

新机组投产和燃煤成本下降持续改善盈利水平

华电国际（600027）2012 年年报点评

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013 年 3 月 28 日

投资要点：

◇ **事件：**华电国际（600027）公布2012年年报，2012年公司实现营业收入594.9亿元，同比增长9.17%；营业利润20.67亿元，同比上涨719.39%；归属母公司净利润14.17亿元，同比增长1690.18%；实现基本每股收益0.201元，同比增长1575%。业绩高于预期。

点评：

◇ **新机组投产提升发电量。**2012年公司各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量1569.36亿千瓦时，同比增加4.1%；累计完成上网电量1467.19亿千瓦时，同比增加4.18%。公司发电量增长主要是新机组的投产所致，2012年公司控股电厂由32家增加至36家，控股装机容量33578.5MW，权益装机29261.6MW,分别增长12.8%和13.7%。发电量和售电量的增加，和2011年电价上调翘尾因素使得营业收入增长9.17%，高于预期。

◇ **机组利用率下降较快。**公司由于2012年宏观经济形势低迷，用电需求疲软，公司虽然新投产机组较多，但机组利用率下降较快。2012年机组平均利用小时数5111小时，同比降低185小时，比预期低较多。预计2013年整体利用小时维持2012年水平，在5100小时左右。

◇ **费用增长平稳，资本结构有待进一步优化。**2012年公司管理费用和财务费用同比增速分别达到21.28%和26.34%，增速较2012年分别增加6.5和减少23个百分点，公司费用增长得到较好的控制。不过，公司资产负债率高达83.2%，虽然较2011年略有下降，但仍在80%以上，其中应付债券增长较快，达167.95%。整体看，资本结构有待进一步优化。

◇ **盈利能力得到大幅改善。**公司2012年整体毛利率达16%，同比大幅上升近7个百分点，尤其是四季度提升最为明显（达20%）；其中，主营业务一发电业务毛利率上升较快，达17.4%，同比大幅上升7.5个百分点，主要得益于燃煤成本的下降，使整个营业成本同比较少0.75%，提升发电盈利能力。而供热、煤炭业务毛利率同比分别下降4%和8.8%，拖累整体毛利率增长。公司2012年净利润率3.22%，同比有1.6个百分点的上升。净资产收益率也快速升至8%，均显示公司盈利能力有改善明显。

◇ **维持“谨慎推荐”评级。**我们判断 2013 年电煤价格将维持低位，同时 2013 年电力需求将缓慢回升，预计公司 2013-2014 年基本每股收益 0.29 元和 0.41 元，对应 PE 分别为 15.6 倍和 11.1 倍，维持“谨慎推荐”评级。

◇ **风险提示。**用电需求低于预期，燃煤价格大幅反弹，费用增长过快。

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

研究助理：饶志

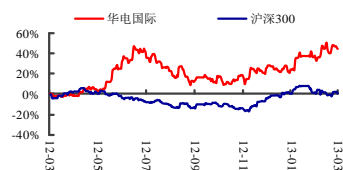
电话：0769-22119416

邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 03 月 27 日

收盘价(元)	4.60
总市值(亿元)	339.07
总股本(百万股)	7,371.08
流通股本(百万股)	5,340.06
ROE(TTM)	2.53%
12 月最高价(元)	4.81
12 月最低价(元)	2.96

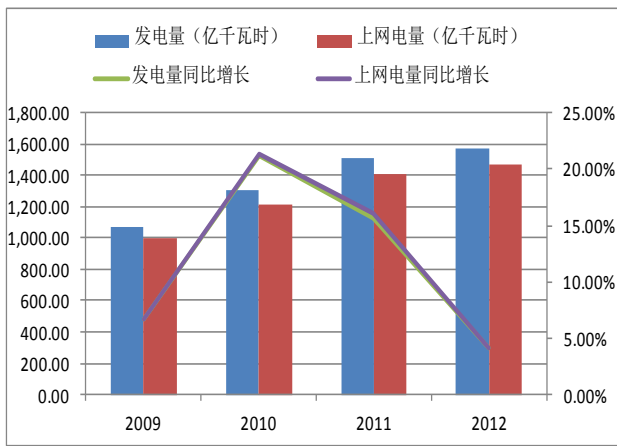
股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

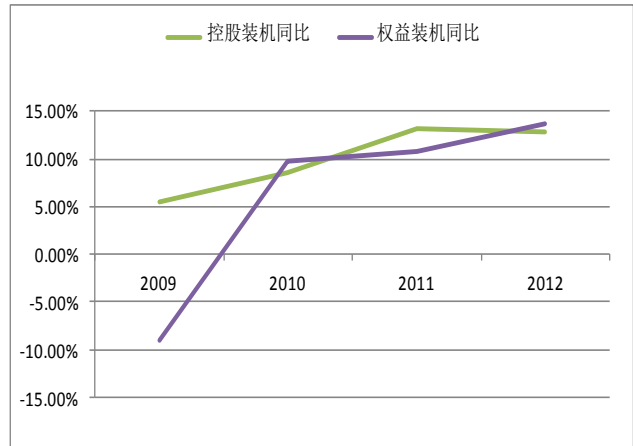
相关报告

图 1：公司发电量和上网电量及其增长



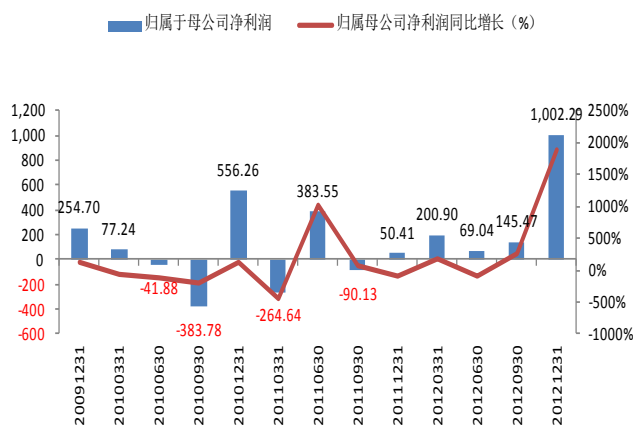
数据来源：东莞证券研究所，wind

图 2：公司季度发电量增长情况



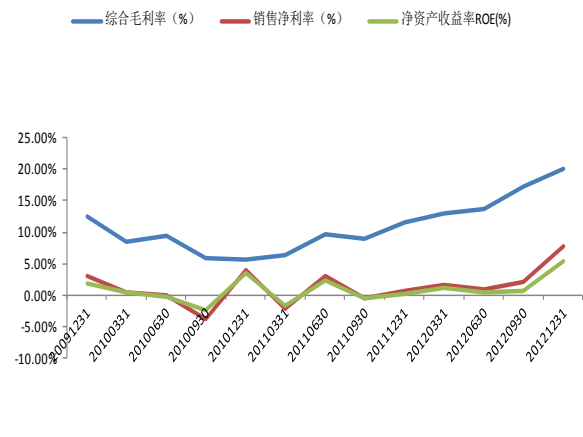
数据来源：东莞证券研究所，公司公告

图 3：公司归属于母公司净利润季度比较



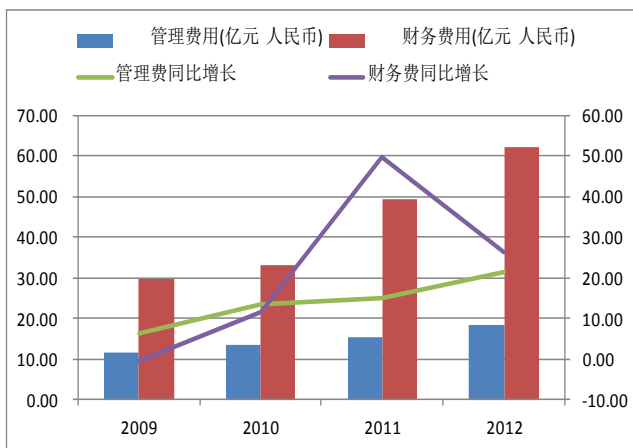
数据来源：东莞证券研究所，wind

图 4：公司盈利能力季度比较



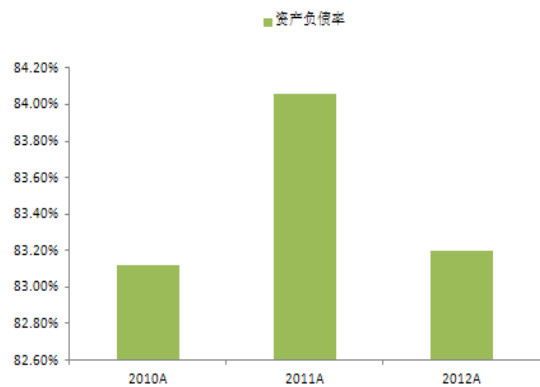
数据来源：东莞证券研究所，wind

图 5：近年公司费用率变化情况



数据来源：东莞证券研究所，wind

图 6：近三年资产负债率



数据来源：东莞证券研究所，wind

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业总收入	54,490.81	59489.97	65498.46	71786.31
营业总成本	56,106.26	58527.46	63248.62	67971.95
营业成本	49,464.89	49968.36	54298.22	59008.35
营业税金及附加	268.46	268.46	261.99	287.15
销售费用	0	0.00	0.00	0.00
管理费用	1520	1843.13	1833.96	2010.02
财务费用	4925	6222.70	6788.95	6594.66
资产减值损失	(13)	224.81	65.50	71.79
其他经营收益	1282	1104.13	1077.38	1077.38
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1282	1104.13	1077.38	1077.38
其中 对联营和合营投资收益	557	613.04	499.38	499.38
营业利润	(334)	2066.65	3327.21	4891.74
加 营业外收入	531	756.52	713.64	713.64
减 营业外支出	21	207.86	200.00	200.00
利润总额	177	2615.31	3840.85	5405.37
减 所得税	32	698.34	960.21	1351.34
净利润	145	1916.97	2880.64	4054.03
减 少数股东损益	66	499.28	729.76	1027.02
归属于母公司净利润	79.19	1417.70	2150.88	3027.01
最新总股本(万股)	6771.08	7371.08	7371.08	7371.08
基本每股收益(元)	0.01	0.19	0.29	0.41
市盈率(倍)	388.17	23.61	15.56	11.06

资料来源：东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn