

公用事业

2019年04月22日

江苏国信 (002608)

——能源板块量价齐升 信托主动管理类显著增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2019年04月19日

| | |
|-------------|------------------|
| 收盘价(元) | 10.49 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.79/6.15 |
| 市净率 | 1.6 |
| 息率(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 5654 |
| 上证指数/深证成指 | 3270.80/10418.24 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年03月31日

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元) | 6.72 |
| 资产负债率% | 41.68 |
| 总股本/流通A股(百万) | 3778/539 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
叶旭晨 A0230515030001
yexc@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanqlu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007
zhahao@swsresearch.com
邹佩轩 A0230118080005
zoupix@swsresearch.com

联系人

查浩
(8621)23297818×转
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- **公司发布 2018 年年报。**全年实现营业收入 221.35 亿元，同比增长 9.56%，实现归母净利润 25.56 亿元，同比增长 17.27%，符合申万宏源预期。
- **公司发布 2019 年一季报。**一季度实现营业收入 48.42 亿元，同比减少 12.16%，实现归母净利润 11.05 亿元，同比增长 148.35%，符合申万宏源预期。

投资要点：

- **发电业务量价齐升，能源板块业绩大幅增长。**受益于江苏省 2018 年用电量同比增长 5.5%，公司 2018 年累计完成发电量 515.02 亿千瓦时，较上年同期增长 4.1%，完成供热量 567.95 万吨，较上年同期增长 24.36%。同时受益于江苏省 2017 年 7 月起上调上网电价，公司能源业务 2018 年营业同比增长 9.45%，实现归母净利润 10.42 亿元，同比增长 20.04%。2018 年公司高邮及仪征燃气合计 48 千瓦燃气机组投产，截至 2018 年底，公司控股装机容量 1045.70 万千瓦，其中煤电容量 786.50 万千瓦、燃机容量 259.20 万千瓦。
- **江苏信托大幅提升主动管理规模，同时增持江苏银行。**公司控股子公司江苏信托 2018 年大力提升主动管理规模，截至 2018 年底信托资产管理规模 4073.31 亿元，其中主动管理类 683.9 亿元，较 2018 年初增长 137.36 亿元，占信托总规模 16.79%，较年初提高 6.87%。其中主动管理规模 2018 年下半年增加约 80 亿元，规模扩张呈加速趋势。公司 2018 年增持江苏银行，持股比例由年初 7.73% 增加至 8%。金融板块全年实现营收 11.30 亿元，同比增长 11.52%，实现归母净利润 15.13 亿元（含投资收益），同比增长 14.71%。
- **完成定增引入战略投资者华侨城集团，增资利安人寿，信保联合值得期待。**公司 2017 年 4 月发布非公开发行股票预案，拟通过定增向江苏信托增资约 40 亿元，其中深圳华侨城认购 32 亿元，本次定增于 2018 年 6 月完成，华侨城持有公司 11.12% 股份成为第二大股东。江苏信托完成定增后以 23.75 亿元对价受让利安人寿 11.61% 股份（累计持有 22.79%）成为第一大股东。资管新规实施后，信托公司传统资金来源渠道收窄，保险公司资金在成本、稳定性方面均具有优势，利安人寿有望成为信托公司新的资金源，有利于江苏信托主动管理业务规模扩张。公司 2019 年 1 月改变利安人寿股权会计计量方法，公司预计增加 2019 年投资收益 6.89 亿元，此次计提投资收益不影响现金流量，仅为会计方法变更影响。
- **盈利预测与评级：**我们维持公司 2019-2020 年归母净利润预测分别为 37.27、38.51 亿元，新增 2021 年归母净利润预测为 41.81 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11、10、9 倍。剔除利安人寿会计变更影响后，2019 年归母净利润预测为 31.66 亿元，对应 PE 13 倍。综合考虑煤价弹性、晋电入苏项目增厚业绩等因素，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

| | 2018 | 2019Q1 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 22,135 | 4,842 | 22,325 | 29,026 | 29,581 |
| 同比增长率(%) | 9.56 | -12.16 | 0.90 | 30.00 | 1.90 |
| 净利润(百万元) | 2,556 | 1,105 | 3,727 | 3,851 | 4,184 |
| 同比增长率(%) | 17.27 | 148.35 | 45.81 | 3.30 | 8.70 |
| 每股收益(元/股) | 0.68 | 0.29 | 0.99 | 1.02 | 1.11 |
| 毛利率(%) | 14.9 | 10.2 | 23.3 | 25.2 | 27.5 |
| ROE(%) | 10.6 | 4.4 | 13.5 | 12.2 | 11.7 |
| 市盈率 | 16 | | 11 | 10 | 9 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 16,141 | 19,191 | 22,135 | 22,325 | 29,026 | 29,581 |
| 营业收入同比增长率 (yoy) | 1506.28% | 18.89% | 9.56% | 0.90% | 30.00% | 1.90% |
| 减: 营业成本 | 12,056 | 16,285 | 17,882 | 17,134 | 21,711 | 21,457 |
| 毛利率 (%) | 25.31% | 15.14% | 14.87% | 23.30% | 25.20% | 27.50% |
| 减: 税金及附加 | 186 | 159 | 195 | 223 | 290 | 296 |
| 主营业务利润 | 3,899 | 2,747 | 2,928 | 4,968 | 7,025 | 7,828 |
| 主营业务利润率 (%) | 24.16% | 14.31% | 13.94% | 22.25% | 24.20% | 26.46% |
| 减: 销售费用 | 3 | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 减: 管理费用 | 595 | 499 | 532 | 537 | 871 | 887 |
| 减: 财务费用 | 889 | 666 | 766 | 768 | 704 | 728 |
| 经营性利润 | 2,412 | 1,580 | 1,628 | 3,661 | 5,447 | 6,210 |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | -385.59% | -34.49% | 3.00% | 32.74% | 48.78% | 14.01% |
| 经营性利润率 (%) | 14.94% | 8.23% | 7.75% | 16.40% | 18.77% | 20.99% |
| 减: 资产减值损失 | 25 | -7 | -38 | 0 | 0 | 0 |
| 加: 投资收益及其他 | 932 | 998 | 1,182 | 2,109 | 1,585 | 1,690 |
| 营业利润 | 3,986 | 3,635 | 3,962 | 5,770 | 7,031 | 7,900 |
| 加: 营业外净收入 | -1,213 | -154 | 23 | 36 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2,773 | 3,482 | 3,985 | 5,806 | 7,031 | 7,900 |
| 减: 所得税 | 921 | 658 | 708 | 928 | 1,368 | 1,560 |
| 净利润 | 1,852 | 2,824 | 3,277 | 4,878 | 5,663 | 6,340 |
| 少数股东损益 | 775 | 644 | 721 | 1,151 | 1,812 | 2,156 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1,078 | 2,180 | 2,556 | 3,727 | 3,851 | 4,184 |
| 净利润同比增长率 (yoy) | -119.77% | 102.28% | 17.27% | 45.81% | 3.30% | 8.70% |
| 全面摊薄总股本 | 3,253 | 3,253 | 3,778 | 3,778 | 3,778 | 3,778 |
| 每股收益 (元) | 0.33 | 0.67 | 0.72 | 0.99 | 1.02 | 1.11 |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 6.68% | 11.36% | 12.17% | - | - | - |
| ROE | 6.96% | 12.41% | 10.55% | 13.50% | 12.20% | 11.70% |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swyhsc.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swyhsc.com |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swyhsc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swyhsc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

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

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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

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

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。