022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 13.55%、6.07%和 10.16%，客户集中度低。

2020—2022年，公司新签订单金额持续增长，2022年底在手订单金额为151.36亿元，其中2022年新签订单金额为311.04亿元，充足的订单为未来收入增长提供了良好保障。

表 3 2020—2022 年在手订单及新签订单情况
(单位: 亿元)

年度	2020 年	2021 年	2022 年
在手订单金额	139.73	152.63	151.36
其中: 新签订单金额	200.87	265.69	311.04

资料来源: 公司提供

(2) 输变电成套工程

2020—2022 年，随着国际项目工程建设进度加快，公司输变电成套工程业务收入持续增长。

公司输变电成套工程承包业务主要是实施国外发电站、变电站、输电线路等输变电成套工程的承包及交钥匙工程等业务。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 年底顺利竣工，蒙古国乌兰巴托—曼德勒戈壁 330kV 输变电项目获得“蒙古国能源建设优质工程奖”“最优秀总承包单位”等荣誉；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。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 2022 年底，公司在建期的重大建设承包项目等如下表所示：

表 4 截至 2022 年底主要在建海外项目情况 (单位: 亿美元)

签订时间	国家	项目主要内容	合同金额	完工时间
2016 年	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 年	赞比亚	赞比亚 KASAM-NAKONDE 输变电项目	2.88	2025 年
2017 年	乌干达	乌干达加速农村电气化满足电力供需平衡工程项目	2.12	2023 年
2020 年	孟加拉	孟加拉 PGCB-230kV 线路项目	1.04	2023 年
合计			22.55	--

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—2022 年，公司多晶硅产品价格及产销量均持续增长；公司自持电站装机容量较大，总发电量持续增长，未来发展前景较好。

(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。

2020—2022 年，新特能源多晶硅产能产量均有所提升。2022 年，受供求关系影响，多晶硅市场销售均价较上年底增长约 58%至 23.75 万元/吨。2022 年，新特能源多晶硅产能为 13.87 万吨/每年，产量为 12.59 万吨，产量同比增长 60.98%，内蒙古新特 10 万吨多晶硅项目在 2022 年下半年投产初期因处于产能爬坡阶段，产能未能完全释放。

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

2020—2022 年，新特能源多晶硅销量分别为 6.63 万吨、7.58 万吨和 10.67 万吨。多晶硅销售价格随市场整体的供需变化而变化，结算方式以客户预付款为主。支付方式方面，以电汇或银行承兑汇票结算为主。

（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。

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

4. 能源业务

2020—2022 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（以下简称“天池能源”）和特变电工新疆能源有限公司。

（1）煤炭

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

（2）电力

新疆地区煤炭资源丰富，被列为国家第十四个煤炭基地，通过建设坑口电站，实现“疆电东送”。公司拥有南露天煤矿、将二矿昌吉 2×350MW 热电联产电站、新疆准东五彩湾北一电

厂 2×660MW 疆电外送电站。

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

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

5. 新材料业务

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

2022 年，公司将新疆众和纳入合并范围，新增新材料业务。公司新材料业务主要产品包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品，其经营模式为实行“以销定产”的订单生产模式，主要根据与客户的订单和生产经营计划来组织

当期的生产，销售区域以国内销售为主，对外出口为辅。2022 年，公司新材料业务实现收入 57.44 亿元，同比增长 3.33%。

6. 房屋销售

2020—2022 年，公司房屋销售收入持续下降，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。2020—2022 年，公司房屋销售面积分别为 26.21 万平方米、25.54 万平方米和 18.60 万平方米，房屋销售收入持续下降。

截至 2023 年 3 月底，公司房地产在建工程包含武清中央湖项目、山水云间一期及二期等，合计建筑面积为 70.15 万平方米，计划投资 47.26 亿元，已完成投资 24.92 亿元，未来尚需投资 22.34 亿元。截至 2023 年 3 月底，公司土地储备 1079.46 亩，储备项目充足。

表 5 截至 2023 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	开发进度	总货值
幸福新城一期	新泰	60795.00	23204.00	7918.30	正在施工	26399.14
幸福雁城一期	衡南县	28276.00	28276.00	23556.00	正在施工	28688.00
幸福雁城二期	衡南县	27375.00	27375.00	10955.00	正在施工	27700.00
幸福青山一期	包头土右旗	78592.00	29623.00	20547.00	正在施工	30628.00
武清中央湖项目	天津武清	240823.38	240823.38	142568.00	正在施工	249815.00
世纪城一期	昌吉	85044.00	39570.00	16401.25	正在施工	49525.00
山水云间一期	昌吉	100874.04	47395.00	19347.74	正在施工	59210.00
山水云间二期	昌吉	79757.32	36331.00	7924.39	正在施工	44194.00
合 计	--	701536.74	472597.38	249217.68	--	516159.14

资料来源：公司提供

7. 经营效率

公司作为大型能源装备制造企业，产品生产和销售周期相对较长，符合行业特征，公司经营效率尚可。

2020—2022 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数持续上升，存货周转次数波动上升。

与同行业公司相比，公司经营效率处于行业中上游水平。

表 6 2022 年同行业公司经营效率情况对比

证券简称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
许继电气	3.83	2.38	0.81

平高电气	3.44	1.61	0.50
中国西电	2.56	2.08	0.46
公司	3.28	7.31	0.63

注：为了便于对比，上表中相关数据来自 Wind

8. 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，公司存在一定的对外融资需求。

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

表 7 截至 2022 年底公司主要在建工程项目（单位：亿元）

项目名称	预算金额	工程进度	工程累计投入占预算比例	尚需资金
杜尚别金矿项目	16.32	85%	101.26%	--
武清产业园项目	18.31	85%	62.78%	6.81
准东 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济一期 10 万吨项目	93.50	83%	81.44%	17.35
天池能源公司 10 万吨/年工业硅项目	15.81	10%	6.90%	14.72
合计	143.94	--	--	38.88

资料来源：公司提供

表 8 截至 2023 年 3 月底公司主要拟建工程项目（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

9. 未来发展

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

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020—2022 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 2023 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，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；2022 年，公司合并范围内新增 5 家子公司。由于 2022 年度公司将新疆众和新增纳入合并范围，根据《企业会计准则第 20 号-企业合并》中同一控制企业合并有关规定，公司对同期数据进行了追溯调整。为增强数据可比性，本报告中 2021 年财务数据采用追溯调整后数据。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1844.48 亿元，所有者权益 823.37 亿元（含少数股东权益 684.05 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1020.85 亿元，利润总额 268.39 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1951.54 亿元，所有者权益 886.77 亿元（含少数

股东权益 748.33 亿元)；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 291.66 亿元，利润总额 79.79 亿元。

2. 资产质量

2020—2022 年底，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。

2020—2022 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 23.88%。截至 2022 年底，公司合并资产总额较上年底增长 24.00%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 43.12%，非流动资产占 56.88%。

表 9 公司资产主要构成

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	586.90	48.83	749.57	50.39	795.42	43.12	875.08	44.84
货币资金	224.71	38.29	240.17	32.04	193.04	24.27	236.00	26.97
应收账款	131.91	22.48	139.20	18.57	141.98	17.85	162.45	18.56
存货	91.01	15.51	136.57	18.22	180.30	22.67	191.64	21.90
非流动资产	615.08	51.17	737.85	49.61	1049.05	56.88	1076.46	55.16
固定资产	351.05	57.07	481.33	65.23	591.20	56.36	595.79	55.35
在建工程(合计)	99.77	16.22	66.62	9.03	155.79	14.85	173.36	16.10
无形资产	61.44	9.99	65.32	8.85	124.18	11.84	122.86	11.41
资产总额	1201.98	100.00	1487.42	100.00	1844.48	100.00	1951.54	100.00

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

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2020—2022 年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 16.42%。截至 2022 年底，公司流动资产较上年底增长 6.12%，主要系应收款项融资及存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

2020—2022 年底，公司货币资金波动下降，年均复合下降 7.31%。截至 2022 年底，公司货币资金较上年底下降 19.62%。货币资金中有 46.20 亿元受限资金，受限比例为 23.93%，主要为银行承兑汇票等各类保证金。

2020—2022 年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长 3.75%。截至 2022 年底，公司应收账款账面价值较上年底增长 2.00%。期末应收账款账龄以一年以内为主，占 67.24%；累计计提坏账准备 20.12 亿元，计提比例为 12.41%；期末应收账款前五大欠款方合计金额为 35.33 亿元，占比为 21.80%，集中度较低。

2020—2022 年底，公司存货持续增长，年均复合增长 40.75%。截至 2022 年底，公司存货较上年底增长 32.02%，主要系原材料和库存商品增加所致。存货主要由原材料（占 23.51%）、

库存商品（占 25.24%）、在产品及自制半成品（占 19.08%）、新能源电站（占 6.46%）和开发成本及开发产品（占 18.39%）构成，累计计提跌价准备 3.97 亿元，计提比例为 2.15%。

(2) 非流动资产

2020—2022 年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 30.60%。截至 2022 年底，公司非流动资产较上年底增长 42.18%，主要系固定资产、在建工程和无形资产快速增长所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

2020—2022 年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长 29.77%。截至 2022 年底，公司固定资产较上年底增长 22.83%，主要系在建工程转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占 35.38%）和机器设备（占 62.40%）构成，累计计提折旧 207.48 亿元；固定资产成新率 73.01%，成新率尚可。

2020—2022 年底，公司在建工程（合计）波动增长，年均复合增长 24.96%。截至 2022 年底，公司在建工程（合计）较上年底增长 133.86%，主要系增加对年产 20 万吨高端电子级多晶硅绿

色低碳循环经济建设（一期）以及多个新能源自电站项目投资建设所致。

2020—2022 年底，公司无形资产持续增长，年均复合增长 42.17%。截至 2022 年底，公司无形资产较上年底增长 90.12%，主要系子公司天池能源购买采矿权所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 35.33%）和采矿权及探矿权（占 56.54%）构成，累计摊销 33.04 亿元，计提减值准备 0.22 亿元。

截至 2022 年底，公司受限资产 301.85 亿元，受限资产占总资产比重为 16.37%，受限比例较低。

表 10 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	46.20	2.50	银行承兑汇票保证金/保函保证金/环境修复治理保障基金等
应收票据	8.14	0.44	用于票据池的质押票据
应收款项融资	7.22	0.39	用于票据池的质押票据
应收账款	29.15	1.58	质押借款/保理借款保证
存货	14.49	0.79	银行借款抵押保证
固定资产	156.06	8.46	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
在建工程	31.08	1.69	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
无形资产	3.26	0.18	银行借款抵押保证
其他流动资产	6.25	0.34	期货保证金
合计	301.85	16.37	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 5.80%。其中，流动资产占 44.84%，非流动资产占 55.16%，资产结构较上年底变化

不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020—2022 年底，公司所有者权益持续增长，未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

2020—2022 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 31.12%。截至 2022 年底，公司所有者权益 823.37 亿元，较上年底增长 31.92%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 16.92%，少数股东权益占比为 83.08%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 0.54%、6.81%、-1.52%和 56.64%，所有者权益结构稳定性弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 886.77 亿元，较上年底增长 7.70%，权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

2020—2022 年底，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。

2020—2022 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 18.84%。截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 18.28%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 63.81%，非流动负债占 36.19%，公司负债以流动负债为主。

表 11 公司负债主要构成

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	453.36	62.70	534.58	61.92	651.59	63.81	679.30	63.80
应付票据	115.94	25.57	150.86	28.22	160.61	24.65	189.30	27.87
应付账款	127.89	28.21	147.80	27.65	220.16	33.79	241.33	35.53
合同负债	38.02	8.39	66.23	12.39	81.63	12.53	79.03	11.63
一年内到期的非流动负债	57.11	12.60	56.38	10.55	79.31	12.17	72.12	10.62
非流动负债	269.67	37.30	328.72	38.08	369.52	36.19	385.46	36.20
长期借款	226.85	84.12	285.22	86.77	277.79	75.17	295.33	76.62
长期应付款	7.92	2.94	7.62	2.32	51.53	13.94	50.09	13.00
负债总额	723.03	100.00	863.30	100.00	1021.11	100.00	1064.76	100.00

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

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2020—2022 年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长 19.88%。截至 2022 年底，公司流动负债较上年底增长 21.89%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

2020—2022 年底，公司应付票据持续增长，年均复合增长 17.70%。截至 2022 年底，公司应付票据较上年底增长 6.46%，主要是收入增长，票据结付使用量增加所致。公司应付票据主要以银行承兑汇票（占 91.59%）为主。

2020—2022 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 31.20%。截至 2022 年底，公司应付账款较上年底增长 48.96%，主要系公司投资建设准东一期 10 万吨多晶硅低碳绿色循环经济项目等项目，应付供应商的款项增加所致。从账龄来看，公司应付款项账龄一年以内的占 76.15%；一年以上的占 23.85%，主要为尚未结算的工程款、设备款和材料款。

2020—2022 年底，公司合同负债持续增长，年均复合增长 46.53%。截至 2022 年底，公司合同负债较上年底增长 23.25%，主要系预收销货款增长所致。

2020—2022 年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 17.84%。截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 40.66%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2020—2022 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 17.06%。截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底增长 12.41%，主要系长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。

2020—2022 年底，公司长期借款波动增长，年均复合增长 10.66%。截至 2022 年底，公司长期借款较上年底下降 2.61%。长期借款主要由信用借款（占 40.59%）、抵押加质押借款（占 42.40%）构成。

2020—2022 年底，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 155.12%。截至 2022 年底，

公司长期应付款较上年底增长 576.03%，主要系新增应付采矿权购置款所致。

有息债务方面，2020—2022 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 9.01%。截至 2022 年底，公司全部债务 565.55 亿元，较上年底增长 3.90%。债务结构方面，短期债务占 48.24%，长期债务占 51.76%，结构相对均衡。从债务指标看，2020—2022 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。如将永续债调入长期债务，截至 2022 年底，公司全部债务增至 614.05 亿元。从债务指标看，截至 2022 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.99%、44.21%和 30.57%。

截至2023年3月底，公司负债总额较上年底增长4.28%。其中，流动负债占63.80%，非流动负债占36.20%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。有息债务方面，截至2023年3月底，公司全部债务589.12亿元，较上年底增长4.17%。债务结构方面，短期债务占48.62%，长期债务占51.38%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为54.56%、39.92%和25.45%。

4. 盈利能力

2020—2022 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，公司整体盈利能力明显增强。

2020—2022 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 44.44%和 28.30%；营业利润率持续上升；利润总额持续增长，年均复合增长 162.86%，主要系输变电业务、新能源产业及工程业务和煤炭产品收入增长所致。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 10.66%。2022 年，公司费用总额为 82.38 亿元，同比增长 5.74%，主要系管理费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别

为 29.46%、41.26%、16.74%和 12.53%。其中，管理费用为 33.99 亿元，同比增长 14.73%，主要系职工薪酬、折旧及资产摊销增长所致；研发费用为 13.79 亿元，同比增长 16.48%，主要系人工费用及投入增加所致；财务费用为 10.33 亿元，同比下降 26.06%。2020—2022 年，公司期间费用率分别为 13.75%、10.38%和 8.07%，公司费用控制能力较好。

2020—2022 年，公司投资收益持续下降，2022 年为 2.56 亿元，同比下降 59.61%，主要系公司于 2021 年处置南平鑫阳股权投资合伙企业（有限合伙）长期股权所致；其他收益波动增长，2022 年为 4.68 亿元，主要为各类补助；公允价值变动净收益波动较大，2022 年为-4.42 亿元，主要系年末确认对南方电网综合能源股份有限公司投资的公允价值变动损益所致；资产减值损失波动增长，2022 年为 6.55 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，2022 年为 9.95 亿元，主要由应收账款坏账损失构成。

表 12 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	489.31	750.88	1020.85
利润总额（亿元）	38.84	122.63	268.39
营业利润率（%）	18.95	26.05	35.82
总资本收益率（%）	5.09	10.36	17.77
净资产收益率（%）	6.96	16.77	27.97

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续增长。

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

表 13 2022 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
许继电气	19.04	5.89	8.89
平高电气	17.59	2.03	3.08
中国西电	16.43	2.27	3.11
公司	37.20	15.44	27.97

注：为了便于对比，上表中相关数据来自 Wind

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 291.66 亿元，同比增长 54.17%；实现利润总额 79.79 亿元，同比增长 58.72%，主要系公司多晶硅产品、煤炭产品销量增加所致。

5. 现金流

2020—2022 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，但考虑到公司存在持续性且规模较大的资本支出，公司存在一定对外融资需求。

