



# 江苏国信 (002608.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 火电盈利持续改善，金融板块表现分化

### 业绩简评

2023年10月25日公司披露三季度，1-3Q23实现营收249.3亿元，同比+2.2%；归母净利润19.6亿元，同比+221.8%；扣非归母净利润18.7亿元，同比+247.8%。其中，Q3实现营收96.5亿元，同比+1.7%；归母净利润8.5亿元，同比增长10.5亿元；扣非归母净利润8.7亿元，同比增长10.7亿元。

### 经营分析

**3Q23 江苏用电量增、价稳保障公司火电收益，新机组 Q4 放量可期。**江苏省全社会用电量保持稳健增长，3Q23 用电量同比增长 4.0%至 2255.9 亿千瓦时，1-3Q23 累计用电量同比增长 4.8%至 5856.0 亿千瓦时；电力供需紧平衡下省内电力月度交易竞价 3Q23 维持在较基准价上浮 17.5%-19%的较高水平。公司在运煤电机组约 70%分布于江苏，且省外山西煤电机组发电量也有约 95%送往江苏，因而江苏省内用电需求增长为公司火电业务量、价维稳提供保障。此外，公司射阳港电厂 1000MW 机组于 9 月底投产，预计于 Q4 实现产能释放。

**3Q23 煤价均值为全年最低，火电盈利能力显著修复。**1H23 市场煤价中枢逐步回落 30%至 800 元/吨后，7-8 月开始止跌震荡、9 月中枢有所回调至 980 元/吨，但整体看 3Q23 市场煤价均值 870 元/吨、为全年最低，较 1-2Q23 分别低 251、56 元/吨。此外，保供政策助力下公司长协煤比例显著提升，23 年长协煤占比已提升约 30pct 至 80%以上；成本改善下，公司 3Q23 电力主业盈利能力实现大幅改善。

**金融板块贡献重要业绩，板块细分业务表现分化。**金融板块为公司利润提供“安全垫”，主要由子公司江苏信托开展的信托业务和固有业务（以金融股权投资为主）组成。其中，1-3Q23 信托业务增长承压，手续费及佣金收入同比-13.2%至 6.1 亿元，利息收入同比-18.7%。而江苏信托固有业务的股权投资收益稳健增长，驱动 1-3Q23 公司总投资收益同比增长 26.4%至 16.8 亿元；江苏信托近年广泛开展股权投资业务并先后投资了江苏银行、利安人寿等优质金融企业，促进金融板块业务总体表现稳健并为公司贡献重要的利润奠基作用。

### 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 24.3/32.4/39.1 亿元，EPS 分别为 0.64/0.86/1.04 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 10.5/7.9/6.5 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

火电装机及电量不及规划预期、Q4 煤价回调超预期、电价下跌超预期风险。

国金证券研究所

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

联系人：汪知瑶

wangzhiyao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.75 元

### 相关报告：

1.《江苏国信公司点评：煤电业绩反弹兑现，金融业务稳健增长》，2023.8.25

2.《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	33,876.1	35,717.2	39,145.5
营业收入增长率	33.1%	12.3%	4.4%	5.4%	9.6%
归母净利润(百万元)	-342.8	68.2	2,430.6	3,239.1	3,911.1
归母净利润增长率	-115.08%	N/A	3465.29%	33.27%	20.74%
摊薄每股收益(元)	-0.091	0.018	0.643	0.857	1.035
每股经营性现金流净额	-0.45	1.25	0.61	1.10	1.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	-1.20%	0.24%	8.54%	10.66%	11.95%
P/E	N/A	330.30	10.49	7.87	6.52
P/B	0.92	0.79	0.90	0.84	0.78

