

多业务板块景气共振开启价值重估

华泰研究

首次覆盖

2026年1月29日 | 中国内地

首次覆盖特变电工公司并给予“买入”评级，目标价 33.31 元，对应 26 年 PE 22X。我们认为公司 26 年多业务板块步入景气上行阶段，输变电业务有望充分受益于全球高压设备紧缺外溢实现加速出海；黄金业务量价齐升；煤炭、多晶硅拐点齐现，我们预计公司 26-27 年具备较强的向上盈利弹性。

输变电：出海有望加速突破，国内主网周期向上

公司是国内民营主变龙头，是国内少数具备“高压电缆+附件+施工”一体化集成服务能力的企业。海外方面，全球高压电力设备持续紧缺，AIDC 进一步放大供需缺口，国内高压电力设备企业拥抱出海新时代。公司海外订单高速增长，23 年、24 年、25H1 公司国际市场产品分别实现签约超 7 亿美元、超 12 亿美元、11.20 亿美元，25H1 同比增长 65.9%；截至 25H1，公司输变电国际成套项目在手合同金额超 50 亿美元。25 年 8 月斩获沙特约 164 亿元框架标。伴随海外高盈利市场收入占比提升与供给紧张下产品价格有望进一步推升，公司变压器业务具备显著盈利弹性。国内方面，我们预计“十五五”期间电网投资同比“十四五”提升 47%，预计主网招标强劲，叠加公司中标份额持续提升，订单有望保持较快增长。

资源品：“三金”资源兑现，业绩弹性齐现可期

1) “黄金”：公司金矿当前产能处于快速释放阶段，伴随金价高涨，黄金业务量价齐升。我们估算 24-27 年产量分别在 2.2、2.5、3.0、3.6 吨，25-27 年有望带来 19.8、35.9、46.4 亿元的收入，同比增长 65.9%、81.4%、29.2%。公司远景储量或达 100 吨以上，为未来持续带来利润贡献奠定基础。

2) “黑金”：一方面，公司拥有储量 126 亿吨、核定产能 7400 万吨/年的低成本露天煤矿资源，是公司稳定的现金奶牛，25H1 煤炭单位生产成本仅为 177 元/吨（不考虑煤矸石和低热值煤）；另一方面，公司拟建煤制气项目深化能源业务联动，有望扩大煤炭利润空间。经我们测算疆煤外运不具备经济性，但是煤制气“西气东输”运出至上海、北京可获得 0.81/0.65 元/Nm³ 的终端价差空间，叠加坑口煤+70%自备绿电+参数领先较同期项目带来的成本优势，盈利能力优异。

3) “绿金”：我们认为公司多晶硅业务可凭产线升级降本增效+自备电厂带动的低现金成本穿越周期。我们测算公司 25H1 现金成本或迎约 18% 的降本，当前约 3 万元/吨的现金成本下已经在现金层面扭亏，贴近行业第一梯队的现金成本带来现金流韧性。我们看好公司有望随行业价格修复和硅料产能集中趋势下迎来开工率修复，进而摆脱折旧压制以兑现业绩弹性。

我们与市场观点不同之处

公司由于体量大、产业覆盖面广，股价走势会受到部分处于周期低位的板块影响。当前公司输变电海外加速突破、黄金量价齐升、煤制气增厚利润、多晶硅快速降本，而市场认知不足，仍停留在公司受到新能源和煤炭业务拖累的印象中。站在当前时点来看，我们认为公司多业务均已进入景气上行阶段。

盈利预测与估值

我们预测公司 2025-27 年归母净利润为 67.37 亿元、76.30 亿元和 104.66 亿元，同比增速分别为 62.9%、13.3%、37.2%，对应 EPS 为 1.33/1.51/2.07 元。我们基于 SOTP 估值法给予公司 1683 亿元市值目标，对应目标价为 33.31 元，26 年 PE 倍数为 22X。给予“买入”评级。

风险提示：电网投资力度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨，测算存在偏差风险。

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

33.31

刘俊

研究员

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

边文斌

研究员

SAC No. S0570518110004
SFC No. BJSJ399

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

戚腾元

研究员

SAC No. S0570524080002
SFC No. BVU938

qitengyuan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王嵩

研究员

SAC No. S0570525110001
SFC No. BLE051

alanwang@htsc.com
+(852) 3658 6000

李科毅*

联系人

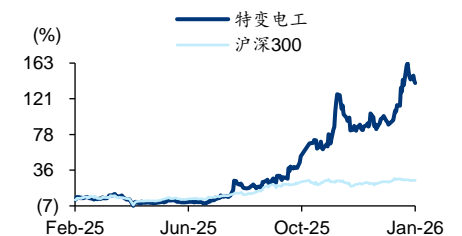
SAC No. S0570125030018

likeyi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价(人民币 截至 1 月 28 日)	28.06
市值(人民币百万)	141,781
6 个月平均日成交额(人民币百万)	5,719
52 周价格范围(人民币)	11.13-30.78

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	97,867	102,808	114,812	131,200
+/-%	(0.35)	5.05	11.68	14.27
归属母公司净利润(百万)	4,135	6,737	7,630	10,466
+/-%	(61.37)	62.93	13.27	37.17
EPS(最新摊薄)	0.82	1.33	1.51	2.07
ROE(%)	6.36	9.60	10.04	12.54
PE(倍)	34.29	21.05	18.58	13.55
PB(倍)	2.10	1.94	1.79	1.61
EV EBITDA(倍)	15.33	11.81	10.59	8.17
股息率(%)	0.89	1.07	1.12	1.82

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	76,758	83,854	66,768	88,089	79,890
现金	25,371	28,136	20,589	22,962	20,992
应收账款	13,470	16,920	10,495	20,121	14,865
其他应收账款	943.13	1,184	1,051	1,445	1,407
预付账款	2,640	3,525	2,350	3,856	3,236
存货	14,424	16,220	16,626	19,705	21,096
其他流动资产	19,910	17,869	15,657	20,000	18,294
非流动资产	115,140	123,769	136,203	143,649	151,394
长期投资	790.47	925.64	887.02	974.75	999.31
固定资产投资	72,604	82,223	91,398	98,557	105,260
无形资产	11,578	13,102	14,650	14,911	15,582
其他非流动资产	30,168	27,519	29,267	29,206	29,553
资产总计	191,898	207,623	202,971	231,738	231,284
流动负债	63,375	73,133	67,167	93,730	88,154
短期借款	3,181	2,144	2,144	9,460	6,254
应付账款	21,656	26,021	26,957	31,080	33,684
其他流动负债	38,539	44,968	38,066	53,190	48,216
非流动负债	40,791	44,447	39,465	34,460	28,985
长期借款	31,742	32,986	29,907	24,437	18,638
其他非流动负债	9,049	11,462	9,557	10,023	10,347
负债合计	104,166	117,580	106,632	128,189	117,139
少数股东权益	25,169	22,603	23,426	24,518	26,237
股本	5,053	5,053	5,053	5,053	5,053
资本公积	10,833	10,858	10,858	10,858	10,858
留存公积	42,491	45,459	51,320	58,226	67,413
归属母公司股东权益	62,563	67,440	72,913	79,030	87,908
负债和股东权益	191,898	207,623	202,971	231,738	231,284

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	25,812	12,949	17,176	15,647	23,495
净利润	14,093	3,598	7,560	8,722	12,186
折旧摊销	5,041	5,945	6,042	6,818	7,688
财务费用	1,240	1,431	1,265	1,326	1,197
投资损失	(161.19)	(748.19)	(437.12)	(592.66)	(514.89)
营运资金变动	4,325	(569.93)	2,301	(1,070)	2,507
其他经营现金	1,274	3,294	446.63	443.45	431.49
投资活动现金	(17,720)	(15,403)	(17,700)	(13,318)	(14,544)
资本支出	(18,904)	(16,957)	(15,975)	(14,584)	(15,881)
长期投资	971.45	(531.10)	38.62	(87.73)	(24.56)
其他投资现金	212.08	2,086	(1,763)	1,353	1,361
筹资活动现金	1,049	2,692	(7,023)	44.37	(10,921)
短期借款	815.24	(1,037)	0.00	7,316	(3,206)
长期借款	6,780	1,244	(3,078)	(5,470)	(5,800)
普通股增加	1,167	0.08	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,160)	24.75	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,553)	2,460	(3,945)	(1,801)	(1,915)
现金净增加额	9,142	188.74	(7,547)	2,373	(1,970)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,206	97,867	102,808	114,812	131,200
营业成本	71,108	80,060	82,116	90,828	102,004
营业税金及附加	1,323	1,541	1,502	1,677	1,966
营业费用	2,812	3,106	3,263	3,789	4,016
管理费用	3,470	3,633	3,817	4,263	4,518
财务费用	1,240	1,431	1,265	1,326	1,197
资产减值损失	(1,601)	(3,560)	(1,557)	(2,017)	(2,418)
公允价值变动收益	(22.11)	(188.07)	800.00	200.00	200.00
投资净收益	161.19	748.19	437.12	592.66	514.89
营业利润	16,909	4,874	9,079	10,206	14,258
营业外收入	177.64	335.49	216.98	243.37	265.28
营业外支出	185.82	187.75	187.75	187.75	187.75
利润总额	16,901	5,022	9,108	10,261	14,336
所得税	2,808	1,424	1,548	1,539	2,150
净利润	14,093	3,598	7,560	8,722	12,186
少数股东损益	3,390	(536.84)	823.00	1,092	1,719
归属母公司净利润	10,703	4,135	6,737	7,630	10,466
EBITDA	23,083	12,227	16,209	18,224	23,090
EPS (人民币, 基本)	2.39	0.80	1.33	1.51	2.07

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.29	(0.35)	5.05	11.68	14.27
营业利润	(36.54)	(71.18)	86.27	12.41	39.71
归属母公司净利润	(32.62)	(61.37)	62.93	13.27	37.17
获利能力 (%)					
毛利率	27.59	18.20	20.13	20.89	22.25
净利率	14.35	3.68	7.35	7.60	9.29
ROE	17.80	6.36	9.60	10.04	12.54
ROIC	14.37	3.90	7.03	7.76	10.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.28	56.63	52.54	55.32	50.65
净负债比率 (%)	26.52	26.46	28.03	26.53	18.66
流动比率	1.21	1.15	0.99	0.94	0.91
速动比率	0.86	0.81	0.65	0.64	0.58
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.49	0.50	0.53	0.57
应收账款周转率	7.50	6.44	7.50	7.50	7.50
应付账款周转率	3.34	3.36	3.10	3.13	3.15
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.12	0.82	1.33	1.51	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	5.11	2.56	3.40	3.10	4.65
每股净资产(最新摊薄)	12.38	13.35	14.43	15.64	17.40
估值比率					
PE (倍)	13.25	34.29	21.05	18.58	13.55
PB (倍)	2.27	2.10	1.94	1.79	1.61
EV EBITDA (倍)	8.21	15.33	11.81	10.59	8.17

正文目录

核心观点	6
区别于市场的观点	7
能源装备领军者，四大产业并举发展	8
输变电主网周期向上，海外订单高增	11
国际业务加速突破，有望成为新增长点	12
海外产品订单高增，结构优化提升盈利质量	12
全球电网投资进入上行期，高压变压器有望受益于结构性加速增长	13
AIDC 进一步放大紧缺缺口，国内企业出海有望实现量价齐升	15
国内统一电力市场建设下，主网投资有望持续提升	16
“十五五”期间特高压数量有望维持高位，订单盘充足	17
公司为特高压变压器核心供应商，换流阀有望助力份额进一步提升	17
主网招标金额攀升，公司份额整体呈现提升趋势	18
看好中长期金价持续推升，利润有望伴随产能快速释放	19
底层宏观逻辑未变，金价长期上行趋势不改	19
“无心插柳”获金矿，量价齐升利润加速释放	19
低成本疆煤构成压舱石，煤制气将资源优势转化为新增长极	21
煤炭：成本最低露天矿优势凸显，外运扩容兑现在即	21
煤制气：打通外运增厚盈利	22
深化能源业务联动，兑现“靠山吃山”资源优势	22
多能互补+性能指标优于同期和存量煤制气项目，叠加坑口煤成本优势显著	23
煤制气外输无忧解决疆煤外输消纳，西气东输直供京沪高气价区	26
多晶硅：降本增效显著，盈利触底回升可期	28
产线技改+原料降价+自备电厂优势深化下现金成本显著下降	28
纵向对比：降本增效初具成效加速现金扭亏进程，而利润扭亏仍看开工率	29
横向对比：自备电厂“人无我有”优势显著，或为穿越周期重要抓手	31
盈利预测与估值	33
风险提示	37

图表目录

图表 1： 公司营收情况	8
图表 2： 公司净利润情况	8
图表 3： 公司分业务收入占比情况	9
图表 4： 公司分业务毛利率情况	9
图表 5： 公司整体毛、净利率情况	9
图表 6： 公司期间费用率情况	9



图表 7: 公司股权结构 (截至 25Q3)	10
图表 8: 公司主要产业的经营主体	10
图表 9: 公司股价复盘	10
图表 11: 输变电各业务收入及增速	11
图表 12: 国内输变电新签订单稳健增长	11
图表 13: 公司海外业务开展紧抓“一带一路”和新兴市场	12
图表 14: 公司分区域业务收入及增速、毛利率情况	13
图表 15: 公司产品出口新签订单金额近年来高速增长	13
图表 16: 特变电工股份有限公司收到海外产品中标通知书	13
图表 17: 沙特电力公司资本支出高增长	13
图表 18: 全球电网投资进入上行周期	14
图表 19: 2019-2025 年美国不同类型的变压器需求变化, 大型变压器呈现高增态势	14
图表 20: 美国电力变压器与升压变压器排队周期持续拉长	14
图表 21: 海外电力变压器 Tier1 市场供需缺口或持续位于高位	15
图表 22: 国内变压器出口金额在海外市场占有率仍然较低	15
图表 23: 海外订单有望为特变电工带来较高盈利弹性	16
图表 24: “十五五”期间电网投资有望达到 4 万亿元	16
图表 25: “十五五”期间特高压年均开工量或在“4 直 2 交”	17
图表 26: 国网特高压项目历年中标金额及公司份额 (单位: 亿元)	17
图表 27: 2025 年国网输变电招标总额快速增长	18
图表 28: 2021-2025 年国网输变电公司中标总额及占比	18
图表 29: 国网输变电项目历年中标金额及公司份额 (单位: 亿元)	18
图表 30: 1957 年以来黄金占资产总储备比例	19
图表 31: 黄金价格呈现持续上涨态势	19
图表 32: 公司黄金业务进入收入快速增长阶段	19
图表 33: 黄金业务收入及毛利情况预测	20
图表 34: 2022-25H1 公司煤炭量价拆分表	21
图表 35: 2020-2025 年疆煤外运情况	22
图表 36: 20 亿 Nm ³ /年煤制气项目项目经济效益评价	22
图表 37: 公司煤制气项目依托工程设计图	23
图表 38: 公司煤制气项目全厂加工流程 (包含电解水制氢环节)	23
图表 39: 公司煤制气现金成本/生产成本/完全成本或为 1.08/1.63/1.91 元/Nm ³	23
图表 40: 公司煤制气成本测算表	24
图表 41: 国能新疆煤制气成本测算表	24
图表 42: 新天新疆煤制气成本测算表	24
图表 43: 公司煤制气项目资源利用效率指标领先	25
图表 44: 公司煤制气项目大气污染排放水平优于标杆水平	25
图表 45: 新疆动力煤价格长期仅为煤化工主产地煤价的一半水平	25
图表 46: 公司凭借较低的自产煤价格或具备显著制气成本优势	25
图表 47: 公司煤制气单位毛利对 SNG 价格和煤价敏感性分析表	26



图表 48: 公司煤制气毛利率对 SNG 价格和煤价敏感性分析表	26
图表 49: 上海管道燃气市场价与公司煤制气终端成本对比	26
图表 50: 北京管道燃气市场价与公司煤制气终端成本对比	26
图表 51: 公司煤制气项目在长协定价下单位利润空间的测算 (单位: 元/Nm ³)	27
图表 52: 公司多晶硅环节成本测算	28
图表 53: 公司 25Q2 实现环比大幅度降本	29
图表 54: 减值折旧对生产成本降本贡献的测算	29
图表 55: 553#硅粉价格出现明显下滑	30
图表 56: 自备电比例提升对现金成本拉动的测算	30
图表 57: 公司旗下基地的成本测算与降本预测 (测算值)	30
图表 58: 单位生产成本 (万元/吨) 对各基地年产量的敏感性测算 (基于 1H25 成本测算)	31
图表 59: 多晶硅行业现金成本测算	31
图表 60: 各多晶硅主要产区工商业电价水平	32
图表 61: 2024 年多晶硅中国产能分布	32
图表 62: 24 年 9 月至 25 年 9 月各多晶硅主要产区平均用电成本一览	32
图表 63: 公司与领先企业电耗、行业综合电耗下用电成本的比较	32
图表 64: 新特能源业务量价拆分	34
图表 65: 2022-2027E 煤炭业务量价拆分	34
图表 66: 黄金业务收入及毛利情况预测	35
图表 67: 公司 2022-2027E 业务拆分	35
图表 68: SOTP 估值表	36
图表 69: 公司各板块对应归母净利润测算以及可比公司一致预期 PE 一览 (截至 2026 年 1 月 28 日)	37
图表 70: 特变电工 PE-Bands	37
图表 71: 特变电工 PB-Bands	37

核心观点

我们认为站在当前时点来看，公司多业务板块呈现景气向上态势。全球高压电网设备持续紧缺，AI 进一步放大缺口，国内高压电力设备加速出海，公司输变电业务海外订单高增，伴随海外高盈利市场收入占比提升与供给紧张下价格有望进一步推升，公司变压器业务具备显著盈利弹性。黄金价格高企且持续上涨，公司当前已进入产能快速释放阶段，利润有望快速释放。煤炭受益于大体量低成本露天煤矿稳固基本盘，随技改降本+产能核增或进一步打开利润空间；煤制气性能指标优于同期/存量项目，坑口煤自供+70%绿电自供率+西气东输全面赋能板块联动，有望进一步兑现新疆资源优势。同时，多晶硅降本增效下重现现金盈亏平衡线之上，多晶硅困境反转或构成盈利弹性。

输变电业务方面，公司是国内少数具备“高压电缆+附件+施工”一体化集成服务能力的企业，2024 年在全国变压器行业总产量占比达到 21.5%。受益于全球高压电力设备严重紧缺，海外业务加速突破，2023 年、2024 年、25 年 H1 公司国际市场产品分别实现签约超 7 亿美元、超 12 亿美元、11.20 亿美元，25H1 同比增长 65.9%；同时 25 年 8 月中标沙特约 164 亿元框架协议。25 年以来，AIDC 进一步放大供需缺口，国内高压设备出海有望继续高歌猛进。伴随公司输变电出海业务收入占比提升，同时出口区域结构优化，盈利能力有望随之显著提升。国内输变电业务新签订单持续稳健增长，主网中标份额整体呈现提升趋势，23 年、24 年、25H1 分别为 404.5、491、273.3 亿元，同比增长 30.1%、21.4%、14.1%，为公司后续业绩稳健增长提供有力支撑。

黄金业务方面，公司此前通过为塔吉克斯坦承建项目获得金矿，经过数年持续勘探，于 21 年开始形成收入。当前产能处于快速释放阶段，伴随金价高涨，黄金业务量价齐升。我们估算 24-27 年产量分别在 2.2、2.5、3.0、3.6 吨，25-27 年或将带来 19.8、35.9、46.4 亿元的收入，同比增长 65.9%、81.4%、29.2%。公司远景储量或达 100 吨以上，为未来持续带来利润贡献奠定坚实基础。

煤炭业务方面，公司具备成本最低的露天矿作为能源板块基本盘，拥有储量 126 亿吨、核定产能 7400 万吨/年的低成本露天煤矿资源，是公司稳定的现金奶牛，25H1 煤炭单位生产成本仅为 177 元/吨（不考虑煤矸石和低热值煤），且随着技改和新矿达产有望进一步压降成本；另一方面，公司拟建煤制气项目深化能源业务联动，兑现“靠山吃山”资源优势，有望增厚能源板块利润。煤制气项目年转化原煤约 580 万吨并实现自产煤坑口原料供应，并拉动约 14.2 亿度电力消纳（其中自营风电 9.85 亿度），且配套绿电制氢系统构建“光-电-氢-碳”耦合体系优化能效，因此在全国煤制气项目中具备显著成本优势，较新疆同期项目国能新疆煤制气有 0.08 元/方的现金成本优势，且较存量项目新天煤制气具备 0.41 元/方成本优势。经我们测算当前运费和内陆煤价下疆煤外运不具备经济性，但是公司煤制气通过“西气东输”运出至上海、北京可获得 0.81/0.65 元/Nm³的终端价差空间。

新能源业务方面，我们认为公司多晶硅业务可凭产线升级降本增效+自备电厂带动的低现金成本穿越周期，而多晶硅价格修复+供给侧改革产能向头部集中带动的开工率修复将兑现利润弹性。我们测算公司 25H1 现金成本或迎约 18%的降本，当前约 3 万元/吨的现金成本下已经在现金层面扭亏，贴近行业第一梯队的现金成本带来现金流韧性。拆分来看，公司 1H25 多晶硅现金成本降本主要倚仗：1) 金属硅价格降低带动 YoY 5%~7%现金降本；2) 产线部分关停后自备电比例增加最高带动 YoY 9%现金降本（主要系深化甘泉堡自备电厂优势，虽然准东和内蒙新产线复产会摊薄自备电的用电成本优势，但是其新产线投产后整体电耗也相应降低）；3) 产线升级带动降本增效，其中 1H25 电耗较 24 年底降低 7%，对应约 2%现金降本。我们看好公司有望随行业价格修复和硅料产能集中趋势下迎来开工率修复，进而摆脱折旧压制以兑现业绩弹性。



区别于市场的观点

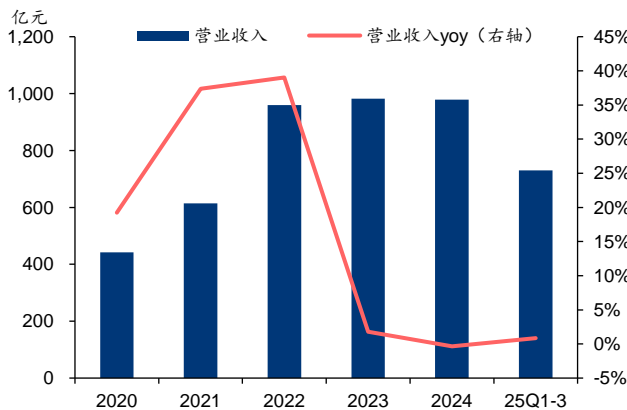
公司由于体量大、产业覆盖面广，市场研究难度较大，行业研究员通常难以跟踪把握各个板块的情况；同时，由于各个板块的体量均较大，公司股价走势会受到部分处于周期低位的板块影响。叠加公司 24 年开始受到新能源业务的拖累，煤炭等业务亦表现平平，故估值长期处于低位。我们认为站在当前时点来看，公司多业务板块均已迈入景气向上阶段，而市场对于公司输变电海外加速突破、煤制气增厚利润、黄金量价齐升、多晶硅快速降本均存在认知不足。

能源装备领军者，四大产业并举发展

特变电工立足新疆，多产业协同发展，逐步成长为国内千亿市值能源装备龙头。公司是民营企业，历经三十余年的发展，已成长为全球领先的能源装备制造企业集团。1997年，特变电工在上海证券交易所成功上市，利用资本平台实现了快速扩张。1998年至2003年，公司跨区域重组了沈阳变压器厂、衡阳变压器厂、山东鲁能泰山电缆厂等多家行业优势企业，完成了全国性的产业布局。2006年至2013年，先后研制出首台1000KV特高压交流变压器、700MVA 500kV核电站变压器、160Mvar1000kV电抗器等设备。同时，公司深化战略转型，目前构建了以优势清洁能源资源为基础，以输变电高端装备智造、硅基新能源、铝电子新材料“一高两新”三大国家战略性新兴产业为核心的产业综合体。

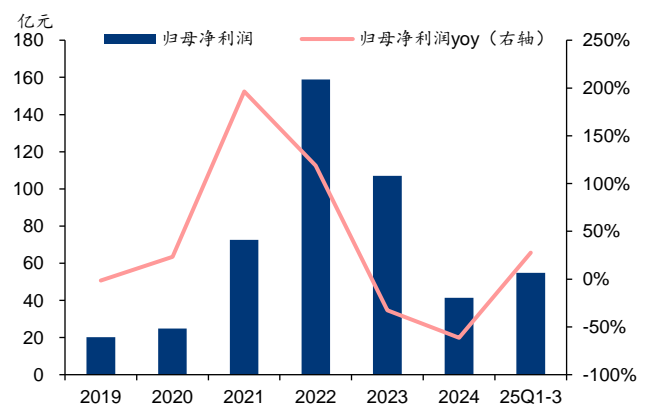
2020-2022年，在新能源和煤炭业务量利双升的带动下，公司收入和归母净利润快速增长，期间收入CAGR达到37.4%，归母净利润CAGR达到98.9%，但后续受到行业供需关系走弱的影响，新能源业务缩量，煤炭业务增速放缓。在输变电、黄金等业务的带动下，公司2023年以来收入规模维持相对稳定，但利润规模下滑。25年Q1-3，公司实现收入729.88亿元，YOY+0.84%；归母净利润54.84亿元，YOY+27.55%。

图表1：公司营收情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：公司净利润情况



资料来源：Wind，华泰研究

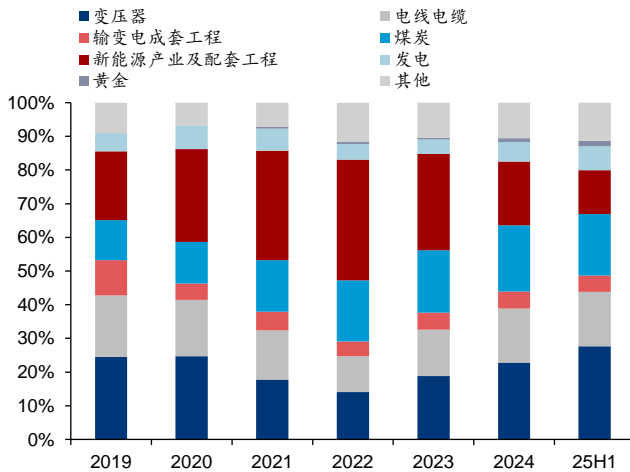
公司主营业务包括输变电、能源、新能源、新材料及黄金业务。

- 1) **输变电产业**主要包括变压器、电线电缆、开关、电容器及其他输变电产品的研发、生产和销售，输变电国际成套系统集成业务等；
- 2) **能源产业**主要包括煤炭的开采与销售、电力及热力的生产和销售；
- 3) **新能源产业**主要包括高纯多晶硅、逆变器、SVG等产品的生产与销售，为光伏、风能电站提供设计、建设、调试及运维等全面的能源解决方案及风能、光伏电站的运营；
- 4) **新材料产业**主要包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品的产研销。
- 5) **黄金业务**自21年开始贡献收入与利润，近年来伴随产能释放，处于量价齐升阶段，我们认为会带来显著盈利增长。

2023年以来，输变电业务较快增长，煤炭业务稳健发展，新能源业务收入占比下降。23年以来，公司输变电业务保持快速增长；其中变压器23年、24年、25H1收入增速分别为36.6%、21.0%、29.7%；电线电缆收入增速分别为32.6%、15.8%、10.9%。煤炭业务收入保持相对稳定，23年、24年、25H1收入增速分别为4.5%、5.7%、-5.4%。而新能源业务在20-22年经历了连续三年的高增长后，在2022年收入与毛利率均达到峰值，但后续伴随多晶硅产品价格下跌，新能源业务收入与毛利占比下降。至25年H1，变压器、煤炭、电线电缆、新能源业务收入体量位居前四，占比分别为27.6%、18.2%、16.2%、13.0%。

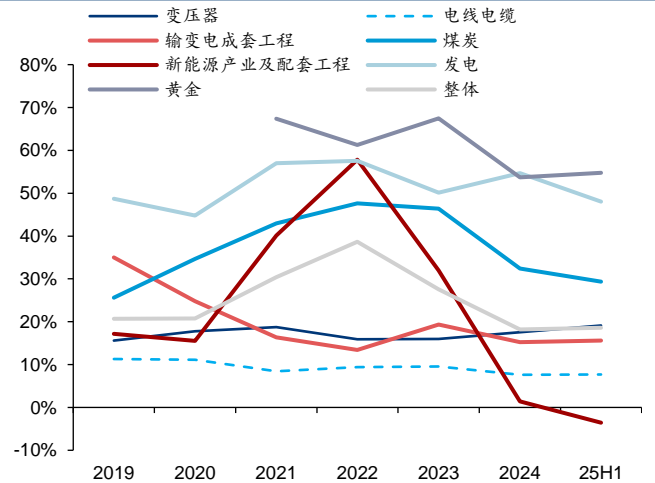
我们认为站在当前时点来看，公司多业务板块已经步入景气上行阶段。公司输变电业务在出海加速拉动下有望保持较快增长；黄金业务进入量价齐升阶段，利润有望快速释放；煤炭受益大体量低成本露天煤矿稳固基本盘，随技改降本+产能核增或进一步打开利润空间；煤制气性能指标优于同期/存量项目，坑口煤自供+70%绿电自供率+西气东输全面赋能板块联动，有望进一步兑现新疆资源优势；同时，多晶硅降本增效下重回现金盈亏平衡线之上，叠加“反内卷”多晶硅困境反转，或构成盈利弹性。

图表3：公司分业务收入占比情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：公司分业务毛利率情况

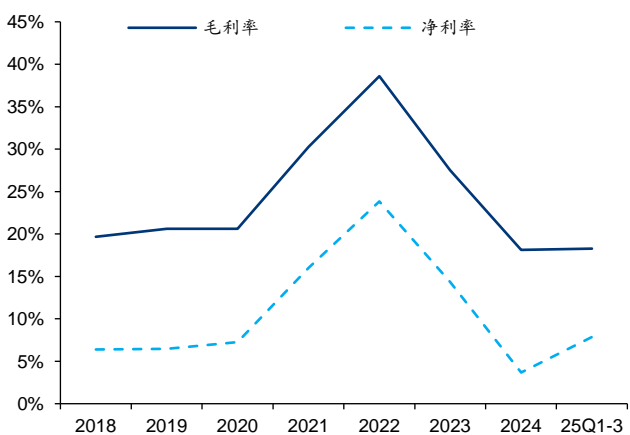


资料来源：Wind，华泰研究

从毛利率情况来看，除新能源业务毛利率有明显下滑外，煤炭业务由于供给相对宽松，煤价下降，亦导致毛利率有一定程度下滑，其他业务则相对较为稳定。25年H1公司整体毛利率为18.6%，其中黄金、发电、煤炭、变压器、输变电成套工程、电线电缆、新能源业务毛利率分别为54.8%、48.0%、29.4%、19.1%、15.6%、7.7%、-3.6%；同比+4.0、-8.5、-4.7、+0.6、+0.3、-0.3、-8.4pct。

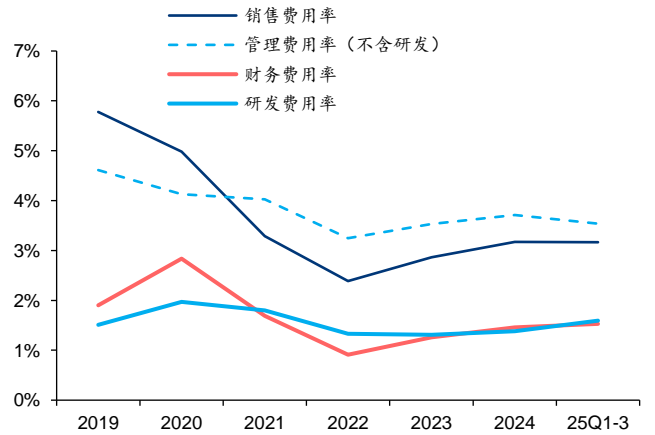
从费用率情况来看，2022年之前，伴随公司收入体量快速增长，整体费用率呈现快速下降态势，从2019年的13.8%下降至2022年的7.9%。随后，整体费用率小幅上升至25Q1-3的9.8%。

图表5：公司整体毛、净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

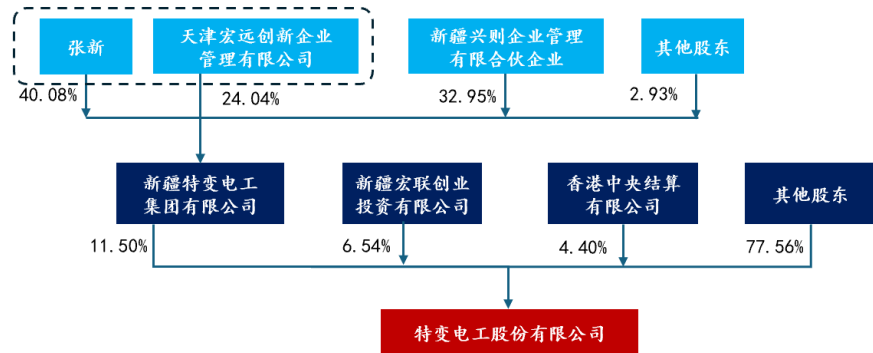
图表6：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

截至 25 年 Q3，公司的控股股东为新疆特变电工集团有限公司，持股 11.50%；张新先生通过直接和间接持有新疆特变电工集团有限公司合计 64.12%的股份，为公司的实际控制人。公司纳入合并范围内的一级子公司共 37 家。其中输变电业务的主要经营主体包括特变电工股份有限公司新疆变压器厂、沈变公司、衡变公司、天变公司、特变电工股份有限公司新疆线缆厂、新缆公司、鲁缆公司、德缆公司、特变电工股份有限公司、国际工程公司；新能源及发电业务的主要经营主体包括新特能源、新能源公司；能源业务的主要经营主体为天池能源；新材料业务的主要经营主体为 XJZH。

图表7：公司股权结构（截至 25Q3）



资料来源：Wind，华泰研究

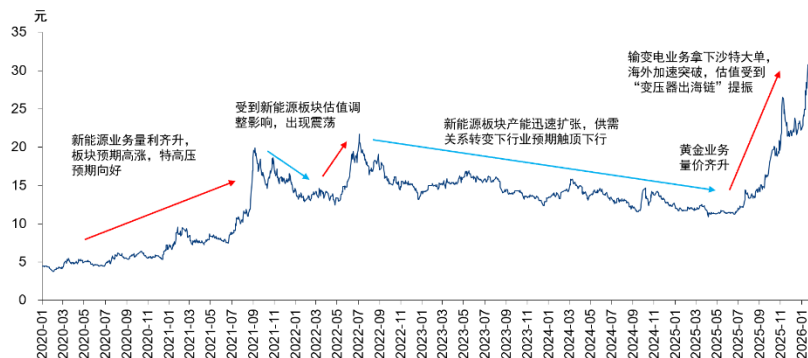
图表8：公司主要产业的经营主体

业务	从事该业务的主要主体
输变电产品与服务	变压器产品 特变电工股份有限公司新疆变压器厂、沈变公司、衡变公司、天变公司 电线电缆产品 特变电工股份有限公司新疆线缆厂、新缆公司、鲁缆公司、德缆公司 输变电成套工程 特变电工股份有限公司、国际工程公司
新能源产业及配套工程	新特能源、新能源公司
能源业务	天池能源
新材料业务	XJZH
发电业务	新能源公司、天池能源

资料来源：公司公告，华泰研究

复盘公司的历史股价情况，公司整体估值会受到多业务板块影响。总结来说，公司 2020 年以来整体估值与利润释放受到新能源行业的影响较大，与硅料板块走势表现出较强的相关性。伴随着新能源业务触底，2025 年下半年以来，黄金与输变电业务表现超预期。其中，黄金价格高涨，公司利润伴随产能快速释放，或具备 100 吨以上的远景黄金储量，为未来持续带来利润贡献奠定基础。同时，海外输变电业务快速突破，25 年 8 月拿下中东大单，伴随海外高压设备紧缺故事的持续演绎，市场对于公司斩获更多高端市场订单注入更多期待，估值随之提升。

图表9：公司股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

输变电主网周期向上，海外订单高增

公司是国内少数具备“高压电缆+附件+施工”一体化集成服务能力的企业。公司形成了变压器、电抗器、换流阀、电容器、套管、开关、二次设备、电线电缆等输变电领域集成服务能力，承担了多项国家特高压输电试验示范工程首台主设备的供应任务。公司已在辽宁、湖南、天津、山东、四川、新疆等地建设了输变电产品研发制造基地，2024年变压器产量达到了4.2亿kVA，产能利用率达到107%，根据中国电器工业协会数据，2024年全国变压器行业总产量预计达到19.5亿kVA，特变电工产量占比达到21.5%。

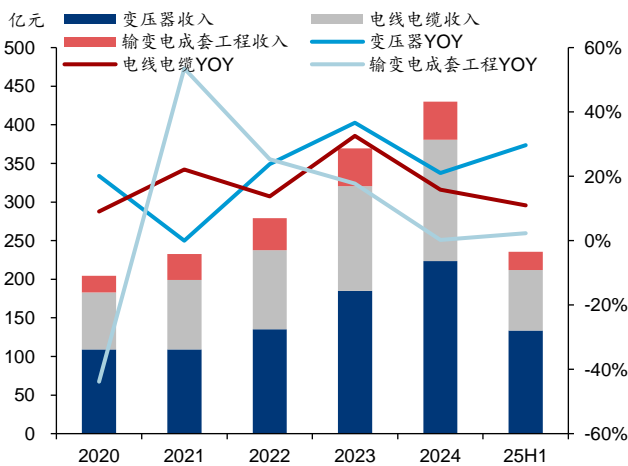
图表10：电力设备公司产品及最高覆盖电压等级情况

产品	特变电工	思源电气	保变电气	平高电气	中国西电	许继电气	国电南瑞	长高电新
组合电器GIS	550kV	750kV		特高压	特高压	220kV		550kV
断路器	550kV	750kV		特高压	特高压	40.5kV	220kV	550kV
隔离开关		750kV		特高压	特高压		220kV	特高压
避雷器					特高压		220kV	√
交流变压器	特高压	500kV	特高压	10kV	特高压	220kV	220kV	10kV
换流变压器	特高压		特高压		特高压			
电抗器	特高压	500kV	特高压		特高压	中压		
电容器	√	特高压			特高压	√	√	
绝缘子				特高压	特高压			
套管	特高压	500kV			特高压		220kV	
换流阀	特高压				特高压	特高压	特高压	

注：图中电压等级为公司该产品品类覆盖的最高电压等级，涵盖产品但未标明电压等级的以√表示
资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

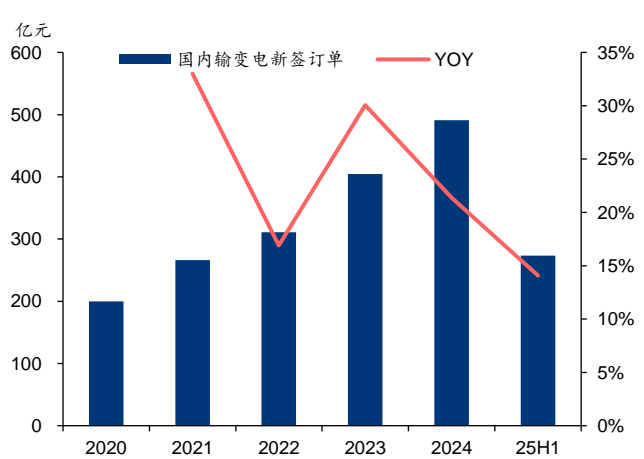
近年来，公司输变电业务与订单均实现稳健增长。25年H1输变电业务整体实现收入235.39亿元；其中，变压器、电线电缆、输变电成套工程分别实现收入133.66、78.43、23.30亿元，同比增长29.66%、10.93%、2.26%。公司输变电业务国内订单持续稳健增长，2023年、2024年、25年H1分别为404.5、491、273.3亿元，同比增长30.1%、21.4%、14.1%，为公司后续业绩稳健增长提供有力支撑。

图表11：输变电各业务收入及增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表12：国内输变电新签订单稳健增长



资料来源：公司公告，华泰研究

国际业务加速突破，有望成为新增长点

海外产品订单高增，结构优化提升盈利质量

出海历程数十载，从新疆走向世界。作为中国企业“走出去”的先行者之一，特变电工的国际化之路始于上世纪末，最初以单机产品出口美国、俄罗斯等市场为主。2003年，特变电工与苏丹签订输变电总承包合同，这是特变电工成功实现从单机出口到成套项目总承包的转变。2006年6月，公司与塔吉克斯坦电力部签订了“220-500千伏高压输变电线路建设”成套工程项目。此后，特变电工“走出去”的步伐日益稳健，凭借在输变电设备制造及工程总承包领域长期积累的技术优势和项目经验，单机出口与成套项目并行，在全球高端电力工程领域不断释放光亮。2025年8月，代表着全球工程承包商最权威的排名ENR公布了2025年度“全球最大250家国际承包商”榜单，特变电工较2024年进步6位，全球排第54名，已连续9年上榜，并在所有中资企业中位列第13名，特变电工在探索中逐步迈向国际化。

公司紧抓“一带一路”和新兴市场，积极参与中东、南亚、非洲以及“一带一路”地区的重大能源建设项目。公司先后在世界各地设立了超过100个海外办事机构，为40余个国家和地区提供了输变电工程勘测设计、工程建设、设备供货、安装调试、运行维护、培训服务等一体化解决方案及交钥匙总承包服务。公司执行的典型项目包括孟加拉输电线路项目、安哥拉国家主电网400kV输变电项目、蒙古国乌兰巴托-曼德勒戈壁330kV输变电工程、塔吉克斯坦超高压输变电工程、赞比亚330kV输变电项目等国际重点工程。

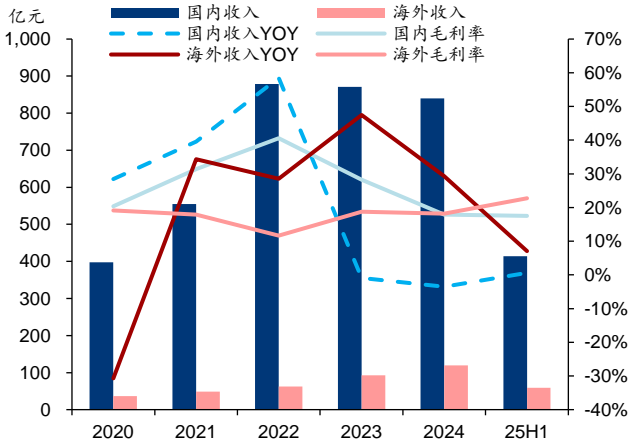
图表13：公司海外业务开展紧抓“一带一路”和新兴市场

时间	地区	项目内容
2025年	沙特	公司公告中标SEC的本地化采购项目，供货范围包括超高压变压器产品179台，超高压和高压电抗器产品108台，高压变压器产品391台。估算本次中标总金额约164亿元人民币，按照执行量不低于70%测算，金额不低于115亿元人民币。
2021年	科特迪瓦	科特迪瓦农村电气化改造项目和谷物筒仓项目，共计合同金额2.43亿美元。
2017年	蒙古国	特变电工在蒙古国承担该国首条最高电压等级的输变电重点民生工程——乌兰巴托—曼德勒戈壁330千伏输变电项目，2017年6月开工建设，2019年10月成功实现带电运行。
2016年	孟加拉	特变电工与孟加拉达卡配电公司签订了达卡地区电网系统扩容和升级项目总承包合同，合同金额16.5亿美元，为中孟两国建交以来最大规模输变电工程，该项目于2020年初正式开工建设。
2012年	安哥拉	安哥拉“索约-卡帕瑞400kV输变电成套项目”工程建设任务，合同11.81亿美元，是安哥拉国家重要的政府标志性工程和民生项目
2012年	吉尔吉斯斯坦	中吉两国最大的能源合作项目“达特卡—克明”500千伏输变电工程开工奠基。
2010年	赞比亚	公司与赞比亚国家电力公司签署了两份电网建设合同，电网建设内容为Pensulo-Kasama、Pensulo-Msoro-Chipata West的330kV变电站、330kV及66kV输电线路，总合同金额达3.3亿美元。
2006年	塔吉克斯坦	特变电工与塔吉克斯坦电力部签订了“塔吉克斯坦电网220—500千伏高压输变电线路建设”成套工程项目；截至2024年7月，先后建成了12个输变电领域项目。

资料来源：公司公告，公司公众号，新疆日报，华泰研究

公司海外收入占比持续提升，海外产品新签订单高增。2024年公司实现海外收入119.75亿元，同比+29.3%，海外收入占比达到12.2%，同比+2.8pct；25年H1实现海外收入59.32亿元，同比+7.1%，占比达到12.3%，毛利率达到22.7%，同比+3.6pct。海外业务收入主要来源于输变电产品及配套工程等，截至2025年6月末，公司输变电国际成套项目正在执行未确认收入合同及待履行合同金额超50亿美元。公司近年来海外产品签单金额持续高增，2023年、2024年、25年H1公司国际市场产品分别实现签约超7亿美元、超12亿美元、11.20亿美元，25H1同比增长65.9%，我们预计25-26年公司海外产品订单增速有望超过50%；伴随公司海外业务结构持续优化，我们预计海外毛利率提升趋势有望延续。

图表14: 公司分区域业务收入及增速、毛利率情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: 公司产品出口新签订单金额近年来高速增长



注: 2023、2024年公司披露数据为超7亿美元、超12亿美元, 图中取值为7、12亿美元

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

公司中标大额高压设备框架招标项目, 有望带来盈利质量提升。25年8月28日, 公司公告中标 SEC 的本地化采购项目, 供货范围包括超高压变压器产品 179 台, 超高压和高压电抗器产品 108 台, 高压变压器产品 391 台。估算本次中标总金额约 164 亿元人民币, 按照执行量不低于 70% 测算, 金额不低于 115 亿元人民币, 框架招标按照 7 年执行时间, 年均收入不低于 16.4 亿元。沙特电力公司 (Saudi Electricity Company, SEC) 电网投资 22-24 年增速达到 26%/52%/44%, 维持高增长。根据 SEC 在 2024 年 5 月举办的未来项目论坛上的规划, 在未来六年投入 4720 亿沙特里亚尔 (约折合 1260 亿美元), 在 24 年高基数下, 25-30 年 CAGR 约为 8%。其中输电部门计划投资 3510 亿沙特里亚尔, 年均投资 585 亿沙特里亚尔, 对比 24 年 292 亿沙特里亚尔再翻一倍。中东地区项目盈利质量或优于“一带一路”地区, 且该项目以产品 (非 EPC) 为主, 有望带动海外业务整体盈利质量提升。

图表16: 特变电工股份有限公司收到海外产品中标通知书

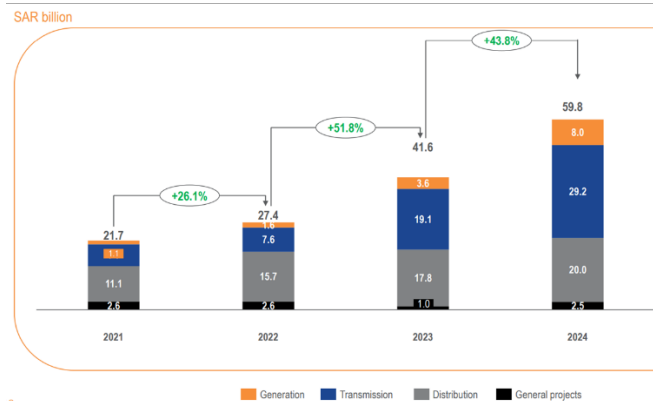
2025年8月28日, 公司收到沙特电力公司 (Saudi Electricity Company, SEC) 中标通知, 公司被确定为沙特电力公司超高压、高压电力变压器及电抗器的本地化采购项目中标单位之一, 现将有关情况公告如下:

一、中标通知书主要内容

- 1、项目名称: 超高压、高压电力变压器及电抗器的本地化采购项目
- 2、项目业主: 沙特电力公司 (Saudi Electricity Company, SEC)
- 3、项目地点: 沙特阿拉伯
- 4、供货范围: 超高压 (EHV) 变压器产品 179 台, 超高压和高压 (EHV and HV) 电抗器产品 108 台, 高压 (HV) 变压器产品 391 台。根据招标文件, 具体执行量不低于中标量的 70%。

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表17: 沙特电力公司资本支出高速增长

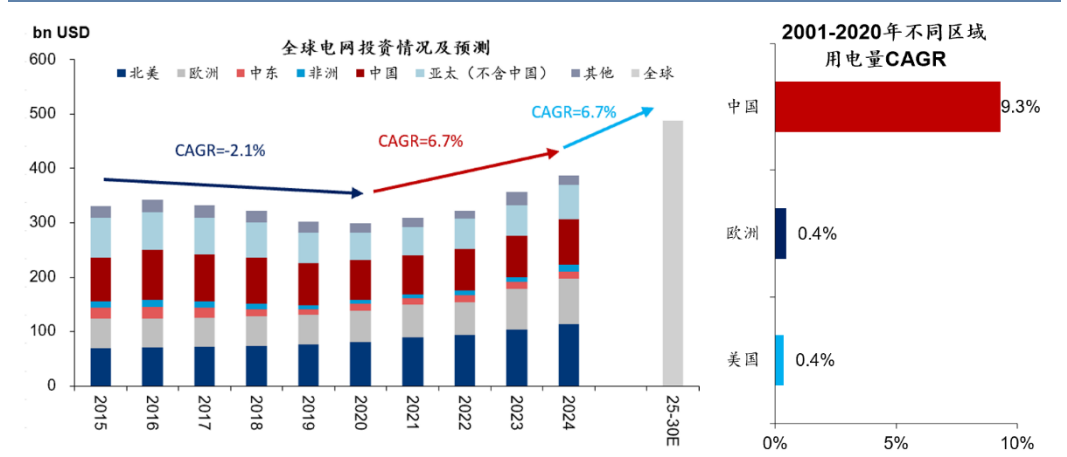


资料来源: SEC 官网, 华泰研究

全球电网投资进入上行期, 高压变压器有望受益于结构性加速增长

多方因素拉动下, 全球电网投资进入上行周期。海外发达区域电力需求此前增长缓慢, 以 2001-2020 年的用电量复合增速来看, 中国达到 9.3%, 而欧、美仅为 0.4%、0.4%, 海外电网投资同样经历了较长时间的下滑, 以 IEA 数据来看, 2016-2020 年间全球电网投资 CAGR 仅为 -2.1%。而从 2021 年开始, 受到全球新能源大规模并网带来电网扩容需求提升、部分地区电网老化带来替换需求增加、基建投资与制造业发展带来电网投资需求提升的影响, 电网投资开始恢复增长, 2021-2024 年间全球电网投资 CAGR 达到 6.7%。叠加当前数据中心快速发展带来电力需求跃升, 电网投资需求有望受到进一步拉动。根据 IEA 预测, 2025-2030 年全球电网投资年均有望达到接近 4900 亿美元, 据此测算, 2025-2030 年 CAGR 有望达到 6.7%。

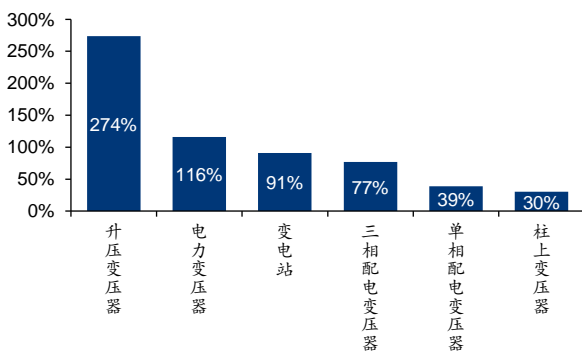
图表18: 全球电网投资进入上行周期



资料来源: IEA, 华泰研究

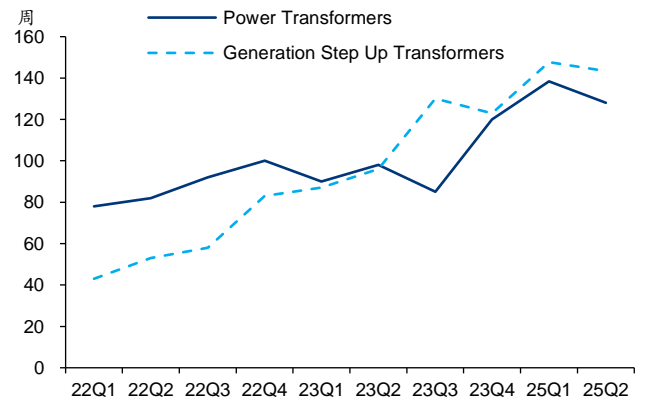
海外头部供应商扩产进程缓慢, 阶段性与区域性错配短期难以缓解。当前全球新能源大规模并网带来电网扩容需求提升、新型负荷接入带动用电端电气化程度提升、部分地区电网老化带来替换需求处于高位、数据中心等基建投资发展带来电网投资需求提升。以美国为例, 自2019年以来, 美国电力和配电变压器的需求分别激增了119%和34%。而海外头部供应商扩产进程缓慢, 主要系: 1) 一方面, 海外 Tier 1 变压器厂扩产意愿不强。变压器投资需要的盈亏平衡时间较长, 产业此前经历了数十年的产能整合与退出进入当前较为稳定的供应格局, 供应商扩产态度较为谨慎。2) 另一方面, 扩产限制同样明显存在, 上游取向硅钢与熟练劳动力的短缺是无法扩大产量的关键原因。供需阶段性与区域性的错配之下, 变压器的等待交付周期持续上行, 美国电力变压器从22Q1的不足80周上行至25Q2的128周, 升压变压器从22Q1的40+周上行至25Q2的143周, 缺口持续放大且具备强持续性。

图表19: 2019-2025年美国不同类型的变压器需求变化, 大型变压器呈现高增态势



资料来源: Woodmac, 华泰研究

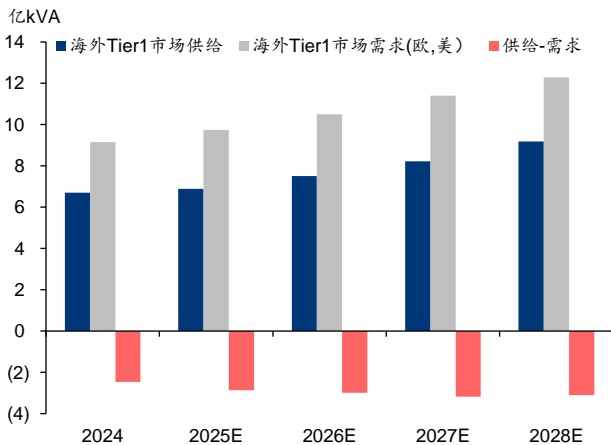
图表20: 美国电力变压器与升压变压器排队周期持续拉长



资料来源: Woodmac, 华泰研究

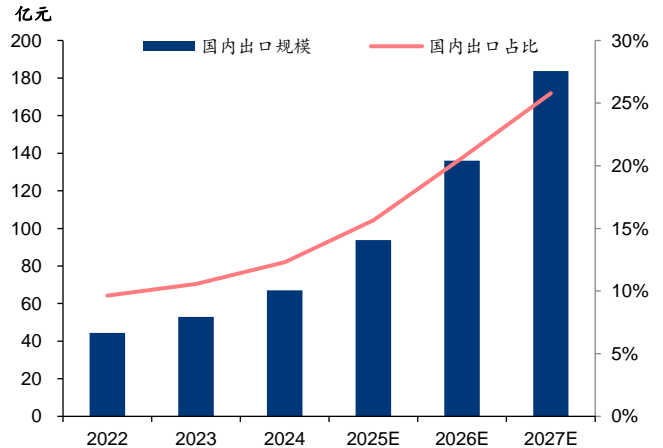
我们认为高压电力设备在海外 Tier1 市场的需求集中度明显高于供给集中度, 紧缺具备强持续性。海外 Tier1 供应商产能无法满足 Tier1 (统计口径含欧、美) 市场需求, 我们预测2024年需求总量在9.2亿kVA, 而产能在6.7亿kVA。需要注意的是, Tier1 产能并非主要位于 Tier1 需求市场, 以美国为例, 美国本土产能只能供应当地20%的变压器需求。海外 Tier1 产能 < 海外 Tier1 市场需求, 意味着假设海外 Tier1 产能全部流向 Tier1 市场, 仍然无法满足需求, 且考虑到政治性及经济性等原因, 显然无法实现该假设, Tier2 及后排供应商存在明显的进入 Tier1 需求市场机会。我们预测25-27年 Tier1 市场当年新增供需缺口将处于高位。

紧缺窗口期下国内电力设备企业开启出海新时代，国内厂商在海外市占份额有望呈现持续提升态势。紧缺为国内企业出海提供了较长的窗口期，23年/24年/11M25变压器出口额同比增速分别为19.9%/26.6%/35.3%；从国内变压器整体出口金额占海外市场规模比例来看，22A、23A、24A年占比呈现加速提升态势，分别为9.6%、10.6%、12.3%，但整体渗透率仍然处于较低水平。结合出海企业订单区域突破情况，国内企业直供海外高端市场订单快速突破；同时数据中心等领域出现结构性高增，其需求紧迫性以及相对宽松的政治性限制带来供应格局重塑机会，中国企业迎来出海好时光。结合我们对于供需缺口的预测，我们预计25-27年变压器整体出口金额仍将保持高增。

图表21：海外电力变压器 Tier1 市场供需缺口或持续位于高位


注：Tier 1 供应商统计口径包括：Mitsubishi Electric、Baoding Tianwei Baobian Electric (BTW)、GE Vernova、Toshiba、Hyundai Electric、Hitachi Energy、Hyosung Heavy Industries、SGB-SMIT Group、Siemens Energy、Teblan Electric Apparatus(TBEA)、Wilson Transformers、Energyrac Engineering、WEG Electric、Elprom Heavy industries、PT Transformers

资料来源：Rystad Energy, Global Market Insight, 华泰研究预测

图表22：国内变压器出口金额在海外市场占比仍然较低


资料来源：Global Market Insight, 海关总署, 华泰研究预测

AIDC 进一步放大紧缺缺口，国内企业出海有望实现量价齐升

AIDC 对于高压电力设备同样具备刚性需求，进一步抢占传统领域供给资源，国内企业突破北美高压市场，供应格局存在重塑逻辑。当前一方面，由于北美电网基建不足，低电压等级容量接口十分有限，数据中心面临明显的并网困难问题；另一方面，伴随数据中心规模不断提升，用电需求与功率大幅跃升，亦需要接入更高的电压等级网络。所以当前数据中心对于主网设备的需求同样成为刚需，而数据中心规模的高速增长，进一步挤占了传统领域高压设备本就不足的供给资源。我们认为相比于北美传统电网市场，数据中心领域存在供给格局重塑的可能，其原因在于 1) 数据中心客户需求急迫，对于交货周期非常敏感，国内企业在交货周期具备明显优势；2) 数据中心客户作为网外客户，受到的限制相对较少；国内企业当前迎来突破北美市场的历史性机遇。

相比于传统电网领域，AIDC 领域具备更高的利润空间。传统电网领域下游客户较为集中，受制于稳定的客户关系，价格与利润空间均相对稳定；而数据中心领域客户由于对高压设备存在较为急迫的刚性需求，同时对于价格敏感性较低，从而给供应商提供了更强的主动议价能力与更高的利润空间。

海外订单有望为特变电工带来较高盈利弹性。特变电工 25 年 H1 变压器板块毛利率为 19.1%，业务主要开展于欠发达区域。而参照思源电气的海外业务毛利率，近年来基本处在 35%~40% 区间内（含 EPC 业务），而优质区域设备业务毛利率会更高。前文我们提到，公司 25 年 8 月中标 SEC 公司 7 年期 115 亿框架订单，年均 16.4 亿元，以 24 年变压器 223.6 亿元的收入来看，占比已经达到 7.3%。我们在本篇报告的盈利预测中，预测变压器业务 2026 年收入规模为 341 亿元（YOY+25%），假设税率为 15%，保守假设毛利率为 19.1%（持平于 25H1），伴随公司在高毛利市场订单持续突破，我们假设原有业务毛利率保持不变，在高毛利区域毛利率达到 35%，收入占比达到 15% 时，变压器业务可带来 6.9 亿元的净利润增量；假设 AIDC 进一步推价格空间，高毛利区域毛利率达到 45%，收入占比达到 25% 时，变压器业务可带来 18.8 亿元的净利润增量。

图表23：海外订单有望为特变电工带来较高盈利弹性

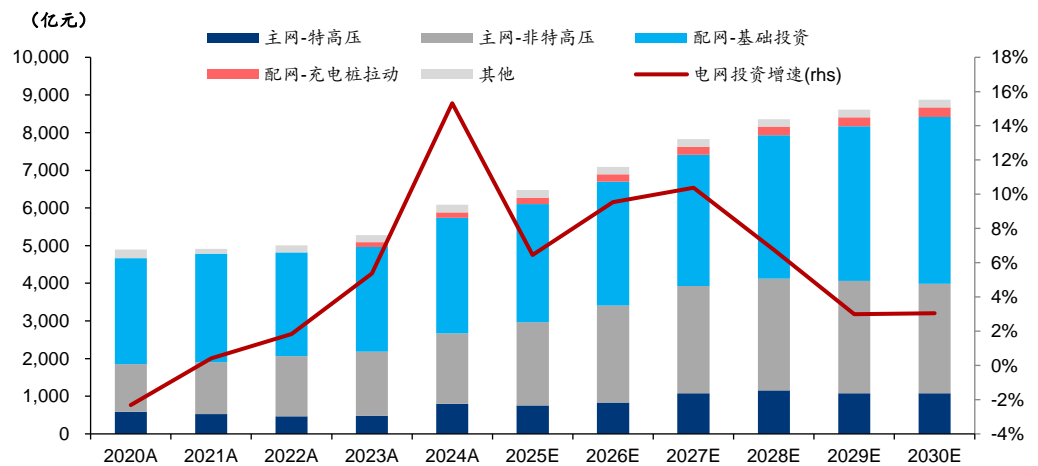
变压器净利润增量	海外高毛利区域收入占比	海外高毛利区域毛利率				
		25%	30%	35%	40%	45%
	5%	0.9	1.6	2.3	3.0	3.8
	10%	1.7	3.2	4.6	6.1	7.5
	15%	2.6	4.7	6.9	9.1	11.3
	20%	3.4	6.3	9.2	12.1	15.0
	25%	4.3	7.9	11.5	15.1	18.8

资料来源：公司公告，华泰研究预测

国内统一电力市场建设下，主网投资有望持续提升

“十五五”期间电网投资同比“十四五”提升 40%，国内电网设备需求有望伴随电网投资保持稳步增长。根据国家电网公司，“十五五”期间，国家电网公司固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”投资增长 40%。同时，12 月 31 日，发改委、能源局两部门发布《关于促进电网高质量发展的指导意见》，明确适度超前开展电网投资建设。我们看好全国统一电力市场建设加速推进下，十五五期间电网投资保持稳步增长态势，跨省输电通道建设与西部薄弱电网补强需求明确，特高压建设需求处于高位，主网投资有望继续保持较快增长。

图表24：“十五五”期间电网投资有望达到 4 万亿元

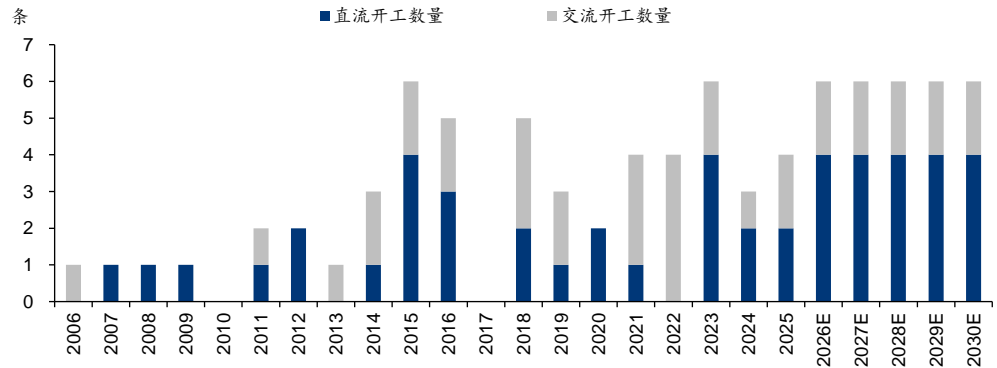


资料来源：Wind，国家能源局，政府公开报告，华泰研究预测

“十五五”期间特高压数量有望维持高位，订单盘充足

特高压主网方面，展望“十五五”，我们预计年均开工量或在“4直2交”高位，订单盘充足。当前仍有较多线路有望于近期核准（直流：陕西-河南、巴丹吉林-四川、南疆-川渝；交流：达拉特-蒙西）。展望“十五五”，当前披露的在储备项目较多，包括直流：青海-广西、库布齐-上海、腾格里-江西、乌兰布和-京津冀鲁、内蒙古-江苏、青海海南外送、松辽-华北、内蒙古-华东；交流：大同-巴彦淖尔、大同-包头、长治-南阳第二回、赣江-赣南等诸多特高压项目。我们预计“十五五”期间年均开工量或在“4直2交”，订单盘充足。

图表25：“十五五”期间特高压年均开工量或在“4直2交”



资料来源：国家能源局，北极星输配电网，华泰研究预测

公司为特高压变压器核心供应商，换流阀有望助力份额进一步提升

从近年来的中标份额上来看，公司特高压核心品类包括交流变压器、换流变压器、电抗器；从中标金额上来看，交流变压器、换流变压器是公司最核心的特高压产品。特高压环节核心设备整体壁垒较高，技术要求与利润均较高，市场格局优异。特变电工 22-23 年的整体中标金额近年来基本维持在 10% 以上的水平，25 年前 4 批提升至 14.7%。公司 2023 年已完成±800kV 特高压柔性直流换流阀首台装备研制，并已经于 25 年第 4 批中中标，我们预计后续换流阀也将成为公司在特高压领域的核心产品之一，整体中标份额有望伴品类开拓实现进一步提升。

图表26：国网特高压项目历年中标金额及公司份额（单位：亿元）

	2022			2023			2024			2025（前4批）		
	中标总金额	公司金额	公司份额	中标总金额	公司金额	公司份额	中标总金额	公司金额	公司份额	中标总金额	公司金额	公司份额
交流变压器	6.93	2.55	36.8%	27.12	10.80	39.8%	5.03	0.84	16.7%	14.81	5.65	38.1%
换流变压器	0.00	0.00	/	141.39	31.87	22.5%	40.58	8.35	20.6%	86.33	25.35	29.4%
电抗器	6.44	1.00	15.5%	23.57	2.67	11.3%	10.44	0.17	1.7%	22.19	4.45	20.1%
互感器	0.36	0.00	0.0%	7.27	0.21	2.9%	3.68	0.10	2.7%	4.77	0.04	0.8%
换流阀系统										65.14	6.60	10.1%
合计	34.56	3.55	10.3%	405.23	45.55	11.2%	189.42	9.53	5.0%	285.50	42.09	14.7%

注：22 年特高压整体招标金额仅 34.6 亿元，中标份额存在波动

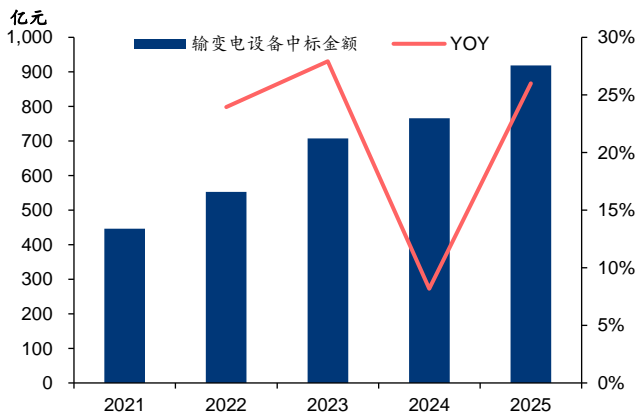
资料来源：国网电子商务平台、华泰研究

主网招标金额攀升，公司份额整体呈现提升趋势

非特高压主网方面，全国统一电力市场建设下，跨省输电通道建设与西部薄弱电网补强需求明确。一方面，需要加强区域间的电网互联互通能力，高电压主网网架互通是全国统一电力大市场搭建的底层支撑；另一方面，西部区域逐渐成为我国能源的“富矿区”，外送需求迫在眉睫，当前西部主网架不能满足电力外送要求，需要建设更强大的主网网架。25年1-6批国网输变电公示总金额高达918.8亿元，同比增长26%，我们预计2026年有望保持较快增长。

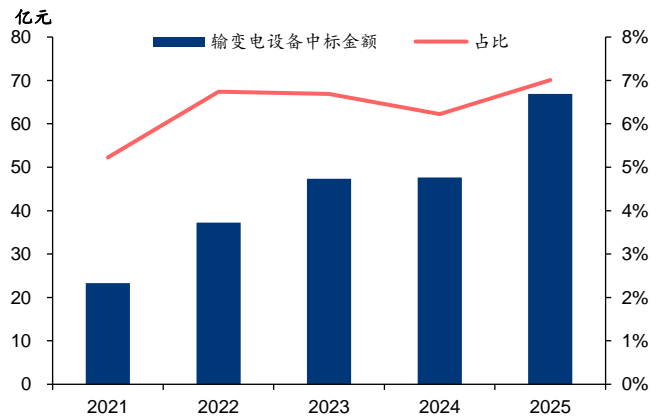
输变电招标金额逐年攀升，变压器、电缆及附件为公司最核心产品。24-25年公司在国网输变电设备中标金额分别为47.6、66.9亿元，25年同比增长40%+，21-25年公司中标金额占整体招标金额比例分别为5.2%、6.7%、6.7%、6.2%、7.0%，整体份额呈现提升趋势。就公司中标产品结构而言，变压器、电缆及附件中标金额占比较大，合计份额在8成左右，为公司输变电领域最核心的产品。

图表27：2025年国网输变电招标总额快速增长



注：2025年数据仅包含国网输变电设备1-6批共计6批中标结果
资料来源：国网电子商务平台，华泰研究

图表28：2021-2025年国网输变电公司中标总额及占比



资料来源：国网电子商务平台，华泰研究

图表29：国网输变电项目历年中标金额及公司份额（单位：亿元）

	2022			2023			2024			2025		
	中标总金额	公司金额	公司份额	中标总金额	公司金额	公司份额	中标总金额	公司金额	公司份额	中标总金额	公司金额	公司份额
变压器	123.71	22.26	18.0%	154.55	25.63	16.6%	161.67	26.59	16.4%	197.10	45.20	22.9%
组合电器	117.85	3.14	2.7%	173.27	6.43	3.7%	191.33	4.77	2.5%	254.99	3.46	1.4%
电缆及附件	131.72	8.80	6.7%	140.48	8.71	6.2%	141.48	8.46	6.0%	194.66	9.97	5.1%
开关柜	45.72	0.00	0.0%	53.74	0.23	0.4%	60.35	0.49	0.8%	73.03	1.31	1.8%
互感器	10.36	1.10	10.6%	16.33	1.47	9.0%	19.33	1.74	9.0%	22.50	0.92	4.1%
电抗器	10.99	1.97	18.0%	17.15	4.87	28.4%	24.22	5.60	23.1%	25.49	5.85	22.9%
合计	553.16	37.28	6.7%	707.61	47.34	6.7%	765.50	47.64	6.2%	954.99	66.93	7.0%

资料来源：国网电子商务平台，华泰研究

看好中长期金价持续推升，利润有望伴随产能快速释放

底层宏观逻辑未变，金价长期上行趋势不改

2022 年之后，全球金融和贸易体系日趋割裂；外汇储备“多元化”需求成为黄金价格上行的长期基石。截至 2025 年 6 月，黄金占储备资产比例约为 21.4%；如果黄金在央行中的储备占比回到 34% 的历史中位数水平，全球央行增持黄金可能持续到 2035 年。2026 年美国实际利率或是下行趋势，叠加美元震荡走弱，利于金价进一步上行。截至 26 年 1 月 27 日，黄金现货价已经达到 5064 美元/盎司，价格走势超预期，或具备进一步上修空间。

图表30：1957 年以来黄金占资产总储备比例



资料来源：Haver，华泰研究

图表31：黄金价格呈现持续上涨态势

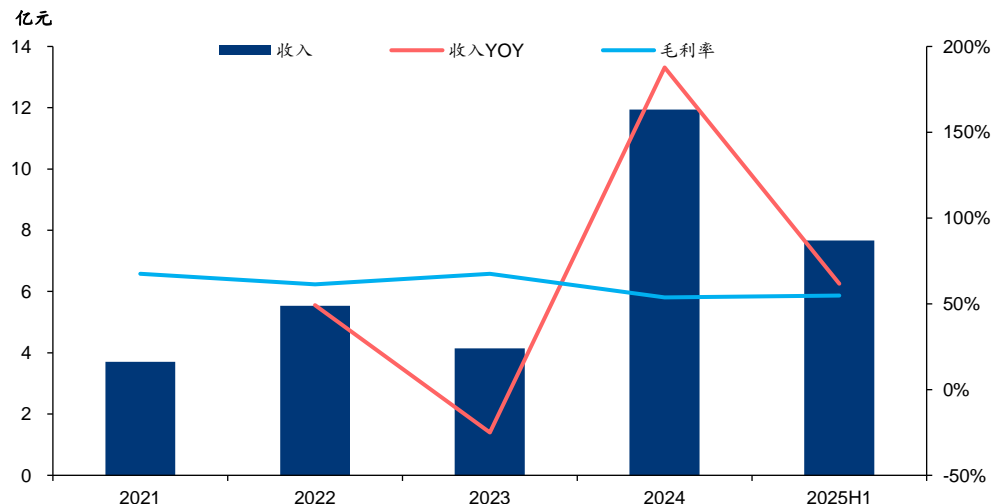


资料来源：Wind，华泰研究

“无心插柳”获金矿，量价齐升利润加速释放

黄金业务量价齐升，进入利润快速释放阶段。2012 年 10 月，公司股东大会通过了《以资源换项目方式承建杜尚别-2*5 万千瓦火电站的议案》，通过为塔吉克斯坦承建关键能源基础设施项目，主要是杜尚别火电站（核定价款 1.78 亿美元），以此获得了塔国政府授予的东杜奥巴马金矿、东杜奥巴马侧翼及上库马尔克金矿探矿权及采矿权及相关税收优惠。经过多年的开发和建设，上库马尔克矿区库河东金矿（一区）高品位氧化矿已于 2021 年投产并实现销售收入，东杜奥巴马矿工程项目于 2022 年底达到试生产条件，上库二期工程已经于 2025 年 5 月底试生产。2024 年、25H1 公司黄金业务分别实现收入 11.94、7.66 亿元，同比 +187.76%、61.65%，实现毛利率 53.70%、54.76%，已成为公司重要的利润增长点。经过多年持续勘探，公司远景储量或达 100 吨以上，为未来持续带来利润贡献奠定坚实基础。

