

主业向好，投资收益波动

2023 年 10 月 25 日

➤ **事件概述：**10 月 25 日，公司发布 2023 年三季度报告，前三季度实现营业收入 249.33 亿元，同比增长 2.2%；归母净利润 19.63 亿元，同比增长 221.8%；扣非归母净利润 18.73 亿元，同比增长 247.8%。第三季度公司实现营业收入 96.45 亿元，同比增长 1.7%；归母净利润 8.45 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 8.70 亿元，同比扭亏为盈。

➤ **煤价下行，火电业绩持续修复，新机组投产助力 Q4 业绩：**我们测算 Q3 秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均价为 866 元/吨，同比下降 31.5%，环比下降 5.3%；若以 6、7、8 三个月口径考虑煤价，秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均价为 825 元/吨，同比下降 31.3%。Q3 公司（不含金融业务）毛利率 13.7%，同比提高 17.4 个百分点，环比提高 4.7 个百分点，现货煤价下降以及电煤采购结构的优化，火电业绩正持续改善。9 月 26 日，公司公告子公司射阳港电厂在建的 100 万千瓦二次再热超超临界燃煤发电机组正式投产运营，公司在江苏煤电装机达到 888.50 万千瓦，新机组的投产将助力 Q4 业绩释放。

➤ **投资收益拖累 Q3 表现：**投资收益为公司金融板块核心利润来源，Q3 公司实现投资净收益 3.63 亿元，同比减少 0.54 亿元，降幅 13.0%，环比减少 4.04 亿元，环比下降 52.6%。考虑到江苏银行可转债转股带来的股本扩张，我们测算江苏信托对其持股比例下降至 6.50%，持股比例变化或是投资收益波动主因。

➤ **投资建议：**全年来看，现货煤价下降以及公司电煤采购结构的优化，火电业绩正持续改善；金融板块单季度的波动不影响长期业绩稳定性。根据燃料成本以及对江苏银行持股比例变化，调整对公司盈利预测，预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.64/0.74/0.91 元（前值 0.58/0.69/0.84 元），对应 2023 年 10 月 25 日收盘价 PE 分别 10.5/9.1/7.4 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 8.96 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：

6.75 元

目标价：

8.96 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：zhaoguli@mszq.com

相关研究

1. 江苏国信 (002608.SZ) 2023 年半年报点评：火电企稳，金融铸就业绩安全垫-2023/08/25

2. 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）	32,439	34,772	37,650	42,233
增长率（%）	12.1	7.2	8.3	12.2
归属母公司股东净利润（百万元）	68	2,419	2,814	3,454
增长率（%）	120.5	3447.7	16.3	22.8
每股收益（元）	0.02	0.64	0.74	0.91
PE	374.1	10.5	9.1	7.4
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 10 月 25 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	32,439	34,772	37,650	42,233
营业成本	31,624	30,602	32,834	36,379
营业税金及附加	216	237	257	289
销售费用	19	20	22	25
管理费用	894	947	1,005	1,097
研发费用	2	3	4	4
EBIT	-516	3,001	3,570	4,486
财务费用	1,076	1,166	1,427	1,684
资产减值损失	-232	-200	-200	-200
投资收益	1,431	2,210	2,590	3,046
营业利润	145	4,164	4,852	5,967
营业外收支	107	50	50	50
利润总额	252	4,214	4,902	6,017
所得税	-49	758	882	1,083
净利润	301	3,455	4,019	4,934
归属于母公司净利润	68	2,419	2,814	3,454
EBITDA	1,836	5,455	6,372	7,822

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,522	5,619	4,460	6,746
应收账款及票据	3,159	3,712	4,027	4,530
预付款项	1,370	1,312	1,408	1,560
存货	1,880	2,089	2,242	2,485
其他流动资产	12,386	12,294	12,636	12,993
流动资产合计	26,318	25,026	24,773	28,314
长期股权投资	18,178	20,389	22,979	26,025
固定资产	30,262	34,561	39,164	50,021
无形资产	1,356	1,354	1,354	1,354
非流动资产合计	56,517	65,244	73,486	81,598
资产合计	82,835	90,270	98,260	109,913
短期借款	9,753	12,753	16,203	19,503
应付账款及票据	6,126	6,267	6,726	7,455
其他流动负债	8,728	6,640	4,263	4,589
流动负债合计	24,607	25,660	27,192	31,547
长期借款	19,433	22,433	25,433	28,433
其他长期负债	641	600	600	600
非流动负债合计	20,074	23,033	26,033	29,033
负债合计	44,681	48,693	53,225	60,580
股本	3,778	3,778	3,778	3,778
少数股东权益	9,695	10,732	11,938	13,418
股东权益合计	38,154	41,576	45,035	49,333
负债和股东权益合计	82,835	90,270	98,260	109,913

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	7.19	8.28	12.17
EBIT 增长率	71.20	681.08	18.96	25.67
净利润增长率	120.49	3447.71	16.33	22.75
盈利能力 (%)				
毛利率	0.10	9.95	10.93	12.23
净利润率	0.22	7.14	7.66	8.36
总资产收益率 ROA	0.08	2.68	2.86	3.14
净资产收益率 ROE	0.24	7.84	8.50	9.62
偿债能力				
流动比率	1.07	0.98	0.91	0.90
速动比率	0.90	0.83	0.76	0.76
现金比率	0.31	0.22	0.16	0.21
资产负债率 (%)	53.94	53.94	54.17	55.12
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	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.02	0.64	0.74	0.91
每股净资产	7.53	8.16	8.76	9.51
每股经营现金流	1.25	0.71	1.49	1.83
每股股利	0.10	0.20	0.22	0.28
估值分析				
PE	374.1	10.5	9.1	7.4
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	28.26	9.51	8.14	6.63
股息收益率 (%)	1.48	2.96	3.26	4.15
现金流量表 (百万元)				
净利润	301	3,455	4,019	4,934
折旧和摊销	2,352	2,455	2,802	3,336
营运资金变动	2,729	-2,156	76	119
经营活动现金流	4,717	2,677	5,628	6,907
资本开支	-3,544	-8,835	-8,338	-8,286
投资	-1,936	0	0	0
投资活动现金流	-4,799	-8,947	-8,338	-8,286
股权募资	155	0	0	0
债务募资	998	5,916	3,867	6,300
筹资活动现金流	-52	4,366	1,551	3,665
现金净流量	-134	-1,903	-1,159	2,286

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