



国电电力

项目储备丰富、装机增速可期

业绩回顾

核心利润符合预期

2015年公司录得营收548亿元，同比下降11.7%（基于14年重述金额），符合我们的预期；归母净利43.6亿元，同比下滑28%，主因系1）参股单位计提资产减值损失导致公司确认投资亏损17.31亿元（占2015年净利40%）；2）资产减值损失同比增33.5%至6.1亿元。核心利润达49.7亿元，符合我们的预期。

发展趋势

项目储备丰富、未来装机容量扩张确定性高。在我们覆盖的几大电力公司中，公司2016~2020年装机容量增速最高且确定性最大。预计2016年和2017年新投产机组4.6吉瓦和5.5吉瓦，总装机同比增10%/11%。2015年公司核准电源项目10吉瓦，其中火电6.7吉瓦，以外送电及煤电一体化项目为主。公司目标16年核准电源项目7吉瓦，重点发展煤电基地、东南沿海、煤运通道及特高压外送项目。

“火消水涨”。受益于大渡河流域来水丰沛，公司15年水电发电量同比增13%至319亿千瓦时，占总发电量19%（14年：16%）。利用小时同比增4%至3,678小时（火电利用小时同期减少626小时）。受政府补助较14年减少65%的影响，水电板块利润同比降低6.74%。我们预计此种“火消水涨”的情况将在2016年继续，随着政府补助不确定性带来的影响进一步降低，水电板块利润有望回升。

盈利预测

小幅上调2016/17年营收预测2%/3%至529/528亿元，基于1）未来新投产项目确定性高；2）16年公司发电量增速指引高达15% vs. 我们预期同比增5%。下调**2016/17年核心净利4%/8%至45.2/40亿元**，主因系1）低费用率难以维持；2）预计煤价后期低位徘徊，进一步下跌空间不大。

估值与建议

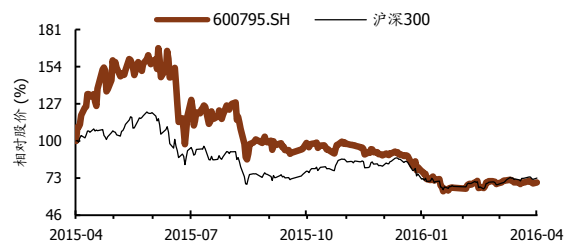
维持中性评级。基于核心利润下调和近期整体估值中枢下移，下调目标价至**3.46元**，基于2016和2017年预测市盈率15x和17x。

风险

1）大渡河来水不佳；2）非经常性损失进一步扩大。

维持中性

股票代码	600795.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 3.08
目标价	人民币 3.46
52周最高价/最低价	人民币 7.46~2.79
总市值(亿)	人民币 605
30日日均成交额(百万)	人民币 340.73
发行股数(百万)	19,650
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	109.44
主营行业	电力



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	61,793	54,583	52,934	52,860
增速	-6.8%	-11.7%	-3.0%	-0.1%
归属母公司净利润	6,075	4,364	4,521	4,001
增速	-3.3%	-28.2%	3.6%	-11.5%
每股净利润	0.31	0.22	0.23	0.20
每股净资产	2.40	2.56	2.68	2.77
每股股利	0.15	0.11	0.12	0.10
每股经营现金流	1.16	1.24	1.28	1.36
市盈率	10.0	13.9	13.4	15.1
市净率	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.7	7.7	7.7	7.7
股息收益率	4.9%	3.6%	3.8%	3.4%
平均总资产收益率	2.5%	1.8%	1.8%	1.5%
平均净资产收益率	14.2%	8.9%	8.8%	7.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

李敏

联系人

min3.li@cicc.com.cn
 SAC 执业编号：S0080114110026
 SFC CE Ref: ASU506

周时怡

联系人

shiyi.zhou@cicc.com.cn
 SAC 执业编号：S0080115050023
 SFC CE Ref: BGR107

陈龙

分析员

long.chen@cicc.com.cn
 SAC 执业编号：S0080515110001
 SFC CE Ref: BGM032



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表				
营业收入	61,793	54,583	52,934	52,860
营业成本	44,392	37,654	36,520	37,121
营业税金及附加	514	494	479	479
营业费用	48	38	37	37
管理费用	895	769	745	744
财务费用	6,718	5,906	5,755	5,724
其他	0	0	0	0
营业利润	11,132	9,282	9,397	8,756
营业外收支	536	475	461	387
利润总额	11,668	9,758	9,858	9,143
所得税	2,553	2,610	2,637	2,446
少数股东损益	3,040	2,784	2,700	2,696
归属母公司净利润	6,075	4,364	4,521	4,001
EBITDA	25,535	25,567	26,432	26,730
资产负债表				
货币资金	2,349	3,441	1,850	3,758
应收账款及票据	17,309	12,929	12,538	12,521
预付款项	432	299	290	295
存货	2,383	1,818	1,763	1,792
其他流动资产	-5,474	-3,674	-3,563	-3,558
流动资产合计	16,999	14,813	12,879	14,808
固定资产及在建工程	144,073	163,706	186,681	198,901
无形资产及其他长期资产	5,631	6,082	6,014	5,948
非流动资产合计	229,369	235,372	246,395	252,404
资产合计	246,253	250,185	259,274	267,212
短期借款	24,746	26,431	26,948	26,952
应付账款及票据	27,481	23,425	25,117	26,547
其他流动负债	37,997	38,313	37,158	37,767
流动负债合计	90,224	88,168	89,223	91,266
应付长期债券	7,970	7,669	9,169	10,669
非流动负债合计	90,343	92,493	95,467	96,979
负债合计	180,487	180,661	184,691	188,245
股东权益合计	47,153	50,384	52,743	54,431
少数股东权益	18,614	19,140	21,840	24,536
负债及股东权益合计	246,253	250,185	259,274	267,212
现金流量表				
净利润	9,115	7,147	7,220	6,697
折旧和摊销	9,591	9,939	11,280	12,251
营运资本变动	-55	976	881	2,017
其他	0	-66	0	0
经营活动现金流	22,798	24,293	25,137	26,688
投资活动现金流入	7,056	2,637	0	0
投资活动现金流出	25,588	593	0	0
投资活动现金流	-18,532	-18,639	-22,303	-18,260
股权融资	0	0	0	0
银行借款	104,181	7,399	0	0
其他	2,183	2,306	0	0
筹资活动现金流	-4,486	-4,562	-4,425	-6,521
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	-218	1,092	-1,591	1,907

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-6.8%	-11.7%	-3.0%	-0.1%
营业利润	0.5%	-16.6%	1.2%	-6.8%
EBITDA	3.1%	0.1%	3.4%	1.1%
净利润	-3.3%	-28.2%	3.6%	-11.5%
盈利能力				
毛利率	28.2%	31.0%	31.0%	29.8%
营业利润率	18.0%	17.0%	17.8%	16.6%
EBITDA 利润率	41.3%	46.8%	49.9%	50.6%
净利率	9.8%	8.0%	8.5%	7.6%
偿债能力				
流动比率	0.19	0.17	0.14	0.16
速动比率	0.16	0.15	0.12	0.14
现金比率	0.03	0.04	0.02	0.04
资产负债率	73.3%	72.2%	71.2%	70.4%
净债务资本比率	64.4%	60.9%	65.0%	62.2%
回报率分析				
总资产收益率	2.5%	1.8%	1.8%	1.5%
净资产收益率	14.2%	8.9%	8.8%	7.5%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.31	0.22	0.23	0.20
每股净资产 (元)	2.40	2.56	2.68	2.77
每股股利 (元)	0.15	0.11	0.12	0.10
每股经营现金流 (元)	1.16	1.24	1.28	1.36
估值分析				
市盈率	10.0	13.9	13.4	15.1
市净率	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.7	7.7	7.7	7.7
股息收益率	4.9%	3.6%	3.8%	3.4%

公司简介

国电电力发展股份有限公司是中国国电集团公司控股的全国性上市发电公司, 是中国国电集团公司的核心企业、在资本市场的直接融资窗口和实施整体改制的平台。国电电力目前拥有直属及控股企业 62 家, 参股企业 18 家, 筹建处 8 家。公司资产结构优良, 所属企业分布东北、华北、华东、华南、西南、西北等 25 个省、市、自治区。近年来, 国电电力大力推进新能源发展和创新型建设, 深化改革创新, 积极转变发展方式, 不断加快结构调整和企业转型步伐, 形成了突出发电业务, 煤炭、煤化工、多晶硅、铁路、金融等相关产业多元发展的模式。



图表 1: 2015 年业绩概览

(百万元)	2015A	同比 (%)	2015E	vs. CICC 预测	2016E	同比 (%)
收入	54,583	-12%	54,819	0%	52,934	-3%
毛利	16,928	-3%	17,601	-4%	16,414	-3%
营业利润	9,282	-17%	9,308	0%	9,397	1%
核心利润	4,973	-24%	4,880	2%	4,521	-9%
全面摊薄每股收益 (元)	0.22	-28%	0.25	-11%	0.23	4%
重要比率						
毛利率	31.0%	2.9ppt	32.1%	-1.1ppt	31.0%	-1.1ppt
营业利润率	17.0%	-1ppt	17.0%	0ppt	17.8%	0.8ppt
核心利润率	9.1%	-1.5ppt	8.9%	0.2ppt	8.5%	-0.4ppt

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 2: 业绩预测调整

	调整前		调整后		调整幅度 (%)	
(百万元)	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
营业收入	52,048	51,244	52,934	52,860	2%	3%
营业成本	32,820	33,337	36,520	37,121	11%	11%
毛利	19,229	17,906	16,414	15,740	-15%	-12%
营业利润	10,758	10,394	9,397	8,756	-13%	-16%
利润总额	11,209	10,771	9,858	9,143	-12%	-15%
核心利润	4,705	4,361	4,521	4,001	-4%	-8%
每股核心收益 (元)	0.24	0.22	0.23	0.20	-4%	-8%

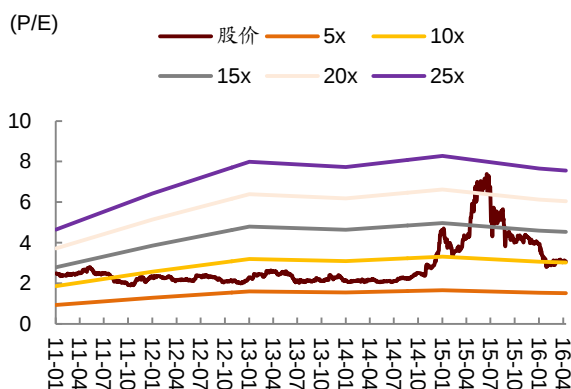
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

公司	代码	评级	股价	目标价	市值	P/E			EPS			P/B			ROE (%)		
			2016/4/12	元	(百万元)	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
A 股																	
			(元)						(元/股)								
华能国际	600011.SH	推荐	7.88	8.40	119,779	8.7	9.9	10.5	0.91	0.80	0.75	1.5	1.4	1.3	17%	14%	13%
华电国际	600027.SH	推荐	5.61	7.14	55,331	7.2	8.4	9.7	0.78	0.67	0.58	1.3	1.2	1.1	18%	14%	12%
大唐发电	601991.SH	中性	4.30	4.90	57,233	12.3	16.2	13.5	0.35	0.26	0.32	1.2	1.2	1.2	10%	8%	9%
国电电力	600795.SH	中性	3.08	3.46	60,523	13.9	13.4	15.1	0.22	0.23	0.20	1.2	1.1	1.1	9%	9%	7%
A 股均值						10.5	12.0	12.2	0.6	0.5	0.5	1.3	1.2	1.2	14%	11%	10%
H 股																	
			(港币)	(港币)	(百万美元)				(港币/股)								
华能国际	0902.HK	推荐	7.04	7.60	13,794	6.2	7.0	7.4	1.13	1.01	0.95	1.1	1.0	0.9	17%	14%	13%
华电国际	1071.HK	推荐	4.92	6.80	6,255	5.0	5.8	6.7	0.98	0.85	0.73	0.9	0.8	0.8	18%	14%	12%
华润电力	0836.HK	推荐	14.80	18.90	9,171	7.1	6.0	6.4	2.09	2.45	2.32	1.0	0.9	0.8	14%	15%	13%
中国电力	2380.HK	推荐	3.93	4.70	3,726	5.6	6.9	7.1	0.71	0.57	0.55	0.8	0.8	0.7	15%	11%	10%
大唐发电	0991.HK	中性	2.35	2.40	4,032	5.4	7.0	5.8	0.44	0.34	0.40	0.5	0.5	0.5	10%	8%	9%
H 股均值						5.9	6.6	6.7	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	16%	14%	12%

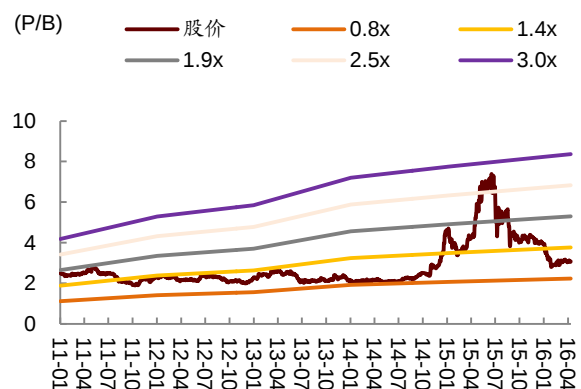
资料来源: 万得资讯, 公司数据、中金公司研究部

图表 4: 历史市盈率区间



资料来源: 万得资讯, 公司数据、中金公司研究部

图表 5: 历史市净率区间



资料来源: 万得资讯, 公司数据、中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

