



江苏国信 (002608.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

火电业绩反弹兑现，金融利润稳健增长

业绩简评

2024年4月11日公司披露2023年年报，2023年实现营收345.7亿元，同比+6.4%（调整后）；实现归母净利润18.7亿元，同比+3014.4%（调整后）。2023年计划现金分红0.1元/股（同比持平），当前股价对应股息率1.2%。

经营分析

江苏2023年用电需求增长+新机组投产，驱动主业煤电业绩提升。在22年低基数的影响下，江苏23年用电量同比+5.9%；受此影响，公司23年总发电量706.5亿千瓦时、同比+6.3%，其中江苏省内煤电发电量421.8亿千瓦时、同比+5.3%，省内气电机组发电量60.4亿千瓦时、同比+22.7%；公司山西煤电发电量224.4亿千瓦时、同比+4.4%，其中送江苏电量196.5亿千瓦时、同比-1.3%、占“雁淮直流”送电总量的60%。此外，9M23公司控股射阳港100万千瓦煤电投产带来装机增量，年底控股在运火电装机同比+7.0%至1545.4万千瓦。江苏电力供需偏紧格局为电价提供有力支撑，公司23年平均上网电价0.473元/千瓦时、同比+2.6%；预计24年江苏电量电价下行，但在容量电价的补充下公司综合售电价格有望继续实现微增。**煤价中枢下行，煤电业务成本降低。**23年国内煤炭产能增长、进口煤供应增加，供给侧放量背景下市场煤价中枢同比回落24%至966元/吨，且保供政策助力公司23年长协煤占比提升约30pct至80%，用煤成本边际改善下公司23年电力主业毛利率为11.0%、同比提升11.8pct。我们预计24-25年煤价中枢仍有望稳步下行，持续利好公司成本控制。

金融业务稳健增长，利润“安全垫”作用维稳。受信托业务增长驱动，2023年公司金融板块业绩稳健增长，实现营收30.0亿元、同比+21.3%，实现利润总额27.1亿元、同比+22.5%，利润总额占比76.1%、增量贡献率50%；子公司江苏信托2023年聚焦资产管理、资产服务及公益慈善信托等转型方向，辅助发行全国首单银行间市场产业园区类REITs，标品投资、ABS、家族信托等业务迅速发展。

盈利预测、估值与评级

预计未来市场煤价中枢将持续下移，滨海、沙洲、国信靖电机组计划于24-25年陆续投产，未来2年公司业绩有望持续增长。我们预计公司24-26年分别实现归母净利润31.2/35.1/37.4亿元，EPS分别为0.83/0.93/0.99元，公司股票现价对应PE估值分别为10.4/9.3/8.7倍，维持“增持”评级。

风险提示

新项目进展不及预期；省内火电需求不及预期；煤炭长协签约、履约不及预期以及煤价下行不及预期；金融业务盈利稳定性不足。

国金证券研究所

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

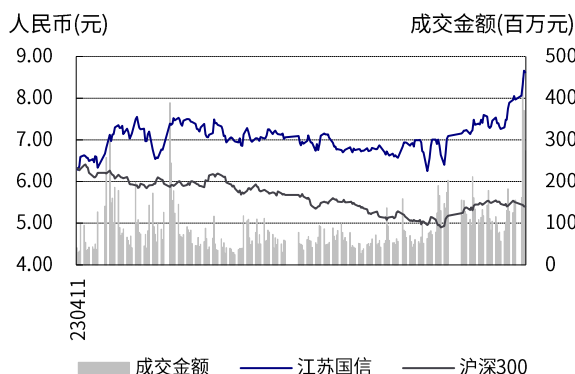
联系人：汪知瑶

wangzhiyao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.62 元

相关报告：

- 《江苏国信公司点评：火电盈利持续改善，金融板块表现分化》，2023.10.26
- 《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
- 《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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,438.8	34,572.2	35,267.8	37,841.5	40,886.0
营业收入增长率	12.3%	6.6%	2.0%	7.3%	8.0%
归母净利润(百万元)	68.2	1,870.4	3,123.2	3,506.2	3,743.6
归母净利润增长率	N/A	2643.55%	66.98%	12.26%	6.77%
摊薄每股收益(元)	0.018	0.495	0.827	0.928	0.991
每股经营性现金流净额	1.25	1.00	1.40	1.60	1.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.24%	6.53%	10.82%	11.32%	11.27%
P/E	330.30	13.27	10.43	9.29	8.70
P/B	0.79	0.87	1.13	1.05	0.98

