

## 火力全开、主业向好，投资收益正常波动

2024 年 04 月 27 日

➤ **事件:** 4 月 26 日, 公司发布 2024 年一季度报告, 报告期内实现营业总收入 90.81 亿元, 同比增长 25.56% (经重述); 归母净利润 7.79 亿元, 同比增长 202.87% (经重述); 扣非归母净利润 7.95 亿元, 同比增长 208.29% (经重述)。

➤ **火力全开, 营收高增:** 2024 年江苏年度交易加权均价 0.4529 元/千瓦时 (不含容量补偿电价), 同比下降 1.37 分/千瓦时, 降幅 2.9%; 一季度省内月度集中竞价电价均值 0.4433 元/千瓦时 (不含容量补偿电价), 同比下降 2.55 分/千瓦时, 降幅 5.4%; 一季度省内煤电容量电费折合度电价均值 1.82 分/千瓦时, 综合考虑, 电价端总体微降但仍可控, 因此营收高增或主要因电量高增。2023 年 9 月, 公司射阳港电厂 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; 2024Q1 江苏全省火电发电量 1202.6 亿千瓦时, 同比增长 11.3%, 考虑到新机组的增量贡献, 公司在苏火电电量增速有望高于全省均值; 此外同期, 山西全省火电发电量 956.6 亿千瓦时, 同比增长 3.8%。成本端, 2024Q1 秦皇岛港 Q5500 动力末煤平仓价均值约 902 元/吨, 同比下降 20.1%; 受益于燃料成本改善, Q1 公司整体毛利率同比提高 9.1 个百分点至 12.0%, 销售净利率上修至 12.34%。

➤ **持股比例变动扰动投资收益:** 1Q23 江苏信托对江苏银行持股 8.17%, 我们测算当期确认投资收益 6.92 亿元 (投资收益=净利润\*持股比例); 考虑到江苏银行可转债转股带来的股本扩张, 1Q24 江苏信托对江苏银行持股降至 6.58%, 我们测算当期确认投资收益 6.13 亿元, 同比减少 0.79 亿元, 降幅 11.5%; Q1 公司实现对联营/合营公司投资收益 4.82 亿元, 同比减少 0.65 亿元, 降幅收窄, 或主要因其余参股公司贡献正投资收益。

➤ **投资建议:** 电煤采购结构的优化叠加动力煤价格快速下行, 公司火电业绩仍存在持续改善空间。维持对公司盈利预测, 预计公司 24/25/26 年 EPS 分别为 0.73/0.89/1.01 元, 对应 2024 年 04 月 26 日收盘价 PE 分别 11.4/9.3/8.2 倍, 参考公司历史估值水平, 给予公司 2024 年 12.0 倍 PE, 目标价 8.76 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。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	34,572	37,688	42,511	50,048
增长率 (%)	6.4	9.0	12.8	17.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,870	2,763	3,360	3,806
增长率 (%)	3014.4	47.7	21.6	13.3
每股收益 (元)	0.50	0.73	0.89	1.01
PE	16.8	11.4	9.3	8.2
PB	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价)

## 谨慎推荐

维持评级

当前价格:

8.30 元

目标价:

8.76 元



分析师 严家源

执业证书: S0100521100007

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书: S0100122070006

邮箱: zhaoguoli@mszq.com

## 相关研究

- 江苏国信 (002608.SZ) 2023 年年报点评: 减值扰动 23 年火电表现, 1Q24 业绩大幅上行-2024/04/12
- 江苏国信 (002608.SZ) 2023 年业绩预告点评: 基本符合预期, 投资收益奠定业绩稳定性-2024/01/30
- 江苏国信 (002608.SZ) 2023 年三季报点评: 主业向好, 投资收益波动-2023/10/25
- 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
- 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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34,572	37,688	42,511	50,048
营业成本	30,509	32,828	37,019	43,506
营业税金及附加	212	221	250	295
销售费用	32	22	25	29
管理费用	964	1,006	1,102	1,253
研发费用	7	7	8	10
EBIT	2,926	3,646	4,153	5,009
财务费用	980	1,139	1,334	1,534
资产减值损失	-591	-200	-200	-200
投资收益	2,107	2,397	3,073	3,220
营业利润	3,549	5,022	6,010	6,814
营业外收支	-85	50	50	50
利润总额	3,465	5,072	6,060	6,864
所得税	562	822	970	1,098
净利润	2,902	4,250	5,091	5,766
归属于母公司净利润	1,870	2,763	3,360	3,806
EBITDA	5,392	6,266	7,157	8,398

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,044	9,408	5,979	8,832
应收账款及票据	3,859	4,032	4,560	5,386
预付款项	2,095	2,291	2,584	3,038
存货	1,529	1,793	2,023	2,378
其他流动资产	12,384	12,726	13,060	13,403
流动资产合计	29,911	30,250	28,206	33,037
长期股权投资	17,775	20,171	23,244	26,465
固定资产	32,137	37,519	42,135	46,751
无形资产	1,773	1,774	1,774	1,774
非流动资产合计	58,962	67,794	75,482	80,318
资产合计	88,872	98,044	103,688	113,355
短期借款	4,847	7,847	11,297	14,597
应付账款及票据	4,405	4,752	5,361	6,303
其他流动负债	11,422	11,555	6,686	7,208
流动负债合计	20,674	24,154	23,344	28,107
长期借款	28,248	30,248	32,248	32,248
其他长期负债	507	509	509	509
非流动负债合计	28,756	30,758	32,758	32,758
负债合计	49,430	54,912	56,102	60,865
股本	3,778	3,778	3,778	3,778
少数股东权益	10,816	12,304	14,035	15,995
股东权益合计	39,442	43,132	47,587	52,490
负债和股东权益合计	88,872	98,044	103,688	113,355

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	6.38	9.01	12.79	17.73
EBIT 增长率	658.13	24.59	13.92	20.60
净利润增长率	3014.44	47.71	21.61	13.27
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	9.62	11.04	11.28	11.68
净利润率	5.55	7.51	8.07	7.74
总资产收益率 ROA	2.10	2.82	3.24	3.36
净资产收益率 ROE	6.53	8.96	10.01	10.43
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.45	1.25	1.21	1.18
速动比率	1.24	1.05	0.98	0.96
现金比率	0.49	0.39	0.26	0.31
资产负债率 (%)	55.62	56.01	54.11	53.69
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	41.48	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	18.32	20.00	20.00	20.00
总资产周转率	0.39	0.39	0.41	0.45
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.50	0.73	0.89	1.01
每股净资产	7.58	8.16	8.88	9.66
每股经营现金流	1.00	1.42	1.63	1.90
每股股利	0.10	0.20	0.22	0.28
<b>估值分析</b>				
PE	16.8	11.4	9.3	8.2
PB	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.07	9.53	8.34	7.11
股息收益率 (%)	1.20	2.41	2.65	3.37

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,902	4,250	5,091	5,766
折旧和摊销	2,466	2,620	3,004	3,389
营运资金变动	-1,247	-178	-122	-196
经营活动现金流	3,792	5,381	6,173	7,170
资本开支	-6,568	-8,936	-7,503	-4,887
投资	-723	0	0	0
投资活动现金流	-6,181	-8,936	-7,503	-4,887
股权募资	511	0	0	0
债务募资	6,251	5,000	245	3,300
筹资活动现金流	4,826	2,919	-2,099	571
现金净流量	2,438	-636	-3,429	2,853

## 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收到任何形式的补偿。

## 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