

2023 年 08 月 25 日

火电企稳，金融铸就业绩安全垫

- **事件概述：**8 月 24 日，公司发布 2023 年度半年报，报告期内实现营业收入 152.87 亿元，同比增长 2.49%；归属于上市公司股东的净利润 11.19 亿元，同比增长 37.67%；归属于上市公司股东的扣非净利润 10.03 亿元，同比增长 35.91%。
- **Q2 业绩大幅改善：**2Q23 公司实现营业收入 81.04 亿元，同比增长 12.0%；分别实现归母净利润、扣非归母净利润 8.63、7.48 亿元，同比分别增长 90.8%、91.7%，同比增速较 Q1 均转正。
- **山西机组业绩释放助力火电板块盈亏平衡：**1H23 公司完成发电量 315.22 亿千瓦时，同比增长 4.1%，其中江苏煤电、山西煤电、江苏气电分别完成电量 188.68、107.73、18.81 亿千瓦时，同比分别 +9.3%、+5.1%、-31.7%。1H23 公司在苏火电机组净利润亏损 3.73 亿元，较上年同期基本持平。公司在山西机组均为晋北煤炭基地坑口电厂，煤价优势显著，燃料成本压力较小，同时国家发改委核定雁淮直流输电价格为 3.59 分/kWh（含税，含输电环节线损，线损率 2.77%）后，1H23 山西机组送苏上网电价上涨 2.52 分/千瓦时至 0.4179 元/千瓦时，增幅 6.4%，半年度山西机组实现净利润 3.53 亿元，同比增加 1.65 亿元，增幅 87.2%。受益于山西机组业绩释放，1H23 公司火电板块净利润亏损 0.20 亿元，同比减亏 1.67 亿元，基本实现盈亏平衡。
- **江苏银行持续释放业绩，利安人寿短期扰动不再，金融板块打造业绩安全垫：**1H23 公司金融板块实现营业收入(金融企业报表列报口径)17.52 亿元，同比增长 22.5%；利润总额 16.97 亿元，同比增长 23.8%。投资收益为公司金融板块核心利润来源，1H23 江苏银行贡献投资收益 12.95 亿元，同比增长 27.0%，利安人寿同比大幅减亏 1.56 亿元，双重影响下公司实现投资净收益 13.19 亿元，同比增加 4.05 亿元，增幅 44.3%。
- **投资建议：**金融板块稳定的利润贡献奠定了公司业绩的基础，山西机组同时受益于坑口低煤价和外送高电价优势，江苏省内机组业绩有望随煤价下行逐步修复。对公司盈利预测，预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.58/0.69/0.84 元，对应 2023 年 8 月 24 日收盘价 PE 分别 11.9/10.0/8.2 倍，参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2023 年 14.0 倍 PE，目标价 8.12 元，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**1) 燃料成本上行；2) 电量消纳不足；3) 补贴发放延迟。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

6.85 元

目标价：

8.12 元

**分析师 严家源**

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.长三角火电四小龙系列（一）：江苏国信 (002608.SZ) 首次覆盖报告：金融奠基，火电进击-2023/06/06

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	32439	34872	37714	42297
增长率 (%)	12.1	7.5	8.2	12.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	68	2174	2596	3164
增长率 (%)	120.5	3088.2	19.4	21.9
每股收益 (元)	0.02	0.58	0.69	0.84
PE	379.6	11.9	10.0	8.2
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 24 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	32439	34872	37714	42297
营业成本	31624	31556	33838	37574
营业税金及附加	216	237	257	289
销售费用	19	20	22	25
管理费用	894	977	1034	1126
研发费用	2	3	4	4
EBIT	-516	2116	2600	3325
财务费用	1076	1166	1462	1771
资产减值损失	-232	-200	-200	-200
投资收益	1431	2668	3216	3788
营业利润	145	3737	4472	5461
营业外收支	107	50	50	50
利润总额	252	3787	4522	5511
所得税	-49	682	814	992
净利润	301	3105	3708	4519
归属于母公司净利润	68	2174	2596	3164
EBITDA	1836	4571	5403	6662

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7522	4673	2890	3252
应收账款及票据	3159	3712	4023	4526
预付款项	1370	1353	1451	1611
存货	1880	2155	2311	2567
其他流动资产	12386	12294	12636	12993
流动资产合计	26318	24186	23311	24949
长期股权投资	18178	20846	24062	27850
固定资产	30262	34561	39164	50021
无形资产	1356	1354	1354	1354
非流动资产合计	56517	66001	75769	86423
资产合计	82835	90187	99080	111372
短期借款	9753	12753	16203	19503
应付账款及票据	6126	6464	6933	7700
其他流动负债	8728	6712	4338	4679
流动负债合计	24607	25928	27473	31882
长期借款	19433	22433	26633	30633
其他长期负债	641	600	600	600
非流动负债合计	20074	23033	27233	31233
负债合计	44681	48961	54706	63115
股本	3778	3778	3778	3778
少数股东权益	9695	10627	11739	13095
股东权益合计	38154	41226	44374	48257
负债和股东权益合计	82835	90187	99080	111372

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.08	7.50	8.15	12.15
EBIT 增长率	71.20	509.82	22.87	27.88
净利润增长率	120.49	3088.21	19.43	21.87
盈利能力 (%)				
毛利率	0.10	7.13	8.11	9.26
净利润率	0.22	6.42	7.07	7.66
总资产收益率 ROA	0.08	2.41	2.62	2.84
净资产收益率 ROE	0.24	7.10	7.95	9.00
偿债能力				
流动比率	1.07	0.93	0.85	0.78
速动比率	0.90	0.78	0.70	0.64
现金比率	0.31	0.18	0.11	0.10
资产负债率 (%)	53.94	54.29	55.21	56.67
经营效率				
应收账款周转天数	36.54	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	21.77	25.00	25.00	25.00
总资产周转率	0.39	0.39	0.39	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.02	0.58	0.69	0.84
每股净资产	7.53	8.10	8.64	9.31
每股经营现金流	1.25	0.54	1.25	1.55
每股股利	0.10	0.20	0.22	0.28
估值分析				
PE	379.6	11.9	10.0	8.2
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	28.47	11.43	9.67	7.84
股息收益率 (%)	1.46	2.92	3.21	4.09
现金流量表 (百万元)				
净利润	301	3105	3708	4519
折旧和摊销	2352	2455	2802	3336
营运资金变动	2729	-1994	88	151
经营活动现金流	4717	2031	4728	5850
资本开支	-3544	-9135	-9238	-10086
投资	-1936	0	0	0
投资活动现金流	-4799	-9247	-9238	-10086
股权募资	155	0	0	0
债务募资	998	5916	5067	7300
筹资活动现金流	-52	4366	2727	4597
现金净流量	-134	-2849	-1783	362

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026