

新疆特变电工集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4004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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新疆特变电工集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“22 特变电工 MTN001”“23 特电 Y1”“24 特变 K1”和“24 电 YK01”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：

二〇二五年六月十九日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

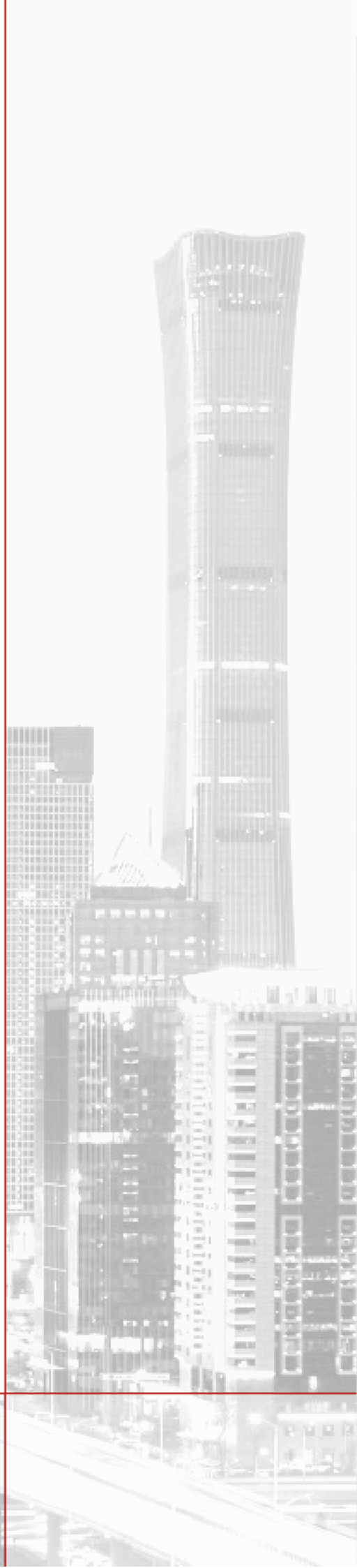
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



新疆特变电工集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
新疆特变电工集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/19
22 特变电工 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	
23 特电 Y1	AA+/稳定	AA+/稳定	
24 特变 K1	AA+/稳定	AA+/稳定	
24 电 YK01	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

新疆特变电工集团有限公司（以下简称“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，跟踪期内，公司在行业地位、业务规模、技术水平及产业布局方面保持综合竞争优势，主要管理制度和法人治理结构未发生重大变化。经营方面，2024 年，公司输变电业务产能产量增长，继续保持行业领先地位；公司逆变器产品销量大增带动收入增长，新能源及火电发电量亦同比增长；受多晶硅市场价格大幅下跌影响，多晶硅板块业绩亏损，阶段性减产控产；受市场行情影响，煤炭和铝板块收入增长但毛利率有所下降。财务方面，2024 年，公司营业总收入同比基本持平，但受多晶硅板块业绩亏损及计提减值影响，当期利润总额同比大幅下降，经营活动现金净流入显著收缩；公司应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用；少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱；在建项目投资需求大，公司面临一定的资本支出压力；2024 年，受业绩下滑影响，公司长短期偿债指标有所弱化。考虑到公司主要业务板块行业地位突出、未使用银行授信余额充足、融资渠道畅通、所持上市公司股份市值较高等因素，综合公司经营及财务表现，公司整体偿债能力很强。公司对本报告所跟踪债券余额的偿债保障程度很高，本报告所跟踪债券违约概率很低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司各项主营业务的稳定发展，公司在其主要业务领域的行业地位和竞争优势有望保持。综合来看，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强，归属于母公司所有者权益大幅增加；公司对下属核心子公司的持股比例大幅提高，综合实力显著增强；公司主要业务板块经营效益、市场竞争力大幅提升，公司经营获现能力和盈利能力大幅提升；其他使得公司信用水平显著提升的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司剥离重要业务板块、或主要资产划出等重大不利资产重组；公司净资产、收入或利润规模持续大幅下滑；多晶硅等主要业务板块所在行业景气度持续下行或原材料成本持续上升，导致公司盈利能力、偿债能力持续弱化；重要股东或实际控制人发生重要信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重大不利影响；其他使得公司信用水平显著下降的因素。

优势

- **公司在行业地位、业务规模及产业布局等方面具有综合竞争优势。**公司具备输变电高端装备智造、硅基新能源、铝基新材料“一高两新”三大国家战略性循环经济产业链，业务多元，形成协同效应。公司作为国内变压器生产核心企业之一，在输变电高端装备制造领域行业影响力大。2024 年公司变压器、电抗器产量达 4.20 亿 kVA，产量居行业前三。在新能源领域，公司已建成多晶硅产能 30 万吨/年，产能位居行业前列。能源领域，公司核定煤炭产能 7400 万吨/年。
- **公司技术水平领先。**在输变电领域，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）产品的研制任务并参与国家、行业标准的制定，具有自主创新优势。
- **可用授信充足，融资渠道畅通。**截至 2025 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度为 2173.63 亿元，其中未使用授信额度为 1084.23 亿元，剩余可用授信充足。公司下辖多家上市公司，具备直接融资渠道。

- **公司所持上市公司股份市值较高，对公司信用水平形成支撑。**截至 2024 年末，公司持有的特变电工 11.50%股份未质押，流动性较好；同期末，特变电工市值 643.73 亿元。

关注

- **公司多晶硅板块业绩亏损，对公司整体利润造成较大影响；原材料价格波动加大了公司成本管控难度。**跟踪期内，多晶硅行业竞争激烈，产品价格大幅下降，2024 年公司多晶硅板块业绩亏损，且计提较大规模减值，对公司整体利润造成较大影响。2024 年，公司利润总额同比下降 69.71%至 51.78 亿元。公司原材料成本占输变电产品生产成本比重较高；输变电产品原材料中的钢材、铜、铝等原材料价格波动加大了公司成本管控难度。
- **应收账款及存货对营运资金形成一定占用。**截至 2024 年末，公司应收账款和存货账面价值合计为 379.29 亿元，占资产总额的比例为 17.05%，对营运资金形成一定占用。
- **在建项目投资需求大，面临一定的资本支出压力。**截至 2024 年底，公司主要在建项目多为新能源和能源产业项目以及部分房地产项目，项目投资需求大，公司面临一定的资本支出压力。
- **公司少数股东权益占比高，权益结构稳定性弱。**截至 2024 年末，公司对特变电工持股比例低，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。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

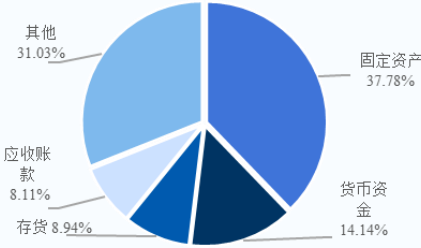
主要财务数据

合并口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	380.79	376.30	359.76
资产总额（亿元）	2059.00	2224.03	2282.62
所有者权益（亿元）	904.00	926.92	948.56
短期债务（亿元）	320.75	372.68	/
长期债务（亿元）	381.67	398.11	/
全部债务（亿元）	702.42	770.79	/
营业总收入（亿元）	1014.36	1018.28	256.27
利润总额（亿元）	170.93	51.78	21.81
EBITDA（亿元）	240.12	130.76	/
经营性净现金流（亿元）	260.48	130.00	11.23
营业利润率（%）	25.80	16.70	18.10
净资产收益率（%）	15.70	3.92	--
资产负债率（%）	56.10	58.32	58.44
全部债务资本化比率（%）	43.73	45.40	/
流动比率（%）	124.91	116.49	119.97
经营现金流动负债比（%）	37.29	16.13	--
现金短期债务比（倍）	1.19	1.01	/
EBITDA 利息倍数（倍）	13.13	6.91	/
全部债务/EBITDA（倍）	2.93	5.89	/

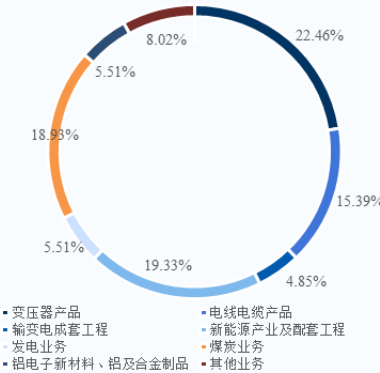
公司本部口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	107.27	115.75	117.59
所有者权益（亿元）	56.26	54.44	54.29
全部债务（亿元）	45.64	57.04	54.89
营业总收入（亿元）	13.64	13.03	4.07
利润总额（亿元）	11.57	0.50	-0.16
资产负债率（%）	47.55	52.96	53.83
全部债务资本化比率（%）	44.79	51.16	50.27
流动比率（%）	258.10	122.09	110.82
经营现金流动负债比（%）	7.73	9.74	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中 2023 年财务数据采用 2024 年期初数/上年数；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 债务数据不包含永续债；5. 2023-2024 年合并口径长期应付款中的有息债务调整至长期债务；6. “--”表示指标不适用，“/”表示有数据未获取到
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

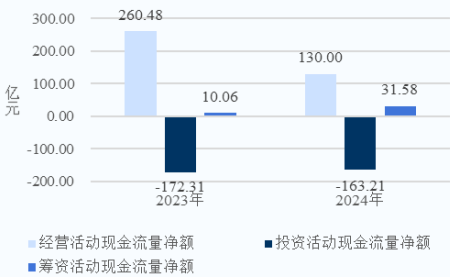
2024 年末公司资产构成



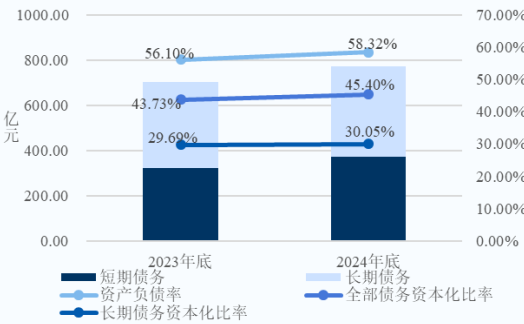
2024 年公司主营业务收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	回售日	特殊条款
23 特电 Y1	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/12/21	--	经营维持承诺，调整票面利率，有条件赎回，延期，利息递延权
22 特变电工 MTN001	5.00 亿元	0.70 亿元	2025/10/28	2024/10/28	回售，调整票面利率
24 特变 K1	7.00 亿元	7.00 亿元	2027/06/26	--	经营维持承诺
24 电 YK01	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/11/14	--	经营维持承诺，调整票面利率，有条件赎回，延期，利息递延权

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；债券余额截至 2025 年 3 月底
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 电 YK01	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/09/20	崔濛骁 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
23 特电 Y1 22 特变电工 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/21	崔濛骁 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
24 特变 K1	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/13	崔濛骁 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
23 特电 Y1	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/11/21	崔濛骁 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
22 特变电工 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/10/09	刘哲 王兴龙	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张琳 zhanglin@lhratings.com

项目组成员：崔濛骁 cuiMengxiao@lhratings.com

李晨 lichen@lhratings.com

高星 gaoxing@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于新疆特变电工集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构无重大变化。截至 2025 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 7500.00 万元，控股股东及实际控制人仍为自然人张新先生，其直接及间接持有公司 64.12% 的股权（其中 40.08% 为直接持股，24.04% 为通过天津宏远创新企业管理有限公司间接持股），所持股份中 750 万股已质押。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，仍包括变压器及配件产品和电线电缆产品生产和销售、输变电成套工程、新能源产业及配套工程、煤炭、发电及房屋销售等。截至 2025 年 3 月底，公司本部根据自身经营发展需要设置多个职能部门（详见附件 1-2）。截至 2024 年底，公司纳入合并范围的子公司共 30 家，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 2024 年底，公司合并资产总额 2224.03 亿元，所有者权益 926.92 亿元（含少数股东权益 766.84 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1018.28 亿元，利润总额 51.78 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 2282.62 亿元，所有者权益 948.56 亿元（含少数股东权益 785.93 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 256.27 亿元，利润总额 21.81 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表。截至 2025 年 3 月末，“22 特变电工 MTN001”“23 特电 Y1”“24 特变 K1”“24 电 YK01”募集资金均已全部使用完毕。其中，“22 特变电工 MTN001”“23 特电 Y1”付息日均正常付息，“24 特变 K1”“24 电 YK01”尚未到第一个付息日。以上债券均无担保。

图表 1• 截至 2025 年 3 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
23 特电 Y1	5.00	5.00	2023/12/21	2 年（2+N）
22 特变电工 MTN001	5.00	0.70	2022/10/28	3 年（2+1）
24 特变 K1	7.00	7.00	2024/06/26	3 年
24 电 YK01	5.00	5.00	2024/11/14	2 年（2+N）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构

性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析

1 电力、电气设备制造行业

2024年以来全社会用电量同比增长，电源、电网持续保持较大的投资规模，随着电力行业加快新型能源体系和新型电力系统构建，新能源新增装机成为绝对主体，重点输电通道建设稳步推进，产业链带动效果显著。特高压、清洁能源大基地建设以及省间互联通道开展规划和建设需求仍将持续，智能变配电将迎来新机遇。同时，上下游产业链完善度逐步提升，供给与需求体量逐渐增大，与当前国际能源局势、国家能源战略具有密不可分的关系，特朗普再次当选或将推动国家能源战略加速发展。预计2025年电力、电气设备制造行业景气度仍将持续，展望为稳定。完整版电力、电气设备制造行业分析详见[《2025年电力、电气设备制造行业分析》](#)。

2 光伏行业

2024年，中国仍为全球最大的光伏市场，新增和累计光伏装机容量仍位居全球首位，但增速明显放缓；制造端产能依旧保持全球领先地位，占据全球90%以上的市场份额。但土地资源限制、区域市场饱和以及并网消纳等因素对全球新增装机的影响进一步凸显；制造端供需失衡加剧，光伏主产业链产品和辅材价格均大幅下跌，光伏制造企业经营亏损严重。展望2025年，预计光伏产业竞争将愈加激烈，全球光伏新增装机增速将继续放缓，但随着制造端落后产能和低效产能“出清”节奏加快，光伏产业有望进入良性发展阶段。完整版光伏行业分析详见[《2025年光伏行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司在行业地位、业务规模、技术水平及业务布局方面仍具有综合竞争优势，过往债务履约情况良好。

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。业务布局方面，公司具备输变电高端装备制造、硅基新能源、铝基新材料“一高两新”三大国家战略性循环经济产业链。其中，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。

行业地位方面及规模优势方面，根据中国企业联合会、中国企业家协会发布的“2024年中国企业500强”名单，公司以2023年营业总收入1014.36亿元位列榜单第250位，位列“2024中国制造业企业500强”榜单第122位。输变电高端装备制造领域，公司在辽宁、湖南、天津、山东、四川、新疆等地建设了输变电产品研发制造基地，2024年变压器、电抗器产量达4.20亿kVA，产量居行业前三。新能源领域，2024年末，公司已建成多晶硅产能30万吨/年，多晶硅生产能力居行业前列。能源领域，公司煤炭资源赋存条件优、储量丰富、埋藏浅、剥采比低，是新疆准东煤田最具有优先开采条件的矿区之一。2024年末，公司核定煤炭产能7400万吨/年，是全国能源保供基地组成部分，南露天煤矿及将二矿两个千万吨级露天煤矿均被评为国家级绿色矿山，是国家一级安全生产标准化达标的千万吨级露天煤矿、国家首批智能化示范煤矿，为西电东送能源基地与煤炭保供提供可靠保障。在新材料领域，公司拥有高纯铝液年产能7.80万吨，高纯铝产能居行业前列，是国内领先的铝电解电容器用电极箔、电子铝箔研发和生产基地。装备方面，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。

技术水平方面，公司具有自主创新优势，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，并参与国家、行业标准的制定。2024 年子公司特变电工新增授权专利 417 项，其中发明专利 135 项。截至 2024 年底，特变电工共有有效授权专利 2675 项，其中发明专利 837 项。公司积极参加国家及行业标准制定、修订，公司参与制定、修订的 7 项国家标准于 2025 年正式实施。

企业信用记录方面，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 2025 年 4 月 18 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本部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本部曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上存在重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构、主要管理制度未发生重大变化，董事、监事及高级管理人员均未发生变动，整体管理运作正常。

（三）经营方面

1 经营概况

2024 年，公司输变电、逆变器产能产量增加带动收入同比增长，发电业务收入随新能源及火电装机规模提升、上网电量增加而增长，多晶硅价格的大幅下降导致新能源产业及配套工程收入和毛利率大幅下降，煤炭和铝板块收入增长但毛利率有所下降。2024 年，公司主营业务收入与上年基本持平但综合毛利率下降较多。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更。2024 年，公司主营业务收入与上年基本持平，综合毛利率同比下降 9.12 个百分点，主要系多晶硅价格下行，新能源产业及配套工程的利润空间大幅压缩以及煤炭业务毛利率下降所致。

从收入构成看，2024 年，公司变压器产品收入同比增长 20.82%，电线电缆产品收入同比增长 15.87%，主要系公司产能增加同时加大市场开拓力度所致；输变电成套工程收入同比变动不大；新能源产业及配套工程收入同比下降 31.53%，主要系多晶硅市场价格大幅下降所致；发电业务收入同比增长 30.97%，主要系自持新能源电站及火电装机规模扩大、上网电量增长所致；煤炭业务收入同比增长 5.71%，主要系煤炭销量增加所致；铝电子新材料及合金制品业务收入同比增长 8.12%；其他业务收入占比较小。

毛利率方面，2024 年，公司变压器产品销售毛利率同比提高 2.10 个百分点，主要系成本管控力度加大所致；电线电缆产品毛利率同比下降 1.93 个百分点，主要系市场竞争加剧以及产品结构变化所致；输变电成套工程毛利率同比下降 3.94 个百分点，主要系部分项目毛利率较低所致；新能源产业及配套工程毛利率同比大幅下降 29.15 个百分点，主要系多晶硅售价大幅下行所致；发电业务毛利率同比增长 4.58 个百分点，主要系毛利率较高的火电发电量、电费收入占比提高所致；煤炭产品毛利率同比下降 14.10 个百分点，主要系煤价下行所致；铝电子新材料、铝及合金制品毛利率同比下降 5.58 个百分点，主要系原材料氧化铝等价格上涨以及公司所在的电子新材料行业竞争激烈，产品价格（加工费）下降所致。

图表 2• 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
变压器产品	189.10	19.00%	16.35%	228.47	22.46%	18.45%
电线电缆产品	135.14	13.58%	9.56%	156.58	15.39%	7.63%
输变电成套工程	49.66	4.99%	19.63%	49.36	4.85%	15.69%
新能源产业及配套工程	287.18	28.85%	31.43%	196.64	19.33%	2.28%
发电业务	42.78	4.30%	50.10%	56.03	5.51%	54.68%
煤炭业务	182.24	18.31%	46.93%	192.64	18.93%	32.83%
铝电子新材料、铝及合金制品	51.84	5.21%	17.19%	56.05	5.51%	11.61%
房屋销售	14.70	1.48%	17.03%	10.93	1.07%	13.82%

黄金	4.15	0.42%	67.46%	11.94	1.17%	53.70%
物流贸易	20.26	2.04%	10.03%	14.86	1.46%	10.82%
其他	18.34	1.84%	20.16%	25.31	2.49%	17.24%
合计	995.37	100.00%	27.20%	998.83	100.00%	18.08%

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

（1）输变电设备

2024 年，公司输变电产品产能和产销量增长，产能利用率有所提升并维持高产销率水平。2024 年，公司输变电成套工程业务收入同比基本持平，但仍面临海外市场政策变动及汇率波动等风险。

①变压器及电线电缆产品

2024 年，公司变压器及电线电缆板块原材料采购、销售等政策及业务模式未发生重大变化。公司输变电产品主要采取“以销定产”的方式生产，仅有部分标准化产品根据市场需求先少量生产再销售。2024 年，公司变压器产能有所提升，同时受益于订单增加，产销量同比均实现较大幅度增长，产能利用率有所提升并维持高产销率水平。采购集中度方面，2024 年，公司输变电产品前五大供应商合计采购金额为 68.03 亿元，占当期总采购额的 15.43%，同比上升 0.65 个百分点，集中度仍较低。公司原材料成本占输变电产品生产成本比重较高；输变电产品原材料中的钢材、铜、铝等原材料价格波动加大了公司成本管控难度。

公司电线电缆类产品包括裸线类产品和电缆类产品两大类，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。2024 年，公司裸线类产品和电缆类产品产能均有所提升，受益于市场订单增加，产销量均同比增长。

图表 3• 公司变压器、电线电缆产销情况

产品类别	2023 年			2024 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
变压器（亿 kVA）	3.60	3.38	3.40	3.93	4.20	4.22
裸线类产品（万吨）	14.24	11.23	11.53	15.00	12.43	12.75
电缆类产品（万 km）	82.42	63.36	63.15	85.00	69.45	70.22

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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。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，2024 年，公司输变电产品前五大客户合计销售金额占当期输变电业务收入的 7.49%，较上年上升 0.71 个百分点，变动不大。2024 年，公司输变电业务国内市场新签订单金额 491 亿元，同比增长 21.38%，为收入增长提供良好支撑。

②输变电成套工程

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。输变电成套工程的运营主体为特变电工本部。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，主要采取工程总承包模式。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。2024 年，公司输变电成套工程业务收入同比基本持平，业务运营总体较稳定。截至 2024 年末，公司输变电国际成套项目正在执行未确认收入合同及待履行合同金额超 50 亿美元。

公司输变电工程多数处于海外市场，海外市场政策性风险较大。同时，海外输变电工程的环境以及当地文化等会给海外工程成本控制以及工期控制带来一定的挑战，影响公司海外输变电工程项目的效益和进度。同时，公司海外业务均以美元、欧元等币种结算，外汇收入资金量大，存在汇率波动风险。

（2）新能源板块

2024 年，公司逆变器板块销量大增带动收入增长，新能源发电业务收入亦保持增长态势；受多晶硅市场价格大幅下跌影响，多晶硅板块业绩亏损，公司阶段性减产控产。

公司新能源产业及配套工程主要包括多晶硅、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，主要经营主体为新特能源及下属公司。

①多晶硅业务

跟踪期内，公司多晶硅产能无变化，仍为 30.00 万吨/年，2024 年产量 19.88 万吨，销量 19.92 万吨，产销量同比变动不大，但受光伏行业供需失衡影响，2024 年多晶硅销售均价同比下跌约六成，已跌破成本线，业绩出现亏损。2024 年下半年以来公司阶段性减产控产。

②逆变器及相关业务

2024 年，公司逆变器产品出货量超过 20GW，其中海外市场出货量超 7GW，同比增幅超 120%，当年逆变器产品销量大增带动收入实现较大幅度增长。2024 年底公司逆变器数字化生产线部分投产，逆变器产能进一步提升。

③新能源电站运营及新能源发电业务

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。2024 年，公司持续推进新能源电站项目建设，当年完成并确认收入的风能及光伏建设项目装机约 3GW，截至 2024 年底并网发电的自营电站累计装机 3.61GW。新能源 BOO 电站发电量 80.57 亿千瓦时，同比增长 11.67%，其中风电发电量同比增长 9.79%至 60.69 亿千瓦时；光伏发电发电量同比增长 17.84%至 19.88 亿千瓦时。

（3）能源业务

2024 年，公司煤炭和火电业务整体经营稳健；受益于良好的资源禀赋，2024 年煤炭板块毛利率虽有所下降但仍处于行业较高水平。

公司能源业务主要涉及煤炭勘探、开发与电力生产、销售，主要经营实体为特变电工旗下的新疆天池能源有限责任公司（以下简称“天池能源公司”）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，是公司参与“疆电东送”“西气东输”“疆煤东运”工程的重要能源基地。公司煤炭矿区位于新疆准东经济技术开发区，是国家确定的第十四个大型煤炭基地的重要组成部分。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 2024 年末，公司煤炭核定产能共计 7400 万吨/年，较上年末无变化。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，但 2024 年公司煤价随市场下行而下降，煤炭板块毛利率同比有所下降，但受益于良好的资源禀赋，煤炭板块毛利率仍处于行业较高水平，为公司提供较大利润贡献。

②火电

新疆地区煤炭资源丰富，可通过建设坑口电站，实现“疆电东送”。公司拥有昌吉 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。2024 年，公司发电机组稳定运行，火电机组累计发电量 180.41 亿千瓦时，同比增长 3.26%。未来，公司计划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，实现资源就地转化和产业链式发展。

（4）铝电子新材料、铝及合金制品

2024 年，公司铝电子新材料、铝及合金制品业务收入同比小幅增长，但受行业竞争加剧、原材料价格上涨及产品加工费下降影响，毛利率有所下降。

公司铝电子新材料、铝及合金制品业务形成了“能源—（一次）高纯铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”铝电子新材料循环经济产业链，自备电厂可满足 50%的生产用电需求，主要产品包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品；经营模式为实行“以销定产”的订单生产模式，销售区域以国内销售为主，对外出口为辅。2024 年，公司所属公司特变电工衡阳变压器

有限公司以 2.70 亿元和 0.17 亿元收购合容电气股份有限公司和西安合容开关有限公司 100%股权，补全电容器、空心电抗器等产品链，产业链布局进一步完善。2024 年，公司实现高纯铝产品销售 4.13 万吨，电子铝箔产品销售 1.80 万吨，化成箔产品销售 2163.55 万平方米，合金产品销售 15.01 万吨，铝制品产品销售 3.69 万吨，其中高纯铝、电子铝箔、合金产品销售规模均同比增长，带动新材料板块 2024 年收入同比小幅增长；电子铝箔、电极箔等产品综合成品率同比有所提升。2024 年，铝电解电容器用电极箔等铝电子新材料市场需求增速缓慢，行业竞争加剧，同时受原材料氧化铝价格上涨以及产品加工费下降影响，新材料板块毛利率同比下降 5.58 个百分点至 11.61%。

（5）其他业务

公司其他业务包括房地产业务、工程服务等。公司下属子公司新疆特变电工康养置业有限公司拥有房地产开发一级资质，房地产项目主要集中在新疆及山东、湖南、内蒙古、天津等拥有制造业生产基地的地区。2024 年，受房地产市场下行影响，项目去化周期拉长，当期房地产板块结转收入规模有所下降，但对营业总收入影响不大。截至 2025 年 3 月末，公司房地产板块主要在建项目以住宅为主，建筑面积合计 91.03 万平方米，计划总投资 49.13 亿元，已投资 41.85 亿元，尚需投资 7.28 亿元，规模不大；同期末，公司土地储备 1254.66 亩，储备项目充足。公司旗下拥有多家工程服务公司，主要为公司内部提供配套的工程建设服务，包括新能源风电场、风机基础、技术改造以及变电站等项目建设。

3 经营效率

2024 年，公司经营效率指标同比变动不大。

从经营效率指标看，2024 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较上年变动不大。

图表 4• 公司经营效率指标

指标	2023 年	2024 年
销售债权周转次数（次）	4.24	4.40
存货周转次数（次）	4.05	4.34
总资产周转次数（次）	0.52	0.48

资料来源：联合资信根据财务报告整理

4 在建工程及未来发展

公司主要在建项目投资规模大，未来面临一定的资本支出压力。公司未来发展计划可行性较强。

截至 2024 年末，公司在建工程主要围绕自营电站、煤矿开采、配套供煤以及水电站项目，预算总投资合计 650.75 亿元，未来面临一定资本支出压力。拟建项目方面，公司与特变电工下属公司拟共同投资建设年产 240 万吨氧化铝项目¹，该项目总投资 67.81 亿元，项目资金来源包括自有资金、股东增资、银行贷款等。

图表 5• 截至 2024 年末公司主要在建工程项目（单位：万元）

项目名称	预算金额	工程进度（%）	工程累计投入占预算比例（%）
新能源自营电站项目	2828018.06	/	/
将军戈壁一号露天煤矿槽探剥离工程	179714.46	64.69	124.59
南露天煤矿扩产升级改造工程项目	98570.09	80.00	133.76
将军戈壁二号露天煤矿扩产升级改造工程项目	233276.61	85.00	114.80
若羌 20 万吨/年高纯硅配套源网荷储一体化项目	111562.76	90.00	77.83
将军戈壁一号矿地面生产系统建设项目	150000.00	35.00	34.72
将二矿外委单位驻地二期建设项目	40076.25	80.00	74.04

¹ 主要经营实体为防城港中丝路新材料科技有限公司，新疆众和对其持股比例为 67%，公司持股 33%。股东方按持股比例对项目公司增资，对银行贷款进行担保。

特变电工智慧产业园	115980.00	95.00	70.00
厂外输煤廊道副线建设施工项目	34907.40	65.00	66.32
几内亚共和国阿玛利亚水电站项目	806111.74	12.00	11.42
京津冀产业园珠峰硅钢三期技改项目	105629.00	65.00	50.97
准东 20 亿 Nm3/年煤制天然气项目	1703087.30	2.00	1.56
衡变公司云集 GIS 智能工厂二期项目	69843.00	20.00	18.84
塔吉克斯坦库河东金矿(二期)采选工程	30684.77	45.00	42.73
合计	6507461.44	/	/

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

未来发展方面，公司将运用“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念，进一步开拓国内外市场，为客户提供绿色科技、智能环保、可靠高效的产品和服务，寻找新的经济增长点，通过科技创新不断激发公司发展新的生机和活力，力争将公司打造成全球信赖的能源服务商。公司将加快推动数字化转型战略落地，逐步推动流程驱动、数据驱动、机器驱动。

