



江苏国信 (002608.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

煤电业绩反弹兑现，金融业务稳健增长

业绩简评

2023年8月24日公司披露半年报，上半年实现营收152.9亿元，同比增长2.5%；实现归母净利润11.2亿元，同比增长37.7%。其中，Q2实现营收81.0亿元，同比增长12.0%；实现归母净利润8.6亿元，同比增长90.8%。

经营分析

江苏Q2用电需求高增长，驱动主业煤电量价齐升。江苏22年受上海疫情辐射影响较大，2023用电增长开始体现较高弹性，同比增长9.1%、高于全国平均增速2.7pct。受此影响公司1H23总发电量315.2亿千瓦时，其中煤电机组发电量296.4亿千瓦时、同比增长7.7%；煤机中江苏省内机组发电量188.7亿千瓦时、同比增长9.3%，山西省煤机发电量107.7亿千瓦时、同比增长5.1%，山西煤电送江苏电量92.2亿千瓦时、同比持平。截至1H23，公司控股在运火电装机1443.7万千瓦，上半年无新增装机投产，发电增量主要靠用电需求增长驱动，控股射阳港100万千瓦煤电项目Q3投产后预计将贡献重要业绩增量。此外，江苏电力供需偏紧格局为电价提供有力支撑，公司1H23平均上网电价0.466元/千瓦时、同比增长1.9%。

煤价中枢下行，煤电业务成本压力显著改善。23年国内煤炭产能增长、进口煤供应增加，供给侧放量背景下1H23市场煤价中枢高位回落30%至800元/吨，预计全年煤价保持下行趋势，且保供政策助力公司23年长协煤占比提升约30pct至80%，用煤成本边际改善下公司1H23电力主业毛利率为6.13%、同比提升0.66pct。此外，公司已发展出独立的煤炭供应体系，火电业务与煤炭采购、港口物流深度融合，综合能源服务商转型持续利好成本控制。

金融业务稳健增长，利润“安全垫”作用维稳。1H23公司金融板块实现营收17.5亿元(金融企业报表列报口径)、同比增长22.5%，实现利润总额17.0亿元、同比增长23.8%，主要受子公司江苏信托股权投资收益同比增长的驱动；江苏信托1H23聚焦资产管理、资产服务及公益慈善信托等转型方向，辅助发行全国首单银行间市场产业园区类REITs，标品投资、ABS、家族信托等业务加速发展。

盈利预测、估值与评级

考虑23年煤价下行及新机组“十四五”陆续投产，公司煤电业务业绩反弹有望持续兑现。我们预计公司23-25年分别实现归母净利润24.6/34.7/40.4亿元，EPS分别为0.65/0.92/1.07元，公司股票现价对应PE估值分别为10.5/7.5/6.4倍，维持“增持”评级。

风险提示

新项目进展不及预期；省内火电需求不及预期；煤炭长协签约、履约不及预期以及煤价下行不及预期；金融业务盈利稳定性不足。

石油化工组

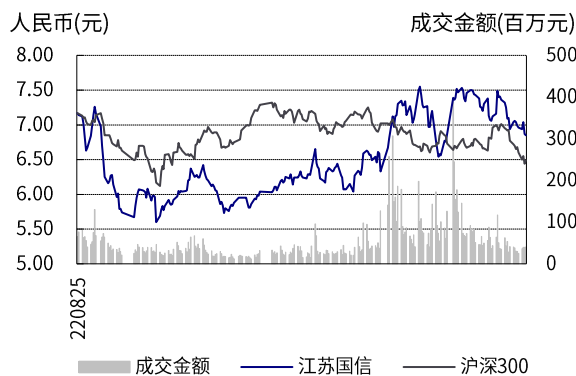
分析师：许隽逸 (执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.85元

相关报告：

1.《江苏国信公司深度研究：金融构筑安全垫，业绩弹性看火电》，2023.7.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,879.3	32,438.8	33,888.7	35,710.5	39,050.4
营业收入增长率	33.1%	12.3%	4.5%	5.4%	9.4%
归母净利润(百万元)	-342.8	68.2	2,456.6	3,471.2	4,039.2
归母净利润增长率	-115.08	N/A	3503.43%	41.30%	16.36%
			%		
摊薄每股收益(元)	-0.091	0.018	0.650	0.919	1.069
每股经营性现金流净额	-0.45	1.25	0.71	1.29	1.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	-1.20%	0.24%	8.63%	11.36%	12.25%
P/E	N/A	330.30	10.53	7.46	6.41
P/B	0.92	0.79	0.91	0.85	0.79

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	21,691	28,879	32,439	33,889	35,710	39,050
增长率		33.1%	12.3%	4.5%	5.4%	9.4%
主营业务成本	-17,702	-29,543	-31,624	-29,906	-30,984	-33,411
%销售收入	81.6%	102.3%	97.5%	88.2%	86.8%	85.6%
毛利	3,988	-664.1	815.2	3,982.2	4,726.5	5,639.7
%销售收入	18.4%	n.a	2.5%	11.8%	13.2%	14.4%
营业税金及附加	-210	-202	-216	-220	-214	-234
%销售收入	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
销售费用	-19	-17	-19	-22	-25	-29
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-831	-830	-894	-932	-946	-1,027
%销售收入	3.8%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%
研发费用	-2	-3	-2	-3	-5	-8
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	2,927	-1,716	-315	2,805	3,536	4,341
%销售收入	13.5%	n.a	n.a	8.3%	9.9%	11.1%
财务费用	-788	-963	-1,076	-1,131	-1,335	-1,382
%销售收入	3.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.7%	3.5%
资产减值损失	-49	-118	-223	-63	-26	-21
公允价值变动收益	194	227	307	100	100	100
投资收益	1,459	1,818	1,431	1,940	2,400	2,440
%税前利润	38.9%	-223.5%	568.1%	53.0%	50.8%	44.1%
营业利润	3,759	-731	145	3,651	4,675	5,478
营业利润率	17.3%	n.a	0.4%	10.8%	13.1%	14.0%
营业外收支	-9	-82	107	10	50	50
税前利润	3,750	-814	252	3,661	4,725	5,528
利润率	17.3%	n.a	0.8%	10.8%	13.2%	14.2%
所得税	-690	32	49	-549	-709	-829
所得税率	18.4%	n.a	-19.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,060	-781.6	301.1	3,111.6	4,016.2	4,699.2
少数股东损益	786	-439	233	655	545	660
归属于母公司的净利润	2,274	-343	68	2,456.6	3,471.2	4,039.2
净利率	10.5%	n.a	0.2%	7.2%	9.7%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,060	-782	301	3,112	4,016	4,699
少数股东损益	786	-439	233	655	545	660
非现金支出	1,922	2,403	2,575	2,292	2,429	2,626
非经营收益	-833	-1,408	-888	-224	-1,299	-1,366
营运资金变动	4,074	-1,924	2,729	-2,488	-276	-556
经营活动现金净流	8,224	-1,711	4,717	2,691	4,870	5,404
资本开支	-1,854	-2,600	-3,544	-2,484	-2,380	-2,580
投资	-4,141	1,370	-1,936	-1,289	-1,100	-1,400
其他	742	600	681	1,940	2,400	2,440
投资活动现金净流	-5,253	-631	-4,799	-1,832	-1,080	-1,540
股权募资	984	15	155	0	0	0
债权募资	-1,570	7,879	998	1,212	-898	-506
其他	-1,733	-3,336	-1,205	-3,654	-2,640	-2,840
筹资活动现金净流	-2,320	4,558	-52	-2,442	-3,537	-3,346
现金净流量	651	2,216	-134	-1,583	253	518

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,349	7,665	7,522	5,887	6,102	6,592
应收款项	2,836	3,348	3,381	3,524	3,763	4,158
存货	591	2,471	1,880	2,027	2,119	2,317
其他流动资产	12,633	11,647	13,534	12,735	12,742	12,791
流动资产	21,409	25,132	26,318	24,173	24,725	25,857
%总资产	28.7%	31.2%	31.8%	29.8%	29.9%	30.3%
长期投资	15,913	18,371	19,013	20,013	21,213	22,713
固定资产	33,885	33,652	34,422	34,855	34,912	34,965
%总资产	45.4%	41.8%	41.6%	43.0%	42.2%	40.9%
无形资产	1,089	1,244	1,388	1,385	1,384	1,382
非流动资产	53,160	55,323	56,517	56,821	58,047	59,571
%总资产	71.3%	68.8%	68.2%	70.2%	70.1%	69.7%
资产总计	74,569	80,454	82,835	80,994	82,772	85,429
短期借款	10,492	15,085	12,420	13,747	12,849	12,343
应付款项	9,428	8,575	8,050	8,028	7,903	7,890
其他流动负债	2,142	2,284	4,137	835	1,047	1,166
流动负债	22,062	25,944	24,607	22,610	21,799	21,400
长期贷款	12,469	15,770	19,433	19,433	19,433	19,433
其他长期负债	676	680	641	139	101	73
负债	35,208	42,395	44,681	42,183	41,333	40,906
普通股股东权益	29,387	28,603	28,458	28,461	30,544	32,967
其中：股本	3,778	3,778	3,778	3,778	3,778	3,778
未分配利润	3,966	2,734	2,674	4,148	6,231	8,654
少数股东权益	9,974	9,457	9,695	10,350	10,895	11,555
负债股东权益合计	74,569	80,454	82,835	80,994	82,772	85,429

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.602	-0.091	0.018	0.650	0.919	1.069
每股净资产	7.778	7.571	7.532	7.533	8.084	8.726
每股经营现金净流	2.177	-0.453	1.249	0.712	1.289	1.430
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.260	0.368	0.428
回报率						
净资产收益率	7.74%	-1.20%	0.24%	8.63%	11.36%	12.25%
总资产收益率	3.05%	-0.43%	0.08%	3.03%	4.19%	4.73%
投入资本收益率	3.82%	-2.38%	-0.54%	3.31%	4.08%	4.84%
增长率						
主营业务收入增长率	2.85%	33.14%	12.33%	4.47%	5.38%	9.35%
EBIT 增长率	12.94%	-158.63%	-81.63%	-989.86%	26.06%	22.79%
净利润增长率	-5.43%	-115.08%	-119.89%	3503.43%	41.30%	16.36%
总资产增长率	6.23%	7.89%	2.96%	-2.22%	2.20%	3.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.1	33.8	34.2	34.5	35.0	35.5
存货周转天数	14.6	18.9	25.1	25.5	26.0	26.5
应付账款周转天数	60.4	37.8	34.2	34.1	32.5	30.0
固定资产周转天数	530.9	393.7	340.5	327.4	315.3	293.5
偿债能力						
净负债/股东权益	17.95%	36.72%	34.15%	41.21%	35.91%	31.18%
EBIT 利息保障倍数	3.7	-1.8	-0.3	2.5	2.6	3.1
资产负债率	47.21%	52.69%	53.94%	52.08%	49.94%	47.88%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-30	增持	7.12	7.70

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究