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	33,876	35,717	39,145
增长率		33.1%	12.3%	4.4%	5.4%	9.6%
主营业务成本	-17,702	-29,543	-31,624	-30,416	-31,769	-34,454
%销售收入	81.6%	102.3%	97.5%	89.8%	88.9%	88.0%
毛利	3,988	-664.1	815.2	3,460.5	3,948.5	4,691.7
%销售收入	18.4%	n.a	2.5%	10.2%	11.1%	12.0%
营业税金及附加	-210	-202	-216	-220	-214	-235
%销售收入	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
销售费用	-19	-17	-19	-20	-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	-915	-947	-1,030
%销售收入	3.8%	2.9%	2.8%	2.7%	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	2,302	2,757	3,390
%销售收入	13.5%	n.a	n.a	6.8%	7.7%	8.7%
财务费用	-788	-963	-1,076	-1,131	-1,339	-1,394
%销售收入	3.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.7%	3.6%
资产减值损失	-49	-118	-223	-64	-27	-22
公允价值变动收益	194	227	307	100	100	100
投资收益	1,459	1,818	1,431	2,100	2,750	3,000
%税前利润	38.9%	-223.5%	568.1%	63.3%	64.1%	58.6%
营业利润	3,759	-731	145	3,307	4,242	5,074
%营业利润率	17.3%	n.a	0.4%	9.8%	11.9%	13.0%
营业外收支	-9	-82	107	10	50	50
税前利润	3,750	-814	252	3,317	4,292	5,124
利润率	17.3%	n.a	0.8%	9.8%	12.0%	13.1%
所得税	-690	32	49	-498	-644	-769
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	2,819.6	3,648.1	4,355.1
少数股东损益	786	-439	233	389	409	444
归属于母公司的净利润	2,274	-343	68	2,430.6	3,239.1	3,911.1
净利率	10.5%	n.a	0.2%	7.2%	9.1%	10.0%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,060	-782	301	2,820	3,648	4,355
少数股东损益	786	-439	233	389	409	444
非现金支出	1,922	2,403	2,575	2,286	2,411	2,602
非经营收益	-833	-1,408	-888	-384	-1,643	-1,910
营运资金变动	4,074	-1,924	2,729	-2,431	-245	-539
经营活动现金净流	8,224	-1,711	4,717	2,291	4,172	4,508
资本开支	-1,854	-2,600	-3,544	-2,284	-2,330	-2,530
投资	-4,141	1,370	-1,936	-1,210	-1,100	-1,400
其他	742	600	681	2,100	2,750	3,000
投资活动现金净流	-5,253	-631	-4,799	-1,393	-680	-930
股权募资	984	15	155	0	0	0
债权募资	-1,570	7,879	998	1,252	-627	-201
其他	-1,733	-3,336	-1,205	-3,644	-2,553	-2,805
筹资活动现金净流	-2,320	4,558	-52	-2,392	-3,180	-3,006
现金净流量	651	2,216	-134	-1,494	312	572

### 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	5,976	6,249	6,794
应收款项	2,836	3,348	3,381	3,523	3,764	4,168
存货	591	2,471	1,880	2,061	2,172	2,389
其他流动资产	12,633	11,647	13,534	12,674	12,690	12,746
流动资产	21,409	25,132	26,318	24,234	24,875	26,097
%总资产	28.7%	31.2%	31.8%	30.0%	30.1%	30.6%
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	34,662	34,688	34,716
%总资产	45.4%	41.8%	41.6%	42.9%	41.9%	40.6%
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	56,628	57,823	59,323
%总资产	71.3%	68.8%	68.2%	70.0%	69.9%	69.4%
资产总计	74,569	80,454	82,835	80,862	82,698	85,420
短期借款	10,492	15,085	12,420	13,787	13,160	12,959
应付款项	9,428	8,575	8,050	8,163	8,101	8,135
其他流动负债	2,142	2,284	4,137	810	1,020	1,147
流动负债	22,062	25,944	24,607	22,760	22,282	22,241
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	42,332	41,816	41,748
普通股股东权益	29,387	28,603	28,458	28,445	30,389	32,735
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	4,132	6,076	8,423
少数股东权益	9,974	9,457	9,695	10,084	10,493	10,937
负债股东权益合计	74,569	80,454	82,835	80,862	82,698	85,420

### 比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.602	-0.091	0.018	0.643	0.857	1.035
每股净资产	7.778	7.571	7.532	7.529	8.043	8.665
每股经营现金净流	2.177	-0.453	1.249	0.606	1.104	1.193
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.257	0.343	0.414
回报率						
净资产收益率	7.74%	-1.20%	0.24%	8.54%	10.66%	11.95%
总资产收益率	3.05%	-0.43%	0.08%	3.01%	3.92%	4.58%
投入资本收益率	3.82%	-2.38%	-0.54%	2.73%	3.19%	3.79%
增长率						
主营业务收入增长率	2.85%	33.14%	12.33%	4.43%	5.43%	9.60%
EBIT 增长率	12.94%	-158.63%	-81.63%	-830.37%	19.79%	22.95%
净利润增长率	-5.43%	-115.08%	-119.89%	3465.29%	33.27%	20.74%
总资产增长率	6.23%	7.89%	2.96%	-2.38%	2.27%	3.29%
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	325.4	312.0	289.6
偿债能力						
净负债/股东权益	17.95%	36.72%	34.15%	41.38%	36.80%	32.74%
EBIT 利息保障倍数	3.7	-1.8	-0.3	2.0	2.1	2.4
资产负债率	47.21%	52.69%	53.94%	52.35%	50.56%	48.87%

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	7.70~7.70
2	2023-08-25	增持	6.85	N/A

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究