（四）财务方面

公司提供了 2024 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，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围方面，2024 年末，公司合并范围内一级子公司共 30 家，较 2023 年末增加 3 家，合并范围变化不大，主营业务无变更，财务数据可比性较强。本报告中 2023 年财务数据采用 2024 年审计报告期初数。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年末，公司资产规模有所增长，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，受限资产比例一般，整体资产质量佳。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较年初增长 8.01%，主要系固定资产、无形资产、应收账款及货币资金增加所致，资产结构较年初变化不大。公司资产主要构成情况详见下表。

图表 6• 公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023年末		2024年末		2025年3月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	872.61	42.38	938.86	42.21	979.97	42.93
货币资金	289.81	14.08	314.53	14.14	311.42	13.64
应收票据	18.00	0.87	18.44	0.83	17.18	0.75
应收账款	144.69	7.03	180.40	8.11	212.91	9.33
应收款项融资	66.24	3.22	35.41	1.59	28.82	1.26
存货	184.38	8.95	198.89	8.94	218.91	9.59
合同资产	67.73	3.29	73.84	3.32	73.28	3.21
非流动资产	1186.40	57.62	1285.16	57.79	1302.65	57.07
固定资产（合计）	740.55	35.97	840.15	37.78	840.61	36.83
在建工程（合计）	151.22	7.34	144.34	6.49	151.70	6.65
无形资产	121.79	5.92	145.66	6.55	146.48	6.42
资产总额	2059.00	100.00	2224.03	100.00	2282.62	100.00

注：占比指占资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

截至 2024 年末，货币资金较年初增长 8.53%，公司货币资金中有 71.39 亿元受限资金，受限比例为 22.70%，主要为银行承兑汇票保证金/保函保证金/环境恢复治理保障基金等。公司应收账款客户主要为国家和地方重点电力建设单位，应收账款主要为输变电板块应收货款以及新能源板块应收结算电费款项等。截至 2024 年末，公司应收账款账面价值较年初增长 24.68%；从账龄来看，公司应收账款期末余额主要由以 1 年以内（占 71.17%）、1 至 2 年（占 11.88%）和 2 至 3 年（占 5.95%）构成，累计计提坏账 14.11 亿元，计提比例为 7.25%。截至 2024 年末，公司合同资产较年初增长 9.03%，主要系已完工未结算项目和部分合同质保金增加所致。公司应收账款和合同资产的期末余额前五大欠款方合计金额分别为 46.77 亿元和 19.29 亿元，占应收账款和合同资产期末余额合计数的比例为 24.30%，集中度一般。公司应收款项融资全部为银行承兑汇票，截至 2024 年末应收款项融资较年初下降 46.54%，主要系控股子公司新特能源业务规模下降，收到的票据减少所致。截至 2024 年末，随着生产经营规模的扩大，公司存货账面价值较年初小幅增长；存货构成方面，主要由原材料（占 21.90%）、库存商品（占 18.64%）、在产品及自制半成品（占 21.15%）、开发产品（占 13.74%）和新能源电站（占 15.78%）构成，累计计提存货跌价准备 7.84 亿元。

截至 2024 年末，公司固定资产（合计）较年初增长 13.45%，在建工程（合计）较年初下降 4.55%，主要系自营电站等项目完工转固所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 39.24%）和机器设备（占 58.65%）构成，累计计提折旧 287.89 亿元，成新率 75.30%，成新率尚可。截至 2024 年末，公司无形资产较年初增长 19.60%，主要系购置采矿权及探矿权及生产经营所需土地使用权所致；无形资产主要由土地使用权（占 36.46%）和采矿权及探矿权（占 54.51%）构成，累计摊销 47.56 亿元。

截至 2024 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产情况如下所示，受限比例一般。

图表 7• 截至 2024 年末公司资产受限情况

受限资产名称	受限金额（亿元）	占总资产的比重	受限原因
货币资金	71.39	3.21%	银行承兑汇票保证金/保函保证金/环境恢复治理保障基金等
应收票据	4.76	0.21%	用于票据池的质押票据
应收款项融资	4.07	0.18%	用于票据池的质押票据
应收账款	34.22	1.54%	质押借款/保理借款保证
存货	15.79	0.71%	银行借款抵押保证
固定资产	235.69	10.60%	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
在建工程	36.89	1.66%	银行借款及金融租赁公司借款抵押保证
无形资产	5.64	0.25%	银行借款抵押保证
其他流动资产	7.07	0.32%	期货保证金
其他非流动资产	0.28	0.01%	大额存单受限
合计	415.80	18.70%	--

资料来源：公司审计报告

截至 2025 年 3 月末，公司合并资产规模和结构较上年末变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

因发行永续债，2024 年末公司所有者权益有所增长，未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

截至 2024 年底，公司所有者权益 926.92 亿元，较年初增长 2.54%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 17.27%，少数股东权益占比为 82.73%，所有者权益结构较年初变化不大；在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 0.47%、6.38%、31.23%和 60.99%；2024 年末公司其他权益工具（全部为永续债）余额 50 亿元，较年初增长 57.23%。公司对特变电工持股比例低，所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，结构稳定性弱。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 948.56 亿元，较上年底增长 2.33%；其中，归属于母公司所有者权益占比为 17.14%，少数股东权益占比为 82.86%。所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

(2) 负债

截至 2024 年末，公司负债总额有所增长，债务期限结构较为均衡，相关债务指标略有上升。

截至 2024 年末，公司负债总额较年初增长 12.30%，主要系应付票据及应付账款等增加所致，负债结构变化不大。公司负债主要构成见下表。

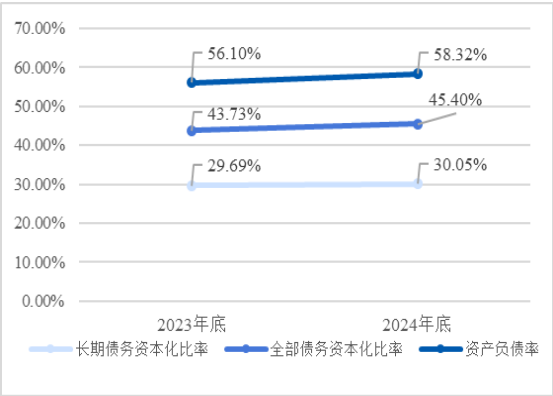
图表 8• 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2023年末		2024年末		2025年3月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	698.60	60.48	805.99	62.14	816.86	61.23
短期借款	35.76	3.10	24.27	1.87	14.05	1.05
应付票据	216.42	18.74	258.61	19.94	269.19	20.18
应付账款	231.97	20.08	276.89	21.35	293.76	22.02
一年内到期的非流动负债	66.64	5.77	87.10	6.72	82.53	6.19
合同负债	81.42	7.05	82.82	6.38	82.44	6.18
非流动负债	456.40	39.52	491.11	37.86	517.20	38.77
长期借款	356.99	30.91	364.53	28.10	392.64	29.43
长期应付款（合计）	44.79	3.88	63.22	4.87	59.08	4.43
负债总额	1155.00	100.00	1297.11	100.00	1334.06	100.00

