

公司研究

中标沙特电力公司 164 亿元合同，加快推进煤制气及氧化铝项目建设

——特变电工（600089.SH）2025 年中报点评

要点

事件：公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业总收入 484.01 亿元，同比+1.12%，实现归母净利润 31.84 亿元，同比+5.00%；2025Q2 实现营业总收入 250.18 亿元，实现归母净利润 15.84 亿元，环比-1.03%（均为调整后数据）。

硅料业务收入及盈利持续承压，新能源及火电发电量稳步提升。

(1) 2025H1 公司实现多晶硅产量 3.36 万吨，同比减少约 77%，并通过精细管理、工艺优化等措施实现多晶硅在产产能单位生产成本同比下降约 18%，但在多晶硅价格承压背景下公司硅料业务的收入和盈利均阶段性承压。2025H1 公司完成并确认收入的风能及光伏电站建设装机约 1.35GW，逆变器出货量同比亦有所提升。综合来看 2025H1 公司新能源产业及配套工程营业收入同比减少 37.92%至 63.15 亿元，毛利率同比减少 8.41 个 pct 至-3.56%。

(2) 公司持续推进新能源电站建设，截至 2025H1 实现并网发电的新能源电站累计装机达到 4.25GW，实现发电量 45.36 亿千瓦时；火电发电量则在 24 年新投产项目带动下稳步提升，2025H1 火电发电量同比增长 26.34%至 104.80 亿千瓦时。2025H1 公司发电业务营业收入同比增长 29.35%至 34.63 亿元，毛利率则在新能源上网电价市场影响下同比减少 8.47 个 pct 至 48.02%。

输变电业务海外斩获大单，加快推进能源和新材料产业新项目建设。

(1) 公司输变电业务持续开拓国内外市场，2025H1 国内市场签约金额同比增长 14.08%至 273.34 亿元，国际市场实现签约金额同比增长 65.91%至 11.20 亿美元。截至 2025H1 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。2025 年 8 月 28 日公司成功中标沙特电力公司超高压、高压电力变压器及电抗器的本地化采购项目，中标总金额约 164 亿人民币，执行时间为 7 年，为公司未来输变电海外业务的收入和利润提供有力支撑。

(2) 2025H1 公司煤炭销量保持稳定但价格有所下跌，煤炭业务营业收入同比减少 5.37%至 88.32 亿元，毛利率同比减少 4.71 个 pct 至 29.38%。公司正加快推进准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目和防城港年产 240 万吨氧化铝项目建设，未来投产后有望贡献新的业绩增量。

维持“买入”评级：公司硅料业务盈利持续承压，我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 65/76/84 亿元（下调 10%/下调 9%/下调 8%），当前股价对应 25 年 PE 为 11 倍。公司煤炭业务积极开拓疆外市场有望保持稳健业绩贡献，输变电业务则有望在国内电网加大投资力度和海外市场加速扩张背景下贡献新的业绩增量，**维持“买入”评级。**

风险提示：硅料产能投放及销量不及预期；光伏行业新增装机量不及预期；电网投资不及预期；海外业务经营风险；关税政策变化风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	98,206	97,867	102,982	116,243	125,165
营业收入增长率	2.29%	-0.35%	5.23%	12.88%	7.68%
归母净利润（百万元）	10,703	4,135	6,543	7,602	8,444
归母净利润增长率	-32.62%	-61.37%	58.25%	16.17%	11.08%
EPS（元）	2.12	0.82	1.29	1.50	1.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.11%	6.13%	9.00%	9.72%	10.03%
P/E	7	17	11	9	8
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

买入（维持）

当前价：14.16 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

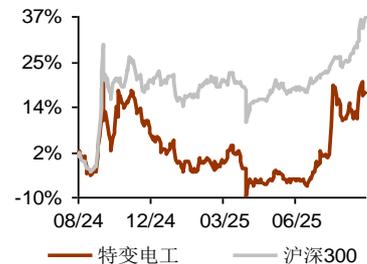
021-52523827

haoqian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	50.53
总市值(亿元)	715.48
一年最低/最高(元)	10.63/15.78
近 3 月换手率	100.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.52	6.98	-20.34
绝对	4.81	23.72	17.38

资料来源：Wind

相关研报

国际市场开拓卓见成效，2025 年计划实现收入超千亿——特变电工（600089.SH）2024 年 & 2025 年一季度报点评（2025-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,206	97,867	102,982	116,243	125,165
营业成本	71,108	80,060	82,797	93,431	100,934
折旧和摊销	4,875	5,782	6,433	6,909	7,387
税金及附加	1,323	1,541	1,648	1,860	2,003
销售费用	2,812	3,106	3,223	3,255	3,254
管理费用	3,470	3,633	3,707	4,069	4,256
研发费用	1,284	1,354	1,236	1,395	1,502
财务费用	1,240	1,431	1,661	1,751	1,735
投资收益	161	748	150	150	150
营业利润	16,909	4,874	9,531	11,308	12,483
利润总额	16,901	5,022	9,830	11,308	12,483
所得税	2,808	1,424	2,787	3,206	3,539
净利润	14,093	3,598	7,043	8,102	8,944
少数股东损益	3,390	-537	500	500	500
归属母公司净利润	10,703	4,135	6,543	7,602	8,444
EPS(元)	2.12	0.82	1.29	1.50	1.67

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25,812	12,949	16,147	19,662	20,815
净利润	10,703	4,135	6,543	7,602	8,444
折旧摊销	4,875	5,782	6,433	6,909	7,387
净营运资金增加	-7,266	-6,660	-329	928	-222
其他	17,500	9,692	3,500	4,223	5,207
投资活动产生现金流	-17,720	-15,403	-10,750	-10,850	-10,850
净资本支出	-18,893	-16,731	-11,000	-11,000	-11,000
长期投资变化	790	926	0	0	0
其他资产变化	382	402	250	150	150
融资活动现金流	1,049	2,692	-2,638	-4,295	-3,166
股本变化	1,167	0	0	0	0
债务净变化	8,422	1,023	286	-430	1,000
无息负债变化	5,571	12,390	-4,719	6,175	4,427
净现金流	9,142	189	2,758	4,517	6,800

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.6%	18.2%	19.6%	19.6%	19.4%
EBITDA 率	26.2%	19.0%	17.7%	17.8%	17.8%
EBIT 率	21.0%	13.0%	11.4%	11.8%	11.8%
税前净利润率	17.2%	5.1%	9.5%	9.7%	10.0%
归母净利润率	10.9%	4.2%	6.4%	6.5%	6.7%
ROA	7.3%	1.7%	3.4%	3.7%	3.8%
ROE (摊薄)	17.1%	6.1%	9.0%	9.7%	10.0%
经营性 ROIC	14.1%	7.4%	6.6%	7.5%	7.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	54%	57%	54%	54%	53%
流动比率	1.21	1.15	1.18	1.21	1.25
速动比率	0.98	0.92	0.95	0.97	1.01
归母权益/有息债务	1.48	1.56	1.67	1.81	1.91
有形资产/有息债务	4.17	4.36	4.35	4.66	4.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	191,898	207,623	208,971	220,704	232,644
货币资金	25,371	28,136	30,895	35,412	42,211
交易性金融资产	615	764	764	764	764
应收账款	13,470	16,920	13,903	14,484	14,319
应收票据	1,742	1,821	2,060	2,325	2,503
其他应收款 (合计)	943	1,184	1,149	1,282	1,371
存货	14,424	16,220	15,475	17,302	18,503
其他流动资产	9,315	6,930	6,930	6,930	6,930
流动资产合计	76,758	83,854	80,634	88,276	96,604
其他权益工具	303	200	200	200	200
长期股权投资	790	926	926	926	926
固定资产	72,604	82,223	86,291	89,963	93,221
在建工程	14,110	13,904	14,178	14,383	14,538
无形资产	11,578	13,102	13,346	13,577	13,795
商誉	130	260	260	260	260
其他非流动资产	6,869	3,577	3,577	3,577	3,577
非流动资产合计	115,140	123,769	128,337	132,427	136,040
总负债	104,166	117,580	113,148	118,892	124,319
短期借款	3,181	2,144	1,430	0	0
应付账款	21,656	26,021	24,839	28,029	30,280
应付票据	19,347	23,891	20,699	23,358	25,233
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	1,085	1,102	1,102	1,102	1,102
流动负债合计	63,375	73,133	68,305	73,049	77,477
长期借款	31,742	32,986	33,986	34,986	35,986
应付债券	1,303	1,364	1,364	1,364	1,364
其他非流动负债	1,776	2,120	2,120	2,120	2,120
非流动负债合计	40,791	44,447	44,843	45,843	46,843
股东权益	87,732	90,043	95,823	101,812	108,325
股本	5,053	5,053	5,053	5,053	5,053
公积金	13,279	13,686	13,686	13,686	13,686
未分配利润	40,045	42,630	47,910	53,399	59,412
归属母公司权益	62,563	67,440	72,720	78,208	84,222
少数股东权益	25,169	22,603	23,103	23,603	24,103

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.86%	3.17%	3.13%	2.80%	2.60%
管理费用率	3.53%	3.71%	3.60%	3.50%	3.40%
财务费用率	1.26%	1.46%	1.61%	1.51%	1.39%
研发费用率	1.31%	1.38%	1.20%	1.20%	1.20%
所得税率	17%	28%	28%	28%	28%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.25	0.42	0.48	0.53
每股经营现金流	5.11	2.56	3.20	3.89	4.12
每股净资产	12.38	13.35	14.39	15.48	16.67
每股销售收入	19.44	19.37	20.38	23.01	24.77

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	7	17	11	9	8
PB	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.5	8.6	8.8	7.7	7.1
股息率	1.4%	1.8%	3.0%	3.4%	3.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP