

华电国际 A

2013 年业绩大幅超预期

实现净利润 41 亿元，同比增加 192%

扣除资产处置损益和资产减值损失后，2013 年华电国际经常性净利润同比增长 326% 至 48 亿元（12 年基数较低），主要是由于煤电利用率同比上升 2% 且单位燃煤成本同比下降 15%。去年公司成本控制良好，管理费用和其他经营费用同比分别下降 5% 和 11%。13 年拟分红 0.225 元/股，比 12 年增加 246%，也高于我们此前预期的 0.188 元/股，对应 2013 年股息收益率为 7.4%。

13 年业绩大幅超出瑞银预测和市场一致预期

公司扣非前净利润比我们预测高 18%，经常性净利润则比瑞银预测和市场一致预期分别高 38% 和 22%。公司 13 年实际业绩处在 1 月份预告业绩的上限，我们认为将成为股价有利催化剂。营业利润比瑞银预测高 6% 的原因在于：煤价低于预期且利用率高于预期。2014 年公司计划电量为 1860 亿千瓦时（瑞银预测 1825 亿千瓦时）。我们认为公司经营前景良好，2013 年底公司已核准和在建装机达到 9GW，其中煤电占比高达 51%。

维持“买入”，强劲的 13 年业绩是股价有利催化剂

我们重申对华电的“买入”评级。公司盈利对煤价极为敏感，因此去年实现了远超预期的净利润。当前 2014 年 PE 为 6.1 倍、PB 为 0.9 倍、ROE 为 16.5%，估值较具吸引力。就整个电力板块而言，我们认为市场对电价风险过度反应，而忽略了已然大幅走低的煤价。

估值：维持目标价 3.80 元

我们基于 DCF 估值方法并假设 WACC 为 6.5%，得到目标价 3.80 元。

Equities

中国

电力生产和供应业

12 个月评级 **买入**
12 个月目标价 **Rmb3.80**
股价 **Rmb3.03**

路透代码: 600027.SS 彭博代码 600027 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb4.56-2.84
市值	Rmb22.0 十亿/US\$3.54 十亿
已发行股本	5,940 百万 (ORDA)
流通股比例	35%
日均成交量(千股)	21,155
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb62.8
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb22.5 十亿
市净率 (12/13E)	1.0x
净债务 / EBITDA	6.2x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/13E	0.47	0.47
12/14E	0.50	0.48
12/15E	0.40	0.41

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	45,198	54,178	59,080	64,591	68,478	72,074	77,319	81,084
息税前利润(UBS)	1,726	3,155	6,983	11,821	13,327	11,348	11,353	11,685
净利润 (UBS)	(1,087)	(906)	942	3,465	4,249	3,385	3,384	3,692
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	(0.16)	(0.13)	0.13	0.47	0.50	0.40	0.40	0.50
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.07	0.19	0.20	0.16	0.16	0.17
净债务 / (现金)	(90,809)	(104,549)	(114,675)	(120,302)	(122,704)	(128,296)	(125,516)	(120,077)
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	3.8	5.8	11.8	18.3	19.5	15.7	14.7	14.4
ROIC (EBIT) (%)	1.8	2.9	5.7	8.8	9.2	7.4	7.2	7.5
EV/EBITDA(core)x	15.8	12.7	9.6	7.0	6.5	7.2	7.1	6.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	(26.6)	(24.5)	26.7	6.4	6.1	7.6	7.6	6.0
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(44.2)	(56.6)	(45.1)	(24.8)	(21.2)	(17.3)	18.8	31.2
净股息收益率(%)	0.0	0.0	1.8	6.2	6.6	5.2	5.2	5.7

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 03 月 21 日 22 时 38 分的股价(Rmb3.03)得出。

投资主题

华电国际 A

投资理由

1、公司以火电为主，电力板块贡献了绝大部分利润。公司净利率低，是我们覆盖的火电公司中对煤价最敏感的一家，且业绩的波动性最大，如果煤价出现明显反弹，可能严重削减公司盈利；2、我们相信电煤市场已出现结构型转变，煤价持续走低将是大概率事件，有助于提升公司盈利能力；3、随着中国用电需求增速下降，公司很可能会减少投资从而降低杠杆、改善资产负债表。我们认为市场过于放大了电价下调的影响，仍然维持“买入”评级。我们目前的 2014-15 年盈利预测比市场一致预期高 4%/低 2%，目标价的推导基于 DCF 估值方法（假设 WACC 为 6.5%），目标价对应 2014 年 PE 为 7.6 倍。

乐观情景

如果 2014/15 年秦皇岛现货价均为 500 元/吨，而合同价存在 10-20 元/吨的折扣，我们估算公司每股估值为 4.70 元。

悲观情景

如果 2014/15 年秦皇岛现货价均为 560 元/吨，而合同价存在 10-20 元/吨的折扣，我们估算公司每股估值为 3.20 元。

近期催化剂

电价下调幅度低于预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb3.80

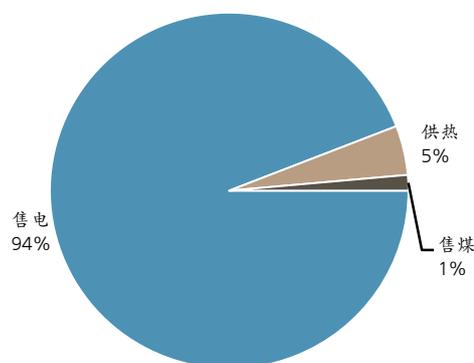
公司简介

华电国际电力股份有限公司是一家独立电力生产商，1999 年在香港交易所上市，随后又于 2005 年在上海证券交易所上市。截至 2012 年年底，权益总装机容量约为 29.26 吉瓦。公司大部分电厂位于山东省，但近来已扩张进入宁夏、四川等欠发达内陆省份。

行业展望

国内经济增速放缓导致用电需求增长趋稳，我们认为这将有助于电力公司改善现金流、修复资产负债表。2012 年底发布的煤电联动机制如落实，预计电力公司盈利将更趋平稳。

2013 年分业务收入



来源: 公司数据

各业务 EBIT

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
售电	3,101	6,922	11,798	11,296	11,060
售煤	54	62	23	90	288
合计	3,155	6,983	11,821	11,386	11,348

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表 1: 华电国际 2013 年业绩一览表

单位: 百万元人民币	2013	2012	变动	变动幅度	2013E	差异	差异率
收入	66,049	59,080	6,970	12%	64,591	1,458	2%
售电	62,155	55,347	6,808	12%	60,085	2,070	3%
供热	2,963	2,807	156	6%	3,365	(402)	-12%
售煤	932	926	6	NA	1,142	(210)	NA
燃料成本	(35,729)	(37,095)	1,366	-4%	(34,766)	(962)	3%
售煤成本	(800)	(837)	38	NA	(1,088)	289	-27%
毛利	29,521	21,147	8,374	40%	28,736	785	3%
售电	29,389	21,058	8,330	40%	28,683	706	2%
售煤	132	89	43	49%	53	79	148%
折旧与摊销	(7,508)	(6,283)	(1,225)	20%	(7,491)	(17)	0%
修理和维护	(2,529)	(1,962)	(567)	29%	(2,398)	(130)	5%
人工成本	(3,424)	(2,809)	(615)	22%	(3,304)	(120)	4%
管理费用	(1,735)	(1,830)	94	-5%	(2,152)	417	-19%
营业税	(392)	(250)	(143)	57%	(388)	(5)	1%
其他营业费用	(920)	(1,031)	111	-11%	(1,182)	263	-22%
资产减值损失	(528)	-	(528)	NA	-	(528)	NA
营业利润	12,485	6,983	5,501	79%	11,821	663	6%
经常性营业利润	13,013	6,983	6,029	86%	11,821	1,191	10%
投资收益 (不包括处置资产)	3	-	3	NA	-	3	NA
其他营业外净收入 (不包括处置资产)	490	726	(237)	NA	343	147	43%
处置资产损益	(404)	505	(909)	NA	-	(404)	NA
财务费用	(6,019)	(6,223)	203	-3%	(6,275)	256	-4%
合营和联营公司收益	541	646	(105)	-16%	461	79	17%
税前利润	7,092	2,637	4,454	169%	6,351	741	12%
所得税	(1,515)	(690)	(826)	120%	(1,509)	(7)	NA
净利润	5,576	1,948	3,628	186%	4,842	735	15%
少数股东权益	(1,482)	(501)	(981)	196%	(1,377)	(105)	8%
归属于母公司股东的净利润	4,094	1,447	2,647	183%	3,465	629	18%
归属于母公司股东的净利润 - 中国会计准则	4,139	1,418	2,721	192%			
非经常性项目							
处置资产损益	(303)	19	(322)	NA	-	(303)	NA
处置合营和联营公司损益	-	360	(360)	NA	-	-	NA
资产减值损失	(376)	(52)	(324)	NA	-	(376)	NA
非经常性损益合计	(679)	326	(1,006)	NA	-	(679)	NA
经常性净利润	4,773	1,120	3,653	326%	3,465	1,308	38%
每股收益 (元)	0.58	0.20	0.37	183%	0.47	0.11	23%
每股收益 - 经常性 (元)	0.68	0.16	0.52	NA	0.47	0.21	45%
每股股利	0.225	0.065	0.160	246%	0.188	0.04	20%
ROE	22.5%	6.3%	16.2%		16.5%	5.9%	
债务权益比	329%	405%	-76%	NA	367%	-38%	NA
有效税率	23%	35%	-11%	-33%	26%	-2%	-10%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

表 2: 华电国际 2013 年电力业务概况

	2013	2012	变动	变动幅度	2013E	差异	差异率
发电量 (百万千瓦时)	175,460	156,940	18,520	12%	169,966	5,494	3%
自用电率	6.3%	6.5%	0%	NA	6.5%	(0)	NA
上网电量 (百万千瓦时)	164,350	146,720	17,630	12%	158,997	5,353	3%
其中: 煤电	149,370	133,710	15,660	12%	143,240	6,130	4%
平均煤电电价 (元/千瓦时、税后)	0.369	0.372	(0.003)	-0.8%	0.370	(0.000)	-0.1%
单位煤炭成本 (元/千瓦时)	(0.220)	(0.260)	0.040	-15.3%	(0.225)	0.005	-2.0%
点火价差 (元/千瓦时)	0.149	0.112	0.037	32.8%	0.145	0.004	2.9%
煤电平均利用小时数	5,474	5,358	116	2%	5,205	269	5%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

华电国际 A (600027.SS)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	45,198	54,178	59,080	64,591	9.3	68,478	6.0	72,074	77,319	81,084
毛利	12,238	15,307	21,985	29,825	35.7	32,169	7.9	33,000	35,203	37,152
息税折旧摊销前利润(UBS)	6,403	8,729	13,266	19,312	45.6	21,616	11.9	20,180	20,920	21,724
折旧和摊销	(4,677)	(5,574)	(6,283)	(7,491)	19.2	(8,290)	10.7	(8,833)	(9,567)	(10,039)
息税前利润(UBS)	1,726	3,155	6,983	11,821	69.3	13,327	12.7	11,348	11,353	11,685
联营及投资收益	594	1,076	1,372	804	-41.4	1,002	24.5	1,126	1,198	1,264
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(3,375)	(5,045)	(6,223)	(6,275)	-0.8	(6,689)	-6.6	(6,793)	(7,006)	(6,908)
例外项目(包括商誉)	1,257	979	505	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	202	165	2,637	6,351	140.8	7,640	20.3	5,681	5,544	6,040
税项	(117)	(30)	(690)	(1,509)	-118.8	(1,793)	-18.8	(1,264)	(1,215)	(1,331)
税后利润	86	135	1,948	4,842	148.6	5,847	20.8	4,417	4,329	4,710
优先股股息及少数股权	84	(61)	(501)	(1,377)	-174.9	(1,597)	-16.0	(1,032)	(945)	(1,018)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	170	74	1,447	3,465	139.5	4,249	22.7	3,385	3,384	3,692
净利润(UBS)	(1,087)	(906)	942	3,465	267.7	4,249	22.7	3,385	3,384	3,692
税率(%)	57.6	18.1	26.1	23.8	-9.1	23.5	-1.2	22.2	21.9	22.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	(0.16)	(0.13)	0.13	0.47	252.7	0.50	6.1	0.40	0.40	0.50
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.03	0.01	0.20	0.47	129.7	0.50	6.1	0.40	0.40	0.50
EPS(UBS, 基本)	(0.16)	(0.13)	0.13	0.47	252.7	0.50	6.1	0.40	0.40	0.50
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.00	0.07	0.19	189.2	0.20	6.1	0.16	0.16	0.17
每股账面价值	2.39	2.41	2.64	3.05	15.5	3.39	11.4	3.59	3.83	4.74
平均股数(稀释后)	6,771.08	6,771.08	7,070.26	7,371.08	4.3	8,521.08	15.6	8,521.08	8,521.08	7,371.08
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	1,236	2,112	3,060	4,908	60.4	8,297	69.0	6,781	8,624	9,720
其他流动资产	8,369	10,890	14,099	13,505	-4.2	14,272	5.7	15,093	16,208	16,978
流动资产总额	9,605	13,002	17,159	18,413	7.3	22,569	22.6	21,873	24,831	26,697
有形固定资产净值	102,548	115,534	127,319	138,316	8.6	148,599	7.4	156,393	156,435	154,169
无形固定资产净值	6,212	7,768	7,935	7,788	-1.9	7,641	-1.9	7,494	7,348	7,201
投资/其他资产	10,197	12,755	12,809	13,127	2.5	13,584	3.5	14,012	14,439	14,885
总资产	128,561	149,059	165,221	177,644	7.5	192,394	8.3	199,772	203,053	202,952
应付账款和其他短期负债	12,007	14,918	15,297	15,573	1.8	16,420	5.4	17,090	18,349	19,322
短期债务	34,653	39,086	41,116	43,116	4.86	43,116	0.00	34,584	26,552	16,521
流动负债总额	46,660	54,004	56,413	58,688	4.0	59,536	1.4	51,674	44,901	35,843
长期债务	57,392	67,575	76,620	82,095	7.1	87,885	7.1	100,492	107,587	113,276
其它长期负债	2,646	3,680	4,458	4,458	0.0	4,458	0.0	4,458	4,458	4,458
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	106,699	125,259	137,490	145,241	5.6	151,879	4.6	156,625	156,946	153,577
普通股股东权益	16,176	16,285	19,444	22,453	15.5	28,905	28.7	30,589	32,619	34,958
少数股东权益	5,687	7,515	8,286	9,950	20.1	11,609	16.7	12,558	13,487	14,418
负债和权益总计	128,561	149,059	165,221	177,644	7.5	192,394	8.3	199,772	203,053	202,952
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	170	74	1,447	3,465	139.5	4,249	22.7	3,385	3,384	3,692
折旧和摊销	4,677	5,574	6,283	7,491	19.2	8,290	10.7	8,833	9,567	10,039
营运资本变动净值	2,135	327	(2,934)	(205)	93.0	(203)	0.6	378	193	88
其他营业性现金流	(4,737)	(4,563)	919	1,329	44.6	901	-32.2	(644)	(125)	172
经营性现金流	2,245	1,411	5,714	12,080	111.4	13,236	9.6	11,951	13,018	13,991
有形资本支出	(13,381)	(12,314)	(15,907)	(17,537)	-10.3	(17,903)	-2.1	(15,759)	(8,868)	(7,111)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(3,619)	385	965	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(17,000)	(11,930)	(14,942)	(17,537)	-17.4	(17,903)	-2.1	(15,759)	(8,868)	(7,111)
已付股息	(237)	0	0	(479)	-	(1,386)	-189.2	(1,700)	(1,354)	(1,354)
股份发行/回购	0	0	1,829	0	-	3,588	-	0	0	0
其他融资性现金流	571	(801)	628	287	-54.36	62	-78.20	(84)	(16)	(87)
债务及优先股变化	16,616	13,750	9,372	7,498	-19.99	5,790	-22.78	4,076	(937)	(4,343)
融资性现金流	16,950	12,948	11,829	7,306	-38.2	8,055	10.3	2,292	(2,307)	(5,784)
现金流量中现金的增加/(减少)	2,195	2,430	2,601	1,848	-28.9	3,389	83.3	(1,516)	1,843	1,096
外汇/非现金项目	(2,201)	(1,554)	(1,652)	0	100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(6)	876	948	1,848	94.9	3,389	83.3	(1,516)	1,843	1,096

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

华电国际 A (600027.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	NM	17.4	6.4	6.1	7.6	7.6	6.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	(26.6)	(24.5)	26.7	6.4	6.1	7.6	7.6	6.0
股价/每股现金收益	8.1	4.8	3.5	2.0	2.1	2.1	2.0	1.6
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(44.2)	(56.6)	(45.1)	(24.8)	(21.2)	(17.3)	18.8	31.2
净股息收益率(%)	0.0	0.0	1.8	6.2	6.6	5.2	5.2	5.7
市净率	1.8	1.4	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8	0.6
企业价值/营业收入(核心)	2.2	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	15.8	12.7	9.6	7.0	6.5	7.2	7.1	6.6
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	18.3	11.5	10.6	12.9	13.0	12.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	17.1	13.7	10.4	7.5	6.9	7.8	7.6	7.2
企业价值/运营投入资本	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	25,204	19,249	22,613	22,017	22,017	22,017	22,017	22,017
净债务 (现金)	80,139	97,679	109,612	117,489	121,503	125,500	126,906	122,796
少数股东权益	5,453	6,601	7,901	9,118	10,780	12,084	13,023	13,952
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	110,796	123,529	140,126	148,624	154,300	159,601	161,946	158,766
- 非核心资产	(9,912)	(12,340)	(12,458)	(12,776)	(13,233)	(13,661)	(14,088)	(14,534)
核心企业价值	100,884	111,189	127,668	135,848	141,067	145,940	147,858	144,232
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	24.0	19.9	9.0	9.3	6.0	5.3	7.3	4.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	-23.7	36.3	52.0	45.6	11.9	-6.6	3.7	3.8
息税前利润(UBS)	-59.6	82.8	121.3	69.3	12.7	-14.9	0.0	2.9
每股收益(UBS 稀释后)	-	16.7	-	NM	6.1	-20.4	0.0	26.1
每股股息净值	-	-	-	189.2	6.1	-20.4	0.0	9.1
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	27.1	28.3	37.2	46.2	47.0	45.8	45.5	45.8
息税折旧摊销前利润率	14.2	16.1	22.5	29.9	31.6	28.0	27.1	26.8
息税前利润率	3.8	5.8	11.8	18.3	19.5	15.7	14.7	14.4
净利 (UBS) 率	NM	NM	1.6	5.4	6.2	4.7	4.4	4.6
ROIC (EBIT)	1.8	2.9	5.7	8.8	9.2	7.4	7.2	7.5
税后投资资本回报率	1.8	2.9	3.0	6.5	6.8	5.5	5.4	5.6
净股东权益回报率(UBS)	(6.7)	(5.6)	5.3	16.5	16.5	11.4	10.7	10.9
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	14.2	12.0	8.6	6.2	5.7	6.4	6.0	5.5
净债务/总权益	NM	NM	NM	NM	NM	297.3	272.2	243.2
净债务/(净债务 + 权益)	80.6	81.5	80.5	78.8	75.2	74.8	73.1	70.9
净债务/企业价值	90.0	94.0	89.8	88.6	87.0	87.9	84.9	83.3
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	178.4	92.7	70.8
资本支出/营业收入(%)	29.6	22.7	26.9	27.2	26.1	21.9	11.5	8.8
息税前利润/净利息	0.5	0.6	1.1	1.9	2.0	1.7	1.6	1.7
股息保障倍数 (UBS)	-	-	2.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.9
股息支付率 (UBS) %	-	-	48.8	40.0	40.0	40.0	40.0	34.6
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	45,198	54,178	59,080	64,591	68,478	72,074	77,319	81,084
总计	45,198	54,178	59,080	64,591	68,478	72,074	77,319	81,084
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	1,726	3,155	6,983	11,821	13,327	11,348	11,353	11,685
总计	1,726	3,155	6,983	11,821	13,327	11,348	11,353	11,685

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+25.4%
预测股息收益率	6.6%
预测股票回报率	+32.0%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+22.4%

风险声明

华电国际所面临的主要下行风险包括：高于预期的煤价、环境成本、债务偿还或电厂建设成本、以及低于预期的电价或电厂利用率。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义: **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：徐颖真；郁威。

涉及报告中提及的公司的披露

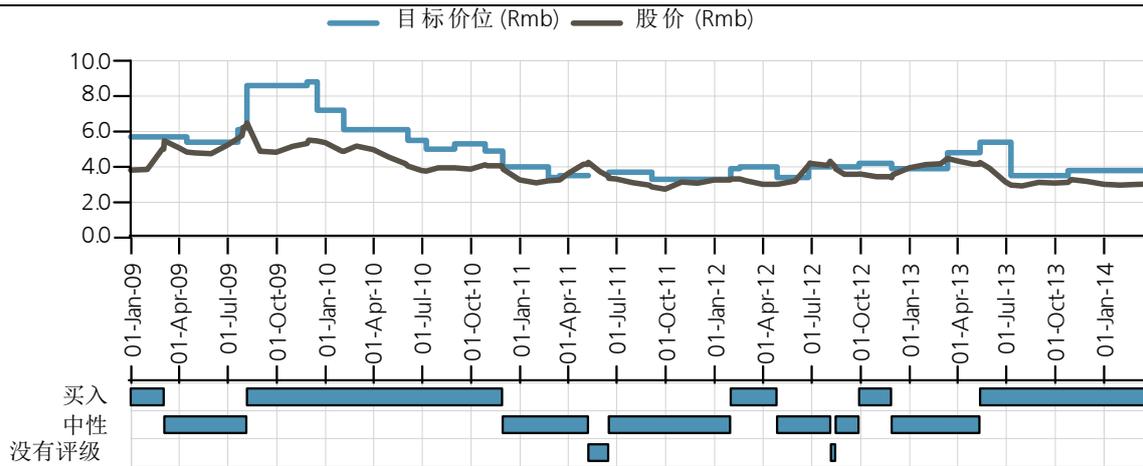
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华电国际 A	600027.SS	买入	不适用	Rmb3.03	2014 年 03 月 21 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

华电国际 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 21 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