注：占比指占负债总额的比例
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

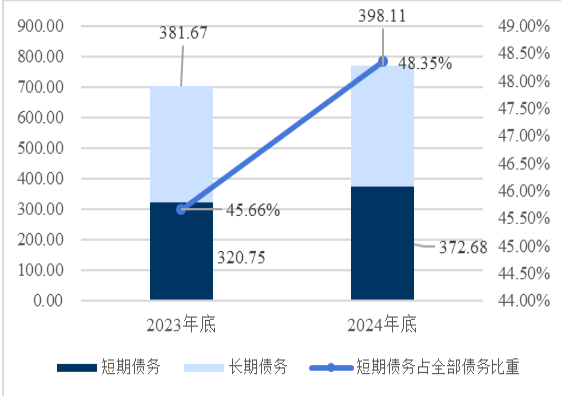
截至 2024 年末，公司应付票据较年初增长 19.49%，主要系票据结付使用量增加所致；公司应付票据主要以银行承兑汇票（占 93.59%）为主。截至 2024 年末，公司应付账款较年初增长 19.36%；从账龄来看，公司应付账款账龄在一年以内的占 68.44%；1~2 年的占 14.04%；2~3 年的占 10.27%；3 年以上的占 7.25%。截至 2024 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初增长 30.71%，主要系长期借款、应付债券重分类所致。截至 2024 年末，公司合同负债和长期借款较年初变动不大。截至 2024 年末，公司长期应付款（合计）较年初增长 41.13%，主要系应付采矿购置权价款增加所致。从全部债务来看，截至 2024 年末，公司全部债务较年初增长 9.73%，短期债务占比提高 2.69 个百分点至 48.35%。债务指标方面，截至 2024 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较年初略有上升，债务负担仍属适中。如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 820.79 亿元，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 60.57%、48.35%和 33.82%，较调整前分别上升 2.25 个百分点、2.95 个百分点和 3.77 个百分点。

图表 9• 公司债务指标情况



注：不含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10• 公司债务构成情况（单位：亿元）



注：不含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 2.85%，负债结构变化不大；全部债务及债务结构、债务指标较上年末变化不大。

3 盈利能力

2024 年，公司营业总收入较上年基本持平，受多晶硅板块亏损影响利润总额大幅下降；公司费用控制能力仍较好；公司计提了较大规模资产减值，对利润形成较大侵蚀；公司盈利能力指标表现趋弱。

2024 年，公司营业总收入同比变动不大，经营分析详见本报告“经营概况”。

从期间费用看，2024 年，公司费用总额同比增长 11.30%，主要系销售费用增加所致；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 31.63%、38.56%、14.55%和 15.27%。其中，销售费用、管理费用分别同比增长 19.72%和 5.61%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用同比增长 7.82%；财务费用同比增长 13.69%，主要系汇兑损失增加所致。2024 年，公司期间费用率为 10.10%，同比提高 0.99 个百分点，整体费用控制能力仍属较好。

非经常性损益方面，2024 年，公司实现投资收益为 8.32 亿元，同比增长 103.61%，主要系出售自营新能源电站产生的投资收益增加所致。2024 年，公司其他收益为 10.65 亿元，主要为增值税进项税额加计抵减、递延收益本期摊销计入以及各类补助；2024 年公司资产减值损失为 35.62 亿元，主要系多晶硅受市场价格下跌的影响，对多晶硅库存商品、半成品及相关原材料、委托加工物资计提存货跌价准备及相关固定资产计提减值所致，对利润影响较大，当期利润总额同比下降 69.71%；归属于母公司的净利润同比下降 79.45%至 3.34 亿元，少数股东损益同比下降 73.70%至 33.04 亿元。盈利能力指标方面，2024 年，公司总资本收益率、净资产收益率和营业利润率同比均有所下降，盈利能力有所下降。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额同比分别下降 1.31%和 26.48%，主要系多晶硅产品、煤炭销售均价较上年同期下降所致。

图表 11• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年一季度
营业总收入	1014.36	1018.28	256.27
营业成本	738.31	831.50	205.66
费用总额	92.43	102.87	24.88
其中：销售费用	27.18	32.54	7.50
管理费用	37.56	39.66	8.94
研发费用	13.88	14.97	4.86
财务费用	13.82	15.71	3.59
资产减值损失	-16.01	-35.62	-1.50
其他收益	9.32	10.65	1.90
投资收益	4.09	8.32	0.30
利润总额	170.93	51.78	21.81
营业利润率（%）	25.80	16.70	18.10
总资本收益率（%）	9.90	3.19	--
净资产收益率（%）	15.70	3.92	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2024 年，受多晶硅价格下跌影响，公司经营活动现金净流入大幅收缩；项目建设持续投入使得投资活动现金流继续大额净流出；公司在建及拟建项目规模较大，仍存在较大的对外融资需求。

图表 12• 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年一季度
经营活动现金流入小计	1305.86	1262.91	320.88
经营活动现金流出小计	1045.38	1132.91	309.64
经营活动现金流量净额	260.48	130.00	11.23
投资活动现金流入小计	36.81	83.74	71.85

投资活动现金流出小计	209.13	246.95	98.56
投资活动现金流量净额	-172.31	-163.21	-26.71
筹资活动前现金流量净额	88.17	-33.22	-15.48
筹资活动现金流入小计	369.05	332.53	43.53
筹资活动现金流出小计	358.99	300.95	29.62
筹资活动现金流量净额	10.06	31.58	13.92
现金收入比（%）	123.75	118.87	112.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

经营活动现金流方面，2024 年，受多晶硅售价大幅下降影响，公司经营活动净现金流同比下降 50.09%。从收入质量来看，2024 年，公司现金收入比同比略有下降，但经营获现能力仍属很强。

投资活动现金流方面，2024 年，公司投资活动现金流入同比增长 127.46%，主要系自持电站处置款增加所致；投资活动流出规模同比增长 18.09%，主要系项目建设投资支出增加所致；投资活动现金净流出规模有所收窄。

受经营活动净现金流大幅下降影响，2024 年，公司筹资活动前现金流由净流入转为净流出。2024 年，公司筹资活动现金净流入增加，主要系融资规模加大所致。

5 偿债指标变化

2024 年，受经营业绩下滑影响，公司长短期偿债指标有所弱化，但考虑到公司行业地位突出、未使用银行授信余额充足、所持上市公司股权市值较高等因素，公司整体偿债能力很强。

图表 13• 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	124.91	116.49
	速动比率（%）	98.51	91.81
	经营现金/流动负债（%）	37.29	16.13
	经营现金/短期债务（倍）	0.81	0.35
	现金类资产/短期债务（倍）	1.19	1.01
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	240.12	130.76
	全部债务/EBITDA（倍）	2.93	5.89
	经营现金/全部债务（倍）	0.37	0.17
	EBITDA/利息支出（倍）	13.13	6.91
	经营现金/利息支出（倍）	14.24	6.87

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债能力指标来看，2024 年，随着流动负债增长，公司流动比率和速动比率有所下降；受经营活动净现金流大幅收缩影响，其对流动负债和短期债务的覆盖程度大幅下降，现金短期债务比亦有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现有所下降。

从长期偿债指标看，2024 年，受多晶硅板块业绩下滑影响，公司 EBITDA 同比大幅下降，EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖能力亦大幅降低；经营活动净现金流对全部债务和利息支出的覆盖能力下降。整体看，公司长期偿债能力指标表现有所下降。

对外担保方面，截至 2024 年末，公司对外担保金额 2.15 亿元（2023 年末为 2.12 亿元），被担保对象为安哥拉共和国财政部。

截至 2025 年 3 月末，联合资信未发现公司存在影响正常经营的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度为 2173.63 亿元（2024 年 3 月末为 2181.90 亿元），其中未使用授信额度为 1084.23 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。

