

2020 年报点评：慷慨分红揭开价值发现新序章，优质项目奠定未来成长

买入（维持）

2021 年 04 月 16 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002
18811311450
liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	20,616	20,947	21,994	22,791
同比（%）	3.5%	1.6%	5.0%	3.6%
归母净利润（百万元）	2,274	2,411	2,581	2,662
同比（%）	-5.4%	6.0%	7.1%	3.1%
每股收益（元/股）	0.60	0.64	0.68	0.70
P/E（倍）	11.18	10.55	9.85	9.55

投资要点

■ **事件：**公司发布 2020 年年报，实现收入 216.91 亿元，同比增长 2.85%；归母净利润 22.74 亿元；扣非后为 22.45 亿元，同比增长 22.14%，符合我们预期。

■ **分红：**重组以来首次大手笔分红，揭开价值发现新序章：2020 年归母净利润为 22.74 亿、母公司净利润为 51.72 亿，弥补以前年度累计亏损后剩余 9.19 亿，提取盈余公积金后可分配利润为 8.27 亿元。按照每 10 股派发现金红利 2 元计算，合计派发现金红利 7.56 亿元，占比可分配利润 91.36%，高分红比例。

■ **成长：**苏晋能源+射阳港项目锁定成长，能源“一张网”战略提升盈利能力：截至 2020 年年底，公司控股装机容量为 1443.7 万千瓦，其中已投产 1377.7 万千瓦（煤电容量 1118.5 万千瓦、燃机容量 259.2 万千瓦），2020 年完成发电量 551.32 亿千瓦时，同比增加 8.13%。

1) 苏晋能源：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。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，发电量能够得到有效的保障，发电利用小时较收购前上升明显。2) 射阳港电厂：100 万千瓦燃煤发电机组扩建工程获得江苏省发改委核准，我们预计 2021 年开工建设。3) 能源“一张网”战略：根据公司官网，公司将优化整合能源相关机构、人员、职能、模式，全面贯通煤炭采购、销售、港口、售电、生产计划、发电等各产业链，做到“以售定电、以电定产、以产定煤”。

■ **空间：**顺应碳中和目标和方向，积极布局清洁能源+储能业务：

1) 能源业务方面，公司积极响应国家碳达峰、碳中和宏观目标，通过节能技术改造、加强环保设施运行维护等手段，不断提升现役机组能效水平和环保水平。考虑和探索抽水蓄能、化学储能、氢能等业务的可能性，并在碳捕获等方面积极储备相关技术和人才。2) 信托业务方面，公司将合规管控放在首位，以服务实体经济为宗旨，在货币市场、资本市场和实业投资领域为客户提供定制化的服务和产品，积极探索开展与碳交易绿色金融创新相关的业务，提升盈利模式转型。

■ **盈利预测与投资评级：**我们将 2021-2022 年 EPS 从 0.61/0.65 元调整至 0.64/0.68 元，预计 2023 年 EPS 为 0.7 元，对应 2021-2023 年 PE 为 11/10/10 倍，考虑到公司能源一张网的盈利能力，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**发电量不及预期、煤炭价格超预期增长等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.73
一年最低/最高价	5.93/9.24
市净率(倍)	0.87
流通 A 股市值(百万元)	25426.48

基础数据

每股净资产(元)	7.78
资产负债率(%)	47.21
总股本(百万股)	3778.08
流通 A 股(百万股)	3778.08

相关研究

1、《江苏国信（002608）：信托业务转型主动，电力有望改善》
2020-04-28

1. 事件

公司发布 2020 年年报，实现收入 216.91 亿元，同比增长 2.85%；归母净利润 22.74 亿元；扣非后为 22.45 亿元，同比增长 22.14%。

分红：重组以来首次大手笔分红，揭开价值发现新序章

根据公司的利润分配方案，2020 年归母净利润为 22.74 亿、母公司净利润为 51.72 亿，弥补以前年度累计亏损后剩余 9.19 亿，提取盈余公积金以后可分配利润为 8.27 亿元。按照每 10 股派发现金红利 2 元计算，合计派发现金红利 7.56 亿元，占比可分配利润 91.36%，如此慷慨的大手笔分红方案，既是公司 2016 年重组以来的第一次，也为公司未来价值回归、估值中枢抬升揭开了新的序章。

成长：苏晋能源+射阳港项目锁定成长，能源“一张网”战略提升盈利能力

根据公司年报内容，截至 2020 年年底，公司控股装机容量为 1443.7 万千瓦，其中已投产 1377.7 万千瓦（煤电容量 1118.5 万千瓦、燃机容量 259.2 万千瓦），2020 年完成发电量 551.32 亿千瓦时，同比增加 8.13%。

1) 苏晋能源：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。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，发电量能够得到有效的保障，发电利用小时较收购前上升明显。苏晋朔州两台机组分别于 2020 年 9 月 15 日、9 月 30 日投产，苏晋保德#1 机组于 2020 年 12 月 24 日投产，#2 机组也于 2021 年 1 月 25 日投产，将成为公司 2021 年新的利润增长点。

2) 射阳港电厂：100 万千瓦燃煤发电机组扩建工程获得江苏省发改委核准，预计 2021 年开工建设。

3) 能源“一张网”战略：根据公司官网内容，公司将优化整合能源相关机构、人员、职能、模式，全面贯通煤炭采购、销售、港口、售电、生产计划、发电等各产业链，做到“以售定电、以电定产、以产定煤”。煤炭业务方面，利用秦港二期投运后的规模优势，扩大煤炭外销业务，实现“购、储、运、销”一体化运作；售电业务方面，制定统一的电力营销策略，组织电厂开拓市场，参与各类电力业务交易；统一计划管理方面，各电厂按照省电网调度下达的年（月）度电量计划，加强与能销公司的煤、电计划对接，

服从统一的营销策略、调度和计划，组织好安全生产和经济发电工作。总体来看，公司通过能源“一张网”战略，提升经营效率、降低经营成本。

空间：顺应碳中和目标和方向，积极布局清洁能源+储能业务

1) 能源业务方面，公司积极响应国家碳达峰、碳中和宏观目标，通过节能技术改造、加强环保设施运行维护等手段，不断提升现役机组能效水平和环保水平。考虑和探索抽水蓄能、化学储能、氢能等业务的可能性，并在碳捕获等方面积极储备相关技术和人才。加快构建清洁、低碳、高效、可持续的现代能源体系，加快发展燃机等清洁能源，建立清洁能源产业优势。

2) 信托业务方面，公司将合规管控放在首位，以服务实体经济为宗旨，在货币市场、资本市场和实业投资领域为客户提供定制化的服务和产品，积极探索开展与碳交易绿色金融创新相关的业务，提升产品的研发能力，提升主动管理能力，推动公司业务模式、盈利模式转型。

盈利预测与投资评级

我们将 2021-2022 年 EPS 从 0.61/0.65 元调整至 0.64/0.68 元，预计 2023 年 EPS 为 0.7 元，对应 2021-2023 年 PE 为 11/10/10 倍，考虑到公司能源一张网的盈利能力，维持“买入”评级。

2. 风险提示

- 1) 发电量不及预期
- 2) 煤炭价格超预期增长等

江苏国信三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21,409	16,173	19,936	13,885	营业收入	20,616	20,947	21,994	22,791
现金	5,349	1,879	3,908	5,360	减:营业成本	17,583	17,177	18,035	18,814
应收账款	2,462	1,556	2,890	1,768	营业税金及附加	210	214	227	234
存货	591	796	660	859	营业费用	19	13	15	16
其他流动资产	13,007	11,942	12,478	5,898	管理费用	832	758	823	855
非流动资产	53,160	54,412	56,468	58,020	研发费用	2	1	1	1
长期股权投资	15,096	17,196	19,320	21,461	财务费用	788	612	459	275
固定资产	31,550	30,678	30,634	30,128	资产减值损失	32	0	0	0
在建工程	2,335	2,200	2,112	1,959	加:投资净收益	1,459	1,597	1,620	1,585
无形资产	1,050	1,206	1,284	1,363	其他收益	22	22	21	21
其他非流动资产	3,129	3,131	3,118	3,109	资产处置收益	-5	-3	-3	-3
资产总计	74,569	70,585	76,403	71,905	营业利润	3,759	3,924	4,224	4,354
流动负债	22,062	18,357	23,647	18,704	加:营业外净收支	-9	-1	-4	-4
短期借款	8,180	8,180	8,180	8,180	利润总额	3,750	3,923	4,220	4,351
应付账款	4,066	1,442	4,995	1,360	减:所得税费用	690	745	804	823
其他流动负债	9,816	8,734	10,472	9,163	少数股东损益	786	767	835	866
非流动负债	13,146	10,444	7,934	5,292	归属母公司净利润	2,274	2,411	2,581	2,662
长期借款	12,469	9,768	7,258	4,616	EBIT	4,908	4,678	4,910	4,903
其他非流动负债	676	676	676	676	EBITDA	6,781	6,580	6,901	6,998
负债合计	35,208	28,801	31,581	23,996	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	9,974	10,741	11,576	12,442	每股收益(元)	0.60	0.64	0.68	0.70
归属母公司股东权益	29,387	31,043	33,246	35,467	每股净资产(元)	7.78	8.22	8.80	9.39
负债和股东权益	74,569	70,585	76,403	71,905	发行在外股份(百万股)	3778	3778	3778	3778
					ROIC(%)	21.2%	18.2%	25.4%	21.5%
					ROE(%)	7.8%	7.6%	7.6%	7.4%
					毛利率(%)	14.7%	18.0%	18.0%	17.5%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	11.0%	11.5%	11.7%	11.7%
经营活动现金流	8,224	462	8,345	-134	资产负债率(%)	47.2%	40.8%	41.3%	33.4%
投资活动现金流	-5,253	-45	-2,969	4,944	收入增长率(%)	3.5%	1.6%	5.0%	3.6%
筹资活动现金流	-2,320	-3,886	-3,347	-3,358	净利润增长率(%)	-1.8%	3.9%	7.5%	3.3%
现金净增加额	651	-3,469	2,028	1,452	P/E	11.18	10.55	9.85	9.55
折旧和摊销	1,873	1,903	1,990	2,094	P/B	0.87	0.82	0.76	0.72
资本开支	1,854	-849	-67	-589	EV/EBITDA	6.32	6.98	6.02	6.46
营运资本变动	4,074	-3,502	4,246	-4,296					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>