图表32：公司黄金业务进入收入快速增长阶段



资料来源：Wind，华泰研究

公司金矿项目共分为三期建设，我们估算 2024-2027 年产量分别在 2.2、2.5、3.0、3.6 吨，假设按照 25-27 年年均 3439、5200、5600 美元/盎司的单价，25-27 年将带来 19.8、35.9、46.4 亿元的收入，同比增长 65.9%、81.4%、29.2%。22-24 年业务毛利率为 61.3%、67.5%、53.7%，我们假设后期采矿成本亦会呈现提升趋势，假设 25-27 年单吨成本每年提升 20%、20%、10%，据此测算 25-27 年毛利率为 61.9%、69.8%、69.2%；对应的毛利分别为 12.3、25.1、32.1 亿元，同比提升 91.4%、104.4%、28.0%。

三期分别为：**一期项目（上库氧化矿）：**塔国金矿一期项目露天开采高品位氧化矿（氧化率 $\geq 70\%$ ）资源，氧化矿矿石量 368.43 万吨，金金属量 11.308 吨。该项目已于 2021 年投产，达产后年产金量 1.278 吨。**二期项目（东杜奥巴金矿）：**根据相关勘探报告以及当地的有关要求，塔国金矿二期项目设计利用资源矿石量为 588 万吨，平均金品位为 3.84×10^{-6} ，设计利用金金属资源储量为 22.62 吨。该项目已于 2022 年底投产，达产后年产金量 1.559 吨。**三期项目（上库二期项目）：**该项目已于 2025 年 5 月底试生产，达产后年产金量 2.5 吨。

图表33：黄金业务收入及毛利情况预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (亿元)	3.71	5.53	4.15	11.94	19.81	35.94	46.44
收入 YOY		49.2%	-25.0%	187.8%	65.9%	81.4%	29.2%
销量 (吨)				2.2	2.5	3.0	3.6
单价 (美元/盎司)				2388	3439	5200	5600
毛利率	67.4%	61.3%	67.5%	53.7%	61.9%	69.8%	69.2%
毛利 (亿元)	2.50	3.39	2.80	6.41	12.27	25.09	32.12

资料来源：公司公告，华泰研究预测

低成本疆煤构成压舱石，煤制气将资源优势转化为新增长极

煤炭：成本最低露天矿优势凸显，外运扩容兑现在即

公司能源业务主要由子公司天池能源经营，是公司立足新疆优势资源转换战略投资打造的国家能源保供基地，覆盖煤炭、电力、物流、硅基、煤化工业务板块。

中国十大单体露天矿中公司独占两席，资源优势凸显。截至 25H1，公司拥有储量 126 亿吨、核定产能 7400 万吨/年的低成本露天煤矿资源，是公司稳定的现金奶牛。公司三座露天煤矿均位于准东煤田，具体来看：

- 1) **产能：**公司目前拥有三座煤矿，分别为南露天矿（4000 万吨年产能）、将二矿（3000 万吨年产能）、将一矿（400 万吨年产能），合计公司煤炭核定产能共计 7400 万吨/年。公司正在申报煤炭产能核增，若获批将为后续煤制气和火电等项目奠定煤炭供给基础。
- 2) **煤质：**南露天矿主要为不粘煤，具备中灰、低硫、低磷的特点，发热量 4800-5300 大卡/千克，适合发电和煤化工；将二矿主要为长焰煤，具备特低硫、低磷的特点，发热量 5000-5300 大卡/千克，因此适用于大型发电项目。
- 3) **成本和价格：**公司旗下煤矿均为露天矿，根据公司可转债说明书，在不考虑含煤矸石、低热值煤等非原煤产品下，公司 25H1 煤炭单位生产成本为 177 元/吨，销售价格为 251 元/吨。根据 2023 年 2 月公布的对外投资公告，公司将对将一矿、将二矿和南露天矿进行升级技改，建设期分别为 2 年/1 年/2 年。

图表 34：2022-25H1 公司煤炭量价拆分表

煤炭		2022	2023	2024	25H1
产能	万吨	7000	7000	7400	3700
产量	万吨	7,377	7,608	7,864	3,642
销量	万吨	7,341	7,615	7,787	3,524
收入	万元	1,745,008	1,823,034	1,926,428	883,217
成本	万元	913,857	976,914	1,301,879	623,707
单吨收入	元/吨	237.71	239.39	247.40	250.63
CoGS	元/吨	124.49	128.28	167.19	176.99

资料来源：公司招股书，华泰研究

公司产出的煤矿兼具全国保供与本地需求，当前主要以疆内消纳为主。公司 2024 年疆内销售占比约 75%，主要以疆内市场“稳价保量”为主。

- 1) **火电：**公司火电机组平稳运行，截至 2024 年火电装机 5040MW（其中自备电厂 1000MW），利用小时数达 5520 小时，有效拉动公司低成本煤的消纳，亦可以消纳沫煤；此外，新疆近期核准一批火电项目，且含多个疆电外送电源点，公司已与多家电厂签署长期保供协议，本土火电项目的增加将扩大消纳规模。
- 2) **煤化工：**煤炭就地转化成煤制烯烃、芳香烃等将是未来疆煤一个重要应用场景，公司亦在投资煤制天然气项目，原料全部为碎煤进一步促进消纳。

以准东地区煤炭热值测算，我们认为当前公司煤炭出疆仍受运费偏高制约，但国家已将改善新疆外送运力列为重大战略，规划构建三条外送通道，有望突破运输瓶颈后构成弹性。

- 1) 我们测算公司准东到京唐港成本价约为 656 元/吨（换算为 5500 卡），在当前煤价下不具备成本优势。截至 9 月 18 日，将军庙到京唐港单吨运费为 536 元/吨（敞车，按 9%税率），按公司煤炭热值 5000 卡、全成本 60 元/吨（假设技改完成达到预期）进行假设，对应 5500 卡到港成本为 655.6 元/吨，而当前时点环渤海 5500 京唐港动力煤价格为 675 元/吨已经贴近铁路运输理论成本价。
- 2) 根据规划，预计“十五五”期间新疆煤炭外送能力将突破 2 亿吨/年，为疆煤拓展全国市场奠定基础。新疆铁路疆煤外运量逐年增加，2024 年达 9061 万吨、同比增长 50.2%；1-9 月，新疆铁路疆煤外运量达 7028.86 万吨，同比增长 7.8%。新疆正在加速提升铁路运力保障，一是提升东通道兰新线运力，二是扩展北通道哈临线运力，三是提升南通道库格线运力，同时新藏铁路亦在规划中；

- 3) **准东外输卡点逐渐疏通，有望助力公司开拓增量疆外市场：**乌将铁路作为连接准东煤田与南疆、北疆铁路环线的重要煤炭运输大通道，年货运量从 5648 万吨跃升至 1.08 亿吨，日均开行列车从 10 余列增至 92 列，运力提升幅度达 91.2%。同时，国家正在规划建设将军庙到成都的“南通道”西南少煤地区煤运专线，有望进一步开拓外运市场。

图表35：2020-2025 年疆煤外运情况

万吨	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024	9M2025
铁路	1,100	3,831	5,521	6,023	3,917	9,061	7,029
公路	641	556	3,279	4,977	2,283	4,900	
铁路占比	63%	87%	63%	55%	63%	65%	
公路占比	37%	13%	37%	45%	37%	35%	
总计	1741	4387	8800	11000	6200	13961	
YoY		152%	101%	25%		26.9%	

资料来源：新疆煤炭交易中心，华泰研究

煤制气：打通外运增厚盈利

深化能源业务联动，兑现“靠山吃山”资源优势

公司煤制气项目或将有效消纳自产煤炭，并借助西气东输管网实现产品外销构成新增长点。公司准东 20 亿 Nm^3 /年煤制气项目系新疆首批三个煤制气示范工程之一，也是占据 2030 年前新疆 60 亿 Nm^3 /年新建指标的三分之一，更是唯一获得指标的非国央企公司。项目投资额为 170 亿元，单位投资额 8.5 元/方，其中项目设计了 8.4 亿 Nm^3/a 天然气转换为液化天然气，并对公辅设施做了一些预留，同时加大数字化投入。煤制气项目已经于 9 月 20 日正式开工，预计 2026 年底建成、2027 年全面达产。项目达产后将形成年产 20.54 亿 Nm^3 煤制天然气产能，其中 8.4 亿 Nm^3 天然气将转换为液化天然气 LNG 58.27 万吨，同时产出煤焦油、粗苯等副产品。煤制气项目年转化原煤约 580 万吨并实现自产煤坑口原料供应，并拉动约 14.2 亿度电力消纳（其中绿电 9.85 亿度），且配套绿电制氢系统构建“光-电-氢-碳”耦合体系优化能效，因此在全国煤制气项目中具备显著成本优势。

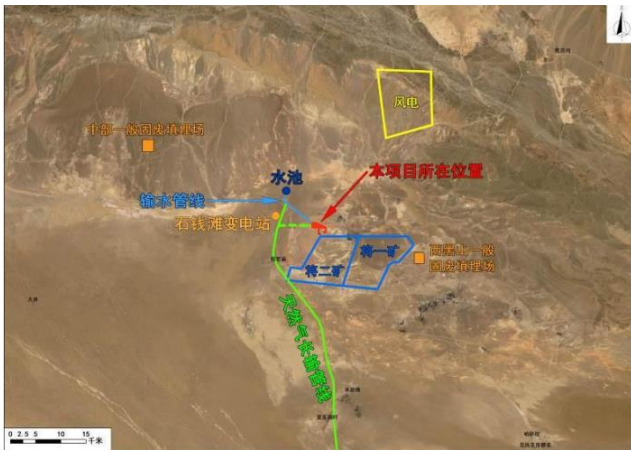
根据公司可转债说明书，按照煤价 150~160 元/吨，合成天然气及液化天然气销售价格区间 2.20~2.75 元/ Nm^3 和 3,900~4,875 元/吨，项目收益率区间映射为 6.54%~11.71%，对应利润区间为 10~20 亿元/年，含建设期的回本周期为 9~12 年。

图表36：20 亿 Nm^3 /年煤制气项目项目经济效益评价

SNG 价格 (含税, 元/ Nm^3)		2.20	2.31	2.42	2.53	2.64	2.75
LNG 价格 (含税, 元/T)		3,900	4,095	4,290	4,485	4,680	4,875
年度营收	万元	485,743.97	508,119.75	530,496.52	552,871.30	575,247.07	597,622.85
年度利润	万元	96,096.66	118,001.46	139,906.26	161,811.06	183,715.86	205,620.66
全成本	万元	389,647.31	390,118.29	390,590.26	391,060.24	391,531.21	392,002.19
单位全成本	元/ Nm^3	18.97	18.99	19.02	19.04	19.06	19.08
IRR	(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)	12.00	11.23	10.58	10.02	9.55	9.13

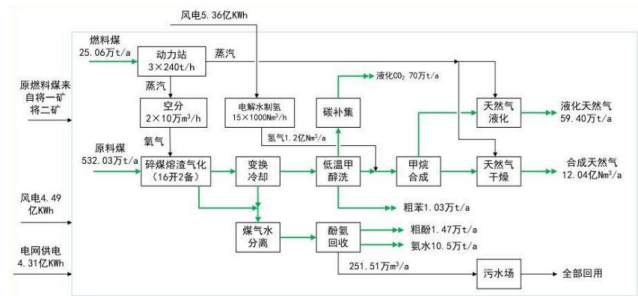
资料来源：公司公告，华泰研究

图表37: 公司煤制气项目依托工程设计图



资料来源: 天池能源煤制气环评报告, 华泰研究

图表38: 公司煤制气项目全厂加工流程 (包含电解水制氢环节)



资料来源: 天池能源煤制气环评报告, 华泰研究

多能互补+性能指标优于同期和存量煤制气项目, 叠加坑口煤成本优势显著

我们测算公司煤制气现金成本/生产成本/完全成本或为 1.08/1.63/1.91 元/Nm³, 较新疆存量/新建煤制气项目具备 7%~28% 现金成本优势。根据项目环评报告, 公司原料煤、燃料煤年用量为 532/25 万吨, 水耗 972 万吨, 电耗 14.2 亿度, 在 20.54 亿 Nm³ 年产量下对应单位耗量为 25.9kg/1.2kg/47.3 吨/0.7 万度电 (每 Nm³); 在原料煤价 160 元/吨、燃料煤价 150 元/吨 (煤价假设基于公司可行性报告)、水价 5 元/吨、电价 0.2 元/度的假设下, 现金成本约为 1.08 元/Nm³; 考虑 15 年折旧期, 170 亿元投资额对应单位折旧 0.55 元/Nm³, 合计生产成本为 1.63 元/Nm³; 假设三费、税金及附加占全成本比例 15%, 对应完全成本约 1.91 元/Nm³。

图表39: 公司煤制气现金成本/生产成本/完全成本或为 1.08/1.63/1.91 元/Nm³

	年耗量/成本		单位耗量/成本		占比%
现金成本	22.10	亿元	1.08	元/立方米	
煤耗成本	8.89	亿元	0.43	元/立方米	23%
原料煤	8.51	亿元	0.41	元/立方米	22%
燃料煤	0.38	亿元	0.02	元/立方米	1%
煤耗量	557.09	万吨	27.12	kg/立方米	
原料煤	532.03	万吨	25.90	kg/立方米	
燃料煤	25.06	万吨	1.22	kg/立方米	
煤价	159.55	元/吨			
原料煤	160.00	元/吨			
燃料煤	150.00	元/吨			
水成本	0.49	亿元	0.02	元/立方米	1%
水耗量	972.30	万吨	47.34	吨/立方米	
水价	5.00	元/吨		元/立方米	
电力成本	2.83	亿元	0.14	元/立方米	7%
电用量	14.17	亿千瓦时	0.69	万千瓦时/立方米	
电价	0.20	元/千瓦时			
人工	2.88	亿元	0.14	元/立方米	7%
员工数	1,200.00	人			
薪资	20,000.00	元/月			
其他成本	7.01	亿元	0.34	元/立方米	18%
生产成本	33.46	亿元	1.63	元/立方米	
折旧	11.36	亿元	0.55	元/立方米	29%
投资额	170.39	亿元/年			
折旧年限	15.00	年			
完全成本	39.31	亿元	1.91	元/立方米	
三费、税金及附加	5.84	亿元	0.28	元/立方米	15%

资料来源: 公司公告, 华泰研究测算

横向比较存量/新建项目来看, 天池能源准东煤制气完全使用坑口煤, 因此保守假设具备 40 元/吨用煤成本优势, 叠加更低的水耗, 较新疆同期项目国能新疆煤制气有 0.08 元/方的现金成本优势, 且较存量项目新天煤制气具备 0.41 元/方成本优势; 对于存量内蒙项目, 考虑到项目较早期叠加地域煤价区别, 可预见的是, 内蒙项目的经济性不如新疆项目。

图表40: 公司煤制气成本测算表

		天池能源准东煤制气	国能新疆煤制气	伊犁新天煤制气
产能	亿立方米	20	20	20
项目状态		未投产	未投产	已投产
投资额	亿元	170.39	167.90	176.00
价格假设				
煤价				
原料煤	元/吨	160.00	200.00	200.00
燃料煤	元/吨	150.00	190.00	190.00
水价	元/吨	5.00	5.00	5.00
电价	元/kWh	0.20	0.20	0.20
单耗假设				
煤耗量	吨/万方	27.12	25.38	39.22
原料煤	吨/万方	25.90	23.09	26.57
燃料煤	吨/万方	1.22	2.29	12.65
水耗量	吨/万方	47.34	53.37	54.37
电耗量	千瓦时/立方米	0.69	0.70	0.73
现金成本	元/立方米	1.06	1.14	1.47
煤耗成本	元/立方米	0.43	0.51	0.77
水成本	元/立方米	0.02	0.03	0.03
电成本	元/立方米	0.14	0.14	0.15
人工成本	元/立方米	0.07	0.07	0.12
其他成本	元/立方米	0.40	0.40	0.40
生产成本	元/立方米	1.60	1.69	2.16
折旧	元/立方米	0.54	0.54	0.70
完全成本	元/立方米	1.82	1.91	2.46
财务费用	元/立方米	0.15	0.15	0.19
销售费用	元/立方米	0.02	0.02	0.02
管理费用	元/立方米	0.04	0.05	0.08

注: 新天煤制气参数基于2021年7月发布的环评报告, 原料价格基于当前节点价格水平假设
资料来源: 各环评报告, 华泰研究测算

图表41: 国能新疆煤制气成本测算表

	年耗量/成本	单位耗量/成本	占比%
现金成本	22.88 亿元	1.14 元/立方米	
煤耗成本	10.11 亿元	0.51 元/立方米	27%
原料煤	9.24 亿元	0.46 元/立方米	24%
燃料煤	0.87 亿元	0.04 元/立方米	2%
煤耗量	507.64 万吨	25.38 吨/万方	
原料煤	461.78 万吨	23.09 吨/万方	
燃料煤	45.86 万吨	2.29 吨/万方	
煤价	199.10 元/吨		
原料煤	200.00 元/吨		
燃料煤	190.00 元/吨		
水成本	0.53 亿元	0.03 元/立方米	1%
水耗量	1,067.38 万吨	53.37 吨/万方	
水价	5.00 元/吨		
电力成本	2.80 亿元	0.14 元/立方米	7%
电用量	14.00 亿千瓦时	0.70 千瓦时/立方米	
电价	0.20 元/千瓦时		
人工	1.44 亿元	0.07 元/立方米	4%
员工数	1,200.00 人		
薪资	10,000.00 元/月		
其他成本	8.00 亿元	0.40 元/立方米	21%
生产成本	33.74 亿元	1.69 元/立方米	
折旧	10.86 亿元	0.54 元/立方米	29%
投资额	167.90 亿元		
折旧年限	15.00 年		
完全成本	38.11 亿元	1.90 元/立方米	
三费、税金及附加	4.37 亿元	0.21 元/立方米	12%
财务费用	3.02 亿元	0.15 元/立方米	
资本金比例	50%		
贷款利率	3.80%		
销售费用	0.45 亿元	0.02 元/立方米	
管理费用	0.90 亿元	0.05 元/立方米	
其他管理费	7.50 万元/人年		

注: 电耗未公开, 假设为0.7度/方
资料来源: 项目环评书, 华泰研究测算

图表42: 新天新疆煤制气成本测算表

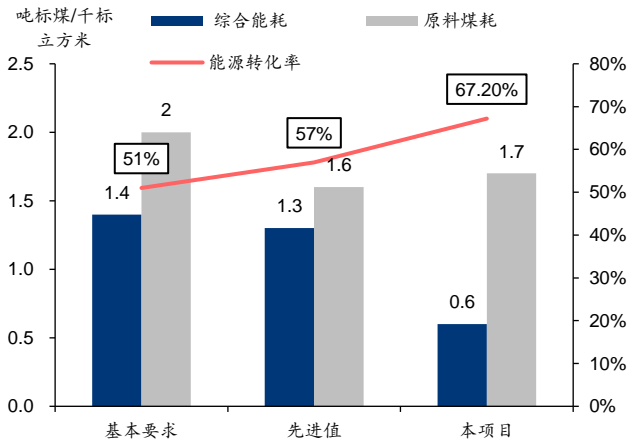
	年耗量/成本	单位耗量/成本	占比%
现金成本	24.04 亿元	1.47 元/立方米	
煤耗成本	12.63 亿元	0.77 元/立方米	32%
原料煤	8.70 亿元	0.53 元/立方米	22%
燃料煤	3.93 亿元	0.24 元/立方米	10%
煤耗量	642.00 万吨	39.22 吨/万方	
原料煤	435.00 万吨	26.57 吨/万方	
燃料煤	207.00 万吨	12.65 吨/万方	
煤价	199.78 元/吨		
原料煤	200.00 元/吨		
燃料煤	190.00 元/吨		
水成本	0.45 亿元	0.03 元/立方米	1%
水耗量	890.00 万吨	54.37 吨/万方	
水价	5.00 元/吨		
电力成本	2.41 亿元	0.15 元/立方米	6%
电用量	12.03 亿千瓦时	0.73 千瓦时/立方米	
电价	0.20 元/千瓦时		
人工	2.00 亿元	0.12 元/立方米	5%
员工数	1,670.00 人		
薪资	10,000.00 元/月		
其他成本	6.55 亿元	0.40 元/立方米	17%
生产成本	35.42 亿元	2.15 元/立方米	
折旧	11.38 亿元	0.70 元/立方米	29%
投资额	176.00 亿元		
折旧年限	15.00 年		
完全成本	40.29 亿元	2.40 元/立方米	
三费、税金及附加	4.87 亿元	0.24 元/立方米	13%
财务费用	3.17 亿元	0.19 元/立方米	
资本金比例	50%		
贷款利率	3.80%		
销售费用	0.45 亿元	0.02 元/立方米	
管理费用	1.25 亿元	0.08 元/立方米	
其他管理费	7.50 万元/人年		

注: 电耗按年运行时间8000h, 配备电厂+并网150337kW容量测算
资料来源: 项目环评书, 华泰研究测算

成本领先优势#1“光-电-氢-碳”多能耦合体系, 单位能耗、水耗、二氧化碳排放均优于国内先进值。

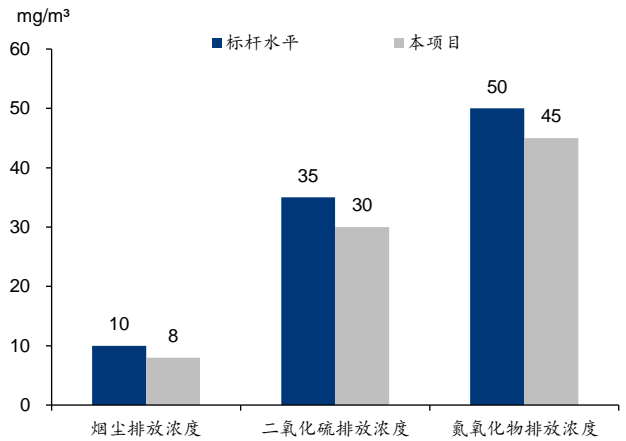
- 1) 公司煤制气项目配套建设了绿电制氢系统, 可大幅提升绿电消纳比例, 且实现煤化工全流程碳排放强度下降30%以上。一方面, 项目设计年耗绿电(自供风电)9.85亿kWh, 绿电占比接近70%, 风场和配套输电线路均将由天池能源负责建设, 并将于投产前建成实现绿电的自发自用; 另一方面, 2023年发布的《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》也标志着对煤化工行业能耗控制和减排提出要求, 若后续进一步引入碳成本将扩大公司成本优势。
- 2) 公司煤制气项目建设全面采用国际领先的先进工艺, 单位能耗和水耗领先现存煤制气项目。能源转换率方面, 公司较先进值高10pct、较基本要求高16pct, 领先行业; 污染排放水平亦优于标杆, 烟尘/二氧化硫/氮氧化物排放浓度也较标杆水平低20%/14%/10%。

图表43: 公司煤制气项目资源利用效率指标领先



资料来源: 项目环评报告, 华泰研究

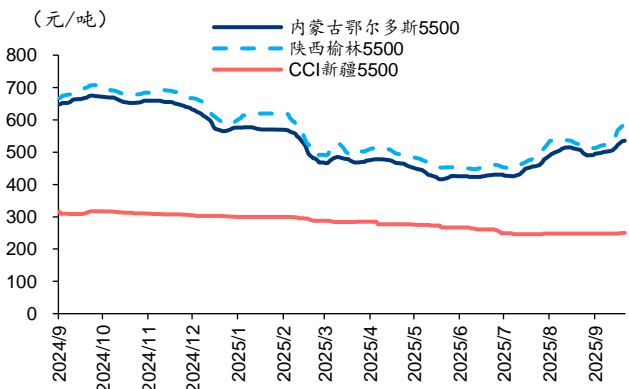
图表44: 公司煤制气项目大气污染排放水平优于标杆水平



资料来源: 项目环评报告, 华泰研究

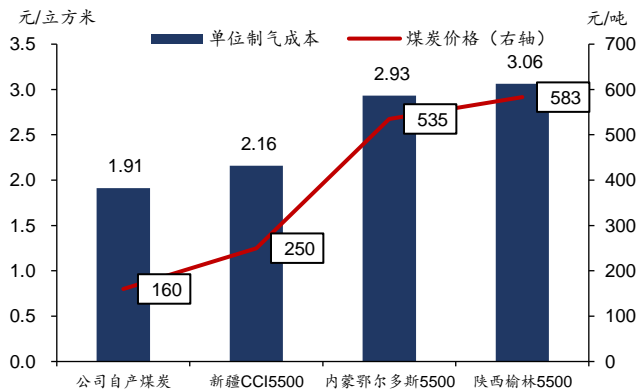
成本领先优势#2 依托低成本坑口自产煤供给, 我们测算公司煤制气的煤耗成本仅占四分之一。煤制气项目原料煤、燃料煤年用量为 532/25 万吨, 而现有将二矿可以提供合格 8-80mm 块煤 1708 万吨/年完全满足煤制气项目的原料/燃料煤需求, 叠加煤制气项目紧邻煤矿建设并通过封闭式管廊直接送至筛分厂房, 因此公司用煤成本较为低廉。我们测算凭借坑口煤自供, 公司较主要煤制气产地具备 0.24~1.15 元/Nm³ 的煤耗成本优势。一方面, 疆煤价格中枢长期位于内陆其他煤制气主产地当地煤价的一半水平, 因此在煤耗成本上天然具备优势; 另一方面, 公司自产露天煤矿为成本最低之一, 叠加可享受坑口供给, 因此较新疆本地煤炭仍有价格优势。基于上述成本拆分模型, 我们测算若仅考虑煤炭价格对成本的影响, 公司煤制气可较新疆、内蒙、陕西同规格的外采煤项目具备 0.24/1.02/1.15 元/Nm³ 的成本优势。

图表45: 新疆动力煤价格长期仅为煤化工主产地煤价的一半水平



资料来源: Sxcoal, iFinD, 华泰研究

图表46: 公司凭借较低的自产煤价格或具备显著制气成本优势



资料来源: Sxcoal, 项目环评报告, 华泰研究测算

煤价是影响煤制气项目经济性的主要因素, 而公司低成本煤炭也为煤制气项目带来较厚的安全垫。我们测算煤价每下降/上升 20 元/吨, 可增厚/减少单位毛利 0.05 元/Nm³, 也就是说每 40 元/吨的煤价优势构成了天然气价格 0.1 元/Nm³ 波动的安全垫, 有效确保了盈利, 而正如我们上文所述, 在 160 元/吨原料煤的成本下, 较新疆、内蒙、陕西分别有 90/375/423 元/吨的煤价优势。另一方面, 我们也测算若煤价保持 160 元/吨, 则天然气价格每增加/减少 0.1 元可增厚/减少毛利率 2~3pct, 而固定天然气价不变时煤价每减少/增加 20 元/吨可增厚/减少毛利率 2pct。

图表47: 公司煤制气单位毛利对 SNG 价格和煤价敏感性分析表

单位毛利		SNG 价格 (含税, 元/立方米)										
		2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80	2.90	3.00
煤炭价格 (元/吨)	100	0.30	0.39	0.48	0.57	0.66	0.75	0.83	0.92	1.01	1.10	1.19
	120	0.25	0.34	0.43	0.51	0.60	0.69	0.78	0.87	0.96	1.04	1.13
	140	0.19	0.28	0.37	0.46	0.55	0.64	0.73	0.81	0.90	0.99	1.08
	160	0.14	0.23	0.32	0.41	0.49	0.58	0.67	0.76	0.85	0.94	1.02
	180	0.09	0.17	0.26	0.35	0.44	0.53	0.62	0.71	0.79	0.88	0.97
	200	0.03	0.12	0.21	0.30	0.39	0.47	0.56	0.65	0.74	0.83	0.92
	220	-0.02	0.07	0.15	0.24	0.33	0.42	0.51	0.60	0.69	0.77	0.86
	240	-0.08	0.01	0.10	0.19	0.28	0.37	0.45	0.54	0.63	0.72	0.81
	260	-0.13	-0.04	0.05	0.13	0.22	0.31	0.40	0.49	0.58	0.67	0.75
	280	-0.19	-0.10	-0.01	0.08	0.17	0.26	0.35	0.43	0.52	0.61	0.70
	300	-0.24	-0.15	-0.06	0.03	0.11	0.20	0.29	0.38	0.47	0.56	0.65
	320	-0.29	-0.21	-0.12	-0.03	0.06	0.15	0.24	0.33	0.41	0.50	0.59
	340	-0.35	-0.26	-0.17	-0.08	0.01	0.09	0.18	0.27	0.36	0.45	0.54
	360	-0.40	-0.31	-0.23	-0.14	-0.05	0.04	0.13	0.22	0.31	0.39	0.48
	380	-0.46	-0.37	-0.28	-0.19	-0.10	-0.01	0.07	0.16	0.25	0.34	0.43
	400	-0.51	-0.42	-0.33	-0.25	-0.16	-0.07	0.02	0.11	0.20	0.29	0.37

资料来源: 华泰研究测算

图表48: 公司煤制气毛利率对 SNG 价格和煤价敏感性分析表

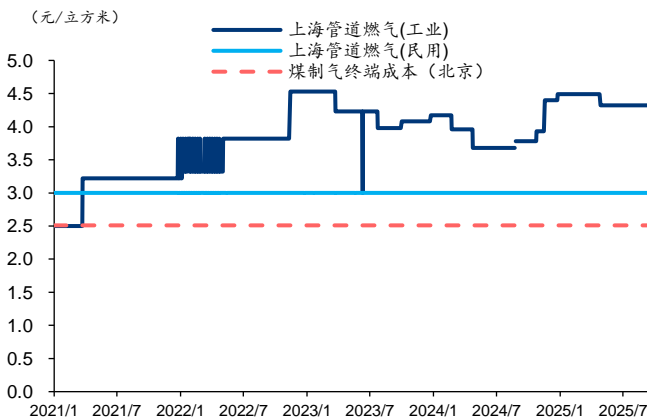
毛利率		SNG 价格 (含税, 元/立方米)										
		2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80	2.90	3.00
煤炭价格 (元/吨)	100	13%	16%	19%	22%	24%	26%	28%	30%	32%	34%	35%
	120	11%	14%	17%	20%	22%	24%	27%	28%	30%	32%	33%
	140	9%	12%	15%	18%	20%	23%	25%	27%	29%	30%	32%
	160	6%	10%	13%	16%	18%	21%	23%	25%	27%	29%	30%
	180	4%	7%	11%	14%	16%	19%	21%	23%	25%	27%	29%
	200	1%	5%	8%	11%	14%	17%	19%	21%	23%	25%	27%
	220	-1%	3%	6%	9%	12%	15%	17%	20%	22%	24%	25%
	240	-3%	0%	4%	7%	10%	13%	15%	18%	20%	22%	24%
	260	-6%	-2%	2%	5%	8%	11%	14%	16%	18%	20%	22%
	280	-8%	-4%	0%	3%	6%	9%	12%	14%	17%	19%	21%
	300	-11%	-6%	-3%	1%	4%	7%	10%	12%	15%	17%	19%
	320	-13%	-9%	-5%	-1%	2%	5%	8%	11%	13%	15%	17%
	340	-15%	-11%	-7%	-3%	0%	3%	6%	9%	11%	14%	16%
	360	-18%	-13%	-9%	-5%	-2%	1%	4%	7%	10%	12%	14%
	380	-20%	-16%	-11%	-7%	-4%	-1%	3%	5%	8%	10%	13%
	400	-23%	-18%	-13%	-9%	-6%	-2%	1%	4%	6%	9%	11%

资料来源: 华泰研究测算

煤制气外输无忧解决疆煤外输消纳, 西气东输直供京沪高气价区

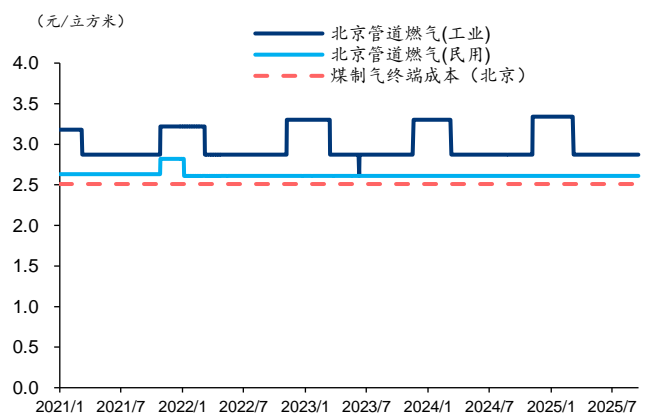
公司煤制气管道大部分将由国家管网公司建设, 西气东输管道将延伸到公司煤制气项目生产地附近, 仅需建设项目生产地到西气东输管道接口部分的管道。根据西气东输管输成本, 准东至上海管输费用为 0.75 元/Nm³左右, 准东至北京管输费用为 0.60 元/Nm³左右, 若按公司煤制气全成本 1.91 元/Nm³, 运输至上海、北京的终端成本分别为 2.66/2.51 元/Nm³。公司目前已与深圳、上海、北京等地区的客户进行接触洽谈, 具体销售地主要看市场需求及价格, 近三年上海地区工业管道燃气市场价 4.15 元/Nm³, 当前 4.32 元/Nm³, 民用管道气市场价也达到 3.00 元/Nm³, 可见公司 2.66 元/Nm³的上海终端成本具备较强的竞争力; 而北京工业管道燃气市场价主要位于 2.87~3.30 元/Nm³区间, 民用管道燃气价格主要为 2.61 元/Nm³, 竞争力虽不及上海但是亦有一定利润空间。

图表49: 上海管道燃气市场价与公司煤制气终端成本对比



资料来源: iFinD, 华泰研究测算

图表50: 北京管道燃气市场价与公司煤制气终端成本对比



资料来源: iFinD, 华泰研究测算

煤制气属于非管制气，在长协定价具备较大价差空间。中国石油和中国石化于 25 年初相继出台 2025-2026 年年度管道天然气合同定价方案，考虑到煤制气属于非管制气，且非管制气中固定量/基础量占比较大，我们以非管制气固定量/基础部分来测算长协价格。

- **中石油**：非管制气固定量部分不论采暖季/非采暖季均较基准门站价格上浮 70%，而上海/北京门站基准价分别为 2.04/1.86 元/ Nm³，对应长协合同定价为 3.47/3.16 元/ Nm³，我们测算公司煤制气运输到上海、北京的终端成本分别为 2.66/2.51 元/ Nm³，具备 0.81/0.65 元/ Nm³的价差空间。
- **中石化**：非管制气固定量部分采暖季较基准门站价格上浮 50%，对于上海/北京门站基准价 2.04/1.86 元/ Nm³，对应长协合同定价为 3.06/2.79 元/ Nm³，我们测算公司煤制气运输至上海、北京的终端成本测算分别具备 0.40/0.28 元/ Nm³的价差空间。非采暖季较基准门站价格上浮 30%，对于上海/北京门站基准价对应长协合同定价为 2.65/2.42 元/ Nm³，较终端成本已经不具备价差空间。

图表 51：公司煤制气项目在长协定价下单位利润空间的测算（单位：元/ Nm³）

地区	上海			北京		
	中石油	中石化		中石油	中石化	
资源商						
季节		采暖季	非采暖季		采暖季	非采暖季
上浮比例	70%	50%	30%	70%	50%	30%
门站基准价		2.04			1.86	
固定量定价	3.47	3.06	2.65	3.16	2.79	2.42
终端成本		2.66			2.51	
利润空间	0.81	0.40	-0.01	0.65	0.28	-0.09

资料来源：iFinD，中石油，中石化，华泰研究测算

多晶硅：降本增效显著，盈利触底回升可期

产线技改+原料降价+自备电厂优势深化下现金成本显著下降

我们认为现金成本线是硅料公司的“生命线”，虽然低开工率推升折旧导致盈利压力仍然较大，但是我们测算在降本增效下公司多晶硅业务 25H1 或已经逼近现金盈亏平衡，而 Q2 以来或已实现亏现金的逆转。

- 一方面，如我们在 2025 年 7 月 10 日《破茧化蝶，光伏未来或仍是星辰大海》报告的推演，我们认为由于硅料环节电价成本占比高、一二线企业电耗、良率差异较大，使得行业成本曲线相对陡峭，在当前市场情况下二线企业的现金流流失速度快于一线，只要开机生产就会形成现金亏损，使得硅料行业具备自然出清的动能；
- 另一方面，公司披露 25Q1/25Q2/25 年 7 月甘泉堡（新疆准东和内蒙新产线已停产升级）现金成本约为 3.8/3.1/3.0 万元/吨，其中 7 月现金成本较一季度下降 19%；我们通过生产成本倒算公司多晶硅现金成本，25H1 现金成本或较 24H1 有-18%的同比下降，已经贴近同期 3 万元/吨的单吨平均收入。

整治多晶硅行业无序低价竞争，核心要求是确保多晶硅销售价格不低于合理成本。政策端，基于《价格法》的修订草案，明确将低于成本倾销定义为不正当价格行为，为治理“内卷式”竞争提供法律依据。2025 年 7 月国家发改委和市场监督管理总局发布的征求意见稿强调，经营者不得以低于成本价格进行销售，尤其针对多晶硅等集中度高环节，头部企业因市场支配地位需严格合规。反映到价格端，2025 年 6 月底 N 型硅料价格低至 3.19 万元/吨，7 月以来因反内卷政策快速回升，最新（26 年 1 月 7 日）现货均价 5.4 万元/吨。

在当前多晶硅价格下，公司已逆转现金亏损，且毛利端亏损亦逐步缩小，若资本开支大、启停周期长、成本曲线陡峭属性的硅料环节率先完成供给侧改革，在落后产能出清、开工率修复下摊薄单位折旧，有望充分展现盈利弹性。目前公司仅甘泉堡工厂在产，根据公司披露 25Q1/25 年 7 月甘泉堡工厂生产成本为 4.3/3.5 万元/吨，隐含甘泉堡工厂单位折旧成本约为 0.5~0.6 万元/吨。我们测算公司 25H1 开工率仅为 22%，对应单吨折旧约为 3.1 万元/吨，已经接近现金成本。另一方面，我们测算公司在产产能 24H1/25H1 生产成本为 4.6/3.7 万元/吨（与半年报中提到多晶硅在产产能单位生产成本降本约 18%相符合），在当前多晶硅价格下，公司已逆转现金亏损。

图表52：公司多晶硅环节成本测算

多晶硅		2022	2023	2024	24H1	24H2	25H1
产能	万吨	13.87	24.17	30	15	15	15
产量	万吨	12.59	19.13	19.88	14.65	5.23	3.36
销量	万吨	10.67	20.29	19.92	13.68	6.24	3.22
板块收入	万元	2,566,331	1,951,813	775,001	586,711	188,290	97,872
板块成本	万元	759,730	1,251,189	1,013,318	632,308	381,010	201,185
单吨收入	元/吨	240,518.35	96,195.81	38,905.69	42,888.23	30,174.74	30,395.13
生产成本	元/吨	71,202.44	61,665.30	50,869.36	46,221.35	61,059.23	62,479.87
年折旧（测算）	万元		214,541.67	211,944.11	211,944.11	211,944.11	200,277.66
单位折旧（测算）	元/吨		10,573.76	10,639.76	7,746.50	16,982.70	31,099.02
现金成本（测算）	元/吨		51,091.54	40,229.59	38,474.85	44,076.53	31,380.85
YoY				-21%			-18%
在产产能折旧（测算）	元/吨		7,520.83	7,261.08	7,261.08	7,261.08	6,094.43
在产产能生产成本（测算）	元/吨		58,612.37	47,490.67	45,735.93	51,337.61	37,475.28
YoY				-19%			-18%

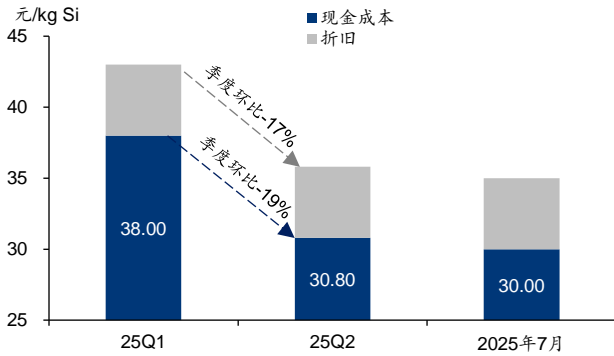
资料来源：公司招股书，公司年报，华泰研究测算

纵向对比：降本增效初具成效加速现金扭亏进程，而利润扭亏仍看开工率

不同于市场担忧公司降本主要靠资产减值，我们认为一方面减值贡献折旧的生产成本降本较为有限，另一方面现金成本的明显降低更体现公司多晶硅产线降本增效的多重努力。

一方面，资产减值拉动的折旧降本较为有限，并非降本主要因素。2023/24 年公司甘泉堡多晶硅资产减值 3.28/14.74 亿元，按当期销量和 12 年折旧期 5% 残值摊销对应生产成本端降本 130/1811 元/吨，仅拉动 24/25H1（按年末减值测算）生产成本降低 0.2%/3.9%。

图表53：公司 25Q2 实现环比大幅度降本



资料来源：投资者互动交流平台，华泰研究

图表54：减值折旧对生产成本降本贡献的测算

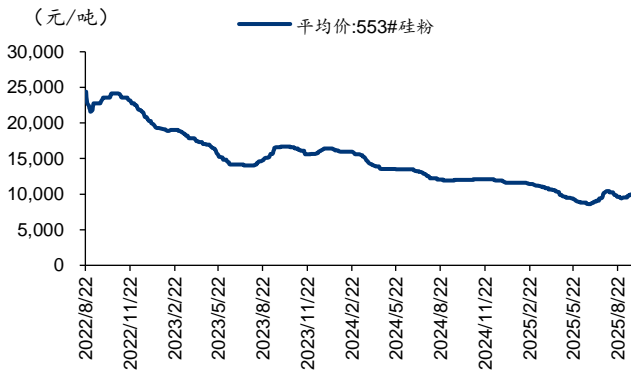
减值折旧测算		2023	2024	25H1
多晶硅减值	万元	32,811	147,366	
折旧期假设	年	12	12	
减少折旧	万元	2,598	11,666	
减值对应降本	元/吨		130	1,812
生产成本降本幅度	元/吨		0.2%	3.9%

资料来源：公司年报，华泰研究测算

另一方面，现金成本也有 18% 的同比下降幅度，且不完全为原料金属硅降本和自供电比例提高所贡献，公司电耗、能耗等成本相关性能指标有优化空间，25Q2 已初见成效。如我们上文测算和公司披露，25H1 现金成本或有 18% 的同比降本幅度，而 25Q2 也有 19% 的季度环比降低，这部分已经脱离资产减值对折旧降本的范畴。从现金成本降本的拆分来看，排除掉金属硅降价带动的行业成本普降和仅甘泉堡开工导致的低成本自备电比例上升因素，仍有生产端降本增效带动的成本下探。

- 金属硅价格降低**：我们测算对于多晶硅行业成本普降的因素，即金属硅价格降低，贡献 5~7% 的现金成本降低。以 553 硅粉为例，24 年平均 1.3 万元/吨，而 25 年以来平均 1 万元/吨，价格降低了 24%。按 1.05 的硅耗，可降本约 0.2~0.3 万元/吨；
- 自备电比例增加**：因为除甘泉堡以外产能停产、且甘泉堡产量降低，所以自备火电的占比也相应提高，我们测算乐观假设下可以带动最高 9% 的现金成本降本。2024 年按 55 度/kgSi 的电耗来匡算，多晶硅需要 10956GWh 的电量，而新特 700MW 的自备电厂在 2024 年公司火电利用小时数 5520h 下可产出 3864GWh，可供 35% 的用电，假设不考虑绿电，以及接近一年新疆工商业电价中枢 0.29 元/kWh、自备电厂发电成本 0.15 元/kWh（下文中会给出测算），对应综合电价是 0.24 元/kWh；而 25H1 仅产出 3.22 万吨，需要电量仅 1771GWh，按半年利用小时数 2079 可发电 1456GWh，那么自备发电量占比达到 82%，对应综合电价 0.17 元/kWh。
- 倒减来看，产线降本增效带动的降本幅度当前较为有限，其中电耗降低贡献约 2% 现金成本降本**：电耗方面，根据中报，公司 25H1 单位综合电耗较 24 年末有 7% 降低，我们测算对应约 800 元/吨的降本，带动现金成本降低 2%；其他工艺优化亦有压降成本的空间，但是考虑到一方面虽然蒸汽工艺参数降本空间大，但是蒸汽成本占比小；一方面虽然金属硅价贵，但是硅单耗降本的空间仅在 0.01~0.02kg/kg 范围，因此耗量的降低并非降本主要驱动力。

图表55: 553#硅粉价格出现明显下滑



资料来源: iFinD, 华泰研究

图表56: 自备电比例提升对现金成本拉动的测算

		2024	25H1
自备火电装机	MW	700	700
利用小时	h	5520	2079
发电量	GWh	3,864	1,456
硅耗电量	GWh	10,956	1,771
自备发电占比		35%	82%
自备电厂发电成本	元/kWh	0.15	0.15
新疆电价	元/kWh	0.29	0.29
综合电价	元/kWh	0.24	0.17
对应单吨成本	万元/吨	1.32	0.96
对应降本	万元/吨		0.36
降本幅度			9%

资料来源: 华泰研究测算

向后展望, 我们认为公司降本仍有空间:

- 1) 短期来看, 现金成本方面, 电耗和硅耗的下降带来一定边际降本: 参考行业领先企业和平均水平, 公司电耗水平仍具下降空间, 且 25 上半年已实现 7% 的降低 (约为 4 kWh/kg), 若后续再实现 3kWh/kg 生产电耗的降低, 我们测算对应 1H25 甘泉堡/内蒙和准东基地 (未开工, 预估开工后的水平, 下同) 或有 630/870 元/吨的降本空间; 硅耗方面, 若后续再实现 0.01kg/kg 的硅耗降低, 可较 1H25 实现约 95 元/吨的现金降本空间。
- 2) 长期来看, 生产成本方面, 在硅料产能供给侧改革下, 公司有望凭借现金流韧性穿越周期, 开工率的回暖或可带动折旧成本的摊薄, 进而兑现利润弹性。基于 25H1 介于 60%~70% 的开工率水平进行测算, 当内蒙和准东基地开工率提升 10pct, 约拉动 0.5~0.8 万元/吨的生产成本降本, 且随着开工率提升边际递减; 当甘泉堡基地在此基础上进一步提升 10% 的开工率, 则可拉动约 0.3 万元/吨的降本。以当前 5.25 万元/吨价格的价格下 (除税后 4.65 万元/吨), 甘泉堡基地开工 70%、内蒙和准东基地开工 30% 即可实现毛利润端重回盈亏平衡之上, 若考虑 0.3 万元/吨的三费, 则甘泉堡基地开工 80%、内蒙和准东基地开工 40% 即可实现净利润端扭亏。

图表57: 公司旗下基地的成本测算与降本预测 (测算值)

	单位	新特能源-25H1	新特能源-净利润扭	甘泉堡基地	内蒙和准东基地	甘泉堡基地-降本	降本	内蒙和准东基地-降本	降本
电力成本	元/kg	11.55	13.03	11.55	14.50	10.92	-5.5%	13.63	-6.0%
电价	元/kWh	0.21	0.25	0.21	0.29	0.21		0.29	
电耗	kWh/kg	55.00	52.50	55.00	50.00	52.00		47.00	
金属硅	元/kg	9.99	9.89	9.99	9.79	9.88	-1.1%	9.69	-1.0%
硅单耗	kg/kg	1.05	1.04	1.05	1.03	1.04		1.02	
工业硅价	元/kg	9.50	9.50	9.50	9.50	9.50		9.50	
蒸汽成本	元/kg	1.00	1.00	1.00	1.00	0.26	-74.0%	0.26	-74.0%
蒸汽单耗	kg/kg	7.70	7.70	7.70	7.70	2.00		2.00	
蒸汽价格	元/kg	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13		0.13	
硅芯	元/kg	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88		1.88	
人工成本	元/kg	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88		1.88	
其他成本	元/kg	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00		3.00	
现金成本	元/kg	29.30	30.67	29.30	32.04	27.82	-5.1%	30.34	-5.3%
设备投资额	亿元/万吨		9.15	9.50	8.80				
折旧年限	年		12.00	12.00	12.00				
产能利用率	%	22%	60%	80%	40%				
折旧成本	元/kg	31.10	12.49	8.76	16.22				
生产成本	元/kg	60.40	43.16	38.06	48.27				
三费	元/kg	3.00		3.00	3.00				
全成本 (不含税)	元/kg	63.40	46.16	41.06	51.27				
税费	元/kg	8.24	6.00	5.34	6.66				
多晶硅价格 (含税) - 盈亏平衡	元/kg	71.64	52.17	46.40	57.93				
毛利率	%	15%	15%	15%	15%				
毛利	元/kg	5.17	5.41	5.17	5.65				
多晶硅价格 (含税) -15%毛利率	元/kg	77.49	58.28	52.24	64.32				

资料来源: CPIA, 公司年报, 华泰研究测算

图表58：单位生产成本（万元/吨）对各基地年产量的敏感性测算（基于1H25成本测算）

		内蒙和准东基地产量（万吨）										
		0	2	4	6	8	10	12	14	16	18	20
甘泉堡产量（万吨）	0		13.22	8.21	6.54	5.71	5.21	4.87	4.63	4.46	4.32	4.21
	1	22.96	9.79	7.16	6.03	5.40	5.00	4.72	4.52	4.37	4.24	4.15
	2	12.94	8.07	6.45	5.64	5.15	4.83	4.60	4.42	4.29	4.18	4.09
	3	9.61	7.05	5.95	5.34	4.95	4.68	4.48	4.33	4.22	4.12	4.04
	4	7.94	6.36	5.57	5.10	4.78	4.56	4.39	4.26	4.15	4.06	3.99
	5	6.94	5.87	5.28	4.90	4.64	4.45	4.30	4.19	4.09	4.02	3.95
	6	6.27	5.50	5.04	4.74	4.52	4.35	4.23	4.12	4.04	3.97	3.91
	7	5.79	5.22	4.85	4.60	4.41	4.27	4.16	4.07	3.99	3.93	3.88
	8	5.43	4.99	4.69	4.48	4.32	4.20	4.10	4.02	3.95	3.89	3.84
	9	5.16	4.80	4.56	4.38	4.24	4.13	4.04	3.97	3.91	3.85	3.81
	10	4.93	4.64	4.44	4.28	4.16	4.07	3.99	3.92	3.87	3.82	3.78

资料来源：CPIA，公司年报，华泰研究测算

横向对比：自备电厂“人无我有”优势显著，或为穿越周期重要抓手

行业现金成本差距主要在于电力成本，而自备电厂+低价优质疆煤带来的低电费是公司传统优势。甘泉堡基地虽然是老旧产线，电耗位于行业中游偏高位置，但是凭借自备电厂的低用电价格较行业平均具备约0.4万元/吨的电力成本优势；而内蒙和准东基地虽然暂不具备自备电厂，但是其产线升级后电耗水平或优于行业，因此也带来成本端的领先优势。整体来看，公司产能在现金成本端较行业平均水平具备0.1~0.4万元/吨成本优势，其中甘泉堡基地有望在进一步产线调优后进入成本第一梯队。

图表59：多晶硅行业现金成本测算

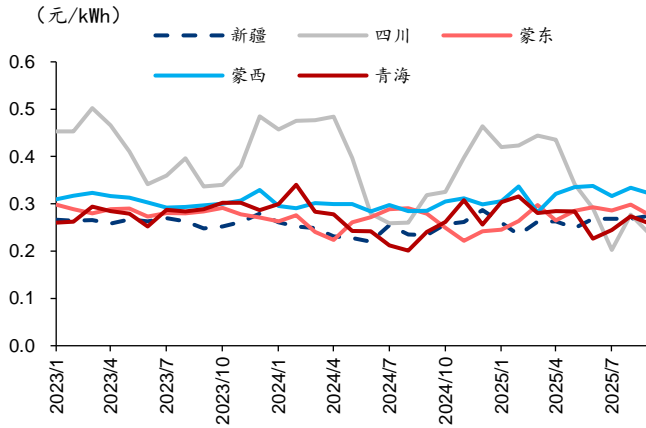
单位	新特能源	甘泉堡基地	内蒙和准东基地	领先硅料企业1	领先硅料企业2	行业平均	甘泉堡基地-降本	内蒙和准东基地-降本
电力成本	元/kg	11.55	11.55	14.50	10.80	17.60	15.81	10.92
电价	元/kWh	0.21	0.21	0.29	0.24	0.32	0.29	0.21
电耗	kWh/kg	55.00	55.00	50.00	45.00	55.00	54.50	52.00
金属硅	元/kg	9.99	9.99	9.79	9.88	10.07	10.17	9.88
硅单耗	kg/kg	1.05	1.05	1.03	1.04	1.06	1.07	1.04
工业硅价	元/kg	9.50	9.50	9.50	9.50	9.50	9.50	9.50
蒸汽成本	元/kg	1.00	1.00	1.00	-	1.00	1.00	0.26
蒸汽单耗	kg/kg	7.70	7.70	7.70	-	7.70	7.70	2.00
蒸汽价格	元/kg	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
硅芯	元/kg	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
人工成本	元/kg	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
其他成本	元/kg	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
现金成本	元/kg	29.30	29.30	32.04	27.44	35.43	33.73	27.82

资料来源：各公司年报，CPIA，华泰研究测算

硅料企业向电价洼地聚拢，公司自备燃煤电厂“人无我有”优势显著。新特能源拥有2×350MW自备电厂，同时依托新疆丰富的煤炭资源及低成本的煤炭供应，低廉的自备电厂电价较大提升了多晶硅生产成本的竞争力，这也解释了公司此前主动减产时保留具备自备电厂的老产能甘泉堡项目而非技术指标更优但不具备自备电厂的准东基地的原因。

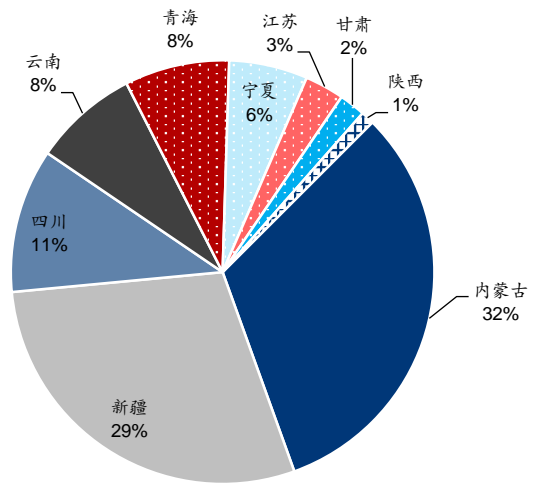
- **电价方面，自备电厂带来的成本优势显著：**新疆、内蒙古电价约0.25-0.35元/度；西南地区因水电占比较高，所以电价的季节性波动较为显著，丰水期/枯水期电价分别为0.25/0.35~0.45元/度；相比较之下，公司通过自备电厂供电享受更低廉电价，经我们下文测算公司不含税自备电厂成本或为0.150~0.167元/度。
- **政策方面，自备火电或已成过去时：**当前自备燃煤电厂的多晶硅厂屈指可数，且增量空间已被关闭，《光伏制造行业规范条件》要求“新建项目禁止配套建设自备燃煤电站”。

图表60: 各多晶硅主要产区工商业电价水平



资料来源: iFinD, 华泰研究

图表61: 2024年多晶硅中国产能分布

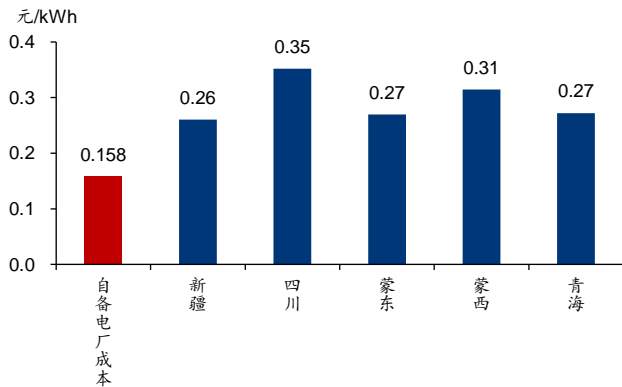


资料来源: Mysteel, 华泰研究

经我们测算公司自备燃煤电厂或较行业有 **0.12 元/度** 的优势, 对应 **0.5~0.7 万元/吨** 的生产成本优势。对于公司自备火电发电成本的测算, 我们以 250 元/吨疆煤煤价 (5500 大卡) 作为参考区间, 基于 280 克/度的发电煤耗假设, 度电三费为 0.10 元/度, 则用电成本是 0.170 元/度 (含税) 和 0.150 元/度 (不含税)。我们亦讨论自营火电盈利、煤电利用小时降低两种场景, 则自备火电度电成本范围处于 **0.170~0.188 元/度 (含税)** 区间, 相当于 **0.150~0.167 元/度 (不含税)**:

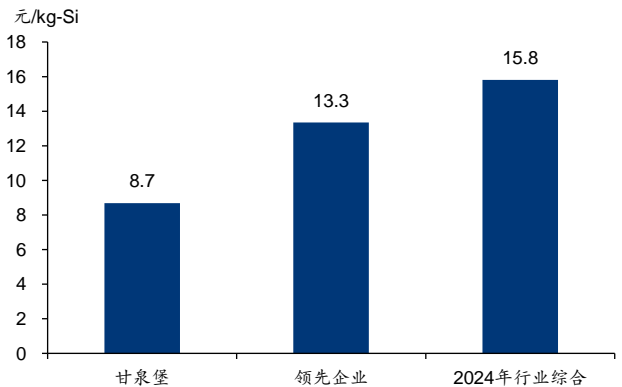
1. **自营火电厂盈利:** 如果考虑自营火电厂在燃料成本基础上 15% 的毛利率, 则发电成本在 0.182 元/度 (含税)。
2. **煤电利用小时降低:** 如果考虑煤电利用小时持续下降, 拉高度电煤耗至 300 克/度, 则发电成本在 0.175 元/度 (含税), 考虑盈利则在 0.188 元/度 (含税)。

图表62: 24年9月至25年9月各多晶硅主要产区平均用电成本一览



资料来源: iFinD, 华泰研究测算

图表63: 公司与领先企业电耗、行业综合电耗下用电成本的比较



资料来源: 各公司年报, CPIA, 华泰研究测算



盈利预测与估值

变压器：2022年-25年H1该板块收入增速为23.8%、36.6%、21.0%、29.7%。考虑到1) 海外市场变压器紧缺，公司近年来海外产品签单金额持续高增，2023年、2024年、25年H1公司国际市场产品分别实现签约超7亿美元、超12亿美元、11.20亿美元，25H1同比增长65.9%；2) 国内“十五五”期间电网投资有望继续维持稳定增长，同时公司在高电压等级市场占有率稳中有升；我们预计2025-2027年公司该板块收入增速为22.0%、25.0%、30.0%，对应收入272.84、341.05、443.36亿元。22-24年，公司该业务毛利率分别为15.9%、16.0%、17.6%，考虑到后续中东等高质量海外订单有望带来盈利能力提升，结合25H1毛利率为19.1%，预计25-27年为18.6%、19.1%、20.6%。

电线电缆：2022年-25年H1该板块收入增速为13.8%、32.6%、15.8%、10.9%。考虑到该产品整体需求有望伴随电网整体投资实现稳步增长，我们预计2025-2027年公司该板块收入增速为10.0%、8.0%、8.0%，对应收入172.61、186.42、201.33亿元。22-24年，公司该业务毛利率分别为9.4%、9.6%、7.6%，系竞争加剧带来毛利率下降，结合25H1毛利率7.7%，我们认为毛利率已下降至低位并将维持稳定，预计25-27年为7.6%。

输变电成套工程：公司电力设备产品品类较为齐全，可承建发电站、变电站、输电线路等输变电成套工程。2022-2024年该板块收入增速为25.3%、17.7%、0.3%。该业务通常以项目制形式，执行和收入确认周期较长，原有项目按工程进度确认收入减少，而新签订的项目尚未大规模开工，可能导致短期内收入增速放缓。25年H1该板块收入增速为2.3%，考虑到公司海外新签单金额持续高增，截至2025年6月末，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。我们保守预计该板块后续收入维持稳定，对应收入49.31亿元。22-24年业务毛利率为13.4%、19.4%、15.3%，结合25年H1该业务毛利率为15.6%，我们预计25-27年为15.3%。

新能源产业及配套工程：新能源业务主要包括高纯多晶硅、逆变器等产品以及风光电站能源解决方案和运营。我们将该板块业务拆分为多晶硅业务和其他业务，其中核心的多晶硅环节：硅料价格有望受益相关政策带动修复。我们前文中测算在50%开工率下，行业平均全成本位于4.8万元/吨水平，多晶硅含税价格需要达到5.4万元才能支撑行业盈亏平衡，我们保守假设2025-2027年硅料年均价格为4.1、4.1、4.8万元/吨。需要指出的是多晶硅产销量和成本息息相关，因为其与开工率相挂钩，我们假设公司30万吨年产能不变，在硅料“反内卷”和供给侧改革进程下行业集中度提升，公司多晶硅开工率也相应逐步修复，2025~27年开工率分别为30%、50%、60%，假设产销平衡，则对应销量为9、15、18万吨/年，而基于前文中的开工率-生产成本敏感性分析表，对应生产成本分别为5.2、4.4、4.2万元/吨。兑现到业绩端，我们预测25-27年公司多晶硅营业收入为36.90、61.88、86.40亿元，毛利率为-27.2%、-6.1%、13.2%，有望于2027年实现毛利润的扭亏。针对其他几块业务，我们预计ECC板块与BOO板块或于26年伴随新能源行业整体呈现小幅下滑态势，27年或将趋于稳定；预计电气设备板块将继续保持较快的增长态势。

图表64：新特能源业务量价拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
多晶硅					
产能 (万吨)	24.17	30.00	30.00	30.00	30.00
产量 (万吨)	19.13	19.88	9.00	15.00	18.00
销量 (万吨)	20.29	19.92	9.00	15.00	18.00
产能利用率	79.1%	66.3%	30.0%	50.0%	60.0%
板块收入 (亿元)	195.18	77.50	36.90	61.88	86.40
单吨收入 (万元)	9.62	3.89	4.10	4.13	4.80
单吨成本 (万元)	6.17	5.09	5.22	4.38	4.16
毛利率	35.9%	-30.8%	-27.2%	-6.1%	13.2%
ECC					
板块收入 (亿元)	62.68	74.57	74.57	62.14	62.14
毛利率	19.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
BOO					
板块收入 (亿元)	22.13	23.50	27.48	26.10	26.10
毛利率	58.4%	52.7%	50.1%	45.1%	45.1%
电气设备					
板块收入 (亿元)	20.94	30.53	39.69	47.63	54.77
毛利率	19.3%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%

资料来源：公司可转债说明书，Wind，华泰研究预测

煤炭：公司大规模露天煤矿通过稳定的低成本疆煤供给支撑业绩基本盘。虽然公司煤炭产能具备进一步核增的可能性，但是我们保守预期 25-27 年产能将保持 7400 万吨，且假设产能利用率为 100%并保持产销平衡（产量排除煤矸石和低热值煤等产品）。价格方面，虽然疆煤价格和内地煤价关联性较弱，但是我们看好在内地煤供给受“反内卷”催化下有望收缩、出疆运能增加下，疆煤煤价中枢有望稳中有升，在公司 24 年吨煤收入 247.4 元/吨，预测 25-27 年实现吨煤收入为 238、240、240 元/吨，在 7400 万吨产量下对应收入为 176.1、177.6、177.6 亿元；成本端，随着煤矿技改逐步落地（23 年 2 月技改议案通过，南露天矿升级改造项目建设期 2 年，将二矿升级改造项目建设期 1 年），我们在 24 年生产成本 167 元/吨的基础上（公司技改公告中倒算成本更低，考虑到或存在口径差异，我们以可转债说明书口径为准），保守假设 25-27 年生产成本逐步降低至 165 元/吨，对应毛利率为 30.7%、31.3%、31.3%。

图表65：2022-2027E 煤炭业务量价拆分

煤炭	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能 (万吨)	7,000	7,000	7,400	7,400	7,400	7,400
产量 (万吨)	7,377	7,608	7,864	7,400	7,400	7,400
销量 (万吨)	7,341	7,615	7,787	7,400	7,400	7,400
收入 (亿元)	174.50	182.30	192.64	176.12	177.60	177.60
成本 (亿元)	91.39	97.69	130.19	122.10	122.10	122.10
单吨收入 (元)	237.71	239.40	247.39	238.00	240.00	240.00
单吨成本 (元)	124.49	128.29	167.19	165	165	165
毛利率	47.6%	46.4%	32.4%	30.7%	31.3%	31.3%

资料来源：可转债说明书，华泰研究预测

黄金：公司金矿项目共分为三期建设，我们估算 2024-2027 年产量分别在 2.2、2.5、3.0、3.6 吨，假设按照 25-27 年年均 3439、5200、5600 美元/盎司的单价，25-27 年将带来 19.8、35.9、46.4 亿元的收入，同比增长 65.9%、81.4%、29.2%。22-24 年业务毛利率为 61.3%、67.5%、53.7%，我们假设后期采矿成本亦会呈现提升趋势，假设 25-27 年单吨成本每年提升 20%、20%、10%，据此测算 25-27 年毛利率为 61.9%、69.8%、69.2%；对应的毛利分别为 12.3、25.1、32.1 亿元，同比提升 91.4%、104.4%、28.0%。

**图表66：黄金业务收入及毛利情况预测**

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (亿元)	3.71	5.53	4.15	11.94	19.81	35.94	46.44
收入 YOY		49.2%	-25.0%	187.8%	65.9%	81.4%	29.2%
销量 (吨)				2.2	2.5	3.0	3.6
单价 (美元/盎司)				2388	3439	5200	5600
毛利率	67.4%	61.3%	67.5%	53.7%	61.9%	69.8%	69.2%
毛利 (亿元)	2.50	3.39	2.80	6.41	12.27	25.09	32.12

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表67：公司 2022-2027E 业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体						
收入 (亿元)	960.03	982.06	978.67	1028.08	1148.12	1312.00
收入 YOY (%)	56.4%	2.3%	-0.3%	5.0%	11.7%	14.3%
成本 (亿元)	588.83	713.33	800.60	821.16	908.28	1020.04
毛利 (亿元)	371.20	268.73	178.07	206.92	239.84	291.96
毛利率 (%)	38.7%	27.4%	18.2%	20.1%	20.9%	22.3%
变压器						
收入 (亿元)	135.28	184.85	223.64	272.84	341.05	443.36
收入 YOY (%)	23.8%	36.6%	21.0%	22.0%	25.0%	30.0%
成本 (亿元)	113.80	155.35	184.32	222.14	275.98	352.12
毛利 (亿元)	21.48	29.49	39.31	50.69	65.07	91.24
毛利率 (%)	15.9%	16.0%	17.6%	18.6%	19.1%	20.6%
电线电缆						
收入 (亿元)	102.22	135.50	156.92	172.61	186.42	201.33
收入 YOY (%)	13.8%	32.6%	15.8%	10.0%	8.0%	8.0%
成本 (亿元)	92.57	122.55	144.96	159.46	172.22	185.99
毛利 (亿元)	9.64	12.95	11.95	13.15	14.20	15.34
毛利率 (%)	9.4%	9.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
输变电成套工程						
收入 (亿元)	41.79	49.19	49.31	49.31	49.31	49.31
收入 YOY (%)	25.3%	17.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
成本 (亿元)	36.18	39.67	41.78	41.78	41.78	41.78
毛利 (亿元)	5.61	9.52	7.53	7.53	7.53	7.53
毛利率 (%)	13.4%	19.4%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
煤炭						
收入 (亿元)	174.50	182.30	192.64	176.12	177.60	177.60
收入 YOY (%)	85.2%	4.5%	5.7%	-8.6%	0.8%	0.0%
成本 (亿元)	91.39	97.69	130.19	122.10	122.10	122.10
毛利 (亿元)	83.12	84.61	62.45	54.02	55.50	55.50
毛利率 (%)	47.6%	46.4%	32.4%	30.7%	31.3%	31.3%
新能源产业及配套工程						
收入 (亿元)	343.72	280.52	185.31	157.19	177.68	209.34
收入 YOY (%)	72.1%	-18.4%	-33.9%	-15.2%	13.0%	17.8%
成本 (亿元)	144.99	190.88	182.69	140.25	155.61	170.58
毛利 (亿元)	198.74	89.64	2.62	16.94	22.07	38.76
毛利率 (%)	57.8%	32.0%	1.4%	10.8%	12.4%	18.5%
发电						
收入 (亿元)	45.14	42.78	56.03	76.66	75.72	78.21
收入 YOY (%)	13.3%	-5.2%	31.0%	36.8%	-1.2%	3.3%
成本 (亿元)	19.16	21.34	25.39	41.26	42.12	43.51
毛利 (亿元)	25.98	21.43	30.64	35.40	33.60	34.69
毛利率 (%)	57.6%	50.1%	54.7%	46.2%	44.4%	44.4%
黄金						
收入 (亿元)	5.53	4.15	11.94	19.81	35.94	46.44
收入 YOY (%)	49.2%	-25.0%	187.8%	65.9%	81.4%	29.2%
成本 (亿元)	2.14	1.35	5.53	7.54	10.85	14.33
毛利 (亿元)	3.39	2.80	6.41	12.27	25.09	32.12
毛利率 (%)	61.3%	67.5%	53.7%	61.9%	69.8%	69.2%

资料来源：Wind，公司年报，华泰研究预测

我们基于 SOTP 分部估值法给予公司 2026 年 1683 亿市值，对应 26 年 22X PE，对应目标价为 33.31 元，给予“买入”评级。

- 1) 电气装备业务方面，基于 2024 年特变电工电气装备有限公司净利润率为 4.0%，我们预测伴随高盈利海外收入占比逐步提升，我们预计净利率将呈现提升趋势，预计 2026 年板块净利率为 4.7%，对应归母净利润为 27.1 亿元，可比公司选取输变电行业龙头思源电气、中国西电、国电南瑞、华明装备，2026 年 Wind 一致预期 PE 为 34 倍，我们给予公司电气装备板块 34 倍 PE，对应市值 922 亿元。
- 2) 煤炭和火电业务方面，基于 2024 年新疆天池能源有限责任公司净利润率为 20.7%，考虑到煤炭业务毛利率有所下降，我们预计 2026 年板块净利率为 18.0%，对应归母净利润为 36.9 亿元，可比公司选取煤电一体化企业中煤能源、中国神华、陕西煤业和新集能源，2026 年 Wind 一致预期 PE 为 11 倍，我们给予公司煤炭和电力板块 11 倍 PE，对应市值 406 亿元。
- 3) 新能源业务方面，基于历史费用情况，我们预计公司 26、27 年的净利率或在 0.2%、5.2%，可比公司选取硅料头部企业通威股份、协鑫科技、大全能源，考虑到我们预计公司 26 年仍处于扭亏边缘，我们按照 27 年 7.6 亿净利润计算，参照可比公司 2027 年 Wind 一致预期 PE 为 19 倍，考虑港股折价等因素，我们给予公司新能源业务 2027 年 15 倍 PE，对应 27 年 114 亿元，按照 15% 折现率，折算到 2026 年给予该部分业务 97 亿元目标市值。
- 4) 黄金业务方面，我们预测 2026 年板块归母净利润为 11.5 亿元，可比公司选取持有海外矿山权益的国际黄金龙头紫金矿业、赤峰黄金、中金黄金，2026 年 Wind 一致预期 PE 为 22 倍，我们给予公司黄金板块 22 倍 PE，对应市值 253 亿元。

图表68：SOTP 估值表

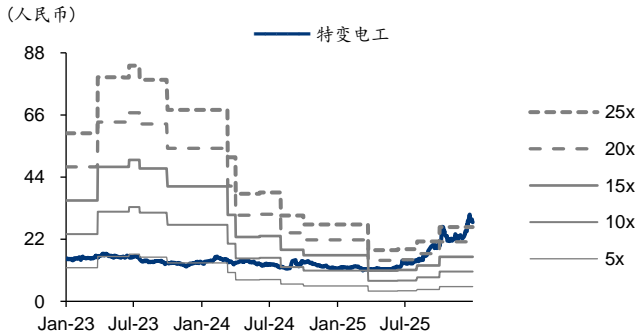
	26 年净利润 (亿元)	26 年目标估值	目标市值 (亿元)
电气装备	27.1	34	922
煤炭+电力	36.9	11	406
新能源	0.3		97
黄金	11.5	20	253
目标总市值	76.3	21.7	1683

资料来源：华泰研究预测

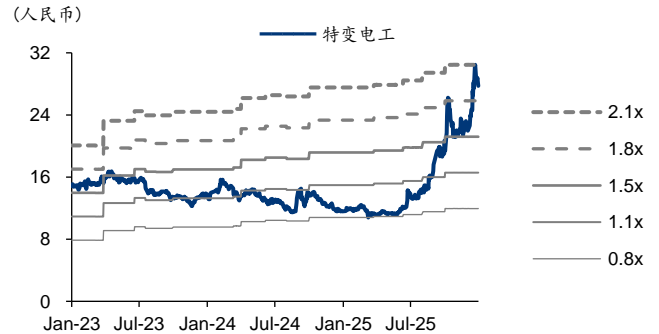
图表69：公司各板块对应归母净利润测算以及可比公司一致预期 PE 一览（截至 2026 年 1 月 28 日）

亿元	2025E	2026E	2027E
电气装备			
可比 PE	41.43	34.03	28.35
思源电气	47.33	37.55	29.03
中国西电	55.18	44.44	37.02
国电南瑞	24.55	21.79	19.58
华明装备	38.67	32.33	27.77
煤炭+火力发电			
可比 PE	11.88	11.08	10.51
中煤能源	10.61	9.92	9.45
中国神华	15.69	15.16	14.73
陕西煤业	12.10	11.05	10.23
新集能源	9.11	8.18	7.62
新能源			
可比 PE		33.36	18.18
通威股份		31.71	15.73
协鑫科技		24.89	13.88
大全能源		43.49	24.93
黄金			
可比 PE	28.57	21.82	18.82
紫金矿业	22.55	17.58	15.46
赤峰黄金	28.51	21.65	18.68
中金黄金	34.65	26.23	22.31

资料来源：Wind，华泰研究

图表70：特变电工 PE-Bands


资料来源：Wind，华泰研究

图表71：特变电工 PB-Bands


资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

电网投资力度不及预期风险

公司聚焦电力设备行业，需求与国网南网公司的投资力度高度相关，也受到国家行业政策较大影响。未来行业的经营环境若发生变化，可能导致国家建设投资减少，影响公司收入。

行业竞争加剧风险

未来若有更多企业参与竞争，可能会摊薄公司市场份额，导致公司产品价格和盈利能力下降。

原材料价格上涨风险

若受市场供需关系等影响，公司原材料价格上涨，可能会影响公司生产，导致公司盈利下降。

测算存在偏差风险

文中部分测算基于一定主观判断，可能存在偏差。

免责声明

分析师声明

本人, 刘俊、边文姣、戚腾元、王嵩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 特变电工（600089 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、戚腾元、王嵩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 特变电工（600089 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 特变电工（600089 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司