

方正证券研究所证券研究报告

中国铁塔(00788)

公司研究

通信行业

公司深度报告

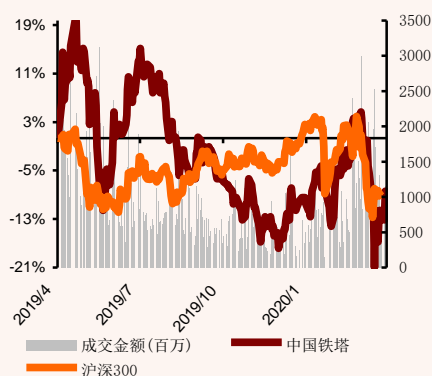
2020.04.07/推荐(首次)

通信首席分析师： 樊生龙
 执业证书编号： S1220519090001
 E-mail fanshenglong@foundersec.com

联系人： 唐航

E-mail: tanghang@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

5G 引领新基建浪潮，铁塔维持高资本开支，奠定长期增长基础：2019 年中国铁塔资本开支 271 亿，预计 2020 年资本开支为 280 亿，其中 5G 资本开支 178 亿；截至 2019 年，公司共拥有塔类站址数 199.4 万个，净增 6.9 万个。2020 年正式进入 5G 规模建设期，在全球经济受疫情影响的不利情况下，我们看好 5G 引领国内新基建浪潮，在资本开支维持高位&站址需求升温的背景下，我们看好公司业绩的长期持续增长。

全球最大铁塔供应商，新老业务有望共同提升共享率：公司是全球规模最大的通讯铁塔基础设施供应商，铁塔资源、租户数不断攀新高，但目前共享率为 1.62，相比美国印度等同类企业还有较大提升空间。考虑到：1) **新建铁塔共享率更高**，2019 年新增运营商组合共享满足比例超过 80%，带动整体共享率提升，预计 2022 年，中国铁塔共享率将提高到 1.8-1.9；2) **跨行业拓展**，公司立足资源优势和专业能力，布局智联和能源领域，有望进一步提升共享率；3) **广电入局引入新增客户**，2019 年底公司已在国内个别省市接到广电 5G 站址需求超过 1500 个，若广电 5G 组网推进顺利，未来有望有效提升公司站址共享率。

国内铁塔市场呈垄断格局且难以破局，公司长期增长确定性较高。根据公司招股书，2017 年公司在国内占据 97.3% 的站址、96% 的租户、96% 的收入市场份额，第二名国动网络市场份额低于 1%。公司在国内站址领域几乎没有潜在竞争对手，考虑到站址资源的稀缺性以及资金投入等因素，我们预计未来铁塔市场竞争格局仍将维持，公司长期增长的确定性较高。

投资评级与估值：我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 843/892/949 亿元，根据绝对估值法测算，公司股价合理区间为 1.94-2.30 港元，参考可比公司估值，根据相对估值法测算，公司合理价值为 2.14 港元，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：站址数增长不及预期，5G 基站建设量不及预期，共享率提升不及预期，租金单价下滑，疫情影响以及全球贸易摩擦等风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	76,428.0	84,288.0	89,248.22	94,862.30
(+/-) (%)	6.42%	10.28%	5.88%	6.29%
净利润	5,222.00	6,501.02	8,728.38	11,372.46
(+/-) (%)	97.06	24.49%	34.26%	30.29%
EPS(元)	0.03	0.04	0.05	0.06
P/E	56.96	45.75	34.08	26.16

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	5G 建设大规模推动，给铁塔带来业务增量	4
1.1	三大运营商基站数不断增长	4
1.2	三大运营商历年租金持续增长	5
2	对比国内外同行业公司，中国铁塔有绝对优势	5
2.1	中国铁塔是全球规模最大的铁塔公司	5
2.2	运营业务共享率还有很大可提升空间	6
2.3	跨行业业务有望进一步提升共享率	8
3	公司业务符合行业长期成长趋势，垄断地位尽显规模优势	9
3.1	国内占据垄断地位，规模优势尽显	9
3.2	主营业务符合通信行业降本增效大趋势	10
3.3	租金说明及变化趋势	11
3.4	员工持股彰显经营信心	12
4	估值与关键假设	13
4.1	盈利预测	13
4.1.1	营业收入测算	13
4.1.2	营业开支测算	14
4.1.3	EBIT/EBITDA 测算	16
4.2	绝对估值：1.94-2.30 港元	17
4.3	相对估值：2.14 港元	18
5	风险提示	19

图表目录

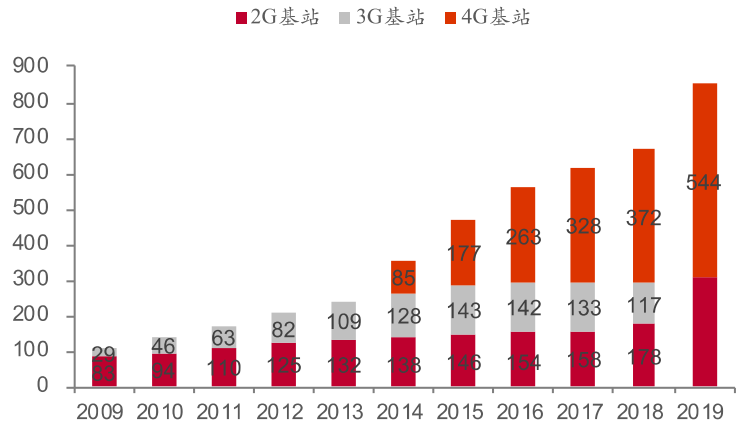
图表 1:	2009-2018 年全国移动通信基站数量 (万个)	4
图表 2:	三大运营商历年 4G 基站数量 (万个)	4
图表 3:	三大运营商 5G 基站安装量预测 (万个)	4
图表 4:	公司来自三大运营商的收入 (百万元)	5
图表 5:	公司来自三大运营商的收入增速	5
图表 6:	2018 年 9 月全球铁塔数量前十公司	5
图表 7:	2015-2019 年中国铁塔站址数量 (万个)	5
图表 8:	2019 年主要铁塔公司站址数量 (个)	6
图表 9:	2019 年主要铁塔公司租户数量 (个)	6
图表 10:	2019 年主要铁塔公司营收及同比增速	6
图表 11:	2019 年主要铁塔公司净利润及同比增速	6
图表 12:	中国铁塔历年站均租户数	7
图表 13:	2019 年主要铁塔公司站均租户数	7
图表 14:	多租户共享铁塔示意图	7
图表 15:	多租户共享铁塔公司毛利率测算	7
图表 16:	2019 年铁塔智慧路灯采购信息	8
图表 17:	中国铁塔股权结构	9
图表 18:	2017 年国内通信基础设施市场竞争格局	10
图表 19:	中国铁塔公司成立节省投资额度	10
图表 20:	中国铁塔资本支出及新增站址、新增租户均摊	11
图表 21:	站址租赁定价规则	11
图表 22:	基准价格示例 (元)	12
图表 23:	不同租户数量的共享折扣	12
图表 24:	公司塔类业务收入、站址平均收入和租户平均租金	12
图表 25:	限制性股票激励解锁条件	13
图表 26:	公司各细分业务收入 (百万元)	13
图表 27:	营收及细分业务收入增速	13
图表 28:	公司细分业务收入历史及预测 (百万元)	14
图表 29:	公司营业开支细分 (百万元)	15
图表 30:	公司营业开支细分占营收比例	15
图表 31:	折旧及摊销成本历史及预测 (百万元)	15
图表 32:	公司营业开支历史及预测 (百万元)	16
图表 33:	公司 EBIT 历史及预测 (百万元)	16
图表 34:	相关盈利能力指标历史及预测	17
图表 35:	2020-2024 年 FCFF 和 FCFE 测算 (百万元)	17
图表 36:	2025 及以后年度 FCFF 和 FCFE 测算 (百万元)	17
图表 37:	WACC 的计算	18
图表 38:	绝对估值结果	18
图表 39:	敏感性分析	18
图表 40:	可比公司相关数据 (截止至 2020 年 4 月 5 日)	19
图表 41:	相对估值结果 (截止最近一个交易日)	19

1 5G 建设大规模推动，给铁塔带来业务增量

1.1 三大运营商基站数不断增长

我国移动通信技术产业发展迅速，30年间实现1G空白、2G跟跑、3G突破、4G并跑、5G领跑。从2009到2019年，全国移动通信基站总数从111.9万个增长至841万个，其中4G基站总数达到544万个。其中，2G于1993年开始在国内商用，以数字语音传输技术为核心，主要功能为通话、短信等，基站数持续增长，2018年增长为178万个，一直高于3G基站数。3G于2009年开始商用，支持高速数据传输的蜂窝移动通信技术，将无线通信与国际互联网等多媒体通信结合，其基站数最高值为2015年的143万个，随后开始下降，2018年降为117万个，主要是由于4G大规模商用，运营商主动关停多个3G基站。

图表1：2009-2018年全国移动通信基站数量（万个）

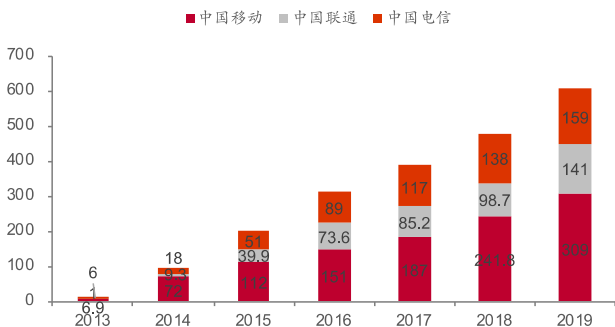


资料来源：方正证券研究所，工信部通信业统计公报

2013年，4G投入商业运营，4G将WLAN技术和3G通信技术进行了很好的结合，使让传输图像的质量和图像看起来更加清晰，上网速度更快，全国总4G基站数从运营初始2014年的85万个迅速增长到2019年的544万个，占据总基站数的64.7%。其中中国移动4G基站数量增速最明显，从2013年的6.9万个增长至2019年的309万个，已高于另外两家运营商。

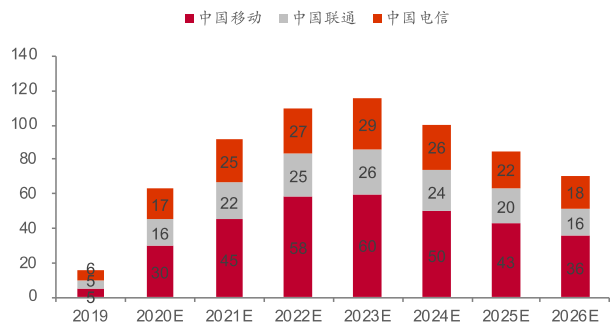
预计未来5G基站数量也将增速明显，每年新增安装量在2020-2023年稳步增长，随后增速放缓。预计2026年，中国移动5G基站将增达327万个，中国联通5G基站增达154万个，中国电信5G基站增达170万个，合计648万个。

图表2：三大运营商历年4G基站数量（万个）



资料来源：方正证券研究所，各公司年报

图表3：三大运营商5G基站安装量预测（万个）

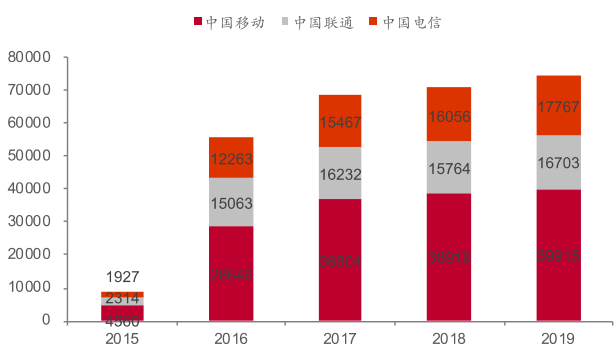


资料来源：方正证券研究所，亿欧

1.2 三大运营商历年租金持续增长

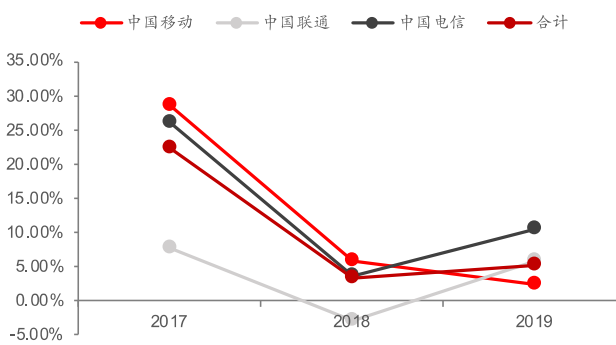
中国移动、中国联通、中国电信既是中国铁塔的三大股东，也是三大客户，随着运营商基站数增加，铁塔营收相应增加。中国移动、中国联通、中国电信分别持有中国铁塔股本 27.93%、20.65%、20.50%，合计 69.08%；2019 年来自三者的收入分别为 399.15 亿元、167.03 亿元、177.67 亿元，占总营收比例分别为 52.12%、21.81%、23.20%，同比增速分别为 2.86%、5.96%、10.66%；来自三大运营商的收入合计 743.85 亿元，同比增长 5.15%，占总营收比例为 97.33%。随着来自信用等级高、资金结算快、合作关系稳定、占据营收 95% 以上的优质客户的每年收入增速稳定，公司营收有望持续增长。

图表4：公司来自三大运营商的收入（百万元）



资料来源：方正证券研究所，公司年报

图表5：公司来自三大运营商的收入增速



资料来源：方正证券研究所，公司年报

2 对比国内外同行业公司，中国铁塔有绝对优势

2.1 中国铁塔是全球规模最大的铁塔公司

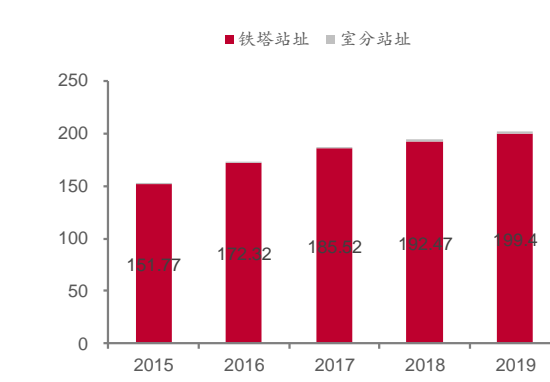
中国铁塔是全球规模最大的通讯铁塔基础设施供应商，且铁塔资源、租户数不断攀新高。据 Tower Xchange 统计，2019 年 5 月铁塔数：中国铁塔 > 美国电塔 (American Towers) > 印度铁塔 (India Towers) > 100000 > Reliance Infratel (印度) > 美国冠城国际 (Crown Castle) > SBA (美国) > Bharti Infratel (印度) > Deutsche Funkturm (德国) > edotco (亚洲) > GTL Infrastructure (印度) > Cellnex (欧洲) > IHS Towers (非洲) > 20000。

图表6：2018年9月全球铁塔数量前十公司

排名	铁塔公司	铁塔数量(万个)	国家(分布)	占比
1	中国铁塔	192.00	中国	43.51%
2	American Tower	15.10	美国 巴西 智利 哥伦比亚 秘鲁 墨西哥 哥斯达黎加 德国 印度 加纳 南非 乌干	3.42%
3	Indus Tower	12.42	印度	2.82%
4	Reliance Infratel	4.30	印度	0.97%
5	Bharti Infratel	3.99	印度	0.91%
6	edotco	2.85	马来西亚 斯里兰卡 孟加拉 柬埔寨 巴基斯坦 缅甸	0.65%
7	Deutsche Funkturm	2.80	德国	0.63%
8	GTL Infrastructure	2.78	印度	0.63%
9	IHS Towers	2.29	尼日利亚 喀麦隆 科特迪瓦	0.52%
10	Cellnex	2.18	西班牙 意大利	0.49%
	其他	200.59		45.46%
	合计	441.30		100.00%

资料来源：方正证券研究所，TowerXchange

图表7：2015-2019年中国铁塔站址数量（万个）



资料来源：方正证券研究所，公司年报

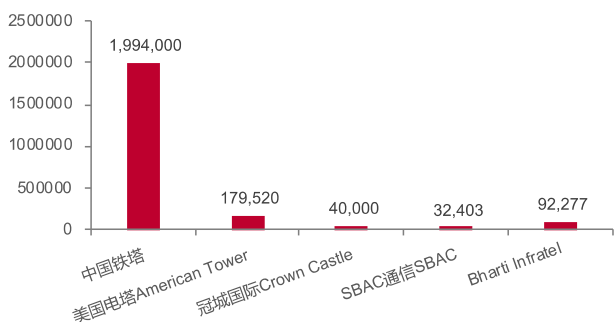
据 Tower Xchange 统计，2018 年 9 月中国铁塔站址多达 192.47 万个，

研究源于数据5研究创造价值

占全球铁塔总数 43.61%，是铁塔数量排名第二的 AMT 的 12.72 倍。根据已公布的主要公司年报数据，2019 年增长到 199.4 万个，是第二名的 AMT 站址数量的 11.11 倍，较 2018 年 12.72 倍差距缩小，但中国铁塔一家独大仍然明显。

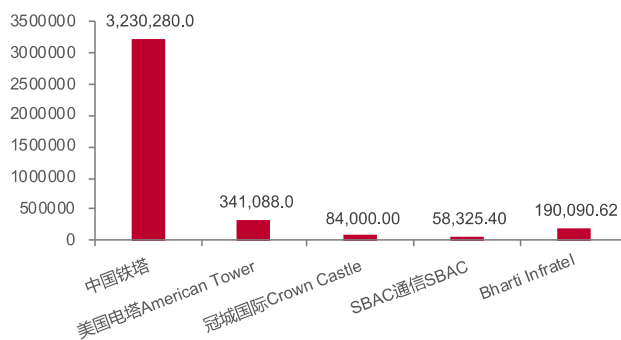
中国铁塔的租户数量也是远超其余主要公司，2019 年共 323.03 万个，是第二名美国电塔的 9.47 倍。