表 14 公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	555.16	814.12	1204.23	315.39
经营活动现金流出小计	497.93	694.42	990.03	251.24
经营现金流量净额	57.23	119.70	214.20	64.15
投资活动现金流入小计	114.31	52.22	83.25	15.60
投资活动现金流出小计	153.90	166.00	310.22	44.48
投资活动现金流量净额	-39.59	-113.78	-226.97	-28.88
筹资活动前现金流量净额	17.64	5.92	-12.77	35.27
筹资活动现金流入小计	217.48	238.29	220.24	54.49
筹资活动现金流出小计	239.96	244.06	261.32	47.66
筹资活动现金流量净额	-22.48	-5.77	-41.08	6.83
现金收入比（%）	108.01	103.62	114.03	103.52

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 47.28%；经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 41.01%。2020—2022 年，公司经营活动现金净额保持净流入且流入规模逐年扩大。2020—2022 年，公司现金收入比波动增长。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 14.66%；投资活动现金流出持续增长，年均复合增长 41.97%。2020—2022 年，公司投资活动现金净额持续净流出。

2020—2022 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 17.64 亿元 5.92 亿元和-12.77 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支持。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 0.63%；

筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长4.36%。2020—2022年，公司筹资活动现金净额持续净流出。

2023年1—3月，公司经营活动现金流入量为315.39亿元，经营活动现金流量净额为64.15亿元；投资活动现金流量净额为-28.88亿元；筹资活动现金流量净额为6.83亿元。

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 15 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期 偿债 能力	流动比率（%）	129.45	140.22	122.07
	速动比率（%）	109.38	114.67	94.40
	经营现金/流动负债（%）	12.62	22.39	32.87
	经营现金/短期债务（倍）	0.26	0.50	0.79
	现金类资产/短期债务（倍）	1.18	1.22	0.87
长期 偿债 能力	EBITDA（亿元）	81.24	177.72	329.96
	全部债务/EBITDA（倍）	5.86	3.06	1.71
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.22	0.38
	EBITDA/利息支出（倍）	4.64	10.01	18.80
	经营现金/利息支出（倍）	3.27	6.74	12.21

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，2020—2022年底，公司流动比率和速动比率均波动下降；公司现金短期债务比波动下降，2022年底为0.87倍。2020—2022年，公司经营现金流动负债比率持续增长。整体看，公司短期偿债能力指标很强。

从长期偿债能力指标看，2020—2022年，公司EBITDA持续增长，EBITDA利息倍数持续增长，EBITDA对利息的覆盖程度很高，全部债务/EBITDA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2023年3月底，公司对外担保金额2.09亿元，被担保对象为安哥拉共和国财政部。

截至2023年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年底，公司共计获得银行授信额度为1550.52亿元，其中未使用

授信额度为804.29亿元，公司间接融资渠道畅通。子公司特变电工、新特能源和新疆众和为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产总额有所增长，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。截至2022年底，公司持有的特变电工11.50%股权未质押，流动性较好。

截至2022年底，公司本部资产总额100.50亿元，较上年底增长18.85%。其中，流动资产26.88亿元（占26.74%），非流动资产73.62亿元（占73.26%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占31.41%）、其他应收款（合计）（占36.60%）和存货（占10.10%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占87.93%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为8.44亿元。

截至2022年底，公司本部所有者权益为47.37亿元，较上年底增长39.64%，主要系未分配利润增长所致。在所有者权益中，实收资本为0.75亿元（占1.58%）、资本公积合计1.39亿元（占2.94%）、其他权益工具14.50亿元（占30.61%）和未分配利润合计30.14亿元（占63.62%）。

截至2022年底，公司本部负债总额53.13亿元，较上年底增长4.92%。其中，流动负债23.80亿元（占44.79%），非流动负债29.34亿元（占55.21%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占16.70%）、应付账款（占8.58%）、其他应付款（合计）（占11.31%）和一年内到期的非流动负债（占57.74%）构成；非流动负债主要由长期借款（占80.89%）和应付债券（占19.09%）构成。公司本部2022年底资产负债率为52.87%，较2021年底下降7.02个百分点。

截至2022年底，公司本部全部债务48.16亿元，公司本部全部债务资本化比率50.41%，公司本部债务负担较重。考虑到公司持有的特变电工11.50%股权未质押，可提供较好的流动性支持。

2022 年，公司本部营业总收入为 10.56 亿元，利润总额为 12.51 亿元。同期，母公司投资收益为 12.35 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 1.68 亿元，投资活动现金流净额-1.42 亿元，筹资活动现金流净额 1.60 亿元。

