

特变电工（600089.SH）

优于大市

国家能源局发文开展煤矿产能核查，煤炭行业或迎来盈利修复

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电网设备

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
证券分析师：	王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	执证编码：S0980523050002
证券分析师：	袁阳	0755-22940078	yuanyang2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524030002

事项：

近日，国家能源局发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，《通知》指出：今年以来，全国煤炭供需形势总体宽松，价格持续下行，部分煤矿企业“以量补价”，超公告产能组织生产，严重扰乱煤炭市场秩序。本次核查范围为山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等8省（区）的生产煤矿，已进入联合试运转的煤矿参照生产煤矿进行核查。

国信电新观点：《通知》是“反内卷”向煤炭产业的扩散，有助于缓解煤炭产业的供需失衡，推动煤炭企业的盈利修复。新疆是本次煤炭生产情况核查的地区之一，疆煤价格预计将逐步企稳，特变电工煤炭业务有望受益。考虑到“反内卷”有望推动多晶硅及煤炭行业的价格反弹，我们上调2025-2027年盈利预测至63.7/81.0/97.9亿元（原预测为62.0/78.0/94.1亿元），同比+54.0%/+27.3%/+20.8%，当前股价对应PE为11.8/9.3/7.7倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：煤炭价格大幅下行的风险；电网建设不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

评论：

◆ 国家能源局发文开展煤矿产能核查

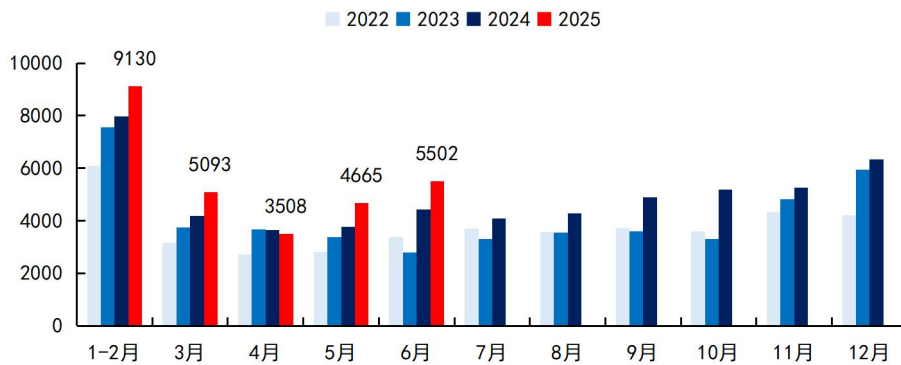
近日，国家能源局发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，《通知》指出：今年以来，全国煤炭供需形势总体宽松，价格持续下行，部分煤矿企业“以量补价”，超公告产能组织生产，严重扰乱煤炭市场秩序。本次核查范围为山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等8省（区）的生产煤矿，已进入联合试运转的煤矿参照生产煤矿进行核查。

本次核查主要包括：

- 1) 核查煤矿2024年全年原煤产量是否超过公告产能（联合试运转煤矿以公告建设规模为准），以及2025年1-6月每月原煤产量是否超过公告产能的10%；
- 2) 检查企业集团公司在编制2025年生产计划时，是否存在向所属煤矿下达超公告产能的生产计划及相关经济指标；
- 3) 评估煤矿在安排2025年季度和月度生产计划时是否存在不均衡或不合理情况；
- 4) 对于存在违规行为的煤矿和企业，将严肃处理。其中，对2025年1-6月任一月份原煤产量超过公告产能10%的煤矿，依据《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号）相关规定，一律责令停产整改，并依法依规给予处罚，同时在全省（区）范围内通报。

新疆是本次煤炭生产情况核查的地区之一。根据国家统计局数据，2025 年 6 月新疆原煤产量达到 5502 万吨，同比增长 24.3%；1-6 月产量达到 2.79 亿吨，同比增长 16.2%。从需求角度来看，2025 年 1-6 月新疆火电发电量 1850.5 亿千瓦时，同比减少 3.6%；根据新疆煤炭交易中心消息，1-5 月疆煤外运总量约 5700 万吨，较去年同期增速显著放缓。在需求放缓、产量保持增长的背景下，今年上半年新疆煤炭价格显著下滑，当地煤炭企业盈利能力受损。

图1：2022 年以来新疆月度原煤产量（万吨）



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

特变电工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。截至 2024 年末，公司煤炭核定产能共计 7400 万吨/年。2024 年公司煤炭业务实现收入 192.6 亿元，同比增长 5.7%；毛利率 32.4%，同比下降 14.0 个百分点，主要原因系煤炭销售均价同比下降。

◆ 投资建议

《通知》是“反内卷”向煤炭产业的扩散，有助于缓解煤炭产业的供需失衡，推动煤炭企业的盈利修复。新疆是本次煤炭生产情况核查的地区之一，疆煤价格预计将逐步企稳，特变电工煤炭业务有望受益。考虑到“反内卷”推动多晶硅及煤炭行业的价格反弹，我们上调 2025-2027 年盈利预测至 63.7/81.0/97.9 亿元（原预测为 62.0/78.0/94.1 亿元），同比+54.0%/+27.3%/+20.8%，当前股价对应 PE 为 11.8/9.3/7.7 倍，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	98,206	97,867	91,243	105,975	115,496
同比	2.3%	-0.3%	-6.8%	16.1%	9.0%
净利润(百万元)	10,703	4,135	6,368	8,104	9,792
同比	-32.6%	-61.4%	54.0%	27.3%	20.8%
每股收益（元）	2.75	0.82	1.26	1.60	1.94
EBIT Margin	18.5%	8.4%	10.8%	12.8%	13.6%
净资产收益率（ROE）	17.8%	6.4%	9.1%	10.7%	11.9%
市盈率（PE）	5.4	18.1	11.8	9.3	7.7
EV/EBITDA	7.0	13.8	10.8	8.9	8.2
市净率（PB）	0.66	0.83	0.80	0.74	0.68

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

◆ 风险提示

煤炭价格大幅下行的风险；电网建设不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

相关研究报告：

《特变电工（600089.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评-输变电、能源业务稳步推进，多晶硅板块盈利承压》——2025-05-15

《特变电工（600089.SH）-输变电一体化稳步发展，煤炭、新能源发电并举推进》——2024-03-07

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	25371	28136	15000	21966	33237	营业收入	98206	97867	91243	105975	115496
应收款项	15212	18742	14999	17420	18986	营业成本	71108	80060	71562	82464	89546
存货净额	14424	16220	15685	18074	19627	营业税金及附加	1323	1541	1642	1590	1732
其他流动资产	12299	9492	12881	14019	14327	销售费用	2812	3106	3102	3179	3234
流动资产合计	76758	83854	67916	81314	95895	管理费用	3470	3633	3650	3762	3927
固定资产	86966	96276	100198	97116	96037	研发费用	1284	1354	1460	1378	1386
无形资产及其他	11578	13102	12229	11355	10482	财务费用	1240	1431	1235	1222	946
其他长期资产	15806	13466	14599	16956	17324	投资收益	161	748	200	200	200
长期股权投资	790	926	926	926	926	资产减值及公允价值变动	(1016)	(3573)	(1500)	(600)	(500)
资产总计	191898	207623	195867	207667	220664	其他收入	1809	4530	2000	1100	1000
短期借款及交易性金融负债	9268	8987	6252	3000	3000	营业利润	16909	4874	7792	12480	14925
应付款项	41003	49912	39212	45186	49066	营业外净收支	(8)	148	0	0	0
其他流动负债	6046	6807	6265	6705	6769	利润总额	16901	5022	7792	12480	14925
流动负债合计	63375	73133	58116	62309	66921	所得税费用	2808	1424	1948	3120	3731
长期借款及应付债券	33046	34349	34349	34349	34349	少数股东损益	3390	(537)	(524)	1256	1402
其他长期负债	7746	10098	9493	9493	9493	归属于母公司净利润	10703	4135	6368	8104	9792
长期负债合计	40791	44447	43843	43843	43843	现金流量表（百万元）					
负债合计	104166	117580	101959	106152	110763		2020	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	25169	22603	21356	22769	23794	净利润	10703	4135	6368	8104	9792
股东权益	62563	67440	72553	78746	86107	资产减值准备	(1601)	(3560)	(1500)	(600)	(500)
负债和股东权益总计	191898	207623	195867	207667	220664	折旧摊销	4875	5782	6547	6796	6952
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	22	188	0	0	0
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	1240	1431	1235	1222	946
每股收益	2.75	0.82	1.26	1.60	1.94	营运资本变动	6550	5856	(9480)	1013	1302
每股红利	0.26	0.25	0.38	0.48	0.58	其它	5263	548	1407	2879	2647
每股净资产	22.58	17.82	18.59	20.09	21.75	经营活动现金流	25812	12949	3341	18191	20193
ROIC	12%	4%	5%	8%	8%	资本开支	(18904)	(16957)	(9596)	(2840)	(5000)
ROE	18%	6%	9%	11%	12%	其它投资现金流	1184	1555	(933)	(2157)	(168)
毛利率	28%	18%	22%	22%	22%	投资活动现金流	(17720)	(15403)	(10529)	(4997)	(5168)
EBIT Margin	19%	8%	11%	13%	14%	权益性融资	(1466)	1909	0	0	0
EBITDA Margin	24%	14%	18%	19%	20%	负债净变化	8385	4134	(2735)	(3252)	0
收入增长	2%	-0%	-7%	16%	9%	支付股利、利息	(4631)	(1921)	(1978)	(1753)	(2808)
净利润增长率	-33%	-61%	54%	27%	21%	其它融资现金流	302	2830	(2735)	(3252)	0
资产负债率	54%	57%	52%	51%	50%	融资活动现金流	1049	2692	(5948)	(6228)	(3754)
股息率	1.7%	1.7%	2.5%	3.2%	3.9%	现金净变动	9141	238	(13136)	6966	11271
P/E	5.4	18.1	11.8	9.3	7.7	货币资金的期初余额	16244	25371	28136	15000	21966
P/B	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	货币资金的期末余额	25371	28136	15000	21966	33237
EV/EBITDA	7.0	13.8	10.8	8.9	8.2	企业自由现金流	7706	536	(5159)	15170	15007
						权益自由现金流	13754	3585	(8820)	11001	14298

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032