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	28,879	32,439	34,572	35,268	37,841	40,886
增长率		12.3%	6.6%	2.0%	7.3%	8.0%
主营业务成本	-29,543	-31,624	-30,509	-30,040	-32,308	-34,981
%销售收入	102.3%	97.5%	88.2%	85.2%	85.4%	85.6%
毛利	-664	815.2	4,062.9	5,227.8	5,533.3	5,904.9
%销售收入	n.a	2.5%	11.8%	14.8%	14.6%	14.4%
营业税金及附加	-202	-216	-212	-212	-227	-245
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-17	-19	-32	-34	-37	-40
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-830	-894	-964	-970	-1,003	-1,075
%销售收入	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%
研发费用	-3	-2	-7	-7	-8	-9
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,716	-315	2,849	4,005	4,258	4,534
%销售收入	n.a	n.a	8.2%	11.4%	11.3%	11.1%
财务费用	-963	-1,076	-980	-1,266	-1,469	-1,487
%销售收入	3.3%	3.3%	2.8%	3.6%	3.9%	3.6%
资产减值损失	-118	-223	-626	-63	-29	-22
公允价值变动收益	227	307	83	100	100	100
投资收益	1,818	1,431	2,107	2,300	2,650	2,700
%税前利润	-223.5%	568.1%	60.8%	45.2%	47.7%	46.0%
营业利润	-731	145	3,549	5,076	5,510	5,825
营业利润率	n.a	0.4%	10.3%	14.4%	14.6%	14.2%
营业外收支	-82	107	-85	10	50	50
税前利润	-814	252	3,465	5,086	5,560	5,875
利润率	n.a	0.8%	10.0%	14.4%	14.7%	14.4%
所得税	32	49	-562	-763	-834	-881
所得税率	n.a	-19.6%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-782	301.1	2,902.3	4,323.2	4,726.2	4,993.6
少数股东损益	-439	233	1,032	1,200	1,220	1,250
归属于母公司的净利润	-343	68	1,870	3,123.2	3,506.2	3,743.6
净利率	n.a	0.2%	5.4%	8.9%	9.3%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-782	301	2,902	4,323	4,726	4,994
少数股东损益	-439	233	1,032	1,200	1,220	1,250
非现金支出	2,403	2,575	3,092	2,426	2,574	2,783
非经营收益	-1,408	-888	-956	-535	-1,348	-1,445
营运资金变动	-1,924	2,729	-1,247	-921	99	27
经营活动现金净流	-1,711	4,717	3,792	5,293	6,051	6,358
资本开支	-2,600	-3,544	-6,568	-2,462	-2,580	-2,780
投资	1,370	-1,936	-723	-1,631	-1,100	-1,400
其他	600	681	1,110	2,300	2,650	2,700
投资活动现金净流	-631	-4,799	-6,181	-1,793	-1,030	-1,480
股权募资	15	155	511	0	0	0
债权募资	7,879	998	6,251	-329	-1,485	-1,184
其他	-3,336	-1,205	-1,935	-4,283	-2,855	-2,902
筹资活动现金净流	4,558	-52	4,826	-4,613	-4,340	-4,086
现金净流量	2,216	-134	2,438	-1,113	681	793

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,665	7,522	10,044	8,906	9,569	10,349
应收款项	3,348	3,381	3,954	3,668	3,987	4,353
存货	2,471	1,880	1,529	2,036	2,209	2,425
其他流动资产	11,647	13,534	14,384	13,341	13,388	13,444
流动资产	25,132	26,318	29,911	27,951	29,154	30,571
%总资产	31.2%	31.8%	33.7%	32.0%	32.5%	33.0%
长期投资	18,371	19,013	18,638	19,638	20,838	22,338
固定资产	33,652	34,422	37,054	37,357	37,477	37,580
%总资产	41.8%	41.6%	41.7%	42.8%	41.8%	40.5%
无形资产	1,244	1,388	1,806	1,793	1,783	1,773
非流动资产	55,323	56,517	58,962	59,291	60,576	62,145
%总资产	68.8%	68.2%	66.3%	68.0%	67.5%	67.0%
资产总计	80,454	82,835	88,872	87,242	89,730	92,716
短期借款	15,085	12,420	10,052	9,841	8,356	7,172
应付款项	8,575	8,050	5,963	7,149	7,721	8,309
其他流动负债	2,284	4,137	4,659	1,062	1,158	1,257
流动负债	25,944	24,607	20,674	18,052	17,235	16,739
长期贷款	15,770	19,433	28,248	28,248	28,248	28,248
其他长期负债	680	641	507	66	48	35
负债	42,395	44,681	49,430	46,367	45,531	45,022
普通股股东权益	28,603	28,458	28,626	28,858	30,962	33,208
其中：股本	3,778	3,778	3,778	3,778	3,778	3,778
未分配利润	2,734	2,674	4,041	5,914	8,018	10,264
少数股东权益	9,457	9,695	10,816	12,016	13,236	14,486
负债股东权益合计	80,454	82,835	88,872	87,242	89,730	92,716
比率分析	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.091	0.018	0.495	0.827	0.928	0.991
每股净资产	7.571	7.532	7.577	7.638	8.195	8.790
每股经营现金净流	-0.453	1.249	1.004	1.401	1.602	1.683
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.331	0.371	0.396
回报率						
净资产收益率	-1.20%	0.24%	6.53%	10.82%	11.32%	11.27%
总资产收益率	-0.43%	0.08%	2.10%	3.58%	3.91%	4.04%
投入资本收益率	-2.38%	-0.54%	3.06%	4.31%	4.48%	4.64%
增长率						
主营业务收入增长率	33.14%	12.33%	6.58%	2.01%	7.30%	8.05%
EBIT 增长率	N/A	-81.63%	#####	40.61%	6.32%	6.48%
净利润增长率	#####	-119.89%	2643.55%	66.98%	12.26%	6.77%
总资产增长率	7.89%	2.96%	7.29%	-1.84%	2.85%	3.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.8	34.2	36.9	34.5	35.0	35.5
存货周转天数	18.9	25.1	20.4	25.5	26.0	26.5
应付账款周转天数	37.8	34.2	36.8	37.0	37.2	37.5
固定资产周转天数	393.7	340.5	339.3	332.6	315.0	296.9
偿债能力						
净负债/股东权益	36.72%	34.15%	42.33%	43.12%	35.02%	28.33%
EBIT 利息保障倍数	-1.8	-0.3	2.9	3.2	2.9	3.0
资产负债率	52.69%	53.94%	55.62%	53.15%	50.74%	48.56%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	1	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	0.00

来源：聚源数据

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	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