



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 09 月 02 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（元）	7.76
总市值（亿元）	293.18
总股本（亿股）	37.78

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：蔡屹

S0190518030002
cai yi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理：隋佳航

suijiahang@xyzq.com.cn

江苏国信(002608.SZ)

成本改善推动火电利润上行，下半年装机放量持续打开业绩空间

投资要点：

- **事件：**江苏国信发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现营业收入 156.88 亿元，同比-11.75%，归母净利润 20.30 亿元，同比+3.96%，扣非归母净利润 19.46 亿元，同比+9.13%，经营性现金流 32.86 亿元，同比+104.51%，主要因江苏信托偿还拆入资金减少；期内投资收益同比+0.90 亿元，财务费用同比-0.84 亿元，信用减值损失计提减少 1.01 亿元，销售毛利率 13.50%，同比+1.64pct。单 Q2 公司实现营业收入 79.28 亿元，同比-8.83%，归母净利润 11.65 亿元，同比-0.71%（去年营业外收入高基数），扣非归母净利润 11.46 亿元，同比+16.03%。结合经营数据点评如下：
- **电力板块：机组投产叠加煤价下行，火电业绩持续改善。**国信滨海港 4 号机组于 2025M4 投产，报告期末公司控股在运装机达 17.43GW。上半年公司整体上网电量 309.22 亿度，同比-5.21%，平均上网电价 0.439 元/度，同比-0.021 元/度。其中江苏煤电机组利用小时数同比-295h，但受益于新机组投产期内上网电量达 202.04 亿度，同比+2.21%，上网电价 0.429 元/度，同比-0.039 元/度；山西煤电机组利用小时同比-574h，上网电量 82.32 亿度，同比-20.84%，上网电价 0.397 元/度，同比+0.006 元/度；江苏燃机上网电量同比+1.30%，上网电价同比+0.037 元/度。市场煤价下行对冲煤电量价压力，上半年公司电力板块毛利率 13.50%，同比+1.64pct，能源业务实现利润总额 13.50 亿元，同比+16.29%，对应度电利润总额 0.044 元/度，同比+0.008 元/度。边际上，沙洲发电（2GW）已于迎峰度夏期间投产、靖江扩建项目（控股 1GW、参股 1GW）有望于 2025 年年末投产，报告期内新增核准扬电三期（2GW）有望于 2027 年实现投产。
- **金融板块：上半年板块营业利润与利润总额分别同比+4.95%、-9.95%。**报告期内金融板块业务主体江苏信托实现营业利润 15.16 亿元，同比+8.87%，净利润 13.98 亿元，同比-10.37%（因去年增持江苏银行形成大额营业外收入）；公司实现联营企业投资收益为 13.19 亿元，同比+1.00 亿元，其中江苏银行和利安人寿分别确认投资损益 13.11 亿元、0.08 亿元，同比+1.01 亿元、+0.01 亿元。
- **投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。**市场煤价持续下行叠加机组有序投产有效对冲电价下滑，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润至 34.24、35.55、36.87 亿元，同比+5.7%、+3.8%、+3.7%，对应 8 月 29 日收盘价 PE 估值分别为 8.6x、8.2x、8.0x。
- **风险提示：**动力煤价格回升、用电需求不及预期、市场化交易导致电价波动、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	36933	37395	39338	39266
同比增长	6.8%	1.3%	5.2%	-0.2%
归母净利润（百万元）	3238	3424	3555	3687
同比增长	73.1%	5.7%	3.8%	3.7%
毛利率	11.4%	14.4%	13.7%	13.7%
ROE	10.0%	9.7%	9.2%	8.8%
每股收益（元）	0.86	0.91	0.94	0.98
市盈率	9.1	8.6	8.2	8.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28232	33245	39046	44953
货币资金	8885	12838	17892	23730
交易性金融资产	10382	10771	10594	10273
应收票据及应收账款	3645	3980	4225	4127
预付款项	1147	1582	1745	1546
存货	2221	1919	2036	2143
其他	1952	2156	2553	3135
非流动资产	67689	69779	71392	72331
长期股权投资	20926	20926	20926	20926
固定资产	34420	39736	42779	44400
在建工程	8222	5111	3556	2778
无形资产	1844	2013	2163	2282
商誉	13	13	13	13
其他	2264	1981	1956	1933
资产总计	95921	103024	110438	117284
流动负债	23668	24040	25063	25355
短期借款	5002	5202	5402	5602
应付票据及应付账款	6520	5092	5804	6016
其他	12146	13746	13856	13737
非流动负债	27481	30040	32040	34040
长期借款	26944	29444	31444	33444
其他	537	596	596	596
负债合计	51149	54080	57103	59395
股本	3778	3778	3778	3778
未分配利润	8433	10944	13551	16254
少数股东权益	12306	13510	14761	16058
股东权益合计	44772	48944	53335	57889
负债及权益合计	95921	103024	110438	117284

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3238	3424	3555	3687
折旧和摊销	2541	3720	4451	5107
营运资金的变动	-690	-1285	-101	-299
经营活动产生现金流量	5390	6104	7814	8375
资本支出	-6586	-6209	-6197	-6166
长期投资	396	-432	132	276
投资活动产生现金流量	-5444	-4253	-3498	-3195
债券融资	569	3487	2200	2200
股权融资	1039	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1052	2103	738	657
现金净变动	-1107	3953	5054	5837

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36933	37395	39338	39266
营业成本	31904	32001	33942	33885
税金及附加	264	275	289	289
销售费用	39	40	42	42
管理费用	1011	1061	1116	1111
研发费用	6	5	7	6
财务费用	856	826	788	711
投资收益	2121	2333	2567	2695
公允价值变动收益	68	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-127	-238	-238	-238
营业利润	4942	5307	5511	5707
营业外收支	132	57	58	70
利润总额	5073	5364	5570	5777
所得税	696	736	764	792
净利润	4377	4628	4806	4984
少数股东损益	1139	1205	1251	1297
归属母公司净利润	3238	3424	3555	3687
EPS (元)	0.86	0.91	0.94	0.98

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	6.8%	1.3%	5.2%	-0.2%
营业利润增长率	39.2%	7.4%	3.8%	3.5%
归母净利润增长率	73.1%	5.7%	3.8%	3.7%
盈利能力				
毛利率	11.4%	14.4%	13.7%	13.7%
归母净利率	9.0%	9.2%	9.0%	9.4%
ROE	10.0%	9.7%	9.2%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	53.3%	52.5%	51.7%	50.6%
流动比率	1.19	1.38	1.56	1.77
速动比率	0.97	1.15	1.31	1.51
营运能力				
资产周转率	0.40	0.38	0.37	0.34
每股资料 (元)				
每股收益	0.86	0.91	0.94	0.98
每股经营现金	1.43	1.62	2.07	2.22
估值比率 (倍)				
PE	9.1	8.6	8.2	8.0
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接外人外到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn