



江苏国信 (002608.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

煤价下行驱动利润高增，25 年装机放量可期

业绩简评

2025 年 4 月 25 日公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 369.33 亿元，同比+6.83%；实现归母净利润 32.38 亿元，同比+73.12%；2024 年计划现金分红 0.1 元/股（同比持平），当前股价对应股息率 1.3%。1Q25 实现营收 77.60 亿元，同比-14.54%；归母净利润 8.64 亿元，同比+11.01%。

经营分析

用电需求增长+利用小时提升，24 年火电发电量持续增长，25 年后续装机放量可期。江苏省 24 年用电量同比+8.3%、高于全国平均 1.5pct，此外公司国信滨电百万千瓦煤电 3 号机组于 24 年底投产放量，叠加山西煤电、江苏气电利用小时数提升带动公司 24 年利用小时数同比+0.9%，公司 24 年总发电量 722.01 亿千瓦时、同比+2.2%。江苏电力供需偏紧格局为电价提供有力支撑，公司 24 年平均上网电价 0.469 元/千瓦时、同比小幅-0.9%。此外，国信滨电第二台 100 万千瓦超超临界燃煤发电机组于 25 年 4 月投产，且国信沙洲、国信马洲百万千瓦煤电机组有序建设中，预计集中于 25 年投产、有望带来 25 年控股在运机组总量近 25%的增幅，持续贡献装机增量。

煤价中枢下行，对 2024-1Q25 利润增长起到重要驱动作用。24 年起国内煤炭产能增长、进口煤供应增加，供给侧放量背景下市场煤价、长协煤价中枢同比分别回落 11.4%、1.8%，1Q25 降幅扩大，同比分别回落 17.5%、2.6%。用煤成本边际改善下，公司 24 年电力主业毛利率为 12.98%、同比提升 1.98pct，且 1Q25 在营收同比负增长的情况下，归母仍录得同比正增长、增速高于营收增幅 25.6pct。

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，24 年子公司江苏信托实现营业收入 31.37 亿元，同比增长 4.44%；利润总额 30.81 亿元、同比+13.67%，金融板块利润总额占比 59.4%、增量贡献率 22.8%；24 年板块业绩增长主因金融板块经营发展稳定，且继续增持江苏银行、收益持续增长。

盈利预测、估值与评级

预计未来市场煤价中枢将持续下移，沙洲、马洲机组计划于 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 25-27 年分别实现归母净利润 32.9/34.8/30.8 亿元，EPS 分别为 0.87/0.92/0.82 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 8.95/8.47/9.55 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。

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业 S1130524070001）

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

联系人：汪知瑶

wangzhiyao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：7.79 元

相关报告：

- 《江苏国信 3Q24 业绩点评：电量驱动火电业绩提升，投资收益持续增厚利润》，2024.10.31
- 《江苏国信公司点评：火电业绩稳步提升，金融板块表现稳健》，2024.8.29
- 《江苏国信公司点评：煤价下行+电量上行，降本增效助力业绩高增》，2024.4.27



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34,572.2	36,932.5	39,677.3	42,705.1	41,424.5
营业收入增长率	6.6%	6.8%	7.4%	7.6%	-3.0%
归母净利润(百万元)	1,870.4	3,238.0	3,287.7	3,475.0	3,081.9
归母净利润增长率	2643.55%	73.12%	1.53%	5.70%	-11.31%
摊薄每股收益(元)	0.495	0.857	0.870	0.920	0.816
每股经营性现金流净额	1.00	1.43	1.18	1.72	1.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.53%	9.97%	10.20%	10.12%	8.52%
P/E	13.27	8.95	8.95	8.47	9.55
P/B	0.87	0.89	0.91	0.86	0.81

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	32,439	34,572	36,933	39,677	42,705	41,424
增长率		6.6%	6.8%	7.4%	7.6%	-3.0%
主营业务成本	-31,525	-30,454	-31,844	-34,353	-36,861	-36,153
%销售收入	97.2%	88.1%	86.2%	86.6%	86.3%	87.3%
毛利	914	4,118.3	5,088.5	5,324.1	5,843.8	5,271.4
%销售收入	2.8%	11.9%	13.8%	13.4%	13.7%	12.7%
营业税金及附加	-216	-212	-264	-258	-265	-249
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
销售费用	-19	-32	-39	-38	-38	-35
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-894	-964	-1,011	-1,032	-1,089	-1,036
%销售收入	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%
研发费用	-2	-7	-6	-8	-9	-8
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-216	2,904	3,768	3,989	4,443	3,944
%销售收入	n.a	8.4%	10.2%	10.1%	10.4%	9.5%
财务费用	-1,076	-980	-856	-1,139	-1,401	-1,421
%销售收入	3.3%	2.8%	2.3%	2.9%	3.3%	3.4%
资产减值损失	-223	-626	-127	-60	-25	-9
公允价值变动收益	307	83	68	100	100	100
投资收益	1,431	2,107	2,121	2,380	2,450	2,550
%税前利润	568.1%	60.8%	41.8%	45.1%	43.6%	48.9%
营业利润	145	3,549	4,942	5,270	5,568	5,164
营业利润率	0.4%	10.3%	13.4%	13.3%	13.0%	12.5%
营业外收支	107	-85	132	10	50	50
税前利润	252	3,465	5,073	5,280	5,618	5,214
利润率	0.8%	10.0%	13.7%	13.3%	13.2%	12.6%
所得税	49	-562	-696	-792	-843	-782
所得税率	-19.6%	16.2%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	301	2,902.3	4,377.3	4,487.7	4,775.0	4,431.9
少数股东损益	233	1,032	1,139	1,200	1,300	1,350
归属于母公司的净利润	68	1,870	3,238	3,287.7	3,475.0	3,081.9
净利率	0.2%	5.4%	8.8%	8.3%	8.1%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	301	2,902	4,377	4,488	4,775	4,432
少数股东损益	233	1,032	1,139	1,200	1,300	1,350
非现金支出	2,575	3,092	2,667	2,580	2,726	2,926
非经营收益	-888	-956	-965	-978	-1,189	-1,345
营运资金变动	2,729	-1,247	-690	-1,622	202	-102
经营活动现金净流	4,717	3,792	5,390	4,468	6,514	5,911
资本开支	-3,544	-6,568	-6,586	-2,384	-2,580	-2,780
投资	-1,936	-723	396	-2,795	-1,100	-1,400
其他	681	1,110	746	2,380	2,450	2,550
投资活动现金净流	-4,799	-6,181	-5,444	-2,799	-1,230	-1,630
股权募资	155	511	1,039	-423	0	0
债权募资	998	6,251	569	4,439	-1,740	-2,003
其他	-1,205	-1,935	-2,660	-4,359	-2,801	-2,588
筹资活动现金净流	-52	4,826	-1,052	-343	-4,541	-4,591
现金净流量	-134	2,438	-1,107	1,326	743	-310

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,522	10,044	8,885	10,195	10,928	10,610
应收款项	3,381	3,954	3,720	4,118	4,368	4,195
存货	1,880	1,529	2,221	1,945	2,036	1,986
其他流动资产	13,534	14,384	13,406	13,995	14,120	14,048
流动资产	26,318	29,911	28,232	30,252	31,451	30,840
%总资产	31.8%	33.7%	29.4%	30.8%	31.3%	30.4%
长期投资	19,013	18,638	21,843	22,843	24,043	25,543
固定资产	34,422	37,054	42,642	42,788	42,750	42,696
%总资产	41.6%	41.7%	44.5%	43.6%	42.5%	42.1%
无形资产	1,388	1,806	1,872	1,860	1,849	1,838
非流动资产	56,517	58,962	67,689	67,953	69,081	70,494
%总资产	68.2%	66.3%	70.6%	69.2%	68.7%	69.6%
资产总计	82,835	88,872	95,921	98,205	100,533	101,334
短期借款	12,420	10,052	11,883	16,445	14,705	12,702
应付款项	8,050	5,963	8,073	8,124	8,754	8,410
其他流动负债	4,137	4,659	3,711	913	976	933
流动负债	24,607	20,674	23,668	25,481	24,435	22,044
长期贷款	19,433	28,248	26,944	26,944	26,944	26,944
其他长期负债	641	507	537	36	25	17
负债	44,681	49,430	51,149	52,461	51,403	49,005
普通股股东权益	28,458	28,626	32,467	32,239	34,324	36,173
其中：股本	3,778	3,778	3,778	3,778	3,778	3,778
未分配利润	2,674	4,041	6,720	8,693	10,778	12,627
少数股东权益	9,695	10,816	12,306	13,506	14,806	16,156
负债股东权益合计	82,835	88,872	95,921	98,205	100,533	101,334

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.018	0.495	0.857	0.870	0.920	0.816
每股净资产	7.532	7.577	8.593	8.533	9.085	9.574
每股经营现金净流	1.249	1.004	1.427	1.183	1.724	1.564
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.348	0.368	0.326
回报率						
净资产收益率	0.24%	6.53%	9.97%	10.20%	10.12%	8.52%
总资产收益率	0.08%	2.10%	3.38%	3.35%	3.46%	3.04%
投入资本收益率	-0.37%	3.12%	3.87%	3.80%	4.16%	3.64%
增长率						
主营业务收入增长率	12.33%	6.58%	6.83%	7.43%	7.63%	-3.00%
EBIT 增长率	-86.70%	#####	30%	5.84%	11.39%	-11.24%
净利润增长率	-119.9%	#####	73.1%	1.53%	5.70%	-11.31%
总资产增长率	2.96%	7.29%	7.93%	2.38%	2.37%	0.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.2	36.9	36.8	36.5	36.0	36.0
存货周转天数	25.2	20.4	21.5	21.3	21.0	21.0
应付账款周转天数	34.3	36.9	49.0	48.0	48.0	47.0
固定资产周转天数	340.5	339.3	340.2	315.2	296.0	309.0
偿债能力						
净负债/股东权益	34.15%	42.33%	43.69%	49.87%	41.40%	35.65%
EBIT 利息保障倍数	-0.2	3.0	4.4	3.5	3.2	2.8
资产负债率	53.94%	55.62%	53.32%	53.42%	51.13%	48.36%

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	1	3	7	11	24
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

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