

投资评级 优于大市 维持

## 22Q1 环比显著改善，关注新能源转型

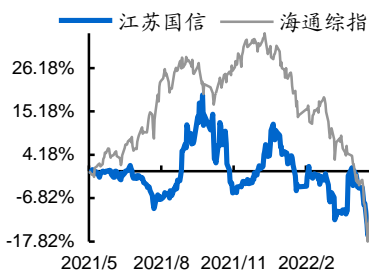
### 股票数据

05月06日收盘价(元)	5.72
52周股价波动(元)	5.16-7.84
总股本/流通A股(百万股)	3778/3778
总市值/流通市值(百万元)	21611/21611

### 相关研究

《合作开发拉开新能源转型大幕》2021.12.31  
《金融业务趋于稳定，电力业务提供增量》  
2021.06.30

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.9	-8.8	-6.4
相对涨幅(%)	-2.6	4.3	8.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:S0850515120001

分析师:戴元灿

Tel:(021)23154146

Email:dyc10422@htsec.com

证书:S0850517070007

分析师:傅逸帆

Tel:(021)23154398

Email:fyf11758@htsec.com

证书:S0850519100001

### 投资要点:

- **煤价高位导致 2021 亏损，22Q1 环比改善显著。**公司 2021 年营收同比+33% 至 288.79 亿元，归母净利润同比转亏至-3.43 亿元，Q3/Q4 分别亏损 2.1/15.3 亿元。22Q1 公司营收同比+23%至 76.81 亿元，归母净利润同比-26%至 3.6 亿元，环比 Q4 增长 18.9 亿元。我们认为煤价高位是 21 年亏损主因。
- **年度长协上浮 19%，煤价回归合理区间，22 年电力板块有望扭亏。**2021 年末，公司已投产火电装机 1443.7 万千瓦(煤电 1184.5 万千瓦，燃机 259.2 万千瓦)。由于宏观经济好转叠加山西机组投产，2021 年公司发电量同比+25% 至 689 亿千瓦时，供热量同比+27%至 725 万吨，平均利用小时+308 至 4688 小时，平均电价同比+0.0144 元至 0.3952 元/千瓦时，板块营收同比+36%至 280 亿元，但供需紧张导致煤价高企，虽电价上浮 20%，仍不能覆盖燃料成本增加部分，导致能源板块利润总额同比下降 316%至-33 亿元。据北极星售电网，2022 年江苏电力市场年度交易电价 0.4667 元/千瓦时，较基准电价上浮 19%。国家发改委发布公告明确煤炭领域经营者哄抬价格行为，促进煤炭市场回归理性、煤炭价格回归合理区间，我们认为，江苏年度长协电价上浮幅度接近上限，叠加未来煤炭回归合理区间，均利好煤电资产盈利修复。
- **与大股东旗下江苏新能合作开发新能源项目。**江苏国信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。我们认为本次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。
- **金融板块利润微增。**21 年股权投资业务投资收益大幅增长，板块利润总额同比+2.0%至 22.53 亿元。江苏信托营收(金融企业报表口径)8.69 亿元，同比下降 19.2%，主要是信托业务转型，主动调结构，根据监管导向收缩了部分条线，导致手续费及佣金收入减少。公司 21 年投资收益 18 亿元，其中联营企业江苏银行和利安人寿贡献 14.9 亿元，债务重组收益贡献 2.5 亿元。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 Q1 环比显著改善，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 17.94、23.70、25.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.63、0.67 元。参照可比公司估值，2022BPS 为 8.05 元，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。
- **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。

### 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	1794	2370	2518
(+/-)YoY(%)	-5.4%	-115.1%	623.3%	32.1%	6.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	-0.09	0.47	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  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 公司盈利预测表**

项目	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入 (亿元)</b>	<b>288.79</b>	<b>314.70</b>	<b>328.00</b>	<b>327.94</b>
能源电力	280.11	305.58	318.42	317.87
金融	8.69	9.12	9.58	10.06
<b>营业总收入 YoY%</b>	<b>33.1%</b>	<b>9.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>0.0%</b>
能源电力	35.9%	9.1%	4.2%	-0.2%
金融	-19.2%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>毛利率 (%)</b>	<b>-2.3%</b>	<b>14.5%</b>	<b>17.2%</b>	<b>18.3%</b>
能源电力	-5.5%	11.9%	14.7%	15.7%
金融	100%	100%	100%	100%

注：金融业务没有直接成本，按标准口径测算毛利率为 100%。

资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 2 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	200	-7			1.0		
600863	内蒙华电	244	30	8	7	1.8	1.3	1.2
600642	申能股份	259	27	9	8	0.8	0.8	0.7
000600	建投能源	73	-3	-30	20	0.8	0.8	0.7
平均值			<b>12</b>		<b>12</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>

注：收盘价为 2022 年 5 月 6 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>28879</b>	<b>31470</b>	<b>32800</b>	<b>32794</b>
每股收益	-0.09	0.47	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	0.80	1.18	1.27	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%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	17	19	19	19
P/E	-63.04	12.05	9.12	8.58	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	0.76	0.71	0.66	0.61	管理费用	830	913	941	941
P/S	0.75	0.69	0.66	0.66	管理费用率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
EV/EBITDA	105.60	8.75	7.29	6.46	EBIT	-1813	3884	4664	5019
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	963	1236	1166	1301
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.3%	3.9%	3.6%	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%	<b>营业利润</b>	<b>-731</b>	<b>3499</b>	<b>4596</b>	<b>4879</b>
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%	<b>利润总额</b>	<b>-814</b>	<b>3417</b>	<b>4514</b>	<b>4797</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	473	5137	5952	6286
营业收入增长率	33.1%	9.0%	4.2%	0.0%	所得税	-32	854	1128	1199
EBIT 增长率	-161.8%	314.3%	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%	623.3%	32.1%	6.3%	少数股东损益	-439	769	1016	1079
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-343</b>	<b>1794</b>	<b>2370</b>	<b>2518</b>
资产负债率	52.7%	46.9%	46.9%	46.4%					
流动比率	0.97	1.26	1.56	1.92	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.83	1.05	1.35	1.70	货币资金	7665	2075	6540	11796
现金比率	0.30	0.13	0.42	0.77	应收账款及应收票据	2919	3181	3316	3315
<b>经营效率指标</b>					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	19442	24133	29382
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	0.99	1.02	1.02	固定资产	31147	31734	32286	32259
					在建工程	2505	3705	4905	5705
					无形资产	1210	1170	1130	1090
					非流动资产合计	55323	57070	58782	59515
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>80454</b>	<b>76512</b>	<b>82915</b>	<b>88896</b>
净利润	-343	1794	2370	2518	短期借款	11829	2083	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	1332	1328	1267	预收账款	1	0	0	0
非经营收益	-1408	-129	-97	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	15440	15457	15341
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1711</b>	<b>3027</b>	<b>4451</b>	<b>4795</b>	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	<b>负债总计</b>	<b>42395</b>	<b>35890</b>	<b>38908</b>	<b>41291</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-631</b>	<b>-1635</b>	<b>-1737</b>	<b>-738</b>	实收资本	3778	3778	3778	3778
债权募资	7879	-5746	2917	2500	归属于母公司所有者权益	28603	30396	32766	35285
股权募资	15	0	0	0	少数股东权益	9457	10226	11241	12321
其他	-3336	-1236	-1166	-1301	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>80454</b>	<b>76512</b>	<b>82915</b>	<b>88896</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>4558</b>	<b>-6983</b>	<b>1751</b>	<b>1199</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>2216</b>	<b>-5590</b>	<b>4465</b>	<b>5256</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 06 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 煤炭行业  
戴元灿 煤炭行业  
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,涪陵电力,华阳股份,黔源电力,万里扬,赣能股份,兖矿能源,金能科技,电投能源,安科瑞,京能电力,华电国际,山西焦煤,隆盛科技,潞安环能,江苏国信,德创环保,浩通科技,普利特,文山电力,富春环保,北清环能,中广核矿业,三峡能源,英科再生,长高电新

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。
	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。