

区位优势明显 期待外延式增长

核心观点：

1. 事件

公司公布2014年三季度业绩。公司2014年前三季度实现营业收入507.31亿元，同比增长2.9%；归属净利润42.51亿元，同比增长45.6%；扣非归属净利润41.9亿元，同比增长33.4%；实现每股收益0.547元。

2. 我们的分析与判断

(一) 区位优势推动电量增长

公司电量增长主要受益于所在区域电力需求较旺盛以及新机组投产所致。公司前三季度发电量为1,348.31亿千瓦时，同比增长约3.79%；上网电量完成1,263.16亿千瓦时，同比增长约3.84%。公司所在服务区主要集中在山东及宁夏地区，当地电力供需形势较好，促使机组利用率达到电量增长。

(二) 对煤价敏感度高

公司主要资产为火电机组，燃料成本下降对于公司业绩敏感度较高。山东前几年煤炭价格居高不下，进入2014年，省内煤价下降幅度高于全国平均水平。10月24日，兖州混煤报价408元/吨，较去年同期下跌15%。据我们测算，前三季度公司标煤单价较去年全年660元下降约8%左右。

(三) 盈利能力提升

受益于燃料成本大幅下降以及电量增长，公司盈利能力持续提升。公司前三季度毛利率达到25.3%，第三季度达到26.7%，较去年同期增加1.8个百分点；公司前三季度净利率达到10.7%，第三季度11.9%，较去年同期提升2个百分点。

(四) 大股东承诺注入优质资产

公司做为大股东整合常规能源发电资产的最终整合平台，华电集团承诺将在2014年3月起3年左右时间，将符合上市条件的资产（包括煤电和水电业务）注入公司。华电集团目前拥有约5600万千瓦的装机规模未注入到上市公司里，其中有近2000万千瓦是水电资产，包括金沙江中游水电项目。

3. 投资建议

公司机组所处区位优势明显，电量有保障，且燃料成本下降明显提升公司盈利能力。在不考虑资产注入的情境下，我们预计公司2014-2015年EPS分别为0.62元和0.65元，对应PE为6.3x和5.9x，对应PB为1.1x和1x。按40%的分红比例计算（保持2013年的分红比例水平），股息收益率分别为6.6%和7%。

公司估值低，股息收益率高，负债率持续降低。此外，大股东注入优质资产推动公司外延式增长。我们维持“推荐”评级。

华电国际 (600027.SH)

推荐 维持评级

分析师

邹序元

✉: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S013051120009

周然

✉: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，周然，电力等公用事业行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn