



联合研究 | 公司深度 | 特变电工 (600089.SH)

# 特变电工：圭璋“特”达，“变”启新程

## 报告要点

我们认为特变电工经过多年的深耕和产业拓展布局，目前已经形成装备和能源的多元化布局，公司正从输变电龙头企业向能源综合巨头发展。近 2 年受到硅料、煤炭价格下降影响，公司整体经营有所波动。当前时点，我们认为公司几大核心业务有望迎来全面向上发展，并且公司积极拓展能源一体化业务，未来有望带来增量贡献。

## 分析师及联系人



鄂博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



王鹤涛

SAC: S0490512070002

SFC: BQT626



曹海花

SAC: S0490522030001



肖勇

SAC: S0490516080003

SFC: BUT918



司鸿历

SAC: S0490520080002

SFC: BVD284



易轰

SAC: S0490520080012

SFC: BUZ394



袁澎

SAC: S0490524010001



周相君

SAC: S0490525080007



任佳惠

SAC: S0490524070005



宋楚

## 特变电工：圭璋“特”达，“变”启新程

### 特变电工：从新疆到全球，输变电龙头迈向能源产业链巨头

特变电工股份有限公司创始于1993年，经过多年发展和扩张，公司主营业务从输变电变为输变电、新能源、能源、新材料四大核心业务为主。从历史经营来看，随着公司不断发展已有业务和拓展新的业务，公司经营规模过去持续扩大；而从近2-3年看，公司经营出现一些波动，其中新能源产品及工程、煤炭产品两大业务是主要原因，从2025H看，新能源产品及工程、煤炭产品对利润的影响预计基本触底。我们认为当前时点，公司输变电、新能源、能源、新材料四大核心业务均有望同步向上，输变电持续受益电网建设和出口景气，新能源和能源有望受益硅料、煤炭价格变动；并且公司积极拓展能源一体化业务，未来有望带来增量贡献。

### 输变电：产业龙头，特高压与海外驱动增长

特变电工作为国内输变电装备制造的龙头企业，已形成覆盖全电压等级、全产业链的完整产品体系；同时公司在特高压交流变压器、换流变压器市场份额领先，有望受益未来特高压建设。海外方面，电力设备供需持续紧张，公司正加快走出去的步伐，国际新签订单高速增长。

### 硅料：反内卷进展积极价格修复，公司开工率提升空间明显

本轮光伏反内卷自上而下推动，政治高度显著高于第一轮，近期已取得初步效果，硅料成交价格明显上涨。特变电工持有新特能源65%左右股权，新特能源拥有30万吨硅料产能，分布在低价地区新疆、内蒙，公司硅料生产成本处于行业第一梯队，随行业回暖具有较大弹性。

### 煤炭：疆内龙头，煤炭煤电煤化工一体成长可期

公司当前煤炭核定产能7400万吨/年，居疆内煤企规模前列。考虑到7月以来“反内卷”修复煤价预期，叠加公司新疆煤炭产能仍有核增潜力，煤炭盈利或有望稳中有升。此外，公司准东20亿立方米/年煤制天然气项目已得到批复；远期看，公司煤炭&煤电&煤化工一体成长可期。

### 新材料：依托一体化产业链优势，打造低成本、高附加值铝业新标杆

特变电工铝业务依托子公司新疆众和，形成了“能源—一次铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”的循环经济产业链，低成本优势显著。同时，公司积极布局铝业产业链上游，广西防城港240万吨氧化铝产能在建，有望显著降低公司氧化铝采购成本。

### 黄金：项目“换”金矿，金价上涨贡献稳定业绩增量

公司以“资源换项目”模式切入黄金领域，塔吉克斯坦金矿年产2.5-3吨、毛利率长期维持50%以上。当前金价已突破4000美元/盎司，黄金业务盈利弹性可期。

### 投资建议

当前时点，我们认为公司几大核心业务有望迎来全面向上发展，并且公司积极拓展能源一体化业务，未来有望带来增量贡献。我们预计公司2025年归属母公司股东净利润68亿元，对应PE为17倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、电网投资不及预期；
- 2、硅料、煤炭价格不及预期；
- 3、新项目进展不及预期；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	23.46
总股本(万股)	505,279
流通A股/B股(万股)	505,279/0
每股净资产(元)	13.62
近12月最高/最低价(元)	27.45/10.85

注：股价为2025年12月26日收盘价

#### 市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

特变电工：从新疆到全球，输变电龙头迈向能源产业链巨头 .....	6
输变电：产业龙头，特高压与海外驱动增长 .....	8
变压器龙头企业，已实现输变电品种全覆盖 .....	8
国内特高压工程带来强劲发展动能 .....	10
海外迎来需求增长与份额提升双击发展机遇 .....	13
输变电产业订单放量，印证国内外共振趋势 .....	15
硅料：反内卷进展积极价格修复，公司开工率提升空间明显 .....	16
光伏反内卷成效初见，硅料价格修复可期 .....	16
硅料产能分布在疆蒙地区，电价低带来成本优势 .....	19
煤炭：疆内龙头，煤炭煤电煤化工一体成长可期 .....	21
煤炭产能规模居疆内前列，盈利相对稳定 .....	21
新疆战略地位提升，煤炭及下游产业蓬勃发展 .....	23
“反内卷”修复煤价预期，产能核增&煤制气成长可待 .....	25
新材料：依托一体化产业链优势，打造低成本、高附加值铝业新标杆 .....	26
黄金：项目“换”金矿，金价上涨贡献稳定业绩增量 .....	29
投资建议 .....	29
风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1：截至 2025 年 9 月 30 日公司股权结构图 .....	6
图 2：公司过往经营情况 .....	6
图 3：公司分业务收入情况（亿元） .....	7
图 4：公司分产品收入结构（2015 年） .....	7
图 5：公司分产品收入结构（2024 年） .....	7
图 6：公司分业务毛利润情况（亿元） .....	8
图 7：公司特种变压器产品 .....	8
图 8：公司箱式变压器产品 .....	8
图 9：油浸式高压并联电容器 .....	9
图 10：国际输变电项目成套工程建设 .....	9
图 11：公司输变电产业相关产品营收（亿元）及增速 .....	10
图 12：公司输变电产业相关产品毛利率 .....	10
图 13：我国电网基本建设历史月度累计投资额（亿元）和同比增速 .....	10
图 14：国家电网直流工程历年投资情况（亿元） .....	11
图 15：2023 年以来国网特高压换流变压器份额 .....	13
图 16：2023 年以来国特高压交流变压器份额 .....	13
图 17：全球电网历史投资和 2025 年预期投资情况（亿美元） .....	14
图 18：变压器出口金额（亿元） .....	14

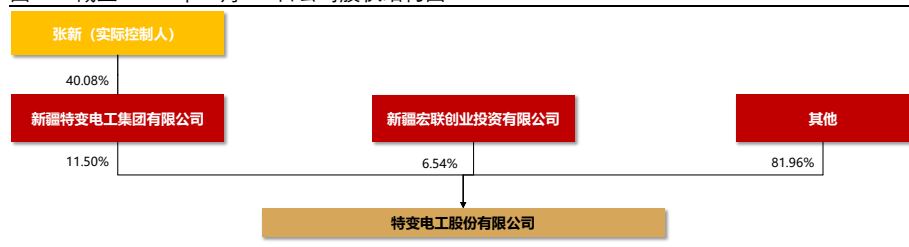
图 19: 液体变压器出口情况 (亿元) .....	15
图 20: 公司国内新增订单 (亿元) .....	15
图 21: 海外市场在手订单及新签订单 (亿美元) .....	16
图 22: 7 月初以来硅料成交价快速上涨 .....	19
图 23: 7 月初以来硅片成交价快速上涨 .....	19
图 24: 特变电工合计持有新特能源 66.605%左右股权 .....	20
图 25: 新特能源 2024 年、2025 年硅料销量预计有所降低 .....	21
图 26: 2024 年 4 月起硅料价格跌破行业现金成本线 .....	21
图 27: 硅料行业 2024 年 5 月开始降开工 .....	21
图 28: 公司位于新疆准东煤田, 煤种以动力煤为主 .....	22
图 29: 2025H1 公司煤炭板块营收同比-5% .....	23
图 30: 2025H1 毛利同比-18.4%, 毛利率 29.4%, 同比-4.7pct .....	23
图 31: 公司火电发售电量自 2019 年以来有明显提升 .....	23
图 32: 25 年 7 月份以来, 供给端演绎“反内卷”逻辑托底煤价止跌反弹 .....	25
图 33: ROE 均值回归下的测算秦港 Q5500 动力煤价格应为 749 元/吨 .....	25
图 34: 假设电价不变, 测算供需改善后煤电产业链利润重分配后的动力煤合理价格位置 .....	26
图 35: “能源—一次高纯铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”的完整产业链 .....	27
图 36: 公司铝产业链布局情况 .....	27
图 37: 防城港氧化铝项目股权结构 (截至 2025 年 3 月) .....	28
图 38: 西南地区氧化铝供需对比 (万吨) .....	28
图 39: 公司黄金业务稳定增长 .....	29
图 40: 公司金矿储量可观 .....	29
表 1: 2025 年特高压可研招标情况 .....	11
表 2: 我国十四五特高压工程进度 .....	12
表 3: 近期光伏反内卷重点事件梳理 .....	16
表 4: 本轮光伏反内卷与上一轮的差异比较 .....	18
表 5: 新特能源目前产能在 30 万吨左右 .....	20
表 6: 目前公司煤炭核定产能共计 7400 万吨/年 .....	22
表 7: 疆电外送规模持续上升 .....	24
表 8: 国家政策端持续推动新疆煤化工工业发展 .....	24
表 9: 公司准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目盈利测算表 .....	26
表 10: 公司利润敏感性分析 .....	30

## 特变电工：从新疆到全球，输变电龙头迈向能源产业链巨头

特变电工股份有限公司创始于 1993 年，1997 年 6 月在上海证券交易所上市，成为我国第一家变压器行业上市公司。经过多年发展和扩张，公司主营业务从输变电变为输变电、新能源、能源、新材料四大核心业务以及其他相关业务，其中，输变电业务包含提供变压器及其他输变电设备；新能源业务包含多晶硅、逆变器、SVG 等产品的生产与销售；传统能源业务主要包括煤炭的开采与销售、电力及热力的生产和销售；新材料业务包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品的研发、生产和销售。

截至 2025 年 9 月 30 日，新疆特变电工集团有限公司持有公司 11.50% 股份，为公司第一大股东。公司实控人为张新先生，现任公司董事长，其通过持有新疆特变电工集团有限公司 40.08% 的股权间接对特变电工进行控股。

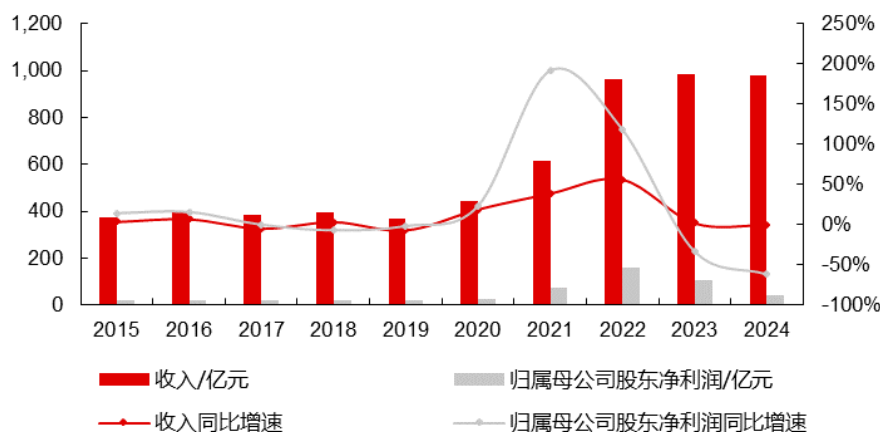
图 1：截至 2025 年 9 月 30 日公司股权结构图



资料来源：Wind，长江证券研究所

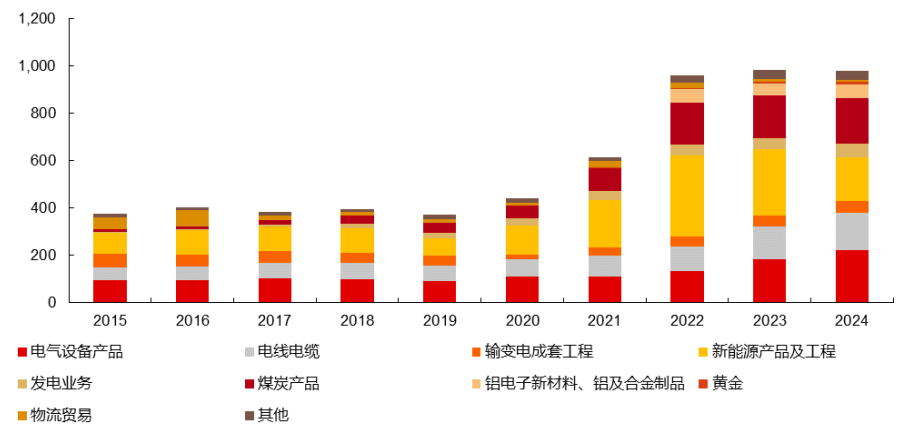
从历史经营来看，随着公司不断发展已有业务和拓展新的业务，公司经营规模过去持续扩大：收入规模从 2015 年的 375 亿元增长至 2024 年的 979 亿元，归属母公司股东净利润从 2015 年的 19 亿元增长至 2024 年的 41 亿元。同时，分业务看，公司输变电、新能源、能源、新材料四大核心业务均实现较快增长。

图 2：公司过往经营情况



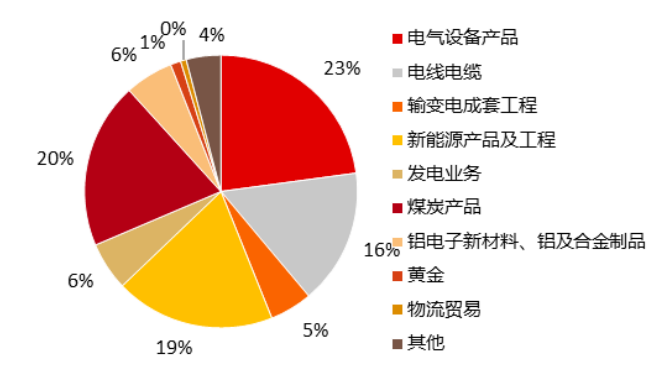
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：公司分业务收入情况（亿元）



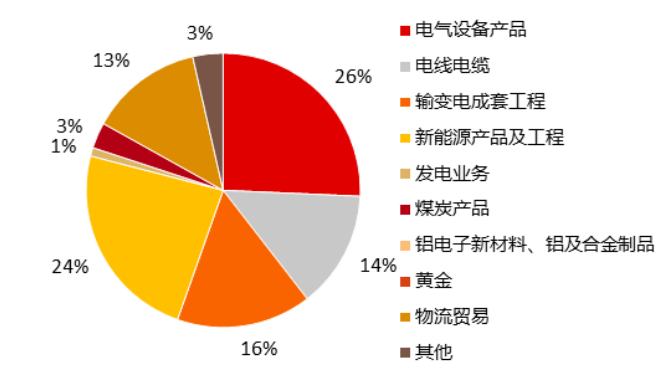
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司分产品收入结构（2015 年）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 5：公司分产品收入结构（2024 年）

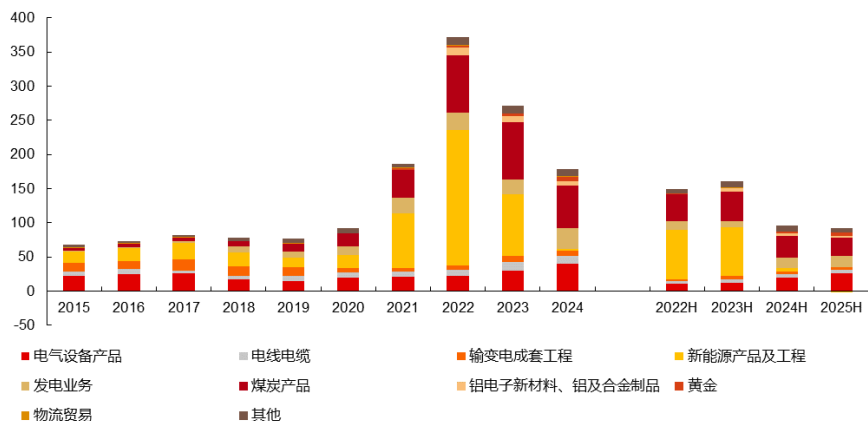


资料来源：公司年报，长江证券研究所

此外，从近 2-3 年看，公司经营出现一些波动，2023、2024 年公司归属母公司股东净利润分别为 107、41 亿元，分别同比下降 33%、61%。分业务具体拆分看，2023、2024 年公司新能源产品及工程、煤炭产品两大业务是利润出现波动的主要原因，新能源产品及工程 2023、2024 年毛利润均出现下降，煤炭产品 2024 年毛利润出现下降，预计主要因硅料、煤炭价格的下降所致；从 2025H 看，新能源产品及工程、煤炭产品对利润的影响预计基本触底。

我们认为当前时点，公司输变电、新能源、能源、新材料四大核心业务均有望同步向上，输变电持续受益电网建设和出口景气，新能源和能源有望受益硅料、煤炭价格变动；并且公司积极拓展能源一体化业务，未来有望带来增量贡献。

图 6：公司分业务毛利润情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 输变电：产业龙头，特高压与海外驱动增长 变压器龙头企业，已实现输变电品种全覆盖

特变电工作为国内输变电装备制造龙头企业，已形成覆盖全电压等级、全产业链的完整产品体系，涵盖变压器、开关设备、电容器、电缆及国际成套系统集成等多个环节，广泛应用于国家电网、南方电网、新能源发电、轨道交通、石化冶金及国际重点电力工程建设中。

在变压器产品方面，公司拥有从直流换流变压器、平波电抗器，到交流电力变压器、电抗器及特种变压器的全系列产品，电压等级覆盖 500kV 至 1000kV 的超特高压领域，具备大容量、高可靠性、低损耗等优势。直流换流变压器和平波电抗器主要服务于特高压直流输电工程，提升长距离、大容量输电效率；交流电力变压器与电抗器则广泛应用于交流电网和发电站建设；特种变压器产品则在化工、冶炼、机车牵引等工业领域具有成熟应用，形成公司在差异化市场的竞争优势。此外，公司还提供干式变压器、箱变及配电变压器，服务于配电网电压转换与终端用电需求。最终，公司形成了从发电到用电、中低压到超特高压变压器的全覆盖产品链。

图 7：公司特种变压器产品



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 8：公司箱式变压器产品



资料来源：公司年报，长江证券研究所

在开关设备与电容器领域，公司重点布局 GIS、环网柜等高压开关成套设备，同时生产油浸式高压并联电容器、滤波电容器及特高压直流输电用交流滤波电容器组，能够有效增强电力系统稳定性并提升输电能力。这些产品广泛服务于 50Hz/60Hz 的交流电力系统，在国内外超高压、特高压工程建设中均有大规模应用。

在电缆产品方面，公司提供 500kV 及以下电力电缆、导线与控制电缆，广泛应用于架空线路、城市配电及自动化控制系统。尤其是 500kV 电力电缆已在国内抽水蓄能、水电及大型城市供电工程中发挥关键作用，产品性能指标达到国际先进水平。

此外，公司还具备国际成套系统集成能力，能够提供从电站、变电站到输电线路的交钥匙工程服务，实现从设计、制造到施工、调试、运维的全流程覆盖。这一能力不仅增强了公司在国内特高压与电网改造项目中的整体解决方案优势，也成为其拓展“一带一路”沿线及海外市场的重要优势。

图 9：油浸式高压并联电容器



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 10：国际输变电项目成套工程建设



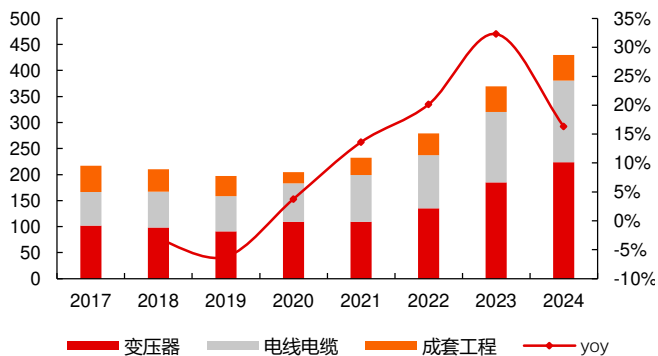
资料来源：公司年报，长江证券研究所

整体来看，特变电工的输变电设备业务以全电压等级、全品类覆盖为核心竞争力，既在特高压直流、交流变压器等高端产品上保持技术领先，又在配电网、特种工业等细分领域形成差异化优势，为公司在国内外电力基础设施投资加速的背景下提供了坚实的增长动能。

从输变电产业板块表现来看，近几年公司营收呈现出较为稳健的上升趋势。2020-2024 年间，公司输变电产业收入实现了连续增长，2022-2023 年更是保持了高达 20%、32% 的同比增速，2024 年继续维持 16% 的较快增速。分产品看，变压器依旧是核心收入来源，规模持续扩张；电线电缆在 2022-2024 年快速放量，成为拉动收入增长的重要组成部分；成套工程业务虽有波动，但整体规模保持稳定，对收入形成一定支撑。

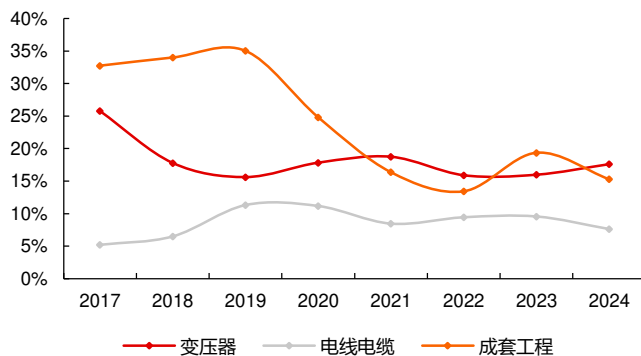
毛利率方面，整体水平近几年呈现一定的波动。变压器毛利率从 2017 年的 25.75% 逐步下降至 2024 年的 17.58%，主要反映出原材料价格波动及市场竞争加剧的影响；电线电缆毛利率长期处于较低水平，2024 年约为 7.62%；成套工程毛利率波动较大，受项目结构及交付节奏影响显著，但整体仍保持在 15% 左右。总体来看，公司输变电产业的盈利能力在经历阶段性下行后逐步企稳，收入端的持续扩张有望为未来盈利恢复奠定基础。

图 11: 公司输变电产业相关产品营收 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 公司输变电产业相关产品毛利率

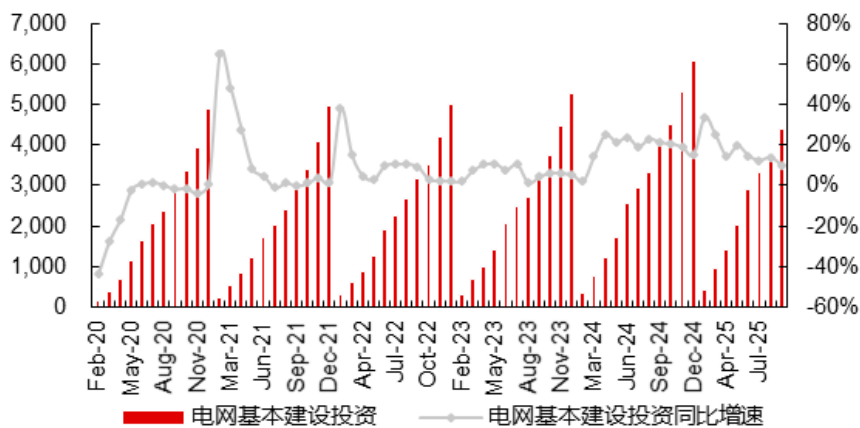


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 国内特高压工程带来强劲发展动能

近年电网基本建设投资整体呈现出“波动中走强、持续加码”的趋势。2019-2020 年投资增速偏弱，单月增速多为负值或低个位数徘徊；自 2021 年起，在“碳中和”目标与新型电力系统建设驱动下，投资力度显著提升。2024 年在电网重点工程的驱动下，投资增速超过 10%。2025 年以来延续高景气，1-9 月累计投资同比增长 9.9%，显示出国家在电网建设方面的投入增长较快。

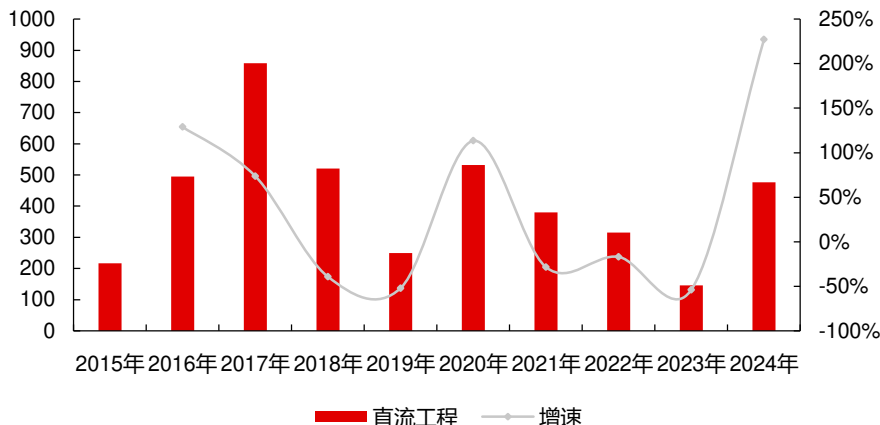
图 13: 我国电网基本建设历史月度累计投资额 (亿元) 和同比增速



资料来源: 国家能源局, 长江证券研究所

从历年数据来看，直流工程投资呈现出明显的周期性波动，但整体规模始终维持在电网投资中的重要地位。2015-2017 年，随着我国特高压直流工程密集上马，直流投资从 216 亿元迅速提升至 858.9 亿元。2018-2019 年进入建设间歇期，投资额明显回落。2020 年随着雅中-江西等重点特高压直流工程的开工，直流投资额再度回升至 532.3 亿元，同比增长 113%。2021-2023 年受项目投运周期与新开工放缓影响，投资规模回落。2024 年随着陇东-山东、金上-湖北等一批工程的建设，直流投资再度大幅反弹，全年达到 476 亿元，同比大增 227%。展望未来，直流工程仍是“西电东送”“北电南供”战略的重要支撑，其投资波动直接体现了电网建设节奏与国家能源战略的推进力度，预计公司有望显著受益于这一趋势。

图 14：国家电网直流工程历年投资情况（亿元）



资料来源：国家电网，长江证券研究所

目前，待建成特高压工程依然有较大体量，其中，陕北-安徽、甘肃-浙江、阿坝-成都东、大同-天津南、烟威特高压等一批重点工程正在如火如荼的建设或者已经投运，蒙西-京津冀、藏东南-粤港澳等工程已获得国家发改委核准和主设备招标，攀西-天府南已经核准，南疆-川渝、巴丹吉林-四川、陕西-河南、库布齐-上海、青海海南外送、达拉特-蒙西、浙江特高压环网等工程正在加快推进前期可研工作。

2025 年以来，多个特高压项目进入可研阶段，例如内蒙古腾格里沙漠基地送电江西工程、松辽清洁能源基地送电华北工程等一批大项目得到可研启动，并且工期均要求在 2025 年 9 月底之前力争完成可研，预计有望支撑 2025-2026 年设备招标进一步放量。

表 1：2025 年特高压可研招标情况

工程名称	项目名称	工程规模	工期要求
练塘、东吴 1000kV 变电站主变扩建工程	练塘 1000kV 变电站主变扩建工程	新建主变 1 组。	2025 年 7 月完成可研；核准后 3 个月内完成初步设计，施工图设计。
	东吴 1000kV 变电站主变扩建工程	新建主变 1 组。	
皖鄂背靠背联网工程		新建±260kV 背靠背换流站 1 座，换流容量 300 万 kW。	2025 年 7 月完成可研；核准后 3 个月内完成初步设计，施工图设计。
烟威 1000 千伏特高压交流输电变电工程 (登州升压)	登州 500 千伏开关站升压工程	新建主变：远期 4 组；本期 2 组；1000kV 出线：远期 10 回；本期 4 回。	2025 年 9 月完成可研；核准后 3 个月内完成初步设计，施工图设计。
招远核电 1000 千伏送出工程	登州 1000 千伏变电站扩建工程	扩建 1000kV 出线间隔 2 个。	2025 年 9 月完成可研；核准后 3 个月内完成初步设计，施工图设计。
内蒙古腾格里沙漠基地送电江西工程		新建送端常规直流换流站 1 座、受端柔性直流换流站 1 座，±800kV，换流容量 800 万 kW。	2025 年 9 月力争完成可研；核准后 3 个月内完成初步设计，施工图设计。
松辽清洁能源基地送电华北工程		新建送端、受端柔性直流换流站各 1 座，±800kV，换流容量 800 万 kW。	2025 年 9 月力争完成可研；核准后 3 个月内完成初步设计，施工图设计。

鲁苏背靠背联网工程	新建±260kV 背靠背换流站 1 座，换流容量 300 万 kW。	2025 年 9 月力争完成可研；核准后 3 个月内完成初步设计，施工图设计。
蒙西 1000kV 变电站主变扩建工程	新建 1 组主变。	2025 年 10 月完成可研；核准后 3 个月内完成初步设计，施工图设计。

资料来源：国家电网，长江证券研究所

除以上项目外，目前依然至少有大同-乌兰察布-包头-巴彦淖尔、大同-达拉特-包头等特高压交流工程，以及乌兰布和-京津冀鲁、内蒙古-江苏、内蒙古-华东等特高压直流工程有待可研招标。

表 2：我国十四五特高压工程进度

类型	特高压项目	主体	预计设备招标时间	进展
直流	金上-湖北	国网	2023 年（已招标）	接近投运
	陇东-山东	国网	2023 年（已招标）	投运
	哈密-重庆	国网	2023 年（已招标）	投运
	宁夏-湖南	国网	2023 年（已招标）	投运
	陕北-安徽	国网	2024 年（已招标）	开工
	甘肃-浙江（柔直）	国网	2024 年（已招标）	开工
	蒙西-京津冀（柔直）	国网	2025 年	招标
	藏东南-粤港澳（柔直）	国网/南网	2025 年	招标
	陕西-河南	国网	2025 年	可研
	南疆-川渝（柔直）	国网	2025 年	可研
	巴丹吉林-四川（柔直）	国网	2025 年	可研
	腾格里-江西	国网	2026 年	可研
	松辽-华北	国网	2026 年	可研
	青海海南外送	国网	2025 年之后	可研
	库布齐-上海	国网	2025 年之后	可研
	乌兰布和-京津冀	国网	2025 年之后	规划
	松辽-华北	国网	2025 年之后	规划
	内蒙古-华东	国网	2025 年之后	规划
	内蒙古-江苏	国网	2025 年之后	规划
	甘肃-华南	国网/南网	2025 年之后	规划
交流	张北-胜利	国网	2022 年（已招标）	建成
	川渝特高压	国网	2023 年（已招标）	建成
	大同-怀来-天津北-天津南	国网	2024 年（已招标）	开工
	阿坝-成都东	国网	2024 年（已招标）	开工
	烟威	国网	2025 年（已招标）	开工
	南昌、长沙、荆门、菏泽特高压变电站主变扩建工程	国网	2025 年（部分已招标）	开工、可研
	达拉特-蒙西	国网	2025 年	可研
	浙江特高压环网	国网	2025 年	核准

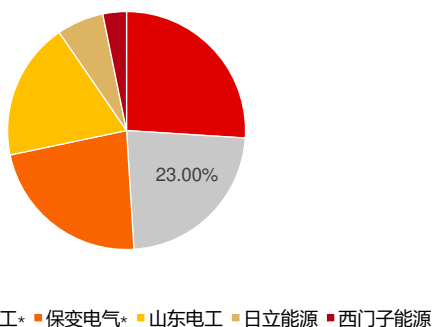
攀西-川南-天府南	国网	2025 年	核准
东吴、练塘特高压变电站 主变扩建工程	国网	2025 年	可研
烟威（登州升压）	国网	2025 年	可研
招远核电送出（登州扩建）	国网	2025 年之后	可研
蒙西扩建	国网	2025 年之后	可研
川渝特高压加强工程	国网	2025 年之后	可研
大同-乌兰察布-包头-巴彦淖尔	国网	2025 年之后	规划
大同-达拉特-包头	国网	2025 年之后	规划

资料来源：国家电网、南方电网、各省政府官网，长江证券研究所

特变电工在国家电网特高压设备领域保持了稳定且突出的市场份额，体现出其龙头地位。2023 年以来，在换流变压器环节，公司市场份额达到 23%，仅次于中国西电（26%），与保变电气（22.7%）几乎处于同一梯队，稳居行业前三。作为特高压直流输电工程的核心设备，换流变压器对技术与可靠性要求极高，特变电工凭借长期的技术积累与项目经验，保持了份额的稳定和领先。在交流变压器环节，特变电工优势更为突出，以 34.42% 的市场份额居于行业第一，显著领先于保变电气（23.94%）与山东电工（23.71%）。这一份额不仅反映了公司在大容量、特高压交流设备上的综合竞争力，也体现出其在国家重点电网工程中的稳定中标能力。

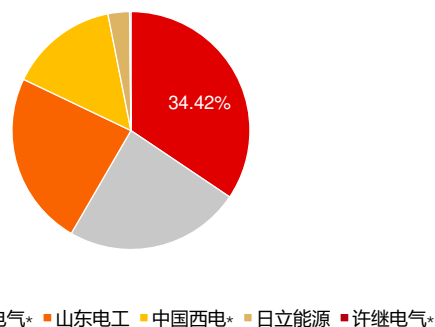
总体来看，特变电工在特高压两大核心设备——换流变压器与交流变压器上均占据了稳固份额，其中交流变压器市占率长期保持行业第一，换流变压器位列第一梯队。凭借较高且稳定的市场地位，公司已成为国家电网特高压建设中不可或缺的龙头厂商，未来有望继续受益于新一轮特高压投资加速。

图 15：2023 年以来国网特高压换流变压器份额



资料来源：国家电网，长江证券研究所

图 16：2023 年以来国网特高压交流变压器份额



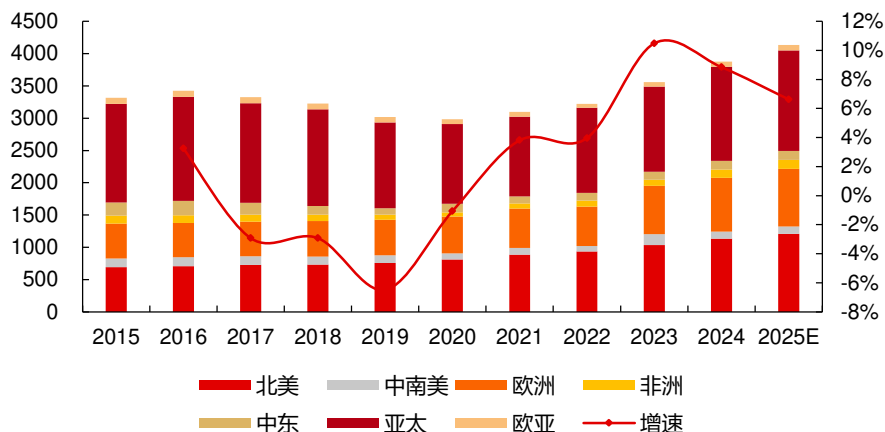
资料来源：国家电网，长江证券研究所

## 海外迎来需求增长与份额提升双击发展机遇

目前，全球电网投资规模呈现稳步扩张态势。根据 IEA 的预测，2025 年全球电网投资预计将达到 4133 亿美元，同比提升 6.6%，延续近几年的稳定增长趋势。从分区域表现看，2025 年预计北美地区电网投资规模达 1,210 亿美元；亚太地区电网投资额将达到 1,557 亿美元，继续保持领跑地位；欧洲市场 2025 年预计投资 891 亿美元，维持较大体量。同时，中东、中南美和非洲等新兴市场的投资规模亦在稳中上升，成为支撑全球

电网基础设施建设扩张的重要力量。这表明全球电网建设在传统成熟市场的持续投入与新兴市场的扩容共振下，未来发展潜力充足，行业需求将保持旺盛。

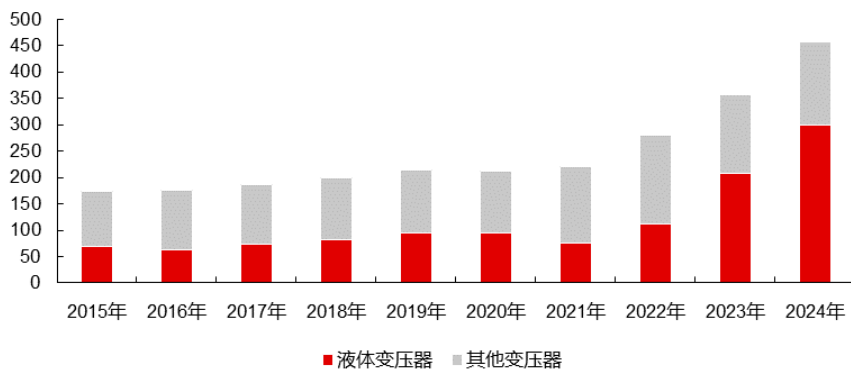
图 17：全球电网历史投资和 2025 年预期投资情况（亿美元）



资料来源：《word energy investment 2025》IEA，长江证券研究所

从我国出口情况看，我国变压器出口金额在过去十年呈现整体上行趋势，其中液体变压器和其他类型变压器共同推动了出口规模的增长。2015-2020 年间，出口金额总体处于较低水平且波动明显，液体变压器出口体量平稳，增长动力主要来自其他变压器。2021 年之后，随着海外电力基础设施建设加快及新能源相关需求释放，变压器出口显著提速，尤其是液体变压器，自 2022 年起进入快速增长阶段，2024 年出口金额接近 300 亿，已成为拉动整体出口的核心品类。

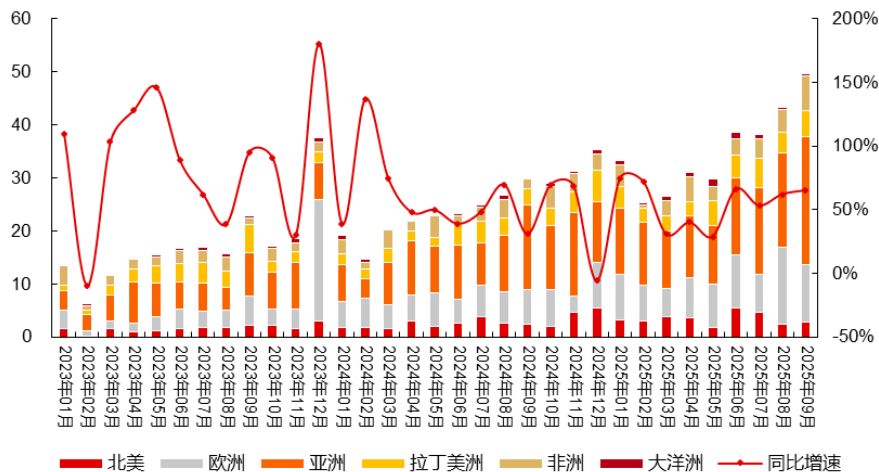
图 18：变压器出口金额（亿元）



资料来源：海关总署，长江证券研究所

具体看，液体变压器出口自 2022 年起进入快速上升通道，2023-2024 年连续两年实现 50% 及以上的增长，远高于前期水平，显示出液体变压器作为主力产品需求旺盛。区域分布上，亚洲和欧洲为主要市场，北美基数较低但增速较快。2025 年以来，出口增速仍维持在较高水平。同时，从欧美变压器进口情况来看，变压器进口需求近几年保持快速增长，并且从我国的进口额对进口总额的占比快速提升。

图 19：液体变压器出口情况（亿元）



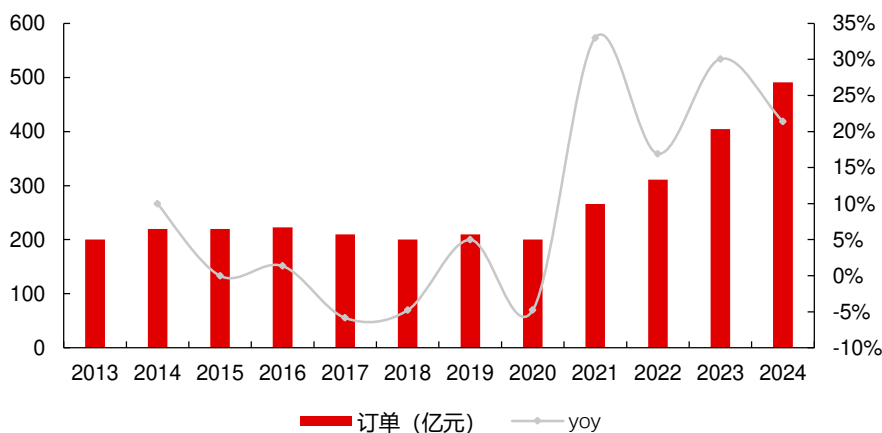
资料来源：海关总署，长江证券研究所

总体看，海外强劲的需求有望使得我国输变电产业优势公司加快走出去的步伐。特变电工作为龙头企业，有望深度受益于海外的需求景气周期。

### 输变电产业订单放量，印证国内外共振趋势

公司近年来在国内输变电市场的新签订单显著提速，显示出订单获取能力的持续增强。2013-2020 年，公司订单规模长期维持在 200 亿元左右，整体波动有限；但自 2021 年起，订单规模快速提升，2024 年达到 491 亿元，创下历史新高。尤其是近三年，订单同比增速分别达到 17%、30%与 21%的高增水平，反映出公司在特高压及输变电设备领域的核心竞争优势明显。整体来看，公司受益于电网投资扩张及行业景气度提升，在技术实力、品牌影响力和项目执行经验的支撑下，市场份额持续巩固。新签订单的高增长不仅凸显公司在国内市场的领先地位，也为后续营收和利润的稳定释放提供了坚实保障。

图 20：公司国内新增订单（亿元）

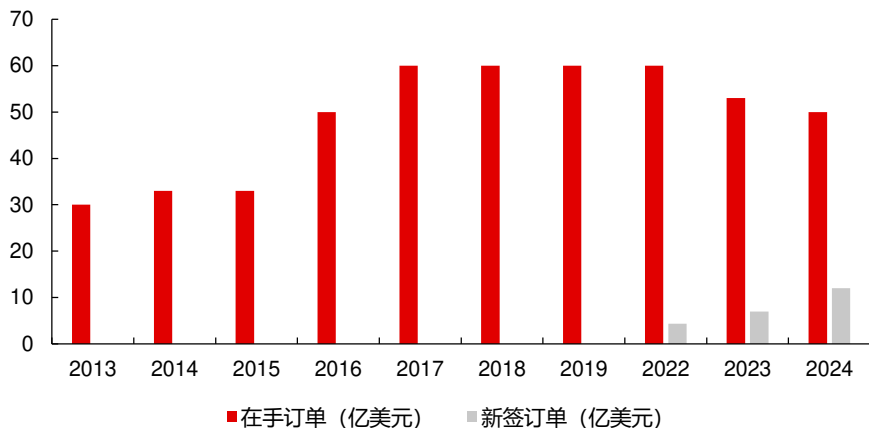


资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司国际在手订单和新签订单整体保持了较高的稳定性和韧性。海外在手成套订单方面，公司保持在 50 亿美元左右。新签订单方面，2022 年公司新签单机订单 4.36 亿美元，

2023 年提升至 7 亿美元，2024 年进一步升至 12 亿美元，展现出逐年上升的趋势，反映其海外市场开拓能力不断增强。

图 21：海外市场在手订单及新签订单（亿美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所 备注：在手订单为海外成套订单规模，新签订单为海外新签单机订单规模

## 硅料：反内卷进展积极价格修复，公司开工率提升空间明显

### 光伏反内卷成效初见，硅料价格修复可期

本轮光伏反内卷行动高层频频发声，推动反内卷自上而下落地，协会和企业积极响应政府号召落实相关要求。习总书记高度重视光伏行业健康发展，部委加速落实，最高层、工信部、发改委等部门态度明显更加重视光伏行业，指导意愿更直接、思路更明确。

表 3：近期光伏反内卷重点事件梳理

时间	主体/会议	事件
2025/6/24	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰	莅临晶澳科技邢台基地视察调研听取了光伏行业发展现状、企业面临问题、应对举措及发展建议等情况汇报。
2025/6/27	第十四届全国人大常委会	《中华人民共和国反不正当竞争法》通过第二次修订，将于2025年10月15日施行。本次修订重点要整治“内卷式”竞争，提出不得以低于成本的价格销售商品。
2025/6/29	人民日报	发文《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》，点名光伏组件、新能源汽车、储能系统的内卷式竞争，提出要深化要素市场化配置改革，主动破除地方保护市场分割。
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	会议强调要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。
2025/7/3	工信部部长李乐成、光伏企业座谈会	会议强调，要贯彻落实总书记重要指示批示精神，落实党中央、国务院决策部署，依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。工信部将进一步加大宏观引导和行业治理，强化标准引领和服务保障。
2025/7/15	国家发展改革委经济形势座谈会	晶澳科技出席国家发展改革委经济形势座谈会，杨爱青等四位企业主要负责人分别汇报了行业发展状况及相关建议，并一致表示，企业有决心、有底气在党中央的领导下，攻坚克难，实现突破性发展。
2025/7/24	国家发展改革委、市场监管总局	《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见，提出“合政府价格管理方式变化，明确政府指导价不局限于基准价及其浮动幅度的形式”以及“完善低价倾销的认定标准，

		规范市场价格秩序，治理‘内卷式’竞争”。
2025/7/24	光伏行业供应链发展(大同)研讨会	多晶硅材料制备技术国家工程实验室主任严大洲在主旨报告中表示，近年来多晶硅综合能耗持续降低，正在推进修订多晶硅单位产品综合能耗标准，目前多晶硅单位产品综合能耗1级、2级、3级分别为 $\leq 7.5$ (单位: kgce/kg)、8.5和10.5，拟修订后对应标准为 $\leq 5$ 、6和7.5，以实现推动落后产能出清。
2025/7/25	2025年上半年发展回顾与下半年形势展望研讨会	工业和信息化部电子信息司二级巡视员吴国纲在发言中表示，将强化标准引领和知识产权保护，助力产业技术创新，充分发挥标准对光伏产业高质量发展的引领作用，加强标准工作顶层设计，强化全产业链协同，增加先进标准供给，提升标准实施效能，完善检测标准以及知识产权体系，常态化开展质量抽查工作。
2025/7/25	2025年上半年发展回顾与下半年形势展望研讨会	光伏组件期货的交易单位拟定为720块组件/手(约45.36万千瓦)，报价单位为元/千瓦，最小变动价位为0.5元/千瓦，涨跌停板幅度为上一交易日结算价+4%，最低价值保证金为合约价值的5%。
2025/7/29	多晶硅产业闭门会议	多家多晶硅企业高层就并购整合方案进行探讨，且初步达成共识。
2025/7/30	中共中央政治局召开会议	纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。
2025/7/31	2025年度多晶硅行业专项节能监察任务清单	各地工业和信息化主管部门按照《通知》要求抓紧组织实施，于2025年9月30日前将监察结果报送至工业和信息化部（节能与综合利用司）。
2025/7/31	国家发展改革委召开上半年发展改革形势通报会	纵深推进全国统一大市场建设，破除“内卷式”竞争，深入推进招标投标制度改革，规范地方招商引资行为，推动要素顺畅流通，促进民营经济健康发展、高质量发展。
2025/8/19	工业和信息化部、中央社会工作部、国家发展改革委、国务院国资委、市场监管总局、国家能源局联合召开光伏产业座谈会	深入学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神，贯彻落实党中央、国务院决策部署，进一步规范光伏产业竞争秩序。加强产业调控；遏制低价无序竞争；规范产品质量；支持行业自律。
2025/8/22	中国光伏行业协会	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。
2025/9/4	两部门印发《电子信息制造业2025-2026年稳增长行动方案》	在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展，依法治理光伏等产品低价竞争。引导地方有序布局光伏、锂电池产业，指导地方梳理产能情况。实施光伏组件、锂电池产品质量管理，深入落实《光伏制造行业规范条件》等文件，强化与投资、金融、安全等政策联动，推动行业技术进步。
2025/9/11	包头硅业大会	多晶硅单位产品综合能耗1级、2级、3级分别为 $\leq 7.5$ (单位: kgce/kg)、8.5和10.5，修订后对应标准为 $\leq 5$ 、6和6.5(单位: kgce/kg)
2025/9/16	国家标准委	征求《硅多晶和锗单晶单位产品能源消耗限额》《硅单晶单位产品能源消耗限额》《晶硅光伏组件和逆变器能效限定值及能效等级》意见稿
2025/9/16	国家发展改革委	落实习总书记重要指示批示精神，认识纵深推进全国统一大市场建设的时代背景和重大意义，把握纵深推进全国统一大市场建设的基本要求，坚定落实纵深推进全国统一大市场建设各项部署。
2025/10/9	国家发展改革委、市场监管总局	公告明确了治理价格无序竞争有关细节举措：指出经营者定价基本依据应包括生产经营成本，行业协会可调研评估行业平均成本为经营者合理定价提供参考，经营者不得以低于成本的报价竞标，保障产品和服务质量。惩罚措施亦明确，发展改革&市场监管部门对涉嫌价格无序竞争的经营者进行提醒告诫、仍未规范价格行为的经营者予以重点关注，必要时开展成本调查、价格监督检查，发现价格违法违规问题的，依法予以查处。

资料来源：中国政府网，国家发改委，工信部，人民日报，新华社，智汇光伏，SMM 光伏视界，Solarzoom，晶澳科技公众号，能源一号，长江证券研究所

本轮反内卷已是第二轮。第一轮发生于去年 Q4，核心举措为光伏行业协会组织召开企业座谈会，各环节主流企业就产量施行配额制达成公约。配额制的施行带动了年关前后

产业链价格的企稳修复，加上今年 3-4 月国内抢装，产业链价格进一步上行。不过，随着抢装结束，行业实际需求明显低于配额规则背后假设的需求假设，导致产业链价格重新触底，各环节又回到亏现金附近状态。因而第一轮反内卷，效果有限。

对比去年 Q4 的第一轮，如今的第二轮反内卷，从“治理企业低价无序竞争”、“推动落后产能有序退出”两方面出发，方案更成熟、务实，目标达成时间节点也更清晰。鉴于光伏是反内卷相关行业中供需失衡最严重、盈利压力最大的行业之一，本轮的政治高度也显著高于第一轮，落地的可能性更高。

表 4：本轮光伏反内卷与上一轮的差异比较

		本轮（今年6月底以来）	第一轮（去年Q4）	
政企态度	政府	顶层定调	2025/7/1，中央财经委员会第六次会议，强调要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 2025/8/1，中共中央政治局会议，提出要依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为	2024/7/30，中共中央政治局会议，强调要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道
		发改委	2025/7/15，晶澳科技出席国家发展改革委经济形势座谈会 2025/7/24，《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见，提出“明确政府指导价不局限于基准价及其浮动幅度的形式”	
	工信部	2025/7/3，工信部部长主持光伏企业座谈会，要贯彻落实总书记重要指示批示精神，落实党中央、国务院决策部署 2025/8/19，六部委召开光伏产业座谈会，深入学习北京召开光伏行业高质量发展座谈会，针对行业供需矛盾和盈利压力，提出一系列工作建议 中央、国务院决策部署，进一步规范光伏产业竞争秩序。	2024/5/17，工信部电子信息司指导下，光伏协会在	
	其他	2025/6/27，全国人大常委会，《中华人民共和国反不正当竞争法》通过修订，重点整治“内卷式”竞争，提出不得以低于成本的价格销售商品 2025/8/22，中国光伏行业协会发出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	2024/10/14，光伏行业协会组织，企业就“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道”及行业健康发展达成共识	
	企业	提出方案并合力推动，快速推动价格上涨	就反内卷达成共识，稳步推动价格上涨	
具体举措	产能/产量	限产措施	硅料收并购方案	协会组织召开关于促进光伏产业高质量可持续发展专题座谈会，就防止“内卷式”恶性竞争主题进行探讨。与会企业已达成配额公约并签字
		行业标准制定	国家标准委发布硅多晶和锗单位产品能源消耗限额修订征求意见稿	《光伏制造行业规范条件（2024年本）》（征求意见稿），提高除多晶硅外其他环节最低资本金比例要求；收紧主产业链各环节电耗、水耗标准；提高现有、新建和改扩建项目的技术指标要求；对于存量产能约束力有限

价格	限制最低价	《中华人民共和国反不正当竞争法》通过第二次修订, 提出不得以低于成本的价格销售商品;《中华人协会呼吁低于成本投标中标涉嫌违法, 定期发布组民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》公开征求意见, 规范市场价格秩序, 治理‘内卷式’竞争”	
	出口退税	部分企业建议全面取消出口退税	自2024年12月1日起将光伏电池、组件出口退税率由13%下调至9%
其他	需求刺激、产品创新等	光伏治沙、绿电直连、绿氢等	陕西省提出光伏领跑计划、《光伏组件出口产品低碳评价要求(征求意见稿)》发布

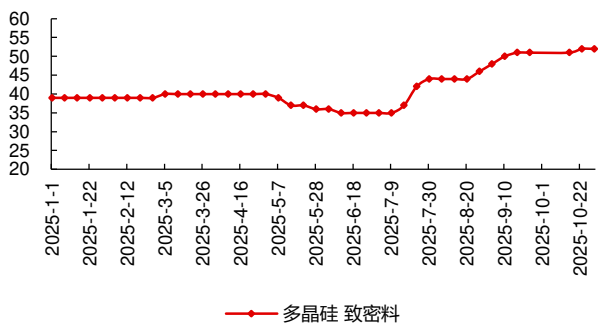
资料来源: 发改委, 工信部, 国家能源局, 中国光伏行业协会, 硅业分会, 长江证券研究所

第二轮反内卷, 若硅料收并购方案未如期形成最终方案, 或者方案执行过程中遇到的阻力高于预期, 实现效果低于预期, 则不排除还有第三轮, 政策端通过收紧行业标准要求、加大对金融机构信贷管控等手段, 提高约束力, 最终达成供需改善效果。

总之, 我们认为目前光伏供需改善、贝塔修复的大方向明确, 不论方式、节奏如何, 行业盈利水平终将得到修复。

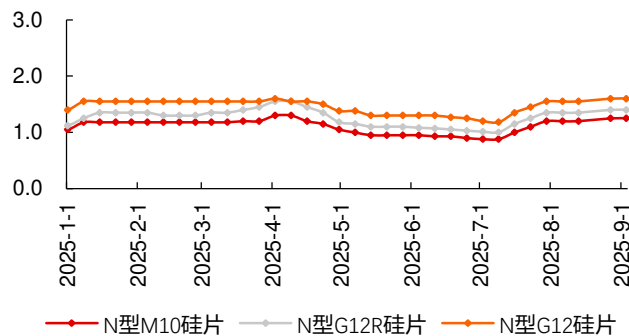
我们已经观察到反内卷已经有了初步效果。从价格方面来看, 硅料企业以“不能低于全成本”为原则, 大幅上调了硅料报价, 成交价格已经明显上涨; 硅片价格也已经明显上涨, 一方面是政策支持下市场信心恢复, 另一方面是硅料价格上涨带来成本支撑; 电池和组件价格也有所上行, 但完全传导仍需时间。从收并购方面来看, 硅料企业在7月底的闭门会上探讨了收并购的方案, 并且初步达成了共识。

图 22: 7月初以来硅料成交价快速上涨



资料来源: InfoLink Consulting, 长江证券研究所 单位: 元/kg

图 23: 7月初以来硅片成交价快速上涨

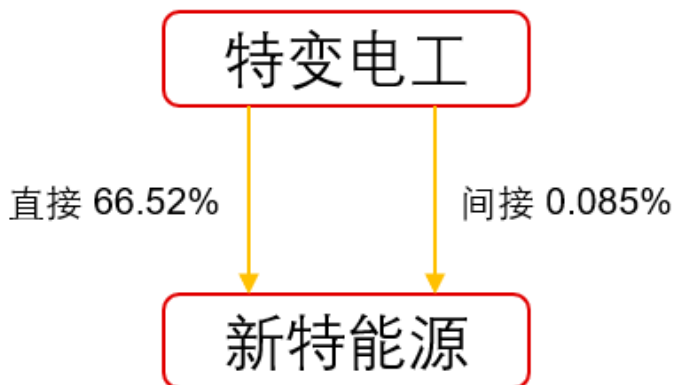


资料来源: InfoLink Consulting, 长江证券研究所 单位: 元/片

## 硅料产能分布在疆蒙地区, 电价低带来成本优势

对于特变电工而言, 通过子公司新特能源参与硅料业务。特变电工直接持有新特能源 66.52%的股权, 间接持有新特能源 0.085%股权, 合计股权比例在 66.605%左右。

图 24：特变电工合计持有新特能源 66.605%左右股权



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：截至 2025 年半年报

新特能源硅料产能目前合计 30 万吨，分别分布在新疆甘泉堡、新疆准东以及内蒙包头三地。新疆、内蒙电价水平处于较低水平，使得公司硅料生产成本相对较优。其中甘泉堡基地产能历史较久，2021-2022 年通过技改和扩产，产能达到 10 万吨左右；包头基地为 2022 年下半年建成的产能；准东基地 2023 年上半年投产，是公司最新的硅料产能。

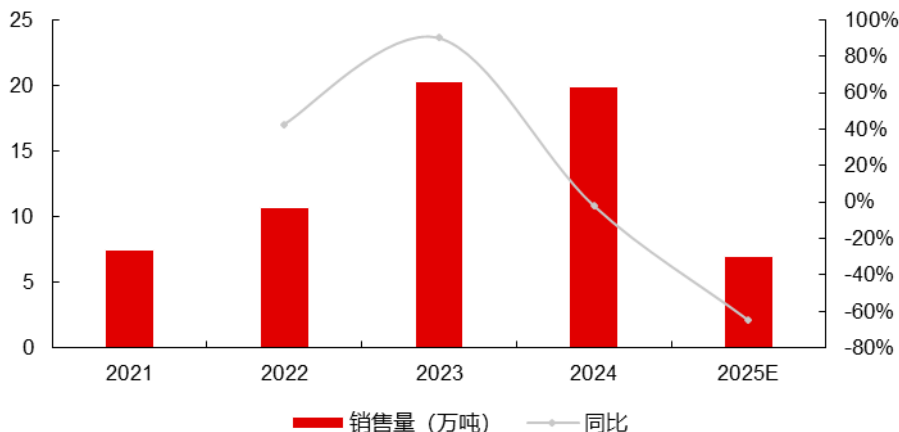
表 5：新特能源目前产能在 30 万吨左右

公司	项目投产	当前	新增	投产节奏
新特能源	新疆甘泉堡基地	10		2021 年-2022 年实施技改，产能增加至 10 万吨
	新疆准东一期	10		2023 年投产
	包头一期	10		2022/6 月投产，9 月份进行产出，10 月起满产

资料来源：公司公告，长江证券研究所

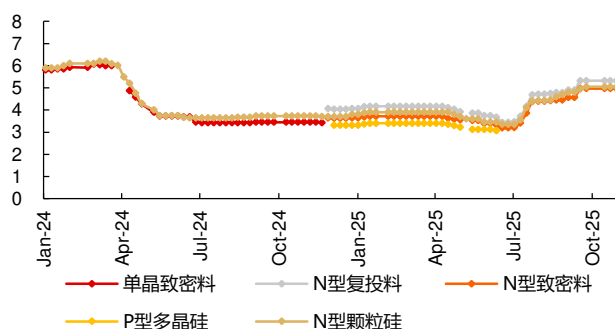
由于硅料行业盈利较差影响，公司 2024 年起降低开工，随着行业修复，开工率弹性较大。新特能源 2024 年相较 2023 年销量基本没有变化，但是考虑到公司准东产能 2023 年投产，已经反映了公司开工率有所降低。实际上，硅料行业自 2024 年 Q2 起，硅料价格跌破行业现金成本线，硅料行业降开工明显。

图 25：新特能源 2024 年、2025 年硅料销量预计有所降低



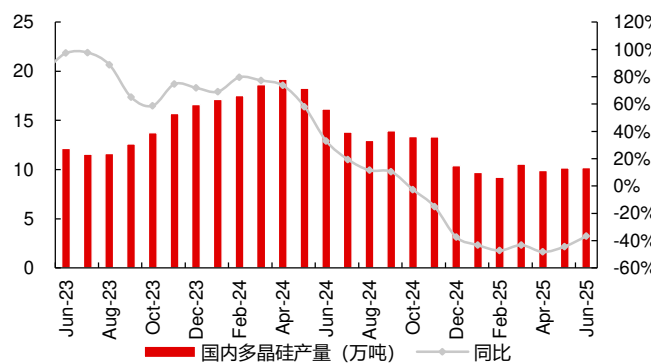
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：2024 年 4 月起硅料价格跌破行业现金成本线



资料来源：硅业分会，长江证券研究所 单位：万元/吨

图 27：硅料行业 2024 年 5 月开始降开工



资料来源：硅业分会，长江证券研究所

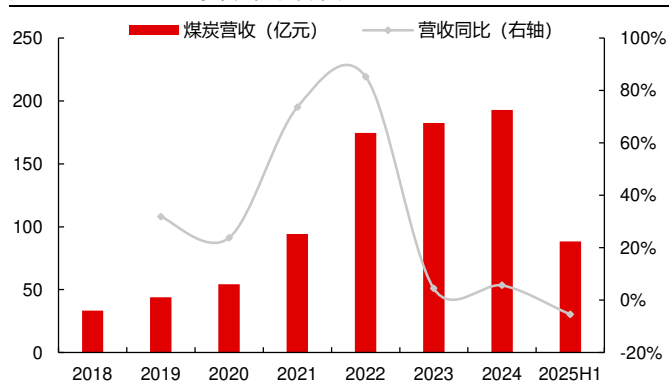
## 煤炭：疆内龙头，煤炭煤电煤化工一体成长可期

### 煤炭产能规模居疆内前列，盈利相对稳定

依托疆内丰富煤炭资源，公司当前煤炭核定产能达到 7400 万吨/年，居于疆内煤炭企业产能规模前列。新疆自治区煤炭资源丰富，全区预测煤炭资源量 2.19 万亿 t，占全国总预测储量的 40% 以上，居全国首位，累计查明资源量 4500.4 亿 t，居全国第 2，并且大多是整装待开发煤田，储量大、埋藏浅、开采条件好、煤炭种类齐全，已逐步形成准噶尔、吐哈、伊犁、库拜、和丰等五大煤田，是我国煤炭生产力西移的重要承接区和战略性储备区。公司煤炭矿区位于新疆准东煤田，煤种以动力煤为主，公司煤炭储量丰富，资源品质高，是新疆准东煤田最具有优先开采条件的矿区之一。截至 2025 年上半年，公司煤炭核定产能共计 7400 万吨/年，居于疆内煤炭企业产能规模前列，其中南露天煤矿核定产能 4000 万吨/年、将军戈壁二号露天煤矿核定产能 3000 万吨/年、将军戈壁一号露天煤矿核定产能 400 万吨/年。

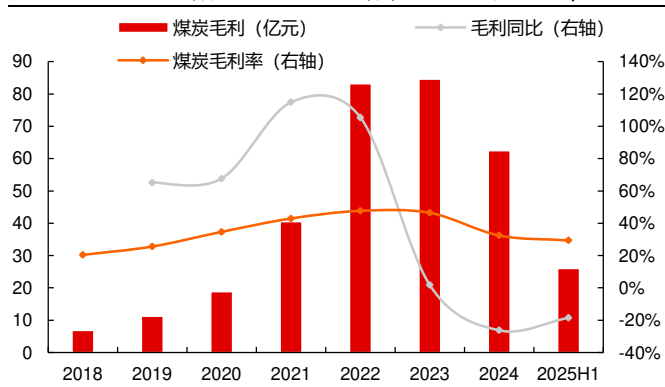


图 29: 2025H1 公司煤炭板块营收同比-5%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

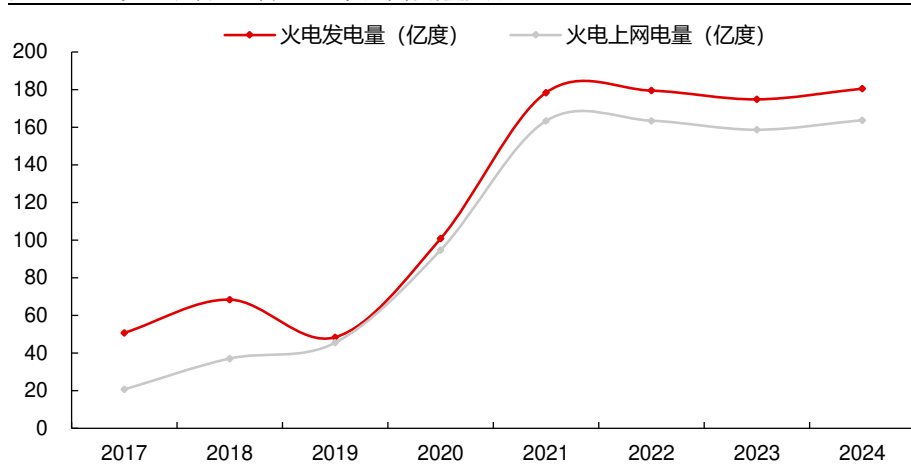
图 30: 2025H1 毛利同比-18.4%，毛利率 29.4%，同比-4.7pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

此外，公司坚持煤电一体化发展，进一步平滑盈利。截至 2025 年上半年，公司已投资建设昌吉 2×350MW 热电联产、准东北一 2×660MW “疆电外送” 电厂、巴州 2×350MW 热电联产电厂和准东 2×660MW 电厂等项目，当前公司火电装机达 5040MW（含自备电厂），为“西电东送”能源基地与煤炭保供提供了可靠保障。

图 31: 公司火电发售电量自 2019 年以来有明显提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 新疆战略地位提升，煤炭及下游产业蓬勃发展

国家赋予新疆打造“三基地一通道”的重要战略定位，即：建设国家大型油气生产加工和储备基地、大型煤炭煤电煤化工基地、大型风电基地、国家能源资源陆上大通道。在《国家中长期能源发展战略规划纲要(2021—2035 年)》、《国家“十四五”现代能源体系规划》以及《国家“十四五”煤炭清洁开发与利用规划》中也明确统筹推进将新疆作为五大煤炭供应保障基地之一进行建设。从而近年新疆煤炭产量呈现高增长，带动疆煤外运量。

### 具体来看：

- **煤电：新疆发电量稳步增长，近七成电量来源于火电。**2024 年，新疆发电量为 5313 亿千瓦时，同比增加 8.2%；其中火力发电量为 3873 亿千瓦时，同比增加 2.2%。  
除了供给疆内工业发展所需用电外，疆电外送也是近年重点发展的项目，如 2025 年 6 月投运的哈密—重庆±800 千伏特高压直流输电工程，形成疆电外送的第五

通道，并且“疆电外送”第三条交流通道——若羌-羚羊 750 千伏输变电工程已于 2025 年 9 月中旬正式开工建设，预计于 2027 年投运，届时新疆将形成“三交三直”疆电外送通道新格局。

表 7：疆电外送规模持续上升

投运时间	项目	状态	输电容量	类型	意义
2010 年 11 月	哈密-敦煌	投运		交流	第一个疆电外送项目，结束新疆电网孤网运行的历史
2013 年 6 月	烟墩-沙洲	投运	300	交流	疆电外送能力提升至 300 万千瓦
2014 年 1 月	哈密南-郑州	投运	800	直流	新疆电网跨入特高压时代
2019 年 9 月	昌吉-古泉	投运	1200	直流	大幅提升疆电外送的容量和距离
2025 年 6 月	哈密-重庆	投运	800	直流	疆电入渝工程
2025 年 9 月中旬 (开工时间)	若羌-花土沟	在建	180	交流	预计 2027 年投运，建成后疆电外送将形成“三交三直”格局

资料来源：全国电力设备管理网，新疆新闻网，新疆发改委，国家能源局，长江证券研究所

➤ **煤化工：**目前煤化工以准东、伊犁、哈密等为主的煤化工产业园区为核心展开。新疆准东经济技术开发区是我国四个现代煤化工产业示范区之一，依托准东煤田规划建设。伊犁地区是新疆现代煤化工产业发展的先行区，庆华煤制气项目是“十二五”时期建成投产的我国第一个煤制天然气项目。“十四五”时期，新疆将继续推动现代煤化工产业高质量发展，重点发展准东、哈密地区的煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤炭分质综合利用等现代煤化工项目。

表 8：国家政策端持续推动新疆煤化工工业发展

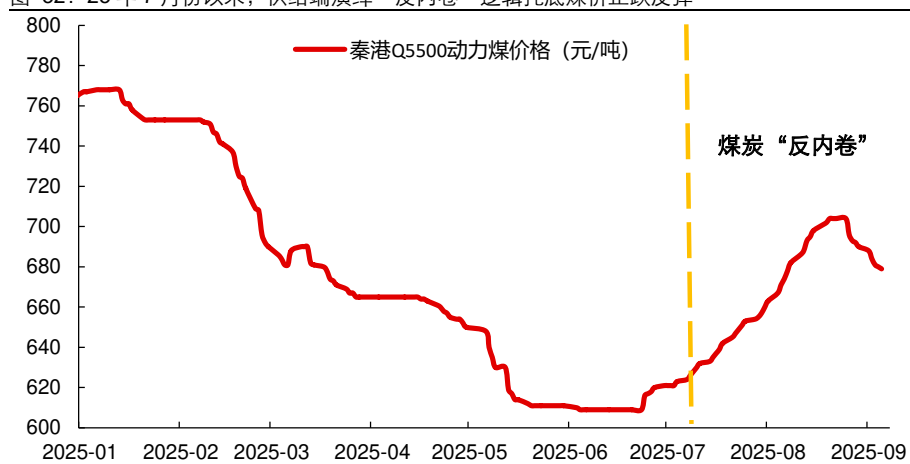
发布时间	发布单位	政策名称	具体内容
2017/3	国家发改委和工信部	《现代煤化工产业创新发展布局方案》	深入开展产业技术升级示范、规划布局现代煤化工产业示范区等重点任务。
2021/12	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2021 年本)》	新疆维吾尔自治区：煤制聚甲醛、煤经甲醇制烯烃、合成气制草酸酯、草酸酯加氢、合成气一步法制乙二醇等煤制乙二醇产业技术升级示范应用等。规范项目管理,加强规划布局引导,加大科技创新力度,推动绿色低碳。
2021/6	新疆维吾尔自治区发改委	《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	建设国家大型煤炭煤电煤化工基地。依托准东、哈密等大型煤炭基地一体化建设,稳妥推进煤制油气战略基地建设;有序发展现代煤化工产业。
2021/7	哈密发改委	《哈密市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	实施现代煤化工重大工程。积极发展以煤炭提质、分级液化、煤制天然气、煤制氢等为主线的煤油电气多联产,建设煤炭清洁高效利用示范基地。
2021/11	昌吉发改委	《昌吉回族自治州国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快建设准东现代煤电煤化工创新产业示范区。优先发展煤制烯烃、煤制乙二醇,有计划推进煤炭分级分质利用、煤制天然气等项目建设,积极谋划发展煤制油和煤制芳烃。
2021/12	伊犁发改委	《伊犁哈萨克自治州国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	立足现有煤化工产业规模,延伸产业链条,建设全疆重要的煤炭煤化工基地。着力发展绿色高效、环境友好型的现代煤化工产业,提高终端产品性能和附加值。

资料来源：Wind，工信部，国家发改委，各级政府发改委，长江证券研究所

## “反内卷”修复煤价预期，产能核增&煤制气成长可待

“反内卷”修复煤价预期，预计未来港口煤价中枢位置或约在 749~776 元/吨。2025 年上半年煤价快速下跌，2025 年 7 月国家能源局发布《关于组织开展煤矿生产情况核查的通知》，其中指出“部分煤矿存在‘以量补价’超产能生产现象，扰乱市场秩序，故而启动此次核查，强化产能管理，促进煤炭供应平稳有序。”，从而供给端演绎“反内卷”逻辑托底煤价止跌反弹。截至 2025 年 9 月 5 日，秦港 Q5500 动力煤价为 679 元/吨，较前期低点 609 元/吨回升 70 元/吨。从行业 ROE 回归以及产业链利润再平衡视角来看，一是，ROE 均值回归下的测算秦港 Q5500 动力煤价格应为 749 元/吨；二是，假设电价不变，测算供需改善后煤电产业链利润重分配后的动力煤合理价格位置在 776 元/吨，因此预计未来港口煤价中枢位置或约在 749~776 元/吨。

图 32：25 年 7 月份以来，供给端演绎“反内卷”逻辑托底煤价止跌反弹



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：ROE 均值回归下的测算秦港 Q5500 动力煤价格应为 749 元/吨

主要上市煤企吨煤指标&煤炭(长江)	2024A	折算25Q1数据
吨毛利 (元/吨)	254	吨毛利 (元/吨) 197
吨成本 (元/吨)	285	吨成本 (元/吨) 258
吨售价 (元/吨)	539	吨售价 (元/吨) 455
营业收入 (亿元)	10,297	营业收入 (亿元) 2,137
营业成本 (亿元)	6,971	营业成本 (亿元) 1,485
毛利 (亿元)	3,326	毛利 (亿元) 652
费用 (亿元)	1,141	费用 (亿元) 225
费用率	21%	费用率 20%
利润总额 (亿元)	2,185	利润总额 (亿元) 427
所得税 (亿元)	452	所得税 (亿元) 81
所得税率	21%	所得税率 19%
<b>吨净利 (元/吨)</b>	<b>111</b>	<b>吨净利 (元/吨) 86</b>

市场煤价 (元/吨)	关键假设: 净资产不变&量不变
秦港Q5500动力煤24A	855
秦港Q5500动力煤25Q1	721
秦港Q5500动力煤25Q2	632
<b>测算秦港Q5500动力煤中枢价格 (元/吨)</b>	<b>749</b>

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：详细测算见专题报告《“反内卷”形势下如何分析煤炭空间？》）

图 34：假设电价不变，测算供需改善后煤电产业链利润重分配后的动力煤合理价格位置

指标	假设当前火电度电利润	假设长期火电盈利中枢	度电煤耗
单位	元/度	元/度	g/kwh
数值	0.044	0.023	300
秦皇岛动力煤价格 (元/吨)	25Q1均价 (元/吨)	721	
	截至7/25价格 (元/吨)	653	
<b>1</b>	<b>火电度电利润回归合理水平</b>		
	较25Q1涨价空间 (元/吨)	55	
	较最新煤价的增幅 (%)	18.9%	
	测算秦皇岛动力煤价格 (元/吨)	776	
<b>2</b>	<b>火电度电利润归零</b>		
	较25Q1涨价空间 (元/吨)	114	
	较最新煤价的增幅 (%)	27.9%	
	测算秦皇岛动力煤价格 (元/吨)	835	

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：详细测算见专题报告《“反内卷”形势下如何分析煤炭空间？》）

由于疆煤价格和港口价格存在一定联动性，因此若港口煤价中枢有望回升至上述水平，则对应疆煤价格中枢仍有一定修复空间。展望来看，煤价回升有望叠加公司新疆煤炭产能仍有一定核增预期，未来量增可观，远期煤炭业务盈利有望稳中有升。

此外，公司准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目得到国家发改委批复，规划投资约 170 亿元，建成后可优化公司煤炭业务的产业布局，有利于公司的长期发展。根据公司可行性研究报告，按照煤价 150-160 元/吨（含税，燃料煤 150 元/吨、原料煤 160 元/吨）测算，当 SNG/LNG 销售价格 在 2.2/2.31/2.42/2.53/2.64/2.75 元/立方米时，对应利润总额分别达到 9.61/11.80/13.99/16.18/18.37/20.56 亿元。

表 9：公司准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目盈利测算表

SNG/LNG 价格 (含税, 元/m <sup>3</sup> )	2.2	2.31	2.42	2.53	2.64	2.75
年营业收入 (亿元)	48.57	50.81	53.05	55.29	57.52	59.76
年利润总额 (亿元)	9.61	11.80	13.99	16.18	18.37	20.56
财务内部投资收益率 (税后) (%)	6.54	7.66	8.73	9.76	10.75	11.71
投资回收期 (税后, 含建设期)	12	11.23	10.58	10.02	9.55	9.13

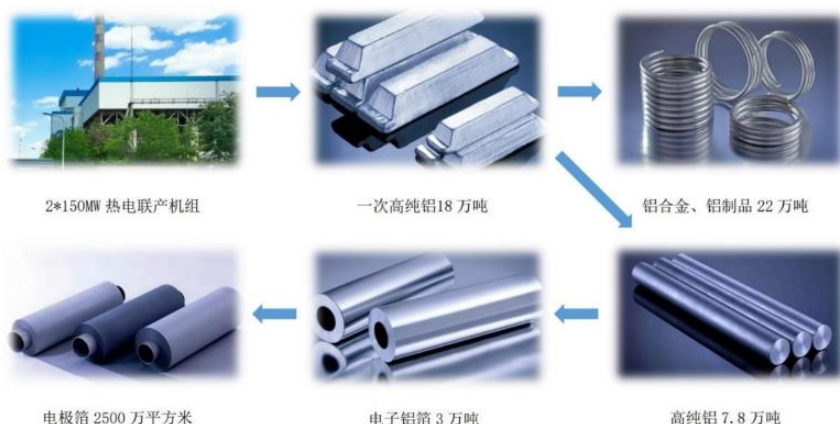
资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 新材料：依托一体化产业链优势，打造低成本、高附加值铝业新标杆

特变电工铝业务依托子公司新疆众和，形成了“能源—一次铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”的循环经济产业链。

- 依托自有热电机组，煤电一体化显著降低电解铝吨电耗。
- 在一次铝环节，公司拥有 18 万吨产能，并向下延伸至高纯铝、铝合金及铝制品 22 万吨。
- 高纯铝产能 7.8 万吨，电子铝箔年产能 3 万吨，电子电极箔 2,500 万平米，形成国内领先的电子新材料平台。
- 该条链条通过电力—高纯铝—电子新材料的深度联动，构建了从低成本到高附加值的产品闭环。

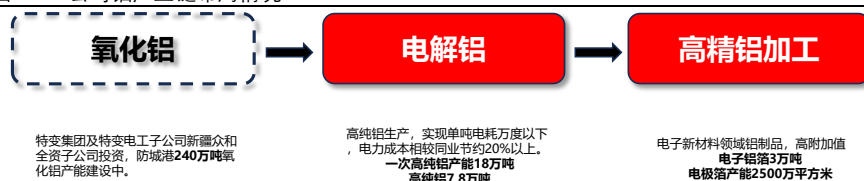
图 35：“能源—一次高纯铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”的完整产业链



资料来源：公司 2024 年年报，长江证券研究所

**氧化铝环节突破，打造低成本供给。**依托子公司新疆众和，公司在广西防城港投资建设 240 万吨氧化铝项目。项目选址临近港口，运输成本低，预计 2027 年投产、2028 年达产，有望显著降低公司氧化铝采购成本。

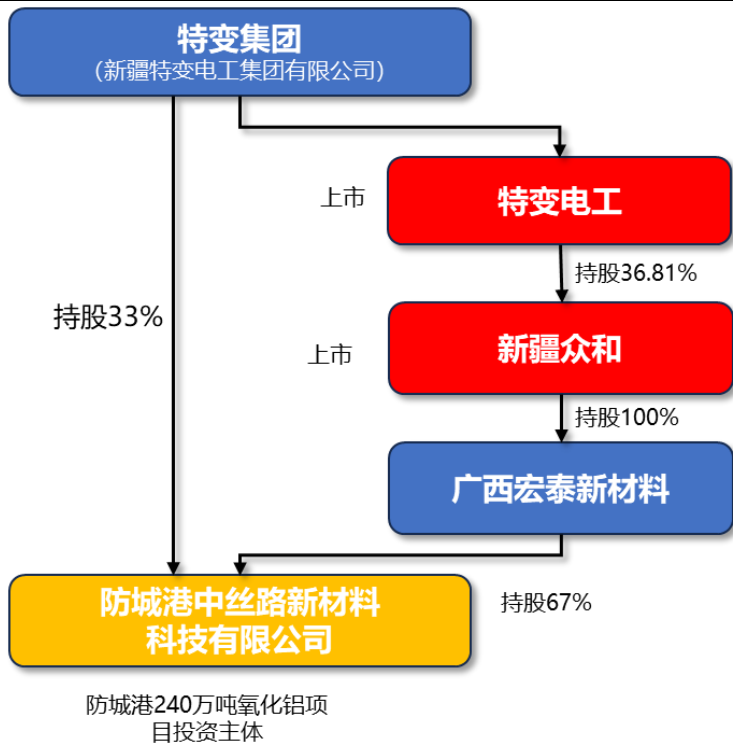
图 36：公司铝产业链布局情况



资料来源：公司 2024 年年报，长江证券研究所

特变电工防城港 240 万吨氧化铝项目由防城港中丝路新材料科技有限公司承建，股权结构为：特变电工集团持股 33%，新疆众和控股子公司广西宏泰持股 67%。项目拟建设两条年产 120 万吨的生产线，配套动力车间、公辅系统、赤泥堆场及输送管线等设施，建设总工期 24 个月。

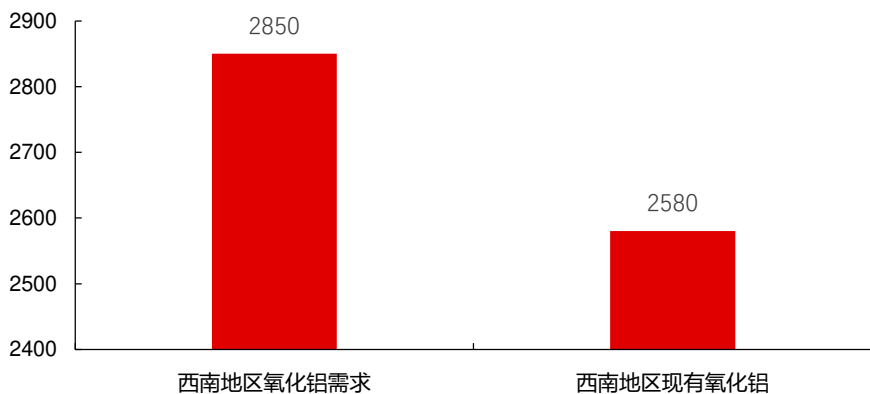
图 37：防城港氧化铝项目股权结构（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

**西南地区氧化铝供应缺口明显。**数据显示，西南地区作为我国电解铝主要生产区块之一，氧化铝需求量约为 2850 万吨，而现有产能仅 2580 万吨，区域供需存在较大缺口。

图 38：西南地区氧化铝供需对比（万吨）



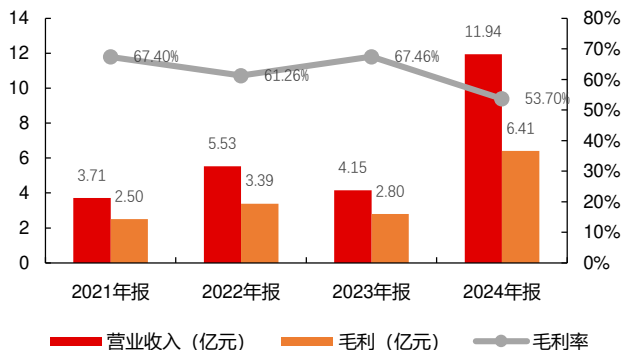
资料来源：公司公告，长江证券研究所

**临港项目依托区位优势减少运费，低成本氧化铝竞争力强。**氧化铝项目位于广西防城港市企沙工业园区，防城港市拥有 90 公里深水岸线，港口设计通过能力 8 亿吨，项目建设地点距离码头较近，进口铝土矿石等可经长距离胶带输送机系统输送进厂。项目区位优势明显，进口铝土矿石物流成本较低。

## 黄金：项目“换”金矿，金价上涨贡献稳定业绩增量

特变电工通过“资源换项目”的模式进入黄金业务领域，公司以建设塔吉克斯坦杜尚别2×5万千瓦水电站一期工程为对价，获得了塔国政府授予的金矿开采权利，并享受相关税收减免政策。

图 39：公司黄金业务稳定增长



资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 40：公司金矿储量可观

已探明金矿石品位 (g/t)	东杜奥巴马金矿	2.08
	上库马尔克金矿	3.78-3.83
已探明黄金金属储量 (吨)	78	
远景黄金储量 (吨)	>100	
年处理矿石量 (万吨)	一期	90
	二期	90
预计年产黄金 (吨)	一期	≈1.23
	二期	≈1.5
全年黄金产量合计 (吨)	2.73	

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

**公司黄金产量稳定，远期可采储量可观。**目前公司黄金产量相对稳定，且由于税收减免及资源换项目模式，公司黄金业务整体毛利率长期维持在50%以上。2024年，由于井工矿矿石开采深度增加，导致采矿和提纯成本上升，毛利率出现阶段性下降。整体来看，公司黄金业务盈利能力依然强劲，在能源电力主业之外，提供了较为稳定的现金流。

**受益于国际金价大幅上涨，黄金业务贡献业绩增量。**25H1黄金业务实现营收7.66亿元，同比增长62%；毛利4.2亿元，同比大幅增长74%。在金价持续高位的背景下，公司黄金业务展现出极强的业绩弹性。

## 投资建议

综上所述，我们认为特变电工经过多年的深耕和产业拓展布局，目前已经形成装备和能源的多元化布局，公司正从输变电龙头企业向能源综合巨头发展。近2年受到硅料、煤炭价格下降影响，公司整体经营有所波动。当前时点，我们认为公司几大核心业务有望迎来全面向上发展，并且公司积极拓展能源一体化业务，未来有望带来增量贡献。1) 输变电持续受益国内、海外电网建设高景气；2) 新能源中硅料反内卷进展积极，价格修复；3) 能源业务中煤炭立足疆内优势，反内卷有望修复煤价预期，且煤制气成长可待；4) 新材料方面，打造低成本、高附加值铝业新标杆；5) 黄金价格上涨贡献业绩增量。我们预计公司2025年归属母公司股东净利润68亿元，对应PE为17倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1、电网投资不及预期。电网投资受到多方面因素影响，若电网投资规模增长速度不及预期，公司作为变压器龙头企业，相关订单、产品交付节奏可能会受到影响。
- 2、硅料、煤炭价格不及预期。公司新能源、能源业务受硅料、煤炭价格影响较为显著，若硅料、煤炭后续价格走势不及预期，预计会对公司未来经营业绩形成影响。
- 3、新项目进展不及预期。公司目前在推进“准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目”、“防城港 240 万吨氧化铝项目”，若项目建设进展不及预期，可能会影响相应项目的业绩释放，进而影响公司未来经营情况。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测时，我们对公司输变电、新能源、能源、新材料、黄金等业务的收入和毛利率进行了一定的假设，最终预计公司 2025、2026 年分别实现收入 1000、1104 亿元，实现归属母公司股东净利润 68、76 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若公司输变电、新能源、能源、新材料、黄金等发展速度不及预期，则对应 2025、2026 年归属母公司股东净利润降低至 60、70 亿元。

表 10：公司利润敏感性分析

	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
归属净利润（亿元）	41.35	67.93	76.08	41.35	60.00	70.00
增长率	-61%	64%	12%	-61%	45%	17%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>97867</b>	<b>99951</b>	<b>110386</b>	<b>121607</b>	货币资金	28136	28304	28370	28529
营业成本	80060	80439	88031	96124	交易性金融资产	764	1912	2261	2610
<b>毛利</b>	<b>17723</b>	<b>19512</b>	<b>22355</b>	<b>25483</b>	应收账款	16920	16995	18501	20143
%营业收入	18%	20%	20%	21%	存货	16220	15997	17535	19175
营业税金及附加	1541	1575	1739	1916	预付账款	3525	3541	3876	4232
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	18289	18237	20377	22623
销售费用	3106	3298	3477	3648	<b>流动资产合计</b>	<b>83854</b>	<b>84988</b>	<b>90920</b>	<b>97311</b>
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	926	926	926	926
管理费用	3633	3898	4084	4256	投资性房地产	67	67	67	67
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	82223	93384	117692	125960
研发费用	1354	1499	1545	1581	无形资产	13102	14776	16450	18124
%营业收入	1%	2%	1%	1%	商誉	260	260	260	260
财务费用	1431	939	1198	1459	递延所得税资产	2408	2410	2410	2410
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	24783	23458	22650	22803
加：资产减值损失	-3560	-1228	-1241	-1248	<b>资产总计</b>	<b>207623</b>	<b>220269</b>	<b>251375</b>	<b>267862</b>
信用减值损失	-13	-300	-300	-300	短期贷款	2144	2644	3644	4144
公允价值变动收益	-188	1000	200	200	应付款项	26021	27930	33012	34711
投资收益	748	164	181	200	预收账款	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>4874</b>	<b>8439</b>	<b>9704</b>	<b>12083</b>	应付职工薪酬	1677	1685	1844	2014
%营业收入	5%	8%	9%	10%	应交税费	1208	1235	1363	1502
营业外收支	148	100	100	100	其他流动负债	42082	42505	48399	49632
<b>利润总额</b>	<b>5022</b>	<b>8539</b>	<b>9804</b>	<b>12183</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>73133</b>	<b>76000</b>	<b>88264</b>	<b>92004</b>
%营业收入	5%	9%	9%	10%	长期借款	32986	35986	38986	41986
所得税费用	1424	1878	1961	2437	应付债券	1364	1364	9364	9364
净利润	3598	6660	7843	9746	递延所得税负债	833	829	829	829
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>4135</b>	<b>6793</b>	<b>7608</b>	<b>9356</b>	其他非流动负债	9264	9025	9025	9025
少数股东损益	-537	-133	235	390	<b>负债合计</b>	<b>117580</b>	<b>123203</b>	<b>146467</b>	<b>153207</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.80</b>	<b>1.34</b>	<b>1.51</b>	<b>1.85</b>	归属于母公司所有者权益	67440	74595	82203	91559
					少数股东权益	22603	22470	22705	23095
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>90043</b>	<b>97065</b>	<b>104908</b>	<b>114655</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>207623</b>	<b>220269</b>	<b>251375</b>	<b>267862</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>12949</b>	<b>17301</b>	<b>25933</b>	<b>19748</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	205	164	181	200		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-135	0	0	0	每股收益	0.80	1.34	1.51	1.85
资本性支出	-16731	-19191	-36213	-21191	每股经营现金流	2.56	3.42	5.13	3.91
其他	1259	231	-149	-149	市盈率	29.46	17.45	15.58	12.67
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-15403</b>	<b>-18796</b>	<b>-36181</b>	<b>-21140</b>	市净率	1.76	1.59	1.44	1.29
债券融资	60	0	8000	0	EV/EBITDA	9.69	8.04	7.12	6.45
股权融资	3160	28	0	0	总资产收益率	2.0%	3.1%	3.0%	3.5%
银行贷款增加(减少)	207	3500	4000	3500	净资产收益率	6.1%	9.1%	9.3%	10.2%
筹资成本	-3016	-1501	-1764	-2026	净利率	4.2%	6.8%	6.9%	7.7%
其他	2280	-329	77	77	资产负债率	56.6%	55.9%	58.3%	57.2%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2692</b>	<b>1698</b>	<b>10314</b>	<b>1551</b>	总资产周转率	0.49	0.47	0.47	0.47
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>238</b>	<b>204</b>	<b>66</b>	<b>159</b>					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
 P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
 P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
 P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
 P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。