

国网英大 (600517)

“金融+制造”特色鲜明，产融结合优势突出  
增持 (维持)

2024年09月10日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001  
021-60199793  
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002  
021-60199761  
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001  
wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	10,861	10,895	10,994	11,372	11,800
同比 (%)	14.50%	0.32%	0.90%	3.44%	3.76%
归母净利润 (百万元)	1,069	1,364	1,679	1,768	1,819
同比 (%)	-12.66%	27.63%	23.09%	5.29%	2.89%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.19	0.24	0.29	0.31	0.32
P/E (现价&最新摊薄)	22.63	17.73	14.40	13.68	13.30

投资要点

■ 国家电网下属子公司，“金融+制造”双主业驱动业绩：1) 国家电网下属子公司，逐步发展为国有金融控股集团。国网英大系英大集团子公司，国家电网孙公司，实控人为国资委，第一大股东为国网英大国际控股集团有限公司，持股比例达到65.53%。公司现任管理团队履历丰富，专业技能扎实。2) 增资扩表转型多元金融，盈利能力显著改善。国网英大前身为置信电气，主要从事电工电气装备制造业务。受成本端拖累，公司业绩不断下探，2019年全年归母净利润同比-17.4%至0.16亿元。2020年，公司完成重大资产重组，注入信托、证券、期货等金融业务，自此走出了一条“金融+制造”双主业运营的特色发展道路，2024H1公司营收/归母净利润分别同比-0.4%/+21.3%至49.89/9.16亿元。当前阶段金融业务已成为公司业绩的主要支撑(2024H1，英大信托、英大证券净利润占国网英大主要控股参股公司合计净利润的比重分别为89%、6%)，且对于公司的成本端以及盈利能力起到明显的改善作用。

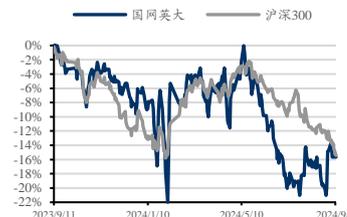
■ 依托国网禀赋，产融结合打造能源金融新业态：1) 英大信托：紧密围绕电网主业，产融协同筑成坚实盈利基础。英大信托业绩与国家电网建设资金需求共振，在信托行业整体面临转型压力和市场竞争加剧的背景下，英大信托紧密围绕电力产业链布局金融业务，有效规避了行业波动带来的风险，实现了稳健增长。2018年至2023年，英大信托净利润由5.93亿元增至16.08亿元，信托行业净利润排名由第35名上升至第6名。2) 英大证券：充分发挥能源特色，捕捉绿色金融新机遇。英大证券有着鲜明的产业特征，在电力能源领域具有较强的专业优势和较为丰富的项目经验。2023年/2024H1公司实现净利润1.07/0.78亿元，同比增长97.63%/13.63%，主要得益于投资收益的增加。基于自身特色，英大证券积极推动绿色金融，其牵头主承销的低碳转型挂钩公司债获得深圳市绿色金融协会颁发的“绿色金融产品创新奖”。

■ 碳中和孕育广阔碳市场，碳资产业务持续积聚势能：1) 碳市场运行框架逐步建立，国网英大多项业务开业内先河。国网英大是国内第一家涉足碳资产管理业务并且拥有完整业务链的上市公司，自主开发完成国内最大的能源互联网碳资产管理平台，为企业低碳转型提供“管理+技术+资金”整体解决方案。2) 建立全环节碳资产业务生态链，为未来营收增长增加新动能。国网英大以统一管理为核心，碳资产管理平台为载体，构建一站式的综合碳资产管理服务。公司打通碳资产业务生态链全环节，精准覆盖各类客户碳资产开发、管理核心需求。

■ 盈利预测与投资评级：结合公司经营情况，我们维持此前盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润为16.79/17.68/18.19亿元，对应同比增速分别为23.09%/5.29%/2.89%，对应EPS分别为0.29/0.31/0.32元，当前市值对应2024-2026年PE估值分别为14.40x/13.68x/13.30x。我们选择4家多元金融板块上市公司作为可比公司，截至2024年9月6日，其平均PE(TTM)估值为14.02x，平均PE(2024E)估值为13.08x。国网英大金融业务呈现稳健发展态势，碳资产与电力装备制造业务潜能有待释放，看好公司长期成长空间，维持“增持”评级。

■ 风险提示：1) 业绩增长不及预期。2) 信托业务监管趋严。3) 碳资产盈利能力不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.23
一年最低/最高价	3.81/5.15
市净率(倍)	1.15
流通A股市值(百万元)	24,188.98
总市值(百万元)	24,188.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.68
资产负债率(%LF)	45.05
总股本(百万股)	5,718.44
流通A股(百万股)	5,718.44

相关研究

《国网英大(600517): 2024年中报点评: 公允价值变动致业绩高增, 英大信托表现亮眼》

2024-08-28

《国网英大(600517): 国网英大2023年三季度报点评: 业绩符合预期, 看好双主业持续推进》

2023-10-26

## 内容目录

1. 国家电网下属子公司，“金融+制造”双主业驱动业绩 .....	4
1.1. 国家电网下属子公司，逐步发展为国有金融控股集团 .....	4
1.2. 增资扩表转型多元金融，盈利能力显著改善 .....	5
2. 依托国网禀赋，产融结合打造能源金融新业态 .....	10
2.1. 英大信托：紧密围绕电网主业，产融协同筑成坚实盈利基础 .....	10
2.2. 英大证券：充分发挥能源特色，捕捉绿色金融新机遇 .....	13
3. 碳中和孕育广阔碳市场，碳资产业务持续积聚势能 .....	15
3.1. 碳市场运行框架逐步建立，国网英大多项业务开业内先河 .....	15
3.2. 建立全环节碳资产业务生态链，为未来营收增长增加新动能 .....	15
4. 盈利预测与估值 .....	17
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 公司具有较强“国网”属性 (数据截至 2024 年 6 月 30 日)	4
图 2: 2019-2024H1 公司总资产、净资产规模及环比增速	6
图 3: 国网英大公司架构	7
图 4: 2019-2024H1 国网英大营收及增速情况	7
图 5: 2019-2024H1 国网英大归母净利润及增速情况	7
图 6: 2017-2024H1 公司营业收入结构	8
图 7: 2021-2024H1 国网英大主要参控股公司净利润分布情况	9
图 8: 2018-2024H1 公司营业成本及营业利润率	9
图 9: 2018-2024H1 国网英大 ROE	10
图 10: 2016-2023 年我国信托资产规模变化情况 (万亿元)	10
图 11: 2018-2023 年信托行业利润总额及增速	11
图 12: 2018-2023 年英大信托净利润及排名	11
图 13: 英大信托 信托资产分布情况	12
图 14: 英大信托构建“2+3+N”转型路径, 搭建“5+7”展业布局	12
图 15: 2016-2023 年上市券商营收/总资产/净利润 CR10	13
图 16: 2018-2024H1 英大证券营收情况	14
图 17: 2018-2024H1 英大证券归母净利润情况	14
图 18: 国网英大碳资产管理平台功能架构	16
图 19: 国网英大碳资产公司业务板块	16
图 20: 国网英大盈利预测	18
图 21: 国网英大可比公司估值 (以 2024 年 9 月 6 日收盘价计)	18
图 22: 国网英大财务预测表 (亿元)	20
表 1: 截至 2024 年 6 月 30 日公司前五大股东持股情况	4
表 2: 公司高管介绍	5

## 1. 国家电网下属子公司，“金融+制造”双主业驱动业绩

### 1.1. 国家电网下属子公司，逐步发展为国有金融控股集团

国网英大股份有限公司（简称“国网英大”）为国网英大国际控股集团有限公司（简称“英大集团”）子公司、国家电网有限公司（简称“国家电网”）孙公司。英大集团成立于 2010 年 12 月，注册资本为人民币 1022 亿元，是国家电网全资子公司和金融资产管理平台。

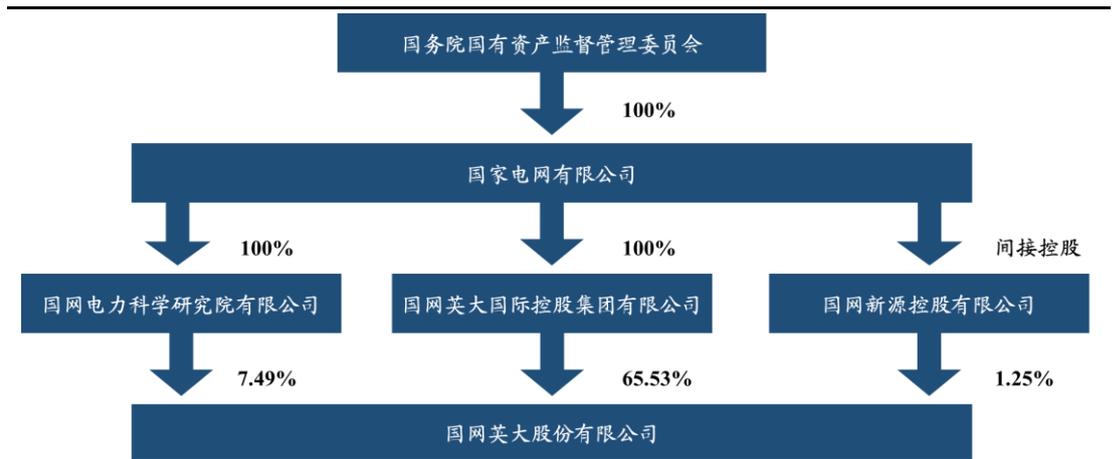
国务院国有资产监督管理委员会控股，为中央国有企业。国网英大的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，国网属性较强，第一大股东为国网英大国际控股集团有限公司（持股比例 65.53%）。根据 2024 年中报，国网英大现有前五大股东分别为：国网英大国际控股集团有限公司（65.53%），国网电力科学研究院有限公司（7.49%），上海置信（集团）有限公司（3.63%），上海置信电气工程安装有限公司（1.70%），济南市能源投资有限责任公司（1.37%）。

表 1: 截至 2024 年 6 月 30 日公司前五大股东持股情况

股东名称	持股比例	股东性质
国网英大国际控股集团有限公司	65.53%	国有法人
国网电力科学研究院有限公司	7.49%	国有法人
上海置信（集团）有限公司	3.63%	境内非国有法人
上海置信电气工程安装有限公司	1.70%	境内非国有法人
济南市能源投资有限责任公司	1.37%	国有法人

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 公司具有较强“国网”属性（数据截至 2024 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

干将履新，丰富经验与专业技能助力公司未来发展。公司现任管理团队履历丰富，专业技能扎实。董事长杨东伟先生拥有博士学位，为正高级会计师，历任鲁能集团、国

网上海电力总会计师，英大商务服务公司筹备组副组长，国网电商公司执行董事、总经理、党委副书记，国网电商公司（国网金融科技集团）董事长、党委书记等职，现任国网英大国际控股集团有限公司董事长、党委书记，国网英大股份有限公司董事长、党委书记。公司新任总经理乔发栋拥有博士学位，高级会计师，现任国网英大国际控股集团有限公司党委委员、国网英大股份有限公司总经理、党委副书记兼英大基金管理有限公司董事长、党总支副书记。综合看来，董事以及其管理团队材高知深，丰富的就业经历和扎实的专业技能有望推动公司业务较快发展。

表 2: 公司高管介绍

姓名	职务	任职日期	详细介绍
杨东伟	董事长 董事	2020 年 10 月 27 日	博士学位，正高级会计师。历任鲁能集团、国网上海电力总会计师、英大商务服务公司筹备组副组长、国网电商公司执行董事、总经理、党委副书记、国网电商公司(国网金融科技集团)董事长、党委书记等职。现任国网英大国际控股集团有限公司董事长、党委书记，本公司董事长、党委书记。
乔发栋	总经理	2024 年 7 月 22 日	博士学位，正高级会计师。博士学位，高级会计师。历任英大国际信托有限责任公司副总经理、总会计师、党委委员，英大汇通商业保理有限公司董事长、党支部书记，英大证券有限责任公司董事等职。现任国网英大国际控股集团有限公司党委委员、国网英大股份有限公司总经理、党委副书记兼英大基金管理有限公司董事长、党总支副书记。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

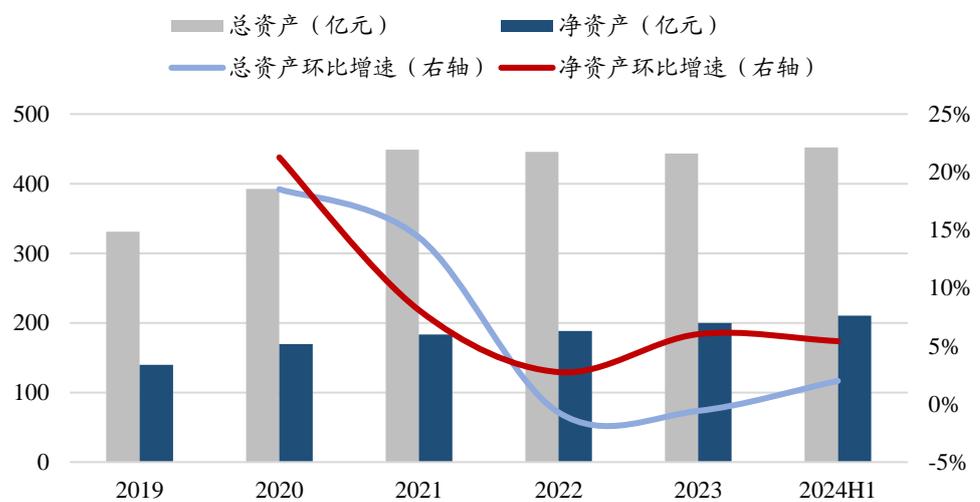
## 1.2. 增资扩表转型多元金融，盈利能力显著改善

**公司前身为置信电气，主营电力装备业务。**2019 年及以前，公司从事电力行业的电气装备制造板块业务，主要包括配电设备及运维检测、高电压技术与服务、综合能源服务相关的研发、生产、销售和技术服务等。公司主营业务毛利率低于 25%，且逐年下行，2019 年仅为 13.84%。受成本端拖累，公司归母净利润不断下探，2019 年全年归母净利润（追溯前）同比-17.4%至 0.16 亿元。2019 年 12 月 25 日，证监会回复通过公司重组计划，公司开始全面布局多元金融业务。

**电力公司布局多元金融，2020 年完成增资扩表。**2020 年，公司完成重大资产重组，对外股权投资金额逾 178 亿元，共发行 43.62 亿股股份，公司普通股股份总数由 13.56 亿股增加至 57.18 亿股。公司发行 39.55 亿股股份向英大集团等交易对方购买英大信托 73.49%的股权和英大证券 96.67%的股权，交易完成后英大集团持有公司 59.83%股权，成为公司控股股东。公司募集配套资金 22.38 亿元向英大证券增资，同时，英大证券向其全资子公司英大证券投资有限公司增资。公司通过增资扩股控股英大保理，并与英大信托共同向英大保理增资。此外，置信智能参股福建和盛高科技产业有限公司股权，以

盈余公积转增注册资本。至 2020 年 6 月末，公司控股股东由国网电科院变更为英大集团（65.53%），第二大股东国网电科院持股比例由 31.57% 变更为 7.49%；公司总资产由 86.7 亿元增加至 396.8 亿元（+357.5%），净资产由 35.4 亿元增加至 200.4 亿元（+465.6%）。重大资产重组顺利完成后，公司在国家电网公司党组的坚强领导下，一方面从事低碳节能、中低压电气及新材料一次设备、电网智能运维系统及设备、电力工程及节能服务相关的研发、生产、销售和技术服务等业务，另一方面则坚持根植主业、服务实业、以融强产、创造价值的定位，走出了一条颇具国网特色的金融业务发展道路。至 2024H1，公司总资产较年初+2.0%至 452 亿元，净资产较年初+5.4%至 211 亿元。

图 2：2019-2024H1 公司总资产、净资产规模及环比增速

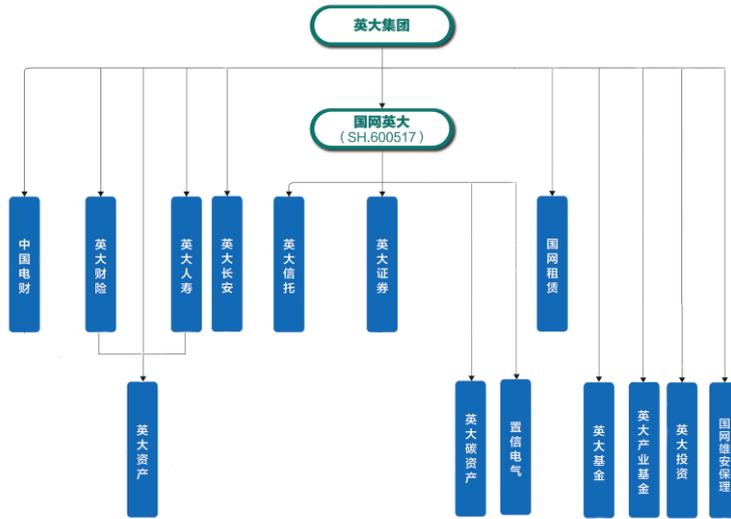


注：2019 年数据按 2020 年年报追溯计。

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

**公司积极推进转型发展，实行“金融+制造”双主业运行模式。**公司于 2020 年上半年正式完成金融资产的重组，主营业务由电气制造业转变为“金融+制造”双主业。制造业方面主要涉及电气及新材料设备、电力运维业务、低碳节能与工程服务相关的研发、生产、销售和技术服务。金融业务方面则主要从事信托、证券、期货、碳资产等业务领域。目前英大集团持有财务公司、财险、寿险、保险经纪、保险资管、信托、证券、期货、公募基金、产业基金、融资租赁、投资、碳金融等金融或类金融牌照，参股多家机构。

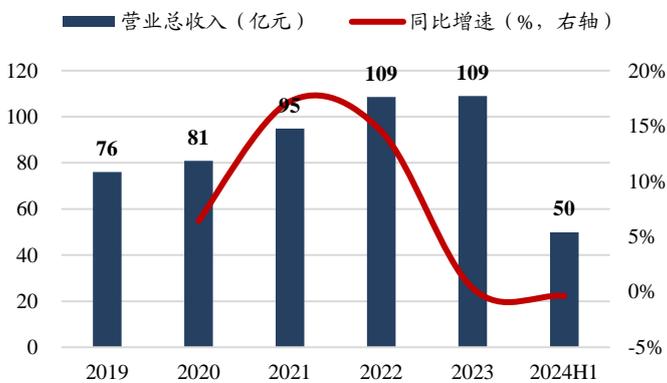
图 3: 国网英大公司架构



数据来源: 国网英大官网, 东吴证券研究所

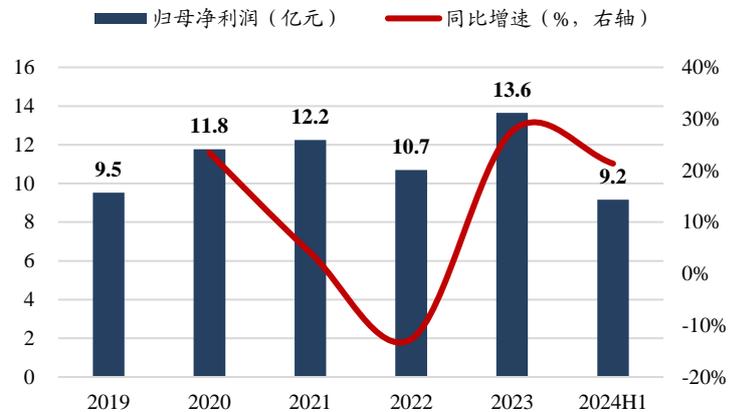
公司营收规模向好, 多元化业务结构不断优化, 金融业务成为主要增长点。2023 年公司营收达到 108.95 亿元, 同比增长 0.3%, 归母净利润 13.64 亿元, 同比增长 27.6%。其中, 电工电气装备制造业务实现收入 68.74 亿元, 同比增长 9.70%; 金融业务受行业监管趋严、资本市场波动加剧影响, 面临较大展业压力, 全年实现收入 39.87 亿元, 同比下降 12.30%, 旗下的英大信托、英大证券营收分别为 27.87、11.56 亿元, 同比分别 +6.89%、-11.56%。2024H1 金融行业加速整顿, 公司公允价值变动收益提升带动业绩高增, 当期实现营收 49.89 亿元, 同比-0.4%。实现归母净利润 9.16 亿元, 同比+21.3%。

图 4: 2019-2024H1 国网英大营收及增速情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

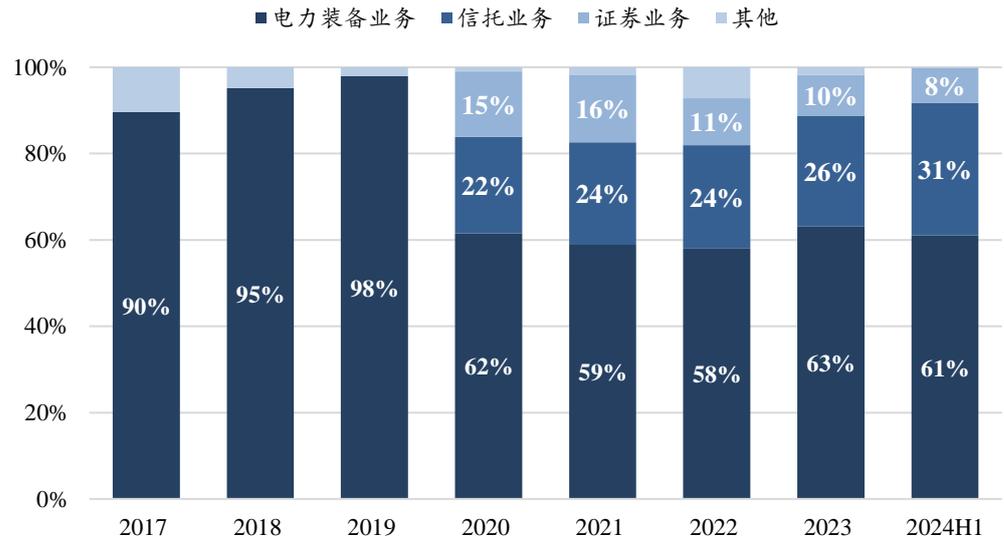
图 5: 2019-2024H1 国网英大归母净利润及增速情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

资产重组带动营收结构变化，金融业务收入占比稳定在 40% 左右。公司 2020 年完成资产重组后，营收结构发生大幅改变，传统电力装备业务合计营收占比由 2019 年 98% 大幅下降至 2020 年的 62%，而金融业务占营业总收入比重约为 37%，金融业务的加入驱动公司成功转型“金融+制造”双主业发展模式。至 2024H1，公司电力装备业务营收占比为 61%，金融业务营收占比达到 39%，其中信托业务营收占比达到 31%。

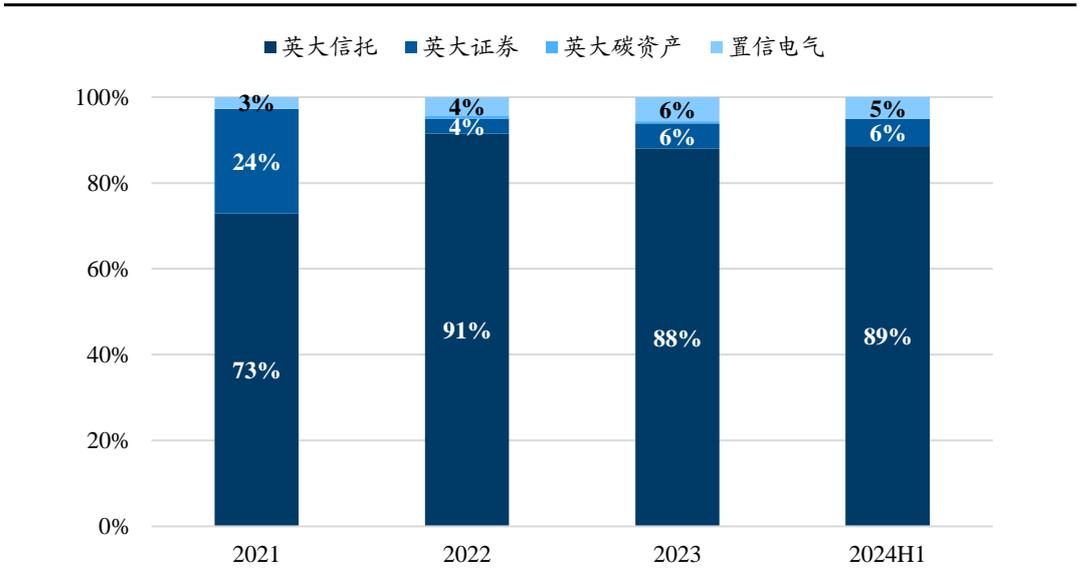
图 6: 2017-2024H1 公司营业收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

金融业务大幅贡献利润，信托成为净利驱动。2020 年重大资产重组完成后，公司新增金融业务，扩大了公司经营规模，提升了公司的盈利能力，使得公司资产、净资产、收入、归母净利润同比大幅增加。公司 2020 年净利润 15.03 亿元（同比+22.67%），归母净利润同比+23.43%至 11.76 亿元。其中，英大信托贡献净利润约 12.38 亿元，占国网英大主要控股参股公司合计净利润的 78%，以信托为首的金融业务的加入驱动公司净利高增，成为公司未来的主力增长点。2024H1，英大信托、英大证券分别贡献净利润 10.95、0.78 亿元，占国网英大主要控股参股公司合计净利润的比重分别为 89%、6%。

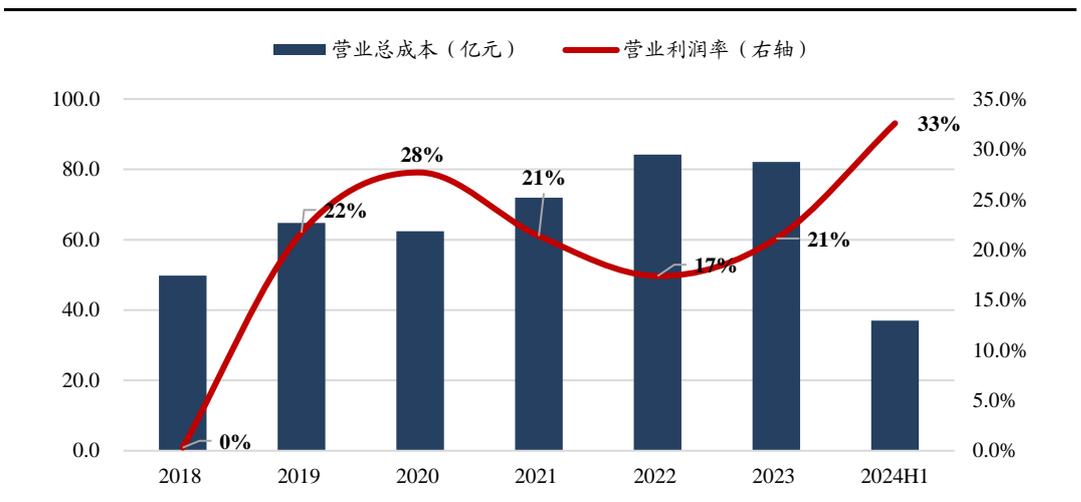
图 7: 2021-2024H1 国网英大主要参控股公司净利润分布情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

营业成本率长期高企，金融业务明显改善成本端。自上市以来，公司营业成本率长期处于高位，主要为制造业领域的投入。截至 2020 年末，公司主营业务成本的前期投入已基本完成，2016 年达到 58 亿元顶点后，2017-2020 年营业成本均保持在 45 亿元左右，其中 2020 年营业成本同比略降 1.2%，制造业成本投入的规模效应已经显现。2020 年引入金融业务驱动公司营业成本结构改善，驱动公司盈利能力逐步提升。2020 年重大资产重组完成后，公司营业利润率基本保持在 20%-30% 区间内，ROE 基本保持在 6%-9% 区间内，较重组前大幅提升。

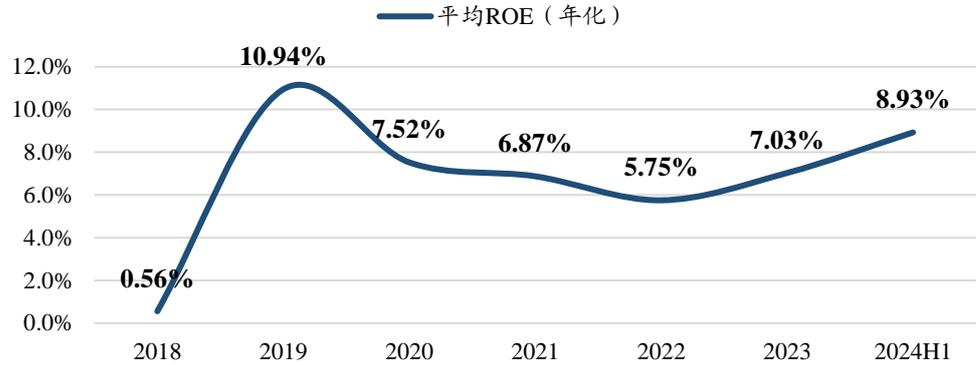
图 8: 2018-2024H1 公司营业成本及营业利润率



注：2019 年数据按 2020 年年报追溯计。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：2018-2024H1 国网英大 ROE



注：2020 年年报仅披露部分 2018 年追溯数据，无法形成完整报表，故仅 2019 年数据按 2020 年年报追溯计。

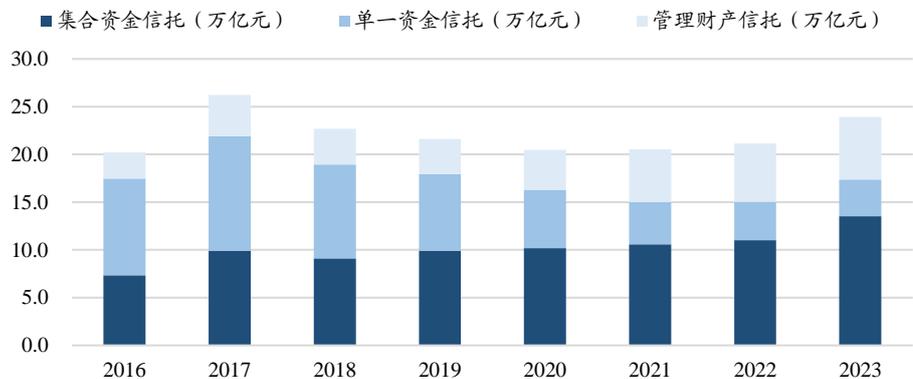
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 依托国网禀赋，产融结合打造能源金融新业态

### 2.1. 英大信托：紧密围绕电网主业，产融协同筑成坚实盈利基础

我国信托资产规模企稳，资产结构转型持续推进。伴随资管新规落地，传统以单一信托为主的通道业务受限，信托公司利用自身制度优势加快推进转型，信托业务结构持续优化。截至 2023 年末，我国信托资产规模余额为 23.92 万亿元，较 2020 年低点增长 17%，其中集合资金信托/单一资金信托/管理资产信托规模分别为 13.52/3.86/6.55，较 2020 年分别+33%/-57%/+57%。以通道类业务为主的单一资金信托规模占比持续下降，2023 年末占比已降至 16.12%，显示出信托行业正在向轻资本运营、重受托服务的经营模式转型，并取得了显著成效。

图 10：2016-2023 年我国信托资产规模变化情况（万亿元）

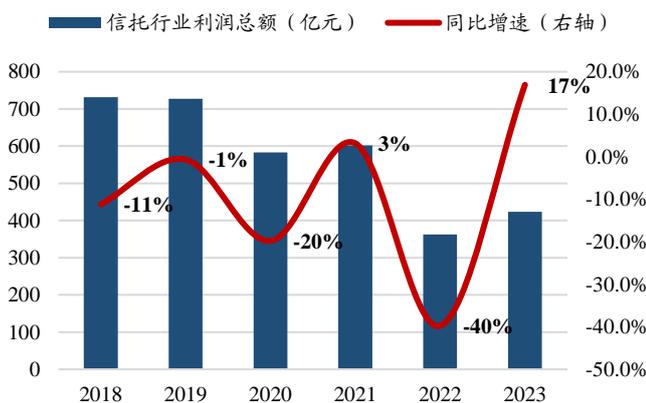


数据来源：中信协，东吴证券研究所

**英大信托针对能源产融深耕细作，促进国家电网高质量发展。**依托股东背景，英大信托致力于深化在电力产业链、清洁能源领域的专业优势，推动电力行业的产融结合。公司不仅为电网建设工程提供融资服务，还为央企能源公司提供定制化金融服务，以及为能源电力产业上下游企业提供供应链金融服务。这种全方位、多层次的金融服务模式，不仅丰富了英大信托的业务种类，也极大地提升了其市场竞争力。2023年，英大信托为“宁夏—湖南”“金上一湖北”等特高压直流工程提供了近一百亿元的专项融资服务，为清洁能源外送等线路改造、扩建工程提供了超40亿元的专项融资服务，充分展现了其在能源产融领域的专业实力，助推能源清洁低碳转型和绿色发展。

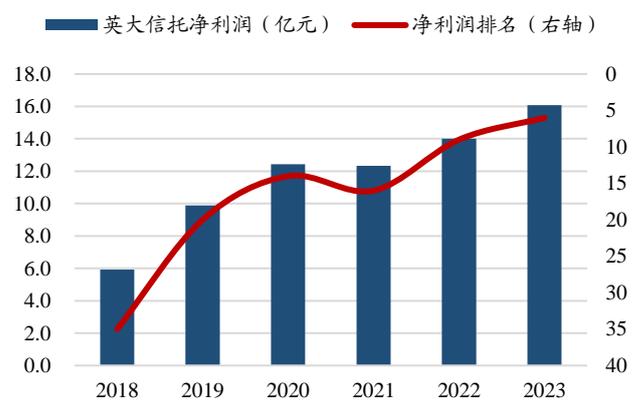
**与国家电网建设资金需求共振，英大信托业务稳健增长。**在信托行业整体面临转型压力和市场竞争加剧的背景下，部分信托公司由于业务结构调整、风险暴露等问题，业绩出现了不同程度的下滑。2018年至2023年，信托行业利润总额整体呈下降趋势，2023年信托行业利润总额（423.74亿元）较2018年（731.8亿元）下降了42.1%。而英大信托依托国家电网，紧密围绕电力产业链布局金融业务，有效规避了行业波动带来的风险，实现了稳健增长。近年来，国家电网明确提出“加速新型电网建设，铸就数智化坚强电网”的战略目标，并在2024年的投资额度超过5000亿元，这一庞大的资金需求为金融服务机构提供了广阔的发展空间。作为紧密服务于电网主业的信托公司，英大信托直接受益于国家电网建设的加速推进，其业务规模及净利润随之稳步增长。2018年至2023年，英大信托净利润由5.93亿元增至16.08亿元，信托行业净利润排名由第35名上升至第6名。2024年上半年，英大信托继续保持增长势头，实现营收16.28亿元，同比增长22.25%；实现净利润10.94亿元，同比增长20.76%。这一业绩表现远超行业平均水平，体现了英大信托在电力行业金融服务领域的深厚积累和独特优势。

图 11：2018-2023 年信托行业利润总额及增速



数据来源：中信协，东吴证券研究所

图 12：2018-2023 年英大信托净利润及排名

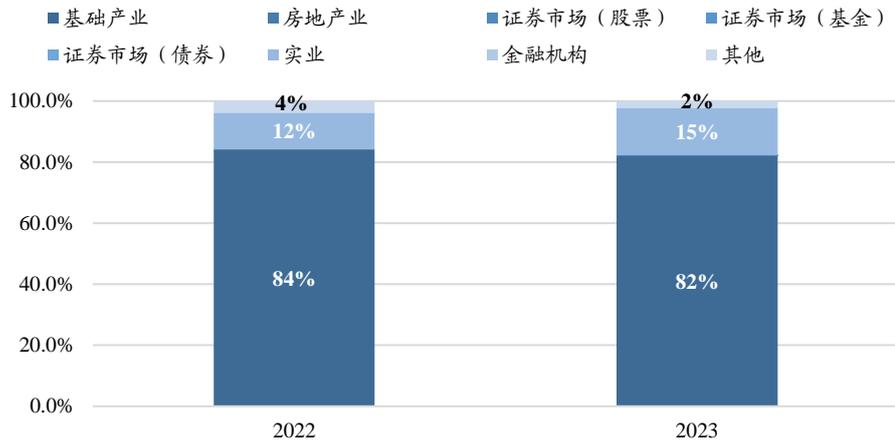


数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

英大信托着力支撑电网建设，房地产风险敞口较为有限。不同于大多数信托公司，

英大信托依托股东背景优势，业务开展集中于电网侧，着力为电网发展提供资金支持和保险保障，房地产业务风险敞口极为有限。从信托资产分布情况来看，英大信托资产主要集中在基础产业以及实业项下，2023 年占比分别为 82%/15%，房地产业信托资产占比仅为 0.06%。

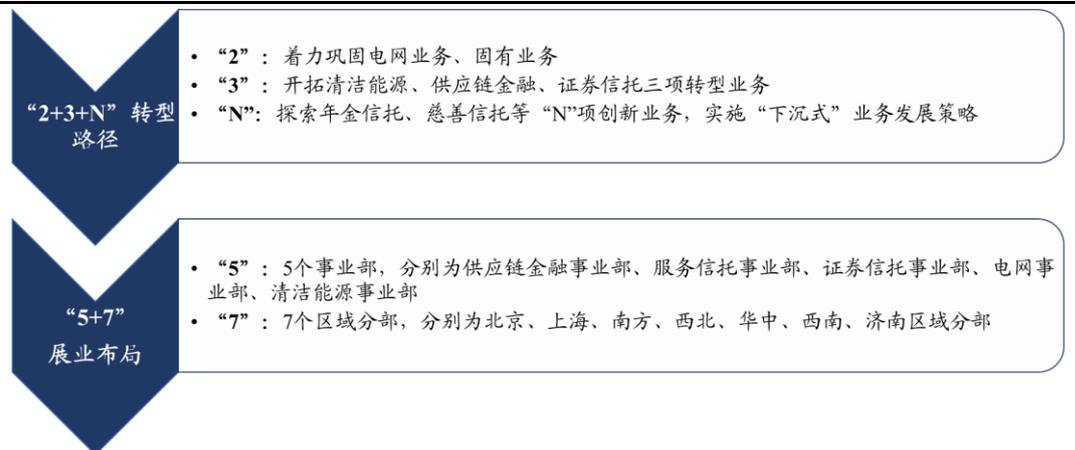
图 13: 英大信托 信托资产分布情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

英大信托以电力能源产业链为基础，持续扩充特色金融服务和产品供给，推动业务转型。英大信托充分考虑现有异地机构设置以及经济发展、股东禀赋、客户资源等因素，打造“5+7”展业布局，实施“下沉式”业务发展策略，5 个事业部深入落实公司高质量发展战略，形成具有能源特色的业务模式和展业布局，7 个区域分部发挥区位优势，挖掘和储备区域内业务资源，强化所在区域业务辐射，提高区域内客户服务能力。

图 14: 英大信托构建“2+3+N”转型路径，搭建“5+7”展业布局

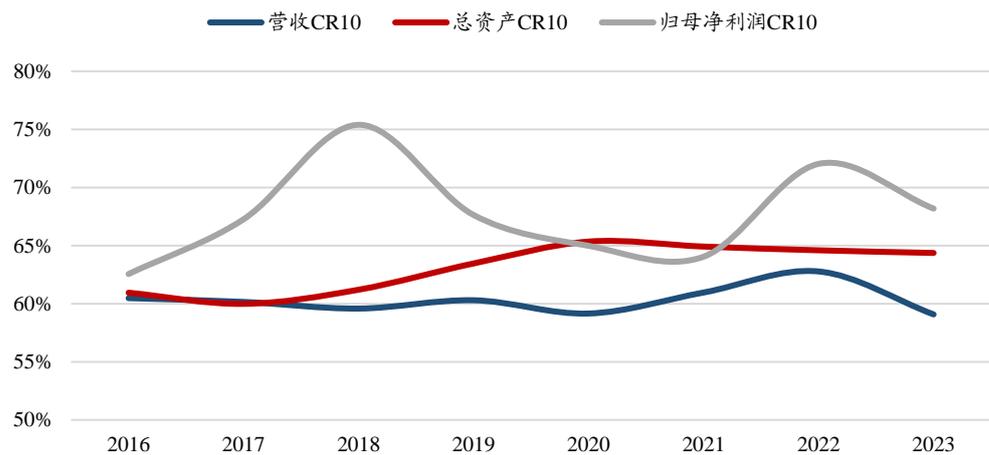


数据来源：中信协，东吴证券研究所

## 2.2. 英大证券：充分发挥能源特色，捕捉绿色金融新机遇

券业马太效应显著，叠加监管定调，中小券商需谋求特色赛道突围。近年券业集中度始终处于高位。2023年，上市券商营收/总资产/归母净利润 CR10（占上市券商合计营收/归母净利润比重）分别达到 59.1%/68.2%，头部效应显著。2024年3月证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，延续了“培育一流投资银行和投资机构”的提法，明确表示“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细”，为券业差异化发展格局提出了顶层规划。在券业“强者恒强”的竞争环境下，头部券商与中小券商的业绩表现及盈利能力差距逐渐拉大，探索差异化发展道路几乎成为中小券商在经营过程中的必选项。

图 15：2016-2023 年上市券商营收/总资产/净利润 CR10



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

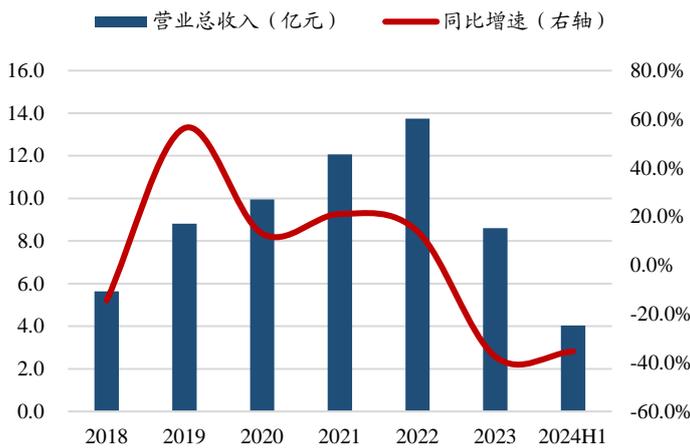
**英大证券根植电网产业链，与电力设备制造深度整合。**英大证券有限责任公司成立于 1996 年，是国家电网旗下的全牌照综合性证券公司，总部位于深圳市，注册资本 43.36 亿元。公司的前身是蔚深证券，2006 年由国家电网公司实施全面重组，更名为英大证券。2020 年国家电网公司对金融资产进行了资产重组，重组后，国家电网公司通过上市公司国网英大股份有限公司持有公司 100% 股权。公司拥有投资银行、资产管理、固定收益、证券投资、股权投资、财富管理、信用业务、机构业务、期货业务等 9 大业务板块，在全国设有 36 家分支机构，全资控股英大期货有限公司、英大证券投资有限公司 2 家子公司。作为国家电网公司所属的唯一证券公司，英大证券有着鲜明的产业特征，在电力能源领域具有较强的专业优势和较为丰富的项目经验。公司坚持“根植主业、服务实

业、以融强产、创造价值”发展定位，毫不动摇的围绕政治责任、经济责任和社会责任推动发展，聚焦服务国家“双碳”战略、服务国家电网主业和电力能源行业。

**公司业务结构与服务质效不断优化，2023 年及 2024 年上半年净利润显著增长。**

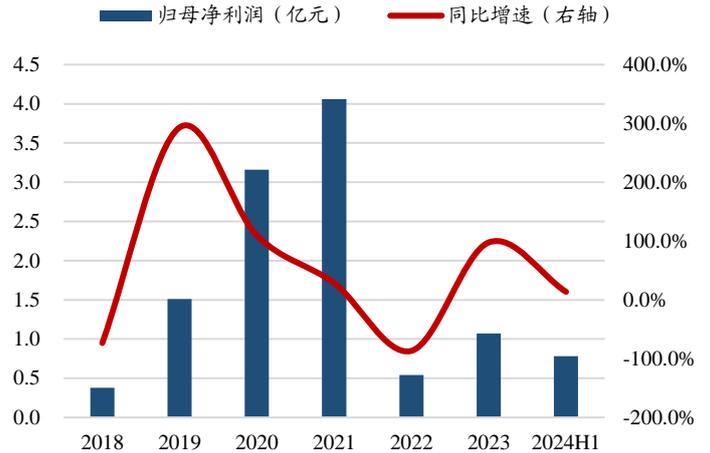
2023 年，英大证券实现营业总收入 11.56 亿元，同比下降 38.85%，主要系期货基差贸易业务规模缩减。公司实现净利润 1.07 亿元，同比增长 97.63%，主要得益于投资收益（含公允价值变动损益）的增加。2023 年末，公司的融资融券业务余额达到 25.72 亿元，整体维持担保比例为 251.16%，表外股票质押式回购业务规模为 9.47 亿元。2023 年新增经纪客户 3.14 万户，同比下降 28.30%，但新增有效客户 1.07 万户，同比增长 18.15%，显示出公司在客户质量上的提升。信用业务围绕重点客户群体进行营销拓展，开户数、授信规模实现逆势增长。英大证券另类投资子公司也优化了股权投资决策流程，防范投资风险，并积极布局“双碳”和电网产业链投资项目。2024 年上半年，英大证券实现营业总收入 4.04 亿元，同比下降 35.33%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 13.63%。

图 16: 2018-2024H1 英大证券营收情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 2018-2024H1 英大证券归母净利润情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**英大证券持续推进绿色金融。**基于自身能源特色，英大证券在绿色金融领域有着积极的探索和实践。英大证券聚焦发展方式绿色转型机遇，创新开展绿色金融和碳金融业务，积极探索将企业碳减排配额、碳信用等相关碳资产打包成可供交易的标准化资产，通过绿色债券、绿色资管计划、绿色 ABS、绿色 REITs 等多种绿色金融工具，引导社会资本支持参与“双碳”行动，集聚绿色转型发展最大合力。英大证券牵头主承销的低碳转型挂钩公司债获得深圳市绿色金融协会颁发的“绿色金融产品创新奖”，推动重点项目实现里程碑进展。

### 3. 碳中和孕育广阔碳市场，碳资产业务持续积聚势能

#### 3.1. 碳市场运行框架逐步建立，国网英大多项业务开业内先河

我国碳市场建设始于“十二五”初期，2011年，国家发改委下发《关于开展碳排放权交易试点工作的通知》(发改办气候〔2011〕2601号)，我国试点碳市场建设启动。2017年，国家发改委组织落实《全国碳排放权交易市场建设方案(发电行业)》(发改气候规〔2017〕2191号)任务要求，全国碳市场建设正式启动。“十三五”以来，我国积极实施应对气候变化国家战略，采取调整产业结构、优化能源结构、节能提高能效、增加森林碳汇等一系列措施，积极推进碳市场建设，应对气候变化工作取得显著成效。

2020年，我国作出“2030年碳达峰、2060年碳中和”的重要宣示，碳资产行业迎来较大的发展契机。国家着力推进“碳达峰、碳中和”，越来越多的国有大型发电集团和外资、民营企业加强碳排放和碳交易管理，积极参与到全国碳市场建设中来。截至2024年7月，全国碳市场碳配额累计成交量达4.65亿吨，累计成交额近270亿元。英大碳资产是国家电网公司系统内唯一的碳资产管理公司，也是行业专业的碳资产管理机构。英大碳资产积极布局全国碳市场，在碳资产及方法学开发、碳交易、低碳课题研究、碳审核等方面提供支撑，行业影响力不断增强。

国网英大是国内第一家涉足碳资产管理业务并且拥有完整业务链的上市公司，开辟行业之先河，自主开发完成国内最大的能源互联网碳资产管理平台，为企业低碳转型提供“管理+技术+资金”整体解决方案。公司基于碳资产管理、碳交易、绿色金融服务、绿色供应链管理、低碳智库、碳中和六大业务板块发力，以统一管理为核心，碳资产管理平台为载体，构建一站式的综合碳资产管理服务。

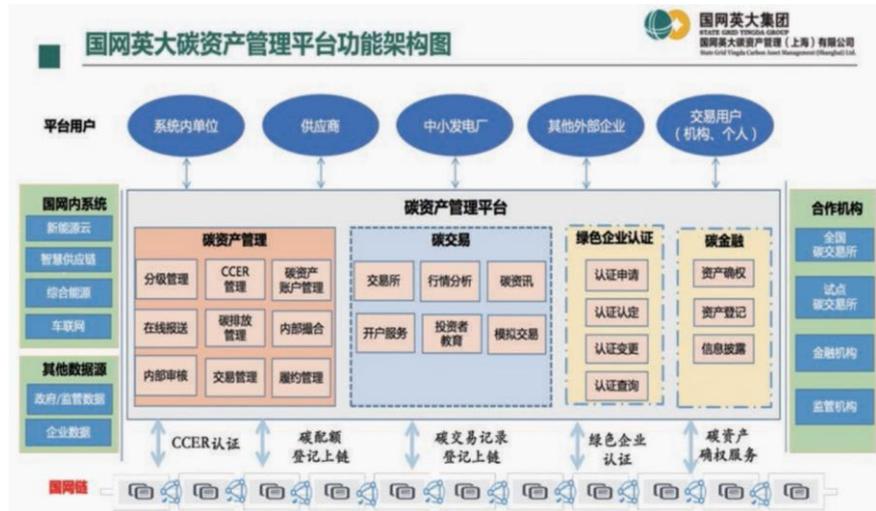
#### 3.2. 建立全环节碳资产业务生态链，为未来营收增长增加新动能

国网英大碳资产管理(上海)有限公司(简称“英大碳资产”)成立于2013年11月，2021年1月划归国网英大直接管理，是国网公司系统内唯一的专业碳资产管理公司，英大碳资产基于碳资产管理、碳交易、绿色金融服务、绿色供应链管理、低碳智库、碳中和六大业务板块发力，以统一管理为核心，碳资产管理平台为载体，构建一站式的综合碳资产管理服务。

公司打通碳资产业务生态链全环节，精准覆盖各类客户碳资产开发、管理核心需求。针对碳资产管理板块，公司为企业编制碳排放清单、出具碳排放报告、提供碳排放管理流程建议，提供包括CCER设计、备案及签发在内的一站式开发服务；针对碳交易板块，公司业务涵盖自营交易、代理交易以及碳资产托管业务，开展自营交易为客户提供优质碳资产、接受客户委托完成碳交易的撮合及碳资产的转让过户，为控排企业提供碳资产

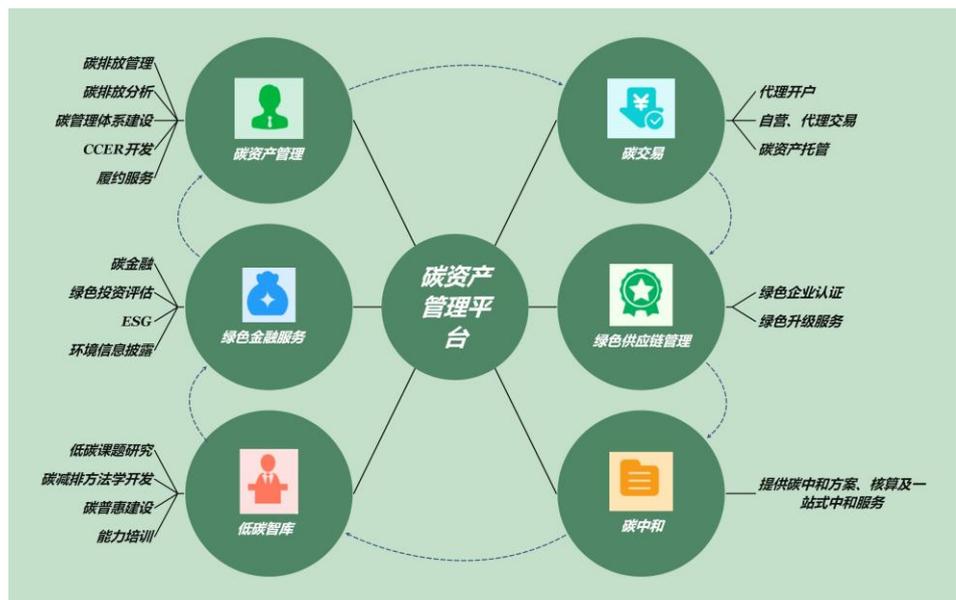
委托管理服务；**针对绿色金融服务板块**，公司为各类客户提供创新的碳金融融资工具，开展绿色投资评估，协助制定 ESG 可持续发展解决方案；**针对绿色供应链管理板块**，公司为企业提供绿色认证服务，提供量化环境风险、降低供应链环境风险的解决方案；**针对低碳智库板块**，公司为开发碳减排方法学为企业减排项目参与碳市场提供了技术支持，为政府和企业的低碳发展提供前瞻性课题研究、专业碳普惠设计方案协助建设碳普惠平台、定制化低碳领域职业能力培训课程；**针对碳中和板块**，公司为企业经营、赛事、会议等提供包括碳中和方案、碳排放计量等在内的碳中和一站式服务。

图 18: 国网英大碳资产管理平台功能架构



数据来源：国网英大碳资产公司资料，东吴证券研究所

图 19: 国网英大碳资产公司业务板块



数据来源：国网英大碳资产公司资料，东吴证券研究所

公司身处电网板块，电网主业转型机会为碳资产业务供应庞大客户资源。公司依托电网主业客户资源，形成了“平台+业务”的发展模式，坚决落实国网“服务双碳、一体四翼”的决策部署，确立“服务双碳、链接产融，双向发力、赋能发展”的平台式发展定位，通过与国网内部各类平台互联互通，实现碳资产潜在客户资源的引流。与此同时，秉持外向型发展思路，不断拓宽服务客户范围，目标客户聚焦发电、水泥、钢铁等全国碳市场重点控排行业和电工装备供应商、区域龙头企业、部分上市公司、外向型企业等非控排企业。

公司坐拥丰厚金融资源，金融综合优势为碳资产业务持续赋能。一方面，长期从事信托、证券、期货等金融业务为开展碳资产抵押、质押、回购等金融衍生品开发、碳交易经纪业务、碳资产委托管理等提供了丰富的业务经验支持，通过与自身碳专业管理能力有机结合，实现“以碳聚融，以碳促产，创造价值”。另一方面，国网金融力量助力公司成为绿色金融发展引领者，通过联动长三角金融中心、英大各金融单位研究“碳+金融”，撮合金融机构形成三方合作，探索各类碳金融服务形式，帮助能源产业链企业盘活自有碳排放权资产，发掘减排企业、转型项目，为新型电力系统的构建提供绿色金融支持。

#### 4. 盈利预测与估值

结合公司经营情况，我们维持此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 16.79/17.68/18.19 亿元，对应同比增速分别为 23.09%/5.29%/2.89%，对应 2024-2026 年 EPS 分别为 0.29 /0.31 /0.32 元，当前市值对应 2024-2026 年 PE 估值分别为 14.40x/13.68x/13.30x。我们选择 4 家多元金融板块上市公司作为可比公司，截至 2024 年 9 月 6 日，其平均 PE (TTM) 估值为 14.02x，平均 PE (2024E) 估值为 13.08x。国网英大金融业务呈现稳健发展态势，碳资产与电力装备制造业务潜能有待释放，看好公司长期成长空间，维持“增持”评级。

图 20: 国网英大盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,092	9,485	10,861	10,895	10,994	11,372	11,800
营业收入	5,044	5,713	7,081	7,071	7,293	7,533	7,788
手续费及佣金收入	2,265	2,813	2,970	3,074	3,035	3,120	3,312
信托业务手续费收入	1,692	2,113	2,498	2,712	2,657	2,711	2,846
经纪业务手续费收入	440	525	385	315	328	352	400
资管业务手续费收入	81	86	61	6	15	16	17
其他业务手续费收入	52	89	26	41	34	41	49
利息收入	783	959	809	750	666	719	700
营业成本	4,409	5,024	6,271	6,040	6,047	6,255	6,490
利息支出	311	359	324	286	343	296	321
手续费及佣金收入支出	206	272	196	123	134	145	163
利润总额	2,014	2,030	1,873	2,304	2,871	3,022	3,110
减: 所得税费用	511	474	423	508	718	756	777
净利润	1,503	1,556	1,450	1,796	2,153	2,267	2,332
减: 少数股东损益	327	332	381	432	474	499	513
归属于母公司股东净利润	1,176	1,224	1,069	1,364	1,679	1,768	1,819
归属于母公司股东净资产	17,270	18,339	18,844	19,981	20,704	21,549	22,397
营业总收入增速	6.42%	17.22%	14.50%	0.32%	0.90%	3.44%	3.76%
利润总额增速	22.04%	0.77%	-7.73%	23.01%	24.59%	5.29%	2.89%
净利润增速	22.67%	3.52%	-6.84%	23.89%	19.85%	5.29%	2.89%
归属于母公司股东净利润增速	23.43%	4.07%	-12.66%	27.63%	23.09%	5.29%	2.89%
归属于母公司股东净资产增速	23.46%	6.19%	2.76%	6.03%	3.62%	4.08%	3.93%
ROE	7.52%	6.87%	5.75%	7.03%	8.26%	8.37%	8.28%
EPS (元/股)	0.21	0.21	0.19	0.24	0.29	0.31	0.32
BVPS (元/股)	3.02	3.21	3.30	3.49	3.62	3.77	3.92
P/E (A)	20.57	19.76	22.63	17.73	14.40	13.68	13.30
P/B (A)	1.40	1.32	1.28	1.21	1.17	1.12	1.08

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 9 月 6 日)

图 21: 国网英大可比公司估值 (以 2024 年 9 月 6 日收盘价计)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2023A 归母净利润 (亿元)	2024E 归母净利润 (亿元)	2025E 归母净利润 (亿元)	PE (TTM)	PE (2024E)
600061.SH	国投资本	369.46	23.57	23.40	25.05	19.24	15.79
000987.SZ	越秀资本	242.33	24.04	21.50	22.79	12.38	11.27
002423.SZ	中粮资本	168.89	10.21	12.40	14.93	12.27	13.62
000563.SZ	陕国投 A	142.68	10.82	12.28	14.01	12.20	11.62
平均		230.84	17.16	17.39	19.19	14.02	13.08
600517.SH	国网英大	241.89	13.64	16.79	17.68	15.86	14.40

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 9 月 6 日)

## 5. 风险提示

**1) 业绩增长不及预期:** 公司部分业务和盈利能力会受到一些无法控制的因素的影响, 如疫情状况、经济和政治状况、金融的总体趋势、证券交易量的变化、市场的变化以及此类交易处理方式的变化。上述政策致使市场疲软导致公司业务规模减小将对公司的财务状况可能产生不利影响。

**2) 信托业务监管趋严:** 信托业监管日趋严格, 资管新规的降杠杆、去通道的收紧将影响公司信托业务规模的发展。行业同质化竞争严重, 集中度不断提高, 公司信托业务展业难度提升, 业务结构调整转型要求迫切。

**3) 碳资产盈利能力不及预期:** 全国统一的碳交易市场加快建设, 对公司碳资产管理业务专业能力提出更高要求。国内碳资产市场交易活跃度存在较大不确定性, 前期投入较大, 若盈利能力不及预期将影响公司碳资产业务的发展。

图 22: 国网英大财务预测表 (亿元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	78.90	62.92	92.03	99.39	107.34	<b>营业总收入</b>	<b>108.61</b>	<b>108.95</b>	<b>109.94</b>	<b>113.72</b>	<b>118.00</b>
交易性金融资产	118.37	153.23	130.05	135.37	140.69	营业收入	70.81	70.71	72.93	75.33	77.88
应收账款	34.31	36.33	37.70	39.24	40.78	利息收入	8.09	7.50	6.66	7.19	7.00
买入返售金融资产	8.21	3.04	13.55	14.90	16.39	手续费及佣金收入	29.71	30.74	30.35	31.20	33.12
债权投资	4.45	2.89	6.41	7.69	9.23	<b>营业总成本</b>	<b>84.15</b>	<b>82.09</b>	<b>83.74</b>	<b>86.10</b>	<b>89.60</b>
其他债权投资	81.49	50.13	54.14	58.47	63.14	营业成本	62.71	60.40	60.47	62.55	64.90
其他权益工具投资	0.33	0.14	0.36	0.38	0.40	利息支出	3.24	2.86	3.43	2.96	3.21
<b>资产总计</b>	<b>445.01</b>	<b>443.28</b>	<b>472.74</b>	<b>507.89</b>	<b>546.59</b>	手续费及佣金支出	1.96	1.23	1.34	1.45	1.63
短期借款	27.17	4.77	5.24	5.77	6.34	销售费用	1.82	2.34	2.20	2.27	2.36
拆入资金	5.05	17.81	3.23	2.59	2.07	管理费用	11.59	12.50	13.41	13.87	14.40
卖出回购金融资产款	57.49	63.18	69.50	76.44	84.09	研发费用	2.11	2.07	2.14	2.21	2.29
应付债券	6.01	0.00	6.63	6.96	7.31	<b>利润总额</b>	<b>18.73</b>	<b>23.04</b>	<b>28.71</b>	<b>30.22</b>	<b>31.10</b>
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	4.23	5.08	7.18	7.56	7.77
<b>负债合计</b>	<b>225.28</b>	<b>208.61</b>	<b>230.39</b>	<b>255.64</b>	<b>284.42</b>	<b>净利润</b>	<b>14.50</b>	<b>17.96</b>	<b>21.53</b>	<b>22.67</b>	<b>23.32</b>
实收资本(或股本)	57.18	57.18	57.18	57.18	57.18	少数股东损益	3.81	4.32	4.74	4.99	5.13
资本公积	49.45	49.45	49.45	49.45	49.45	<b>归母净利润</b>	<b>10.69</b>	<b>13.64</b>	<b>16.79</b>	<b>17.68</b>	<b>18.19</b>
其它综合收益	-0.13	0.66	0.18	0.19	0.20	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
盈余公积	10.17	10.61	12.16	13.22	14.31	营业总收入增速	14.50%	0.32%	0.90%	3.44%	3.76%
未分配利润	62.41	71.52	73.73	78.47	83.11	归母净利润增速	-12.66%	27.63%	23.09%	5.29%	2.89%
<b>归母所有者权益</b>	<b>188.44</b>	<b>199.81</b>	<b>207.04</b>	<b>215.49</b>	<b>223.97</b>	归母净资产增速	2.76%	6.03%	3.62%	4.08%	3.93%
少数股东权益	32.14	34.86	35.31	36.75	38.20	ROE	5.75%	7.03%	8.26%	8.37%	8.28%
<b>所有者权益合计</b>	<b>220.58</b>	<b>234.66</b>	<b>242.35</b>	<b>252.25</b>	<b>262.17</b>	EPS (元/股)	0.19	0.24	0.29	0.31	0.32
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>445.86</b>	<b>443.28</b>	<b>472.74</b>	<b>507.89</b>	<b>546.59</b>	P/E	22.63	17.73	14.40	13.68	13.30

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (截至 2024 年 9 月 6 日)

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>