

投资评级 优于大市 维持

燃煤发电机组获批，看好公司成长性

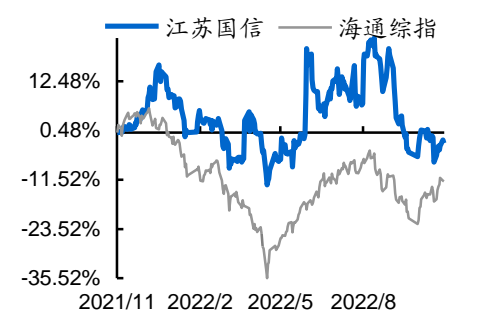
股票数据

11月10日收盘价(元)	5.94
52周股价波动(元)	5.16-7.88
总股本/流通A股(百万股)	3778/3778
总市值/流通市值(百万元)	22442/22442

相关研究

《22Q1 环比显著改善，关注新能源转型》
2022.05.08
《合作开发拉开新能源转型大幕》2021.12.31

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.3	-18.2	-9.2
相对涨幅(%)	4.3	-8.2	1.1

资料来源：海通证券研究所

投资要点:

- 2×1000MW 高效清洁燃煤发电项目获得核准。**公司近期披露，公司下属的江苏国信沙洲发电有限公司2台100万千瓦超超临界二次再热燃煤发电机组及相关辅助设施扩建项目获省发改委核准。公司旗下燃煤机组大多为超临界和超超临界机组，机组容量大、效率高、能耗低，均完成了超低排放改造，环保性能优良，发电利用小时高于全省平均水平。随着项目的建成投产，我们预计公司2023、24、25年将分别新增100、200、200万千瓦的火电装机，届时，公司将达到1943.7万千瓦的火电装机规模。我们认为，公司不断扩建高效发电机组有利于提升整体的发电效率，体现了公司对未来电力紧张形势的预判，有利于公司在电力行业的长期布局，我们看好公司未来的成长性。
- 煤价高位导致2022前三季度净利润同比大幅下降。**公司2022年前三季度营收同比+20.55%至244.03亿元；归母净利润同比-48.73%至6.1亿元，Q1/Q2/Q3分别为3.6/4.52/-2.02亿元，同比-26.4%/-50.27%/+3.1%。我们认为煤价持续高位运行是22年前三季度净利润同比大幅下降的主要原因。
- 与大股东旗下江苏新能合作开发新能源项目。**江苏国信之前公告拟与江苏新能合作开发新能源项目：(1)子公司国信扬电拟与江苏新能合资成立“昊扬新能”(国信扬电持股49%)，开发建设国信扬电厂区光伏发电项目、“扬二发电”渣场光伏发电项目；(2)子公司苏晋能源拟与江苏新能合资成立“朔州新能”(苏晋能源持股34%)，开发70MW光伏。我们认为此合作开发对于公司的战略意义在于：突破了新能源开发同业竞争壁垒，有利于新能源战略转型。
- 金融板块利润增长21.78%。**1H22金融板块实现利润总额13.71亿元，同比+21.78%；净利润12.45亿元，同比+22.91%，江苏信托营业收入(金融企业报表列报口径)14.30亿元，同比+19.12%，主要是手续费收入及股权投资业务的投资收益增长共同影响；江苏信托顺应监管导向，积极回归信托本源，围绕服务实体经济、助力双碳目标等战略任务进行前瞻性布局，推动信托业务转型升级，实现经营发展持续保持良好态势。公司1H22投资收益9.14亿元，占利润总额70%，主要系对联营企业利安人寿和江苏银行股份有限公司权益法核算的长期股权投资收益形成。我们预计未来公司金融业务有望继续实现平稳发展。
- 维持“优于大市”评级。**我们认为高煤价导致煤电承压，但Q3同比改善，发改委监管煤价回归合理区间、市场电价提升、合作开发新能源等边际变化有利于公司基本面和估值提升。预计公司2022-2024年归母净利润分别为17.95、23.71、25.18亿元，对应EPS分别为0.48、0.63、0.67元，维持“优于大市”评级。参照可比公司估值，给予公司2022年0.9-1.0倍PB水平，对应合理价值区间7.25-8.05元，维持“优于大市”评级。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21691	28879	31470	32800	32794
(+/-)YoY(%)	2.8%	33.1%	9.0%	4.2%	0.0%
净利润(百万元)	2274	-343	1795	2371	2518
(+/-)YoY(%)	-5.4%	-115.1%	623.6%	32.1%	6.2%
全面摊薄EPS(元)	0.60	-0.09	0.48	0.63	0.67
毛利率(%)	18.4%	-2.3%	14.5%	17.2%	18.3%
净资产收益率(%)	7.7%	-1.2%	5.9%	7.2%	7.1%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所，请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:S0850515120001

分析师:傅逸帆

Tel:(021)23154398

Email:fyf11758@htsec.com

证书:S0850519100001

风险提示: 金融业务的可预测性较差, 可能低于我们预期; 煤炭价格大幅上涨, 导致火电盈利承压; 新能源业务拓展低于预期。

表 1 可比公司估值表

代码	公司	总市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)		
			TTM	2022E	2023E	MRQ	2022E	2023E
600578	京能电力	220	-30			1.1		
600863	内蒙华电	245	14	10	8	1.7	1.4	1.2
600642	申能股份	263	68	11	8	0.8	0.8	0.8
000600	建投能源	93	-8	-82	23	0.9	1.0	0.9
	平均值		11	-20	13	1.1	1.0	1.0

注: 收盘价为 2022 年 11 月 10 日价格, 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期。
资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	28879	31470	32800	32794
每股收益	-0.09	0.48	0.63	0.67	营业成本	29543	26907	27173	26788
每股净资产	7.57	8.05	8.67	9.34	毛利率%	-2.3%	14.5%	17.2%	18.3%
每股经营现金流	-0.45	1.35	1.75	1.86	营业税金及附加	202	283	230	230
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	17	19	19	19
P/E	-65.46	12.50	9.47	8.91	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	0.78	0.74	0.68	0.64	管理费用	830	913	941	941
P/S	0.78	0.71	0.68	0.68	管理费用率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
EV/EBITDA	105.60	6.05	4.93	4.11	EBIT	-1813	3884	4663	5019
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	963	1234	1164	1301
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.3%	3.9%	3.5%	4.0%
毛利率	-2.3%	14.5%	17.2%	18.3%	资产减值损失	-122	-80	-40	0
净利润率	-1.2%	5.7%	7.2%	7.7%	投资收益	1818	1448	1345	1345
净资产收益率	-1.2%	5.9%	7.2%	7.1%	营业利润	-731	3501	4598	4879
资产回报率	-0.4%	2.3%	2.9%	2.8%	营业外收支	-82	-82	-82	-82
投资回报率	-2.5%	4.4%	4.8%	4.8%	利润总额	-814	3419	4516	4797
盈利增长 (%)					EBITDA	473	7219	8106	8513
营业收入增长率	33.1%	9.0%	4.2%	0.0%	所得税	-32	855	1129	1199
EBIT 增长率	-161.8%	314.2%	20.1%	7.6%	有效所得税率%	3.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-115.1%	623.6%	32.1%	6.2%	少数股东损益	-439	769	1016	1079
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-343	1795	2371	2518
资产负债率	52.7%	46.8%	46.9%	46.4%					
流动比率	0.97	1.40	1.84	2.34	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.83	1.19	1.62	2.12	货币资金	7665	4076	10780	18263
现金比率	0.30	0.27	0.70	1.19	应收账款及应收票据	2919	3181	3316	3315
经营效率指标					存货	2471	2171	2233	2241
应收账款周转天数	36.90	36.90	36.90	36.90	其它流动资产	12076	12014	12044	12030
存货周转天数	30.53	30.53	30.53	30.53	流动资产合计	25132	21443	28374	35849
总资产周转率	0.36	0.41	0.40	0.37	长期股权投资	17574	17574	17574	17574
固定资产周转率	0.93	1.06	1.17	1.27	固定资产	31147	29652	28049	25795
					在建工程	2505	3705	4905	5705
					无形资产	1210	1170	1130	1090
					非流动资产合计	55323	54988	54545	53051
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	80454	76431	82918	88899
净利润	-343	1795	2371	2518	短期借款	11829	2000	2000	2000
少数股东损益	-439	769	1016	1079	应付票据及应付账款	5162	4702	4748	4681
非现金支出	2403	3415	3483	3494	预收账款	1	0	0	0
非经营收益	-1408	-131	-99	39	其它流动负债	8952	8655	8709	8660
营运资金变动	-1924	-738	-166	-109	流动负债合计	25944	15357	15457	15341
经营活动现金流	-1711	5109	6605	7021	长期借款	15770	19770	22770	25270
资产	-2600	-3082	-3082	-2082	其它长期负债	680	680	680	680
投资	1370	0	0	0	非流动负债合计	16451	20451	23451	25951
其他	600	1448	1345	1345	负债总计	42395	35807	38908	41291
投资活动现金流	-631	-1635	-1737	-738	实收资本	3778	3778	3778	3778
债权募资	7879	-5829	3000	2500	归属于母公司所有者权益	28603	30397	32768	35287
股权募资	15	0	0	0	少数股东权益	9457	10226	11242	12322
其他	-3336	-1234	-1164	-1301	负债和所有者权益合计	80454	76431	82918	88899
融资活动现金流	4558	-7064	1836	1199					
现金净流量	2216	-3589	6704	7483					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 10 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业, 煤炭, 电力设备与新能源行业
傅逸帆 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 宝光股份, 中煤能源, 节能风电, 靖远煤电, 盛剑环境, 华阳股份, 黔源电力, 郑煤机, 万里扬, 赣能股份, 兖矿能源, 电投能源, 安科瑞, 天地科技, 山西焦煤, 山高环能, 潞安环能, 江苏国信, 湖北能源, 德创环保, 普利特, 中广核矿业, 三峡能源, 长高电新, 平煤股份, 中国神华, 华宏科技, 陕西煤业, 淮北矿业, 太阳能

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。