

江苏国信 (002608)

证券研究报告

2019年12月25日

控股股东增持打消减持担忧，苏晋能源有望逐步增厚业绩

控股股东拟于6个月内增持1-2亿元且附加锁定承诺

公司近日发布公告：控股股东国信集团拟于2019年12月24日起的6个月内，增持公司股份不低于人民币1亿元，不超过人民币2亿元；在增持实施期间及增持完成之日起6个月内不减持公司的股票。截止公告日，国信集团直接持有公司股份数为26.72亿股，占公司总股本的70.72%，国信集团及其一致行动人共持有公司股份数为27.51亿股，占公司总股本的72.80%。

明年1月解禁后的减持风险可能已无需担忧

2020年1月6日，控股股东国信集团将有一笔23.58亿股（占总股本62.42%）限售股解禁。此次增持附加了锁定期的承诺，意味着控股股东所持有股份（含上述即将解禁部分）不会在锁定期内出售，我们认为可以有效解除二级市场对明年1月份该笔解禁后控股股东可能进行减持的担忧。控股股东在持股比例已超70%的情况下，仍进行力度可观的增持，充分显示了其对公司未来发展的信心。公司作为国信集团旗下的能源和金融板块上市平台，未来有望获得控股股东在优质资产注入、资本运作、并购重组等方面的更多支持。

苏晋能源已有三个项目完成股权交割，有望于明年贡献可观的业绩增厚

公司于2018年10月投资设立苏晋能源，运营雁淮直流配套电源点项目，有助于扩大公司在江苏电力市场的份额、实现公司业务区域范围的突破，公司战略布局得以优化。苏晋能源拟收购中煤平朔、中电神头、同煤塔山二期、晋能保德四个项目。

中煤平朔（2台66万千瓦）、同煤塔山二期（2台66万千瓦）、晋能保德（2台66万千瓦）三项目已完成股权交割和工商登记备案，预计19年并表。这三个项目位于山西，皆为具有煤炭成本优势的坑口电厂，总装机容量396万千瓦。同煤塔山二期已投产，我们预计中煤平朔、晋能保德的四台在建机组有望于明年陆续投产，将为公司火电板块业绩带来可观的增厚。

信托业务拓展有望进入收获期

公司近年来积极推进信托业务拓展，江苏信托相继组建了深圳、成都、北京、上海四个异地业务部门，并在本部设立了市场化财富中心、房地产信托部、消费信托部等专业部门。公司将通过收入成本比薪酬改革，来激励团队业务拓展能力、提升公司整体竞争力。我们预计上述业务布局有望在2020年进入收获期，为信托板块盈利带来明显增量。

盈利预测与评级

我们预计公司19年发电量可能因供需格局变化、控煤政策等因素而同比下滑，因此下调公司19-20年归母净利润预测值为31.2、28.7亿元（调整前为33.9、30.1亿元），并新增2021年归母净利润预测值31.3亿元。公司主业以能源、金融“双轮驱动”，资产结构优良、布局合理，可以发挥产业与金融的互补效应，一定程度上克服产业经济周期带来的影响，提升公司的综合实力和竞争力。我们看好公司未来的发展，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动，信托政策变化，煤价上涨，电价下调

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,204.30	22,135.31	21,249.90	22,312.39	23,428.01
增长率(%)	20.16	9.56	(4.00)	5.00	5.00
EBITDA(百万元)	5,923.35	6,285.44	6,919.07	6,533.29	6,940.47
净利润(百万元)	2,179.67	2,556.10	3,120.56	2,872.49	3,126.51
增长率(%)	102.28	17.27	22.08	(7.95)	8.84
EPS(元/股)	0.58	0.68	0.83	0.76	0.83
市盈率(P/E)	12.95	11.04	9.04	9.83	9.03
市净率(P/B)	1.61	1.17	1.07	0.97	0.87
市销率(P/S)	1.40	1.27	1.33	1.26	1.20
EV/EBITDA	7.68	6.03	4.23	4.18	3.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.47元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,778.08
流通A股股本(百万股)	1,419.72
A股总市值(百万元)	28,222.26
流通A股市值(百万元)	10,605.28
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	48.15
一年内最高/最低(元)	10.79/6.81

作者

于夕朦	分析师
SAC执业证书编号：S1110518050001	
yuximeng@tfzq.com	
周迪	联系人
zhoudi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《江苏国信-公司点评:19Q1盈利超预期，业绩有望迎来能源+信托双轮驱动》2019-03-13
- 《江苏国信-季报点评:前三季度业绩同比增11.88%，成功控股苏晋能源项目》2018-10-26
- 《江苏国信-公司深度研究:周期轮回逐渐走出底部，背靠发电大省助力业绩增长》2018-07-02



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,579.02	3,612.24	12,705.65	15,258.80	20,953.51	营业收入	20,204.30	22,135.31	21,249.90	22,312.39	23,428.01
应收票据及应收账款	1,694.57	1,798.83	1,270.32	1,006.75	1,384.17	营业成本	16,285.09	17,882.23	17,106.17	17,738.35	18,508.13
预付账款	354.54	488.14	17.18	612.80	79.28	营业税金及附加	158.64	195.19	196.45	192.74	208.52
存货	695.62	943.56	793.16	880.24	972.21	营业费用	1.50	2.05	2.12	2.23	2.34
其他	1,479.68	2,897.66	1,416.28	1,899.97	1,864.87	管理费用	499.44	532.13	531.25	557.81	585.70
流动资产合计	7,803.42	9,740.43	16,202.60	19,658.55	25,254.03	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7,157.24	8,396.23	8,396.23	8,396.23	8,396.23	财务费用	665.81	765.72	750.00	750.00	750.00
固定资产	24,431.38	23,841.96	22,787.22	21,687.37	20,547.45	资产减值损失	(6.87)	(38.35)	0.00	0.00	0.00
在建工程	557.32	379.03	263.42	206.05	153.63	公允价值变动收益	0.00	0.00	150.00	150.00	150.00
无形资产	740.65	728.89	704.17	679.46	654.75	投资净收益	997.93	1,182.06	2,100.10	1,300.10	1,400.10
其他	5,115.68	10,563.59	8,998.97	9,192.14	9,560.55	其他	(2,032.46)	(2,348.17)	(4,500.35)	(2,900.35)	(3,100.35)
非流动资产合计	38,002.27	43,909.69	41,150.01	40,161.25	39,312.61	营业利润	3,635.22	3,962.45	4,914.16	4,521.51	4,923.57
资产总计	45,805.70	53,650.13	57,352.61	59,819.80	64,566.64	营业外收入	11.36	121.64	120.00	120.00	120.00
短期借款	8,011.00	11,137.00	9,000.00	9,000.00	9,000.00	营业外支出	164.92	98.73	95.00	95.00	95.00
应付票据及应付账款	1,668.59	1,656.03	2,677.65	1,407.54	2,723.24	利润总额	3,481.66	3,985.36	4,939.16	4,546.51	4,948.57
其他	7,481.51	5,530.46	6,896.30	7,104.20	6,562.69	所得税	657.95	708.04	938.44	863.84	940.23
流动负债合计	17,161.10	18,323.50	18,573.95	17,511.73	18,285.92	净利润	2,823.71	3,277.31	4,000.72	3,682.67	4,008.34
长期借款	4,915.63	3,905.90	4,000.00	4,000.00	4,000.00	少数股东损益	644.04	721.22	880.16	810.19	881.84
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,179.67	2,556.10	3,120.56	2,872.49	3,126.51
其他	1,119.65	752.21	1,165.83	1,012.56	976.87	每股收益(元)	0.58	0.68	0.83	0.76	0.83
非流动负债合计	6,035.28	4,658.11	5,165.83	5,012.56	4,976.87	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	23,196.38	22,981.61	23,739.78	22,524.30	23,262.79	成长能力					
少数股东权益	5,047.97	6,450.73	7,330.89	8,141.08	9,022.92	营业收入	20.16%	9.56%	-4.00%	5.00%	5.00%
股本	3,253.15	3,778.08	3,778.08	3,778.08	3,778.08	营业利润	-8.80%	9.00%	24.02%	-7.99%	8.89%
资本公积	13,107.14	16,581.77	16,581.77	16,581.77	16,581.77	归属于母公司净利润	102.28%	17.27%	22.08%	-7.95%	8.84%
留存收益	13,518.13	19,383.30	22,503.86	25,376.35	28,502.86	获利能力					
其他	(12,317.06)	(15,525.36)	(16,581.77)	(16,581.77)	(16,581.77)	毛利率	19.40%	19.21%	19.50%	20.50%	21.00%
股东权益合计	22,609.32	30,668.52	33,612.83	37,295.51	41,303.85	净利率	10.79%	11.55%	14.69%	12.87%	13.35%
负债和股东权益总	45,805.70	53,650.13	57,352.61	59,819.80	64,566.64	ROE	12.41%	10.55%	11.87%	9.85%	9.69%
						ROIC	12.73%	12.97%	13.82%	15.63%	16.26%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	50.64%	42.84%	41.39%	37.65%	36.03%
净利润	2,823.71	3,277.31	3,120.56	2,872.49	3,126.51	净负债率	55.27%	42.72%	8.07%	0.41%	-14.01%
折旧摊销	1,673.20	1,555.51	1,255.06	1,261.93	1,267.05	流动比率	0.45	0.53	0.87	1.12	1.38
财务费用	662.41	794.67	750.00	750.00	750.00	速动比率	0.41	0.48	0.83	1.07	1.33
投资损失	(998.05)	(1,181.96)	(2,100.00)	(1,300.00)	(1,400.00)	营运能力					
营运资金变动	(1,634.51)	(4,202.42)	6,171.58	(2,312.05)	744.83	应收账款周转率	11.72	12.67	13.85	19.60	19.60
其它	734.26	2,802.91	1,030.16	960.19	1,031.84	存货周转率	27.62	27.01	24.47	26.67	25.29
经营活动现金流	3,261.01	3,046.02	10,227.36	2,232.55	5,520.22	总资产周转率	0.45	0.45	0.38	0.38	0.38
资本支出	2,864.97	2,368.27	(353.62)	233.26	85.70	每股指标(元)					
长期投资	658.73	1,238.98	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.58	0.68	0.83	0.76	0.83
其他	(6,476.90)	(10,225.34)	2,323.38	842.21	1,084.06	每股经营现金流	0.86	0.81	2.71	0.59	1.46
投资活动现金流	(2,953.20)	(6,618.09)	1,969.76	1,075.48	1,169.76	每股净资产	4.65	6.41	6.96	7.72	8.54
债权融资	16,074.69	16,714.41	15,417.11	15,412.23	15,166.95	估值比率					
股权融资	(664.26)	3,511.43	(1,795.14)	(738.74)	(738.74)	市盈率	12.95	11.04	9.04	9.83	9.03
其他	(15,111.79)	(16,640.13)	(16,725.67)	(15,428.37)	(15,423.49)	市净率	1.61	1.17	1.07	0.97	0.87
筹资活动现金流	298.63	3,585.71	(3,103.71)	(754.88)	(995.28)	EV/EBITDA	7.68	6.03	4.23	4.18	3.16
汇率变动影响	(0.12)	0.10	0.10	0.10	0.10	EV/EBIT	10.66	7.99	5.17	5.18	3.86
现金净增加额	606.32	13.74	9,093.51	2,553.24	5,694.81						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com