

电力设备

2025年12月12日

特变电工

(600089)

——输变电装备与能源产业一体化领军企业，反内卷与出海赋能业绩高增

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025年12月12日

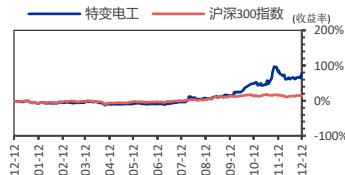
收盘价 (元)	23.81
一年内最高/最低 (元)	27.45/10.85
市净率	1.7
股息率% (分红/股价)	1.05
流通A股市值 (百万元)	120,307
上证指数/深证成指	3,889.35/13,258.33

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年09月30日

每股净资产 (元)	13.62
资产负债率%	56.13
总股本/流通A股 (百万)	5,053/5,053
流通B股/H股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com
马天一 A0230525040004
maty@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230521040004
shijy@swsresearch.com
李冲 A0230524070001
lichong@swsresearch.com

联系人

严天鹏 A0230524090004
yantp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司是输变电制造与能源企业，同时也是新疆优质动力煤生产商。**公司业务涵盖高端输变电装备与工程服务、动力煤产销、火电、多晶硅生产以及新能源工程建设与运营。截至2025年6月底，公司煤炭资源储量约120亿吨，主要煤种为不粘煤，旗下拥有3座准东露天煤矿，核定产能7400万吨/年，未来经各相关部门审批有望提升至1.64亿吨/年。公司已形成煤-电-硅一体化布局，参与疆煤外运、疆电外送，并推进20亿Nm³/年煤制天然气项目建设，投产后将接入西气东输管道、进一步增厚公司业绩。
- 电网改造与出海共振，电气装备景气度持续高企。**受“风光大基地”建设和国家能源局《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》推动，电网投资与改造加速。公司在高端输变电装备领域具备深厚技术积累，尤其在特高压领域，掌握±800kV/±1100kV核心技术，2024年国网特高压项目市占率约9%；2025年上半年海外订单同比增长65.9%，并中标沙特164亿元项目。凭借技术壁垒与稳固订单，公司电气装备业务有望保持快速增长。
- 反内卷与查超产推动动力煤筑底，本地消纳与疆煤外送需求共振。**2025年7月以来，国家能源局及各省区要求核查煤矿产能，煤价自底部反弹；公司露天煤矿开采成本低，且煤矿周围密布高能耗企业，后续受益于铁路外运量提升，煤炭业绩有望触底反弹。
- 煤电联营成本优势显著，煤化工项目开工建设。**公司运营4座火力发电厂，其中准东坑口电站通过输煤廊道直供电厂，显著降低发电成本，盈利能力稳健。2025年6月，公司20.5亿Nm³/年煤制天然气项目获核准，建设周期预计约3年。
- 多晶硅反内卷，新能源板块进入改善周期。**不同于2月行业自律性反内卷，2025年6月以来的本次反内卷涉及部门多、法律法规完善，据广州期货交易所，多晶硅收盘价相较于6月25日的30625元/吨上涨约87.5%，且公司下游签订长单稳销量。
- 投资分析意见：**公司作为能源设备一体化企业，“反内卷”与“查超产”煤炭供给趋紧，动力煤价格有望触底反弹，预计公司25-27年营收为1021.07、1134.31、1284.82亿元，同比增速4.3%、11.1%、13.3%；归母净利润预计为65.08、78.16、922.25亿元，同比增速57.4%、20.1%、18%，预计25-27年每股收益为1.29、1.55、1.83元/股，对应PE分别为18X、15X、13X。选取中国神华、中国西电、许继电气三家A股上市公司为可比公司，中国神华的煤炭、新能源业务与公司煤炭、新能源业务可比；中国西电、许继电气的电气装备与公司电气装备可比，我们给予目标公司行业平均P/E，即25年23X，则目标市值为1475亿元，有23%上涨空间。首次覆盖并给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济超预期下滑，公司主要产品需求低于预期；新能源供给增量超预期，储能技术发展高于预期；煤炭行业供给端收紧政策不及预期；多晶硅行业“反内卷”政策推进不及预期；输变电装备订单获取不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	97,867	72,988	102,107	113,431	128,482
同比增长率(%)	-0.4	0.9	4.3	11.1	13.3
归母净利润(百万元)	4,135	5,484	6,508	7,816	9,225
同比增长率(%)	-61.4	27.6	57.4	20.1	18.0
每股收益(元/股)	0.80	1.09	1.29	1.55	1.83
毛利率(%)	18.1	18.3	19.3	20.0	19.9
ROE(%)	6.1	7.4	8.8	9.9	10.8
市盈率	29		18	15	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司的ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

投资案件

投资评级与估值

预计公司 25-27 年营收为 1021.07、1134.31、1284.82 亿元，同比增速 4.3%、11.1%、13.3%；归母净利润预计为 65.08、78.16、922.25 亿元，同比增速 57.4%、20.1%、18%，预计 25-27 年每股收益为 1.29、1.55、1.83 元/股，对应 PE 分别为 18X、15X、13X。选取中国神华、中国西电、许继电气三家 A 股上市公司为可比公司，中国神华的煤炭、新能源业务与公司煤炭、新能源业务可比；中国西电、许继电气的电气装备与公司电气装备可比，我们给予目标公司行业平均 P/E，即 25 年 23X，则目标市值为 1475 亿元，有 23% 上涨空间。首次覆盖并给予“买入”评级。

关键假设点

电气装备：考虑到大电网更新改造和海外电网建设需求高增，预计 25-27 年公司电气装备板块营收增速 15%、15.0%、15%。考虑到公司技术领先且具备较深的护城河，整体毛利率维持稳定，预计 25-27 年输变电装备板块毛利率为 13.7%、14.0%、14.1%。综合测算，公司输变电装备板块毛利润 67.73、79.59、92.18 亿元。

煤炭：考虑到煤炭行业反内卷推动动力煤价格回升，公司煤矿产地位于新疆，后续随着公司产能批复，煤炭业务有望量价齐升，预计 25-27 年销量分别为 8000、8560、9159 万吨，同比增 0%、7%、7%；由于疆煤较内地煤价有滞后性，预计吨煤售价为 226、235、240 元/吨，同比-6%、+4%、2%。

发电：公司 25 年准东坑口火电厂投运、27 年预计 2GW 风电投产、但未来利用小时数预计下降，预计公司 25-27 年上网电量 285.7、286.4、334.9 亿千瓦时，同比+104.7%、+0.26%、+16.92%；考虑到新能源上网与市场化改革带来电价下跌，预计 25-27 年度电售价 0.277、0.267、0.261 元，同比-4.7%、-3.5%、-2.3%。

新能源：考虑到光伏行业反内卷致多晶硅价格改善，预计公司 25-27 年吨硅售价 4.2、4.7、5.1 万元/吨，同比+9%、+11%、+8%；销量分别为 7、10、15 万吨，同比-64.8%、+42.9%、+50%。

有别于大众的认识

市场未充分认知公司参与疆煤外送的外需与新疆煤炭本地消纳需求潜力。我们认为，煤炭资源开发中心向西部转移，公司将受益于疆煤铁路外运占比提升，且本地矿区企业消纳潜力大，煤化工、电解铝、火电厂、多晶硅等行业企业能耗高，后续随着公司产能批复推进，**公司具备满足新疆准东基地煤炭就地转化与疆煤外运战略规划能力。**

股价表现的催化剂

煤炭行业供给持续偏紧带来煤价大幅上涨；多晶硅反内卷超预期带动价格大幅反弹；输变电设备订单超预期落地。

核心假设风险

宏观经济超预期下滑，公司主要产品需求低于预期；新能源供给增量超预期，储能技术发展高于预期；煤炭行业供给端收紧政策不及预期；多晶硅行业“反内卷”政策推进不及预期；输变电装备订单获取不及预期。

目录

1. 国内输变电装备制造领先企业，打造能源产业协同新生态 ..	7
1.1 深耕输变电装备制造，产品出海与成套项目出海齐发力	7
1.2 乘国家能源基地建设东风，重点打造能源产业板块	8
1.3 响应国家双碳政策，发力新能源产业布局	10
1.4 多晶硅和煤炭行业“反内卷”，助力公司业绩触底反弹	11
2. 国内大电网更新改造与海外电网建设共振，赋能公司装备制造板块增长	12
2.1 能源基地与需求地错配，特高压及柔直技术助推电力外送	12
2.2 公司具备装备制造和项目集成施工能力，属行业领先	15
3. 查超产与安监趋严，公司煤炭业务有望量价齐升	18
3.1 查超产与安监环保检查趋严，煤炭行业供给预计维持偏紧	18
3.2 公司煤炭资源禀赋优质，吨煤成本具备竞争优势	19
3.3 布局煤电联营项目，已投产火电资产盈利佳	21
3.4 加强煤炭就地转化，新建煤化工项目	22
4. 多晶硅反内卷，新能源板块进入改善周期	23
4.1 多晶硅行业反内卷持续推进，行业竞争格局有望重塑	23
4.2 公司多晶硅产能主要布局在煤炭主产区，成本优势突出	24
4.3 公司持续优化新能源电站资产，稳健发展可期	25
5. 投资分析意见	27
5.1 核心假设与盈利预测	27
5.2 投资分析意见	29
6. 核心假定的风险	29

图表目录

图 1：全产业链并购布局，国际市场持续突破	7
图 2：张新为公司实际控制人	7
图 3：特变电工股权结构（截至 25 年三季度末）	7
图 4：新疆煤炭“北多南少”资源格局	9
图 5：中国为全球新增可再生能源装机容量驱动力	10
图 6：2025 年光伏及风能装机规模超火电（GW, %）	10
图 7：公司新能源业务全产业链布局	10
图 8：公司分业务营收结构情况	11
图 9：公司分业务营业利润结构情况	11
图 10：公司分业务毛利率情况	11
图 11：公司营收规模及同比增速（亿元, %）	12
图 12：公司归母净利润及同比增速（亿元, %）	12
图 13：公司毛利率和净利率（%）	12
图 14：公司期间费用率（%）	12
图 15：全国陆地 100 米高度年平均风功率密度分布	13
图 16：全国水平面总辐射量分布	13
图 17：交流特高压线路结构图	13
图 18：直流特高压线路结构图	13
图 19：中国近年来电源网工程建设完成投资（亿元）	14
图 20：220 千伏及以上输电线路回路长度（万千米）	14
图 21：2011 年以来特高压项目核准情况（个）	15
图 22：特高压行业产业链图谱	15
图 23：公司及其控股子公司授权专利数量及发明专利占比（个, %）	16
图 24：国网与南网近年电网建设投资加快（亿元）	17
图 25：24 年国网特高压设备招标情况（%）	17
图 26：公司电气装备板块历年收入利润情况（亿元）	17
图 27：公司与中国西电变压器毛利率情况对比（%）	17
图 28：中国变压器出口量（亿美元）	18
图：公司海外业务营业收入情况（%）	

图 30: 秦皇岛港 Q5500 现货价 (元/吨)	19
图 31: 各地区煤矿坑口价对比 (元/吨)	19
图 32: 公司煤矿本地消纳潜力大	20
图 33: 公司煤炭核准产能与疆煤铁路外运量 (万吨, %)	20
图 34: 公司煤炭板块营收与毛利润 (亿元, %)	21
图 35: 火电平均利用小时 (小时)	21
图 36: 火电发电量、上网电量及占比 (亿千瓦时、%)	21
图 37: 公司销售电价及度电成本情况 (元/千瓦时)	22
图 38: 公司电厂综合利用率情况 (%)	22
图 39: 多晶硅期货收盘价 (元/吨)	24
图 40: 公司多晶硅产销量及销售收入情况 (万吨、十亿元)	24
图 41: 公司与大全能源售价及毛利率 (元/吨、%)	25
图 42: 公司吨硅成本与大全能源对比 (元/吨)	25
图 43: 公司风电发电量 (万千瓦时)	25
图 44: 公司光伏发电量 (万千瓦时)	25
图 45: 公司发电量及电价 (万千瓦时, 元/千瓦时)	26
图 46: 公司新能源发电营收成本及毛利率 (亿元, %)	26
表 1: 电气装备聚焦输变电, 新特能源专注新能源, 天池能源主攻煤电	8
表 2: 公司输变电主产品涵盖高端输变电装备及工程服务	8
表 3: 新疆大型煤炭基地中, 准东基地就地转换与外运兼顾	9
表 4: 公司能源一体化布局, 煤炭业务为基石, 究实外延板块低成本优势	9
表 5: 我国部分特高压项目建设情况	14
表 6: 公司 2025 上半年部分发明专利情况	16
表 7: 公司输变电业务产品产销量情况 (亿 kV·A、万吨、万 km)	17
表 8: 煤炭行业“查超产”政策梳理	18
表 9: 公司煤炭产能 (亿吨, 万吨/年)	19
表 10: 公司自备与营运电厂盘点 (万千瓦)	21
表 11: 2025 年光伏行业反内卷政策及事件梳理	23
表 12: 公司多晶硅基地产能分布	24

表 13：分部经营表（百万元，%） 27

表 14：可比公司估值表 29

1. 国内输变电装备制造领先企业，打造能源产业协同新生态

1.1 深耕输变电装备制造，产品出海与成套项目出海齐发力

公司是输变电制造与硅基新能源领军企业，同时也是新疆动力煤优质供应商。公司前身为昌吉市特种变压器厂，成立于1974年；1993年改制为“新疆特变电工股份有限公司”，张新先生担任董事长。1997年6月于A股上海证券交易所主板上市；1998年收购新疆电线电缆厂，进入电缆行业；2000年收购沈阳变压器厂；2001年并购衡阳变压器；2002年成立新疆天池能源，布局煤炭业务；2003年控股新疆众和；2005年成立新疆新能源，布局光伏产业；2010年研制800KV特高压直流变压器，行业领先；2024年公司国际在手订单金额超50亿美元，国际市场持续突破。

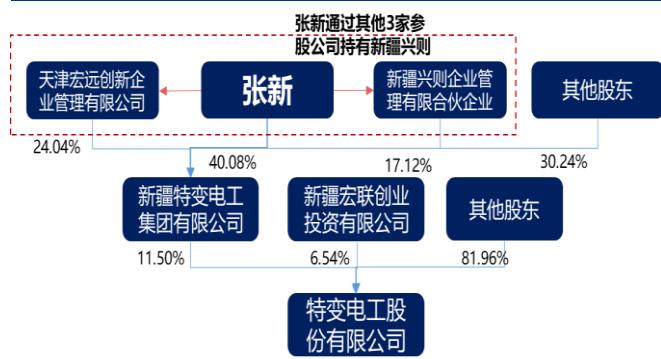
图1：全产业链并购布局，国际市场持续突破



资料来源：公司官网、申万宏源研究

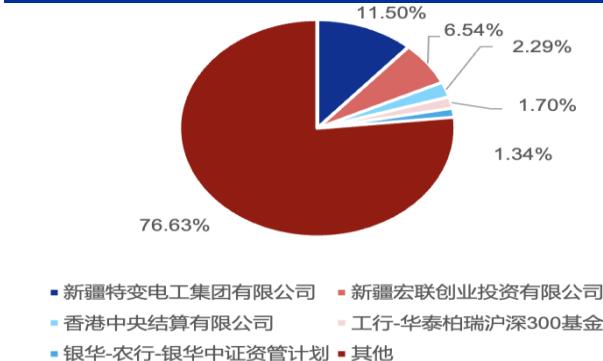
张新先生为实际控制人。公司控股股东企业为新疆特变电工集团有限公司（以下简称集团），张新为集团实际控制人，直接持有40.08%股权、通过天津宏远创新企业管理有限公司间接持有24.04%股权、通过3家参股公司持有新疆兴则企业管理有限合伙企业，间接持有集团17.12%，合计持股69.76%；**公司旗下两个公司上市：**新特能源股份有限公司（以下简称新特能源）港股上市、新疆众和（以下简称新疆众和）A股上市。

图2：张新为公司实际控制人



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图3：特变电工股权结构（截至25年三季度末）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

公司整合内部资源，子公司分工明确。1) **资源整合**: 2024年6月28日，公司整合旗下六家子公司股权，划转至特变电工电气装备集团有限公司(以下简称电气装备)，公司直接持股电气装备100%股份，提高内部资源利用效率；2) **子公司分工**: 新疆天池能源有限责任公司(以下简称天池能源)主营煤炭、火力发电与热力；新特能源主营硅及相关高纯材料；电气装备主营变压器、电线电缆与电力设备及系统。

表1：电气装备聚焦输变电，新特能源专注新能源，天池能源主攻煤电

公司名称	主营业务	持股比例
特变电工电气装备有限公司	特变电工沈阳变压器集团有限公司	100.00%
	特变电工衡阳变压器有限公司	
	天津市特变电工变压器有限公司	
	特变电工山东鲁能泰山电缆有限公司	
	特变电工(德阳)电缆股份有限公司	
	特变电工京津冀智能科技有限公司	
新特能源股份有限公司	电线电缆(含改造)	64.52%
新疆天池能源有限责任公司	煤炭，火力发电，热力	100.00%
新疆众和股份有限公司	铝电子新材料研制等	35.54%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司深耕输变电行业，技术驱动构建特高压产品护城河。公司主要产品涵盖高端输变电装备及工程服务，核心支柱产品服务如下：1) **变压器**: 公司完成±1100kV特高压直流换流变压器、±800kV特高压柔性直流换流阀(国产替代)等，下游应用于直流交流配电网的电压、电流转换；2) **电线电缆**: 公司主要产品为500kV及以下电力电缆、导线与控制电缆等；3) **国际成套系统集成**: 公司通过EPC(设计-采购-施工)总承包方式承担国际成套系统集成业务，服务地区涵盖中亚、南亚与非洲等90多国家及地区。

表2：公司输变电主产品涵盖高端输变电装备及工程服务

板块	主要产品	主要用途
变压器	直流换流变压器和平波电抗器	直流电网电压电流变换和输送优化
	交流电力变压器和电抗器	交流电网和发电站电压电流变换
	油浸式配电变压器	配电网等级电压转换
	特种变压器	化工、冶炼和机车牵引等电力输送
	干式变压器、箱变、配电变压器	配电网电压转换和设备供电
电线电缆	500kV及以下电力电缆	500kV及以下电力线路固定
	导线	架空线路电能传导
	控制电缆	450/750V控制电缆
国际成套系统集成	国际输变电项目成套工程建设	海外发电站、变电站、输电线路等交钥匙工程

资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2 乘国家能源基地建设东风，重点打造能源产业板块

新疆煤炭主要分布在四大煤炭基地，其中准东能源基地2024年建设进入快车道。1) **准东为大型能源基地**: 2012年12月，国务院明确准东以煤-电-煤化工为主导产业；2014年提出“三基地一通道”，将准东打造为国家大型煤炭煤电煤化工基地，战略地位凸显。2) 2024年初，自治区政府提出加快准东、哈密现代能源与化工产业示范区建设。同年3月国

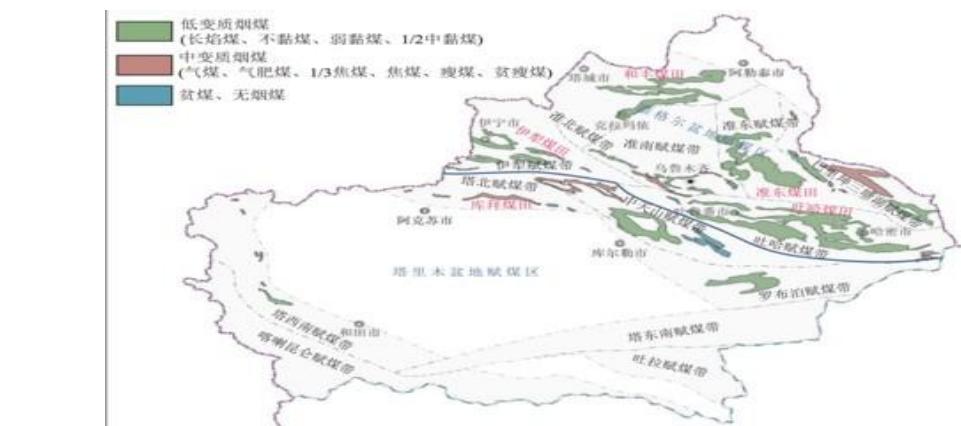
家能源集团新疆首个煤制油项目开工，6月其亚煤基甲醇项目获核准；25年3月国家能源集团准东20亿立方米/年煤制天然气项目获核准，6月特变电工准东煤制天然气项目获核准。

表 3：新疆大型煤炭基地中，准东基地就地转换与外运兼顾

煤炭生产基地	煤炭开发定位	主要矿区
吐哈基地	疆煤外运与疆电外送为主	淖毛湖、巴里坤、黑山、大南湖、三塘湖、沙尔湖、克布尔碱、艾丁湖、三道岭等9个矿区
准东基地	煤电、煤化工为主 (参与疆煤外运和疆电外送)	五彩湾、大井、西黑山、硫磺沟、昌吉白杨河、塔城白杨河、和什托洛盖、阜康、艾维尔沟、四棵树、沙湾、玛纳斯塔西河、将军庙、老君庙、乌鲁木齐、水溪沟等17个矿区
伊犁基地	煤化工、煤电用煤为主(就地转化)	尼勒克、伊宁、昭苏3个矿区
库拜基地	满足疆内用煤需求	俄霍布拜城、拉克、塔什店、阿艾、阳霞、布雅、喀拉吐孜等7个矿区

资料来源：《新疆煤炭产业发展现状及疆煤外运经济性分析研究》，申万宏源研究

图 4：新疆煤炭“北多南少”资源格局



资料来源：《新疆煤炭资源开发潜力与开发策略》卞正富等、申万宏源研究

公司积极响应准东能源基地建设，打造煤-电-煤化工一体化能源板块。1) **煤炭**: 公司煤炭资源储量 120 亿吨，年核定产能 7400 万吨/年，其中旗下三个煤矿(南露天矿 4000 万吨/年、将军戈壁二号矿 3000 万吨/年与将军戈壁一号矿 400 万吨/年)均位于准东能源基地，公司丰富的煤炭资源储量是参与“疆电外送”、“西气东输”、“疆煤外运”的基础；
2) **煤电**: 公司现有 6 个火电厂，其中自备电厂 2 个(新特能源生产用、新疆众和生产用)、运营电厂 4 个，其中 2 个为坑口电厂；3) **煤化工**: 25 年 6 月，准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目获核准，目前在建。

表 4：公司能源一体化布局，煤炭业务为基石，夯实外延板块低成本优势

板块	主要产品及布局	产能、装机容量
煤炭及其下游产业链	煤炭	7400 万吨/年
	火电	约 404 万千瓦 (不含自备电厂)
	天然气 (在建)	20 亿方

资料来源：公司公告、申万宏源研究

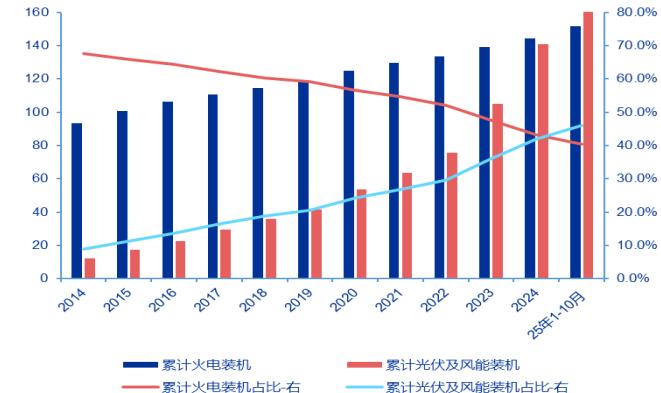
1.3 响应国家双碳政策，发力新能源产业布局

双碳政策驱动可再生能源为新增装机主体。1)中国新能源装机容量全球占比提升:2020年,受益于双碳政策,我国新增可再生能源装机容量占比显著提升,新增可再生能源装机容量从2020年的138GW增长至2024年的374GW;2)25年一季度光伏及风能装机规模首次超火电:中国光伏及风能装机规模从2014年的12GW,增长至2025年1-10月的173GW,其中25年1-10月的占比为46.1%,相较于火电装机容量的40.4%,高出5.8pct。我们分析认为公司新能源输变电设备将受益于新能源装机容量建设。

图 5: 中国为全球新增可再生能源装机容量驱动力



图 6: 2025 年光伏及风能装机规模超火电 (GW, %)

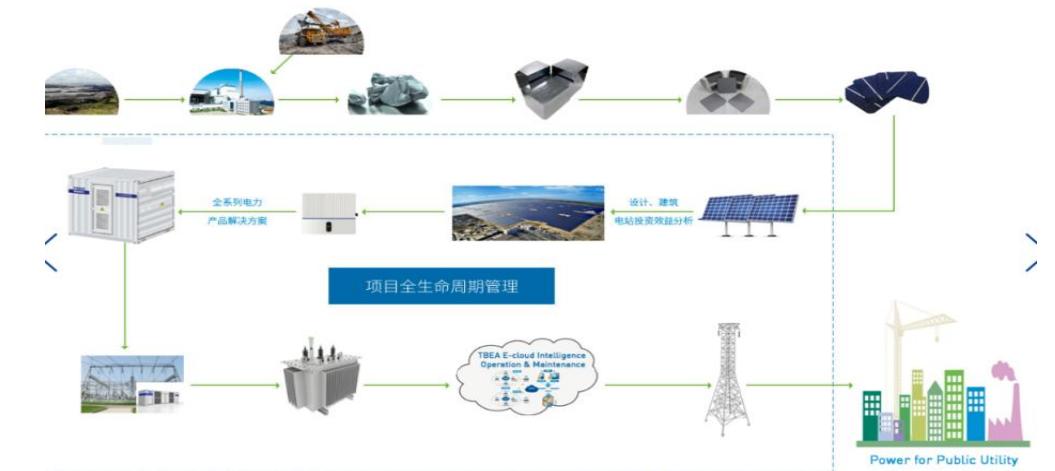


资料来源: 国际可再生能源结构、申万宏源研究

资料来源: 国家能源局、申万宏源研究

公司新能源业务全产业链协同,涵盖从原料制备到电站运营的各环节资源。公司在新能源领域构建了“煤电—多晶硅—硅片—组件—并网逆变器—静止无功发生器—光伏电站”全产业链布局,业务细分为:1)多晶硅生产:公司旗下具备三个多晶硅生产基地(新疆昌吉甘泉堡基地、内蒙古包头基地、新疆准东基地一期各10万吨/年产能),累计产能30万吨/年;2)逆变器:公司聚焦逆变器、静止无功发生器(SVG)等智能产品研发制造,适应多场景智能化能源系统;3)系统集成业务:公司依靠多晶硅、逆变器与SVG业务,形成全产业链布局,在新能源电站BOO(建设-运营-移交)模式上具有竞争优势。

图 7: 公司新能源业务全产业链布局

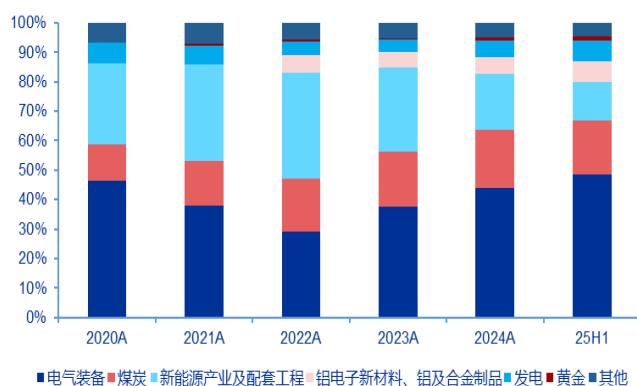


资料来源: 公司官网、申万宏源研究

1.4 多晶硅和煤炭行业“反内卷”，助力公司业绩触底反弹

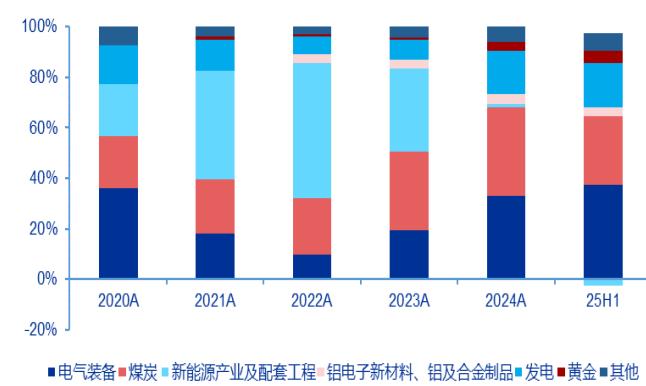
电气装备、煤炭与新能源产业及配套工程为公司主要营收来源，25H1 合计占比约 80%。2024 年，公司总营收 978.67 亿元，其中，三大业务营收 807.82 亿元，约占比 82.5%，但公司主要利润结构存在波动，2024 年新能源业务利润占比较小，系受 2023 年以来多晶硅价格持续下跌所致。公司发电业务收入稳步增长，基于煤炭资源优势、低成本运营，21-24 年毛利率高于 50%、25H1 为 48%。公司 25H1 其他业务营业利润占比大为金精粉产品销量增加且黄金产品销售均价上涨。

图 8：公司分业务营收结构情况



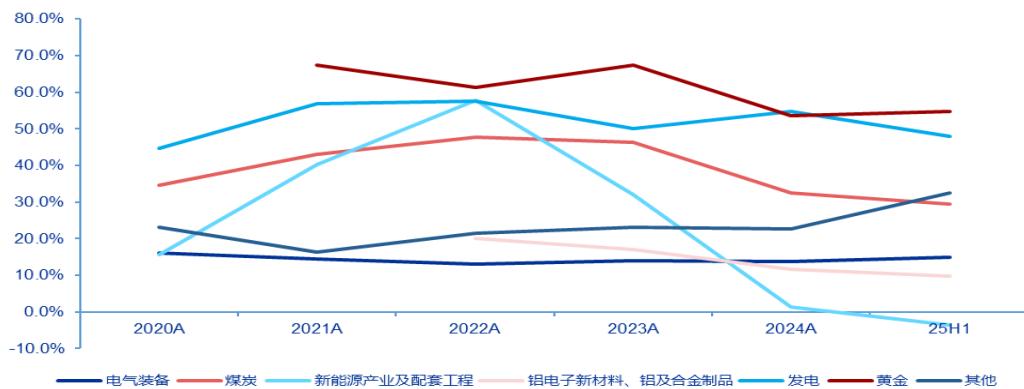
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 9：公司分业务营业利润结构情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 10：公司分业务毛利率情况

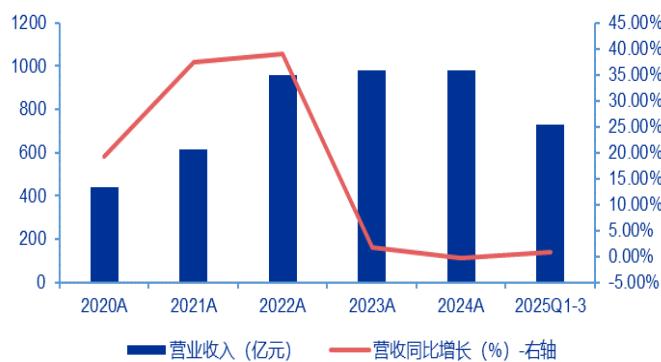


资料来源：iFinD、申万宏源研究

公司营收增速放缓，25Q1-3 归母净利润同比改善。公司营收从 2020 年的 442 亿元增长至 2023 年的 982 亿元，主要是受益于 21-22 年煤价大幅上涨、多晶硅量价齐增、输变电市场份额提升；随着煤炭、多晶硅等主要产品价格下跌，24 年营收略有回落；25 年前三季度营收 730 亿元，同比+0.86%。

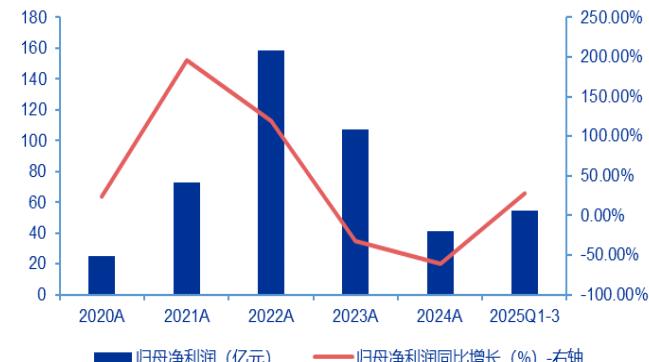
归母净利润从 2020 年的 24.87 亿元增至 2024 年的 41.35 亿元，其中 21、22 年同比增速高达 196.34% 和 118.93%。2023-2024 年因多晶硅价格跌破生产成本、光伏发电站和多晶硅产线的资产减值计提及煤价下跌。25 年前三季度归母净利润 54.84 亿元，同比+27.55%。未来随着多晶硅行业“反内卷”推进，及煤炭行业供给端安监环保趋严，多晶硅及煤炭价格反弹，公司业绩有望持续回暖。

图 11：公司营收规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

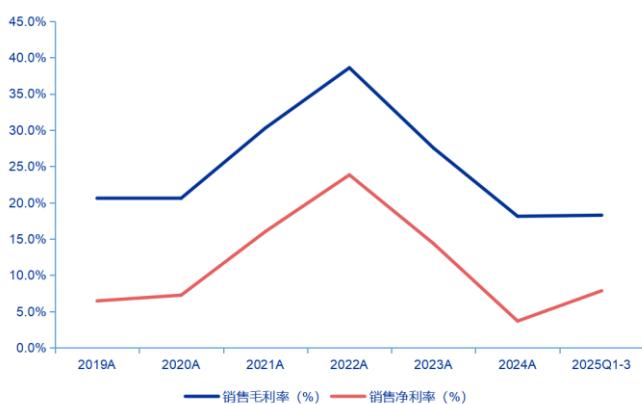
图 12：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

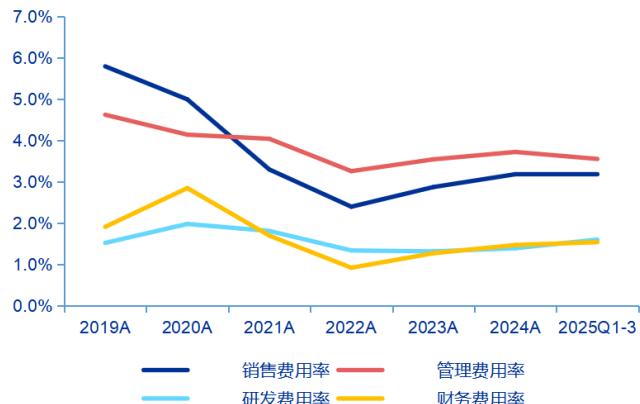
25Q1-3 公司净利率回暖，费用率控制显成效。2019-2022 年，公司毛利率从 20.61% 提升至 2022 年的 38.59%，受多晶硅价格大跌影响 2024 年跌至 18.12%，但随着多晶硅价格回升，于 25 年三季报回暖至 18.27%，净利率从 6.46% 提升至 2022 年的 23.83%，2024 年跌至 3.68%，于 25 年三季报回暖至 7.86%，其中，销售费用率与管理费用率分别从 2019 年 5.8% 和 4.6% 减少至 2025Q1-3 的 3.2% 与 3.5%，体现出良好的成本控制。

图 13：公司毛利率和净利率（%）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 14：公司期间费用率（%）

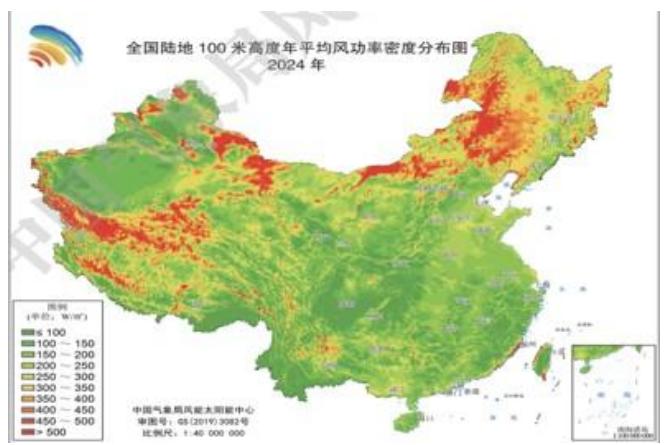


资料来源：iFinD、申万宏源研究

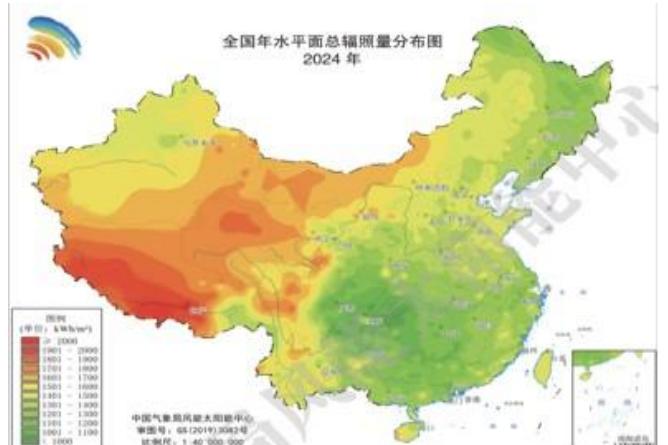
2. 国内大电网更新改造与海外电网建设共振，赋能公司装备制造板块增长

2.1 能源基地与需求地错配，特高压及柔直技术助推电力外送

我国风能资源主要分布在“三北”地区，太阳能资源主要分布在西部。1) 风能资源：集中在东北、华北北部与西北地区，年平均风功率密度一般超过 300W/m²，其余大部分地区在 300W/m² 以下；2) 太阳能资源：西藏大部、青海中北部、四川西部等地区为太阳能资源最丰富区。我国能源资源多集中在西部与北部地区，而消费发生在东部与中部地区，存在资源利用分布不均衡的情况，可再生能源由资源丰富区外送消费需求客观存在。

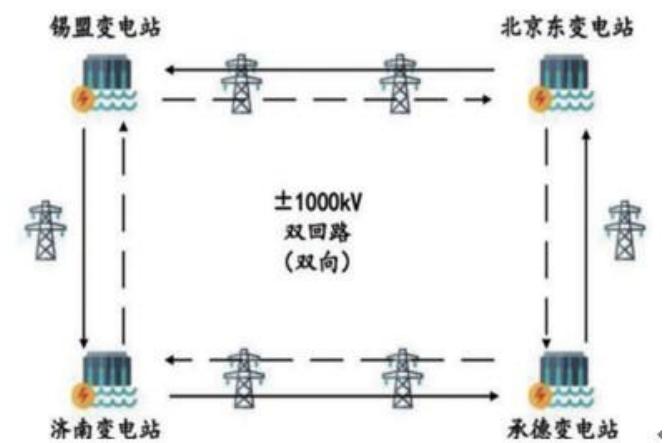
图 15：全国陆地 100 米高度年平均风功率密度分布


资料来源：中国气象局、申万宏源研究

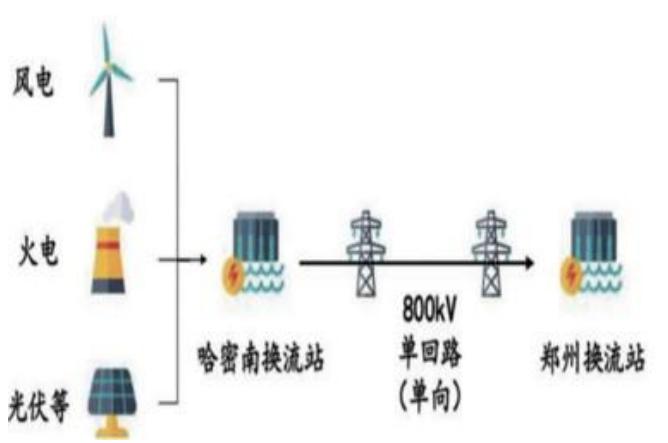
图 16：全国水平面总辐射量分布


资料来源：中国气象局、申万宏源研究

特高压输电相较传统电压输电效率大大提升，对于解决资源错配有重要意义。据国家电网数据，一回路特高压直流电网送电量为 500 千伏直流电网的 5~6 倍、送电距离 2~3 倍。

图 17：交流特高压线路结构图


资料来源：电器工业、申万宏源研究

图 18：直流特高压线路结构图


资料来源：电器工业、申万宏源研究

24 年电网投资增速超电源投资，输电线路回路建设稳步推进。1) 源网投资：2020 年以来，受双碳战略、“大基地”项目建设推进影响，电源工程投资量增加迅速；电网工程近年来投资回暖，2024 年同比增 15.3% 已反超电源投资+12.1%；2) 线路建设：截至 2024 年，我国 220 千伏及以上输电线路回路长度约 96 万千米，相较于 2014 年的 58 万千米，绝对值增长 38 万千米，CAGR5.3%，受益于输变电项目建设推进。

电网建设预计提速，聚焦配电网、新能源接网与储能。2024 年 3 月，国家能源局发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，要求 2025 年，电网企业全面淘汰 S7 (含 S8) 型和运行年限超 25 年且能效达不到准入水平的配电变压器、2030 年基本完成配电网柔性化、智能化、数字化转型满足大规模分布式新能源接网需求等，我们分析认为，受益于电网设备改造、配电网加强建设等需求，电网投资将维持高景气。

图 19：中国近年来电源网工程建设完成投资（亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 20：220 千伏及以上输电线路回路长度（万千米）



资料来源：环亚经济数据库、申万宏源研究

24 年特高压项目核验开工存在延迟，柔性直流技术或为新能源输电解决方案。2023 年开工的特高压项目 2025 年陆续投产（金上-湖北、陇东-山东、宁夏-湖南、哈密-重庆）；在建与开工项目中，柔性直流项目占比增加（藏东南-粤港澳、巴丹吉林-四川、南疆-川渝），主要原因为柔性直流技术相较于传统直交流输电，具有以下优势：**孤岛供电、有功与无功功率控制、长距离输电与新能源消纳。**

表 5：我国部分特高压项目建设情况

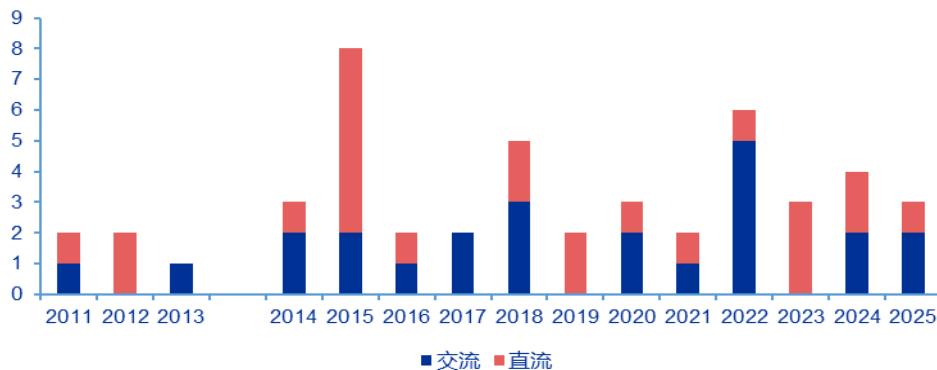
项目名称	类型	投资额(亿元)	进度	开工日期
金上-湖北	直流	/	投产	2023 年 2 月 16 日
陇东-山东	直流	200	投产	2023 年 3 月 16 日
宁夏-湖南	直流	281	投产	2023 年 6 月 11 日
哈密-重庆	直流	286	投产	2023 年 8 月 8 日
陕北-安徽	直流	205	在建	2024 年 3 月 18 日
甘肃-浙江	柔性直流	353	在建	2024 年 7 月 29 日
陕西-河南	直流	/	可研	2025 年开工
藏东南-粤港澳	柔性直流	532	在建	2025 年 9 月开工
巴丹吉林-四川	柔性直流	/	可研	2025 年开工
南疆-川渝	柔性直流	1000	在建	2024 年 9 月 28 日
大同-天津南	交流	230	在建	2025 年 3 月开工
阿坝-成都东	交流	145	在建	2024 年 7 月开工
烟台-威海	交流	/	在建	2025 年 5 月开工
蒙西-京津冀	直流	172	核准	2025 年 6 月获核准
攀西-天府南	交流	232	核准	2025 年 10 月获核准
浙江环网	交流	/	核准	2025 年 12 月获核准
乌兰布和-京津冀	直流	/	早期	/
腾格里-江西	直流	/	早期	/
松辽-华北	直流	/	早期	/
库布齐-上海	直流	/	可研	/

资料来源：国家能源局、各省（自治区）政府官网、新华网、北极星电力网、国际电力网、中国能源新闻网、中能建、中国电力报、中国电器工业协会、申万宏源研究

风光大基地建设推动特高压项目核准节奏。2022 年，国家发改委印发《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》，明确要求至 2030 年，建设风光基地总装机 GW，其中“十四五”规划期间建设 GW，外送 GW，占比 %；“十

“五五”规划期间建设 255GW，外送 165GW，占比 65%，合计外送需求量 315GW。考虑近两年特高压项目每条输送功率约 8GW，“十五五”规划的 165GW 外送量对应需建设约 21 条特高压线路、平均每年约 4 条。

图 21：2011 年以来特高压项目核准情况（个）



资料来源：国家能源局、北极星电力网、新华网、澎湃新闻、申万宏源研究

2.2 公司具备装备制造和项目集成施工能力，属行业领先

我国特高压产业链呈现产业集中度高，技术壁垒明显的格局，分为三大环节：1) 上游：原材料及电源控制：其中传感器、变频器与特高压开关逐步被国产替代；2) 中游：特高压输电设备：依据电流种类分为特高压直流设备、交流设备以及配套器件，技术壁垒明显、集中度高（特变电工、中国西电、保变电气）；3) 下游：配电设施与供电侧：主要为国企主导的垄断市场，特高压设备供应企业议价能力较弱。

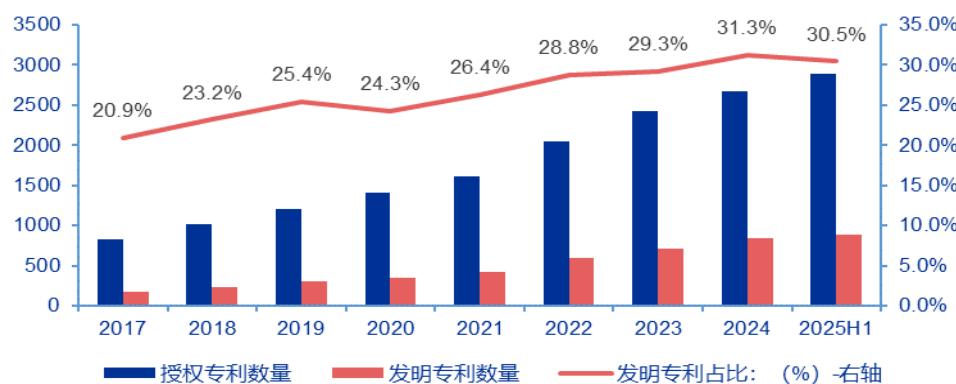
图 22：特高压行业产业链图谱



资料来源：头豹研究院、申万宏源研究

公司坚持自主创新，持续加大研发投入，推动产教融合。截至 2025H1，公司拥有有效授权专利 2888 项，其中发明专利 880 项，占比约 30.5%，公司发明专利占比自 2017 年以来稳步提升；公司 2025H1 发明专利主要集中在输变电（变压器、电缆）及光伏领域，并与高校、研究院进行产教融合，为创新型人才持续赋能续航。

图 23：公司及其控股子公司授权专利数量及发明专利占比（个，%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 6：公司 2025 上半年部分发明专利情况

专利名称	公布日	所属公司
一种中压交联聚乙烯电缆的悬链式二次交联方法及电缆	6月24日	特变电工新疆电缆有限公司；特变电工股份有限公司；济南圣达知识产权代理有限公司
箱式变电站及储能变流升压一体机	6月24日	北京天昊联合知识产权代理有限公司；特变电工京津冀智能科技有限公司；特变电工智能电气有限责任公司；特变电工股份有限公司
一种变压器绕组三维模型的二维电磁载荷快速映射方法	6月20日	特变电工电气装备集团有限公司；特变电工股份有限公司；西安交通大学；西安通大专利代理有限责任公司
一种电缆非金属带材纵包方法及装置	6月17日	特变电工新疆电缆有限公司；特变电工股份有限公司；济南圣达知识产权代理有限公司
耐盐碱拖拽电缆用护套料及其制备方法、电缆	6月13日	北京天昊联合知识产权代理有限公司；特变电工新疆电缆有限公司；特变电工股份有限公司
用于电缆载流量试验的温度控制方法及系统	6月3日	济南圣达知识产权代理有限公司；特变电工电气装备集团有限公司；特变电工股份有限公司
一种四位置隔离开关、使用方法以及配电设备	5月30日	北京天昊联合知识产权代理有限公司；特变电工京津冀智能科技有限公司；特变电工智能电气有限责任公司；特变电工股份有限公司
耐酸耐磨电缆护套料及其制备方法、耐酸耐磨扁电缆	5月23日	北京天昊联合知识产权代理有限公司；特变电工新疆电缆有限公司；特变电工股份有限公司
用于电力变压器侵入式监测的多通道漏磁测量方法及系统	5月13日	特变电工(湖南)能源建设有限公司；特变电工电气装备集团有限公司；特变电工股份有限公司；西安交通大学；西安通大专利代理有限责任公司
基于时频域匹配滤波器的电缆局部放电定位方法	4月18日	西安交通大学；深圳市世纪恒程知识产权代理事务所；特变电工新疆电缆有限公司；特变电工股份有限公司
一种振荡波高压发生器用低噪声驱动电路及控制方法	3月28日	济南圣达知识产权代理有限公司；特变电工新疆电缆有限公司；特变电工股份有限公司；西安交通大学
适用于浮式发电船用动态环境下的耐火电缆及其制备方法	3月4日	济南圣达知识产权代理有限公司；特变电工电气装备集团有限公司；特变电工股份有限公司
基于漏磁分布的电力变压器匝间短路故障定位方法及系统	2月25日	特变电工(湖南)能源建设有限公司；特变电工电气装备集团有限公司；特变电工股份有限公司；西安交通大学；西安通大专利代理有限责任公司

资料来源：iFinD、申万宏源研究

公司处特高压产业链中游，实现特高压直流换流变压器的产业化与平台化，推进电气装备全产业链布局，产销量持续突破。1) 产业化与平台化：公司建立产业化平台，产品质控体系健全，年完成台重特大产品一次送试合格，个特高压项目一次投运成功；

2) 产业链布局：据公司公告，公司 2024 年收购合荣电气，补全电容器、空心电抗器等，现已完成中低压开关到高压开关的产品覆盖；3) 产销量：输变电产品产销量持续放量。

表 7：公司输变电业务产品产销量情况 (亿 kVA、万吨、万 km)

种类	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年			2024 年		
	产能	产量	销量												
变压	2.2	2.6	2.2	2.5	2.3	2.2	2.7	2.69	2.62	3.6	3.38	3.4	3.93	4.2	4.22
裸线	11.21	8.4	8.4	11.21	4.63	4.98	13.64	7.96	7.66	14.24	11.23	11.53	15	12.43	12.75
电缆	50	54.21	54.91	64.91	52.93	56.01	67.75	58.41	57.88	82.42	63.36	63.15	85	69.45	70.22

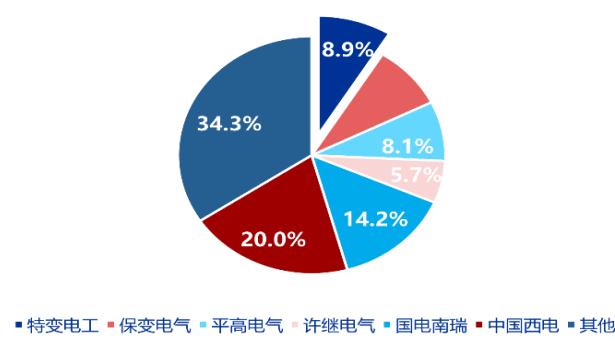
资料来源：历年跟踪评级报告、申万宏源研究、注：变压为变压器产品

2022 年以来两网建设投资加快，公司持续受益于国内大电网改造。1) **两网投资**：2016 年-2024 年，南方电网与国家电网投资规模分别从 775 亿元/4977 亿元增加至 1045 亿元/6326 亿元，CAGR3.8%/3.0%，其中 2022 年以来两网电网建设节奏加快，2024 年南网 yoy+8.2%，国网 yoy+17.6%；2) **招标比例**：2024 年国网特高压设备总投标报价 261.4 亿元，公司累计中标 23.2 亿元，占比 8.9%，仅次于中国西电 (20.0%) 与国电南瑞 (14.2%)。

图 24：国网与南网近年电网建设投资加快 (亿元)



图 25：24 年国网特高压设备招标情况 (%)



资料来源：国家电网、南方电网、观研报告网、申万宏源研究

资料来源：国家电网新一代电子商务平台、申万宏源研究

2019 以来，公司电气装备板块营收持续扩张，盈利能力强，变压器毛利率高。1) **电气装备板块**：营收从 2015 年的 207.5 亿元增至 2024 年的 429.9 亿元，对应营业利润分别为 40.8 亿元与 58.8 亿元，25H1 为 235.4 亿元，同比 24H1 增长 19.7%，增速回暖；2) **板块及变压器毛利率情况**：受益于在特高压领域的技术垄断优势和卓越的成本控制，公司自 2022 年以来的变压器产品毛利率高于电气装备板块及中国西电，2024 年达到 17.6%。

图 26：公司电气装备板块历年收入利润情况 (亿元)



图 27：公司与中国西电变压器毛利率情况对比 (%)



资料来源：iFinD、申万宏源研究

资料来源：iFinD、申万宏源研究

受益于海外电网建设需求，公司电力装备板块出海发力。1) 中国出口：据海关总署，2021年以来我国变压器出口金额持续增加，至2024年的约67亿美元，且23年与24年增速分别为+19.3%、+26.6%，25年上半年为39亿美元，*YoY*+35.9%；2) 公司出海业务扩张：公司出海产品服务主要为变压器、逆变器与国际成套系统建设，25年公司中标沙特164亿元订单，最低执行量70%、约115亿元，履约期7年；且25年上半年国际产品实现11.20亿美元签约，同比增长65.9%。

图 28：中国变压器出口量（亿美元）



资料来源：海关总署、申万宏源研究

图 29：公司海外业务营业收入情况（%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

3. 查超产与安监趋严，公司煤炭业务有望量价齐升

3.1 查超产与安监环保检查趋严，煤炭行业供给预计维持偏紧

1) 反内卷：2022年以来，国内煤炭供应整体宽松，叠加进口煤量增，致企业负反馈、高库存——“以量补价”，反内卷旨在鼓励先进、淘汰落后，推动落后产能有序退出，聚焦制止行业内的无序竞争；2) 查超产：25年7月以来，国家能源局及各区发布通知，要求各煤企及下属矿区核查产能，我们分析认为煤炭供给端趋紧，动力煤价有望维持较高水位。

表 8：煤炭行业“查超产”政策梳理

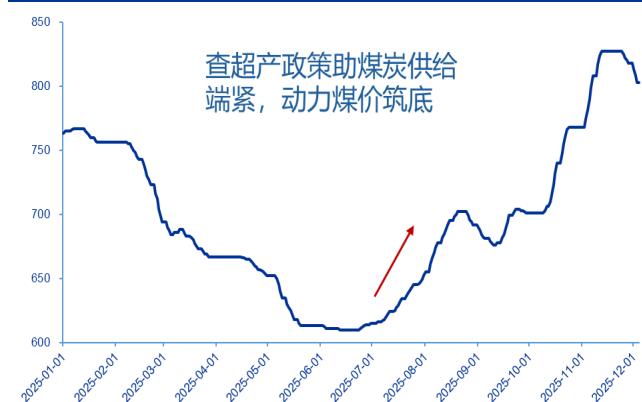
文件名称	发布单位	时间	主要内容
《关于优化煤炭生产供给促进煤炭市场平稳运行的通知》	陕西省发展和改革委员会	9月12日	强化煤炭生产供应监测，完善产量日调度机制；指导煤炭企业根据市场需求变化，优化生产计划；督促供需企业严格履行电煤中长期合同；推进煤矿产能储备制度实施
《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》	国家能源局综合司	7月22日	核查2024年全年及2025年1-6月煤矿原煤产量是否超公告产能及超公告产能10%；25年季月度生产计划是否合理均衡。
《关于转发国能综通煤炭〔2025〕108号开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》	河南省工业和信息化厅办公室	7月21日	根据煤炭产能管理规定，煤矿应当按照均衡生产原则，科学安排年度、季度、月度生产计划，合理组织生产。年度原煤产量不得超过公告产能，月度原煤产量不得超过公告产能的10%。
《自治区发展改革委关于优化煤矿生产供给及开展煤矿生产情况核查有关事宜的通知》	新疆维吾尔自治区发改委	7月19日	持续强化供需监测分析；保持煤炭产能合理接续及供给弹性；切实做好迎峰度夏煤炭供应保障；着力抓好煤炭清洁高效利用；扎实开展煤矿生产情况核查。
《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》	鄂尔多斯市能源局	7月18日	如发现煤矿超能力生产达到《煤矿重大事故隐患判定标准》判定情形的，移交煤矿安全监管部门依法进行处罚。

资料来源：中国煤炭市场网、国家能源局、新华网、申万宏源研究

随着各地产能核查推进，以及进入四季度整体安监及环保检查趋严，产地供给相对偏紧，带来煤价触底反弹。

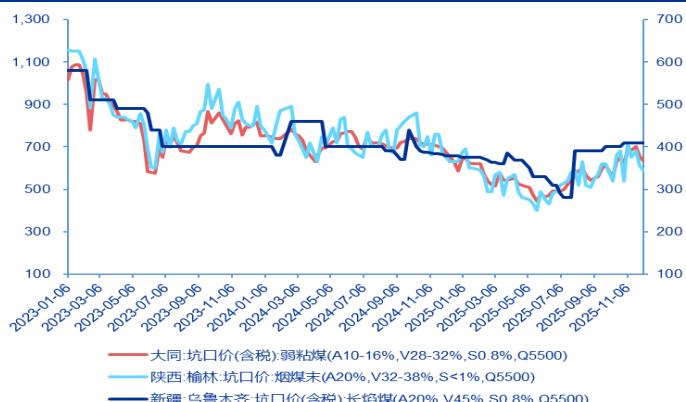
公司地处新疆煤炭主产区，相较于其余地区价格具有滞后性。选取 2025 年至今新疆哈密市 6000 大卡动力煤、陕西榆林市 6000 大卡动力煤、山西临汾市 6000 大卡动力煤价进行对比：陕西省榆林市现已受查超产影响，煤价有所回升，而位于新疆的哈密市动力煤价仍保持平稳，但 25 年 1 月-3 月期间，哈密市煤价跌幅小于榆林市与临汾市价格。**疆煤价格具有滞后性与稳定性**的特点。

图 30：秦皇岛港 Q5500 现货价（元/吨）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 31：各地区煤矿坑口价对比（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网、申万宏源研究

3.2 公司煤炭资源禀赋优质，吨煤成本具备竞争优势

公司煤矿资源要素优质，煤炭在疆产能领先。1) **资源要素**：公司旗下三个露天煤矿（将一、将二、南露天矿）主要位于准东煤田，主要煤种为不粘煤，热值稳定（将一矿 4400-4600 千卡/公斤），气化指标好，可作为良好的动力煤、化工用煤，且公司煤矿剥采比低（将二矿 2023 年 2.14 m³/t、2022 年南露天矿 1.89m³/t）、露天矿，开采成本低；2) **在疆产能及规划**：公司拥有储量 120 亿吨煤矿，开采年限长，现有产能 7400 万吨/年，在疆产能领先；据自然资源部，24 年 12 月天池能源采矿权发生变动，南露天矿与将一矿在采矿权方案中规划设计产能均为 8000 万吨，后续经各部门审批后产能有望达到 1.64 亿吨。

表 9：公司煤炭产能（亿吨，万吨/年）

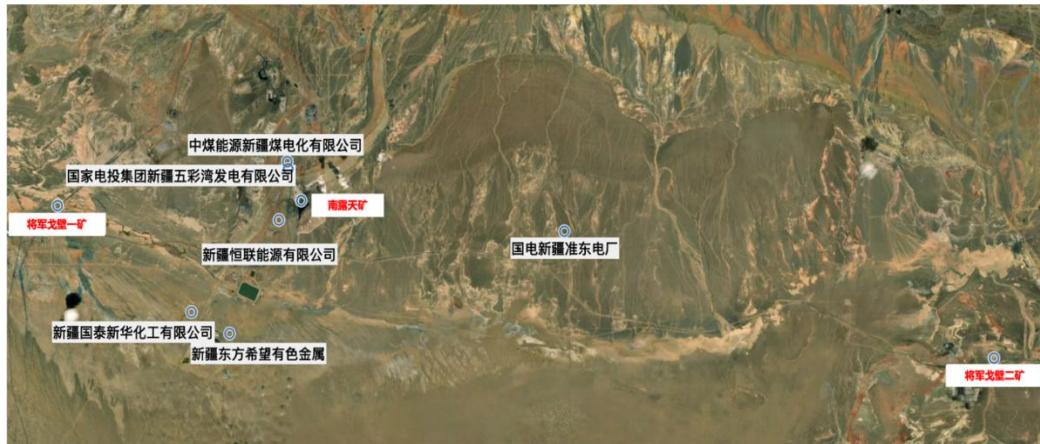
在疆矿区	在疆产能	主要煤种
新疆准东煤田，储量约 120 亿	南露天矿 4000 万吨/年	不粘煤
	将军戈壁二号矿 3000 万吨/年	不粘煤
	将军戈壁一号煤矿 400 万吨/年	不粘煤

资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司“以销定产”，随着产能批复，产销量稳步放量。2020 年，公司南露天矿、将二矿分别扩产至 3000 万吨/年与 2000 万吨/年，并于 2022 年扩产至 4000 万吨/年与 3000 万吨/年，2023 年新增将一矿产能 400 万吨/年。

公司煤矿资源周边高能耗企业多，本地煤炭消纳潜力大，疆内需求强：1) 火电厂：大唐新疆准东电厂、国电新疆准东电厂、华能新疆阜康工业园热电厂、陕投新疆北三电厂等；2) 多晶硅：新特能源等；3) 电解铝：新疆众和、新疆神火、新疆东方希望有色金属等；4) 煤化工：中煤能源新疆煤电化、新疆国泰新华化工、新疆天业等。

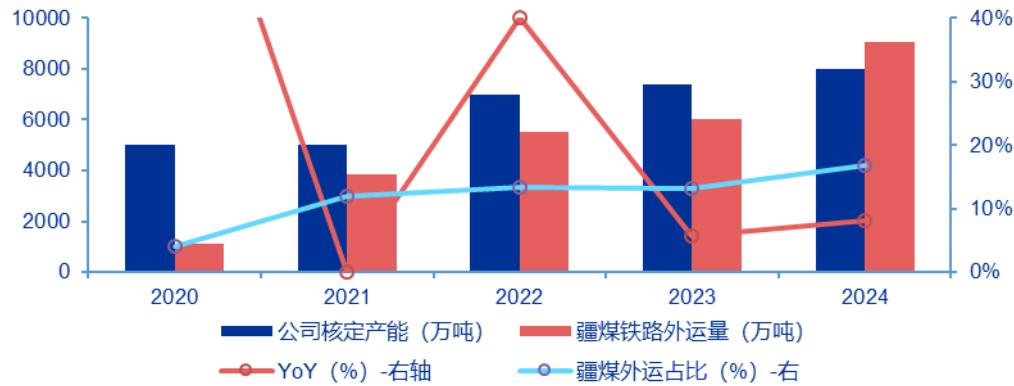
图 32：公司煤矿本地消纳潜力大



资料来源：公司公告、百度地图、申万宏源研究、注：部分企业由于图片大小限制未体现在图

公司积极参与疆煤外运扩外需，在甘肃、宁夏、青海、陕西、河南、重庆、四川等设立疆外营销办事处。1) 公司疆煤外运参与度高：24 年，公司煤炭疆外销售占比超 25%，公司煤炭主要通过铁路运输方式出疆；2) 新疆煤炭铁路外运占比升：2020 年以来，新疆煤炭铁路外运占比逐渐提升，从 2020 年的 4.14% 提升至 2024 年 16.76%，我们分析认为，后续随着新疆“一主两翼”（兰新铁路、临哈-红淖铁路、格库铁路）运力建设、疆煤外送能力突破，公司将受益于疆煤铁路运输量占比提升、运输半径扩大。

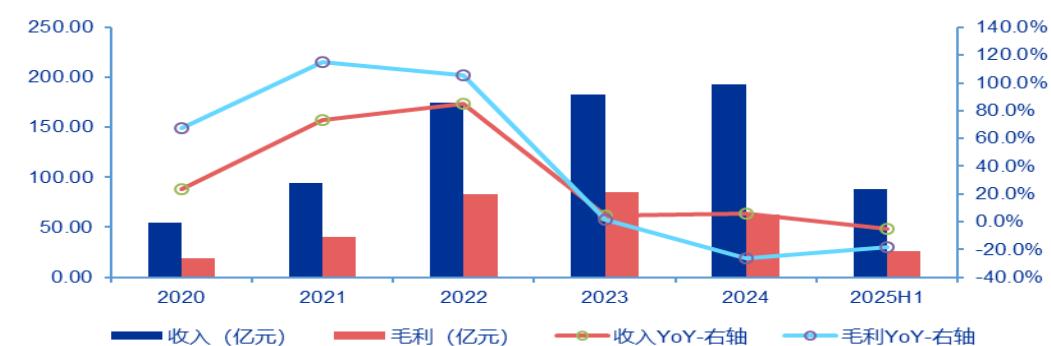
图 33：公司煤炭核准产能与疆煤铁路外运量（万吨，%）



资料来源：iFinD、新疆煤炭交易中心、申万宏源研究

煤价跌致公司毛利减少，但公司吨煤成本具有竞争优势。1) 营收与毛利：2020-2024 年，公司煤炭板块收入从 54.3 亿元增长至 192.6 亿元，CAGR+37.3%，为公司煤炭产销量增长所致，25H1 为 88.3 亿元，同比减少 5.37%；毛利润从 20 年 18.8 亿元增长至 24 年 62.5 亿元，CAGR+35.0%，其中 24 年毛利相较于 23 年的 84.6 亿元同比减少 26.2%，为煤价下跌所致，25H1 为 25.95 亿元，同比减少 18.44%；2) 吨煤成本：据公司 23 年公告测算，公司将一矿、将二矿与南露天矿 25 年改造升级后吨煤生产成本为 68 元/吨。

图 34：公司煤炭板块营收与毛利润（亿元，%）



资料来源：iFinD、公司公告、申万宏源研究

3.3 布局煤电联营项目，已投产火电资产盈利佳

公司坑口电站自有煤具备成本优势。截至 2025 年 6 月，公司旗下 6 个火电厂投运，其中 2 个自备电厂分别供应多晶硅与铝电子新材料生产，4 个运营电厂中，准东五彩湾北一电厂与准东四台机组电厂为坑口电厂，通过输煤廊道直接运煤。

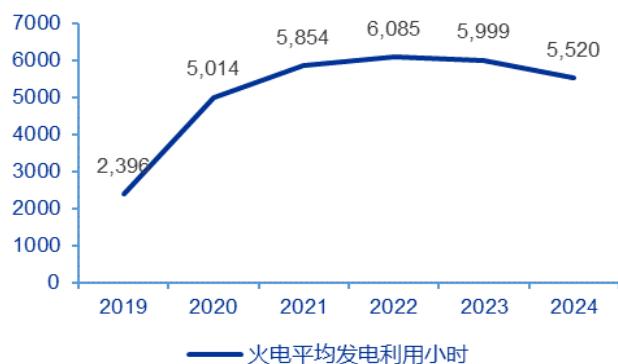
表 10：公司自备与营运电厂盘点（万千瓦）

电站名称	项目形式	装机容量	投产时间	主营业务
昌吉热电联产电厂（昌吉）	2×350 MW 城市热电联产	70 万千瓦	2017 年	发电+供热
准东北一电厂（准东）	2×660 MW 超超临界	132 万千瓦	2019 年	“疆电外送”发电
巴州热电联产电厂（巴州）	2×350 MW 城市热电联产	70 万千瓦	2024 年	发电+供热
准东电厂（准东）	2×660 MW 四台机组	132 万千瓦	2025 年	“疆电外送”发电
新特能源自备电厂	2×350 MW 自备电厂	70 万千瓦	2013 年	多晶硅生产供应
新疆众和自备电厂	2×150 MW 自备电厂	30 万千瓦	2011 年	铝电子新材料供应

资料来源：公司公告、国际新能源网、申万宏源研究

公司平均利用小时略有下滑，抢抓调峰收益。1) **利用小时：**2024 年，公司火电平均利用小时为 5520 小时，相较于 2023 年的 5999 小时减少 479 小时，25 年上半年为 2594 小时，系受新能源发电挤占影响；2) **发电量及上网电量：**25 年前三季度发电量为 156.4 亿度，同比增 25.2%，主因公司准东电厂投产。

图 35：火电平均利用小时（小时）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

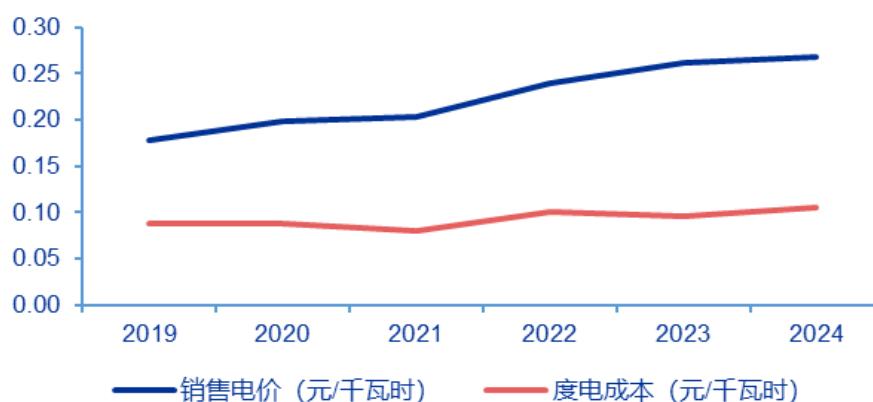
图 36：火电发电量、上网电量及占比（亿千瓦时、%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司火电业务盈利稳健。1) **电价**: 销售电价持续高于度电成本, 24 年公司销售电价约为 0.27 元/千瓦时, 同比上年同期 0.26 元/千瓦时, 同比增长 2.7%; 2) **成本**: 燃料及折旧为主要成本, 24 年度电成本为 0.11 元/千瓦时, 相较于去年的 0.10 元/千瓦时增长 10.3%。公司度电利润从 2019 年的 0.09 元/千瓦时, 增长至 2023 年的 0.17 元/千瓦时, 24 年略有下滑, 为 0.16 元/千瓦时。

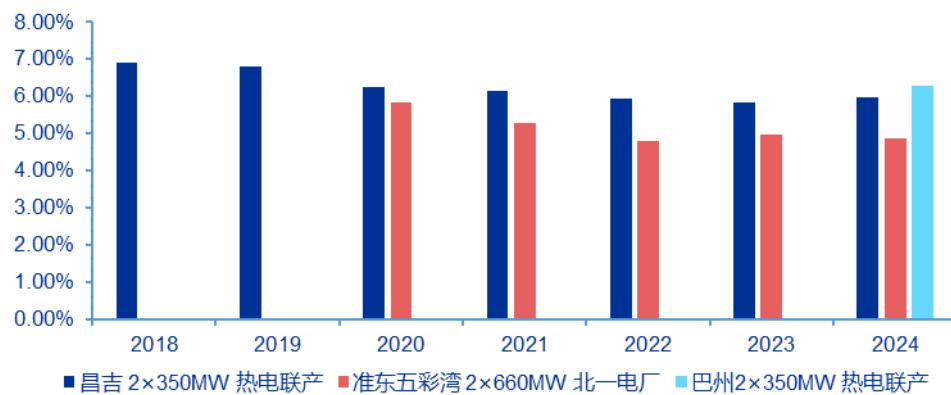
图 37: 公司销售电价及度电成本情况 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

公司电厂用电率低, 电厂自耗小, 盈利能力强。2024 年, 公司昌吉火电厂综合厂用电率为 5.99%, 准东五彩湾电厂为 4.87%, 巴州电厂为 6.30%, 坑口电厂一体化模式与高效机组致电厂厂用电率低, 降低度电生产成本, 盈利能力强。

图 38: 公司电厂综合利用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

3.4 加强煤炭就地转化, 新建煤化工项目

乘“西气东输”东风, 公司建设煤制气项目。25 年 6 月, 公司煤制天然气项目获核准, 该项目总投资 170.39 亿元, 公司天然气年产能 20.5 亿立方米, 据公司公告, 可研报告预计 3 年完成建设, 4 年投产 80%, 5 年达产, 年转化原煤 579.74 万吨 (其中燃料煤 (沫煤) 47.71 万吨, 原料煤 (碎煤) 532.03 万吨) 。

4. 多晶硅反内卷，新能源板块进入改善周期

4.1 多晶硅行业反内卷持续推进，行业竞争格局有望重塑

光伏“反内卷”，政策力度加强。1) **涉及部门广**: 不同于行业层面的自律反内卷(2月25日)，本次涉及相关部门广，8月19日工信部、中央社会工作部、国家发改委、国务院国资委、市场监管总局、国家能源局联合参与召开光伏座谈会；2) **法规建设**: 国家发改委市场监管总局6月27日出台的文件增设多条与“反内卷”相关的款项内容，完善关于低价倾销、哄抬价格、价格串通等不正当价格行为规定。

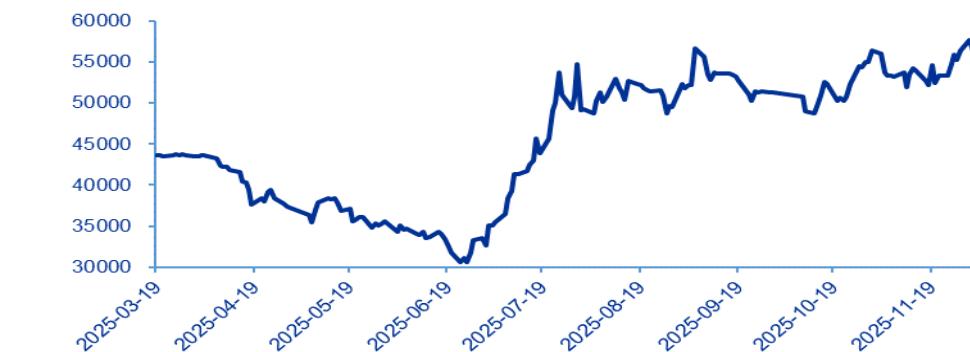
表 11：2025 年光伏行业反内卷政策及事件梳理

时间	部门	文件或会议名称	内容摘要
11月21日	《“破除内卷式竞争筑牢全球能源安全基石”的成都宣言》	人民网	会议呼吁企业加大技术投入，强化知识产权保护，构建上下游协同与绿色低碳发展解决方案，支持制定高标准光伏建设准入门槛，有序推动低效低价产能退出。
10月24日	全国太阳光伏能源系统标准化技术委员会(SAC/TC90)2025 年度工作会议	工业和信息化部	光伏产业应以标准化工作为重要抓手，提升技术质量门槛和体系化管理水平，健全完善工作机制，在反内卷形势下推动产业技术创新与高质量发展。
8月21日	《关于进一步加强行业自律，共同维护公平竞争、优胜劣汰的光伏市场秩序的倡议》	中国光伏行业协会	倡议企业遵守法律法规，坚决抵制以低于成本的价格开展恶性竞争，坚守质量安全底线，根据市场供需合理排产，坚持创新驱动发展。
8月19日	六部门联合召开光伏产业座谈会	工信部、中央社会工作部、发改委、国资委、市场监管总局、能源局	进一步规范光伏产业竞争秩序。重点：1)强化项目投资管理，推动落后产能退出；2)健全价格监测机制，打击低于成本价销售；3)规范产品质量；4)支持行业自律。
7月31日	《关于印发 2025 年度多晶硅行业专项节能监察任务清单的通知》	工业和信息化部	对 41 家多晶硅企业实施专项节能监察，覆盖内蒙古、四川、云南、青海等地主要硅料企业，要求 9 月 30 日前上报监察结果。多晶硅是光伏反内卷的关键环节。
7月28日	全国工业和信息化主管部门负责同志座谈会	工业和信息化部	提出巩固新能源汽车行业‘内卷式’竞争综合整治成效，加强光伏等重点行业治理，以标准提升倒逼落后产能退出。
7月24日	《中华人民共和国价格法修正草案 (征求意见稿)》	国家发改委 市场监管总局	修正草案增设了多条与“反内卷”相关的款项内容，完善了关于低价倾销、哄抬价格、价格串通、价格歧视等不正当价格行为的规定
7月1日	中央财经委员会第六次会议	中央财经委员会	会议强调纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，规范地方招商引资。
6月29日	《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	人民日报	聚焦光伏等行业价格战乱象，指出“内卷式”竞争削弱产业生态，强调政府引导、行业自律、企业行动三方协同，推动高质量发展。
2月25日	部分企业公平竞争座谈会	市场监管总局	天合光能、晶澳科技、隆基绿能等 7 家企业有关负责人围绕整治‘内卷式’竞争进行深入交流

资料来源：人民日报、人民网、工信部、光明网、申万宏源研究

多晶硅价格反弹。据广州期货交易所，截至 12 月 3 日，多晶硅期货价 57430 元/吨，较 6 月 25 日的 30625 元/吨，上涨 87.5%，我们分析认为随着反内卷持续推进，行业竞争格局有望重塑将持续带动多晶硅价格上涨。

图 39：多晶硅期货收盘价（元/吨）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

4.2 公司多晶硅产能主要布局在煤炭主产区，成本优势突出

公司煤电硅一体化布局，具备成本优势。1) 成本优势：公司新疆昌吉甘泉堡基地配备自备电厂，电力成本低；内蒙古包头基地项目所在土默特右旗新型工业园区是全内蒙古一家电力直供示范园区，具备电力成本优势；2) 生产状态：截至 25H1，因多晶硅价格下跌，公司仅新疆甘泉堡基地、新疆准东基地一期在产，内蒙古包头基地停产检修。

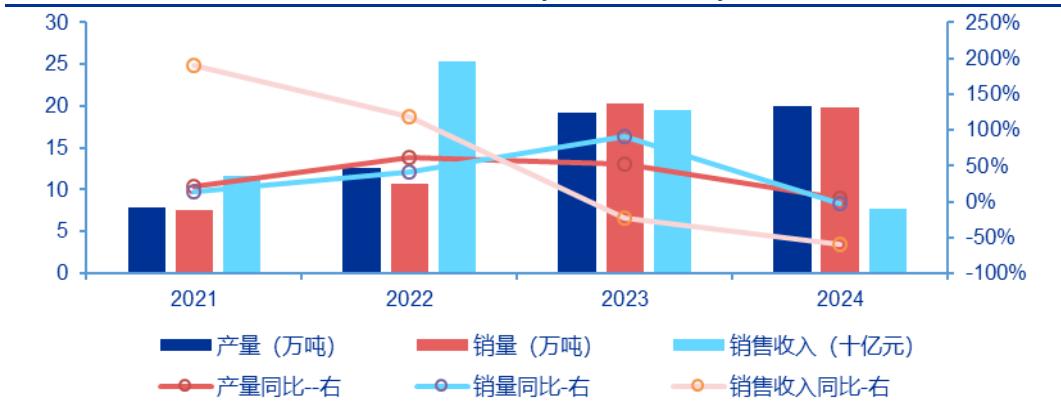
表 12：公司多晶硅基地产能分布

产能基地	投产	生产状态
新疆昌吉甘泉堡基地 (10 万吨/年)	部分产能 2008 年建设，2022 年建设 10 万吨/年产能	在产
内蒙古包头基地 (10 万吨/年)	2022 年投产 10 万吨/年产能	停产检修
新疆准东基地一期 (10 万吨/年)	2023 年建成 10 万吨/年产能	在产

资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司 2021 年以来产能扩张，通过签订长单以销定产。2021 年，公司多晶硅产量为 6.5 万吨，与下游客户（晶澳、双料硅、青海高景、晶科）签订长单，合同履约期最长至 2030 年 12 月，产销量稳定放量，2024 年分别至 19.92 万吨/19.88 万吨，但销售收入下降，从 2022 年的 253 亿元下降至 2024 年的 78 亿元，为多晶硅价格下跌所致。

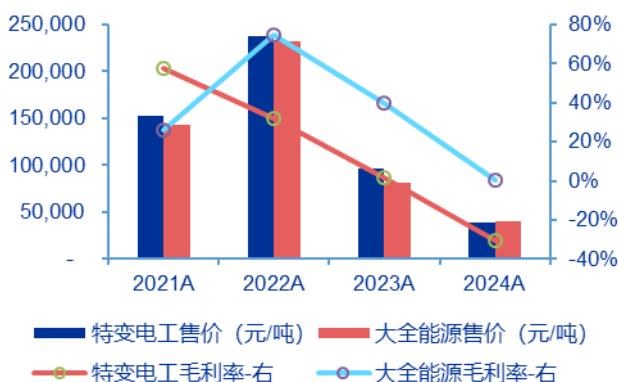
图 40：公司多晶硅产销量及销售收入情况（万吨、十亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

公司多晶硅成本接近行业领先水平，生产基地技改后成本有望进一步下降。1) 盈利情况：公司 2022 年进行产能扩张，生产成本技术管控未见成效，叠加多晶硅价格非理性下跌，公司多晶硅毛利率低于大全能源，并于 2024 年跌至-30.75%，其中 24 年售价从 23 年 96196 跌至 38984 元/吨；2) 成本管控：公司 24 年进行成本管控，吨硅生产成本由 23 年的 61665 跌至 24 年的 50972 元/吨，yoy-17.3%，系公司对包头与准东新建产能进行停产检修与技改所致，后续随着两基地技改完成，公司园区配套绿电建设完毕，多晶硅生产成本有望进一步下降。

图 41：公司与大全能源售价及毛利率（元/吨、%）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 42：公司吨硅成本与大全能源对比（元/吨）

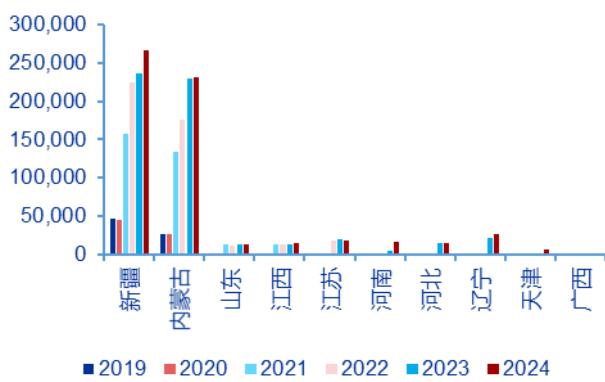


资料来源：公司公告、申万宏源研究

4.3 公司持续优化新能源电站资产，稳健发展可期

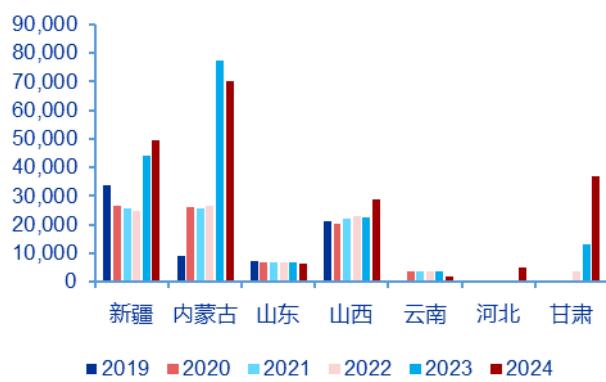
公司采取 BOO 方式运营新能源电站，电站布局 13 个省份及地区。1) 电站规模：截至 2025 年前三季度，公司拥有风电电站装机规模 2.88GW，光伏电站装机规模 1.37GW，累计新能源装机规模 4.25GW，公司加快推动准东 3GW 新能源装机建设；2) 分布地区：公司运营风能、光伏电站最早布局于新疆、内蒙古、山东、山西、云南等，后风电逐步扩张至辽宁、天津、广西与河南、河北，光伏扩张至河北、甘肃。

图 43：公司风电发电量（万千瓦时）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 44：公司光伏发电量（万千瓦时）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司光伏及风电发电量稳步增长，盈利能力稳健。1) 发电量：2024年，公司风电上网电量为59.3亿千瓦时，光伏发电量为19.3亿千瓦时，对应电价分别为0.30元/千瓦时与0.38元/千瓦时，2022年下降为补贴取消、新能源市场化电价占比增加所致；2) 毛利率：公司新能源发电成本主要为折旧摊销，毛利率高，2022年受平价上网、补贴退坡影响，毛利率波动下降，2019-2024年，由75.2%降至51.8%。

图 45：公司发电量及电价（万千瓦时，元/千瓦时）

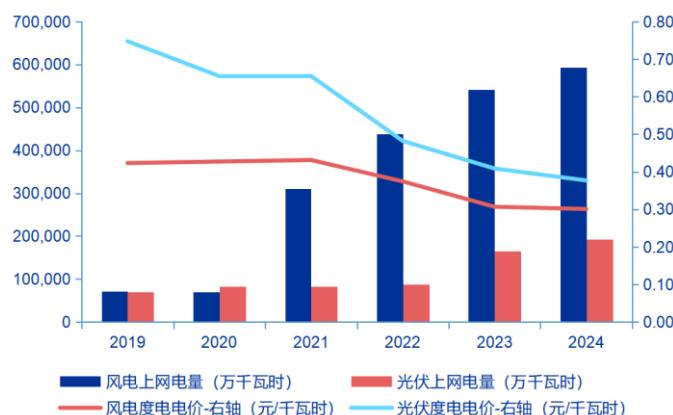
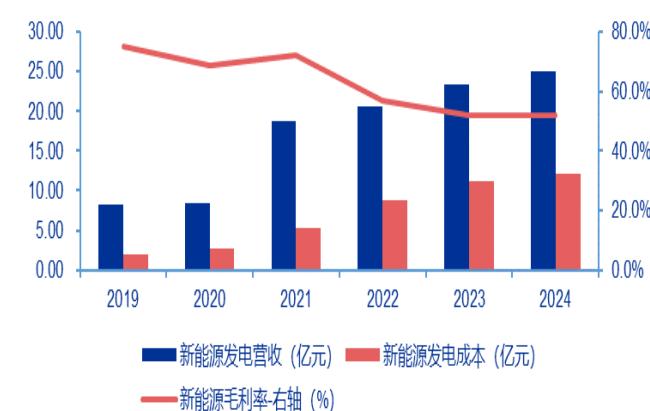


图 46：公司新能源发电营收成本及毛利率(亿元，%)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

资料来源：公司公告、申万宏源研究

5. 投资分析意见

5.1 核心假设与盈利预测

电气装备: 考虑到大电网更新改造和海外电网建设需求高增, 预计 25-27 年公司电气装备板块营收增速 15%、15%、15%。

煤炭: 考虑到煤炭行业反内卷推动动力煤价格回升, 后续随着产能批复, 煤炭业务有望量价齐升, 预计 25-27 年销量分别为 8000、8560、9159 万吨, 同比增 0%、7%、7%; 由于疆煤较内地煤价有滞后性, 预计吨煤售价为 226、235、240 元/吨, 同比-6%、+4%、2%。

发电: 公司 25 年准东坑口电厂投运、27 年预计 2GW 风电投产、但利用小时数预计下降, 预计 25-27 年上网电量 285.7、286.4、334.9 亿度, 同比+104.7%、+0.26%、+16.92%; 预计 25-27 年度电售价 0.277、0.267、0.261 元, 同比-4.7%、-3.5%、-2.3%。

新能源: 考虑到光伏行业反内卷改善多晶硅价格, 预计 25-27 年吨硅售价 4.2、4.7、5.1 万元/吨, 同比+9%、+11%、+8%; 销量 7、10、15 万吨, 同比-64.8%、+42.9%、+50%。

分红率方面, 由于公司曾于 2024 年 4 月发布过 24-26 年分红规划为: 公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。实际 2024 年分红率为 30.35%, 因此我们假设 25-27 年分红率均为 30%。

表 13: 分部经营表 (百万元, %)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	44,166	61,371	96,003	98,206	97,867	102,107	113,431	128,482
营业收入 (百万元)	44,095	61,278	95,887	98,123	97,782	102,012	113,343	128,393
电气装备	20,459	23,247	27,929	36,953	42,987	49,435	56,850	65,377
煤炭	5,428	9,422	17,450	18,230	19,264	18,108	20,151	21,993
新能源产业及配套工程	12,185	19,969	34,372	28,052	18,531	14,327	16,183	19,222
铝电子新材料、铝及合金制品			5,751	5,173	5,605	6,222	6,471	6,988
发电	3,093	3,983	4,514	4,278	5,603	7,912	7,653	8,746
黄金		371	553	415	1,194	1,456	1,529	1,606
其他	2,931	4,287	5,317	5,022	4,598	4,552	4,506	4,461
其他类金融业务收入	71	92	116	83	84	95	87	89
总营收增速 (%)	39.0%	56.4%	2.3%	-0.3%	4.3%	11.1%	13.3%	
营收增速	39.0%	56.5%	2.3%	-0.3%	4.3%	11.1%	13.3%	
电气装备	13.6%	20.1%	32.3%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%	
煤炭	73.6%	85.2%	4.5%	5.7%	-6.0%	11.3%	9.1%	
新能源产业及配套工程	63.9%	72.1%	-18.4%	-33.9%	-22.7%	13.0%	18.8%	
铝电子新材料、铝及合金制品			-10.0%	8.3%	11.0%	4.0%	8.0%	
发电	28.8%	13.3%	-5.2%	31.0%	41.2%	-3.3%	14.3%	
黄金		49.2%	-25.0%	187.8%	22.0%	5.0%	5.0%	
其他	46.30%	24.00%	-5.60%	-8.40%	-1%	-1%	-1%	
营业成本 (百万元)	35007	42729	58883	71108	80060	82,343	90,678	102,788
电气装备	17153	19897	24256	31757	37107	42662	48891	56159
煤炭								

新能源产业及配套工程	10290	11953	14499	19088	18269	13571	14727	17278
铝电子新材料、铝及合金制品			4593	4294	4954	5911	5500	5800
发电	1708	1714	1916	2134	2539	3574	3807	4708
黄金		121	214	135	553	674	708	743
其他	2,311	3,668	4,267	3,929	3,619	3,583	3,547	3,511
毛利率 (%)	20.6%	30.3%	38.6%	27.5%	18.1%	19.3%	20.0%	19.9%
电气装备	16.2%	14.4%	13.2%	14.1%	13.7%	13.7%	14.0%	14.1%
煤炭	34.7%	42.9%	47.6%	46.4%	32.4%	31.7%	33.0%	33.7%
新能源产业及配套工程	15.6%	40.1%	57.8%	32.0%	1.4%	5.3%	9.0%	10.1%
铝电子新材料、铝及合金制品			20.1%	17.0%	11.6%	5.0%	15.0%	17.0%
发电	44.8%	57.0%	57.6%	50.1%	54.7%	54.8%	50.3%	46.2%
黄金		67.4%	61.3%	67.5%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%
其他	21.1%	14.4%	19.8%	21.8%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
营业利润 (百万元)	9,088	18,550	37,003	27,016	17,723	19,669	22,665	25,605
电气装备	3,306	3,349	3,673	5,196	5,880	6,773	7,959	9,218
煤炭	1,883	4,045	8,312	8,461	6,245	5,741	6,653	7,405
新能源产业及配套工程	1,895	8,016	19,874	8,964	262	756	1,456	1,943
铝电子新材料、铝及合金制品			1,157	879	651	311	971	1,188
发电	1,385	2,270	2,598	2,143	3,064	4,338	3,847	4,038
黄金		250	339	280	641	782	821	862
其他	620	619	1,051	1,093	979	969	960	950
营业利润增速 (%)	104.1%	99.5%	-27.0%	-34.4%	11.0%	15.2%	13.0%	
电气装备	1.3%	9.7%	41.5%	13.2%	15.2%	17.5%	15.8%	
煤炭	114.9%	105.5%	1.8%	-26.2%	-8.1%	15.9%	11.3%	
新能源产业及配套工程	323.1%	147.9%	-54.9%	-97.1%	188.4%	92.6%	33.5%	
铝电子新材料、铝及合金制品			-24.0%	-25.9%	-52.2%	212.0%	22.4%	
发电	63.9%	14.5%	-17.5%	43.0%	41.6%	-11.3%	5.0%	
黄金		35.6%	-17.4%	129.0%	22.0%	5.0%	5.0%	
其他	-0.1%	69.8%	4.0%	-10.4%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.2 投资分析意见

综合以上业务模块假设，2025-2027 年公司营业收入预计分别为 1021.07 亿元、1134.31 亿元、1284.82 亿元，同比增速 4.3%、11.1%、13.3%；归母净利润预计分别为 65.08 亿元、78.16 亿元、922.25 亿元，同比增速 57.4%、20.1%、18%，预计 25-27 年每股收益为 1.29、1.55、1.83 元/股，对应 PE 分别为 18X、15X、13X。选取中国神华、中国西电、许继电气三家 A 股上市公司作为可比公司，中国神华的煤炭、新能源业务与公司煤炭、新能源业务可比；中国西电、许继电气的电气装备与公司电气装备可比，我们给予目标公司行业平均 P/E，即 2025 年 23X，则目标市值为 1475 亿元，有 23% 的上涨空间。**首次覆盖并给予“买入”评级。**

表 14：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS				PE				pb
		2025/12/12	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	MRQ	
601088.SH	中国神华	40.00	2.95	2.62	2.71	2.78	14	15	15	14	1.9	
601179.SH	中国西电	9.08	0.21	0.28	0.35	0.42	44	33	26	22	2.1	
000400.SZ	许继电气	26.73	1.10	1.33	1.64	1.93	24	20	16	14	2.3	
平均值							27	23	19	17	2	
600089.SH	特变电工	23.81	0.80	1.29	1.55	1.83	30	18	15	13	1.7	
折价幅度								23%				

资料来源：iFinD、申万宏源研究

6. 核心假定的风险

宏观经济超预期下滑，公司主要产品需求低于预期：煤炭、电力等主要产品的需求和宏观经济的发展密切相关。若后续需求低于预期，将直接影响煤炭、电力等行业的供需关系。

新能源供给增量超预期，储能技术发展高于预期：现阶段风电光伏等新能源发电存在不稳定的特点，叠加当前储能技术的限制，导致对于煤炭和天然气有一定的电力调峰需求。若新能源供给增量超预期，或者储能技术的成本问题得以解决，需求下滑会导致煤炭、火电需求下滑、价格下跌的风险。

煤炭行业供给端收紧政策不及预期：现阶段核心假设之一为煤炭行业产能核查使行业供给收紧，若相关政策不及预期，则供给端偏紧的局面将难维持、煤价将承压。

多晶硅行业“反内卷”政策推进不及预期：现阶段核心假设之一晶硅行业反内卷致产能收缩、避免低价无序竞争，若相关政策不及预期，则多晶硅价格较难提升。

输变电装备订单获取不及预期：公司输变电设备订单与国网、网投资建设进度相关，若特高压核准与建设进度不及预期，公司中标订单不及预期，则影响企业盈利能力。

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	98,206	97,867	102,107	113,431	128,482
营业收入	98,123	97,782	102,012	113,343	128,393
营业总成本	81,236	91,125	93,114	102,755	116,076
营业成本	71,108	80,060	82,343	90,678	102,788
税金及附加	1,323	1,541	1,607	1,786	2,023
销售费用	2,812	3,106	3,063	3,516	3,983
管理费用	3,470	3,633	3,451	3,834	4,240
研发费用	1,284	1,354	1,338	1,588	1,799
财务费用	1,240	1,431	1,312	1,354	1,244
其他收益	861	989	752	868	870
投资收益	161	748	756	763	771
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-22	-188	1,500	713	575
信用减值损失	585	-13	-450	101	17
资产减值损失	-1,601	-3,560	-1,665	-1,170	-480
资产处置收益	-46	157	34	0	0
营业利润	16,909	4,874	9,919	11,950	14,159
营业外收支	-8	148	13	51	71
利润总额	16,901	5,022	9,933	12,001	14,230
所得税	2,808	1,424	3,058	3,744	4,484
净利润	14,093	3,598	6,875	8,257	9,746
少数股东损益	3,390	-537	367	441	520
归母净利润	10,703	4,135	6,508	7,816	9,225

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	14,093	3,598	6,875	8,257	9,746
加： 折旧摊销减值	6,031	9,477	10,491	10,203	10,205
财务费用	1,249	1,327	1,312	1,354	1,244
非经营损失	-313	-1,318	-2,289	-1,477	-1,346
营运资本变动	4,325	-570	-690	2,733	4,759
其它	-157	449	0	0	0
经营活动现金流	25,812	12,949	15,698	21,070	24,607
资本开支	18,893	16,731	21,033	18,786	19,667
其它投资现金流	1,173	1,328	432	443	280
投资活动现金流	-17,720	-15,403	-20,600	-18,344	-19,388
吸收投资	1,553	3,160	0	0	0
负债净变化	7,237	5,041	-813	3,047	1,648
支付股利、利息	6,603	3,016	2,567	3,306	3,588
其它融资现金流	-1,137	-2,493	2,391	0	0
融资活动现金流	1,049	2,692	-988	-259	-1,940
净现金流	9,142	189	-5,890	2,467	3,279

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	76,758	83,854	79,147	84,665	92,255
现金及等价物	25,986	28,900	24,546	27,670	31,630
应收款项	25,233	26,785	26,332	26,533	26,550
存货净额	14,424	16,220	17,337	18,385	20,950
合同资产	6,197	6,976	5,959	7,105	8,153
其他流动资产	4,918	4,973	4,973	4,973	4,973
长期投资	5,308	4,684	4,684	4,684	4,684
固定资产	87,010	96,276	107,467	116,119	125,744
无形资产及其他资产	22,822	22,810	22,805	22,805	22,805
资产总计	191,898	207,623	214,102	228,273	245,488
流动负债	63,375	73,133	72,887	81,130	91,331
短期借款	9,268	8,987	9,175	12,221	13,870
应付款项	43,571	52,797	52,364	57,561	66,113
其它流动负债	10,536	11,348	11,348	11,348	11,348
非流动负债	40,791	44,447	44,447	44,447	44,447
负债合计	104,166	117,580	117,334	125,578	135,778
股本	5,053	5,053	5,053	5,053	5,053
其他权益工具	2,000	4,000	5,500	5,500	5,500
资本公积	10,233	10,258	10,258	10,258	10,258
其他综合收益	-334	-834	-1,122	-1,499	-1,885
盈余公积	2,446	2,828	3,429	4,151	5,004
未分配利润	40,045	42,630	47,282	52,424	58,452
少数股东权益	25,169	22,603	22,970	23,411	23,932
股东权益	87,732	90,043	96,767	102,695	109,710
负债和股东权益合计	191,898	207,623	214,102	228,273	245,488

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	2.12	0.82	1.29	1.55	1.83
每股经营现金流	5.11	2.56	3.11	4.17	4.87
每股红利	0.86	0.20	0.25	0.39	0.46
每股净资产	12.38	13.35	14.61	15.69	16.98
关键运营指标(%)					
ROIC	14.0	3.9	6.1	6.9	7.8
ROE	17.1	6.1	8.8	9.9	10.8
毛利率	27.3	18.1	19.3	20.0	19.9
EBITDA Margin	23.6	12.6	19.2	19.8	19.6
EBIT Margin	18.5	6.6	11.0	11.8	12.0
营业收入同比增长	1.8	-0.3	4.3	11.1	13.3
归母净利润同比增长	-32.7	-61.4	57.4	20.1	18.0
资产负债率	54.3	56.6	54.8	55.0	55.3
净资产周转率	1.57	1.45	1.38	1.43	1.50
总资产周转率	0.51	0.47	0.48	0.50	0.52
有效税率	16.8	33.3	33.3	33.3	33.3
股息率	3.8	0.9	1.1	1.7	2.1
估值指标(倍)					
P/E	11.2	29.1	18.5	15.4	13.0
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/Sale	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.4	15.9	10.0	8.9	8.0
股本	5,053	5,053	5,053	5,053	5,053

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。