

➤ **双轮驱动的省属火电上市平台。**2016年国信集团将公司进行资产重组，置出船舶业务置入电力、金融业务，公司主营业务由船舶制造销售业务转变为能源和金融双主业。

➤ **金融奠基：利润安全垫，铸就业绩下限。**公司金融板块以持股81.49%的江苏信托为核心。江苏信托是江苏银行、利安人寿第一大股东，投资收益为信托公司核心利润来源。2022年江苏信托22.13亿元利润总额中，14.29亿元为投资净收益，占全年利润总额的64.6%，其中，江苏银行贡献投资收益19.36亿元，占全年利润总额的87.5%，构筑江苏信托利润基石；江苏信托和利安人寿有望在保险金信托、金融股权投资等业务开展协同，利于江苏信托主动管理业务规模扩张。

➤ **火电进击：装机高成长，创造业绩上限。**截至2022年底，公司控股装机容量1443.70万千瓦，煤电、气电分别为1184.50、259.20万千瓦。其中，气电机组均位于江苏省内，煤电机组分布于江苏、山西两省。在当前电力供应偏紧的局面下，江苏省煤电重启，公司省内在建+待核准机组达到7GW；随着动力煤价格的下降，公司煤电业绩将得到修复。公司在山西机组均为晋北煤炭基地坑口电厂，煤价优势显著；山西机组主要通过雁淮直流送入江苏，盈利能力优异。

➤ **投资建议：**金融板块稳定的利润贡献奠定了公司业绩的基础。在当前电力供应紧张局面下，公司在江苏省内机组利用小时与电价有望维持高位，在建+待核准的7GW煤电机组投产后装机接近翻倍；山西机组同时受益于坑口低煤价和外送电价优势，江苏省内机组业绩有望随煤价下行逐步修复。预计公司23/24/25年EPS分别为0.58/0.69/0.84元，对应2023年6月5日收盘价PE分别12.8/10.7/8.8倍。参考行业可比公司平均估值水平，给予公司2023年14.0倍PE，目标价8.12元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 宏观经济承压降低用电需求；2) 燃料价格上涨提高运营成本；3) 电力市场竞争导致上网电价下滑；4) 资本市场波动导致信托业务不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32439	34872	37714	42297
增长率(%)	12.1	7.5	8.2	12.2
归属母公司股东净利润(百万元)	68	2174	2595	3168
增长率(%)	120.5	3088.2	19.4	22.1
每股收益(元)	0.02	0.58	0.69	0.84
PE	408.4	12.8	10.7	8.8
PB	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年06月05日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

7.37元

目标价：

8.12元


分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com


分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

目录

1 双轮驱动的省属火电上市平台	3
1.1 重组确立能源+金融双主业	3
1.2 双轮驱动，平抑业绩波动	4
2 金融奠基：利润安全垫，铸就业绩下限	6
2.1 江苏银行稳步前行，贡献核心利润	6
2.2 利安人寿短期扰动，轻装重启	8
3 火电进击：装机高成长，创造业绩上限	10
3.1 “5+2”，公司在江苏省内煤电装机接近翻倍	10
3.2 江苏煤电重启，利用小时与电价有望维持高位	11
3.3 山西机组“鱼”与“熊掌”兼得	15
4 盈利预测与估值分析	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值分析	18
4.3 投资建议	19
5 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

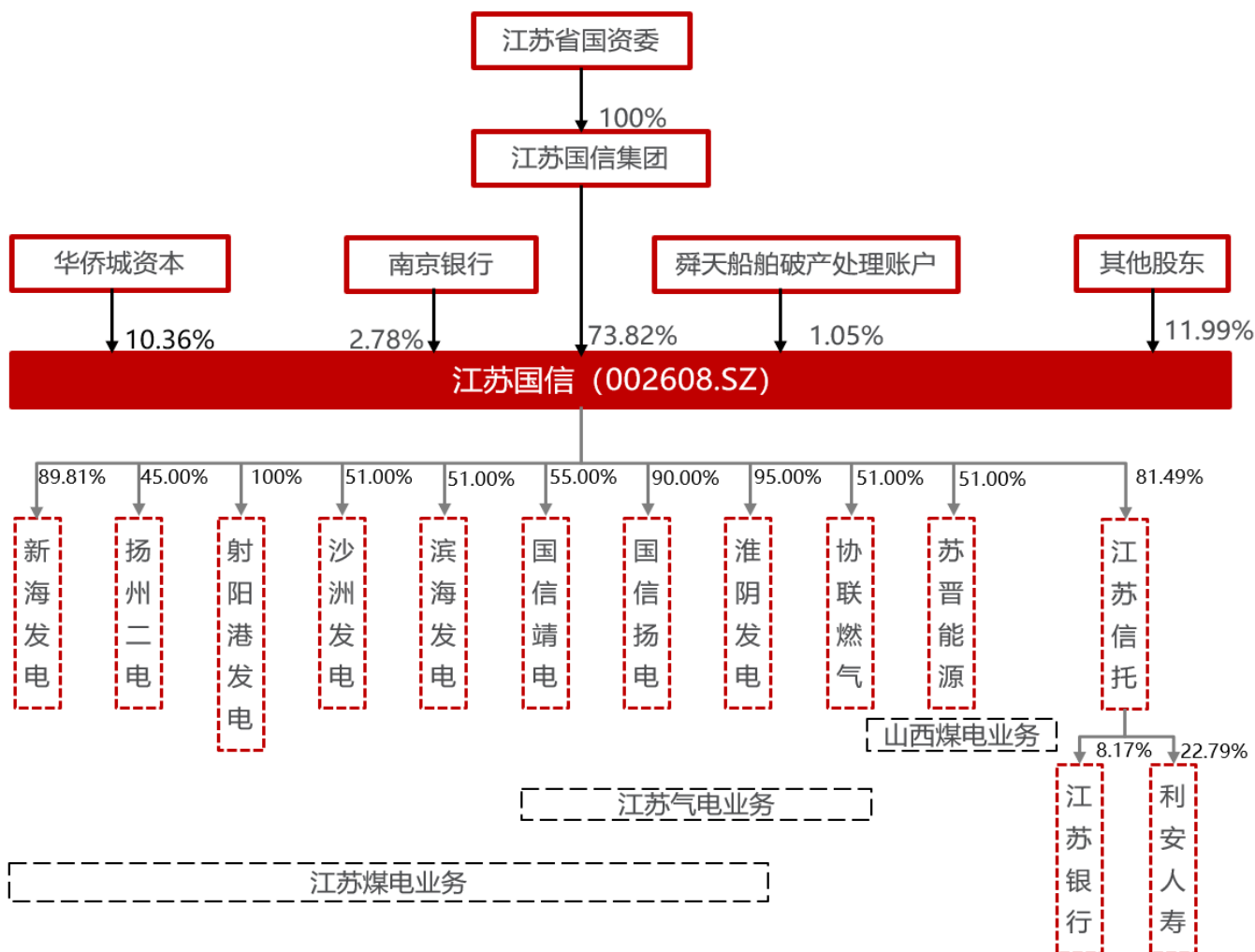
1 双轮驱动的省属火电上市平台

1.1 重组确立能源+金融双主业

江苏国信股份有限公司（以下简称“公司”）前身为江苏舜天船舶股份有限公司，主营船舶制造、销售、运输等业务。因国际航运与船舶市场持续低迷，自2014年起江苏舜天船舶业务业绩亏损严重，2016年国信集团进行资产重组，置出船舶业务置入能源、金融业务，主营业务转变为能源和金融双主业，并更名为现名称江苏国信。

截至2023年一季度末，公司股权结构高度集中，江苏国信集团直接持有公司73.82%的股份，为第一大股东，实控人为江苏省国资委；华侨城资本持股10.36%为第二大股东。

图1：江苏国信股权结构（截至1Q23）



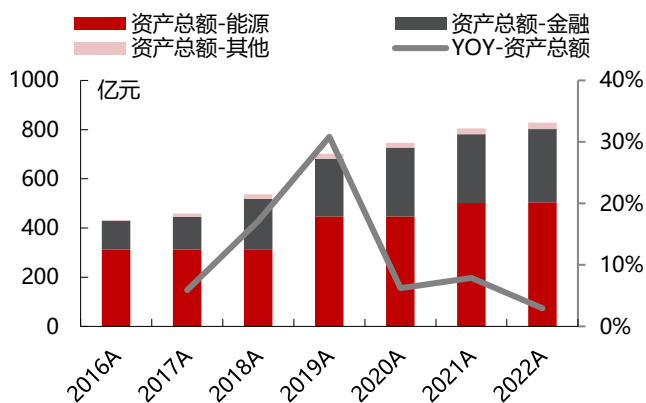
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 双轮驱动，平抑业绩波动

资产重组之后，公司致力于打造能源+金融双主业标签，其中，能源业务以火电业务为主，供热、煤炭贸易为辅；金融业务以公司持股 81.49%的江苏信托为主体。

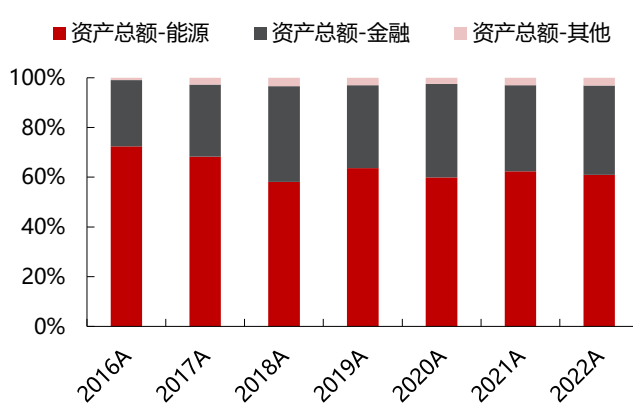
截至 2022 年底，公司资产总额 828.35 亿元，净资产 381.54 亿元。其中，能源板块资产总额、净资产分别为 504.82、124.04 亿元；金融板块资产总额、净资产分别为 297.18、256.57 亿元。江苏信托管理总资产规模达到 3979.66 亿元，同时是江苏银行（持股 8.17%）、利安人寿（持股 22.79%）第一大股东。

图2：2016-2022 年江苏国信总资产情况



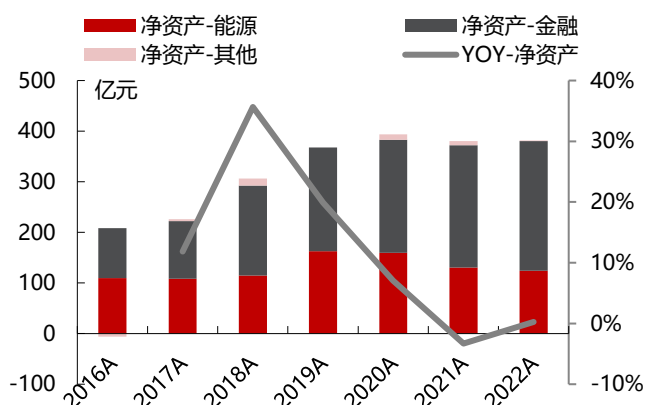
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：2016-2022 年江苏国信总资产构成



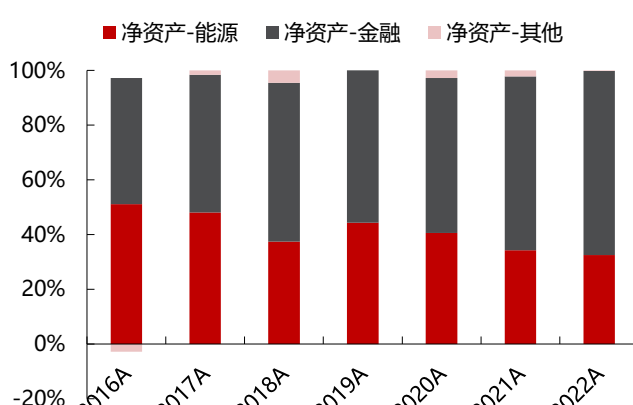
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2016-2022 年江苏国信净资产情况



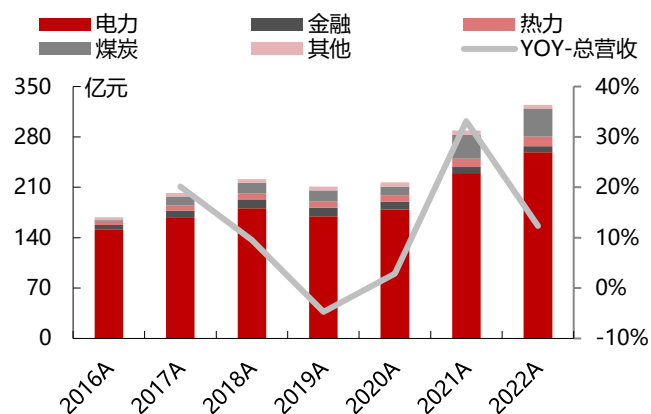
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2016-2022 年江苏国信净资产构成

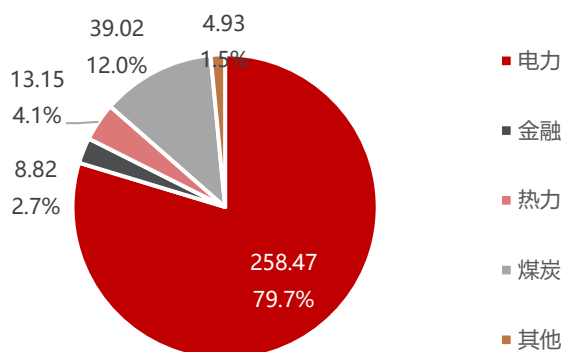


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司营业总收入由 2016 年的 168.15 亿元增长至 2022 年的 324.39 亿元，6 年复合增长率达到 11.6%。2022 年，公司电力业务实现营收 258.47 亿元，同比增长 12.6%，占总营收的 79.7%。

图6: 2016-2022 年江苏国信营业总收入构成


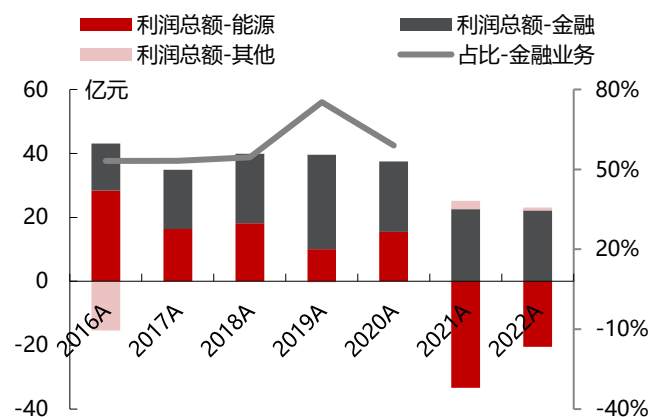
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2022 年江苏国信营业总收入构成


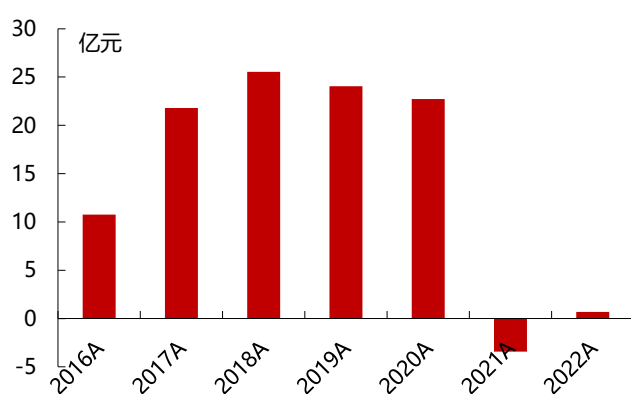
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司金融板块业绩稳定奠定公司利润的安全垫, 若不考虑煤炭价格波动影响较大的 2021、2022 年, 2016-2020 年金融板块利润总额占比均在 50%以上。2021 年公司金融板块实现利润总额 22.53 亿元, 有效抵消能源板块因电煤价格高涨导致的 33.33 亿元大额亏损。

2022 年受益于电价上行, 能源板块部分减亏, 但因公司确认对利安人寿投资收益亏损 6.21 亿元, 全年金融业务利润总额仅实现 22.13 亿元, 同比下降 1.8%。虽有波折, 但 2022 年公司业绩成功扭亏, 全年录得归母净利润 0.68 亿元。

图8: 2016-2022 年江苏国信利润总额构成


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 2016-2022 年江苏国信归母净利润情况


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 金融奠基：利润安全垫，铸就业绩下限

2.1 江苏银行稳步前行，贡献核心利润

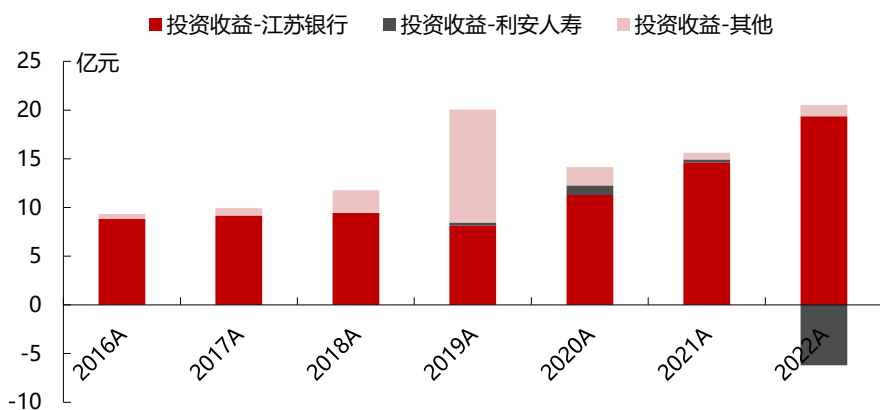
公司金融板块以持股 81.49% 的江苏信托为核心，业务分为固有（自营）业务和信托业务。固有业务指信托公司运用自有资本开展的业务，主要包括但不限于租赁、投资、存放同业、拆放同业等；信托业务是指公司作为受托人，按照委托人意愿以公司名义对受托的货币资金或其他财产进行管理或处分，并从中收取手续费的业务。

随着 2018 年“资管新规”政策出台，信托融资类及通道类业务持续压降，江苏信托的固有业务转变为以金融股权投资、金融产品投资等为主，稳定的金融股权投资收益成为信托公司核心利润来源。

截至 2022 年末，江苏信托管理总资产规模为 3979.66 亿元，其中，自营总资产为 297.18 亿元；受托管理信托资产规模为 3682.48 亿元。

江苏信托 2022 年 22.13 亿元利润总额中，14.29 亿元为金融股权投资形成的投资净收益，占全年利润总额的 64.6%，其中，主要是对江苏银行的股权投资。截至 2023 年一季度末，江苏信托持有江苏银行 8.17% 股权，为第一大股东。2022 年江苏银行贡献投资收益 19.36 亿元，占江苏信托全年利润总额的 87.5%。

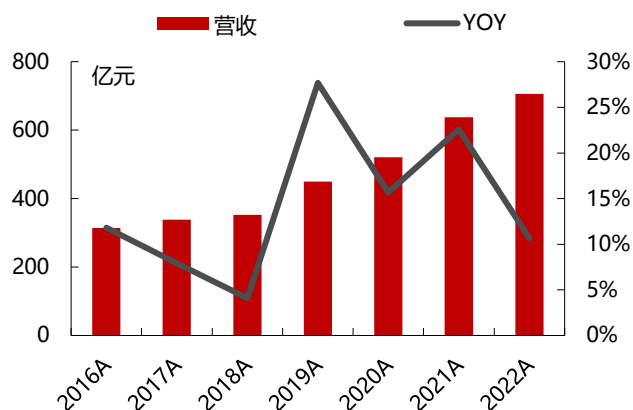
图10：江苏信托投资净收益情况



资料来源：江苏信托公告，民生证券研究院

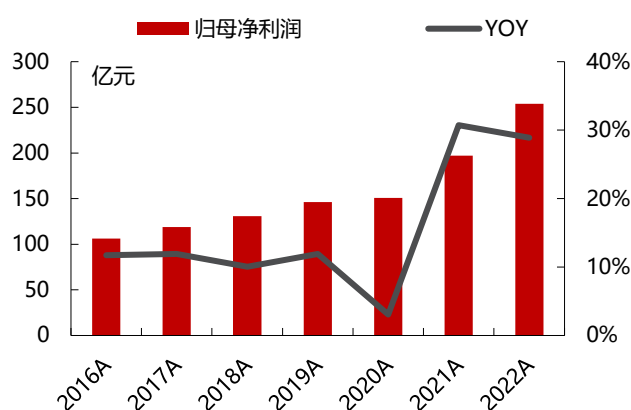
江苏银行在江苏省的区域优势显著，目前已实现全省市县机构全覆盖。近年来江苏银行营收及净利润稳步提升，2022 年实现营业收入 705.70 亿元，同比增长 10.7%；实现归母净利润 253.86 亿元，同比增长 28.9%。

图11: 2016-2022 年江苏银行营收情况



资料来源: 江苏银行公告, 民生证券研究院

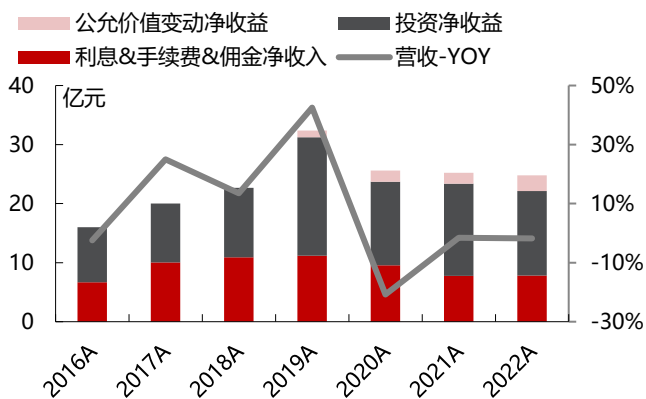
图12: 2016-2022 年江苏银行归母净利润情况



资料来源: 江苏银行公告, 民生证券研究院

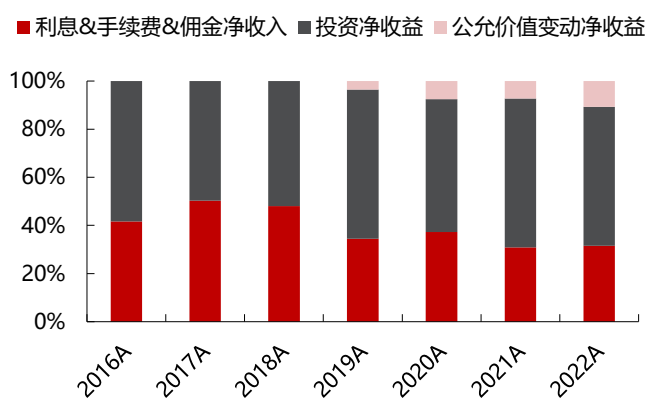
2022 年, 江苏信托实现营收 24.77 亿元, 同比下降 1.8%, 其中投资净收益 14.29 亿元, 占营收的 57.7%; 实现归母净利润 19.89 亿元, 同比下降 2.5%, 主要是因为利安人寿因金融资产波动确认投资收益亏损。

图13: 2016-2022 年江苏信托营收情况



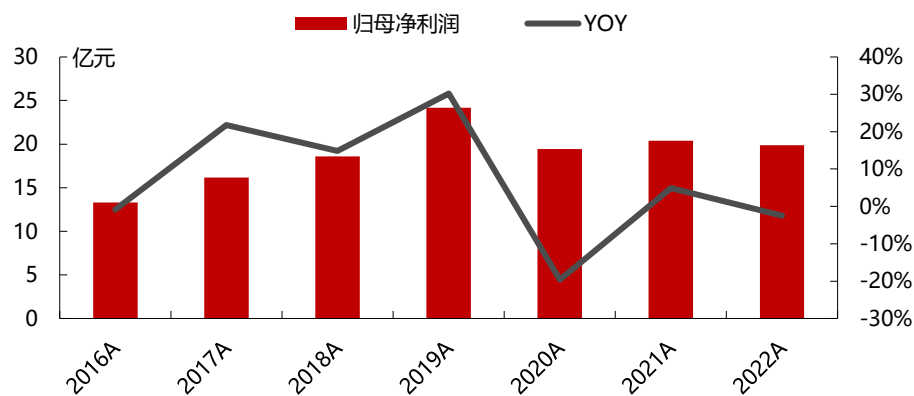
资料来源: 江苏信托公告, 民生证券研究院

图14: 2016-2022 年江苏信托营收构成



资料来源: 江苏信托公告, 民生证券研究院

图15: 2016-2022 年江苏信托归母净利润情况



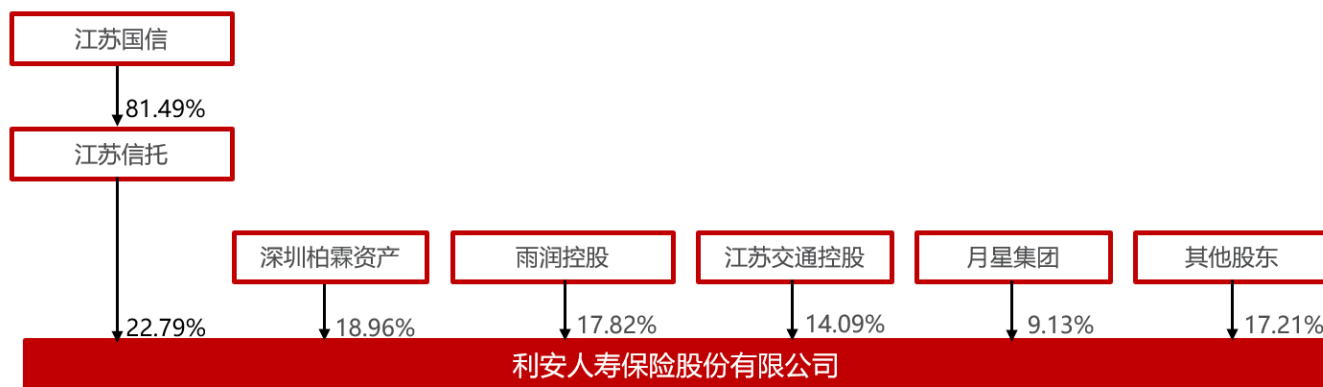
资料来源: 江苏信托公告, 民生证券研究院

2.2 利安人寿短期扰动，轻装重启

利安人寿是由原中国保险监督管理委员会批准设立的一家全国性人身保险公司，成立于 2011 年 7 月，目前公司在江苏、安徽、河南、北京、四川、山东、河北、上海、湖南、天津均设有省级分公司开展保险业务。

自成立以来，利安人寿股权变动频繁。2018 年 7 月，根据江苏省政府和江苏省国资委关于省级国有金融资产布局调整的要求，江苏信托以 4.47 元/股的价格受让江苏苏汇资产、南京紫金投资、江苏凤凰出版传媒合计持有的 5.31 亿股利安人寿股份，股份转让完成后，江苏信托持股比例升至 22.79%，超越原大股东雨润集团成为利安人寿第一大股东。

图16：利安人寿股权结构（截至 3Q22）

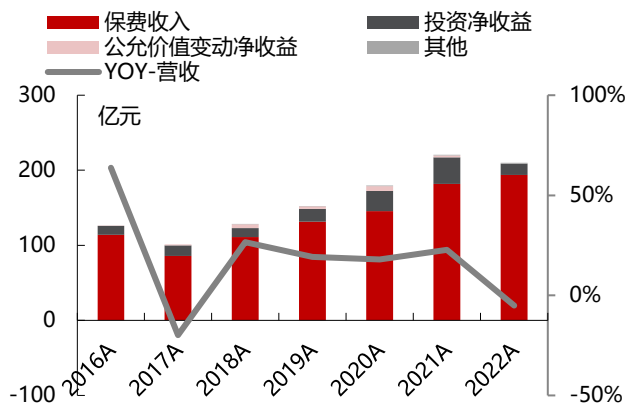


资料来源：wind，利安人寿公告，民生证券研究院

自江苏信托成为大股东后，利安人寿保费收入逐年增长，2022 年实现保费收入 193.88 亿元，同比增长 6.6%，占总营收的比重达 92.5%。2022 年，受资本市场波动影响，利安人寿持有可供出售金融资产亏损 8.20 亿元，同比下降 21.13 亿元，致使投资收益同比下滑 20.76 亿元至 14.69 亿元，全年利安人寿实现营收 209.65 亿元，同比下降 5.1%，归母净利润亏损 27.57 亿元。

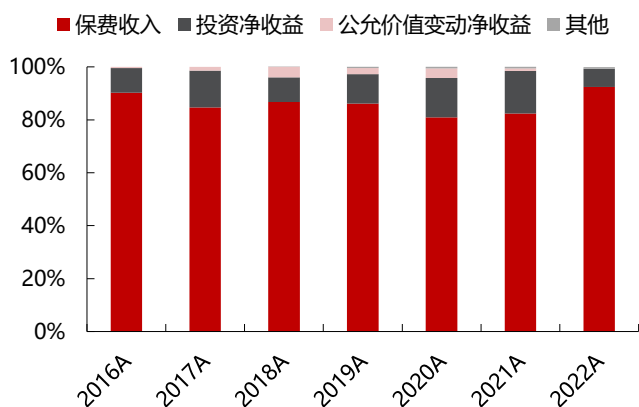
江苏信托和利安人寿未来有望在保险金信托、金融股权投资等业务开展协同，利于江苏信托主动管理业务规模扩张。

图17: 2016-2022 年利安人寿营收情况



资料来源: 利安人寿公告, 民生证券研究院

图18: 2016-2022 年利安人寿营收构成



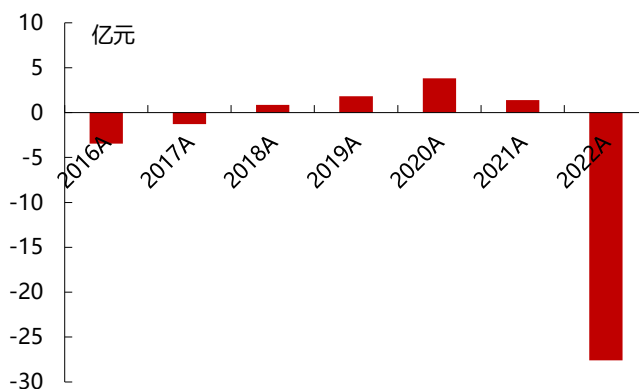
资料来源: 利安人寿公告, 民生证券研究院

图19: 2016-2022 年利安人寿投资净收益情况



资料来源: 利安人寿公告, 民生证券研究院

图20: 2016-2022 年利安人寿归母净利润情况



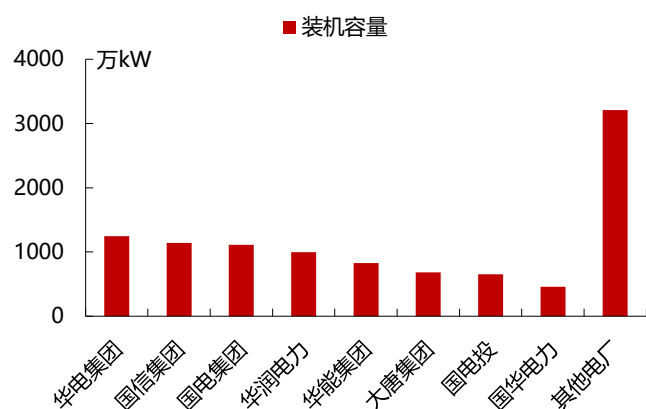
资料来源: 利安人寿公告, 民生证券研究院

3 火电进击：装机高成长，创造业绩上限

3.1 “5+2”，公司在江苏省内煤电装机接近翻倍

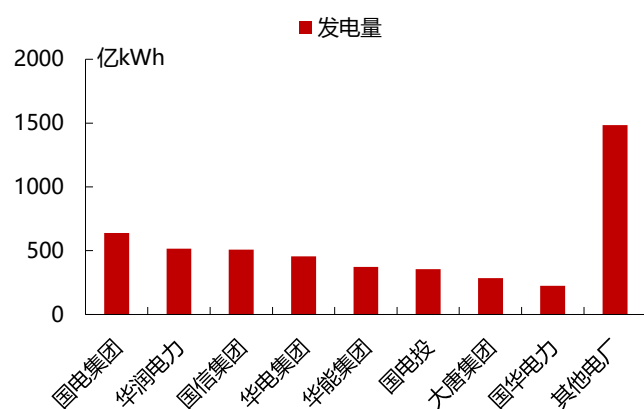
江苏省内主要发电集团火电装机分布较为均衡，截至 2022 年底，江苏国信省内火电装机 1047.7 万千瓦，占全省火电装机的 10.0%；全年火电完成电量 449.62 亿千瓦时，占全省火电发电量的 9.7%。

图21：2021 年江苏省火电装机格局



资料来源：《江苏统计年鉴—2022》，民生证券研究院

图22：2021 年江苏省火电发电量格局



资料来源：《江苏统计年鉴—2022》，民生证券研究院

截至 2022 年底，公司控股装机容量 1443.70 万千瓦，其中煤电控股装机 1184.50 万千瓦，占比 82.0%；气电控股装机 259.20 万千瓦，占比 18.0%。公司权益装机容量 948.49 万千瓦，其中煤电权益装机 753.24 万千瓦，占比 79.4%；气电权益装机 195.24 万千瓦，占比 20.6%。此外，气电机组均位于江苏省内，煤电机组分布于江苏（控股装机 788.50 万千瓦）、山西（控股装机 396 万千瓦）两省。

根据公司公告，目前公司省内在建的 5×100 万千瓦煤电机组预计在“十四五”期间全部投产，另外靖江发电 2×100 万千瓦机组扩建项目已纳入江苏省“先立后改”煤电支撑性电源项目（第二批）规划建设实施方案，正在开展项目核准、开工前相关工作。

据此，公司目前在江苏省内在建+待核准机组合计达 700 万千瓦，若“十四五”期间全部投产，公司在省内煤电装机规模接近翻倍。

表1：江苏国信在运+在建（含待核准）机组情况（单位：万千瓦）

电厂	省份	股比	装机结构	控股装机	权益装机	状态
煤电机组						
新海发电	江苏	89.81%	2*100	200.00	179.62	投运
国信扬电	江苏	90.00%	2*65+2.5	132.50	119.25	投运
扬州二电	江苏	45.00%	2*63	126.00	56.70	投运
射阳港发电	江苏	100.00%	2*66	132.00	132.00	投运

国信靖电	江苏	55.00%	2*66	132.00	72.60	投运
淮阴发电	江苏	95.00%	2*33	66.00	62.70	投运
苏晋能源	山西	51.00%	6*66	396.00	130.37	投运
在运合计				1184.50	753.24	
射阳港发电	江苏	100.00%	1*100	100.00	100.00	在建
沙洲发电	江苏	51.00%	2*100	200.00	102.00	在建
滨海发电	江苏	51.00%	2*100	200.00	102.00	在建
国信靖电	江苏	55.00%	2*100	200.00	110.00	带核准
在建(含待核准)合计				700.00	414.00	
气电机组						
国信扬电	江苏	90.00%	2*10.3+2*11.8	44.20	36.59	投运
淮阴发电	江苏	95.00%	2*18+2*47.5	131.00	115.81	投运
协联燃气	江苏	51.00%	2*42	84.00	42.84	投运
在运合计				259.20	195.24	

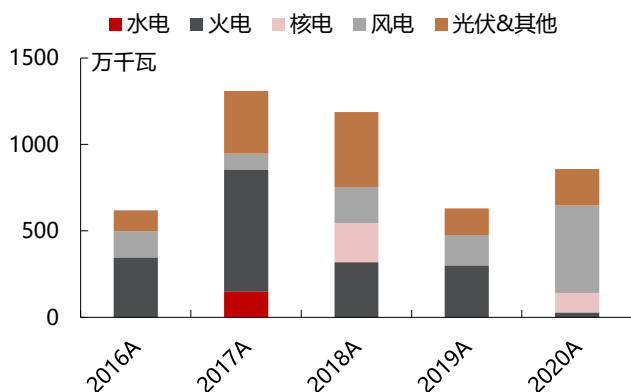
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

3.2 江苏煤电重启，利用小时与电价有望维持高位

自“十三五”开始，风光新能源发展提速，江苏省内火电机组建设步伐放缓，整个“十三五”期间新增火电装机 1699 万千瓦，但 2016、2017 两年即新增 1050 万千瓦，2018-2020 三年仅新增约 649 万千瓦。“十四五”开局前两年江苏火电机组发展仍未提速，2021-2022 年新增火电机组 358 万千瓦，且江苏省“十四五”规划中并无煤机规划。

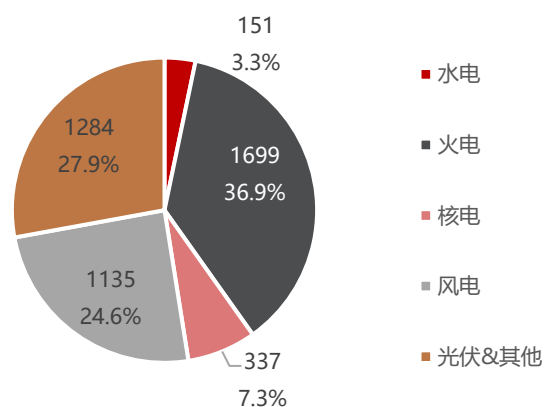
截至 2022 年底，江苏全省总装机 16156 万千瓦，其中，火电装机 10437 万千瓦，占比 64.4%，较“十三五”初下降 23.2 个百分点。

图23：“十三五”期间江苏省新增装机容量情况



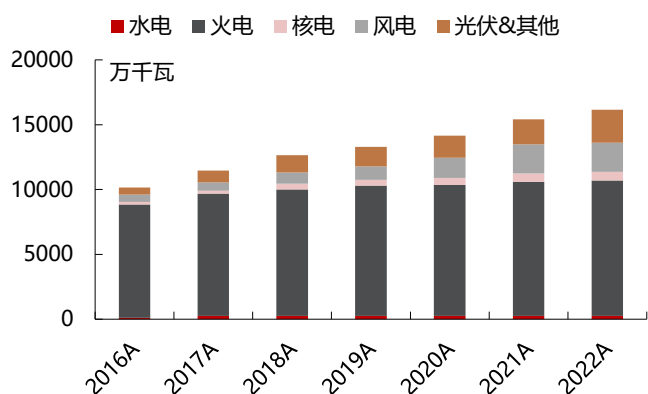
资料来源：wind，民生证券研究院
注：此处统计 6000 千瓦以上装机容量

图24：“十三五”期间江苏省新增装机容量结构 (单位：万千瓦)



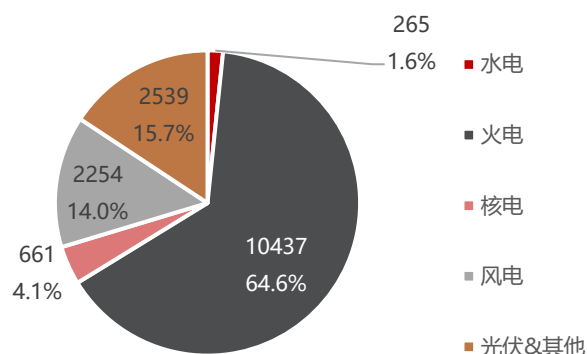
资料来源：wind，民生证券研究院
注：此处统计 6000 千瓦以上装机容量

图25：2016-2022 年江苏省装机容量情况



资料来源：wind，民生证券研究院
注：此处统计 6000 千瓦以上装机容量

图26：截至 2022 年底江苏省装机容量结构 (单位: 万千瓦)



资料来源：wind，民生证券研究院
注：此处统计 6000 千瓦以上装机容量

2021、2022 年连续两年夏季的极端高温少雨气候，国内电力呈现供给偏紧的现状；而以煤电为主的火电，在保供过程中起到了关键性作用。两次全国性大范围的“有序用电”之后，政策对于煤电的态度也发生了较大的转变，呼吁“重启”之声不绝于耳。

在江苏省《江苏省国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》已不再提及的煤电，通过两批次“先立后改”煤电支撑性电源项目方案，重新确定“十四五”期间江苏省新增煤电装机 17.30GW 的目标。若加上已经核准预计在“十四五”期间投产的国信射阳港 1*100 万千瓦机组及国信滨海 2*100 万千瓦机组，则江苏省新增煤电机组将到达 20.3GW。

表2：江苏省“先立后改”建设清洁高效支撑性电源项目规划

电厂	装机结构	装机规模 (万千瓦)
第一批		
华能太仓	2*100	200
国能常州	2*100	200
国信沙洲	2*100	200
第二批		
大唐吕四港	2*100	200
国电投滨海	2*100	200
国信靖江	2*100	200
江阴利港	2*100	200
中电常熟	3*66	198
华电望亭	2*66	132
装机合计		1730

资料来源：江苏省发改委，民生证券研究院

我们将利用小时、上网电价、煤价归为影响煤电业绩的核心三要素，在当前江苏省内电力供应偏紧的局面下，我们预计省内火电机组利用小时有望逐渐提升，上网电价仍能维持在当前的高位，伴随着电煤价格的回落，火电业绩有望修复。

■ 利用小时

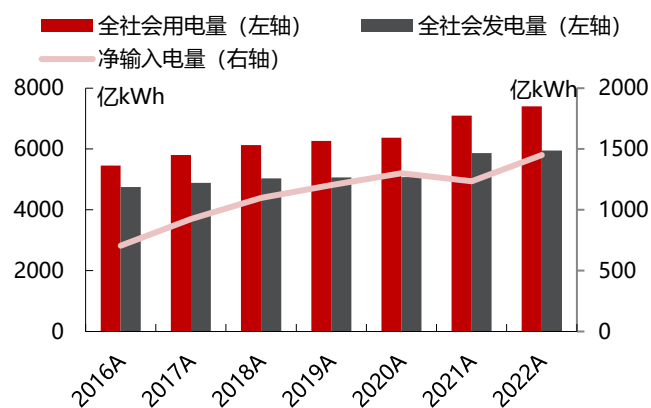
自 2012 年 12 月，四川锦屏—江苏苏州±800 千伏特高压直流工程投运，江苏开启“特高压时代”。此后，山西雁门关—江苏淮安±800 千伏特高压直流工程、内蒙古锡盟—江苏泰州±800 千伏特高压直流工程、安徽淮南—江苏南京—上海 1000 千伏特高压交流工程相继建成投运。外来电的快速增长以及快速发展的风光新能源并网需求挤压省内火电机组的上网空间。

2016-2020 年江苏省火电机组利用小时数持续下降，2020 年下滑至 4262 小时，但江苏省内火电利用小时数始终高于全国平均水平。近两年因江苏省电力供需偏紧，火电利用小时数触底反弹。

考虑到煤电机组 2~3 年的建设周期，江苏省新核准的煤电机组在短时间难以缓解当前的电量供应紧张状况，短期内其他电源增量有限的情况下省内存量火电机组仍需扛起保供大旗，火电利用小时有望提升。

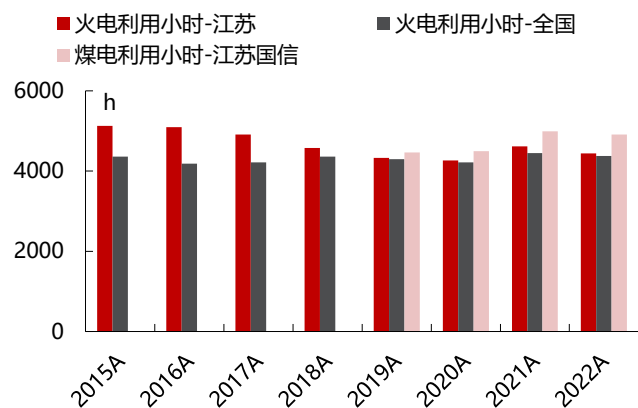
公司旗下煤电机组普遍位于省内电力负荷中心，保证了各电厂机组较高的利用小时数，2022 年公司在省内煤电机组利用小时达到 4915 小时，较省内平均、全国平均分别高出 476、536 小时。

图27：2016-2022 年江苏省发用电量情况



资料来源：国家能源局，中电联，wind，民生证券研究院

图28：2016-2022 年江苏省火电利用小时情况



资料来源：国家能源局，中电联，wind，民生证券研究院

■ 电价

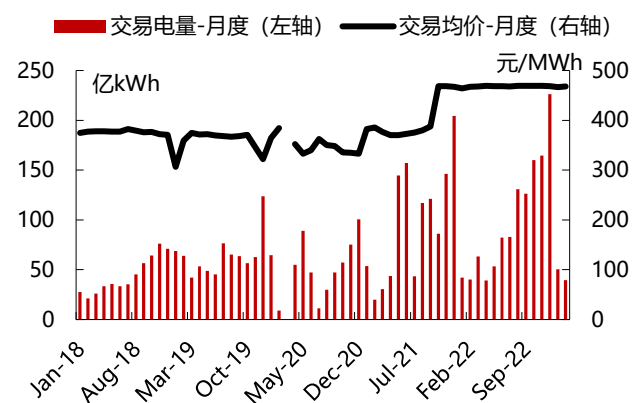
2021 年 10 月 11 日国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%。

自 2022 年年度交易起，江苏省省内市场交易电价即按照省内燃煤基准价上浮约 20%。2022 年，公司在江苏省内煤电机组平均上网电价上浮 7.44 分/千瓦时至 0.4614 元/kW，增幅 19.2%。在当前的电力供应局面下，煤电上网电价仍具备高位持续能力，公司在江苏省内煤机机组上网电价有望保持当前的电价水平。

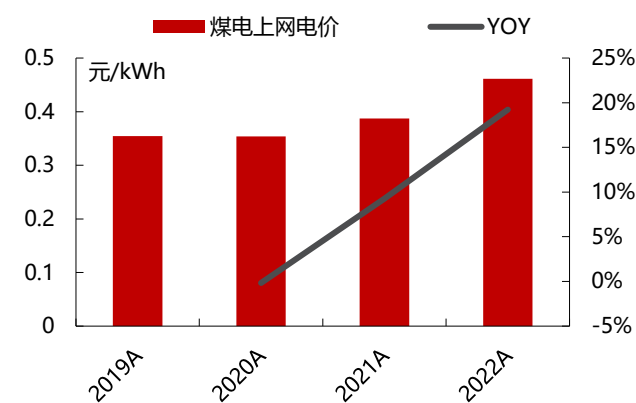
表3: 2022-2023 年江苏年度电力交易结果

年度	市场电量(亿 kWh)	基准价(元/kWh)	市场均价(元/kWh)	上浮比例
2022	2647.29	0.391	0.46669	19.4%
2023	3389.89	0.391	0.46664	19.3%

资料来源: 江苏电力交易中心, 民生证券研究院

图29: 江苏省月度竞价交易电量及电价


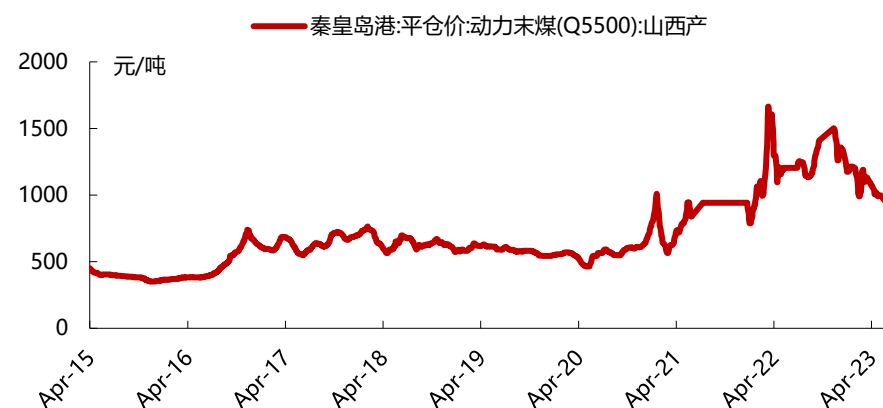
资料来源: 江苏电力交易中心, 民生证券研究院

图30: 2019-2022 年江苏国信在江苏省煤电上网电价


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

■ 煤价

在江苏省内, 公司已投产煤电机组主要分布于江苏沿海、沿江一线, 成本较低的水运为煤电项目提供了先天的成本优势。例如, 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, 目前是扬州市最大的电、热、粉煤灰资源供给商; 靖江发电旗下的秦港港务是省级煤炭战略储备基地, 并于 2022 年建成投运二期工程, 一二期港口吞吐量合计超 2000 万吨、静态储煤能力超 100 万吨。自 2023 年年初以来, 国内港口动力煤价格整体呈下跌趋势, 长协煤和现货煤价差缩小, 海内外煤价的倒挂或将进一步催化国内煤价下行。

图31: 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产煤价走势


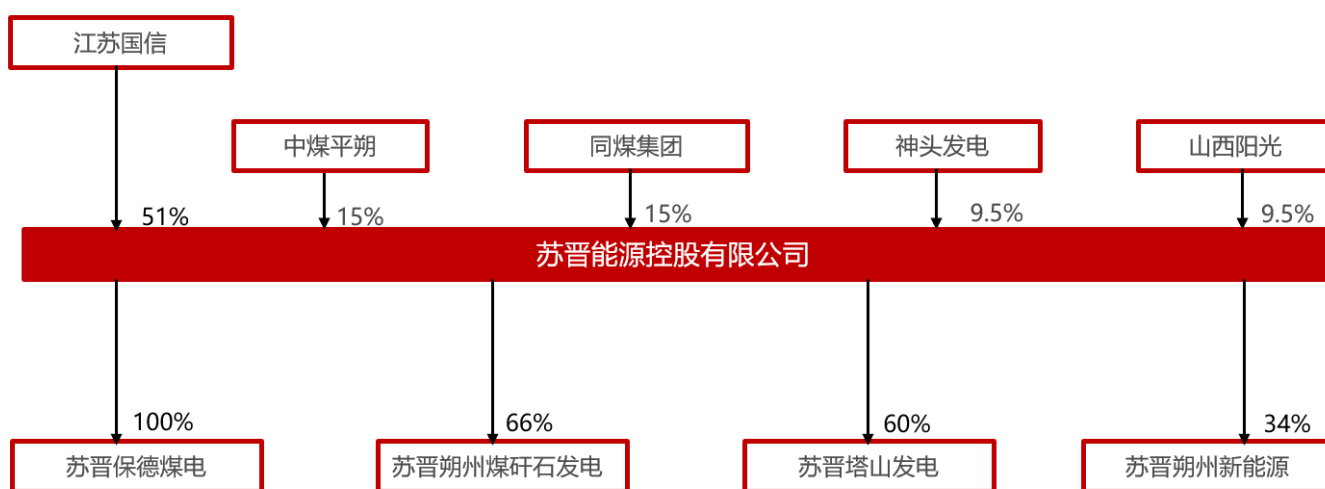
资料来源: wind, 民生证券研究院

3.3 山西机组“鱼”与“熊掌”兼得

2018年，公司与中煤平朔、同煤集团、山西神头发电以及山西阳光发电共同投资设立苏晋能源。苏晋能源的注册资本为人民币60亿元，其中，公司全部以现金出资30.6亿元，占注册资本的51%；其余合作方除第一期出资额2亿元按股权比例认缴现金外，剩余出资由各方旗下电厂股权出资。

公司在山西火电控股装机396万千瓦，苏晋保德煤电、苏晋朔州煤矸石发电、苏晋塔山发电作为主体各自运营两台2*66万煤电机组。

图32：苏晋能源股权结构（截至2022年末）



资料来源：wind，民生证券研究院

公司在山西机组主要上网电量通过山西雁门关——江苏淮安±800千伏特高压直流工程（“雁淮直流”）送入江苏。2022年，山西机组完成上网电量202.55亿千瓦时，其中约180亿千瓦时通过雁淮直流送入江苏，送苏电价执行江苏省内煤电市场交易电价扣减输送费用；剩余电量参与山西省内电力现货市场。

2022年11月，国家发改委核定雁淮直流输电价格为3.59分/kWh（含税，含输电环节线损，线损率2.77%），2023年江苏省内年度交易成交均价0.4666元/kWh（含税），倒推公司山西机组送苏上网电价约为0.4188元/kWh。

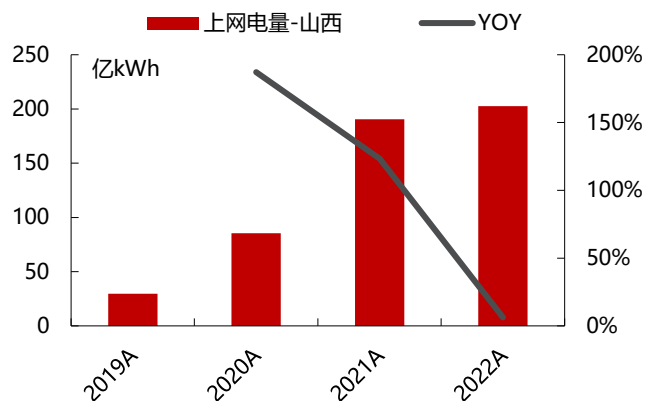
表4：江苏国信山西机组送苏上网电价测算

送电区域	江苏
基准电价（元/kWh，含税）	0.3910
年度交易电价（元/kWh，含税）	0.4666
输电价格-特高压（分/kWh）	3.59
线损率-跨区	2.77%
上网电价（元/kWh，含税）	0.4188

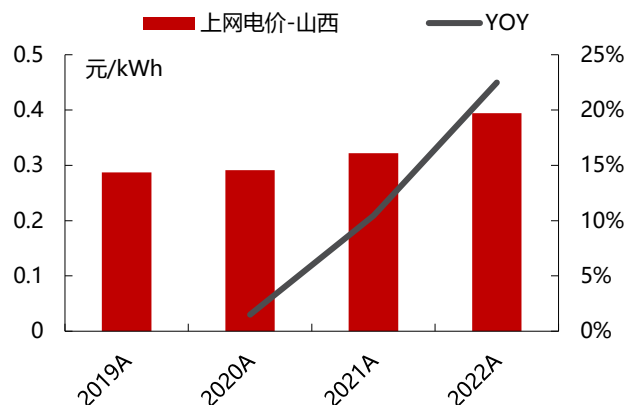
资料来源：国家发改委，民生证券研究院测算

若假设山西机组全年完成上网电量200亿千瓦时，其中送苏电价执行0.4188元/kWh，剩余20亿千瓦时电量参与山西省内电力交易执行0.3984元/kWh电价（参照山西省煤电基准价0.332元/kWh上浮20%计算得到），则计算山西省内机

组平均上网电量约为 0.4167 元/kWh, 较 2022 年山西机组平均上网电价上浮 2.23 分/kWh, 增幅 5.7%; 预计可增加全年营收 3.95 亿元、考虑 25% 所得税率后增加净利润 2.96 亿元。

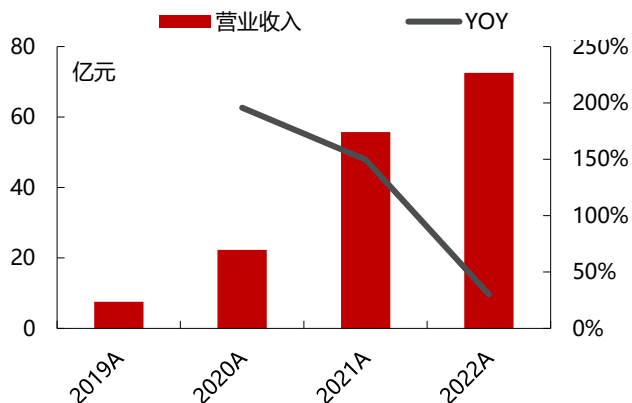
图33: 2019-2022 年苏晋能源上网电量


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

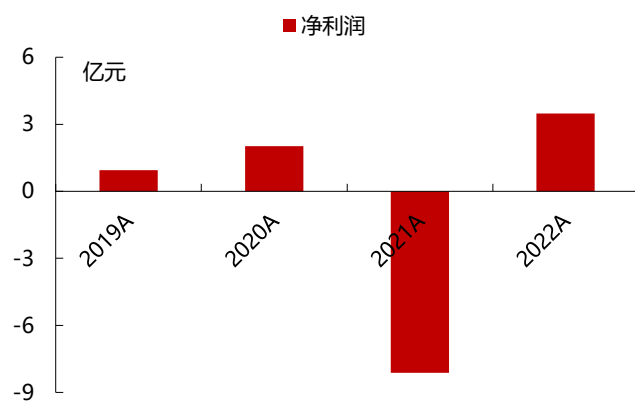
图34: 2019-2022 年苏晋能源上网电价


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司在山西机组均为晋北煤炭基地坑口电厂, 煤价优势显著, 燃料成本压力较小。2022 年苏晋能源实现营业收入 72.50 亿元, 同比增长 30.2%; 实现营业利润 4.60 亿元, 全年实现净利润 3.48 亿元, 成功扭亏为盈。

图35: 2019-2022 年苏晋能源营收情况


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图36: 2019-2022 年苏晋能源净利润情况


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

对于公司主营业务的盈利预测，主要在电力（火电）业务板块。

对于公司 2023-2026 年主营电力（不含供热）板块的营收、成本预测，做以下几点假设：

- 新增装机：截至 2022 年末，公司在建 5*100 万煤电机组，预计均在“十四五”期间投产；
- 利用小时：参考历史值，2022 年，公司在苏煤电、气电，在晋煤电利用小时分别为 4915、1898、5430 小时，新投产机组全年利用小时减半；
- 上网电价：维持目前的电价水平，2022 年，公司在苏煤电、气电，在晋煤电上网电价分别为 0.461、0.7375、0.394 元/千瓦时。

由此得到公司 2023-2026 年主营电力（不含供热）板块业务的收入预测如下：

表5：2023-2026 年江苏国信电力（不含供热）板块营业收入预测

主营-电力	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
装机容量-控股 (万 kW)	1377.70	1443.70	1443.70	1543.70	1743.70	1943.70	2143.70
装机容量-权益 (万 kW)	914.83	948.49	948.49	1048.49	1048.49	1252.49	1252.49
装机-控股-江苏-煤电 (万 kW)	788.50	788.50	788.50	888.50	1088.50	1288.50	1488.50
装机-控股-山西-煤电 (万 kW)	330.00	396.00	396.00	396.00	396.00	396.00	396.00
装机-控股-江苏-气电 (万 kW)	259.20	259.20	259.20	259.20	259.20	259.20	259.20
发电量 (亿 kWh)	551.32	688.78	664.65	718.58	783.58	900.58	1043.58
厂用电率	4.41%	4.36%	4.57%	4.41%	4.44%	4.49%	4.53%
上网电量 (亿 kWh)	526.12	655.63	630.06	686.89	748.77	860.15	996.29
上网电价-平均 (元/kWh 含税)	0.3808	0.3952	0.4610	0.4623	0.4622	0.4621	0.4620
增值税税率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
营业收入-电力 (亿元)	179.18	229.51	258.47	282.00	307.26	352.74	408.33
入炉标煤平均单价 (元/吨)	630.60	1046.71	1130.61	1000.40	1000.40	1000.40	1000.40
营业成本-燃料 (亿元)	127.59	224.64	226.45	222.27	238.40	268.93	306.40
营业成本 (亿元)	152.48	255.99	260.12	260.59	280.29	317.26	362.59
毛利 (亿元)	26.71	-26.48	-1.65	21.41	26.97	35.49	45.74
毛利率	14.91%	-11.54%	-0.64%	7.59%	8.78%	10.06%	11.20%

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

综上，加上金融业务、煤炭贸易、供热与其他业务，得到公司 2023-2026 年盈利预测：

表6：2023-2026 年江苏国信盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	216.91	288.79	324.39	348.72	377.14	422.97	483.25
YOY	2.8%	33.1%	12.3%	7.5%	8.2%	12.2%	14.3%

营业收入 (亿元)	206.16	280.11	315.57	338.72	367.14	412.97	473.25
YOY	3.52%	35.87%	12.66%	7.34%	8.39%	12.48%	14.60%
金融业务收入 (亿元)	10.75	8.69	8.82	10.00	10.00	10.00	10.00
YOY	-8.60%	-19.16%	1.51%	13.40%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本 (亿元)	175.83	294.54	315.25	314.56	337.38	374.74	424.73
YOY	0.39%	67.51%	7.03%	-0.22%	7.26%	11.07%	13.34%
毛利润 (亿元)	30.33	-14.43	0.32	24.16	29.76	38.23	48.53
YOY	26.34%	-147.60%	-102.23%	7400.32%	23.17%	28.48%	26.93%
毛利率	14.71%	-5.15%	0.10%	7.13%	8.11%	9.26%	10.25%
投资净收益 (亿元)	14.59	18.18	14.31	26.68	32.16	37.88	39.71
YOY	-27.48%	24.62%	-21.30%	86.47%	20.53%	17.81%	4.84%
净利润 (亿元)	30.60	-7.82	3.01	31.05	37.07	45.25	52.18
YOY	-1.80%	-125.54%	-138.53%	931.13%	19.37%	22.09%	15.32%
净利率	14.11%	-2.71%	0.93%	8.90%	9.83%	10.70%	10.80%
归母净利润 (亿元)	22.74	-3.43	0.68	21.74	25.95	31.68	36.53
EPS-基本 (元)	0.6	-0.09	0.02	0.58	0.69	0.84	0.97

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

4.2.1 相对估值

选取 A 股主要火电运营商华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电、浙能电力、粤电力 A、申能股份、上海电力、皖能电力作为可比上市公司，对应 2023 年 PE 均值为 14.5 倍。

表7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002608.SZ	江苏国信	7.37	0.02	0.58	0.69	408.4	12.8	10.7
		均值				48.6	14.5	11.3
600011.SH	华能国际	9.88	-0.47	0.63	0.79	/	15.7	12.5
600027.SH	华电国际	6.87	-0.08	0.52	0.57	/	13.1	12.1
600795.SH	国电电力	3.98	0.16	0.39	0.47	24.9	10.2	8.5
601991.SH	大唐发电	3.58	-0.02	0.19	0.27	/	18.8	13.3
600023.SH	浙能电力	5.18	-0.14	0.49	0.58	/	10.6	8.9
000539.SZ	粤电力 A	7.16	-0.57	0.31	0.51	/	23.1	14.0
600642.SH	申能股份	6.77	0.22	0.68	0.78	30.7	9.9	8.7
600021.SH	上海电力	11.33	0.11	0.74	0.96	103.0	15.3	11.8
000543.SZ	皖能电力	6.82	0.19	0.48	0.59	35.9	14.2	11.6

资料来源：wind，民生证券研究院测算；

注：华电国际盈利预测出自深度报告《华电国际（600027.SH）&华电国际电力股份（1071.HK）首次覆盖报告：涅槃重生，价值重铸》；申能股份盈利预测出自《申能股份（600642.SH）2022 年年报及 2023 年一季报点评：1Q23 业绩超预期，风光有望驶入快车道》；未覆盖可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 6 月 5 日。

4.2.2 绝对估值

采用 DCF 法进行估值，关键假设如下，参考 10 年期国债的收益率，考虑到利率波动，出于审慎性原则，无风险利率假定为 2.70%， β 系数假定为 1.0。

当永续增长率、WACC 上下波动 0.2%时，测算得到公司每股价值区间为 7.91-9.65 元，对应 2023 年 PE 区间为 13.7-16.8 倍。

表8：江苏国信 DCF 假设参数

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率	2.70%	风险溢价 (Rm-Rf)	5.30%
公司 β 系数	1.0	Ke	10.50%
Kd	4.00%	T	18.00%
Wd	44.83%	We	55.17%
WACC	7.26%	永续增长率	1.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

表9：江苏国信 DCF 估值敏感性分析表

永续增长率	WACC						
	6.66%	6.86%	7.06%	7.26%	7.46%	7.66%	7.86%
0.40%	9.18	8.67	8.19	7.74	7.31	6.92	6.54
0.60%	9.57	9.03	8.52	8.05	7.60	7.18	6.79
0.80%	9.98	9.41	8.87	8.37	7.91	7.47	7.05
1.00%	10.42	9.81	9.25	8.72	8.23	7.77	7.33
1.20%	10.89	10.25	9.65	9.09	8.57	8.09	7.63
1.40%	11.40	10.71	10.08	9.49	8.94	8.43	7.95
1.60%	11.94	11.21	10.54	9.91	9.33	8.79	8.28

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

综上，考虑到公司新投产机组带来的增长空间，结合公司历史估值及可比公司数据，综合考量相对估值和绝对估值，给予公司 2023 年 14.0 倍 PE，对应目标价 8.12 元。

4.3 投资建议

金融板块稳定的利润贡献奠定了公司业绩的基础。在当前电力供应紧张局面下，公司在江苏省内机组利用小时与电价有望维持高位，在建+待核准的 7GW 煤电机组投产后装机接近翻倍；山西机组同时受益于坑口低煤价和外送高电价优势，江苏省内机组业绩有望随煤价下行逐步修复。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.58/0.69/0.84 元，对应 2023 年 6 月 5 日收盘价 PE 分别 12.8/10.7/8.8 倍。参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2023 年 14.0 倍 PE，目标价 8.12 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) 宏观经济承压降低用电需求。电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响。发电企业经营状况与经济周期的相关性较高，经济下行周期将可能导致全社会用电需求减少，降低公司发电设备利用小时数，影响公司的盈利能力。

2) 燃料价格上涨提高运营成本。公司发电设备基本由燃煤机组和燃气机组构成，煤炭及天然气价格波动对公司营业成本影响较大；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。

3) 电力市场竞争导致上网电价下滑。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。

4) 资本市场波动导致信托业务不及预期。公司金融业务利润主要由自营金融投资与参股江苏银行、利安人寿投资收益构成。若金融市场出现较大波动，公司旗下江苏信托自营投资交易性金融资产公允价值存在较大波动风险，参股的江苏银行、利安人寿亦受市场波动影响，投资收益存在下滑风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	32439	34872	37714	42297
营业成本	31624	31556	33838	37574
营业税金及附加	216	237	257	289
销售费用	19	20	22	25
管理费用	894	977	1034	1126
研发费用	2	3	4	4
EBIT	-516	2116	2600	3325
财务费用	1076	1166	1464	1763
资产减值损失	-232	-200	-200	-200
投资收益	1431	2668	3216	3788
营业利润	145	3737	4470	5469
营业外收支	107	50	50	50
利润总额	252	3787	4520	5519
所得税	-49	682	814	993
净利润	301	3105	3707	4525
归属于母公司净利润	68	2174	2595	3168
EBITDA	1836	4571	5403	6662

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7522	4159	2822	3190
应收账款及票据	3159	3712	4023	4526
预付款项	1370	1353	1451	1611
存货	1880	2155	2311	2567
其他流动资产	12386	12495	12837	13194
流动资产合计	26318	23873	23444	25088
长期股权投资	18178	20846	24062	27850
固定资产	30262	34561	39164	50021
无形资产	1356	1354	1354	1354
非流动资产合计	56517	65991	75759	86413
资产合计	82835	89864	99203	111501
短期借款	9753	12753	16203	19503
应付账款及票据	6126	6464	6933	7700
其他流动负债	8728	6475	4749	5090
流动负债合计	24607	25692	27884	32293
长期借款	19433	22433	26433	30433
其他长期负债	641	648	648	648
非流动负债合计	20074	23081	27081	31081
负债合计	44681	48773	54965	63374
股本	3778	3778	3778	3778
少数股东权益	9695	10627	11739	13097
股东权益合计	38154	41092	44238	48127
负债和股东权益合计	82835	89864	99203	111501

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.08	7.50	8.15	12.15
EBIT 增长率	71.20	509.82	22.87	27.88
净利润增长率	120.49	3088.21	19.37	22.09
盈利能力 (%)				
毛利率	0.10	7.13	8.11	9.26
净利润率	0.22	6.42	7.07	7.67
总资产收益率 ROA	0.08	2.42	2.62	2.84
净资产收益率 ROE	0.24	7.13	7.98	9.04
偿债能力				
流动比率	1.07	0.93	0.84	0.78
速动比率	0.90	0.77	0.68	0.63
现金比率	0.31	0.16	0.10	0.10
资产负债率 (%)	53.94	54.27	55.41	56.84
经营效率				
应收账款周转天数	36.54	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	21.77	25.00	25.00	25.00
总资产周转率	0.39	0.39	0.39	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.02	0.58	0.69	0.84
每股净资产	7.53	8.06	8.60	9.27
每股经营现金流	1.25	0.58	1.25	1.55
每股股利	0.10	0.20	0.22	0.28
估值分析				
PE	408.4	12.8	10.7	8.8
PB	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	28.53	13.34	12.56	11.23
股息收益率 (%)	1.36	2.71	2.99	3.80

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	301	3105	3707	4525
折旧和摊销	2352	2455	2802	3336
营运资金变动	2729	-1784	88	151
经营活动现金流	4717	2202	4722	5848
资本开支	-3544	-9135	-9238	-10086
投资	-1936	0	0	0
投资活动现金流	-4799	-9154	-9238	-10086
股权募资	155	0	0	0
债务募资	998	5268	5515	7300
筹资活动现金流	-52	3589	3179	4605
现金净流量	-134	-3363	-1337	368

插图目录

图 1: 江苏国信股权结构 (截至 1Q23)	3
图 2: 2016-2022 年江苏国信总资产情况	4
图 3: 2016-2022 年江苏国信总资产构成	4
图 4: 2016-2022 年江苏国信净资产情况	4
图 5: 2016-2022 年江苏国信净资产构成	4
图 6: 2016-2022 年江苏国信营业总收入构成	5
图 7: 2022 年江苏国信营业总收入构成	5
图 8: 2016-2022 年江苏国信利润总额构成	5
图 9: 2016-2022 年江苏国信归母净利润情况	5
图 10: 江苏信托投资净收益情况	6
图 11: 2016-2022 年江苏银行营收情况	7
图 12: 2016-2022 年江苏银行归母净利润情况	7
图 13: 2016-2022 年江苏信托营收情况	7
图 14: 2016-2022 年江苏信托营收构成	7
图 15: 2016-2022 年江苏信托归母净利润情况	7
图 16: 利安人寿股权结构 (截至 3Q22)	8
图 17: 2016-2022 年利安人寿营收情况	9
图 18: 2016-2022 年利安人寿营收构成	9
图 19: 2016-2022 年利安人寿投资净收益情况	9
图 20: 2016-2022 年利安人寿归母净利润情况	9
图 21: 2021 年江苏省火电装机格局	10
图 22: 2021 年江苏省火电发电量格局	10
图 23: “十三五”期间江苏省新增装机容量情况	11
图 24: “十三五”期间江苏省新增装机容量结构 (单位: 万千瓦)	11
图 25: 2016-2022 年江苏省装机容量情况	12
图 26: 截至 2022 年底江苏省装机容量结构 (单位: 万千瓦)	12
图 27: 2016-2022 年江苏省发用电量情况	13
图 28: 2016-2022 年江苏省火电利用小时情况	13
图 29: 江苏省月度竞价交易电量及电价	14
图 30: 2019-2022 年江苏国信在江苏省煤电上网电价	14
图 31: 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产煤价走势	14
图 32: 苏晋能源股权结构 (截至 2022 年末)	15
图 33: 2019-2022 年苏晋能源上网电量	16
图 34: 2019-2022 年苏晋能源上网电价	16
图 35: 2019-2022 年苏晋能源营收情况	16
图 36: 2019-2022 年苏晋能源净利润情况	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 江苏国信在运+在建 (含待核准) 机组情况 (单位: 万千瓦)	10
表 2: 江苏省“先立后改”建设清洁高效支撑性电源项目规划	12
表 3: 2022-2023 年江苏年度电力交易结果	14
表 4: 江苏国信山西机组送苏上网电价测算	15
表 5: 2023-2026 年江苏国信电力 (不含供热) 板块营业收入预测	17
表 6: 2023-2026 年江苏国信盈利预测	17
表 7: 可比公司 PE 数据对比	18
表 8: 江苏国信 DCF 假设参数	19
表 9: 江苏国信 DCF 估值敏感性分析表	19
公司财务报表数据预测汇总	21

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