

江苏国信 (002608.SZ)

买入 (首次评级)

金融善守火电能攻，乘风破浪奋楫扬帆

投资要点:

➤ **能源金融双主业，产融协同共发展:** 公司前身为同一控股股东江苏国信集团旗下的舜天船舶，通过“破产重整+资产重组”解决遗留债务问题并将核心资产注入公司，主营业务由船舶制造转变为能源和信托双主业。公司主营业务包括能源与金融两大板块，能源板块资产占比较大；金融板块业绩贡献稳定，是主要的利润主体。2023年，受益于煤价回落、提质增效等，公司归母净利润同比增长3014%。1Q-3Q24公司归母净利润达29.21亿元，同比增长48.47%。预计未来煤价大幅上涨可能性较小、综合电价整体相对稳定、江苏电力需求旺盛以及在建机组十四五期间陆续投产，公司业绩有望持续增长，未来可期。

➤ **火电装机投产高成长，奋楫扬帆正当时:** 截至1H24，公司已投产火电1545.4万千瓦，在建控股煤电508万千瓦，在建参股煤电100万千瓦。在建参控股608万千瓦，数量居全省首位，预计24-25年投产，投产后将为业绩注入增长新动力。公司机组布局以江苏为主，江苏是用电大省，电力需求旺盛，保障公司机组高水平利用小时数。此外，机组布局沿海沿江具有先天成本优势同时综合电价保持高位运行。按照2023年底公司江苏和山西煤电机组1286.2万千瓦测算，2024年公司容量电费（含税）约12.86亿元。容量电价有利于机组盈利的稳定性。公司在山西布局的苏晋能源是负责运营“雁淮直流”的配套项目，超90%的电量外送江苏，电量有保障同时享低价晋煤高价苏电，盈利可观。

➤ **金融筑牢盈利基，业绩定位压舱石:** 公司金融板块以江苏信托为主，江苏信托地处南京，具有明显的区位优势，多年来保持了稳健高质量发展，资本实力、品牌知名度稳居江苏第一。2023年，江苏信托营业收入同比增长21.26%；利润总额27.11亿元，同比增长22.49%，占比公司利润总额的78.24%；净利润25.43亿元，同比增长27.86%。金融板块是公司业绩表现的压舱石。2023年江苏信托投资收益占比收入的68%，是主要的收入来源。2023年对江苏银行和利安人寿的投资收益合计20.26亿元，占比江苏信托利润总额的74.8%，是核心的利润来源。江苏信托是江苏银行、利安人寿的第一大股东，稳定的金融股权投资收益为公司奠定了坚强的展业基础。

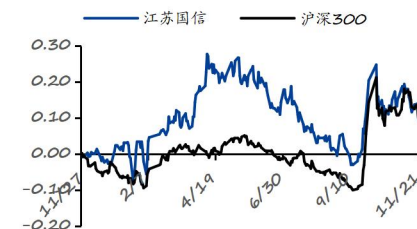
➤ **盈利预测与投资建议:** 我们预测2024-2026年公司营收分别为351.85、413.28和469.82亿元，归母净利润分别为29.90、35.23和40.58亿元，对应PE分别为9.4/8.0/6.9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示:** 项目投产不及预期风险；政策风险；燃料价格高位运行导致成本高企的风险；电力市场竞争降低上网电价的风险；金融板块盈利风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

基本数据

日期	2024-11-25
收盘价:	7.45元
总股本/流通股本(百万股)	3,778.08/3,778.08
流通A股市值(百万元)	28,146.69
每股净资产(元)	8.47
资产负债率(%)	51.52
一年内最高/最低价(元)	8.87/6.12

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 严家源(S0210524050013)
 yjy30561@hfzq.com.cn
联系人: 闫燕燕(S0210123070115)
 yyy30238@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,557	33,694	35,185	41,328	46,982
增长率	13%	7%	4%	17%	14%
净利润(百万元)	68	1,870	2,990	3,523	4,058
增长率	120%	2,644%	60%	18%	15%
EPS(元/股)	0.02	0.50	0.79	0.93	1.07
市盈率(P/E)	412.9	15.0	9.4	8.0	6.9
市净率(P/B)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源:公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 能源金融双主业，产融协同共发展.....	3
2 火电装机投产高成长，奋楫扬帆正当时.....	6
2.1 在建机组蓄势待发，投产注入增长动力.....	6
2.2 江苏区位优势明显，火电机组量价有保障.....	7
2.3 山西机组外送江苏，享低价晋煤高价苏电.....	9
3 金融筑牢盈利基，业绩定位压舱石.....	11
4 盈利预测与投资建议.....	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 投资建议.....	13
5 风险提示.....	15

图表目录

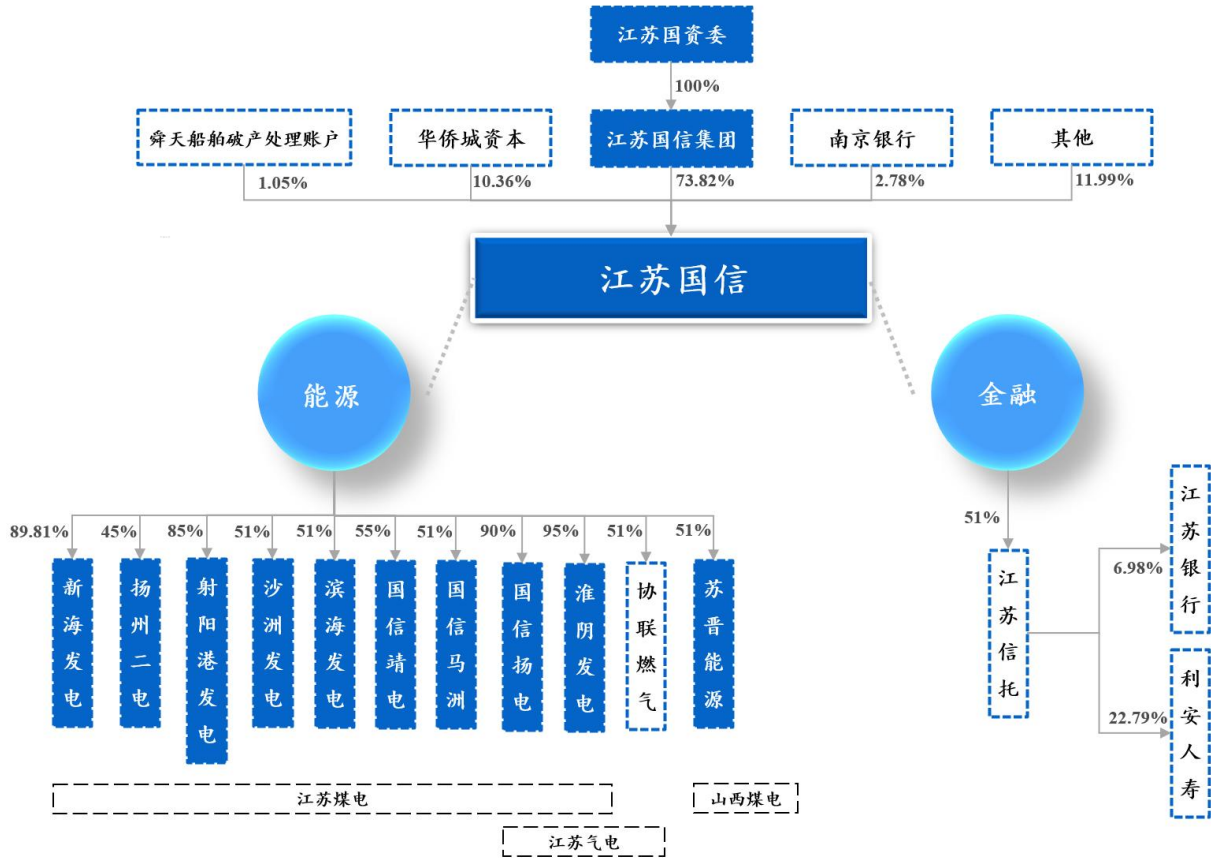
图表 1: 公司控股股东为江苏国信集团（截至 3Q24）.....	3
图表 2: 2019-1H2024 公司资产总额结构.....	4
图表 3: 2019-1H2024 公司利润总额结构.....	4
图表 4: 2019-1H2024 公司收入结构（分产品）.....	4
图表 5: 2019-1H2024 公司毛利率结构（分产品）.....	4
图表 6: 1Q-3Q24 营业收入同比增长 11.87%.....	5
图表 7: 1Q-3Q24 归母净利润同比增长 48.47%.....	5
图表 8: 财务费用率和管理费用率降幅明显.....	5
图表 9: 公司在运在建火电装机明细（截至 1H24）.....	6
图表 10: 公司在运火电装机容量布局（分类型）.....	7
图表 11: 公司在运火电装机容量布局（分区域）.....	7
图表 12: 2019-2025E 公司火电装机容量.....	7
图表 13: 江苏用电大省，电力供需紧张.....	8
图表 14: 公司利用小时数高于全国和江苏.....	8
图表 15: 公司部分子公司布局地图（江苏）.....	8
图表 16: 2022 年至今秦皇岛港 5500 大卡煤价走势.....	8
图表 17: 2022-2024 年江苏长协电价.....	9
图表 18: 公司在江苏的燃煤上网电价维持高位.....	9
图表 19: 公司子公司布局地图（山西）.....	10
图表 20: 山西燃煤机组主要电量外送江苏.....	10
图表 21: 2019-1H2024 苏晋能源营收.....	10
图表 22: 2019-1H2024 苏晋能源净利润.....	10
图表 23: 2019-1H2024 年江苏信托收入.....	11
图表 24: 2019-1H2024 年江苏信托净利润.....	11
图表 25: 2023 年江苏信托收入结构.....	11
图表 26: 利安人寿&江苏银行利润贡献较高.....	11
图表 27: 公司业绩拆分预测表.....	12
图表 28: 公司投资收益拆分.....	13
图表 29: 可比公司估值表.....	14
图表 30: 财务预测摘要.....	16



1 能源金融双主业，产融协同共发展

背靠江苏国信集团，能源金融双轮驱动。截至 3Q24，公司控股股东为江苏国信集团，持有 73.82% 的股权；实际控制人为江苏国资委。公司前身为同一控股股东江苏国信集团旗下的江苏舜天船舶股份有限公司，2016 年发行股份购买江苏国信集团持有的江苏信托 81.49% 的股权、新海发电 89.81% 的股权、国信扬电 90% 的股权、射阳港发电 100% 的股权、扬州二电 45% 的股权、国信靖电 55% 的股权、淮阴发电 95% 的股权、协联燃气 51% 的股权。公司通过“破产重整+资产重组”解决遗留债务问题并将核心资产注入公司，主营业务由船舶制造转变为能源和信托双主业。2018 年，江苏信托通过协议转让的方式受让了利安人寿的 1.5 亿股份，受让完成后成为利安人寿第一大股东，持股比例为 22.79%。2024 年上半年，江苏信托增持江苏银行，成为江苏银行第一大股东；截至 3Q24，持股比例为 6.98%。

图表 1：公司控股股东为江苏国信集团（截至 3Q24）



数据来源：公司公告，wind，江苏银行公司公告，华福证券研究所

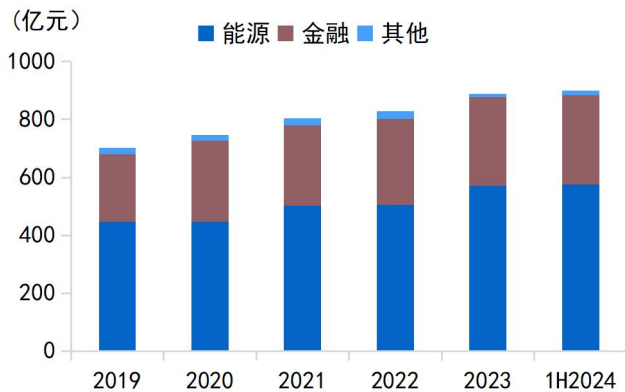
公司主营业务包括能源与金融两大板块，2023 年能源和金融的资产总额分别占比 64.31% 和 34.34%，利润总额占比分别为 24.57% 和 78.24%。能源板块资产占比较大；金融板块业绩贡献稳定，是主要的利润主体。1) 能源板块主要运营火电项目，并以参股方式投资开发及建设运营新能源项目；2) 金融板块以江苏信托为主，业务分为固有业务和信托业务。固有业务主要包括金融股权投资、金融产品投资等；信



托业务主要包括集合资金信托、单一资金信托、财产权信托等。

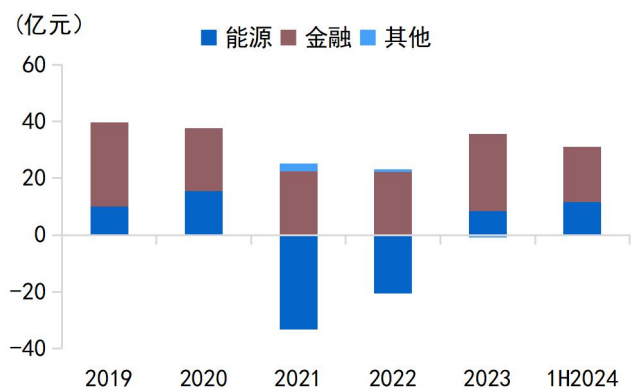
细分产品看，电力业务是公司营业收入的主要来源，2023年占比79.80%，其次是煤炭业务和热力业务，分别占比的12.58%与3.90%。受煤价高企影响，21年电力和热力产品的毛利率由正转负，22年开始逐步回升，截至1H24，毛利率水平基本修复至往年水平。