6 公司本部主要变化情况

截至 2024 年末，公司本部资产总额有所增长，以非流动资产为主，长期股权投资占比高，资产质量较好；所有者权益稳定性弱，债务负担一般。公司本部是集团管理决策和投控平台，经营性收入规模相对较小，收入和利润主要来自上市公司特变电工。截至 2024 年末，公司持有的特变电工 11.50% 股权未质押，流动性较好，对公司信用水平形成支撑。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 115.75 亿元，较年初增长 7.91%。其中，流动资产 30.28 亿元（占比 26.16%），非流动资产 85.47 亿元（占比 73.84%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 39.58%）、应收款项融资（占 7.37%）、其他应收款（合计）（占 35.76%）、存货（占 8.02%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 7.05%）、长期股权投资（占 86.83%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 11.99 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 61.31 亿元，较年初增长 20.20%。其中，流动负债 24.80 亿元（占比 40.46%），非流动负债 36.50 亿元（占比 59.54%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占 16.17%）、应付账款（占 9.14%）、其他应付款（合计）（占 6.24%）、一年内到期的非流动负债（占 66.56%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 80.81%）、应付债券（占 19.18%）构成。公司本部 2024 年末资产负债率为 52.96%，较 2023 年末提高 5.42 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 57.04 亿元。其中，短期债务占 36.01%、长期债务占 63.99%。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 51.16%，公司本部债务负担一般，但现金类资产无法覆盖短期债务。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；同期末，特变电工市值 643.73 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司本部口径共获得银行授信额度 205.86 亿元，其中尚未使用额度为 118.56 亿元。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 54.44 亿元，较年初下降 3.24%。在所有者权益中，实收资本为 0.75 亿元（占 1.38%）、资本公积合计 1.80 亿元（占 3.30%）、未分配利润合计 41.31 亿元（占 75.87%）、盈余公积合计 0.59 亿元（占 1.08%），所有者权益稳定性较弱。

2024 年，公司本部营业总收入为 13.03 亿元，利润总额为 0.50 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.26 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 2.41 亿元，投资活动现金流净额-6.91 亿元，筹资活动现金流净额 5.03 亿元。

截至 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 5.20%；公司本部负债占合并口径的 4.73%；公司本部全部债务占合并口径的 7.40%；公司本部所有者权益占合并口径的 5.87%；2024 年，公司本部营业总收入占合并口径的 1.28%；公司本部利润总额占合并口径的 0.97%。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，业务收入和利润主要来自上市公司特变电工，公司本部及三家下属上市公司体系外的业务主要涉及房屋销售、贸易业务及其他与上市公司配套的制造类业务，整体规模不大。根据特变电工 2024 年年度利润分配预案测算，预计公司将获得特变电工 2024 年年度分红 1.45 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，治理结构和内控制度相对完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

公司执行“碳达峰、碳中和”发展战略，将可持续发展理念和 ESG 管理水平提升纳入经营、投资决策，加强对 ESG 的重视，提升董事会 ESG 参与水平，推动公司发展。子公司特变电工设立了 ESG 管理委员会，该委员会由特变电工总裁及部分高级管理人员构成，主要负责 ESG 管理体系的建设，制定 ESG 发展目标、短中长期规划、ESG 管理办法、政策与制度，建立 ESG 信息化平台，安排各职能部门、分子公司开展及落实 ESG 具体工作。

环境方面，公司持续完善环境保护管理制度建设和环境保护管理体系，将环境可持续发展理念与企业运营管理融合，持续推动 ISO14001 环境管理体系认证，推进绿色生产，落实企业环境责任。截至 2024 年末，公司共有 37 家生产单位获得 ISO14001 环境管理体系认证，拥有 12 家国家级绿色工厂。公司作为全球智慧绿色能源服务商之一，且为多晶硅的主要生产商之一、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、光伏电站运营的服务商。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高。公司未发生一般事故以上的安全生产事故。

管理方面，公司治理结构和内控制度相对完善，高管团队稳定性好，公司整体管理运作正常。

七、债券偿还能力分析

公司对存续债券的偿还能力很强。

截至 2025 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券有 4 笔，分别为“22 特变电工 MTN001”“23 特电 Y1”“24 特变 K1”和“24 电 YK01”，债券余额合计 17.70 亿元。公司现金类资产、经营活动现金流入量、EBITDA 和经营活动现金流净额对待偿债券余额的保障程度高。公司对存续债券的偿还能力很强。

图表 14• 公司存续债券偿还能力指标

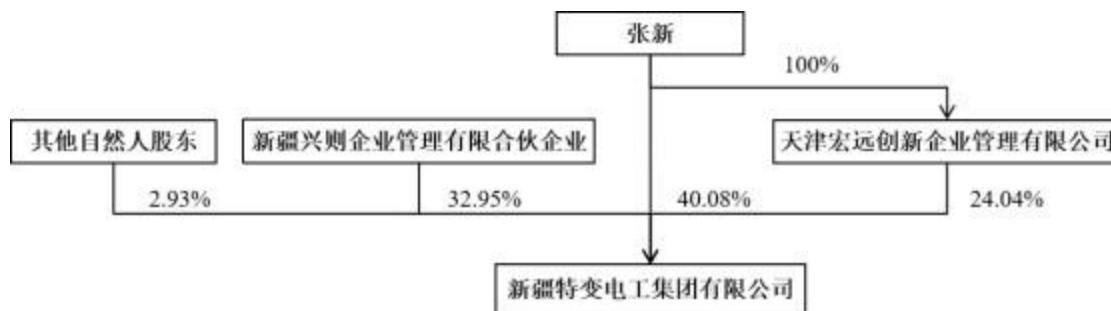
项目	2024 年
待偿债券余额（亿元）	17.70
现金类资产/待偿债券余额（倍）	21.26
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	71.35
经营活动现金流净额/待偿债券余额（倍）	7.34
EBITDA/待偿债券余额（倍）	7.39

注：现金类资产、经营现金流入量及净额、EBITDA 均采用 2024 年数据
 资料来源：公开资料，联合资信整理

八、跟踪评级结论

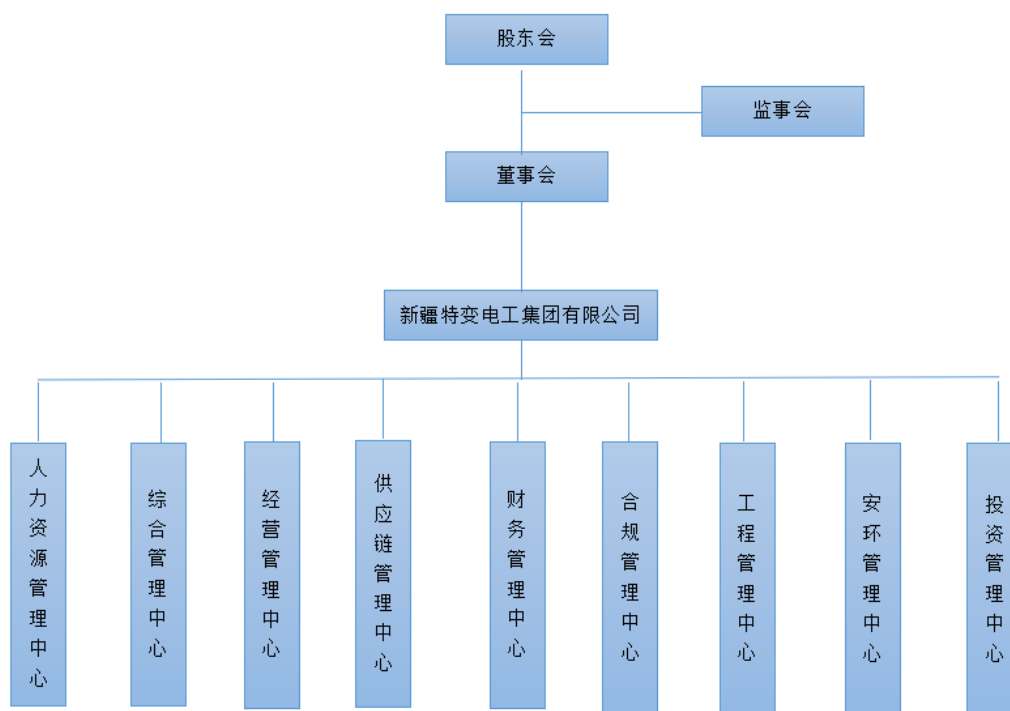
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“22 特变电工 MTN001”“23 特电 Y1”“24 特变 K1”和“24 电 YK01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年末）

