

## 公用事业

2020年08月28日

## 江苏国信 (002608)

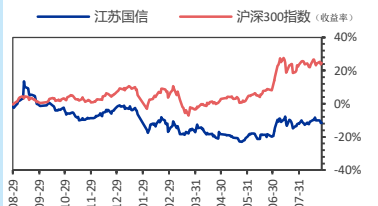
——电力金融双升 看好业绩持续改善

**报告原因：有业绩公布需要点评**  
**增持 (维持)**

| 市场数据： 2020年08月27日  |                  |
|--------------------|------------------|
| 收盘价(元)             | 6.92             |
| 一年内最高/最低(元)        | 8.9/5.93         |
| 市净率                | 0.9              |
| 息率(分红/股价)          | -                |
| 流通A股市值(百万元)        | 26144            |
| 上证指数/深证成指          | 3403.81/13851.32 |
| 注：“息率”以最近一年已公布分红计算 |                  |

| 基础数据： 2020年06月30日 |           |
|-------------------|-----------|
| 每股净资产(元)          | 7.47      |
| 资产负债率%            | 49.63     |
| 总股本/流通A股(百万)      | 3778/3778 |
| 流通B股/H股(百万)       | -/-       |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com  
查浩 A0230519080007  
zhahao@swsresearch.com

## 研究支持

邹佩轩 A0230118080005  
zoupx@swsresearch.com

## 联系人

邹佩轩  
(8621)23297818×转  
zoupx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 公司公告 2020 年中报。2020 年上半年实现营业收入 97.98 亿，同比增加 0.31%；实现归母净利润 11.77 亿，同比减少 21.45%，实现扣非净利润 11.77 亿元，同比增长 26.72%，其中二季度单季实现归母净利润 7.0 亿元，同比增长 77.95%，符合预期。

## 投资要点：

- 二季度江苏省用电需求超预期反弹，煤价下跌带来业绩快速释放。**受疫情影响，江苏省一季度全社会用电量累计下滑 13.21%，跌幅居我国用电大省前列。但是进入二季度后，江苏省 4、5、6 月单月用电增速分别达到 0.26%、3.94%和 7.33%，反弹速度超过市场预期，尤其 6 月单月增速超过全国平均水平（6.07%），为近年罕见。用电需求强劲复苏带动公司营收反弹，二季度单季营收增速达到 8.51%，为公司借壳上市以来新高。从成本端来看，我国二季度煤价呈深“V”走势且整体处于下行通道，下水煤跌幅尤为显著，公司受益充分。在发电量强劲反弹、煤价大幅下行的盈利要素组合下，公司上半年电力业务毛利率达 15.65%，同比提升 4.80 个百分点。
- 信托业务大力发展主动管理，扣非投资收益稳步增长。**公司旗下江苏信托 2019 年以来持续扩大主动管理规模。截至 2020 年 6 月底存续主动管理类信托规模 1904.24 亿元，占比 45%，较年初增加 850.61 亿元，增长 80.73%。从投资收益上看，公司 2020 年上半年实现投资收益 7.57 亿元，去年同期投资收益为 13.27 亿元，但是其中包含利安人寿转为权益法计量获得一次性资产重估收益 9.20 亿元，扣除该部分影响后去年同期投资收益为 4.07 亿元，今年增幅超过 80%。值得注意的是，利安人寿今年上半年贡献投资收益 1305 万元，顺利实现扭亏为盈。从长期战略价值看，由于保险公司资金在成本、稳定性方面均具有优势，在公司持续扩大主动管理规模背景下，信保联合值得期待。
- 江苏省煤价、电价趋势全面利好火电公司，看好公司盈利持续修复。**站在当前时点，我们认为整个火电板块迎来盈利要素改善周期，我们总结公司优势主要包括 1) 煤价：公司机组沿海沿江占比较高，可充分受益于港口下水煤下行周期；2) 电价：江苏省火电市场化比例已接近 100%，全国范围内进一步推进电力市场化对公司影响极为有限，同时受益于产业结构相对高端，省内企业对电价的承受能力也更强，因此公司电价下行风险低于全国平均水平，待供需宽松缓解以及经济企稳后，电价也有望率先迎来反弹。3) 外来电冲击较轻：江苏省今年上半年累计外来电同比减少 2.76%，绝对量处于全国第一梯队但增速较低。江苏省现有已投运特高压投产时间相对较早，负荷整体处于较高水平，未来三年主要增量为白鹤滩 800 万千瓦，预计年送电量 400 亿千瓦时。目前江苏省年用电量在 6000 亿量级，考虑到当前用电增速快速反弹，我们判断江苏省本地机组受外来电进一步冲击相对有限，加之在建火电机组规模大幅减少，未来利用小时数有望逐步企稳。
- 盈利预测与评级：**中报符合预期，我们维持公司 2020-2022 年归母净利润预测分别为 30.43、34.37、37.65 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9、8、7 倍，维持“增持”评级。

## 财务数据及盈利预测

|            | 2019   | 2020H1 | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 21,090 | 9,798  | 25,500 | 26,937 | 27,184 |
| 同比增长率(%)   | -4.7   | 0.3    | 20.9   | 5.6    | 0.9    |
| 归母净利润(百万元) | 2,404  | 1,177  | 3,043  | 3,437  | 3,765  |
| 同比增长率(%)   | -5.9   | -21.5  | 26.6   | 13.0   | 9.5    |
| 每股收益(元/股)  | 0.64   | 0.31   | 0.81   | 0.91   | 1.00   |
| 毛利率(%)     | 12.1   | 15.7   | 20.5   | 21.6   | 22.8   |
| ROE(%)     | 8.9    | 4.2    | 10.1   | 10.3   | 10.1   |
| 市盈率        | 11     |        | 9      | 8      | 7      |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE  
请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 财务摘要

| 百万元, 百万股             | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入                | 22,135 | 21,090 | 25,500 | 26,937 | 27,184 |
| 其中: 营业收入             | 21,005 | 19,915 | 24,393 | 25,800 | 26,044 |
| 减: 营业成本              | 17,882 | 17,514 | 19,390 | 20,216 | 20,095 |
| 减: 税金及附加             | 195    | 214    | 259    | 274    | 276    |
| 主营业务利润               | 2,928  | 2,186  | 4,744  | 5,310  | 5,673  |
| 减: 销售费用              | 2      | 8      | 10     | 10     | 10     |
| 减: 管理费用              | 532    | 703    | 850    | 898    | 906    |
| 减: 研发费用              | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 减: 财务费用              | 766    | 751    | 928    | 865    | 802    |
| 经营性利润                | 1,628  | 724    | 2,956  | 3,537  | 3,955  |
| 加: 信用减值损失 (损失以“-”填列) | 0      | -63    | 0      | 0      | 0      |
| 加: 资产减值损失 (损失以“-”填列) | 38     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 加: 投资收益及其他           | 1,166  | 2,085  | 1,584  | 1,743  | 1,924  |
| 营业利润                 | 3,962  | 3,921  | 5,605  | 6,362  | 6,959  |
| 加: 营业外净收入            | 23     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额                 | 3,985  | 3,921  | 5,605  | 6,362  | 6,959  |
| 减: 所得税               | 708    | 805    | 1,703  | 1,955  | 2,131  |
| 净利润                  | 3,277  | 3,116  | 3,901  | 4,407  | 4,827  |
| 少数股东损益               | 721    | 712    | 858    | 970    | 1,062  |
| 归属于母公司所有者的净利润        | 2,556  | 2,404  | 3,043  | 3,437  | 3,765  |
| 全面摊薄总股本              | 3,778  | 3,778  | 3,778  | 3,778  | 3,778  |
| 每股收益 (元)             | 0.72   | 0.64   | 0.81   | 0.91   | 1.00   |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |                           |
|----|-----|--------------|---------------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | chentao1@swsresearch.com  |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | lidan4@swsresearch.com    |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | chenzuoxi@swsresearch.com |
| 海外 | 朱凡  | 021-23297573 | zhufan@swsresearch.com    |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。