

江苏国信 (002608)

证券研究报告

2019年03月13日

19Q1 盈利超预期,业绩有望迎来能源+信托双轮驱动

事件

公司近日发布 2019Q1 业绩预告,预计实现归属于上市公司股东的净利润 10.5-11.5 亿元(去年同期为 4.45 亿元),同比增长 136%-158%。

19Q1 业绩超预期,对利安人寿投资收益贡献主要增量

根据会计准则的要求,公司控股子公司江苏信托对利安人寿的会计核算方法自 2019 年 1 月 30 日起变更为权益法。经天衡会计师事务所核查,江苏信托对利安人寿投资的公允价值与原账面价值的差额 91,894.97 万元确认为当期的投资收益,剔除所得税后,预计增加江苏信托 2019 年一季度净利润约 68,921.23 万元,影响归属于上市公司股东的净利润约 56,163.91 万元。

业绩预告 Q1 同比增量约为 6.05 亿元-7.05 亿元,不考虑上述会计准则变更的影响,则 Q1 业绩增量约 0.43 亿元-1.43 亿元,同比增长 10%-32%。

能源+信托双主业驱动,公司业绩有望稳中有进

公司投资设立苏晋能源,控股雁淮直流配套电源点项目,有助于扩大公司在江苏电力市场的份额、同时实现公司业务区域范围的突破,公司战略布局得以优化。苏晋能源第一期注册资本金已于 2018 年 10 月份全部到位,拟收购中煤平朔、中电神头、同煤塔山二期、晋能保德四个项目,正处于资产审计、评估阶段。江苏省经济发达、用电需求大,2018 年全社会用电量达到 6128 亿千瓦时,仅次于广东省、位列全国第二,为公司的电量消纳提供了良好的外部环境。控煤政策预计对公司火电业务影响较小。江苏省 2016 年开始减煤专项行动,按照省政府的实施方案,到 2020 年,江苏省煤炭消费总量削减目标 3200 万吨。截止 2018 年末,已完成减煤量约为 2600 万吨,2019 年预计减煤量为 600 万吨,对发电企业影响较小。

江苏信托完成增资后,资本实力进一步增强,固有业务方面,主要进行金融股权投资,例如增加投资利安人寿,加大信保合作力度;信托业务方面,除基础的政信业务,还会积极推进消费信托、房地产信托、标准化净值型产品、资产证券化等业务。2019 年有望成为信托业发展由量变向质变转折的重要时期,一方面,现有业务模式正逐步升级,附加值、技术含量正逐步提高,传统业务发展基础得到进一步夯实;另一方面,随着新技术的应用、新业务的拓展、新模式开发,向私募投行、财富管理、资产管理三大金融高端方向的转型都有望不断提高信托公司的服务水平和赢利能力。

盈利预测:由于会计政策变更预计增加 19 年净利润,我们调整 18-20 年归母净利润预测值为 26.4、33.9、30.1 亿元(调整前为 26.4、28.3、29.7 亿元),对应 18-20 年 EPS 为 0.70、0.90、0.80 元(调整前为 0.70、0.75、0.79 元),维持“买入”评级。

风险提示:用电需求不及预期,煤价高涨,信托业务监管趋严影响业绩

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,815.00	20,204.30	21,436.76	23,473.26	24,834.70
增长率(%)	1573.36	20.16	6.10	9.50	5.80
EBITDA(百万元)	6,620.55	5,923.35	6,435.37	8,016.70	7,025.64
净利润(百万元)	1,077.56	2,179.67	2,643.43	3,387.02	3,011.47
增长率(%)	(119.77)	102.28	21.28	28.13	(11.09)
EPS(元/股)	0.29	0.58	0.70	0.90	0.80
市盈率(P/E)	34.47	17.04	14.05	10.96	12.33
市净率(P/B)	2.40	2.11	1.86	1.59	1.41
市销率(P/S)	2.21	1.84	1.73	1.58	1.50
EV/EBITDA	7.91	7.68	7.51	5.63	6.09

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.83 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,778.08
流通 A 股股本(百万股)	538.95
A 股总市值(百万元)	37,138.52
流通 A 股市值(百万元)	5,297.90
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	42.71
一年内最高/最低(元)	10.79/6.15

作者

于夕蒙 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

周迪 联系人
zhoudi@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《江苏国信-季报点评:前三季度业绩同比增 11.88%,成功控股苏晋能源项目》 2018-10-26
- 《江苏国信-公司深度研究:周期轮回逐渐走出底部,背靠发电大省助力业绩增长》 2018-07-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,978.66	3,579.02	1,714.94	1,877.86	1,986.78
应收账款	2,285.40	2,652.97	5,683.55	7,357.15	9,199.32
预付账款	132.06	354.54	90.87	311.32	192.70
存货	767.16	695.62	1,086.01	849.23	1,231.37
其他	174.37	521.28	238.98	530.51	424.77
流动资产合计	6,337.66	7,803.42	8,814.35	10,926.06	13,034.95
长期股权投资	6,498.52	7,157.24	7,157.24	7,157.24	7,157.24
固定资产	23,085.32	24,431.38	23,511.69	22,516.23	21,462.30
在建工程	1,953.99	552.58	367.55	268.53	191.12
无形资产	647.92	740.65	718.41	696.17	673.93
其他	4,719.85	5,120.42	5,092.27	5,196.39	5,111.45
非流动资产合计	36,905.60	38,002.27	36,847.16	35,834.57	34,596.04
资产总计	43,243.26	45,805.70	45,661.51	46,760.63	47,630.99
短期借款	5,674.00	8,011.00	9,720.56	5,424.10	2,112.49
应付账款	5,434.73	5,104.24	3,893.01	5,879.95	4,627.06
其他	3,512.64	4,045.86	4,727.07	3,722.89	5,291.61
流动负债合计	14,621.37	17,161.10	18,340.64	15,026.94	12,031.16
长期借款	6,778.91	4,915.63	182.23	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	260.00	86.67	115.56
其他	1,625.62	1,119.65	1,195.58	1,313.62	1,209.62
非流动负债合计	8,404.53	6,035.28	1,637.81	1,400.29	1,325.17
负债合计	23,025.90	23,196.38	19,978.45	16,427.23	13,356.33
少数股东权益	4,736.88	5,047.97	5,743.43	7,006.75	7,936.53
股本	3,253.15	3,253.15	3,778.08	3,778.08	3,778.08
资本公积	13,107.14	13,107.14	13,107.14	13,107.14	13,107.14
留存收益	11,427.54	13,518.13	16,161.55	19,548.58	22,560.04
其他	(12,307.34)	(12,317.06)	(13,107.14)	(13,107.14)	(13,107.14)
股东权益合计	20,217.36	22,609.32	25,683.06	30,333.40	34,274.66
负债和股东权益总	43,243.26	45,805.70	45,661.51	46,760.63	47,630.99

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,852.32	2,823.71	2,643.43	3,387.02	3,011.47
折旧摊销	1,738.91	1,673.20	1,188.85	1,197.86	1,204.26
财务费用	798.36	662.41	618.11	414.77	192.74
投资损失	(932.08)	(998.05)	(643.38)	(1,562.28)	(643.38)
营运资金变动	620.89	(1,631.75)	(2,260.77)	(1,377.49)	(1,768.40)
其它	1,109.10	731.50	732.06	1,284.73	950.92
经营活动现金流	5,187.51	3,261.01	2,278.31	3,344.62	2,947.61
资本支出	31,551.19	2,864.97	(15.93)	(38.04)	154.00
长期投资	6,498.52	658.73	0.00	0.00	0.00
其他	(41,122.48)	(6,476.90)	606.95	1,477.68	465.25
投资活动现金流	(3,072.78)	(2,953.20)	591.02	1,439.64	619.26
债权融资	14,884.67	16,074.69	12,264.39	8,071.24	4,831.42
股权融资	15,428.96	(637.03)	(848.01)	(371.52)	(153.74)
其他	(32,879.60)	(15,139.03)	(16,149.79)	(12,321.06)	(8,135.63)
筹资活动现金流	(2,565.97)	298.63	(4,733.40)	(4,621.34)	(3,457.95)
汇率变动影响	0.14	(0.12)	0.00	0.01	(0.04)
现金净增加额	(451.10)	606.32	(1,864.07)	162.92	108.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,815.00	20,204.30	21,436.76	23,473.26	24,834.70
营业成本	12,055.82	16,285.09	16,034.70	17,417.16	18,725.37
营业税金及附加	186.04	158.64	145.11	200.97	298.02
营业费用	3.29	1.50	10.72	11.74	12.42
管理费用	594.65	499.44	643.10	586.83	620.87
财务费用	889.05	665.81	618.11	414.77	192.74
资产减值损失	24.52	(6.87)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	932.22	997.93	643.38	1,562.28	643.34
其他	(1,856.76)	(2,032.46)	(1,286.76)	(3,124.57)	(1,286.68)
营业利润	3,986.17	3,635.22	4,628.41	6,404.07	5,628.63
营业外收入	47.25	11.36	76.37	44.99	16.70
营业外支出	1,260.47	164.92	537.50	613.40	753.50
利润总额	2,772.95	3,481.66	4,167.27	5,835.66	4,891.83
所得税	920.63	657.95	791.78	1,163.91	929.45
净利润	1,852.32	2,823.71	3,375.49	4,671.75	3,962.38
少数股东损益	774.76	644.04	732.06	1,284.73	950.92
归属于母公司净利润	1,077.56	2,179.67	2,643.43	3,387.02	3,011.47
每股收益（元）	0.29	0.58	0.70	0.90	0.80

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1573.36%	20.16%	6.10%	9.50%	5.80%
营业利润	-173.39%	-8.80%	27.32%	38.36%	-12.11%
归属于母公司净利润	-119.77%	102.28%	21.28%	28.13%	-11.09%
获利能力					
毛利率	28.30%	19.40%	25.20%	25.80%	24.60%
净利率	6.41%	10.79%	12.33%	14.43%	12.13%
ROE	6.96%	12.41%	13.26%	14.52%	11.43%
ROIC	-146.83%	12.73%	14.17%	17.53%	15.05%
偿债能力					
资产负债率	53.25%	50.64%	43.75%	35.13%	28.04%
净负债率	22.91%	22.83%	13.79%	19.78%	18.90%
流动比率	0.43	0.45	0.48	0.73	1.08
速动比率	0.38	0.41	0.42	0.67	0.98
营运能力					
应收账款周转率	12.78	8.18	5.14	3.60	3.00
存货周转率	22.66	27.62	24.06	24.26	23.87
总资产周转率	0.73	0.45	0.47	0.51	0.53
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.58	0.70	0.90	0.80
每股经营现金流	1.37	0.86	0.60	0.89	0.78
每股净资产	4.10	4.65	5.28	6.17	6.97
估值比率					
市盈率	34.47	17.04	14.05	10.96	12.33
市净率	2.40	2.11	1.86	1.59	1.41
EV/EBITDA	7.91	7.68	7.51	5.63	6.09
EV/EBIT	10.73	10.66	9.21	6.62	7.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com