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
1	特变电工股份有限公司	新疆、湖南、山东、天津、辽宁、中亚、非洲	生产销售	11.5	--	设立方式
2	新疆特变机电设备制造有限公司	新疆	生产销售	100	--	其他方式
3	新疆昌特输变电配件有限公司	新疆	生产销售	100	--	其他方式
4	新疆特变电工康养置业有限公司	新疆、湖南、山东、辽宁	房产开发销售	100	--	设立方式
5	中疆物流有限责任公司	新疆	贸易物流	40	25	设立方式
6	新疆特变电工集团物流有限公司	新疆	贸易物流	100	--	设立方式
7	新疆特变集团水电有限公司	新疆	资源开发	100	--	设立方式
8	新疆特变集团矿业有限公司	新疆	资源开发	100	--	设立方式
9	沈阳特变电工电气工程有限公司	辽宁	生产销售	100	--	设立方式
10	新疆远卓企业管理咨询有限公司	新疆	管理咨询	100	--	设立方式
11	天津中疆供应链管理有限公司	新疆	物流仓储	100	--	设立方式
12	中丝路建设投资集团有限公司	新疆	工程施工	100	--	设立方式
13	昌吉市中屯工程管理服务服务有限公司	新疆	工程管理服务	65	--	设立方式
14	中疆国际融资租赁有限公司	新疆	融资租赁服务	100	--	设立方式
15	法塔拉矿业投资公司	几内亚	铝土矿开发	100	--	设立方式
16	特利梅雷铝矾土公司	几内亚	铝土矿开发	100	--	设立方式
17	特变电工集团（香港）有限公司	香港	投融资、进出口业务	100	--	设立方式
18	中丝路健康养老管理有限责任公司	新疆	服务	100	--	设立方式
19	丝路矿业（天津）有限公司	天津	生产销售	51	49	设立方式
20	特变电工集团（天津）供应链有限公司	天津	批发业	100	--	设立方式
21	内蒙古特变电工能源装备有限公司	内蒙古	生产销售	100	--	设立方式
22	防城港中丝路新材料科技有限公司	广西	新材料技术推广服务	100	--	设立方式
23	新疆特变电工集团新能源科技有限公司	新疆	科技推广和应用服务	100	--	设立方式
24	新疆中丝路新材料有限公司	新疆	开采专业及辅助性活动	100	--	设立方式
25	湖南省国创电力有限公司	湖南	其他输变电及控制设备制造	100	--	设立方式
26	特变电工集团（天津）企业管理有限公司	天津	组织管理服务	100	--	设立方式
27	特变电工集团（天津）新能源科技有限公司	天津	生产销售	100	--	设立方式
28	中丝路矿业（天津）有限公司	天津	资源开发	100	--	设立方式
29	海南中疆矿业有限公司	海南	资源开发	100	--	设立方式
30	中疆矿业（天津）有限公司	天津	资源开发	100	--	同一控制企业合并

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	380.79	376.30	359.76
应收账款（亿元）	144.69	180.40	212.91
其他应收款（合计）（亿元）	13.29	15.44	16.64
存货（亿元）	184.38	198.89	218.91
长期股权投资（亿元）	12.17	13.04	13.63
固定资产（合计）（亿元）	740.55	840.15	840.61
在建工程（合计）（亿元）	151.22	144.34	151.70
资产总额（亿元）	2059.00	2224.03	2282.62
实收资本（亿元）	0.75	0.75	0.75
少数股东权益（亿元）	765.34	766.84	785.93
所有者权益（亿元）	904.00	926.92	948.56
短期债务（亿元）	320.75	372.68	/
长期债务（亿元）	381.67	398.11	/
全部债务（亿元）	702.42	770.79	/
营业总收入（亿元）	1014.36	1018.28	256.27
营业成本（亿元）	738.31	831.50	205.66
其他收益（亿元）	9.32	10.65	1.90
利润总额（亿元）	170.93	51.78	21.81
EBITDA（亿元）	240.12	130.76	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1255.26	1210.42	287.13
经营活动现金流入小计（亿元）	1305.86	1262.91	320.88
经营活动现金流量净额（亿元）	260.48	130.00	11.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-172.31	-163.21	-26.71
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.06	31.58	13.92
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.24	4.40	--
存货周转次数（次）	4.05	4.34	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.48	--
现金收入比（%）	123.75	118.87	112.04
营业利润率（%）	25.80	16.70	18.10
总资本收益率（%）	9.90	3.19	/
净资产收益率（%）	15.70	3.92	--
长期债务资本化比率（%）	29.69	30.05	/
全部债务资本化比率（%）	43.73	45.40	/
资产负债率（%）	56.10	58.32	58.44
流动比率（%）	124.91	116.49	119.97
速动比率（%）	98.51	91.81	93.17
经营现金流动负债比（%）	37.29	16.13	--
现金短期债务比（倍）	1.19	1.01	/
EBITDA 利息倍数（倍）	13.13	6.91	/
全部债务/EBITDA（倍）	2.93	5.89	/

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中 2023 年所列示财务数据采用 2024 年期初数/上年数；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 债务数据不包含永续债；5. 2023-2024 年合并口径长期应付款中的有息债务调整至长期债务；6. “--”表示指标不适用，“/”表示有数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.76	15.69	9.91
应收账款（亿元）	1.01	0.92	2.94
其他应收款（合计）（亿元）	13.38	10.83	16.25
存货（亿元）	2.06	2.43	2.05
长期股权投资（亿元）	67.36	74.21	73.31
固定资产（合计）（亿元）	3.19	3.47	3.42
在建工程（合计）（亿元）	0.31	0.43	0.42
资产总额（亿元）	107.27	115.75	117.59
实收资本（亿元）	0.75	0.75	0.75
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	56.26	54.44	54.29
短期债务（亿元）	6.26	20.54	21.28
长期债务（亿元）	39.37	36.50	33.61
全部债务（亿元）	45.64	57.04	54.89
营业总收入（亿元）	13.64	13.03	4.07
营业成本（亿元）	12.54	11.06	3.57
其他收益（亿元）	0.06	0.16	0.00
利润总额（亿元）	11.57	0.50	-0.16
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.28	13.09	1.94
经营活动现金流入小计（亿元）	38.71	34.07	10.42
经营活动现金流量净额（亿元）	0.90	2.41	-2.80
投资活动现金流量净额（亿元）	10.58	-6.91	-0.63
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.88	5.03	-1.11
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.47	3.54	--
存货周转次数（次）	5.25	4.93	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.12	--
现金收入比（%）	53.34	100.44	47.73
营业利润率（%）	7.37	14.41	11.69
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	20.54	0.80	--
长期债务资本化比率（%）	41.17	40.13	38.24
全部债务资本化比率（%）	44.79	51.16	50.27
资产负债率（%）	47.55	52.96	53.83
流动比率（%）	258.10	122.09	110.82
速动比率（%）	240.37	112.30	103.91
经营现金流动负债比（%）	7.73	9.74	--
现金短期债务比（倍）	2.04	0.76	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1.2025 年一季度财务数据未经审计，债务数据不包含永续债；2.本部债务数据未经调整；3.“--”表示指标不适用，“/”表示有数据未获取到

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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