

公用事业

2022 年 11 月 12 日

江苏国信 (002608)

——加速火电建设 静待机制改革

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：		2022 年 11 月 11 日
收盘价 (元)		6
一年内最高/最低 (元)		7.88/5.16
市净率		0.8
息率 (分红/股价)		-
流通 A 股市值 (百万元)		22668
上证指数/深证成指		3087.29/11139.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2022 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)		7.69
资产负债率%		52.67
总股本/流通 A 股 (百万)		3778/3778
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

查浩 A0230519080007
zhahao@swsresearch.com
邹佩轩 A0230520110002
zoupux@swsresearch.com

研究支持

蔡思 A0230121090006
caisi@swsresearch.com

联系人

邹佩轩
(8621)23297818x
zoupux@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司公告国信沙洲煤电 2×100 万千瓦机组扩建项目获得张家港市发改委核准；拟与江苏新能等成立合资子公司，开发盱眙整县屋顶分布式光伏项目。
- **迎峰度夏电力缺口明显，煤电发挥保供主力，稳定电源价值有望重估。**2022 年迎峰度夏期间我国多省出现电力短缺问题，根据江苏省公共新闻频道报道，江苏省 8 月用电负荷达到 1.31 亿千瓦，最大负荷缺口达到 1068 万千瓦。在此期间，煤电成为最重要的保供电源，1-9 月江苏省火电平均利用小时数达到 3385 小时，高出全国平均水平约 100 小时。在严峻的供需格局面前，下半年以来多省对煤电的态度转向，当前煤电盈利能力确定性处于周期底部，未来有望在容量电价机制、现货市场和辅助服务市场等机制下获得盈利能力提升。
- **沙洲电厂毗邻张家港沿江港口，高参数机组有望获得较好回报。**公司此次获得核准的沙洲电厂扩建工程位于张家港市锦丰镇，毗邻长江，拥有配套港口，可通万吨船只，相比内陆电厂煤炭运费可大幅降低。近年来我国新建的百万级机组单位供电煤耗普遍低于 260g/千瓦时，较全国平均水平低 10% 左右，即便在高煤价背景下仍能保持较强盈利能力。预计未来在电价机制改革和煤炭长协保障等措施下，有望具备较强盈利弹性。
- **与江苏新能合作开发分布式光伏项目，有望打开长期成长空间。**目前江苏国信集团旗下有两大上市平台，分别是传统电源为主的江苏国信和发展新能源的江苏新能，在全国能源低碳转型背景下，市场担心传统煤电平台缺乏长期成长机会。此次与江苏新能成立合资公司，有望发挥江苏国信煤电的现金流能力以及未来火电的调峰价值。事实上，早在 2021 年 12 月，公司控股子公司苏晋能源即与江苏新能合资成立苏晋朔州新能源开发公司，共同开发山西新能源项目，拓展新能源业务有望打开公司中长期成长空间。
- **信托业务发展稳健，提供煤电低谷时期盈利支撑。**公司目前坚定发展能源+金融双主业战略，金融板块即控股的江苏信托。2022 年上半年江苏信托实现营业收入(金融企业报表列报口径)14.30 亿元，同比增长 19.12%；公司金融板块整体实现利润总额 13.71 亿元，同比增长 21.78%；净利润 12.45 亿元，同比增长 22.91%，继续保持高速增长。截至 2022 年 6 月底，江苏信托管理总资产规模为 4252 亿元，其中自营总资产 294 亿元；受托管理信托资产规模为 3958 亿元，规模较 2021 年底小幅增加(2021 年底总资产为 4144 亿元)。
- **盈利预测与评级** 结合三季报业绩，假设全年煤价同比上涨 10%，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润预测为 9.05、20.19 亿元(调整前分别为 27.5、33.8 亿元)，新增 2024 年归母净利润预测为 25.73 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25、11、9 倍。虽然下调盈利预测，但是当前股价亦处于低位，继续维持“增持”评级。
- **风险提示：**煤价持续高位，电价机制改革不及预期

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	28,879	24,403	31,964	32,536	32,868
同比增长率 (%)	33.1	20.5	10.7	1.8	1.0
归母净利润 (百万元)	-343	610	905	2,019	2,573
同比增长率 (%)	-	-48.7	-	123.2	27.4
每股收益 (元/股)	-0.09	0.16	0.24	0.53	0.68
毛利率 (%)	-5.2	1.9	2.8	8.3	9.3
ROE (%)	-1.2	2.1	3.1	6.4	7.5
市盈率	-66		25	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21,691	28,879	31,964	32,536	32,868
其中: 营业收入	20,616	28,011	30,925	31,542	31,901
减: 营业成本	17,583	29,454	30,071	28,930	28,930
减: 税金及附加	210	202	223	227	230
主营业务利润	2,823	-1,645	631	2,385	2,741
减: 销售费用	19	17	19	19	19
减: 管理费用	831	830	918	935	944
减: 研发费用	2	3	4	4	4
减: 财务费用	788	963	1,079	1,029	1,003
经营性利润	1,183	-3,459	-1,389	398	771
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-17	5	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-32	-122	122	0	0
加: 投资收益及其他	1,550	1,976	1,563	1,723	2,103
营业利润	3,759	-731	1,214	2,981	3,720
加: 营业外净收入	-9	-82	0	0	0
利润总额	3,750	-814	1,214	2,981	3,720
减: 所得税	690	-32	0	352	412
净利润	3,060	-782	1,214	2,629	3,307
少数股东损益	786	-439	310	610	734
归属于母公司所有者的净利润	2,274	-343	905	2,019	2,573
全面摊薄总股本	3,778	3,778	3,778	3,778	3,778
每股收益 (元)	0.60	-0.09	0.24	0.53	0.68

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

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 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.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。