

# 传统塔类业务继续承压，跨行业新业务初见起色

## ——中国铁塔 (0788.HK) 2019年Q3季报点评

海外公司简报

### ◆3Q19 营收增速继续放缓，可比 EBITDA 利润率环比小幅回升

3Q19 实现总营收 191 亿元人民币，营收同比增速由 1H19 的 7.5% 放缓至 4.1%，主要由于塔类业务表现继续承压。新会计准则下 EBITDA 利润率为 73.2% 相比 1H19 基本持平，可比口径 EBITDA 利润率为 58.2% 较 1H19 的 58.0% 环比小幅回升。实现归母净利润 13 亿元，同比上升 76%，对应净利率 7.0%，主要由于折旧摊销比例下降及利息开支减少。

### ◆塔类业务收入环比回落，等待 2020 年增长加快

3Q19 公司核心塔类业务收入 178 亿元，剔除包杆电费会计口径影响后 3Q19 塔类收入相比 2Q19 环比下降 0.7%，营收同比增速由 2Q19 的 4.1% 继续放缓至 2.9%，主要由于过渡阶段 4G 需求有所减少、5G 需求尚未明显起量对当年租金贡献有限以及 2G、3G 设备退网影响。伴随 5G 基站落地开始贡献租金，我们预计 4Q19 塔类业务收入相比 3Q19 有望环比回升。伴随 2020 年 5G 基站数放量，公司塔类业务增长有望加快。

### ◆室分业务表现符合预期，跨行业恢复环比上升

3Q19 室分业务同比上升 34%，环比微增 1 个百分点基本符合预期，营收占比扩大至 3.5%，我们预计全年室分业务增速有望达 40%。

跨行业业务由被动销售转为主动销售模式，顺利突破增长瓶颈，3Q19 收入相比 2Q19 环比上升 21%；考虑到 IoT 时代跨行业业务潜在需求广袤，未来依旧具备较高的向上弹性。

### ◆估值与评级

鉴于 3Q19 塔类业务环比下降表现低于预期，下调 19-21E 可比口径下 EBITDA 0.5%/1.1%/1.0% 分别至 441/479/539 亿人民币，对应 18-21E CAGR 约 9%；基于 DCF 估值法，下调目标价至 2.2 港币。纵览全球铁塔租赁行业，传统宏站业务增长平稳，通过拓展地区或新业务布局的多元化经营企业具备更高业绩成长性。区别于国际同业，中国铁塔享受国家政策及资源红利，微站、室分、跨行业等新业务放量具备更高确定性，中长期发展逻辑顺畅。5G 时代中国联通及电信两家共建背景下公司整体业绩稳健增长仍有保障，20 年 5G 上量有望驱动其业绩增长提速，未来分红水平提高、新业务放量有助估值提升，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：5G 商用推迟；定价协议调整；室分及跨行业拓展放缓。

### 业绩预测和估值指标

指标 (人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	68,665	71,819	76,400	82,799	92,844
营收增长率 (%)	22.6	4.6	6.4	8.4	12.1
EBITDA (百万元)	40,357	41,773	44,109	47,866	53,906
EBITDA 增长率 (%)	23.6	3.5	5.6	8.5	12.6
净利润 (百万元)	1,943	2,650	5,071	6,174	8,883
净利润增长率 (%)	2,456.6	36.4	91.3	21.8	43.9
EV/EBITDA	10.2	8.9	8.2	7.5	6.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 18 日；注：按照 1 HKD=0.9046 CNY 换算

## 买入 (维持)

当前股价/目标价：1.7/2.2 港元

### 分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

[futz@ebsec.com](mailto:futz@ebsec.com)

吴柳燕 (执业证书编号：S0930519070004)

021-52523690

[wuliuyan@ebsec.com](mailto:wuliuyan@ebsec.com)

### 市场数据

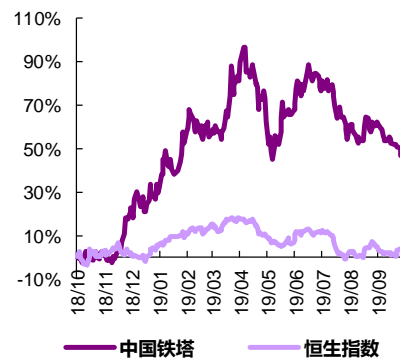
总股本(亿股)：1,760.08

总市值(亿元)：3,009.74

一年最低/最高(元)：1.09/2.33

近 3 月换手率：86.5%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.4	40.8	42.1
绝对	-9.0	35.9	47.6

资料来源：Wind

### 相关研报

全球铁塔同业基本面及估值分化详解——  
全球铁塔行业深度报告 ..... 2019-10-10

## 附录

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	68,665	71,819	76,400	82,799	92,844
营业开支	(60,950)	(62,738)	(66,633)	(71,556)	(78,043)
折旧及摊销	(32,642)	(32,692)	(34,342)	(36,623)	(39,105)
场地租赁费	(11,336)	(12,196)	(12,988)	(14,076)	(15,783)
维护费用	(6,156)	(6,165)	(6,341)	(6,955)	(7,799)
人工成本	(4,229)	(4,917)	(6,009)	(6,450)	(7,000)
其他营运开支	(6,587)	(6,768)	(6,952)	(7,452)	(8,356)
营业利润	7,715	9,081	9,767	11,243	14,801
财务成本净额	(5,179)	(5,759)	(3,318)	(3,375)	(3,562)
其他收益	149	153	200	150	150
税前利润	2,685	3,475	6,649	8,018	11,389
所得税开支	(742)	(825)	(1,579)	(1,844)	(2,506)
税后经营利润	1,943	2,650	5,071	6,174	8,883
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,943	2,650	5,071	6,174	8,883
息税折旧前利润	40,357	41,773	44,109	47,866	53,906
息税前利润	7,864	9,234	9,967	11,393	14,951
每股收益 (元)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05
每股股息 (元)	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	322,643	315,364	304,932	304,458	305,051
<b>流动资产</b>	30,517	31,799	30,154	33,202	37,925
现金及短期投资	7,852	4,836	6,112	6,624	7,428
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	10,926	13,534	11,460	12,420	13,927
存货	28	0	0	0	0
其它流动资产	11,711	13,429	12,582	14,158	16,571
<b>非流动资产</b>	292,126	283,565	274,778	271,257	267,125
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	258,138	249,055	241,492	238,578	234,363
其他非流动资产	33,988	34,510	33,285	32,678	32,762
<b>总负债</b>	195,148	134,862	120,817	116,958	111,754
<b>流动负债</b>	150,041	114,759	90,714	66,855	41,651
应付账款	31,906	30,591	26,836	28,827	31,344
短期借贷	95,260	79,946	60,421	34,336	6,228
其它流动负债	22,875	4,222	3,457	3,692	4,079
<b>长期负债</b>	45,107	20,103	30,103	50,103	70,103
长期债务	43,793	19,064	29,064	49,064	69,064
其它	1,314	1,039	1,039	1,039	1,039
<b>股东权益合计</b>	127,495	180,502	184,115	187,500	193,297
股东权益	127,495	180,502	184,115	187,500	193,297
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债及股东权益总额</b>	322,643	315,364	304,932	304,458	305,051
净现金/(负债)	(132,515)	(95,213)	(84,412)	(77,815)	(68,903)
营运资本	(20,952)	(17,057)	(15,376)	(16,407)	(17,417)
长期可运用资本	172,602	200,605	214,218	237,603	263,400
股东及少数股东权益	127,495	180,502	184,115	187,500	193,297

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

**表 3: 现金流量表**

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	34,935	45,540	44,783	49,248	53,313
净利润	1,943	2,650	5,071	6,174	8,883
折旧与摊销	32,642	32,692	38,248	39,940	41,804
营运资本变动	8,769	(3,895)	(1,681)	1,032	1,010
其它	(8,419)	14,093	3,146	2,103	1,615
<b>投资活动现金流</b>	(51,915)	(32,923)	(29,206)	(36,488)	(37,752)
资本性支出净额	52,087	33,075	(28,748)	(35,848)	(36,748)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其它资产变化	(104,002)	(65,998)	(458)	(640)	(1,004)
<b>自由现金流</b>	9,416	48,174	14,982	11,927	14,781
<b>融资活动现金流</b>	7,583	(15,634)	(14,300)	(12,248)	(14,757)
股本变动	0	51,165	0	0	0
净债务变化	94,457	(40,043)	(9,525)	(6,085)	(8,108)
派发红利	0	0	(1,458)	(2,789)	(3,087)
其它长期负债变化	(86,874)	(26,756)	(3,318)	(3,375)	(3,562)
<b>净现金流</b>	(9,397)	(3,017)	1,276	512	804

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不将与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