图表8：2019年主要铁塔公司站址数量（个）



资料来源：方正证券研究所，各公司年报

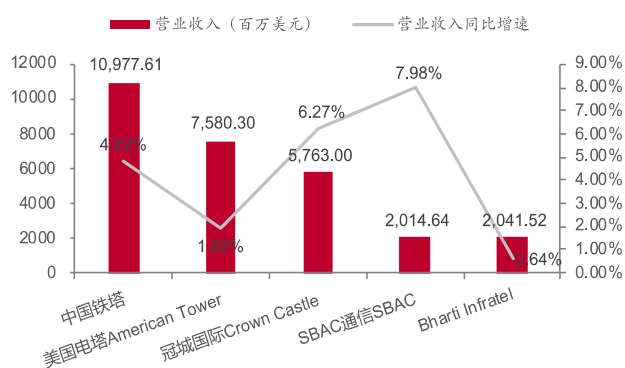
图表9：2019年主要铁塔公司租户数量（个）



资料来源：方正证券研究所，各公司年报

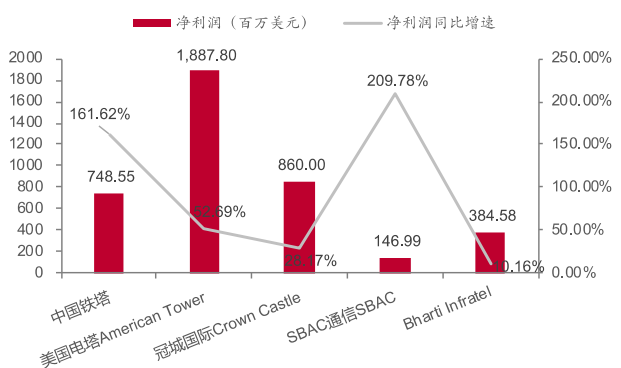
中国铁塔营收全球第一，净利润高速增长。相对其他铁塔公司，中国铁塔营收、净利润优势较铁塔资源、租户数量不算明显。2019 年营业收入 109.78 亿美元，为 AMT 的 1.45 倍，但净利润仅为 748.55 百万美元，不到 AMT 净利润的一半，但中国铁塔净利润增速较高，同比增长 161.62%。

图表10：2019年主要铁塔公司营收及同比增速



资料来源：方正证券研究所，各公司年报

图表11：2019年主要铁塔公司净利润及同比增速



资料来源：方正证券研究所，各公司年报

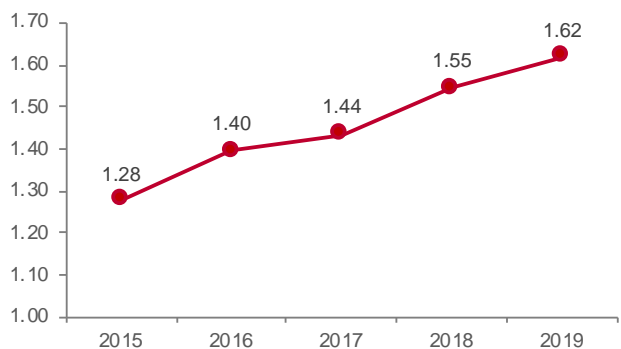
2.2 运营商业务共享率还有很大可提升空间

中国铁塔共享率逐年升高，但对比其他铁塔公司仍存在差距，仍有较高提升空间。国外公司的铁塔数量虽然远不及中国铁塔，但利润却高于中国铁塔，原因之一就是外国公司的共享率普遍更高。2019 年，冠城国际 Crown Castle 站均租户数 2.1、巴蒂电信 Bharti Infratel 站均租户数 2.06、美国电塔 AMT 站均租户数 1.9、SBA 通信站均租户数 1.8 均高于中国铁塔。中国铁塔站均租户数对标共享率第一的 Crown Castle 有 29.63% 增长空间，对标有站址数量、营收第二、净利润第一的 AMT，则仍有 17.28% 增长空间。

中国铁塔成立于 2014 年 7 月，成立最初目的则是为了实现资源共享，减少通信业建设成本。成立前，共享率（站均租户数）仅为 1.14，2019

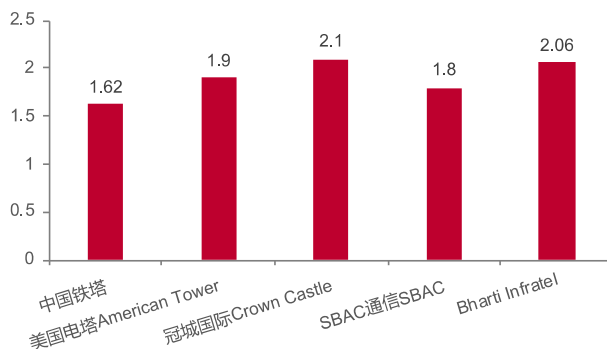
年共享率已升至 1.62。五年多累计相当于少建铁塔 83.21 万个，节省投资 1480.7 亿元，减少土地占用 3.82 亩。除了节省成本，共享率提高也会提升网络铺设的速度和效率。

图表12：中国铁塔历年站均租户数



资料来源：方正证券研究所，公司年报

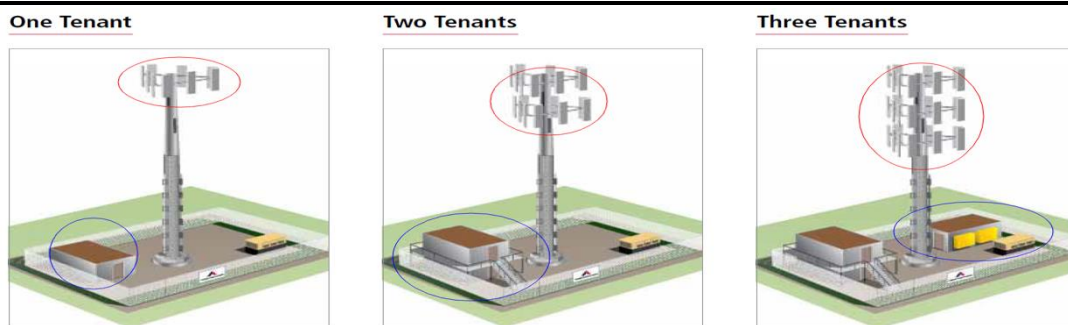
图表13：2019年主要铁塔公司站均租户数



资料来源：方正证券研究所，各公司年报

共享比例提升可以大幅提升公司毛利率水平。因为每座通信铁塔通过额外的加固，可以增加铁塔搭载能力以搭载 4-6 套通信设备，则公司在现有站址上增加新租户需要的额外成本较低，但同时能大幅提升单塔收入。

图表14：多租户共享铁塔示意图



资料来源：方正证券研究所，百度文库

随着单站址租户数的提升，分摊到租户的固定资产折旧摊销的成本降低，维护成本、场地成本、人工成本不变，单塔租赁收入增加，利润水平大幅提升。测算的单租户毛利率为 20.9%；2 租户单塔毛利率为 33.9%，较单租户毛利率提升 62.2%；3 租户单塔毛利率为 36.9%，较单租户毛利率提升 76.56%，较 2 租户毛利率提升 8.85%。

图表15：多租户共享铁塔公司毛利率测算

新建铁塔	单位	单租户	2租户	3租户	假设
租赁收入	万元	6.29	10.07	13.21	
折旧摊销成本	万元	3.8	5.5	7.2	配套设备跟租户数量同比变动
维护成本	万元	0.3	0.3	0.3	多租户的单铁塔维护边际成本为0
场地成本	万元	0.6	0.6	0.6	多租户的单铁塔的场地边际成本为0
人工成本	万元	2	2	2	多租户的单铁塔人工边际成本为0
毛利率	%	20.90%	33.90%	36.90%	

资料来源：方正证券研究所，招股说明书

新建铁塔共享率往往更高,2019年新增运营商组合共享满足比例超过80%,预计2022年,中国铁塔共享率将提高到1.8-1.9。

2.3 跨行业业务有望进一步提升共享率

公司立足资源优势和专业能力,在深化行业共享的同时积极拓展社会共享。2019年6月,公司成立两家全资子公司铁塔智联技术有限公司和铁塔能源有限公司,以生态环保、应急安全、卫星定位等领域为先导,立足站址资源和能力优势,积极从站址租赁服务向更有价值的综合信息服务延伸,助力社会数字化和信息化发展,加快推进两翼业务的发展。

图表16: 2019年铁塔智慧路灯采购信息

序号	项目名称	中标、成交金额(万元)
1	嘉兴市分公司王江泾等三处智慧路灯(杆塔)采购项目	48.6
2	北京市分公司2018年中心城区微站智慧灯杆采购项目	27.77
3	东莞市分公司2019年第一批智慧路灯杆框架采购项目	99
4	2019年龙岩市分公司上杭汀江绿道智慧灯杆系统项目采购项目	21.92414
5	邯郸铁塔涉县龙山公园、西岗公园智慧灯杆采购项目	25.6(中标金额:19.6)
6	广钢新城智慧灯杆试点路段项目智慧灯杆采购项目	187.18
7	智慧灯杆项目第一批LED电子显示屏采购项目	28.8(中标金额:28.75)
8	广州城市规划展览中心东北角信号塔搬迁施工服务项目	140.37
9	珠海铁塔2019年一杆多用试点(第一批)智慧杆塔采购项目	67
10	莆田市分公司湄洲岛智慧灯杆采购项目	90
11	荆州分公司2019年江陵县江陵大道智慧路灯升级改造项目	177.23
12	成都市分公司2019年成都市智慧灯杆设备采购项目	190.4
13	潍坊市分公司2019年ICT合作伙伴招募项目	-
14	奉节分公司2019年奉节及巫溪区域智慧灯杆施工服务项目	8
15	泉州市分公司2019年永春智慧灯杆采购项目	12
16	云浮铁塔2019年第一批智慧灯杆产品采购项目	22
17	佛山市分公司2019年佛山一环智慧灯杆建设采购项目	19
18	六盘水市分公司2019年智慧城市魔方塔采购项目	80
19	杭州市分公司2019年梦想小镇智慧灯杆采购项目	19.21
20	邢台铁塔2019年高开区智慧社区多功能杆采购项目	22(中标金额:8.97)
21	嘉兴市分公司2019-2020年智慧杆塔供应商入围项目	-
22	临沂铁塔2019年ICT合作伙伴招募项目	-
23	清远铁塔2019年一杆多用智慧杆试点采购项目	48
24	德阳市分公司旌阳高新区2019年-2022年智慧路灯代维服务采购项目	150
25	保定市分公司2019年阜平县城南庄镇智慧路灯节能改造项目	-
26	柯桥城区金柯桥大道多杆合一改造工程	1760(中标金额:1487.71)
27	佛山市分公司2019年佛山岭南天地智慧灯杆建设采购项目	52.07
28	伊犁分公司2019年上海城智慧灯杆建设项目	17.74
29	德阳市分公司德阳市开发区灯联网设备采购项目(第二次)	1425
30	嘉兴市分公司2019年智慧杆塔项目管理服务采购项目	96
31	阿克苏分公司2019年阿拉尔智慧路灯设备采购项目	17
32	临沂市分公司2019年ICT合作伙伴招募(智慧灯杆、智慧景区)项目	-
33	马鞍山市分公司毓秀路智慧路灯配套服务项目	52.3
34	北海市分公司智慧路灯采购项目	81
35	揭阳铁塔2020年智慧灯杆采购项目	157.69
36	2019年汕尾铁塔智慧杆采购项目	340
37	惠州铁塔2019年潼湖智慧杆建设采购项目(第二次比选)	49.9
38	济宁市分公司2019年金乡县兴隆镇智慧灯杆采购项目	6.1
39	嘉兴市分公司2019年智慧杆塔综合管理平台采购项目	98.5
40	陕西铁塔2020年多功能杆物资采购项目	1040

资料来源:方正证券研究所,智慧灯杆说

能源经营业务上，以专业化运营为基础，探索商务模式，完善产品体系，打造差异化、有竞争力的产品，以良好平台和服务引领业务有效益、可持续发展，推动业务快速规模发展。公司依托基站电力保障能力和动力电池运营经验，将共享理念拓展至能源的社会化服务领域，积极探索和布局能源业务的社会化经营。初步形成了包括备电、发电、充电、换电的综合产品体系，培育了能源经营业务的发展能力，2019年底，公司在能源经营业务上实现营收 1.93 亿元，实现良好开局。2019 年，公司围绕“智享、智联、智控”三大业务品牌，聚焦重点行业和重点客户，在各地进行广泛布局，在视频监控、边缘计算、东环监控、信息数据采集、智慧小区等领域持续开展创新探索和实践，实现跨行业业务高质量增长。

截至 2019 年底，跨行业业务租户达到 17.6 万户，较去年增加 3.5 万户，跨行业及能源经营业务实现收入人民币 20.80 亿元港币，同比增长 70.2%，远期随着物联网和 5G 信息化场景放量，有望进一步提升共享率，预计 2022 年，整体共享率将达到 2.1-2.2。

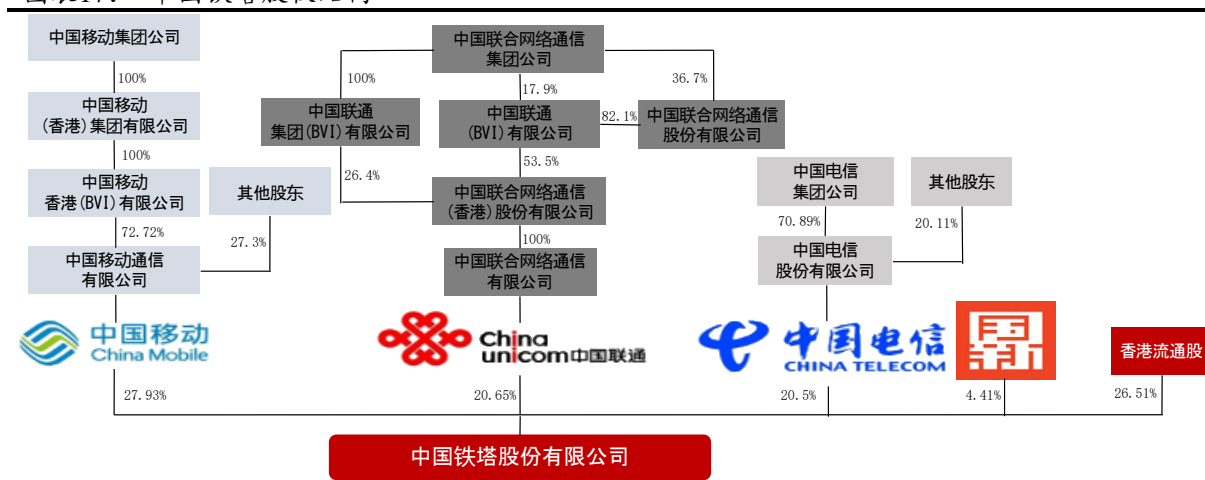
3 公司业务符合行业长期成长趋势，垄断地位尽显规模优势

3.1 国内占据垄断地位，规模优势尽显

中国铁塔在国内处于垄断地位，获取站址资源的能力以及站址规模无人能比，国内几乎没有可替代者。中国铁塔由三大运营商合资成立，在全国总共设立了 31 家省级分公司，员工总数将近 2.34 万人，主要从事通信铁塔等基站配套设施和室内分布系统的建设、维护和运营，业务类别包括塔类业务(宏站和微站)、室分业务、跨行业站址应用与信息服务。

成立之初，通过资本划拨解决了早期资本筹集和站址资源的困难，对价 2034.84 亿元，收购国内三运营商铁塔资产 143.61 万个，迅速成为了巨无霸公司。2015 年底，中国铁塔向运营商及中国国新发行新股，目前中国移动、中国联通、中国电信分别持有中国铁塔股本 27.93%、20.65%、20.50%，合计 69.08%。

图表 17：中国铁塔股权结构



资料来源：方正证券研究所，Wind，各公司年报

中国铁塔在国内具有绝对优势，几乎无潜在竞争对手。公司成立后获基础电信业务和增值电信业务经营许可，与三大运营商分别签订《商研究源于数据9研究创造价值

务定价协议》、《商务定价协议补充协议》及《服务协议》，与国家电网和南方电网签订战略合作框架协议。工信部 586 号文和协议安排，三大运营商原则上将不再新建铁塔站址，所有新建需求全部优先交给中国铁塔负责。公司与三大运营商的紧密联系使得公司具有强大稳定的现金流和收入来源，在国内市场具有绝对优势。此外，公司具有庞大站址资源，据公司招股书，2017 年公司在国内占据 97.3% 的站址、96% 的租户、96% 的收入市场份额，第二名国动网络市场份额低于 1%。

图表18： 2017 年国内通信基础设施市场竞争格局

公司	站址数	2017年收入/百万	按收入计的份额
中国铁塔	1872154	68665	97.25%
国动网络	17260	545	0.77%
公司B	4200	72	0.10%
公司C	4300	57	0.08%
公司D	1900	27	0.04%

资料来源：方正证券研究所，公司招股书

铁塔业务属于重资产业务，具有门槛高、规模效应显著的特点，公司在国内站址运营上，是最具优势的企业。公司基于庞大站址资源，公司主要有塔类业务和室分业务，除向运营商提供站址空间外，还提供配套设备、维护服务及电力服务。同时，尝试不同运营商之间共享站址，并开拓不同行业的需求市场。借助遍布全国各地的站址，中国铁塔还在积极推进跨行业站址应用与信息业务，以满足来自不同行业的客户需求，并提高盈利能力。

3.2 主营业务符合通信行业降本增效大趋势

在中国铁塔成立之前，我国通信行业重复建设现象严重；公司成立后，建塔成本降低、实现资源共享、节省投资额度。中国国家审计署的工作报告显示，2002 年-2006 年期间，中国移动、电信、联通、网通、铁通 5 家企业，累计投入 11235 亿元用于基础设施建设，重复投资问题突出，网络资源利用率普遍偏低，通信光缆利用率仅为 1/3 左右，双塔并立、三塔林立的现象屡见不鲜。

中国铁塔公司成立后，坚持“能共享不新建、能共建不独建”的共享模式，成立 4 年后，累积节省投资 1148 亿元，减少 64 万个新建铁塔站址。同时，公司建设项目“同步规划、同步设计、同步实施”等，从源头上实现效率更高、成本更低、服务更好，有效降低资源占用、缩短施工周期。即使每年通货膨胀，单站投资成本也实现了降低，从 2015 年单站投资 18.9 万元/站到 2018 年的 17.94 万元/站。

图表19： 中国铁塔公司成立节省投资额度

单位	2015年	2016年	公司成立-2017年累积	公司成立-2018年累积	
减少铁塔建设	万站	26.5	23.6	60.3	64
减少铁塔投资	亿元	500	-	1073	1148
测算单站投资	万元/站	18.9	18.4	17.8	17.94

资料来源：方正证券研究所，招股说明书

另一方面，充分利用已有资源，新增租户首先通过已有资源来满足，不断提升共享率水平，且广泛获取社会资源，通过路灯杆、监控杆、

电力塔、楼宇资源等社会资源共享，有效降低建设投资成本。

图表20：中国铁塔资本支出及新增站址、新增租户均摊

	2015	2016	2017	2018	2019
资本性支出(百万元)	229,070.00	64,103.00	43,836.00	26,466.00	27,123.00
站址新建和共享改造(百万元)	32,365.00	53,321.00	36,918.00	17,530.00	17,965.17
站址更新改造(百万元)	1,021.00	7,757.00	6,189.00	4,671.00	4,786.95
IT支撑及购置综合生产用房(百万元)	195,684.00	3,025.00	729.00	4,265.00	4,370.88
新增站址数量(万个)		21.30	13.90	7.54	4.64
站址新建和共享改造/新增站址(万元)		25.03	26.57	23.24	38.72
新增租户数量(万个)		47.604	26.884	32.173	22.108
站址新建和共享改造/新增客户(万元)		11.20	13.73	5.45	8.13

资料来源：方正证券研究所，公司年报

从2016年开始，公司每年资本性支出、站址新建数量均逐年降低。由于财报数据并未单列站址新建支出，均摊在新建站址的站址新建和共享改造支出有所增长，但均摊在租户上的站址新建和共享改造支出有所降低，从2016年的11.2万元降至8.13万元。

3.3 租金说明及变化趋势

共享率提升的同时，租户承担的单位租金也随着降低，但公司租金收入有所升高。公司主要向三大通信运营商提供服务，均签订商务定价协议，具有明晰的定价规则。定价主要参考成本、约定的定价机制和市场价格。而塔类业务和室分业务中，定价机制基于各项服务中的建造成本、维护费用、场地费、管理成本、运营成本以及适当利润率。跨行业业务则参考市场价格进行定价。

图表21：站址租赁定价规则

新建站址每年价格	=	$\frac{\text{基准价格} \times (1 - \text{共享折扣1}) + (\text{场地费用} + \text{电力引入费}) \times (1 - \text{共享折扣2})}{\left\{ \left[\frac{\text{标准建造成本}}{\text{折旧年限}} \times \text{地区系数} \times (1 + \text{减值率}) + \text{维护成本} \right] \right\} \times (1 + \text{成本加成率}}$
		<p>标准建造成本包含：铁塔、机柜、配套电力设备三部分标准建造成本；折旧年限分别为20年、6年、6年 减值率：2%；地区系数：0.72-1.30不等；成本加成率：10%；</p>
存量站址每年价格	=	$\frac{\text{基准价格} \times (1 - \text{共享折扣1}) + (\text{场地费用} + \text{电力引入费}) \times (1 - \text{共享折扣2})}{\left\{ \left[\frac{\text{评估值}}{\text{折旧年限}} \times \text{折扣比例} \times \text{地区系数} \times (1 + \text{减值率}) + \text{维护成本} \right] \right\} \times (1 + \text{成本加成率}}$
		<p>存量铁塔建造成本采用评估值，并乘以一个小于1的折扣比例</p>

资料来源：方正证券研究所，公司招股书

基准价格参考铁塔、机柜和配套设施的标准建造成本以及维护费用等。以下示例为一名租户在某城市新建地面塔站址中，将其通讯设备搭载在地面塔上高30米处的定价公式，公式为：基准价格=([地面塔标准建造成本/地面塔折旧年限*风险调整系数+一体化机柜标准建造成本/一体化机柜折旧年限+配套电力设备标准建造成本/配套电力设备折旧年限]*地区系数*(1+折损率)+维护费用]×(1+成本加成率)=((183,433/10×1.0+5,915/6+48,278/6)×1.0×(1+2%)+3,400)×(1+10%)=34,455元人民币。

研究源于数据11研究创造价值

为了进一步实现站址共享，公司依据单个站址的三个通信运营商租户数量，向参与站址的租户提供不同折扣，并与运营商签订商务定价补充协议。通过共享折扣，不仅可以有效提高租户共享的积极性，也有助于租户数量提升、公司节省成本、站址资源充分利用和收入提升。

图表22：基准价格示例（元）

每年基准价格	34,455
铁塔标准建造成本	183,433
机柜标准建造成本	5,915
配套电力设备标准建造成本	48,278
维护费用	3,400
每年场地费包干价格	11,000
每年电力引入费	2,205

资料来源：方正证券研究所，公司招股书

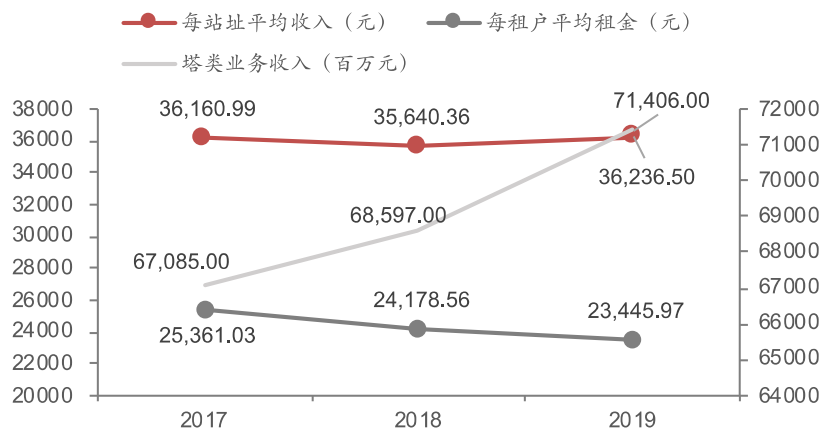
图表23：不同租户数量的共享折扣

	共享折扣率1	共享折扣率2
两名租户共享给予第二名租户折扣	30%	40%
三名租户共享给予第二、三名租户折扣	40%	50%
两名租户共享给予锚定租户折扣	35%	45%
三名租户共享给予锚定租户折扣	45%	55%

资料来源：方正证券研究所，公司招股书

根据塔类业务收入、铁塔数量和相应租户数量，计算得到每站址的年平均收入和租户平均租金。2018年每站址平均收入较2017年有所下跌，下跌幅度为-1.44%，但2019年回涨，上涨幅度为1.67%；而每租户平均租金持续下降，2018、2019年分别下降-4.66%、-3.03%；塔类业务总收入则增长迅速，2018、2019年增长幅度分别为2.25%、4.09%。对于租户，租金降低；对于公司，业务收入稳定增长；共享站址实现资源充分利用、双边共赢。

图表24：公司塔类业务收入、站址平均收入和租户平均租金



资料来源：方正证券研究所，公司年报

3.4 员工持股彰显经营信心

2019年公司启动并实施第一期限限制性股票激励计划，首次向核心管理团队和技术骨干授予限制性股票合计约12.1亿股，建立了长效激励与约束机制，实现股东、公司与员工的利益共享和风险共担。2020年解锁比例为40%，需满足：公司经营层面需要实现营业收入不低于825.92亿元，净利润满足不低于50.88亿元，净资产回报率不低于2.7%。第二次解锁需满足2021年业绩实现营业收入883.37亿元；净利润为58.83亿元，净资产回报率不低于3.1%。第三次解锁需满足2022年业

绩目标：营业收入不低于 948.01 亿元；净利润不低于 69.165 亿元；净资产回报率不低于 3.6%。

图表25： 限制性股票激励解锁条件

解锁期	时间	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	ROE
第一个解锁期 (40%)	2020E	825.92	50.88	2.70%
第二个解锁期 (30%)	2021E	883.37	58.83	3.10%
第三个解锁期 (30%)	2022E	948.01	69.165	3.60%

资料来源：方正证券研究所，公司公告

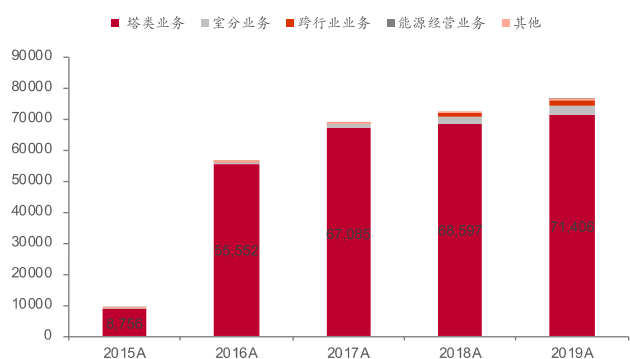
4 估值与关键假设

4.1 盈利预测

4.1.1 营业收入测算

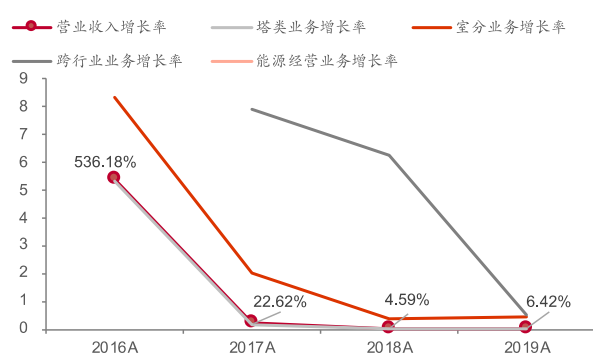
公司主要有塔类业务、室分业务、跨行业业务、能源经营业务和其他业务。塔类和室分为主的“一体业务”是公司发展的核心基础，其中，塔类业务占据营收大部分，总营收增速也与该细分业务增速保持高度重合。在塔类业务经历了初期 5 倍速增长后，公司在维持塔类业务营收继续稳定增长的前提下，逐步趋向多元化经营，不断开发新业务、开拓新市场、扩展客户群，塔类业务营收占比也从 2015 年的 99.5% 降低到 2019 年的 93.43%，塔类业务营收同比增速也降低到 4.09%。室分业务是公司 2016 年重点开展的业务，当年营收同比翻了 8 倍，2017 年又翻了 2 倍，从 2015 年总营收占比 0.75% 攀升至 2019 年的 3.48%。同时 2019 年增速仍高达 46.12%，仍然是公司发展的核心业务。跨行业与能源经营业务的“两翼业务”是公司可持续发展的重要业务。跨行业业务是公司 2016 年新开展业务，主要包括专网服务、安全监控、环境监测、动环监控等领域，2017 年营收增速高达 789.47%，2019 年营收占比 2.47%；能源经营业务是公司 2019 年新成立的子公司发展开拓，主要提供供电、发电、储能和动力电池租赁等产品和服务，2019 年营收占比近 0.26%。

图表26： 公司各细分业务收入 (百万元)



资料来源：方正证券研究所，公司招股书

图表27： 营收及细分业务收入增速



资料来源：方正证券研究所，公司招股书

塔类业务主要为客户提供打造移动网络覆盖综合解决方案，包括天线挂载、电源配套、传输接入等；室分业务主要包括提供楼宇、高铁、地铁、机场和大型场馆的室分综合方案。公司对于这两项核心业务，近年来重点提高共享率，从客户差异化诉求着手，实现“高效率、低

成本、优服务”。塔类业务和室分业务的收入主要由站址数量、共享率、租户和单租户收入等组成。中国铁塔覆盖数远高于其他国家，为了节省投资并实现资源充分利用，公司致力提高共享率并达到少建塔、多进行共享改造的条件下，我们认为站址新建数量会先增后降，共享率和租户数量均会升高，基于公司定价规则，租户平均租金可能会先下降后稳定。

跨行业业务和其他业务参考近年来数据，假设仍保持高速增长；能源经营业务是公司新开展业务，因此假设业务增长遵从行业增长率。

预计 2020-2022 年，营业收入分别为 843/892/949 亿元，同比增速为 10.28%、5.88%、6.29%；其中塔类业务收入分别为 774/800/825 亿元，占总营收比例逐年降低，分别为 92%、90%、87%。

图表28：公司细分业务收入历史及预测（百万元）

收入预测表	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	55,997.00	68,665.00	71,819.00	76,428.00	84,288.05	89,248.22	94,862.30
增长率	536.18%	22.62%	4.59%	6.42%	10.28%	5.88%	6.29%
塔类业务	55,552.00	67,085.00	68,597.00	71,406.00	77,422.61	80,044.86	82,518.30
增长率	534.44%	20.76%	2.25%	4.09%	8.43%	3.39%	3.09%
占营收比例	99.21%	97.70%	95.51%	93.43%	91.85%	89.69%	86.99%
室分业务	421.00	1,284.00	1,819.00	2,658.00	3,610.06	4,706.48	6,116.28
增长率	835.56%	204.99%	41.67%	46.12%	35.82%	30.37%	29.95%
占营收比例	0.75%	1.87%	2.53%	3.48%	4.28%	5.27%	6.45%
跨行业业务	19.00	169.00	1,222.00	1,887.00	2,641.80	3,698.52	5,177.93
增长率		789.47%	623.08%	54.42%	40.00%	40.00%	40.00%
占营收比例	0.03%	0.25%	1.70%	2.47%	3.13%	4.14%	5.46%
能源经营业务	0.00	0.00	0.00	193.00	215.99	241.71	270.50
增长率					11.91%	11.91%	11.91%
占营收比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.26%	0.27%	0.29%
其他	5.00	127.00	181.00	284.00	397.60	556.64	779.30
增长率	400.00%	2440.00%	42.52%	56.91%	40.00%	40.00%	40.00%
占营收比例	0.01%	0.18%	0.25%	0.37%	0.47%	0.62%	0.82%

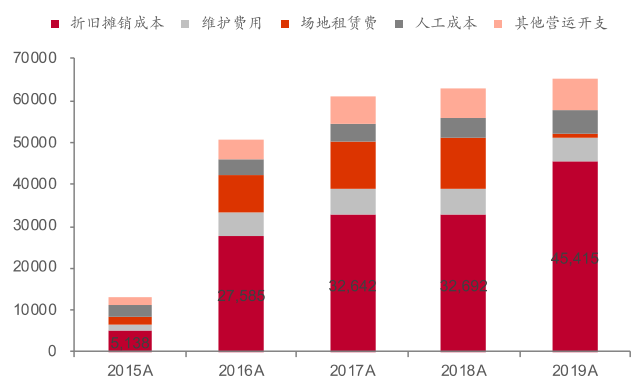
资料来源：方正证券研究所

4.1.2 营业开支测算

对营业开支的预测，预期企业保持专业的管理并无重大差错，同时，对营业外收支、公允价值变动等损益不进行预测，基于稳健性原则预期无其他营业外收支，相关非经营性资产保持现状，投资收益为零。公司拥有大量铁塔站址等固定资产，因此营业开支主要有折旧及摊销、维护费用，还有场地租赁费和人工成本。折旧摊销一直是每年营业开支的大头，2019年占营业开支 69.7%，占总营收 59.4%，主要是铁塔及配套设施、机械及电子设备、办公设备及其他和土地使用权及软件的折旧摊销。场地租赁费在 2019 年突然减少主要是会计政策变更分摊计入其他科目。

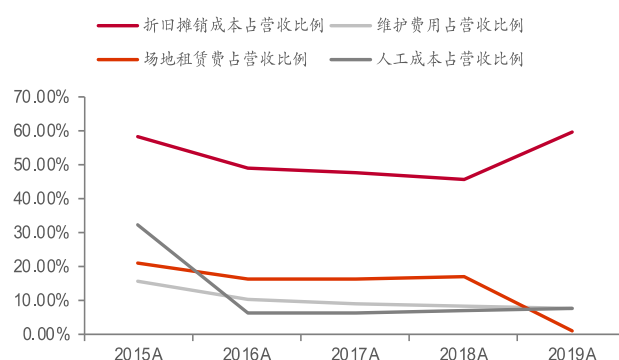
从 2015 年到 2018 年，各类开支占总营收比例均降低，但 2019 年折旧摊销成本和人工成本占营收比例回升，主要是公司积极进行铁塔站址共享改造和更新改造，并且努力开拓新市场和新业务，在东南亚设立了分公司，能源经营领域设立了子公司，预计随着共享改造和更新改造的逐步完善，营业开支占比会逐步减少。

图表29: 公司营业开支细分(百万元)



资料来源: 方正证券研究所, 公司年报

图表30: 公司营业开支细分占营收比例



资料来源: 方正证券研究所, 公司年报

对于营业开支的测算主要关注固定资产折旧和无形资产摊销以及人工成本。固定资产和无形资产的详细数据公司未披露, 粗略计算固定资产和无形资产和年均折旧摊销率, 即: 当年总折旧及摊销成本/(期初固定资产和无形资产+期末固定资产和无形资产), 由于 2019 年是重点的站址共享改造的一年, 2020 年开始进入 5G 建设高峰期, 因此取 2019 年该比率作为以后年度预测参考。

图表31: 折旧及摊销成本历史及预测(百万元)

折旧及摊销	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总计	27,585.00	32,642.00	32,692.00	45,415.00	48,422.07	48,639.40	48,800.34
折旧摊销摊销率 (%)	11.30%	11.74%	11.62%	15.44%	15.44%	15.44%	15.44%
固定资产折旧	27,559.00	32,598.00	32,598.00	40,336.69	42,842.05	43,920.94	44,810.41
无形资产摊销	26.00	44.00	94.00	5,078.31	5,580.02	4,718.46	3,989.93

资料来源: 方正证券研究所

人工成本测算则主要以员工人数、人均管理站址数量和单位薪酬测算。2019 年人均管理站址数量大幅度减小, 减少到 117.87 个, 主要是一方面, 公司开拓新市场和新业务积极招募新员工; 另一方面, 公司致力于站址共享和站址改造, 新建站址速度大幅放缓, 于是员工增长速度高于站址同比增速。我们认为, 后期员工增速应该会放缓与站址数量增速相差不大, 因此以人均管理站址数量不变为基础预测员工数量, 员工数量每年增速与新建站址数量维持同比变动。

维护费用与站址数量、租户数量相关, 因此以维护费用占营收比例不变预测未来维护费用。而场地租赁费, 由于 2019 年会计政策变更, 历年同比增速和营收占比无法参考, 因此参考年报给出的可比口径同比增速 4.1% 进行预测。

预计 2020-2022 年, 公司营业开支分别为 710/733/758 亿元; 折旧及摊销成本为 484/486/488 亿元。

图表32： 公司营业开支历史及预测（百万元）

成本预测表	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业开支	-50,927.00	-60,950.00	-62,738.00	-65,147.00	-71,004.28	-73,257.76	-75,791.99
增长率	292.86%	19.68%	2.93%	3.84%	8.99%	3.17%	3.46%
折旧摊销成本	-27,585.00	-32,642.00	-32,692.00	-45,415.00	-48,422.07	-48,639.40	-48,800.34
增长率	436.88%	18.33%	0.15%	38.92%	6.62%	0.45%	0.33%
占营收比例	49.26%	47.54%	45.52%	59.42%	57.45%	54.50%	51.44%
维护费用	-5,750.00	-6,156.00	-6,165.00	-5,993.00	-7,133.78	-7,404.33	-7,779.11
增长率	314.56%	7.06%	0.15%	-2.79%	19.04%	3.79%	5.06%
占营收比例	10.27%	8.97%	8.58%	7.84%	8.46%	8.30%	8.20%
场地租赁费	-9,121.00	-11,336.00	-12,196.00	-639.00	-665.20	-692.47	-720.86
增长率	391.43%	24.28%	7.59%	-94.76%	4.10%	4.10%	4.10%
占营收比例	16.29%	16.51%	16.98%	0.84%	0.79%	0.78%	0.76%
人工成本	-3,743.00	-4,229.00	-4,917.00	-5,863.00	-6,364.28	-6,727.59	-7,098.15
增长率	31.80%	12.98%	16.27%	19.24%	8.55%	5.71%	5.51%
占营收比例	6.68%	6.16%	6.85%	7.67%	7.55%	7.54%	7.48%
其他营运开支	-4,728.00	-6,587.00	-6,768.00	-7,237.00	-8,418.96	-9,793.95	-11,393.52
增长率	171.41%	39.32%	2.75%	6.93%	16.33%	16.33%	16.33%
占营收比例	8.44%	9.59%	9.42%	9.47%	9.99%	10.97%	12.01%

资料来源：方正证券研究所

4.1.3 EBIT/EBITDA 测算

根据预测的营业收入和成本收入计算得到 EBIT，根据近三年债务利率计算公司利息收入和支出得到利润总额。短期借款中超过一半为关联公司借款，主要用于保证公司正常运营和站址新建改造等，由于后期现金流充裕，短期借款会逐步减少以降低公司财务费用，同时假设长期借款不变。再进一步测算近三年平均实际税率计算得到净利润。

预测 2020-2022 年，营业利润（EBIT）分别为 133/160/191 亿元，归母净利分别为 65/87/114 亿元，EBITDA 分别为 617/646/679 亿元。

图表33： 公司 EBIT 历史及预测（百万元）

利润表	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	55,997.00	68,665.00	71,819.00	76,428.00	84,288.05	89,248.22	94,862.30
营业成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业开支	-50,927.00	-60,950.00	-62,738.00	-65,147.00	-71,004.28	-73,257.76	-75,791.99
营业利润（EBIT）	5,070.00	7,715.00	9,081.00	11,281.00	13,283.77	15,990.46	19,070.32
利息收入	65.00	104.00	248.00	63.00	77.48	82.80	143.94
利息支出	-5,077.00	-5,283.00	-6,007.00	-4,661.00	-4,694.42	-4,571.53	-4,202.85
营业外净收入	48.00	149.00	153.00	154.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.00	2,685.00	3,475.00	6,837.00	8,666.83	11,501.74	15,011.41
所得税	-30.00	-742.00	-825.00	-1,616.00	-2,167.06	-2,775.03	-3,641.13
税率	28.30%	27.64%	23.74%	23.64%	25.00%	24.13%	24.26%
净利润	76.00	1,943.00	2,650.00	5,221.00	6,499.77	8,726.71	11,370.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-1.00	-1.24	-1.67	-2.18
归属于母公司所有者的净利润	76.00	1,943.00	2,650.00	5,222.00	6,501.02	8,728.38	11,372.46
EBITDA	32,655.00	40,357.00	41,773.00	56,696.00	61,705.83	64,629.86	67,870.66
EPS	0.00	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06

资料来源：方正证券研究所

其中预测公司控制费用成果显著，毛利率稳步增长，营业收入、净利润、EBIT、EBITDA 均实现增长，同比增长率存在一定波动，EBITDA 率均维持在 70%以上，公司经营与盈利状况良好。

图表34： 相关盈利能力指标历史及预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	536.18%	22.62%	4.59%	6.42%	10.28%	5.88%	6.29%
毛利率	9.05%	11.24%	12.64%	14.76%	15.76%	17.92%	20.10%
EBIT增长率	-221.85%	52.17%	17.71%	24.23%	17.75%	20.38%	19.26%
利润总额增长率	-102.23%	2433.02%	29.42%	96.75%	26.76%	32.71%	30.51%
净利润增长率	-102.11%	2456.58%	36.39%	97.02%	24.49%	34.26%	30.29%
EBITDA增长率	3242.37%	23.59%	3.51%	35.72%	8.84%	4.74%	5.01%
EBITDA率	58.32%	58.77%	58.16%	74.18%	73.21%	72.42%	71.55%

资料来源：方正证券研究所

4.2 绝对估值：1.94-2.30 港元

采用企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型分别对中国铁塔进行了绝对估值。中国铁塔作为一家 2014 年 7 月才成立的拥有大量固定资产并需要每年投资建造项目的公司，现金流可能不够稳定，因此我们详细预测了 2020-2024 年的相关数据；假设 2025-2029 年保持快速发展，由于公司与各类细分工业制造业相关性较大等因素选取 2019 年工业增长值增速 5.6%（数据来自国家统计局，下同）作为年均增长率；假设 2030 年及之后稳定增长，选取 2019 年通货膨胀率 2.9%作为永续增长率。

图表35： 2020-2024 年 FCFF 和 FCFE 测算（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
净利润	6,499.77	8,726.71	11,370.28	14,297.07	17,707.68
利息费用（净额）	4,771.89	4,654.33	4,346.79	3,952.37	3,762.47
折旧及摊销	48,422.07	48,639.40	48,800.34	49,317.77	50,392.27
营运资金变动	(3,921.15)	1,631.32	(1,962.04)	(99.66)	(1,190.28)
资本性支出	(50,572.83)	(49,086.52)	(50,277.02)	(54,026.14)	(58,527.80)
FCFF	5,199.75	14,565.24	12,278.36	13,441.41	12,144.34
FCFE	4,854.65	13,453.26	2,870.52	11,560.07	9,818.38

资料来源：方正证券研究所

图表36： 2025 及以后年度 FCFF 和 FCFE 测算（百万元）

		g=5.6%			g=2.9%	
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
FCFF	12,824.43	13,542.59	14,300.98	15,101.83	15,947.54	16,410.01
FCFE	10,368.21	10,948.83	11,561.97	12,209.44	12,893.17	13,267.07

资料来源：方正证券研究所

选取近一年的 3 个月上海银行间同业拆放利率作为无风险利率，企业财务费用与实际借款的平均利率 4.92%作为债务资本成本，参考 Wind 行业分类多元电信服务 beta 和恒生指数作为市场组合得到市场利率。由于公司未发行优先股，因此加权资本成本为普通股股权资本成本与债务资本成本加权之和。公司权益市场价值为股价与股本的乘积，即 2019 年年末公司市值为 2735.46 亿元，负债无法计算市场价值，则以账面价值替代，计算得到 WACC 为 5.44%。

图表37: WACC 的计算

无风险利率	调整后的行业Beta	Rm	股权资本成本	债务资本成本
2.75%	0.8731	6.97%	6.43%	4.92%
带息负债(亿元)	20191231股价(元)	股本(亿元)	权益市场价值(亿元)	税率
1,555.06	1.55	1,760.08	2,735.46	25.00%
WACC			5.44%	

资料来源: 方正证券研究所

分别通过 FCFF 和 FCFE 模型估算, FCFF 模型估算得到公司企业价值为 4626.41 亿元, 股权价值为 3133.58 亿元, 合理价值为 1.94 港元; FCFE 模型估算公司股权价值 3706.56 亿元, 合理价值为 2.30 港元。

图表38: 绝对估值结果

FCFF企业价值(亿元)	FCFF股权价值(亿元)	合理价值(元)	合理价值(港元)
4,626.41	3,133.58	1.78	1.94
FCFE股权价值		合理价值(元)	合理价值(港元)
		3,706.56	2.11
均值		1.94	2.12

资料来源: 方正证券研究所

绝对估值结果主要受 WACC 和永续增长率影响, 下为两因素变化的敏感性分析。

图表39: 敏感性分析

敏感性分析		WACC				
单位: 港元	4.44%	4.94%	5.44%	5.94%	6.44%	
永续增长率	1.9%	4.06	2.94	2.27	1.81	1.49
	2.4%	4.08	2.96	2.28	1.82	1.49
	2.9%	4.10	2.97	2.29	1.83	1.50
	3.4%	4.12	2.98	2.30	1.84	1.51
	3.9%	4.14	3.00	2.31	1.85	1.52

资料来源: 方正证券研究所

由于中国铁塔仅上市两年不到、一次派息, 数据不足以进行后续预测, 因此认为 DDM 估值法暂不适用本公司估值, 综合考虑, 得到公司合理价值在 1.94-2.30 港元之间, 合理价值为 2.12 港元(人民币 1.94 元)。

4.3 相对估值: 2.14 港元

根据 bloomberg 数据, 全球可参考的通信基础设施企业 2020 年 EV/EBITDA 倍数区间在 10.46-28.04 之间, 均值为 22.10。其中美国三家 EV/EBITDA 倍数较高均在 20-30 之间。考虑到美国铁塔类业务定价随通货膨胀上行, 每年可涨价, 与国内定价机制不同, 公司估值参考印度可比公司情况。当前公司铁塔共享率低于印度巴帝电信, 给与公司 EV/EBITDA 倍数为 8 作为参考, 则相对估值结果为: 公司企业价值为 4934.49 亿元, 股权价值为 3449.39 亿元, 合理价值为 2.14 港元, (人民币 1.96 元)。

图表40: 可比公司相关数据(截止至2020年4月5日)

公司代码	2020/4/5(百万元人民币)		EBITDA		EBITDA增速		EV/EBITDA	
	总市值		2020E		2020E		2020E	
AMT US	699,804.40	916,300.7	36,099.4	38,495.7	-4.66%	6.64%	25.38	23.80
CCI US	430,368.3	607,134.2	24,765.2	26,527.3	3.60%	7.12%	24.52	22.89
SBAC US	210,697.4	299,610.2	10,683.8	11,511.0	8.69%	7.74%	28.04	26.03
BHARTI IN	215,001.9	348,468.7	33,311.8	42,327.9	33.53%	27.07%	10.46	8.23
平均值					10.29%	12.14%	22.10	20.24

资料来源: bloomberg, 方正证券研究所

图表41: 相对估值结果(截止最近一个交易日)

EBITDA(亿元)	估算EV(亿元)	股权价值(亿元)	净负债(亿元)	股本(亿元)
617.06	4,934.49	3,449.39	1,485.10	1,760.08
EV/EBITDA	合理价值(元)	20200403汇率	合理价值(港元)	20200403股价(元)
8.00	1.96	0.92	2.14	1.70

资料来源: 方正证券研究所

5 风险提示

5G 基站建设是公司业绩增长重要拉动力, 有 5G 基站数建设进度不及预期会对公司营收造成影响, 有 5G 基站建设数不达预期的风险;

公司站址数增长不及预期的风险;

新老业务共同提升共享率是公司毛利率提升的关键因素, 有共享率提升不及预期的风险;

租金单价下滑等风险;

疫情影响;

国际贸易摩擦影响 5G 进展等风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	40,995.00	38,709.38	45,807.15	46,236.98	营业总收入	76,428.00	84,288.05	89,248.22	94,862.30
现金	6,223.00	6,650.86	11,561.77	9,493.33	营业成本	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	20,894.00	38,348.04	40,604.74	43,158.95	营业开支	65,147.00	71,004.28	73,257.76	75,791.99
其它应收款	5,364.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	8514.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	297,072.00	299,222.77	299,669.88	301,146.56	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	11,281.00	13,283.77	15,990.46	19,070.32
固定资产	252,188.00	259,918.78	265,084.36	270,550.97	利息收入	63.00	77.48	82.80	143.94
无形资产	36,140.00	30,559.98	25,841.52	21,851.59	利息支出	4,661.00	4,694.42	4,571.53	4,202.85
其他	8,744.00	8,744.00	8,744.00	8,744.00	营业外净收入	154.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	338,067.00	344,221.67	351,836.40	353,798.84	利润总额	6,837.00	8,666.83	11,501.74	15,011.41
流动负债	128,364.00	128,018.90	126,906.92	117,499.08	所得税	1,616.00	2,167.06	2,775.03	3,641.13
短期借款	87,019.00	31,948.49	32,962.45	34,102.73	净利润	5,221.00	6,499.77	8,726.71	11,370.28
应付账款	29,313.00	87,019.00	82,019.00	72,019.00	少数股东损益	-1.00	-1.24	-1.67	-2.18
应交税金	399.00	563.52	639.61	603.10	归属母公司净利润	5,222.00	6,501.02	8,728.38	11,372.46
其他	11,633.00	8,487.88	11,285.86	10,774.25	EBITDA	56,696.00	61,705.83	64,629.86	67,870.66
非流动负债	27,142.00	27,142.00	27,142.00	27,142.00	EPS (元)	0.03	0.04	0.05	0.06
长期借款	8,480.00	8,480.00	8,480.00	8,480.00					
其他	18,662.00	18,662.00	18,662.00	18,662.00	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	155,506.00	155,160.90	154,048.92	144,641.08	成长能力				
少数股东权益	2.00	0.76	-0.92	-3.09	营业收入	76,428.00	84,288.05	89,248.22	94,862.30
股本	176,008.00	176,008.00	176,008.00	176,008.00	营业利润	281.00	13,283.77	15,990.46	19,070.32
储备	6,551.00	13,052.02	21,780.40	33,152.86	归属母公司净利润	5,222.00	6,501.02	8,728.38	11,372.46
留存收益	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
归属母公司股东权益	182,559.00	189,060.02	197,788.40	209,160.86	毛利率	0.15	0.16	0.18	0.20
负债和股东权益	338,067.00	344,221.67	351,836.40	353,798.84	净利率	0.07	0.08	0.10	0.12
					ROE	0.03	0.03	0.04	0.05
					ROIC	0.02	0.02	0.03	0.03
					偿债能力				
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	0.46	0.45	0.44	0.41
经营活动现金流	49,935.00	55,695.11	63,568.96	62,411.43	净负债比率	0.82	0.79	0.72	0.65
净利润	5,221.00	6,499.77	8,726.71	11,370.28	流动比率	0.32	0.35	0.41	0.45
折旧摊销	45,415.00	48,422.07	48,639.40	48,800.34	速动比率	0.25	0.35	0.41	0.45
营运资金变动	0.00	-3,921.15	1,631.32	-1,962.04	营运能力				
其他	0.00	4,694.42	4,571.53	4,202.85	总资产周转率	0.23	0.24	0.25	0.27
投资活动现金流	-28,136.00	-50,572.83	-49,086.52	-50,277.02	应收账款周转率	2.48	2.31	2.26	2.26
资本性投资	-28,235.00	-50,572.83	-49,086.52	-50,277.02	应付账款周转率	2.18	2.32	2.26	2.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
其他	99.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.03	0.04	0.05	0.06
筹资活动现金流	0.00	-4,694.42	-9,571.53	-14,202.85	每股经营现金	0.28	0.32	0.36	0.35
短期借款	0.00	0.00	-5,000.00	-10,000.00	每股净资产	1.04	1.07	1.12	1.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	56.96	45.75	34.08	26.16
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	0.88	0.86	0.85	0.84
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	7.97	7.23	6.81	6.37
现金净增加额	1,387.00	427.86	4,910.91	-2,068.44					

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com