九、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 2023 年 3 月底长期债务和全部债务的 1.65% 和 0.85%，对公司现有债务结构影响小。以 2023 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 54.56%、39.92% 和 25.45% 上升至 54.68%、40.12% 和 25.76%。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 2022 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 297.71 亿元，2022 年，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 4.05 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 0.72 倍，发行后长期债务总额是 2022 年公司 EBITDA 的 0.90 倍。

表 16 本期公司债券偿还能力测算

项目	2022 年
发行后长期债务*（亿元）	297.71
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	4.05
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.72
发行后长期债务/EBITDA（倍）	0.90

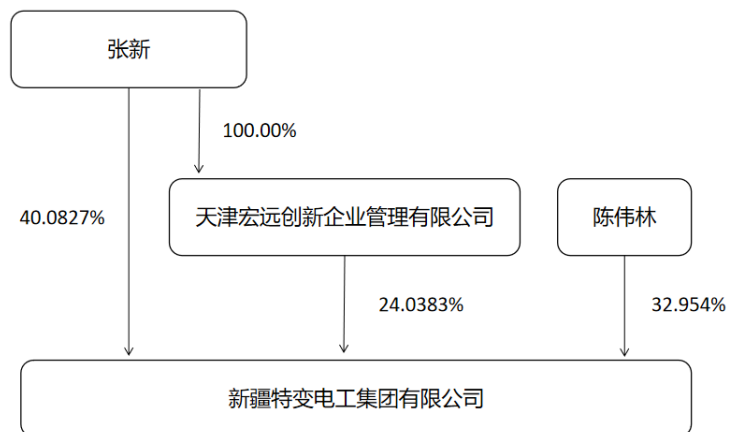
注：发行后长期债务为将本期公司债券发行额度计入后测算的截至 2022 年底长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

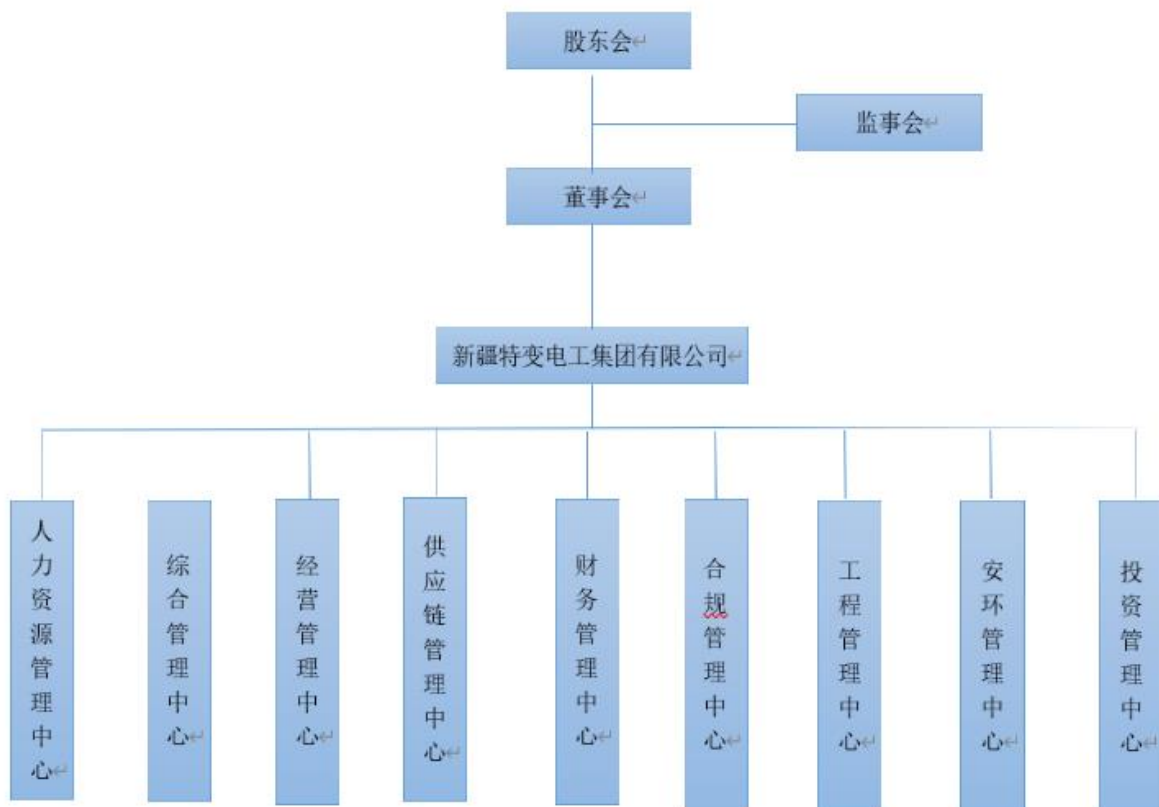
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期公司债券信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司子公司情况

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	11.50
2	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
3	新疆特变电工自控设备有限公司	生产销售	35000.00	2005-03-04	89.43
4	中疆物流有限责任公司	贸易物流	37500.00	2011-05-04	49.92
5	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
6	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
7	天津中疆供应链管理有限公司	物流仓储	6000.00	2015-10-24	100.00
8	中丝路建设投资集团有限公司	工程施工	30000.00	2000-02-15	100.00
9	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
10	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
11	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
12	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
13	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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	262.48	293.65	236.62	271.29
资产总额 (亿元)	1201.98	1487.42	1844.48	1951.54
所有者权益 (亿元)	478.95	624.12	823.37	886.77
短期债务 (亿元)	223.31	240.37	272.85	286.44
长期债务 (亿元)	252.59	303.98	292.71	302.68
全部债务 (亿元)	475.91	544.35	565.55	589.12
营业总收入 (亿元)	489.31	750.88	1020.85	291.66
利润总额 (亿元)	38.84	122.63	268.39	79.79
EBITDA (亿元)	81.24	177.72	329.96	--
经营性净现金流 (亿元)	57.23	119.70	214.20	64.15
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.01	3.71	4.24	--
存货周转次数 (次)	3.57	4.79	4.04	--
总资产周转次数 (次)	0.42	0.56	0.61	--
现金收入比 (%)	108.01	103.62	114.03	103.52
营业利润率 (%)	18.95	26.05	35.82	33.65
总资本收益率 (%)	5.09	10.36	17.77	--
净资产收益率 (%)	6.96	16.77	27.97	--
长期债务资本化比率 (%)	34.53	32.75	26.23	25.45
全部债务资本化比率 (%)	49.84	46.59	40.72	39.92
资产负债率 (%)	60.15	58.04	55.36	54.56
流动比率 (%)	129.45	140.22	122.07	128.82
速动比率 (%)	109.38	114.67	94.40	100.61
经营现金流动负债比 (%)	12.62	22.39	32.87	--
现金短期债务比 (倍)	1.18	1.22	0.87	0.95
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.64	10.01	18.80	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.86	3.06	1.71	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 根据《企业会计准则第 20 号-企业合并》中同一控制企业合并有关规定，对同期数据进行了追溯调整，因此本报告中 2021 年所列示财务数据采用追溯调整后数据，2020 年财务数据采用当期审计数据；3. 所有者权益中包含多期永续债券；4. 其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

资料来源：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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.24	12.56	11.84	7.85
资产总额（亿元）	71.64	84.56	100.50	102.93
所有者权益（亿元）	25.87	33.92	47.37	49.26
短期债务（亿元）	14.30	17.06	18.83	12.53
长期债务（亿元）	28.74	29.32	29.33	33.05
全部债务（亿元）	43.04	46.38	48.16	45.58
营业总收入（亿元）	7.29	8.17	10.56	3.05
利润总额（亿元）	1.35	5.33	12.51	1.89
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.29	0.93	1.68	0.55
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.89	1.86	2.15	--
存货周转次数（次）	4.80	3.78	3.61	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.10	0.11	--
现金收入比（%）	73.55	69.65	61.00	42.71
营业利润率（%）	14.97	20.65	15.06	10.52
总资产收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	5.23	15.73	26.40	--
长期债务资本化比率（%）	52.62	46.36	38.24	40.15
全部债务资本化比率（%）	62.46	57.76	50.41	48.06
资产负债率（%）	63.89	59.89	52.87	52.14
流动比率（%）	117.05	118.83	112.94	126.45
速动比率（%）	110.10	108.42	101.53	111.11
经营现金流动负债比（%）	13.45	4.36	7.05	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.74	0.63	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2023 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 2023 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。