图表 2: 2019-1H2024 公司资产总额结构



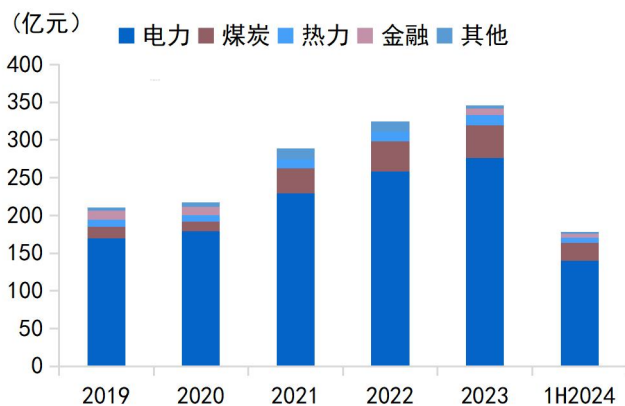
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 3: 2019-1H2024 公司利润总额结构



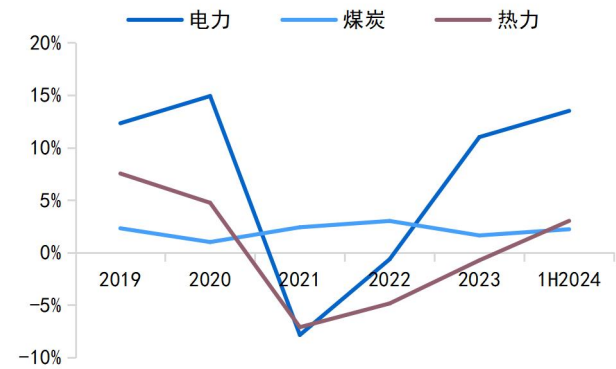
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4: 2019-1H2024 公司收入结构 (分产品)



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 5: 2019-1H2024 公司毛利率结构 (分产品)

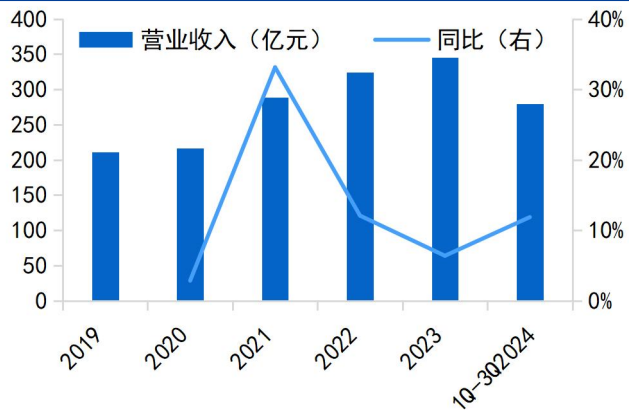


数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所（金融业一般不统计毛利率，制造业统计）

1Q-3Q24 归母净利润同比高增，业绩修复未来可期。2019-2023 年公司营业收入持续增加，由 210.9 亿元增长至 345.72 亿元。主要系新机组投产电量增加所致。2020-2023 年新投产机组依次为 198、66、0、100 万千瓦。1Q-3Q24 公司营业收入达 279.84 亿元，同比增长 11.87%。2023 年，受益于煤价回落、提质增效等，公司归母净利润同比增长 3014%。1Q-3Q24 公司归母净利润达 29.21 亿元，同比增长 48.47%。预计未来煤价大幅上涨可能性较小、综合电价整体相对稳定、江苏电力需求旺盛以及在建机组十四五期间陆续投产，公司业绩有望持续增长，未来可期。此外，公司财务费用率和管理费用率降幅明显，2019-2023 年，财务费用率降低了 0.73pct；管理费用率降低了 0.54pct。

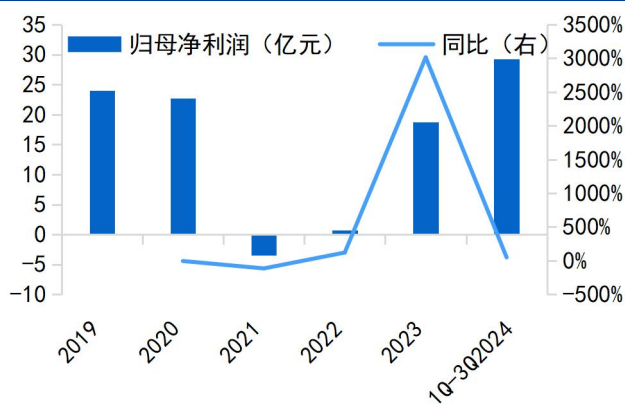


图表 6: 1Q-3Q24 营业收入同比增长 11.87%



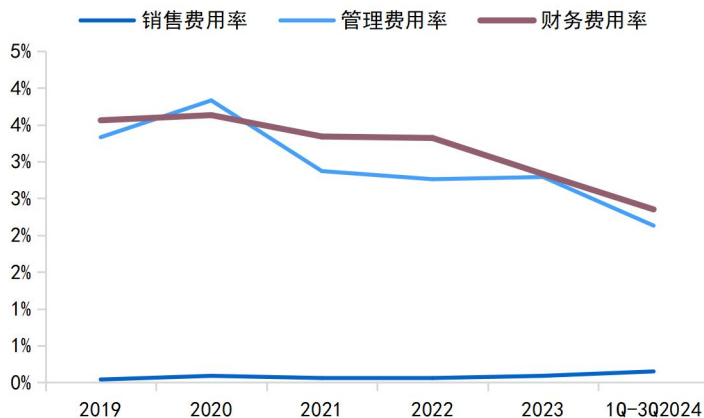
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 1Q-3Q24 归母净利润同比增长 48.47%



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 财务费用率和管理费用率降幅明显



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



2 火电装机投产高成长，奋楫扬帆正当时

2.1 在建机组蓄势待发，投产注入增长动力

在运火电装机 15.45GW，在建火电装机 5GW。截至 1H24，公司已投产火电装机 1545.4 万千瓦。从类型看，公司在运煤电 1286.2 万千瓦，燃机容量 259.2 万千瓦，分别占比 83%和 17%；从布局区域看，江苏区域在运装机 1149.4 万千瓦（煤电 890.2 万千瓦+燃气 259.2 万千瓦），山西区域在运装机 396 万千瓦（均为煤电），分别占比 74%和 26%。此外，公司还有在建控股百万煤电机组合计 500 万千瓦，在建参股煤电机组 100 万千瓦，均位于江苏。公司机组布局以江苏为主。此外，公司机组均完成了超低排放改造，机组深度调峰改造负荷率最低至 15%，处于全国领先水平。

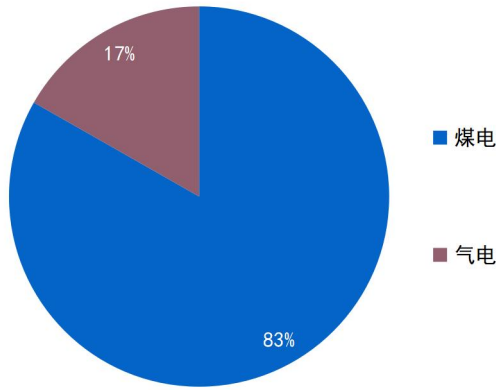
图表 9：公司在运在建火电装机明细（截至 1H24）

类型	布局	公司	持股比例	装机规模（万千瓦）	备注
煤电	江苏	新海发电	89.81%	200	在运
		国信扬电	90.00%	132.5	
		扬州二电	45.00%	126	
		射阳港发电	85.00%	232	
		国信靖电	55.00%	132	
		淮阴发电	95.00%	66	
		启东热电	100.00%	1.7	
	山西	苏晋能源	51.00%	396	在建
	江苏	沙洲发电	51.00%	200	
		滨海发电	51.00%	200	
国信靖电		55.00%	100		
启东热电		100.00%	3		
淮安国信		52.00%	5		
气电	江苏	国信扬电	90.00%	44.2	在运
		淮阴发电	95.00%	131	
		协联燃气	51.00%	84	

数据来源：公司公告，江苏统计局，国际电力网，知了标讯，启东热电，中国电力网，淮安国企招聘，火电之声，华福证券研究所

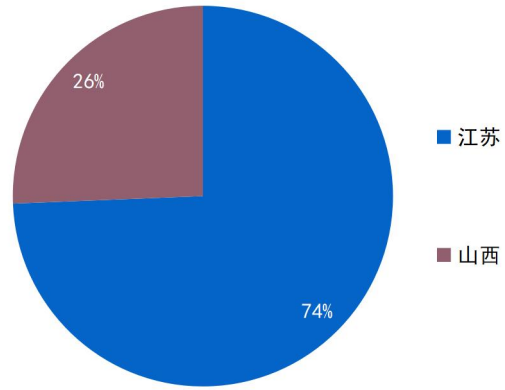


图表 10: 公司在运火电装机容量布局 (分类型)



数据来源: 公司公告, 江苏统计局, 国际电力网, 知了标讯, 启东热电, 中国电力网, 淮安国企招聘, 火电之声, 华福证券研究所

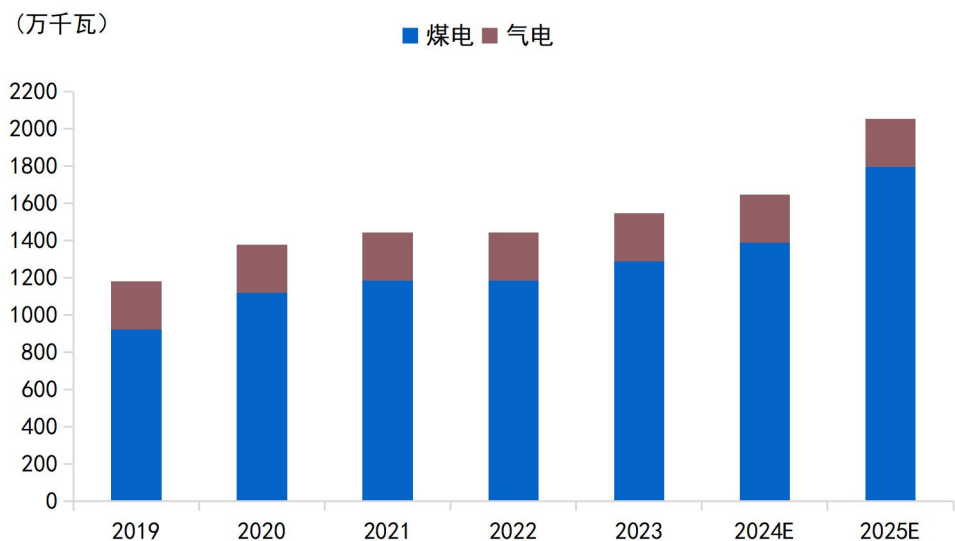
图表 11: 公司在运火电装机容量布局 (分区域)



数据来源: 公司公告, 江苏统计局, 国际电力网, 知了标讯, 启东热电, 中国电力网, 淮安国企招聘, 火电之声, 华福证券研究所

在建数量居全省首位, 24-25 年预计投产 508 万千瓦控股装机。公司在建参控股机组 608 万千瓦, 数量居全省首位, 预计 24-25 年投产 508 万千瓦控股装机和 100 万千瓦参股装机。国信滨海港发电 2x100 万千瓦项目预计分别在 2024 年底和 2025 年年初投产; 国信沙洲 2x100 万千瓦煤电项目预计在 2025 年上半年投产; 国信靖江 2x100 万千瓦煤电项目预计在 2025 年年底投产; 启东二期 2x160th 高温高压循环流化床锅炉+1xB30MW 级背压式汽轮发电机组扩建及配套热网建设项目计划 2025 年建成投产; 江苏国信淮安燃煤背压机组热电联产项目预计 2025 年投产。2024-2025 年公司控股火电装机分别将达到 1386.2 万千瓦和 1794.2 万千瓦。在建煤电机组蓄势待发, 预计投产后将为业绩注入增长新动力。

图表 12: 2019-2025E 公司火电装机容量



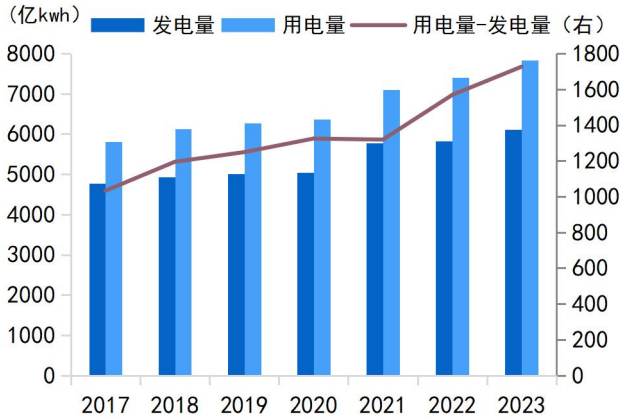
数据来源: 公司公告, 知了标讯, 启东热电, wind, 格隆汇, 华福证券研究所

2.2 江苏区位优势明显, 火电机组量价有保障



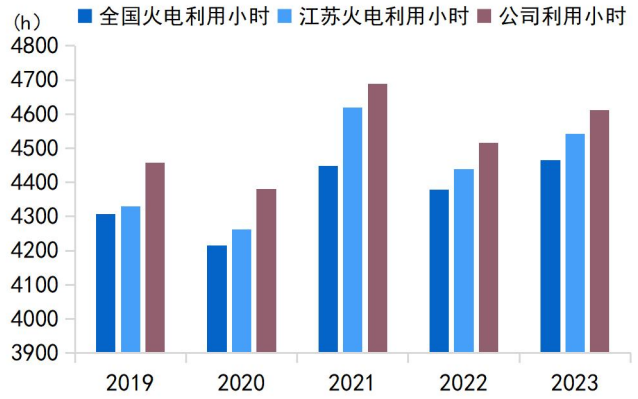
用电大省江苏供需紧张，保障公司机组高水平利用小时数。江苏是用电大省，电力需求旺盛。2017-2023年，江苏省内发用电量缺口从1033亿千瓦时增加至1727亿千瓦时，引外电入苏在江苏电力保供方面发挥了重要的作用。公司旗下电厂普遍位于省内电力负荷中心。江苏省内热电联产项目多分布于当地经济技术开发区内，拥有周边集中、稳定的用热客户。区位优势明显，保障机组高水平利用小时数，2023年公司利用小时数高于全国和江苏146和70h。

图表 13: 江苏用电大省，电力供需紧张



数据来源: wind, 华福证券研究所

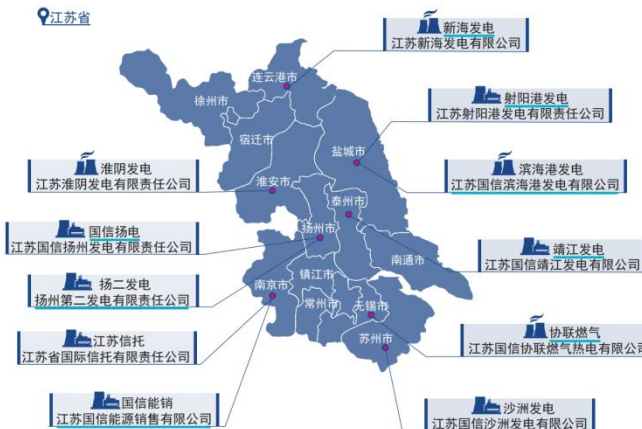
图表 14: 公司利用小时数高于全国和江苏



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

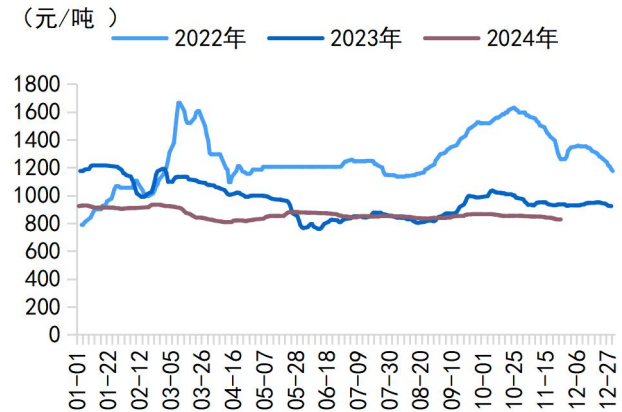
布局沿海沿江具有先天成本优势，24年市场煤价均价同比下降。一方面，公司已投产火电机组主要分布于江苏沿海、沿江一线，采用成本较低的水运为煤电项目建设提供了先天的成本优势。国信扬电位于长江经济带和大运河文化带交汇点的扬州市；射阳港电厂和滨海港发电地处苏北沿海；靖江发电濒临长江黄金水道福姜沙北水道，具有优良的码头、港口建设条件；靖江发电旗下的秦港港务是省级煤炭战略储备基地，已形成港口吞吐量超2000万吨、静态储煤能力超100万吨的产业规模，为全省增产增供、保民生、保发电提供可靠支撑。另一方面，截至11月25日，24年至今的秦皇岛港市场煤价均价862.5元/吨，同比下降10.71%。

图表 15: 公司部分子公司布局地图 (江苏)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

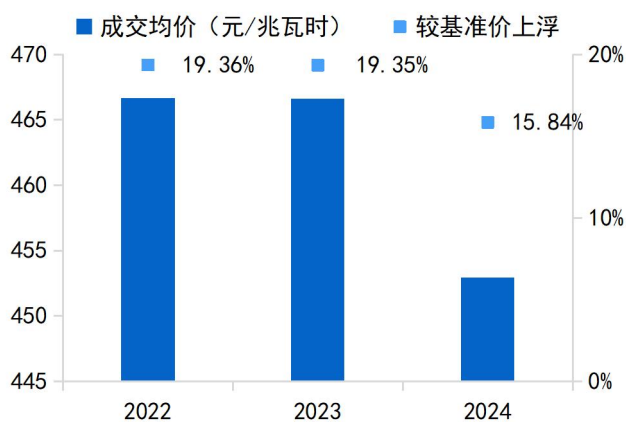
图表 16: 2022年至今秦皇岛港5500大卡煤价走势



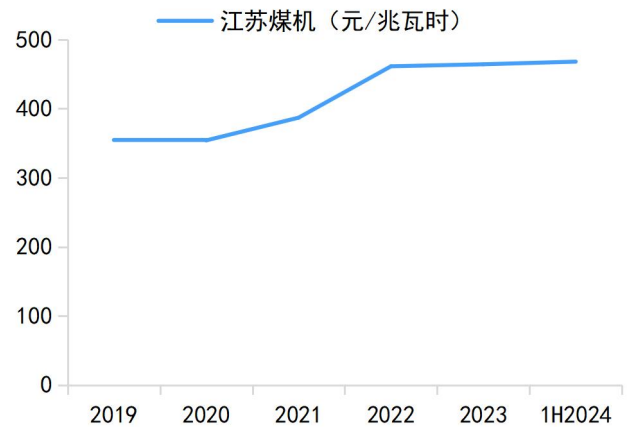
数据来源: iFind, 华福证券研究所



容量电价出台盈利趋稳，综合电价保持高位运行。2022-2023年，江苏长协电价较基准价上浮近20%。2023年底印发的《关于建立煤电容量机制的通知》中指出，江苏煤电容量电价为100元/千瓦/年。2024年容量电价正式执行，不考虑容量电价较基准价上浮15.84%；假设利用小时数4500h，考虑容量电价后综合电价较基准价上浮21.8%。1H2024，公司江苏煤机上网电价达到468.1元/兆瓦时，较2023年提高了3.8元/兆瓦时，电价仍保持高位运行。按照2023年底公司江苏在运煤电机组890.2万千瓦测算，2024年公司容量电费（含税）约8.9亿元。按照2023年底公司江苏和山西在运煤电机组1286.2万千瓦测算，2024年公司容量电费（含税）约12.86亿元。容量电价有利于机组盈利的稳定性。

图表 17: 2022-2024 年江苏长协电价


数据来源：北极星售电网，华福证券研究所

图表 18: 公司在江苏的燃煤上网电价维持高位


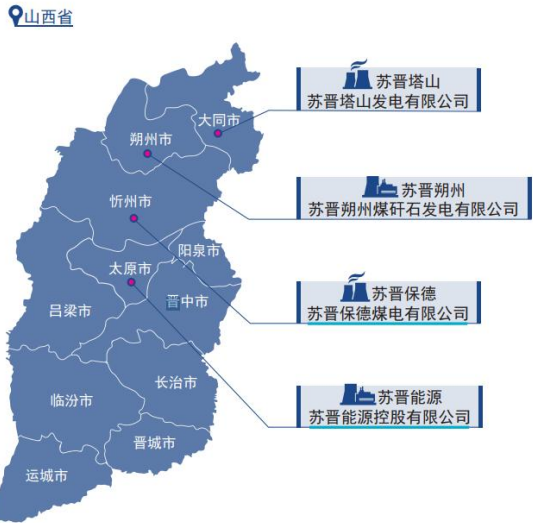
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.3 山西机组外送江苏，享低价晋煤高价苏电

山西控股装机396万千瓦，超90%电量外送江苏。公司在山西布局的苏晋能源是负责运营“雁淮直流”的配套项目。苏晋能源旗下三家子公司，分别是持股60.00%的苏晋塔山、持股66.00%的苏晋朔州、持股100.00%的苏晋保德，装机总容量396万千瓦。2021-2023年，送苏电量占比苏晋能源上网电量的94.42%、98.25%和92.95%，超90%的电量外送江苏。此外，苏晋能源也是“雁淮直流”“晋电送苏”的主力军。

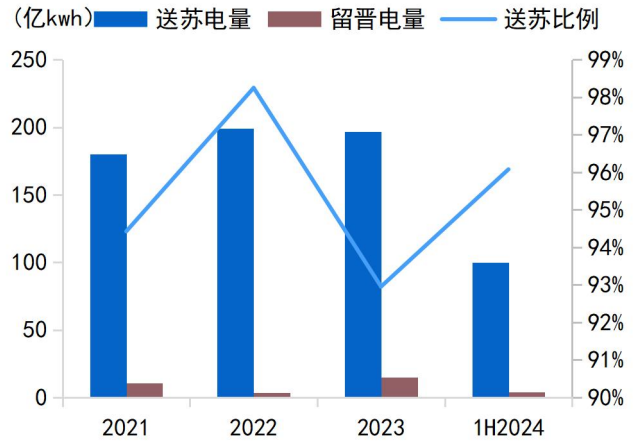


图表 19: 公司子公司布局地图 (山西)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

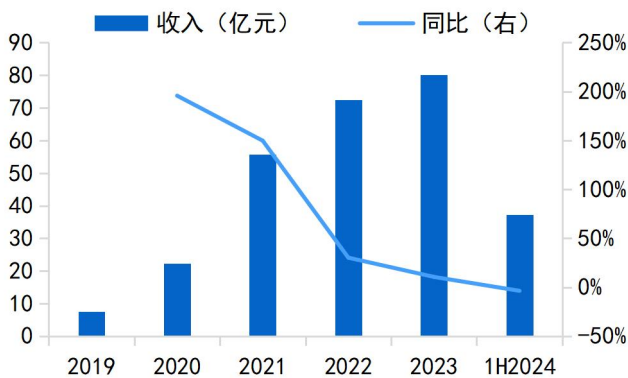
图表 20: 山西燃煤机组主要电量外送江苏



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

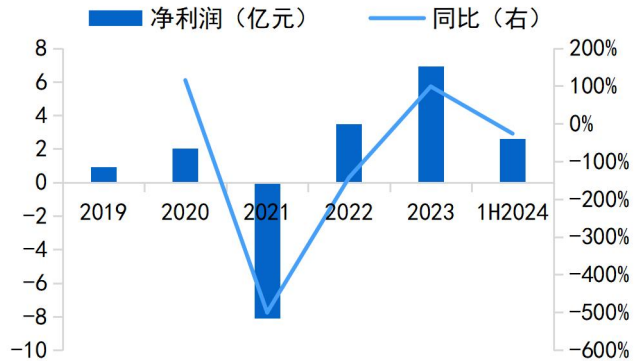
享低价晋煤高价苏电, 盈利可观。苏晋能源公司旗下的三家火电企业位于山西省煤炭资源最为丰富的晋北地区, 均为紧邻煤矿建设的坑口电厂, 燃煤通过皮带方式直接从煤矿进入电厂输煤系统, 且煤矿的控股方均为苏晋能源的参股股东, 煤源保障及煤价优势显著。此外, 三家火电企业所发电力经“雁淮直流”直接送往江苏电力市场消纳, 电量计划能够得到有效保障的同时可以享受到高价江苏电 (江苏基准电价高于山西基准电价, 电价倒推后仍具有优势)。1H2024, 苏晋能源实现营业收入 37.22 亿元, 同比降低 3.7%; 实现净利润 2.60 亿元, 同比降低 26.3%。

图表 21: 2019-1H2024 苏晋能源营收



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 2019-1H2024 苏晋能源净利润

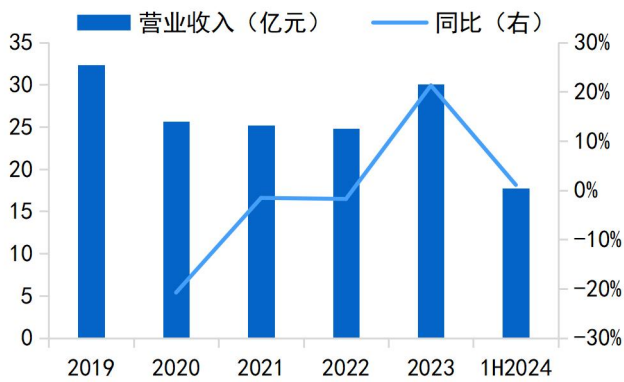


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3 金融筑牢盈利基，业绩定位压舱石

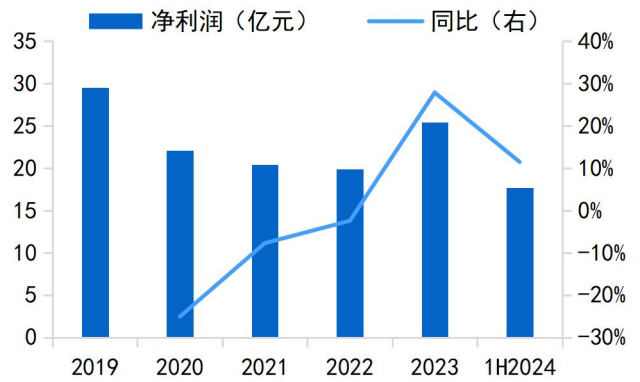
江苏信托资本实力江苏首位，筑牢公司盈利基础。公司的金融板块以江苏信托为主，江苏信托地处南京，具有明显的区位优势，多年来保持了稳健高质量发展，资本实力、品牌知名度稳居江苏第一。2023年，江苏信托管理总资产规模为4310.33亿元，其中自营总资产305.19亿元；受托管理信托资产规模为4005.14亿元。2023年，江苏信托营业收入30.04亿元，同比增长21.26%；利润总额27.11亿元，同比增长22.49%，占比公司利润总额的78.24%；净利润25.43亿元，同比增长27.86%。金融板块是公司业绩表现的压舱石。

图表 23: 2019-1H2024 年江苏信托收入



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

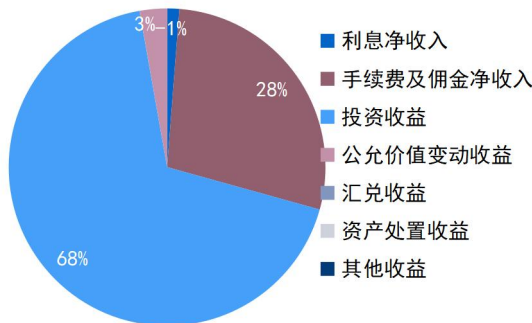
图表 24: 2019-1H2024 年江苏信托净利润



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

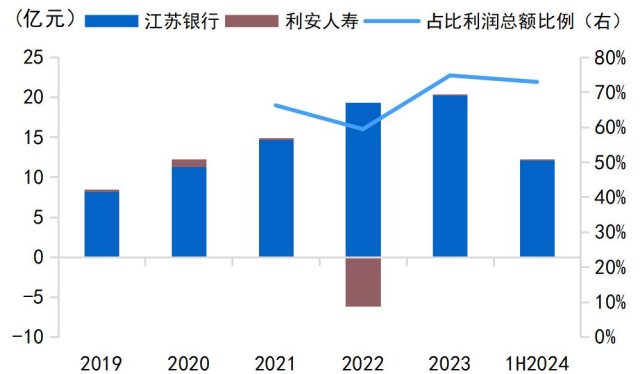
持股江苏银行和利安人寿，是江苏信托重要的收益来源。2023年江苏信托投资收益占比收入的68%，是主要的收入来源。2023年对江苏银行和利安人寿的投资收益合计20.26亿元，占比江苏信托利润总额的74.8%，是核心的利润来源。江苏信托是江苏银行、利安人寿的第一大股东，稳定的金融股权投资收益为公司奠定了坚实的展业基础。

图表 25: 2023 年江苏信托收入结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 26: 利安人寿&江苏银行利润贡献较高



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 基于前文对火电装机的分析，根据公司目前正在建的装机量以及投产预期，假设 24/25/26 年火电新增投产装机 100/408/0 万千瓦。

(2) 根据机组投产节奏，假设 24/25/26 年火电机组的年平均利用小时数为 4473/4269/4952h。

(3) 假设公司在江苏和山西两地的燃煤上网电价基本保持稳定，根据机组投产节奏，测算 24-26 年火电平均含税电价为 0.4698/0.4706/0.4706 元/kWh。

(4) 考虑到机组的投产节奏和电量增速预期等，假设 24-26 年电力板块折旧摊销增速为 7.74%、13.40%和 8.90%；燃料成本增速为 0.03%、18.33%和 15.87%；其他成本增速为 34.99%、29.00%和 26.88%。

(5) 考虑到公司金融板块以江苏信托为主，江苏银行和利安人寿又是江苏信托重要的收益来源，金融板块是公司业绩表现的压舱石，我们对公司的投资收益做进一步假设。参考 wind 一致预期，假设 24-26 年江苏银行的归母净利润增幅为 9.22%/10.19%/11.05%；参考历史水平，24-26 年假设利安人寿的净利率为 0.5%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 4%、17%、14%，归母净利润增速分别为 60%、18%、15%，对应 EPS 分别为 0.79 元、0.93 元、1.07 元。

图表 27：公司业绩拆分预测表

		2023A	2024E	2025E	2026E
电力 (亿元)	收入	275.89	292.00	348.40	404.15
	YoY	6.74%	5.84%	19.31%	16.00%
	成本	245.53	251.15	297.49	344.77
	毛利率	11.00%	13.99%	14.61%	14.69%
热力 (亿元)	收入	13.48	14.27	17.02	19.75
	YoY	2.51%	5.84%	19.31%	16.00%
	成本	13.58	14.27	17.02	19.75
	毛利率	-0.74%	0.00%	0.00%	0.00%
煤炭贸易 (亿元)	收入	43.48	41.31	43.37	41.20
	YoY	10.50%	-5.00%	5.00%	-5.00%
	成本	42.77	40.48	42.50	40.38
	毛利率	1.63%	2.00%	2.00%	2.00%
其他 (亿元)	收入	4.08	4.28	4.50	4.72
	YoY	-69.60%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	2.65	1.93	2.02	2.13



	毛利率	34.98%	55.00%	55.00%	55.00%
	收入	336.94	351.86	413.29	469.83
合计	YoY	6.77%	4.43%	17.46%	13.68%
(亿元)	成本	304.54	307.83	359.04	407.02
	毛利率	9.62%	12.51%	13.13%	13.37%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 28: 公司投资收益拆分

	2023A	2024E	2025E	2026E
江苏信托-江苏银行(亿元)	20.23	21.92	24.15	26.82
江苏信托-利安人寿(亿元)	0.04	0.30	0.31	0.31
江苏信托-其他(亿元)	0.65	1.00	1.00	1.00
非江苏信托(亿元)	0.16	0.20	0.20	0.20
投资收益合计(亿元)	21.07	23.42	25.66	28.33

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

电力板块，我们选取了 A 股主要火电运营商大唐发电、粤电力 A、申能股份、上海电力、建投能源作为可比上市公司。24 年可比公司平均 PE 为 12.81 倍。金融板块，我们选取了宁波银行、中国太保、中国人寿和江苏金租作为可比上市公司。24 年可比公司平均 PE 为 8.67 倍。

金融板块是公司利润的安全垫，筑牢公司盈利基础，此外 508 万千瓦控股火电机组预计 24-25 年陆续投产，业绩高成长性可期。我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 351.85、413.28 和 469.82 亿元，归母净利润分别为 29.90、35.23 和 40.58 亿元，对应 PE 分别为 9.4/8.0/6.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。



图表 29: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
电力板块可比公司										
601991.SH	大唐发电	2.80	0.07	0.22	0.27	0.31	32.81	11.61	9.81	8.52
000539.SZ	粤电力 A	4.64	0.19	0.28	0.38	0.46	26.34	16.73	12.41	10.07
600642.SH	申能股份	8.19	0.71	0.81	0.87	0.92	9.08	10.06	9.46	8.86
600021.SH	上海电力	9.45	0.57	0.90	1.00	1.10	14.96	10.05	9.08	8.27
000600.SZ	建投能源	5.11	0.09	0.33	0.44	0.48	53.75	15.62	11.81	10.60
平均值							27.39	12.81	10.51	7.72
金融板块可比公司										
002142.SZ	宁波银行	24.14	3.87	4.11	4.48	4.91	5.20	5.81	5.33	4.86
601601.SH	中国太保	33.49	2.83	4.48	4.81	5.41	8.39	7.50	6.99	6.21
601628.SH	中国人寿	40.96	0.75	3.54	3.09	3.33	37.96	11.58	13.25	12.29
600901.SH	江苏金租	4.96	0.63	0.53	0.58	0.64	7.73	9.80	8.91	8.13
平均值							14.82	8.67	8.62	7.87
002608.SZ	江苏国信	7.45	0.50	0.79	0.93	1.07	13.27	9.41	7.99	6.94

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (截至 2024 年 11 月 25 日数据, 数据参考同花顺一致预期)



5 风险提示

项目投产不及预期风险：若新建机组投产规模不及预期，则可能影响公司业绩表现。

政策风险：国家政策是项目持续扩张的重要驱动力，若未来政策执行力度不及预期，则可能会对项目的推进造成一定影响。

燃料价格高位运行导致成本高企的风险：公司发电设备基本由燃煤机组和燃气机组构成，煤炭及天然气价格居高不下，燃料成本在公司营业成本中占比超过七成。煤炭去产能政策造成供应大幅下降，优质产能的释放进度落后，且环保限产进一步压制了煤炭供应，导致了电煤价格难以得到有效控制。

电力市场竞争降低上网电价的风险：随着电力体制改革的深入，电力市场竞争加剧，交易电量及价差扩大，拉低公司平均上网电价，降低营业收入。

金融板块盈利风险：金融板块是公司利润的安全垫，但是行业监管趋严下金融能否在未来持续贡献稳定投资收益存在一定不确定性。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 30: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,044	13,160	16,186	26,724	营业收入	33,694	35,185	41,328	46,982
应收票据及账款	3,859	3,664	3,891	3,953	营业成本	30,454	30,782	35,904	40,701
预付账款	2,095	1,539	1,795	2,035	税金及附加	212	238	280	318
存货	1,529	1,524	1,777	2,015	销售费用	32	35	41	47
合同资产	0	0	0	0	管理费用	964	974	1,097	1,210
其他流动资产	12,384	12,417	12,567	12,705	研发费用	7	7	8	9
流动资产合计	29,911	32,305	36,217	47,433	财务费用	156	279	399	425
长期股权投资	17,775	18,664	19,597	20,577	信用减值损失	-36	-1	-1	-1
固定资产	32,136	34,152	43,514	40,741	资产减值损失	-591	-120	-120	-120
在建工程	4,786	7,280	2,931	3,101	公允价值变动收益	83	185	185	185
无形资产	1,773	2,011	2,278	2,585	投资收益	2,107	2,342	2,566	2,833
商誉	13	13	13	13	其他收益	115	80	80	80
其他非流动资产	2,478	2,544	2,612	2,685	营业利润	3,549	5,357	6,311	7,250
非流动资产合计	58,962	64,664	70,944	69,701	营业外收入	36	57	69	74
资产合计	88,872	96,968	107,161	117,133	营业外支出	120	74	89	77
短期借款	4,847	5,000	5,000	5,000	利润总额	3,465	5,340	6,292	7,246
应付票据及账款	4,405	4,310	5,027	5,698	所得税	562	774	912	1,051
预收款项	1	0	0	0	净利润	2,902	4,565	5,379	6,196
合同负债	149	106	124	141	少数股东损益	1,032	1,575	1,856	2,137
其他应付款	1,557	1,557	1,557	1,557	归属母公司净利润	1,870	2,990	3,523	4,058
其他流动负债	9,715	9,142	9,773	10,372	EPS (按最新股本摊薄)	0.50	0.79	0.93	1.07
流动负债合计	20,674	20,115	21,481	22,768					
长期借款	28,248	33,248	37,248	40,248					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	507	526	546	567					
非流动负债合计	28,756	33,775	37,795	40,815					
负债合计	49,430	53,890	59,275	63,584					
归属母公司所有者权益	28,626	31,178	34,298	37,938					
少数股东权益	10,816	11,901	13,588	15,612					
所有者权益合计	39,442	43,079	47,886	53,550					
负债和股东权益	88,872	96,968	107,161	117,133					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,792	4,549	5,948	7,325
现金收益	5,456	7,217	8,296	9,813
存货影响	352	5	-254	-237
经营性应收影响	-835	871	-363	-182
经营性应付影响	-2,084	-96	717	672
其他影响	902	-3,447	-2,449	-2,739
投资活动现金流	-6,181	-6,130	-6,328	837
资本支出	-5,318	-7,121	-7,797	-896
股权投资	403	-889	-933	-980
其他长期资产变化	-1,266	1,880	2,402	2,713
融资活动现金流	4,826	4,696	3,405	2,376
借款增加	6,447	5,205	4,053	3,053
股利及利息支付	-1,710	-1,869	-2,056	-2,220
股东融资	511	0	0	0
其他影响	-421	1,361	1,409	1,543

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	6.8%	4.4%	17.5%	13.7%
EBIT 增长率	564.1%	55.2%	19.1%	14.7%
归母公司净利润增长率	2,643.6%	59.9%	17.8%	15.2%
获利能力				
毛利率	9.6%	12.5%	13.1%	13.4%
净利率	8.6%	13.0%	13.0%	13.2%
ROE	4.7%	6.9%	7.4%	7.6%
ROIC	8.0%	10.4%	10.8%	11.0%
偿债能力				
资产负债率	55.6%	55.6%	55.3%	54.3%
流动比率	1.4	1.6	1.7	2.1
速动比率	1.4	1.5	1.6	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	37	38	33	30
存货周转天数	20	18	17	17
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.79	0.93	1.07
每股经营现金流	1.00	1.20	1.57	1.94
每股净资产	7.58	8.25	9.08	10.04
估值比率				
P/E	15	9	8	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	50	38	33	28

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn