

首次覆盖  
投资评级 优于大市

## 铁塔资源全球称雄，5G 开启新空间

### 股票数据

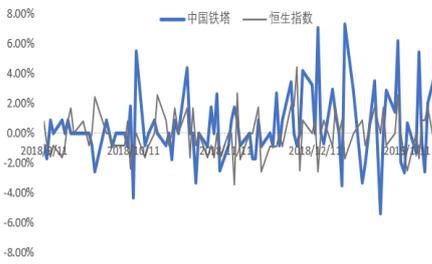
02月18日收盘价(港元) 1.83  
52周股价波动(港元) 1.26-1.83

### 股本结构

总市值/流通市值(亿港元) 695/2816  
总股本/流通H股(亿股) 1760/467

### 相关研究

### 市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.8	40.4	39.1
相对涨幅(%)	6.1	5.2	4.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:张峥青

Tel:(021)23219383

Email:zzq11650@htsec.com

证书:S0850518090002

### 投资要点:

- **中国铁塔整合三大通信运营商铁塔资源，共享率提升持续推升盈利水平。**按 IPO 后的股本结构，中国铁塔由中国移动（持股 28.5%）、中国联通（持股 21.1%）、中国电信（持股 20.9%）联合发起设立，通过整合三大通信运营商的铁塔资源，向客户提供站址租赁业务。截止到 2017 年底，公司拥有通讯铁塔站址 187.2 万个，数量全国占比 96.5%。三大运营商作为主要股东和客户，为其提供了优质的资源保障及稳定现金流（2017 年底经营活动现金流占营收 50.9%）。2018H1 公司维护费用占营收 8.46%，人工费用占营收 7.01%，场地租赁+折旧摊销占比 72.5%，集约式的集中管理，有效降低运营费用，也大幅降低了三大运营商网络建设的前期成本。同时在共享铁塔模式下，2017、2018H1 站均租户数分别为 1.43 户、1.47 户，2017-2018E 平均租户的营业利润达到 2870.72、3431.67 元/户，同比增长 36.95%、29.28%，同时公司 2016-2018E 营业利润率分别为 9.05%、11.24%、13.83%，EBITDA 率分别为 58.3%、58.8%、58.1%，共享率的提升使得盈利能力持续增强。
- **5G 周期开启，2019 年下半年有望启动规模建设，中国铁塔受益弹性大。**2G 到 3G、3G 到 4G 每一次技术革新和不断引入高频段频谱，都迎来基站数量的大幅度增长，其中 2013-2015 年 3G/4G 基站数量增长率分别达到 32.93%、95.41%、50.70%，截止 2018 年 9 月 3G/4G 基站数达到 479 万座。我们预计未来 5G 基站实现全国覆盖，有望较大幅度超过 4G 基站建设量，按照目前的频谱分配方案，我们预计不低于 500 万室外宏站建设规模，对中国铁塔带来存量庞大站址的共享率提升和新站址需求。同时，应用场景的多元化，将拉动 5G 在微站、室分、跨行业站址应用等方面的大量建设，相应的前期站址投入成本远低于宏站，可以更大程度利用社会资源，有效增厚中国铁塔效益。
- **美国铁塔公司 AMT 作为通信铁塔行业先行者，在美国 3G/4G 时期 5 倍以上的市值成长路径也为中国铁塔提供借鉴！**截止 2017 年底，中国铁塔和 AMT 的站址数分别为 187.2 万个和 15 万个；站均租户数分别为 1.43 户和 1.9 户；整体站均收入分别为 3.67 万元和 28.99 万元；截至 2017 年，中国铁塔和 AMT 折旧费用占营业支出比重分别为 54%和 37%，主因中国铁塔的折旧年限为 10 年，从 2018 年起，折旧年限将更改为 20 年（和 AMT 一致），预期未来两家折旧占比接近；截至 2017 年，中国铁塔和 AMT 站均营业支出分别为 3.3 万元和 20.3 万元；站均经营利润为 0.4 万元和 8.7 万元；经营利润率分别为 11.24%和 29.99%；EBITDA 率分别为 58.77%和 56.04%。AMT 在美国市场增长放缓的背景下，注重提高站址共享率，并积极开拓印度等新兴市场业务，为公司注入了新的增长动能。中国铁塔虽然起步较晚，但发展迅速，立足国内巨大市场和站址资源共享率的不断提升，我们预计公司未来盈利提升潜力巨大。

### 主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	55997.00	68665.00	74608.73	81296.75	89712.36
(+/-) YoY (%)	536.18%	22.62%	8.66%	8.96%	10.35%
净利润(百万元)	76.00	1943.00	2745.84	5101.20	7535.51
(+/-) YoY (%)	-102.11%	2456.58%	41.32%	85.78%	47.72%
全面摊薄 EPS(元)	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04
经营利润率(%)	9.05%	11.24%	13.83%	16.14%	18.51%
净资产收益率(%)	0.06%	1.52%	1.56%	2.87%	4.19%

资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测与投资建议。** 公司从站址数量到客户资源，均在国内铁塔运营行业占据绝对龙头的地位，未来有望在 5G 网络建设带动下进一步扩张。我们预计中国铁塔 2018E-2020E 营业总收入为 746.09 亿元(+8.66%)，812.97 亿元(+8.96%) 和 897.12 亿元(+10.35%)，净利润为 27.46 亿元(+41.32%)、51.01 亿元(+85.78%) 和 75.36 亿元(+47.72%)，EPS 分别为 0.016 元，0.029 元和 0.043 元，每股 EBITDA 分别为 0.25 元，0.27 元和 0.30 元，估值采用“市值/EBITDA 法”，由于此方法不受折旧摊销和所得税率不同的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性。参考全球同行业平均估值水平，考虑到中国铁塔股东是三大运营商，长期议价能力或受压制，而可比公司美国铁塔为第三方独立运营，议价能力强。我们认为中国铁塔与可比公司长期发展方向一致，随着共享模式的成熟，公司盈利能力有望显著提升。我们给予 2018 年市值/EBITDA 区间 7-9x 估算，对应合理价值区间 1.72-2.22 元，按照人民币兑港元汇率 1.14，港股价值区间 1.96-2.53 港元，对应 2018 年 PE 为 110-142 倍，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。** 5G 建设进展低于预期；5G 站址与存量 2G/3G/4G 站址综合共享率不及预期，导致新增 5G 铁塔站址投资超预期。

## 目 录

1. 中国铁塔：立足三大通信运营商铁塔资产整合，持续扩张社会化站址资源 .....	8
1.1 公司成立背景及发行情况.....	8
1.2 业务情况及收入成本结构.....	9
1.3 竞争格局：基站众多，现金流稳定，优质资源构筑竞争优势.....	10
1.4 发展布局：塔类业务为主体的“一体为本，两翼兼顾” .....	12
2. 4G 建设步入尾声，5G 周期开启 .....	14
2.1 4G 建设创造大量站址资源，共享率的提高带来利润大幅提升空间 .....	14
2.1.1 4G 建设进入尾声，集约管理、降低存量站址运营成本 .....	14
2.1.2 共享模式进一步提高盈利能力 .....	16
2.2 5G 周期开启，通讯铁塔龙头有望大幅受益 .....	19
2.2.1 宏站需求激增 .....	19
2.2.2 5G 应用场景多元化，拓宽站址资源增收空间 .....	21
3. 对标分析 .....	22
3.1 全球市场概况 .....	23
3.2 对标 AMT——通信铁塔行业先行者，主营业务清晰 .....	23
3.2.1 业务模式稳定，专注铁塔领域.....	23
3.2.2 美国市场业务稳定增长，海外市场开疆扩土 .....	24
3.3 中国铁塔与 AMT 的对比分析 .....	28
3.3.1 收入端比较 .....	28
3.3.2 成本端比较 .....	29
3.3.3 利润端比较 .....	32
4. 盈利预测和投资建议 .....	33
4.1 主营业务收入 .....	33
4.2 可比公司估值比较 .....	35
4.3 投资建议 .....	35
4.4 风险提示 .....	35
财务报表分析和预测 .....	36

## 图目录

图 1	中国铁塔上市后股权结构 (截至 2018.8.8) .....	8
图 2	中国铁塔业务展示 .....	9
图 3	2015-2018H1 中国铁塔营业成本构成 (亿元) .....	10
图 4	2018H1 中国铁塔营业成本构成占比 (%) .....	10
图 5	2015-2018H1 中国铁塔公司站址数 (万个) .....	11
图 6	中国通信铁塔基础设施市场五大参与者站址数量 (千个) .....	11
图 7	中国铁塔站址资源分布 (截至 2017 年 12 月) .....	11
图 8	中国铁塔业务租户数 (万) .....	12
图 9	中国铁塔塔类业务租户数 (万) .....	12
图 10	中国铁塔营收细分 (按客户, 亿元) .....	12
图 11	中国铁塔现金流与营业收入情况 (亿元) .....	12
图 12	中国铁塔跨行业站址应用与信息服务 .....	13
图 13	中国铁塔营业收入增长情况 1 (亿元) .....	13
图 14	中国铁塔营业收入增长情况 2 (亿元) .....	13
图 15	中国铁塔宏站、微站、室分相互协作 .....	14
图 16	国内运营商收入增长情况 .....	14
图 17	国内运营商主营商资本开支/收入情况 .....	14
图 18	中国移动通信数据流量 (十亿) .....	15
图 19	中国年均用户移动通信数据流量 (GB) .....	15
图 20	中国三大运营商 4G 基站数量变化 (万座) .....	15
图 21	国内运营商整体资本开支 (亿元) .....	15
图 22	中国铁塔运营效率优化 .....	16
图 23	中国铁塔运营费用占收入比例优化 .....	16
图 24	中国铁塔折扣率 (两名租户情况) .....	17
图 25	中国铁塔折扣率 (三名租户情况) .....	17
图 26	中国铁塔站址共享改建情况 .....	17
图 27	通信运营商租户在所有站址中的站均租户数 (户) .....	17
图 28	通信运营商租户在地面站址中的站均租户数 (户) .....	17
图 29	铁塔站址数增长率与塔类业务营收增长率 .....	18
图 30	室分站址数增长率与室分业务营收增长率 .....	18

图 31	平均每户利润能力随站均租户变化趋势 .....	18
图 32	CCI (冠城国际) 2017 年底铁塔租户数结构 .....	19
图 33	全国基站总数变化 (单位) .....	19
图 34	全球主要移动通信市场用户渗透率 (%) .....	20
图 35	全球主要移动通信市场年均用户移动通信数据流量(GB) .....	20
图 36	中国移动资本开支历史与展望 .....	21
图 37	中国联通资本开支历史与展望 .....	21
图 38	中国政企通信网市场及环境数据采集市场规模 (十亿元) .....	21
图 39	中国视频监控市场规模 (十亿元) .....	21
图 40	中国铁塔室分业务租户数与室分营业收入 .....	22
图 41	中国铁塔跨行业信息站址应用与信息服务租户数与营业收入 .....	22
图 42	截至 2017 年底全球顶尖铁塔公司铁塔数量 (万座) .....	23
图 43	AMT2015 年之前营业收入构成 (百万美元) .....	24
图 44	AMT2015 年之后营业收入构成 (百万美元) .....	24
图 45	AMT 站址数与增长率 .....	24
图 46	AMT 营业收入与增长率 .....	24
图 47	美国四大电信运营商市场份额 (2015 年) .....	25
图 48	美国四大电信运营商移动用户数 (百万户) .....	25
图 49	2000-2017 年美国市场站址数量及其增速 .....	25
图 50	AMT 在美国地区的站址数量及美国市场站址数占比 .....	26
图 51	AMT 在美国地区的营业收入及增速 .....	26
图 52	AMT 站址数量全球分布 (截至 2018Q1) .....	26
图 53	AMT 在海外市场的营业收入及增速 .....	26
图 54	AMT 不同业务地区营业收入占比 .....	26
图 55	AMT 不同地区站址数及增长率 .....	27
图 56	AMT 营业收入构成 (%) .....	27
图 57	2017 年底 AMT 站址数分布 (%) .....	27
图 58	AMT 股价走势 (单位) .....	28
图 59	AMT 与中国铁塔站址数对比 (万个) .....	28
图 60	AMT 站址数增长率与营业收入增长率 (%) .....	28
图 61	AMT 与中国铁塔营业收入对比 (人民币亿元) .....	29
图 62	AMT 与中国铁塔营业收入增速对比 (%) .....	29
图 63	AMT (整体&美国市场) 与中国铁塔站均营业收入对比 .....	29

图 64	2015-2017 年 AMT 营业成本构成 .....	30
图 65	AMT 与中国铁塔营业成本对比 (亿元) .....	30
图 66	中国铁塔 2017 年营业成本构成 .....	30
图 67	AMT2017 年营业成本构成 .....	30
图 68	AMT 与中国铁塔折旧及摊销占营业成本比重对比 .....	30
图 69	AMT 与中国铁塔物业运营支出占营业成本比重对比 .....	30
图 70	AMT 与中国铁塔站均营业成本对比 (千元) .....	31
图 71	AMT 与中国铁塔站均折旧及摊销对比 (千元) .....	31
图 72	AMT 与中国铁塔站均物业运营支出对比 (千元) .....	31
图 73	AMT 与中国铁塔资本开支对比 (亿元) .....	31
图 74	AMT 与中国铁塔资本开支占营收比重对比 .....	31
图 75	2015-2017 年中国铁塔资本开支构成 (亿元) .....	32
图 76	2013-2017 年 AMT 资本开支构成 (百万美元) .....	32
图 77	AMT 与中国铁塔新增站址平均资本开支 (万元) .....	32
图 78	AMT 与中国铁塔新增自建/改造站址平均资本开支 (万元) .....	32
图 79	AMT 与中国铁塔经营利润对比 (人民币亿元) .....	33
图 80	AMT 与中国铁塔经营利润率对比 (%) .....	33
图 81	AMT 与中国铁塔站均经营利润对比 (万元) .....	34
图 82	AMT 与中国铁塔 EBITDA 对比 (人民币亿元) .....	33
图 83	AMT 与中国铁塔 EBITDA 利润率对比 (%) .....	33

## 表目录

---

表 1	中国铁塔基石投资者及其认购情况 .....	9
表 2	中国铁塔 2015-2018H1 营业收入构成.....	10
表 3	三大运营商 5G 进度计划 .....	20
表 4	主营业务收入分项预测表.....	34
表 5	可比公司估值情况.....	35

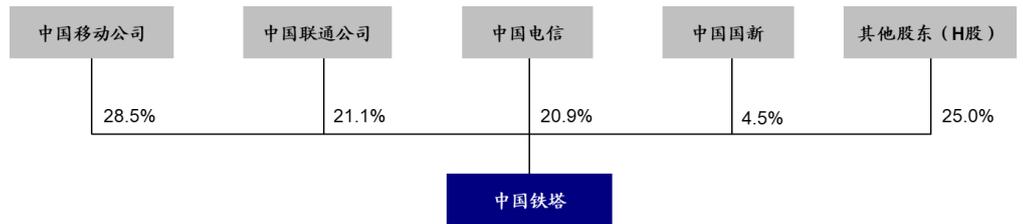
## 1. 中国铁塔：立足三大通信运营商铁塔资产整合，持续扩张社会化站址资源

**公司简介：**中国铁塔是全球规模最大的通信铁塔基础设施服务商，基于其所拥有的庞大铁塔站址资源向通信运营商等客户提供服务。在稳定客户关系构建的坚实支柱下，公司提出“一体两翼”的发展战略——在塔类服务的基础上发展室分业务、跨行业应用与信息业务等，充实自身羽翼。在广布局、增收入的同时，公司通过高效的运营模式降低运营成本，进一步打开利润空间。

### 1.1 公司成立背景及发行情况

**公司持股结构：**2014年7月，中国移动通信有限公司（以下简称“中国移动”）、中国联合网络通信有限公司（以下简称“中国联通”）和中国电信股份有限公司（以下简称“中国电信”）共同发起设立中国通信设施服务股份有限公司。2014年9月，公司更名为中国铁塔股份有限公司（以下简称“中国铁塔”）。截至2018年8月8日，中国移动、中国联通、中国电信和中国国新控股有限责任公司（以下简称“中国国新”）为中国铁塔的四个主要股东，持股比例分别为28.5%、21.1%、20.9%和4.5%。

图1 中国铁塔上市后股权结构（截至2018.8.8）



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

公司成立后，中国铁塔通过从三大通信运营商处收购通信铁塔及相关资产的方式开始运营，并与中国移动、中国联通、中国电信签署协议，成为三大通信运营商的通信铁塔业务提供商。2017年，公司加入联合国下属专门机构国际电信联盟。

2018年8月8日，中国铁塔(00788.HK)在港交所上市，发行价为人民币1.08元，计划发行431.15亿股，大约占发行后总股本的25%。中国铁塔此次发行共募集资金约503亿元，是2011-2018八年以来港股IPO中募资资金规模最大的IPO。

**表 1 中国铁塔基石投资者及其认购情况**

基石投资者	投资额 (亿美元)	认购的 H 股 数目 (股)	占发行股份百分比		占发行 H 股百分比	
			假设超额配股权 并无获行使	假设超额配股权 已悉数行使	假设超额配股权 并无获行使	假设超额配股权已 悉数行使
高瓴基金	4	2491618000	1.4%	1.4%	5.8%	5.0%
OZ Funds	3	1868714000	1.1%	1.0%	4.3%	3.8%
Darsana Master Fund LP	1.75	1090082000	0.6%	0.6%	2.5%	2.2%
淘宝中国控股有限公司	1	622856000	0.4%	0.3%	1.4%	1.3%
中国石油集团资本有限责任公司	1	622904000	0.4%	0.3%	1.4%	1.3%
Invus Public Equities, L.P.	1	622904000	0.4%	0.3%	1.4%	1.3%
北京市海淀区国有资本经营管理中心	0.985	613560000	0.4%	0.3%	1.4%	1.2%
中国工商银行股份有限公司理财计划代理人	0.5	311452000	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%
华隆 (香港) 有限公司	0.5	311452000	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%
上海汽车香港投资有限公司	0.5	311452000	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%

资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

## 1.2 业务情况及收入成本结构

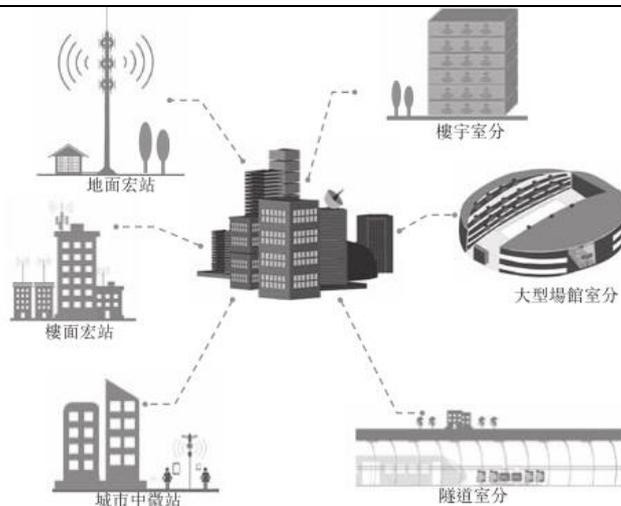
### 公司主营业务介绍:

作为全球规模最大的通信铁塔基础设施服务提供商, 中国铁塔主要从事塔类业务 (2017 年营收占比 97.70%)、室分业务 (2017 年营收占比 1.87%) 和跨行业站址应用与信息业务 (2017 年营收占比 0.25%)。

**塔类业务:** 向通信运营商提供站址空间、维护服务与电力服务。其中宏站业务负责实现移动通信网络的广泛覆盖, 微站业务负责实现城市人口与建筑物密集的区域或城市外特定区域的移动通信网络补充覆盖。

**室分业务:** 提供分布式天线系统、维护服务以及电力服务, 从而实现通信运营商在楼宇或隧道等室内区域的移动通信网络覆盖

**跨行业站址应用与信息业务:** 向不同行业的客户提供站址资源服务和基于站址的信息服务。

**图2 中国铁塔业务展示**


资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

### 公司营收情况:

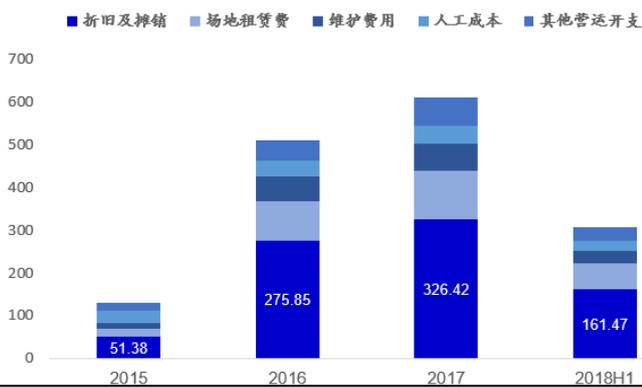
收入端：2016、2017、2018H1，中国铁塔营业收入分别达到人民币 559.97 亿元 (+536.18%)、686.65 亿元 (+22.62%)、353.35 亿元。塔类业务中的宏站业务是公司最主要的营收来源，2015-2018H1 年宏站业务的营收实现 87.6 亿元、555.5 亿元、668.3 亿元、338.88 亿元。占比分别为 99.48%、99.21%、97.32%、95.90%。2017 年，公司开始提供微站业务，2017-2018H1 实现营业收入 2.57 亿元、1.76 亿元。与塔类业务相比，室分业务和跨行业站址应用与信息业务营收占比较小，但均表现出快速增长，2017 年营收同比增速分别为 205.0%和 789.5%。

**表 2 中国铁塔 2015-2018H1 营业收入构成**

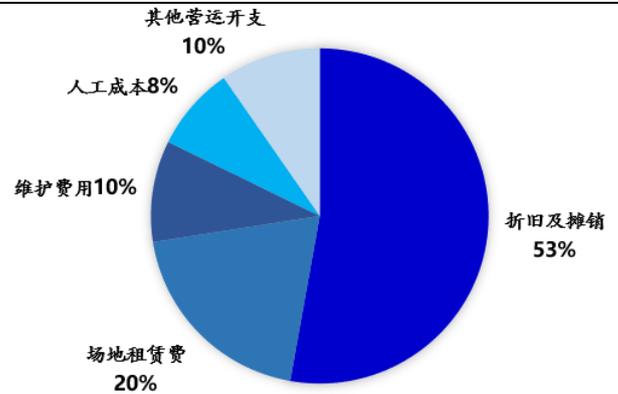
	2015		2016		2017		2018H1			
	营业收入 (百万元)	占比	营业收入 (百万元)	占比	营业收入 (百万元)	占比	2017年 增长率	营业收入 (百万元)	占比	2018H1 增长率
<b>塔类业务</b>										
宏站业务	8756	99.48%	55552	99.21%	66828	97.32%	20.30%	33888	95.90%	3.58%
微站业务	-	-	-	-	257	0.37%	-	176	0.50%	77.78%
<b>塔类业务合计</b>	<b>8756</b>	<b>99.48%</b>	<b>55552</b>	<b>99.21%</b>	<b>67085</b>	<b>97.70%</b>	<b>20.76%</b>	<b>34064</b>	<b>96.40%</b>	<b>3.80%</b>
室分业务	45	0.51%	421	0.75%	1284	1.87%	204.99%	824	2.33%	94.34%
跨行业站址应用与信息业务	-	-	19	0.03%	169	0.25%	789.47%	374	1.06%	1600%
其他业务	1	0.01%	5	0.01%	127	0.18%	2440.00%	73	0.21%	711.11%
<b>合计</b>	<b>8802</b>	<b>100%</b>	<b>55997</b>	<b>100%</b>	<b>68665</b>	<b>100%</b>	<b>22.62%</b>	<b>35335</b>	<b>100%</b>	<b>6.20%</b>

资料来源：中国铁塔招股说明书，中国铁塔 2018 年中报，海通证券研究所

成本端：2016、2017、2018H1，中国铁塔的营业成本分别为 509.27 亿元 (+292.86%)、609.50 亿元 (+19.68%)、305.75 亿元 (+4.8%)。公司成本主要包括铁塔设施等产生的折旧摊销费用和土地租金产生的场地租赁费等。公司成本结构较为稳定，2016、2017、2018H1，折旧摊销与场地租赁费合计占据营业成本的 72.08%、72.15%、72.50%，是最主要的成本项目。

**图3 2015-2018H1 中国铁塔营业成本构成 (亿元)**


资料来源：中国铁塔招股说明书，中国铁塔 2018 年中报，海通证券研究所

**图4 2018H1 中国铁塔营业成本构成占比 (%)**


资料来源：中国铁塔 2018 年中报，海通证券研究所

### 1.3 竞争格局：基站众多，现金流稳定，优质资源构筑竞争优势

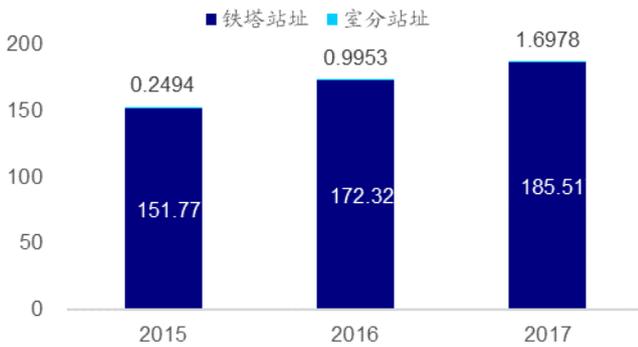
中国铁塔所处的通信铁塔基础设施行业通过向下游通信运营商及其他客户提供站址资源和相关服务获取收入，因此站址资源为公司经营的核心要素。根据中国铁塔招股说明书援引自沙利文的数据，铁塔站址目前是通信铁塔基础设施行业中最主要的站址类型，在全球通信铁塔基础设施服务提供商运营的站址中，截至 2018 年 3 月有 99.03%左右为铁塔站址，其余为室分站址等。

2015-2017 年，公司总资产中，物业、厂房及设备类资产占比分别为 75.76%、78.86%

和 80.01%，为公司最主要资产。其余资产主要包括在建工程、应收账款等。

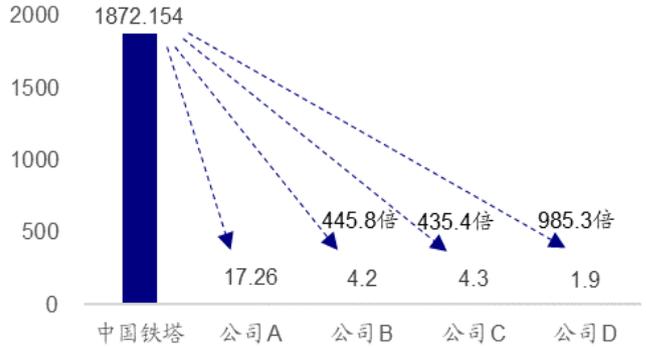
**站址数量与市场份额：**截至 2017 年 12 月，中国通信铁塔基础设施服务提供商拥有的站址数量达到 194 万座，高于全球主要国家水平。其中，中国铁塔拥有 187.2 万座（2018H1 已经达到 189.8 万座），范围遍及全国各地，占比高达 96.5%，而国内通信铁塔基础设施市场 2017 年收入位列第 2-5 位的竞争公司拥有的站址数量分别为 1.73 万座，4200 座，4300 座和 1900 座。根据公司招股说明书援引自沙利文的数据，2017 年中国铁塔在国内市场的营收份额为 97.25%。

图5 2015-2018H1 中国铁塔公司站址数 (万个)



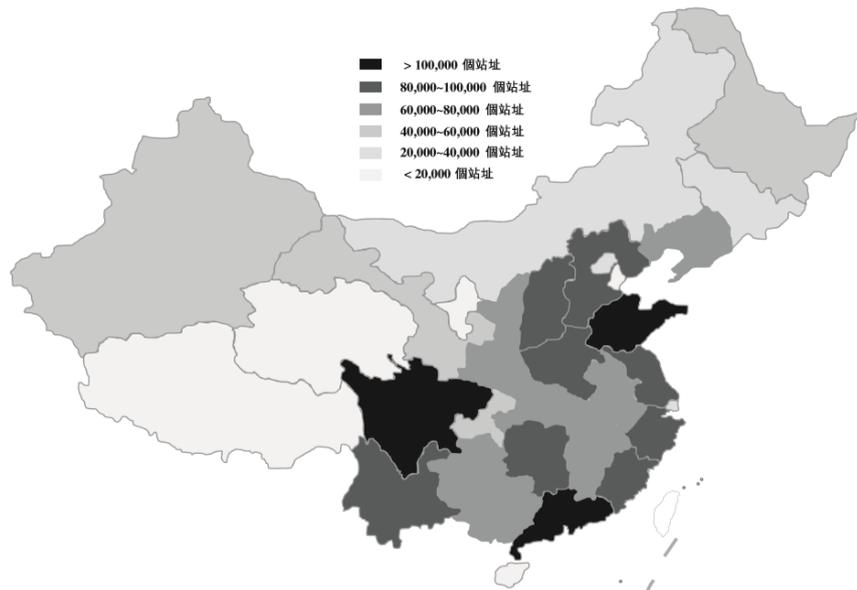
资料来源：中国铁塔招股说明书及公司 2018 年中报，海通证券研究所

图6 2017 年中国通信铁塔基础设施五大参与者站址数 (千个)



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

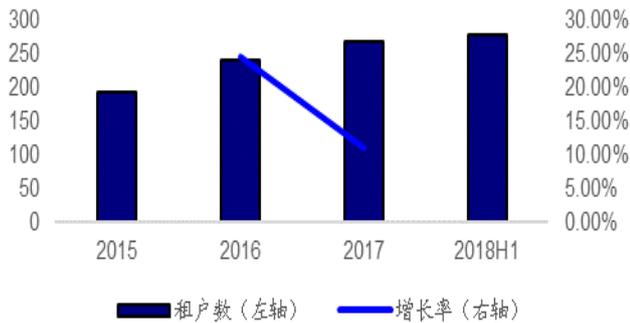
图7 中国铁塔站址资源分布 (截至 2017 年 12 月)



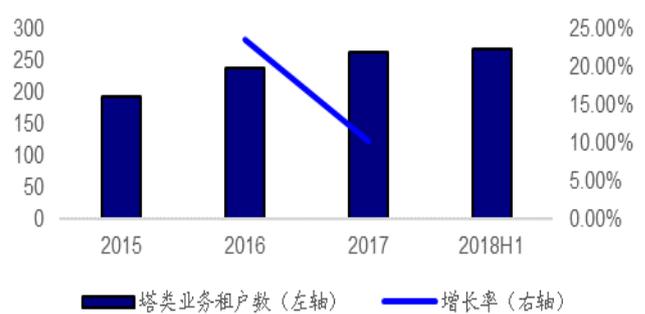
资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

### 客户情况

**租户端：**凭借站址资源优势，近年来公司业务租户数快速增长。截至 2017 年底，公司总租户数 268.7 万户，2016-2017 年复合增速为 17.6%；其中塔类业务租户数为 264.5 万户，占比 98.43%，2016-2017 年复合增速为 16.8%。截至 2018 上半年，总租户数已经达到 278.5 万户，塔类业务租户数达到 270.0 万户。此外，公司跨行业站址应用与信息业务的租户数增长尤为明显，2016、2018Q1，该业务签约客户数分别为 281 个、1758 个（较 2016 年增长 525.62%），2016、2017 租户数量分别为 2169 个、18637 个（+759.24%）。截至 2017 年 12 月，中国铁塔的客户范围已经涵盖拥有广播、电视、环保、林业、海事等多个行业的政府客户以及经营卫星定位、物联网、政企通信网等业务的企业。

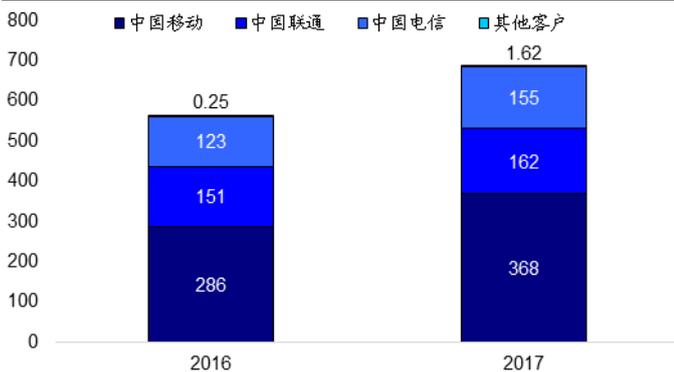
**图8 中国铁塔业务租户数 (万)**


资料来源：中国铁塔招股说明书及公司 2018 年中报，海通证券研究所

**图9 中国铁塔塔类业务租户数 (万)**


资料来源：中国铁塔招股说明书及公司 2018 年中报，海通证券研究所

**三大运营商客户端：**中国铁塔的主要收入来源为三大通信运营商，2016、2017 年来自三大通信运营商的营业收入分别为 559.72 亿元、686.03 亿元，营收占比分别为 99.96%、99.76%。三大通信运营商经营稳定，具有良好的信用水平以及偿付能力，是通信市场中优质的客户资源，为中国铁塔的稳定现金流来源提供保障。2016、2017、2018H1，中国铁塔经营活动净现金流量分别为 275.94 亿元、349.35 亿元 (+26.60%)、171.73 亿元，营收占比分别为 49.28%、50.88%、48.60%。

**图10 中国铁塔营收细分 (按客户, 亿元)**


资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

**图11 中国铁塔现金流与营业收入情况 (亿元)**


资料来源：中国铁塔招股说明书及公司 2018 年中报，海通证券研究所

铁塔行业客户寻找替代站址资源难度较大，更换站址资源还可能产生较高的成本、涉及网络覆盖中断等风险，使得通信铁塔基础设施服务提供商与客户间的续约率较高，也为铁塔行业构筑了较高的行业壁垒。

此外，政府扶持也为公司营业收入的前景提供了较好保障。目前，山西、黑龙江、江西、山东、湖北、海南、陕西、甘肃、青海等多个省已经以政府出台文件等形式，明确由铁塔公司统筹组织 5G 规划，公司将成为 5G 发展进程中主要规划者之一。

#### 1.4 发展布局：塔类业务为主体的“一体为本，两翼兼顾”

**总方针：**在几条业务线初步明确的基础上，公司目前的战略布局遵循“一体两翼”发展方向：以塔类业务为主体、室分业务和能源创新为左翼、跨行业站址应用与信息业务和国际市场拓展为右翼，力争打造国际一流的信息通信基础设施服务商。

##### 发展布局具体情况：

随着宏站业务布局的逐渐完善，公司的站址资源不断扩充、遍及全国。在此基础上，中国铁塔进一步利用已有的站址资源引入跨行业站址应用与信息服务、微站业务等相关

业务,提高已有站址资源的利用效率,向行业纵深发展。

2016年公司提出“一体两翼”发展布局,开始提供跨行业站址应用与信息服务。该项服务以公司遍布中国的站址资源、持续的电力保障等便利的通信条件为基础,满足不同行业客户的多元化需求。2017年,公司又新增微站业务,主要应用于商业区、街道、居民社区、旅游景点、交通枢纽等地区。截至2017年12月,公司微站业务的租户数已达16199个。

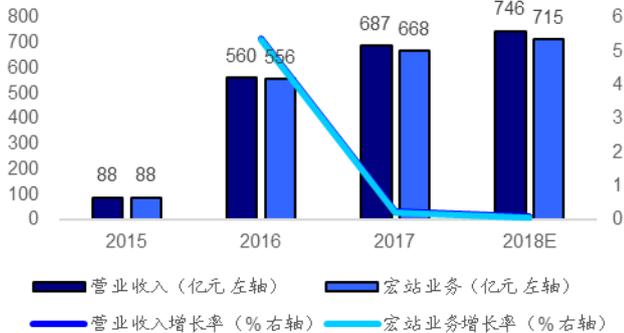
图12 中国铁塔跨行业站址应用与信息服务



资料来源:中国铁塔招股说明书,海通证券研究所

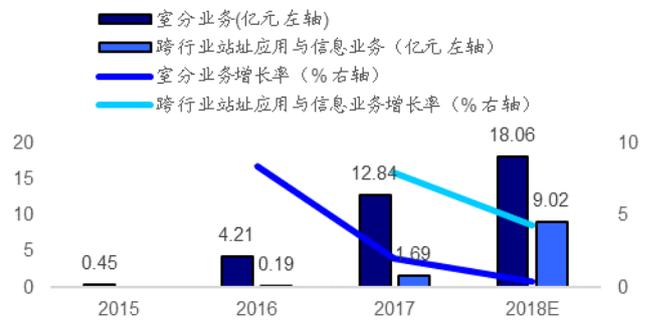
宏站业务建设为公司奠定了广泛的站址资源及优质的客户资源。在此基础之上,新业务迅速发展,营收增速超过了传统业务宏站业务,为公司增长注入了新的活力。

图13 中国铁塔营业收入增长情况 1 (亿元)



资料来源:中国铁塔招股说明书及公司2018年中报,海通证券研究所  
 备注:2018E为海通证券研究所对于中国铁塔的估计

图14 中国铁塔营业收入增长情况 2 (亿元)



资料来源:中国铁塔招股说明书及公司2018年中报,海通证券研究所  
 备注:2018E为海通证券研究所对于中国铁塔的估计

此外,新业务还与已有业务形成协同,提升公司综合解决方案的提供能力。宏站、微站、室内业务各司其职,形成兼顾室内外、基础广覆盖与重点地区补充加强的移动通信运营网络体系。

图15 中国铁塔宏站、微站、室分相互协作



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

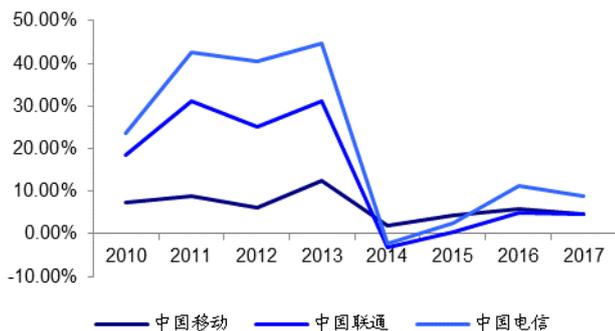
## 2. 4G 建设步入尾声，5G 周期开启

### 2.1 4G 建设创造大量站址资源，共享率的提高带来利润大幅提升空间

#### 2.1.1 4G 建设进入尾声，集约管理、降低存量站址运营成本

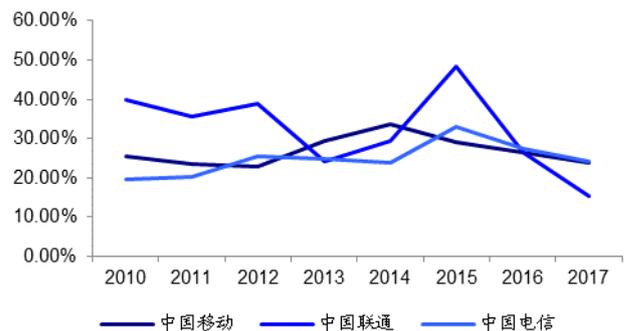
2013年12月，中国移动、中国联通、中国电信获发首批TD-LTE制式4G牌照，我国开始正式进入4G时代。移动、联通、电信三大运营商上市公司资本开支合计在2013至2015年期间分别达到3384亿元、3769亿元、4386亿元，增速分别为13%、11%、16%。每一轮周期的投资峰值，三大运营商资本开支占收入比达到30%以上，投资低谷期则在25%以下。2013-2017年的三大运营商资本开支占收入比均值分别为26.13%、28.87%、36.83%、26.74%、21.16%。经历2013-2015年国内运营商的4G大幅投入后，2016-2017年运营商资本开支逐步周期性下降，4G建设进入尾声。

图16 国内运营商收入增长情况



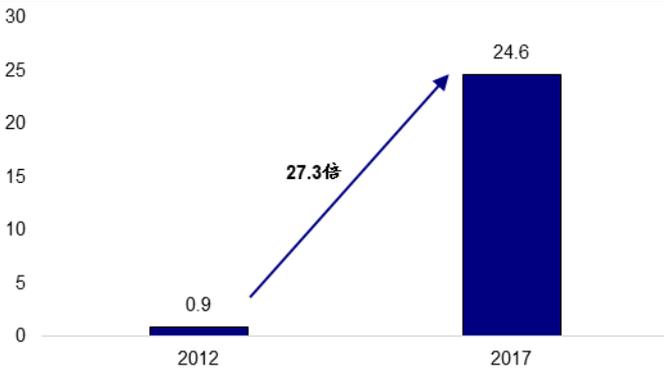
资料来源：wind，海通证券研究所

图17 国内运营商主营商资本开支/收入情况

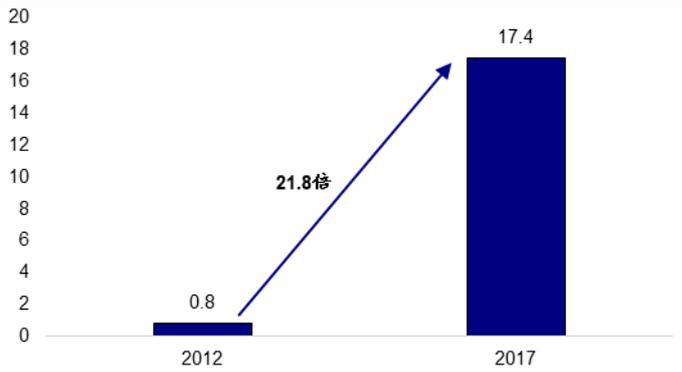


资料来源：wind，海通证券研究所

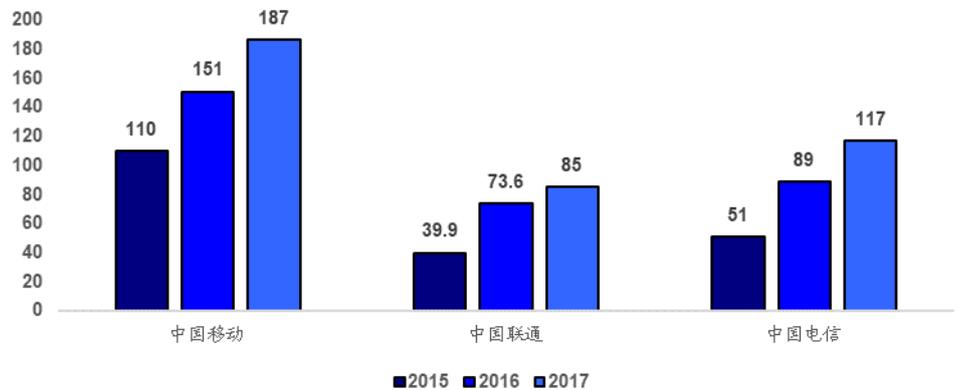
2013-2015年期间，大量的资金投入带动了4G基站数量、客户数量以及数据流量的快速增长。**4G 基站站址：**中国移动、中国联通、中国电信三大运营商年报显示，2015年三大运营商4G基站数量分别达到110、40、51万座，截止2018年9月全国3G/4G基站数达到479万座，站址资源充足。**数据流量：**从2012年开始，中国移动通信领域用户数稳步增长，2012-2017年复合增长率约为5%。与此同时，用户对数据流量的需求迅速增加，2012-2017年移动通信数据流量和年平均用户数据流量的复合增长率分别高达93.8%、85.5%。

**图18 中国移动通信数据总流量 (十亿 GB)**


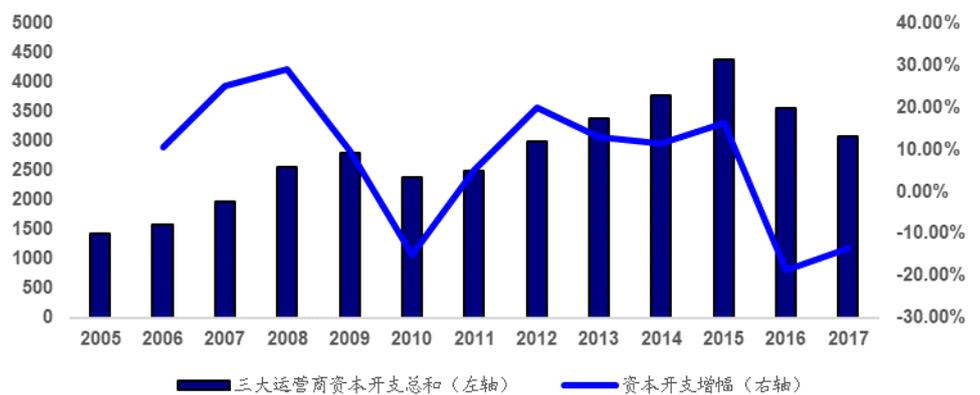
资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

**图19 中国年均用户移动通信数据流量 (GB)**


资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

**图20 中国三大运营商 4G 基站数量变化 (万座)**


资料来源: 2015—2017 中国移动、中国联通、中国电信公司年报, 海通证券研究所

**图21 国内运营商整体资本开支 (亿元)**


资料来源: 2005-2017 中国移动、中国联通、中国电信公司年报, 海通证券研究所

4G 基站基本建设完备。三大通信运营商为减轻资本支出及经营成本压力, 充分发挥专业化分工的高效率和专业性, 开始选择将站址资源剥离, 中国铁塔应运而生, 对三大运营商原站址资源进行了整合, 并与三大运营商共同协商统一规划站址建设, 充分利用现有资源, 避免站址的重复修建, 提高资本开支利用率。

成本优势：整合三大运营商站址资源，集约创新的运营模式，统一规划全国的采购及设备维护，降低成本，打开利润增长的存量模式。

1、统一采购。公司的采购采取电商化模式，通过全国首创的“一点服务全国”的电商化采购平台交易，使得站址建设、运营和管理中所需的采购均可以通过线上方式进行，实现供需匹配、快速交易，降低采购成本。

2、维护模式优越。公司对站址采用“互联网化”的维护模式，通过维护监控平台进行在线远程处理，大大提升故障处理效率。2016、2017年的8小时故障处理及时率分别为98.7%、99.2%，发电及时率分别为95.8%、96.3%。

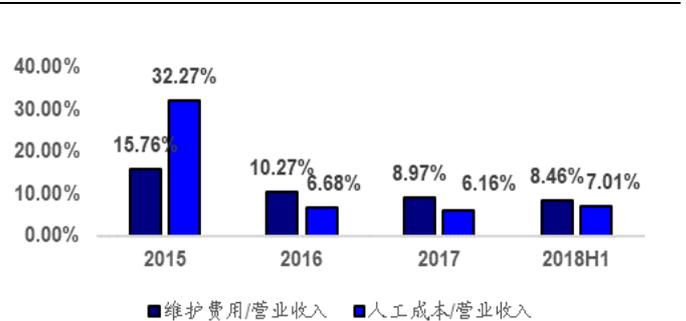
3、成本降低。在采购模式、维护模式等多个方面的高效运作下，中国铁塔的运营效率不断提升，最大程度地控制成本。公司单个站址维护费用从2016年的3318元下降至2017年的3288元(-0.9%)。2017年公司维护费用占营业收入比重由2016年的10.27%下降至8.97%，人工费用占营业收入比重由2016年的6.68%下降至6.16%；2018H1公司维护费用占营业收入比重降至8.46%，人工费用占营业收入比重为7.01%。

图22 中国铁塔运营效率优化



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

图23 中国铁塔运营费用占收入比例优化



资料来源：中国铁塔招股说明书及公司2018年中报，海通证券研究所

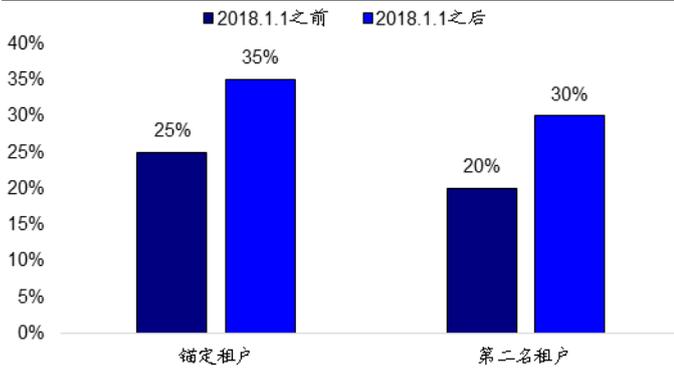
中国铁塔与三大运营商共同协商统一规划站址建设，避免站址的重复修建，提高资本开支利用率；另一方面统一采购、维护的集约式管理使得中国铁塔与三大运营商各自建造站址时期相比，进一步缩减冗余的成本开支，为5G时期的建设做好了准备。

### 2.1.2 共享模式进一步提高盈利能力

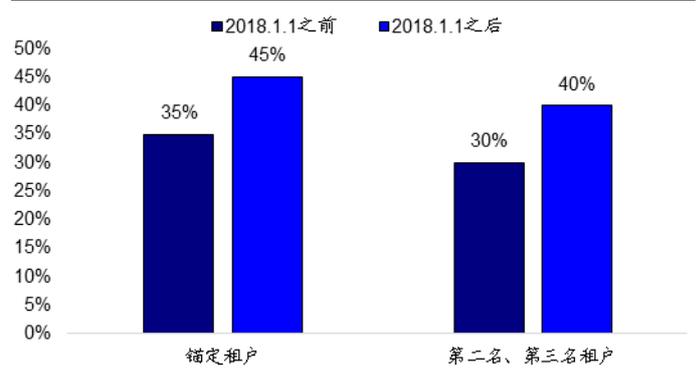
2015年之前，中国市场上绝大多数通信铁塔基础设施均由通信运营商自行建设、自行运营，资源难以实现共享与协同。中国铁塔自成立以来，发展秉承“创新、协调、绿色、开放、共享”的理念，一方面对既有站址资源进行共享改造，一方面为运营商提供共享折扣，促进站址资源共建共享模式的发展，也帮助通信运营商以更低成本快速实现网络覆盖。

**共享模式：**2018年初，中国铁塔与三大通信运营商各自订立了商务定价协议补充协议，开启共享模式下的运营。2018年1月之前，中国铁塔就提供宏站业务的站址空间与维护服务收取15%的成本加成，根据商务定价协议补充协议，成本加成率将调低至10%。

此外，2018年1月起，公司加大对租户在共享模式下的折扣率，进一步发挥资源协同的成本节约效应。其中共享折扣率是指当一个站址为两名或两名以上的租户使用时，公司向每名租户给予的价格折扣率；锚定用户是指老铁塔的原产权方，或新建铁塔的首位租户。

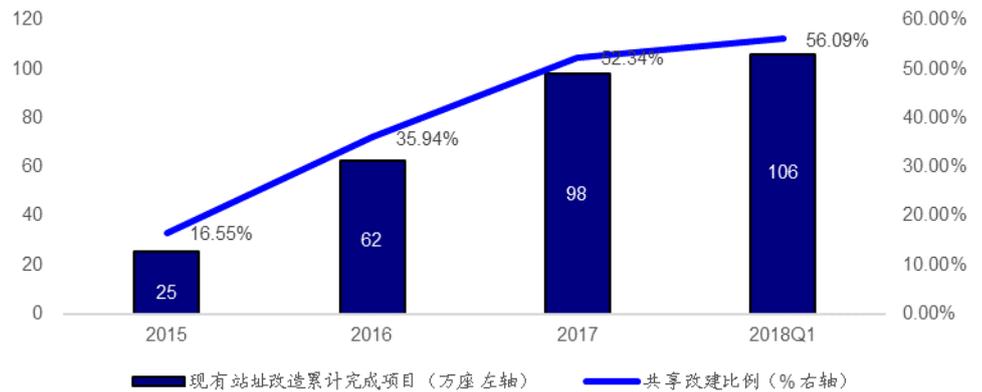
**图24 中国铁塔折扣率（两名租户情况）**


资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

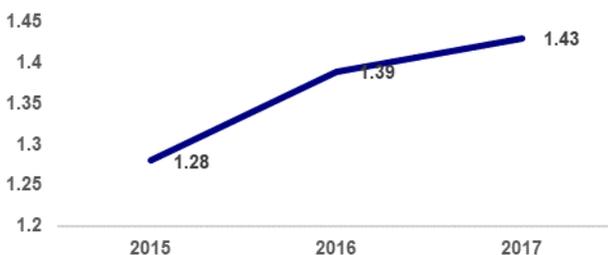
**图25 中国铁塔折扣率（三名租户情况）**


资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

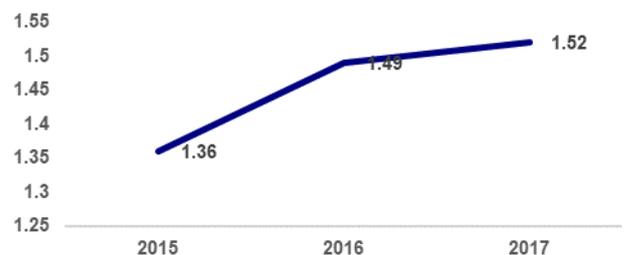
**共享模式的优势：节省建塔开支：**2015-2018Q1，公司累计改造现有站址 105.71 万座，共享改建比例（经改造的站址数量占站址总数的比重）不断攀升，达到 56.09%。2015-2017 年，公司站址的站均租户数从 1.28 户持续增长至 1.44 户，复合增长率达 6.07%。其中通信运营商租户在地面站址中的站均租户数从 1.36 户上升至 1.52 户，复合增速达 11.76%。其他类型的站址还包括楼面站址、室分站址等。截至 2018Q1，公司 70.2% 来自三大运营商的新租户通过共享站址满足其移动通讯覆盖需求，2015-2017 按照站均租户从 1.28 户到 1.44 户的比例计算，相当于累计少建铁塔 23.4 万个。

**图26 中国铁塔站址共享改建情况**


资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

**图27 通信运营商租户在所有站址中的站均租户数（户）**


资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

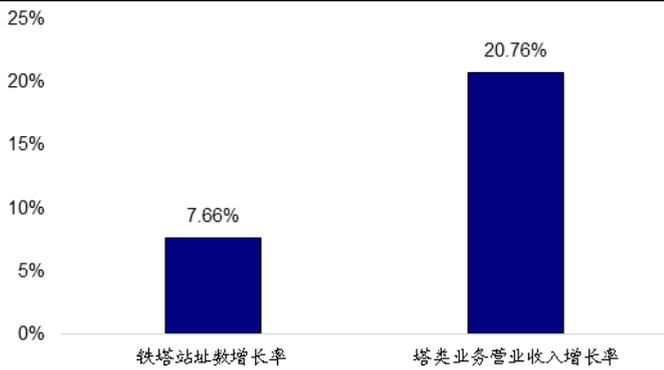
**图28 通信运营商租户在地面站址中的站均租户数（户）**


资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

**新增客户边际成本低：**站址资源的共享可以实现单个站址服务于多个客户，新增客户边际运营成本低，因此提升资源共享率，实现集约式发展将成为公司业绩增长的重要推动力。2017 年公司塔类业务营收增速为 20.76%，远高于铁塔站址数量的增速 7.66%；

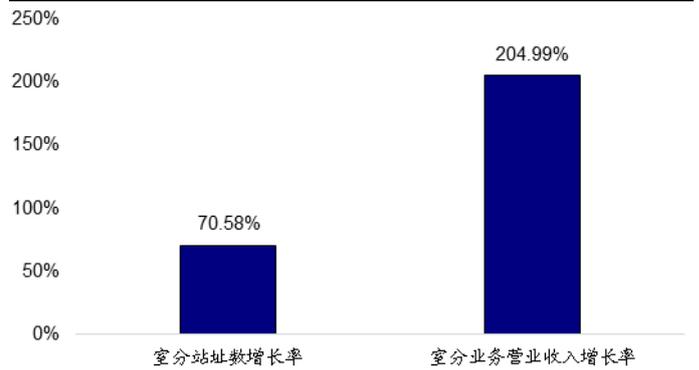
室分业务营收增速则高达 204.99%，同样高于室分站址数量的同比增速 70.58%。

图29 2017 铁塔站址数增长率与塔类业务营收增长率



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

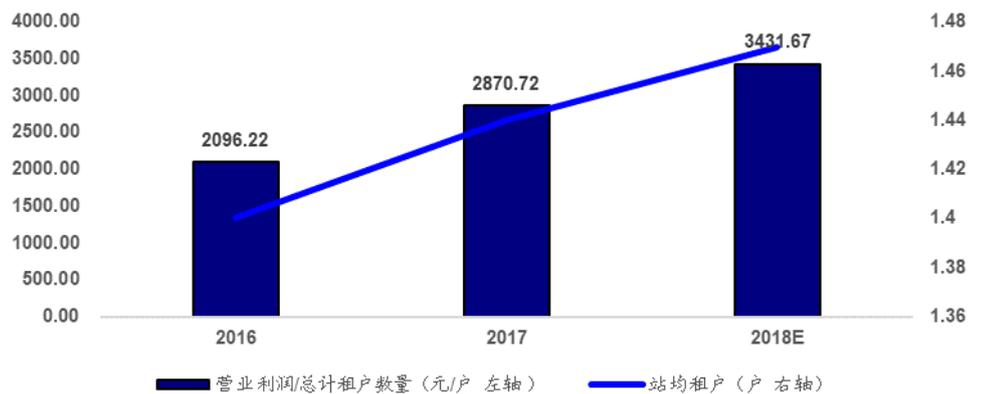
图30 2017 室分站址数增长率与室分业务营收增长率



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

随着站均租户数的不断提高，站均利润水平不断增强，2017、2018H1 站均租户数分别为 1.44、1.47，增长率为 2.86%、2.08%；2016-2017 平均租户的营业利润达到 2096.2237、2870.72 元/户，2017 同比增长 36.95%，同时公司 2016、2017 营业利润率分别为 9.05%、11.24%，EBITDA 率分别为 58.3%和 58.8%，均呈现上升趋势。

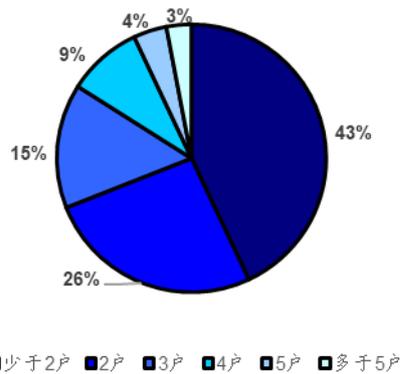
图31 平均每户利润能力随站均租户变化趋势



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

**海外共享模式对比：**共享模式在美国铁塔市场起步较早，发展更为成熟。截至 2017 年底，美国市场上的 3 家上市铁塔公司 AMT（美国铁塔），CCI（冠城国际）和 SBA 通信的塔均租户数分别为 1.9 户，2.2 户和 1.7 户，其中 CCI 超过半数的铁塔上的租户数不小于 2 户。根据公司招股说明书援引自沙利文的数据，2017 年底中国通信铁塔基础设施市场上的站均租户数为 1.43 户，预计至 2022 年底将上升至 1.72 户，中国市场共享模式的推进空间较大。我们预计，未来公司将继续推行共享模式，在为客户提供更便宜的站址资源服务的同时，公司的利润率水平也有望进一步上升。

图32 CCI (冠城国际) 2017 年底铁塔租户数结构



资料来源: CCI2017 年年报, 海通证券研究所

## 2.2 5G 周期开启, 通讯铁塔龙头有望大幅受益

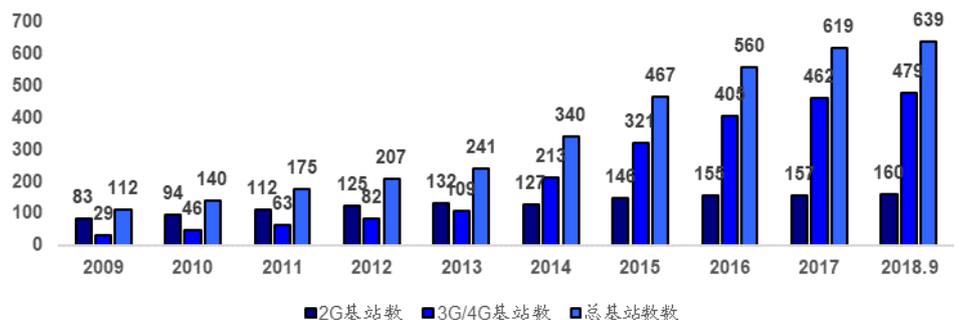
### 2.2.1 宏站需求激增

#### 5G 带来的宏站需求

**设备端变化:** 5G 对于数据传输精度提出更高要求, 信号辐射半径或将变短, 实现全国覆盖基站数量有望大幅度增加。5G 技术提供峰值 10Gbps 以上的带宽、毫秒级的传输时延和千亿级的连接能力, 可以为用户提供超高清视频、下一代社交网络等服务, 同时支持海量的机器通信。**基站数量的变化:** 国内运营商的 2G 网络主要工作在 800/900M 和 1800M 频段, 4G 网络 (在低频重耕前) 则普遍在 2GHz 上下, 因此 3/4G 的覆盖明显弱于 2G, 3/4G 基站在数量上也大幅超过 2G 基站。

根据国内运营商 2017 年报, 截止 2017 年底的国内 4G 宏基站规模达到 400 万站左右, 中国铁塔招股说明书援引沙利文报告的数据显示 2017 年至 2022 年中国市场的 4G 基站数量预计增至 453 万座, 年复合增长率为 6.7%。2G 到 3G、3G 到 4G 每一次技术更新, 都将迎来基站数量的大幅度增长。我们预计未来 5G 基站实现全国覆盖, 有望较大幅度超过 4G 基站建设量, 按照目前的频谱分配方案, 我们预计不低于 500 万室外宏站建设规模。

图33 全国基站总数变化 (万站)

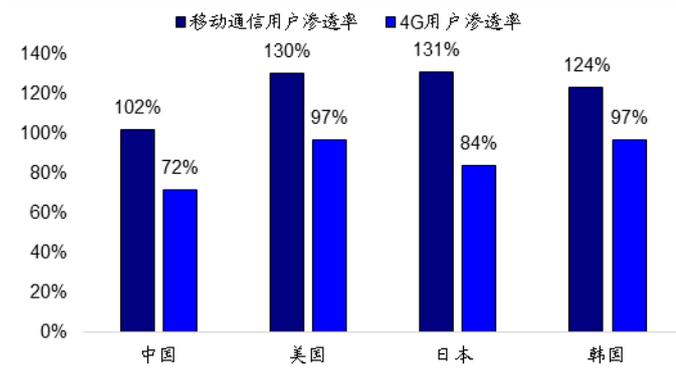


资料来源: 工信部, 海通证券研究所

根据公司招股说明书援引自沙利文的数据, 与全球主要的移动通信市场相比, 我国移动通信市场的移动通信用户渗透率与 4G 用户渗透率均处于较低水平, 2017 年年均每用户移动通信数据流量的使用量仅为 17.4GB, 显著低于美国 (69.4GB)、日本

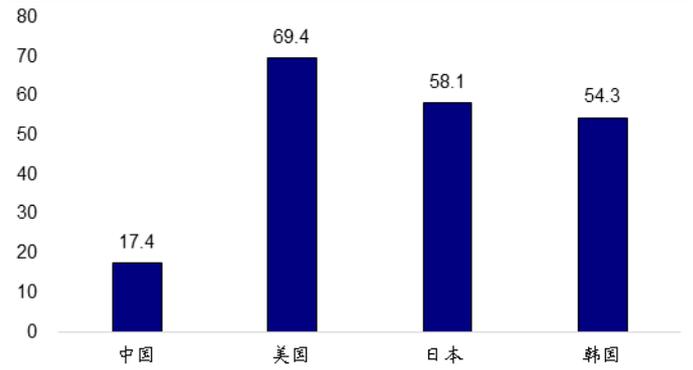
(58.1GB) 与韩国 (54.3GB)，用户需求尚有充足的增长空间。

图34 2017 年全球移动通信市场用户渗透率 (%)



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

图35 2017 年移动通信市场年均用户移动通信数据流量(GB)



资料来源：中国铁塔招股说明书，海通证券研究所

**产业政策持续加码 5G:** 2017 年的政府工作报告中提出“全面实施战略性新兴产业发展规划，加快新材料、新能源、人工智能、集成电路、生物制药、第五代移动通信等技术研发和转化，做大做强产业集群”，奠定了扶持 5G 发展的基调。2018 年 4 月，国家发改委和财政部发布《关于降低部分无线电频率占用费标准等有关问题的通知》，提出降低 5G 公众移动通信系统频率占用费标准，对 5G 公众移动通信系统频率占用费标准实行“头三年减免，后三年逐步到位”的优惠政策。2018 年 12 月中央经济工作会议，再次明确“加快 5G 商用”。

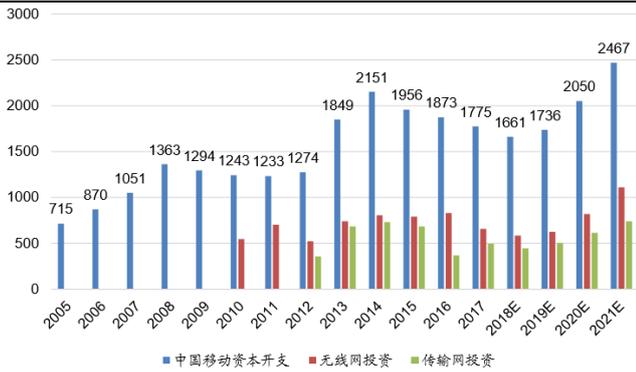
**三大电信运营商 5G 推进不断提速:** 在政策扶持力度不断加大的同时，三大通信运营商纷纷宣布各自的 5G 进度计划。中国电信计划于 2018 年 6 月开始 5G 试商用；中国移动于 2017 年 6 月开通了全国首个 5G 基站，并计划 2019 年进行 5G 试商用；中国联通于 8 月 15 日召开 2018 年中期业绩大会中明确表示，将在北京、天津、青岛、杭州、南京、武汉等 17 个城市开展 5G 试点，试点计划建设 1000 个 5G 基站，投资 4-5 亿元（单基站 40-50 万元投资）。

表 3 三大运营商 5G 进度计划

运营商	5G 进度计划
中国电信	2018 年 6 月开始 5G 试商用，2018 年 6 月-2019 年 12 月进行规模试商用，2020 年实现重点城市的规模商用。
中国移动	2018 年在北京、上海、苏州、浙江宁波五个城市开展外场测试，2019 年试商用，2020 年实现规模商用。
中国联通	2018 年进行 5G 组网试验，在 4-6 个城市进行 19 站规模试验网建设，2019 年试商用，2020 年正式商用。

资料来源：人民网、海通证券研究所

从资本开支的角度，我们预计 2019 年步入 5G 投资上升周期，中国移动预计 2019 年资本开支增加 4.5%；中国联通预计 2019 年资本开支增加 44%。

**图36 中国移动资本开支历史与展望 (亿元)**


资料来源: 中国移动官网, wind, 海通证券研究所

备注: 2015年及此前投资含自建铁塔, 2016年改由租赁铁塔公司铁塔

**图37 中国联通资本开支历史与展望 (亿元)**


资料来源: 中国联通官网, wind, 海通证券研究所

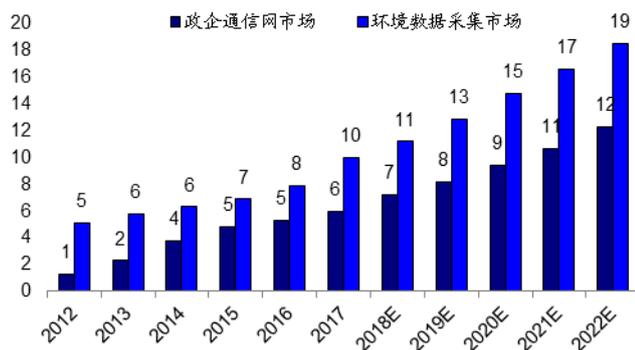
备注: 2015年及此前投资含自建铁塔, 2016年改由租赁铁塔公司铁塔

根据中国铁塔招股说明书援引自沙利文的调查结果, 通信运营商会优先利用已有的宏站站址资源部署 5G 基站。与 4G 相比, 5G 拥有更高的传输速度与频率, 因此相同功率下单个 5G 基站的覆盖半径短于 4G 基站。为实现 5G 信号的覆盖, 我们预计通信运营商对于 5G 基站的需求将会更加密集, 相应拉动铁塔的站址需求。4G 时代下, 2016-2017 年中国铁塔站址数增长 8.02%, 宏站业务营业收入增长率为 20.3%。在 5G 需求更旺的趋势下, 我们预计宏站业务营业收入将有更高的增长速度, 与此同时, 共享率的提升带来边际收益的增强, 利润空间将进一步打开。

### 2.2.2 5G 应用场景多元化, 拓宽站址资源增收空间

5G 商用事业的发展将进一步加速物联网、大数据和人工智能等技术在的发展。在此基础上, 通信铁塔基础设施服务提供商可以利用现有的站址资源和综合解决方案能力, 为各行业信息化建设提供更多元的站址资源及信息服务, 拓宽业务范围及收入来源。

目前中国通信铁塔基础设施服务提供商主要向三大通信运营商以外的客户提供基于站址的信息服务, 覆盖的市场主要包括政企通信网市场、视频监控市场及环境数据采集市场。根据中国铁塔招股说明书援引自沙利文的数据, 这三类下游市场的规模将在未来五年快速提升, 2017-2022 年的复合增速预计将分别达到 15.44%, 12.92% 和 13.09%。

**图38 中国政企通信网市场及环境数据采集市场规模 (十亿元)**


资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

**图39 中国视频监控市场规模 (十亿元)**

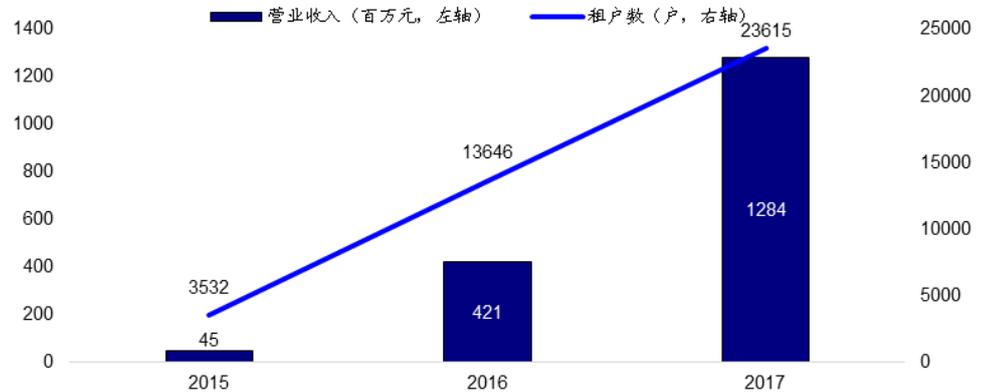

资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

5G 的应用场景将遍及智能家居、自动驾驶、办公自动化等众多领域, 远远突破通信行业现有的以视频、语音传输等为主的使用内容。因此, 5G 时代下, 在广泛布局宏站资源的同时, 需要加强局部区域的站址资源建设, 利用微站及室分资源进行通信信号覆盖的辅盲辅热, 为微站业务、室分业务的发展提供良好机遇。

与宏站资源不同, 微站资源并非都需要在地面搭建大规模铁塔, 而是可以利用路灯杆、交通信号灯杆、视频监控灯杆等社会杆塔资源进行搭载, 降低建设站址资源的资本

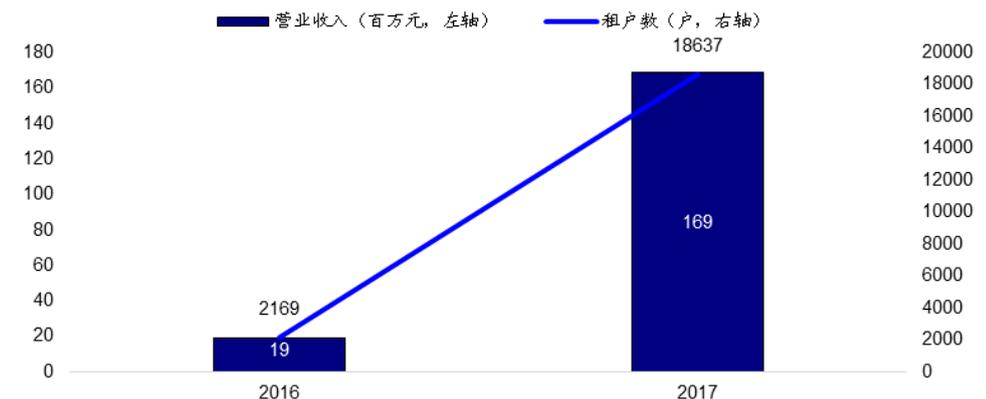
开支,提升运营效率。因此,我们认为微站业务的经营利润率可以达到高于宏站业务的水平。5G时代下微站业务的增长将为公司带来经营利润率进一步增长的动力,使得“一体”的发展更为健壮。

为了顺应5G时代的需求,公司积极探索面向5G的室分解决方案,充实业务“左翼”。2015-2017年,室分业务租户数由3532户增至23615户,复合增长率高达158.57%。预计在5G迅速发展带来的用户需求激增下,室分业务还将保持高速增长,为公司贡献更高收入。

**图40 中国铁塔室分业务租户数与室分营业收入**


资料来源:中国铁塔招股说明书,海通证券研究所

5G的推进将促进公司跨行业业务的发展。在2018年3月召开的5G应用征集大赛行业应用研讨会上,工信部副部长陈肇雄表示,将在5G应用发展方面推动跨行业合作,推动5G与实体经济深度融合。在跨行业服务方面,公司于2016年开始提供跨行业站址应用与信息业务,2017年实现营业收入1.69亿元,同比增长率高达789.47%,租户规模同比增加759.24%,达到18637户。我们预计,5G跨行业应用的深入将使得跨行业站址应用与信息业务的需求量进一步增长,为公司的业务“右翼”带来进一步增长机会。

**图41 中国铁塔跨行业信息站址应用与信息业务租户数与营业收入**


资料来源:中国铁塔招股说明书,海通证券研究所

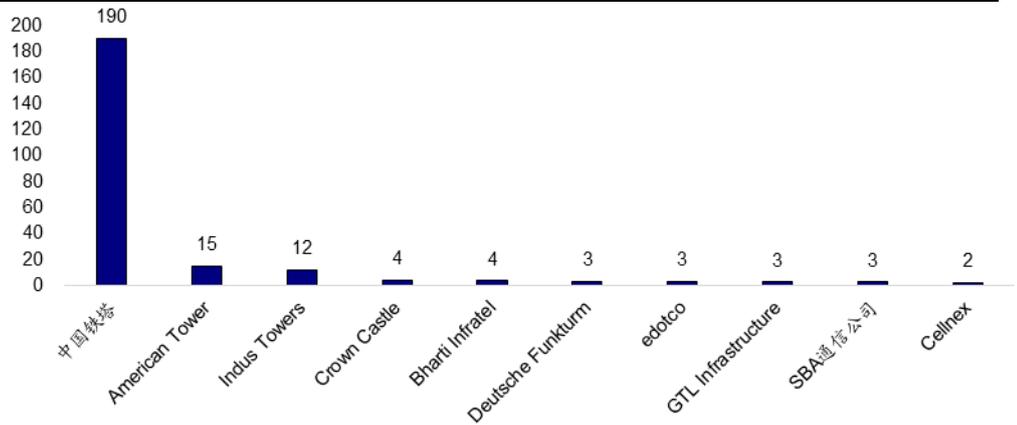
### 3. 对标分析

全球通信铁塔基础设施服务市场主要由中国、美国、印度引领。美国、印度均有大量企业位居全球通信铁塔基础设施服务市场前列,中国市场则是中国铁塔一枝独秀,同时其规模远大于其他世界顶尖公司。成立于20世纪90年代的美国铁塔公司(AMT)为中国铁塔未来发展情况提供了可能的参考。

### 3.1 全球市场概况

根据 TowerXchange 的数据，作为全球铁塔数量最多的 20 家公司中的唯一一家中国公司，截至 2017 年底，中国铁塔以近 190 万座铁塔的绝对优势占据全球市场份额第一名。美国的美国铁塔 (AMT)、印度的 Indus Towers、美国的冠城国际 (CCI)、和印度的 Bharti Infratel 分别以 14.97 万座、12.29 万座、4.01 万座和 3.92 万座铁塔数位列第二至第五名。

图42 截至 2017 年底全球顶尖铁塔公司铁塔数量 (万座)



资料来源: TowerXchange, 人民网, 海通证券研究所

### 3.2 对标 AMT——通信铁塔行业先行者，主营业务清晰

#### 3.2.1 业务模式稳定，专注铁塔领域

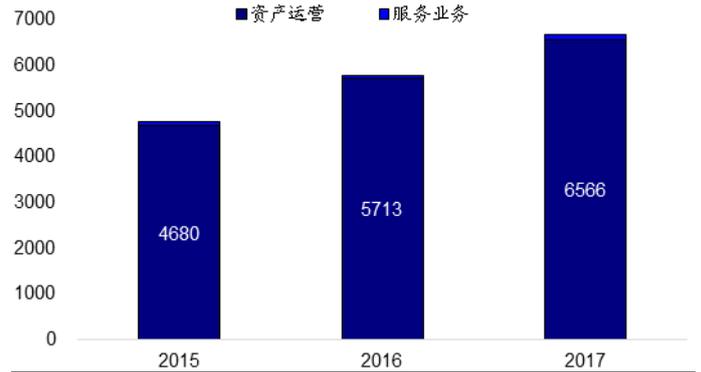
美国铁塔公司 (American Tower, 以下简称 AMT) 成立于 1995 年，成立之初是 American Radio Systems Corporation 的子公司，1998 年开始成为独立运营的公众公司。

自成立以来，AMT 一直专注于向无线服务提供商、广播电视公司等提供通信站址租赁服务。2015 年之前，AMT 的业务分类以租赁与管理业务为主，网络发展业务为辅。从 2016 年起，AMT 的业务分类调整为资产运营与服务业务。资产运营业务向客户出租通信站址资源，客户基于站址资源安装和维护设备进而向下游通信用户提供服务。服务业务即铁塔相关的配套服务，包括站点获取、分区和许可、结构性分析服务等。站址资源出租带来的营收占比始终在 90% 以上。2015-2017 年，资产运营业务占营业收入比例分别为 98.09%、98.75%、98.53%。

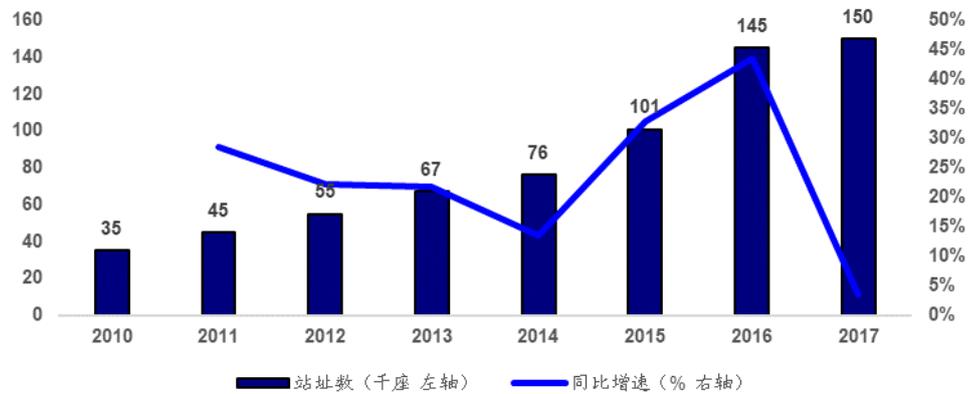
资产运营服务的提供依赖于站址资源的不断拓展。2006 年 AMT 拥有及运营的站址资源总数约为 2.2 万个，到 2017 年 12 月底已达到 15.02 万个，2006-2017 年复合增长率为 19.08%。

**图43 AMT2015年之前营业收入构成 (百万美元)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图44 AMT2015年之后营业收入构成 (百万美元)**


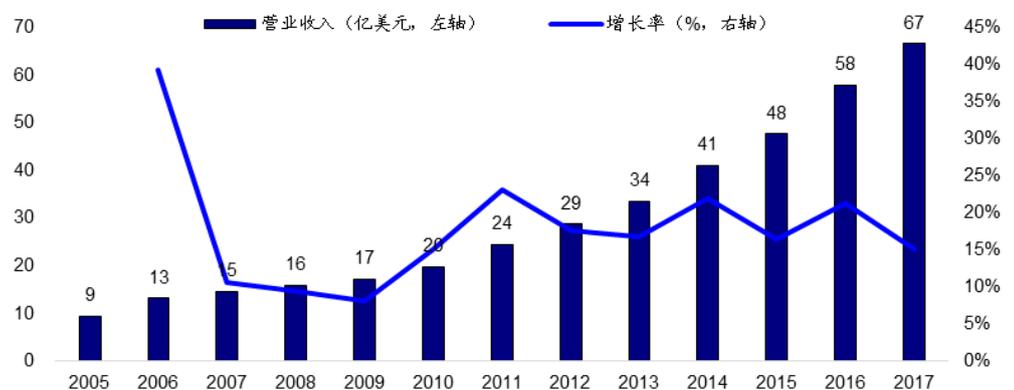
资料来源: wind, 海通证券研究所

**图45 AMT 站址数与增长率**


资料来源: AMT2010-2017 公司年报, 海通证券研究所

### 3.2.2 美国市场业务稳定增长, 海外市场开疆扩土

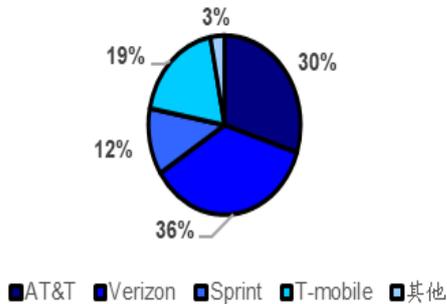
随着全球通信行业的不断发展, 通信运营商对于基站的需求持续增长, 拉动通信铁塔基础设施行业的发展。AMT 作为专注这一领域多年的先行者, 充分分享了行业的发展。2007-2017 年, 公司整体营业收入增长率保持在 18% 左右的水平。

**图46 AMT 营业收入与增长率**


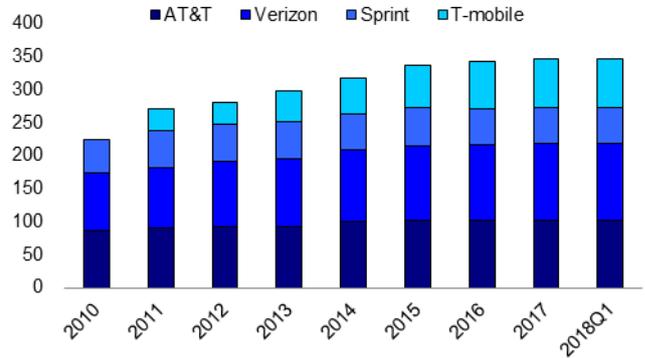
资料来源: AMT2005-2017 公司年报, 海通证券研究所

目前美国电信市场主要由 AT&T, Verizon, Sprint 和 T-mobile 四大电信运营商主导, 市场集中度较高, 2018 年 5 月四大电信运营商的市场份额综合高达 97%。自 2010 年

以来，四大电信运营商的移动用户数持续增长，虽然近三年增速有所放缓，但至 2018 年第一季度，四大电信运营商已合计拥有 3.47 亿户移动用户，对铁塔资源的需求也相应的维持在高位。

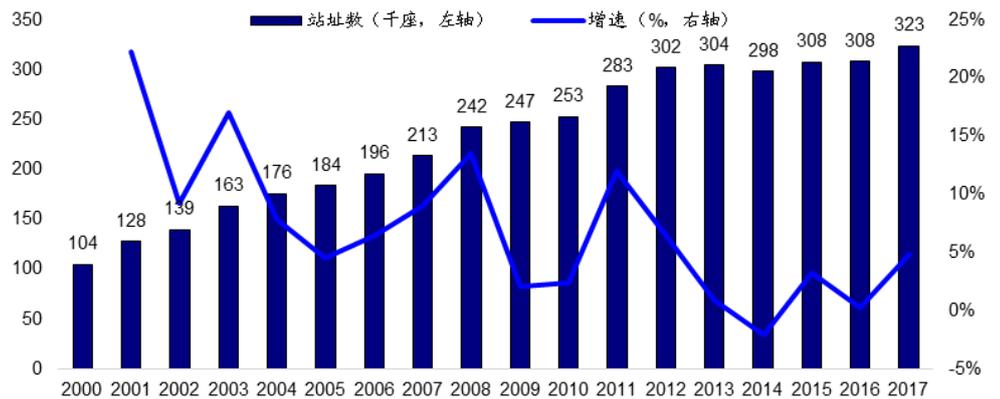
**图47 美国四大电信运营商市场份额 (2018 年 5 月)**


资料来源：贤集网，海通证券研究所

**图48 美国四大电信运营商移动用户数 (百万户)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

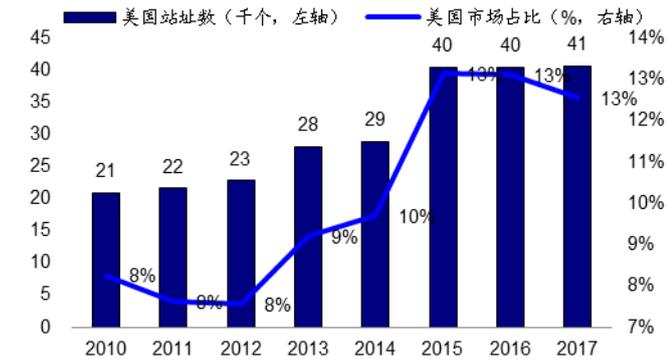
自 2000 年以来，美国市场站址数量持续增长，至 2017 年，市场上已建有 32.34 万座站址。随着市场日趋成熟及站址共享模式的推进，站址数量趋向饱和，增速下降趋势明显，近十年的年复合增长率为 4.25%。

**图49 2000-2017 年美国市场站址数量及其增速**


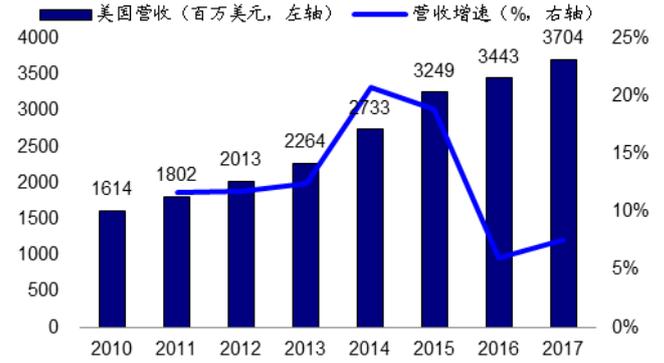
资料来源：Statista，海通证券研究所

美国市场是独立第三方铁塔公司的先锋市场，上世纪 90 年代末开始，大多数美国运营商便开始将其铁塔建设外包给独立铁塔公司以节约资本支出。

目前美国铁塔公司市场由 AMT、Crown Castle 和 SBA Communications 三家上市公司主导。截至 2017 年底，AMT 在美国拥有共计 40618 座站址资源，相比于 2010 年的 20900 座几乎实现翻番。AMT 在美国市场拥有的站址资源占比也有所提升，自 2010 年的 8.26% 上升至 2017 年的 12.56%。2017 年 AMT 在美国地区实现了 37.04 亿美元 (+7.58%) 的营业收入，虽然近年来在美营收增速有所放缓，但仍连续多年保持增长的态势。

**图50 AMT 在美国地区的站址数量及美国市场站址数占比**


资料来源：AMT2010-2017 公司年报，Statista，海通证券研究所

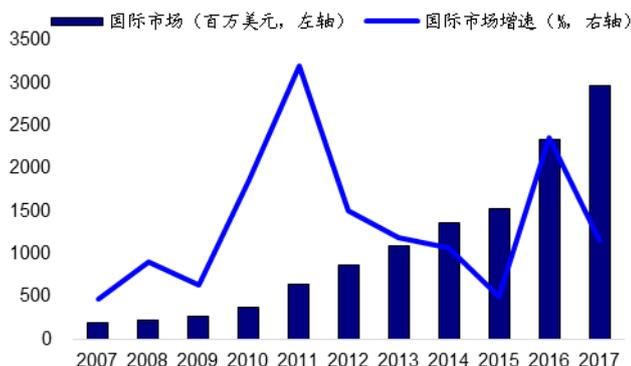
**图51 AMT 在美国地区的营业收入及增速**


资料来源：AMT2010-2017 公司年报，海通证券研究所

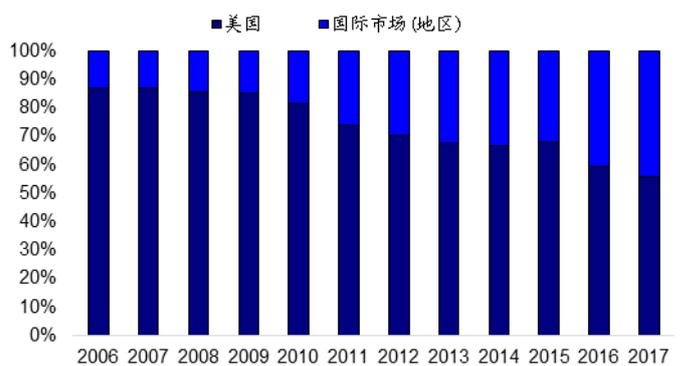
自成立以来，AMT 一直兼顾美国本土市场与海外市场，不断扩建海外站址资源，至 2017 年底已拥有及运营 109563 座国际站址资源。近十年来，除 2015 年外，来自国际市场（地区）的营收增速都远超美国本土业务营收增速，为公司营收的增长做出了较大贡献。2017 年，美国市场与国际市场（地区）的营收增速分别为 7.58% 和 26.33%，国际市场的营收增速高达美国本土市场的 3.47 倍。在美国本土业务增速不及海外市场的情况下，AMT 积极加大海外市场的布局。2006-2017 年，来自海外市场的营收占比从 12.9% 不断提升至 44.42%。

**图52 AMT 站址数量全球分布（截至 2018Q1 单位：座）**


资料来源：American Tower Corporation: An Overview 2018Q1，海通证券研究所

**图53 AMT 在海外市场的营业收入及增速**


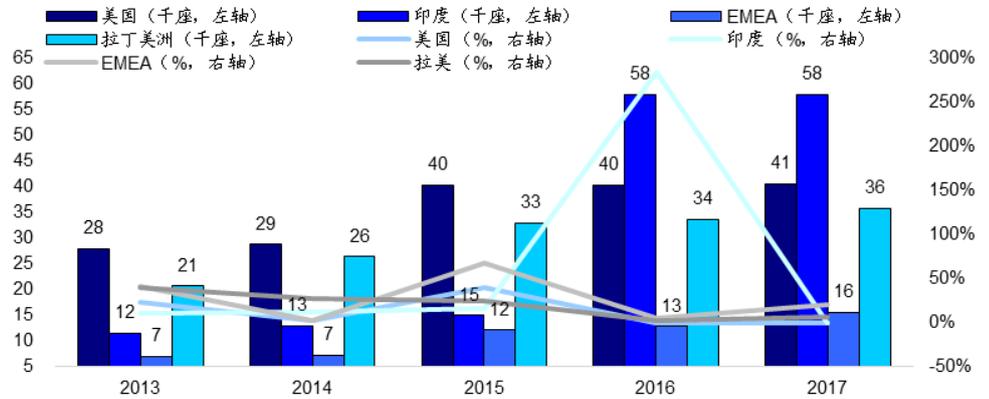
资料来源：AMT2007-2017 公司年报，海通证券研究所

**图54 AMT 不同业务地区营业收入占比**


资料来源：AMT2006-2017 公司年报，海通证券研究所

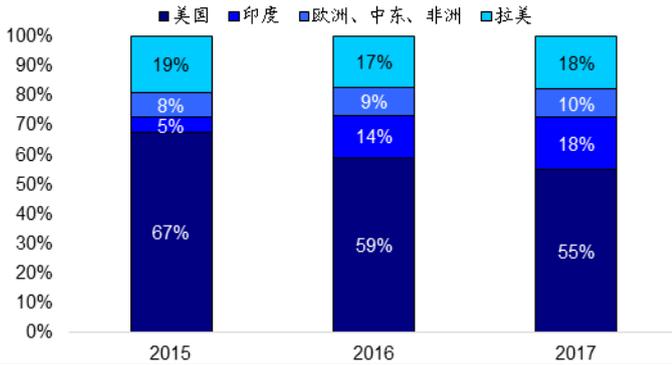
其中，2016年，AMT在印度新增了自有站址4.26万个，DAS（室分）站址230个，使得2016年底公司在印度的站址数同比增长284.40%。截至2017年底，AMT在印度合计持有或运营的站址数为5.80万个。由于在印度市场站址资源投入力度的加大，2016年印度市场营业收入达到8.28亿美元，同比增长241.70%，贡献的营业收入占公司营业收入总额比例达到14.49%，同比增加9.31个百分点。来自欧洲、中东、非洲及拉美市场的营业收入占比则在2015-2017年保持稳定。

图55 AMT 不同地区站址数及增长率



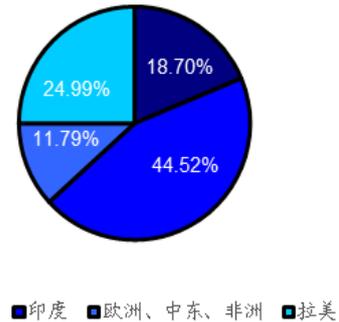
资料来源：AMT2005-2017 公司年报，海通证券研究所

图56 AMT 营业收入构成 (%)



资料来源：AMT2015-2017 公司年报，海通证券研究所

图57 2017 年底 AMT 站址数分布 (%)

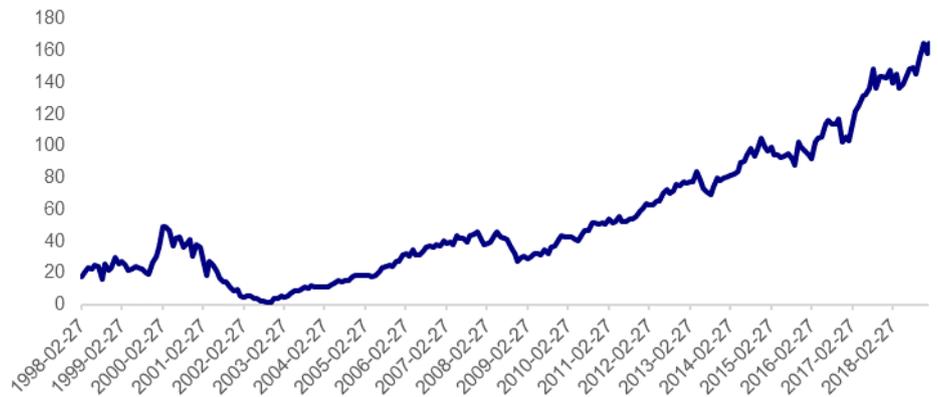


资料来源：AMT2017 公司年报，海通证券研究所

截至2017年12月，AMT在美国和印度的站址资源占公司站址总数的比例分别为18.70%和44.52%。AMT的全球扩张模式为中国铁塔的发展提供了可行的参考路径。目前中国市场的通信铁塔建设需求仍在较快增长，同时长期来看，未来向新兴市场扩张有望成为新的营收增长点。此外，AMT自成立以来，一直将最大化已有站址资源使用效率作为核心战略。一方面，铁塔建设需要付出大量固定成本，而在已有铁塔资源基础上为新的租户提供服务边际成本低，因此充分利用已有站址资源是提升公司利润率的重要手段。

自2002年年底以来，AMT股价持续上升，不断创下新高，近十年涨幅超过500%，显示出海外投资者对AMT的认可。

图58 AMT 股价走势 (单位: 美元)



资料来源: wind, 海通证券研究所

### 3.3 中国铁塔与 AMT 的对比分析

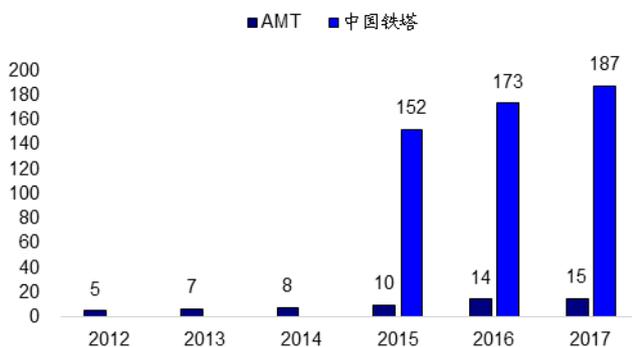
成立于 2014 年的中国铁塔虽然起步较晚于成立于 1995 年的 AMT, 但得益于三大运营商的支持和国内通信市场的快速发展, 如今其业务规模和收入水平已经超过了 AMT。但从站址使用效率等角度来看, 中国铁塔相对于 AMT 仍有很大成长空间。

#### 3.3.1 收入端比较

中国铁塔和 AMT 均以站址业务为主营业务。截至 2017 年底, 中国铁塔站址数已达 187.2 万个, 是 AMT 站址数 (15.0 万个) 的 12.48 倍。但从站址数量的增长率来看, 2015-2017 年 AMT 站址数量复合增速为 22.47%, 显著高于中国铁塔的 10.92%, 这主要是由于 2016 年 AMT 在印度大规模收购站址以及美国本土外的扩张拉高了平均增速。

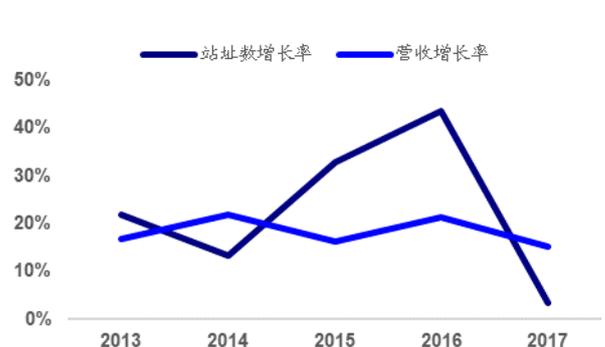
进入 2017 年, AMT 的营收增长率开始高于站址数增长率。与此类似, 中国铁塔 2017 年的营收增速 (+22.62%) 也显著高于站址数的增速 (+8.02%), 我们认为两家公司的营收增长开始得益于站址共享率的提升。

图59 AMT 与中国铁塔站址数对比 (万个)



资料来源: AMT2012-2017 年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

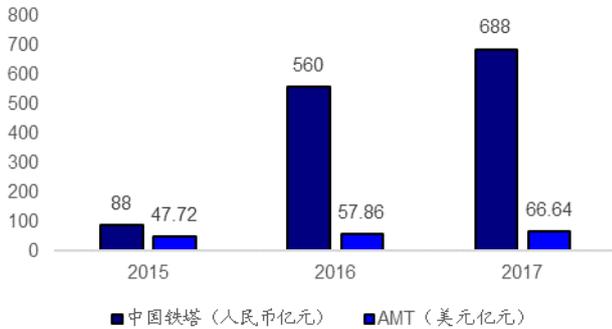
图60 AMT 站址数增长率与营业收入增长率 (%)



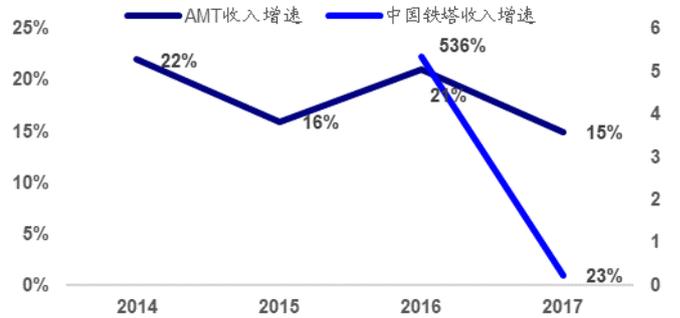
资料来源: AMT2013-2017 年报, 海通证券研究所

根据 AMT 各年年报, 2015-2017 年 AMT 的站均租户数维持在 1.8-1.9 户的水平, 同一期间中国铁塔已投入使用站址资源的站均租户数分别为 1.28 户、1.39 户和 1.43 户。我们认为站均租户数的差异主要是由于 AMT 更加成熟先进的站址共享模式, 这一优势还体现在两家公司的站址收入效率上。自成立以来, 中国铁塔的营业收入快速上升,

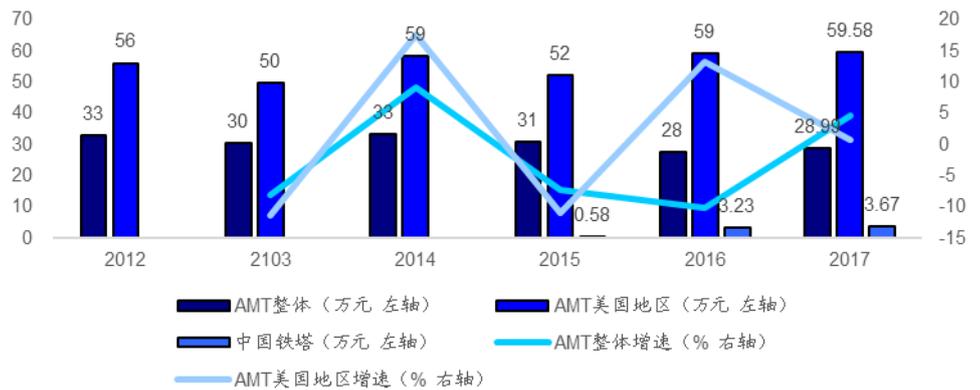
2017 年实现了 688.14 亿元的营业收入水平；同期 AMT 的营收增速及规模则低于中国铁塔，2017 年营业收入为 66.64 亿美元（约合 435.43 亿元人民币，根据历史汇率水平换算，下同）。但 AMT 的站均营业收入却远高于中国铁塔。2017 年 AMT 整体业务的站均营收为 4.44 万美元，约合 28.99 万元人民币；在美国市场的站均营收为 9.12 万美元，约合 59.58 万元人民币，分别是同期中国铁塔（3.67 万元/个）的 8 倍和 16 倍。

**图61 AMT 与中国铁塔营业收入对比（人民币亿元）**


资料来源：AMT2017 年报，Wind，海通证券研究所

**图62 AMT 与中国铁塔营业收入增速对比（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

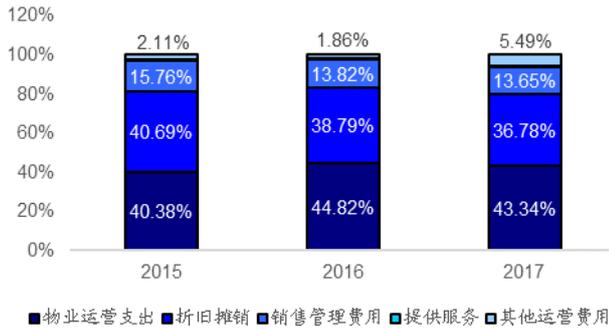
**图63 AMT（整体&美国市场）与中国铁塔站均营业收入对比（人民币）**


资料来源：AMT2012-2017 公司年报，中国铁塔招股说明书，wind，海通证券研究所

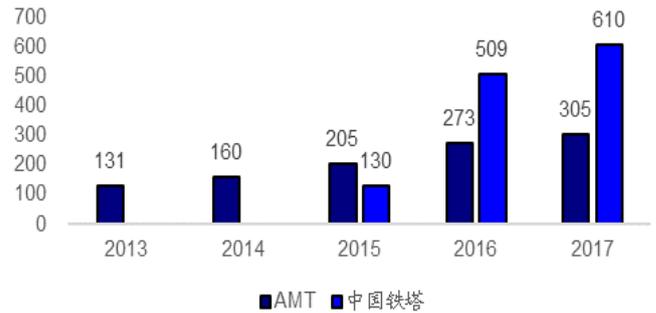
### 3.3.2 成本端比较

从成本端来看，AMT 的营业成本主要由折旧及摊销、物业运营支出（主要是土地购买、租赁带来的支出）、服务成本、销售费用&管理费用和其他营业成本五大类构成，其中占比最高的为折旧摊销与物业运营支出，2017 年这两项在营业成本中分别占比 36.78%和 43.34%。

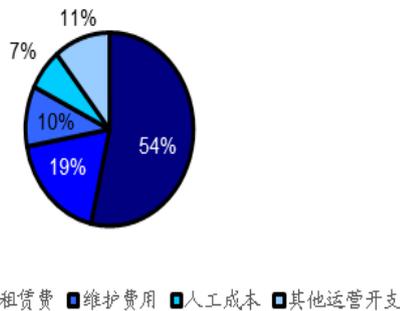
2016-2017 年，中国铁塔的营业成本均约为 AMT 的两倍。相比于 AMT，中国铁塔的折旧摊销费用在营业成本中的占比更高，2017 年为 53.56%；物业运营支出（包括场地租赁费用和维护费用）的占比则相对较低，2017 年仅为 28.70%。AMT 对铁塔资产使用的折旧年限为不超过 20 年，中国铁塔自 2018 年起，将自建地面塔的折旧年限由 10 年更改为 20 年。我们认为未来中国铁塔折旧及摊销的开支占比将会有所下降，物业运营方面的开支占比将会逐渐上升。

**图64 2015-2017年 AMT 营业成本构成**


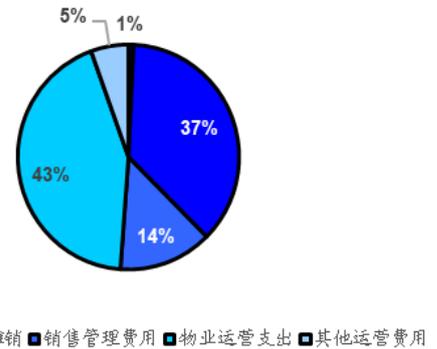
资料来源: AMT2017 公司年报, 海通证券研究所

**图65 AMT 与中国铁塔营业成本对比 (亿元)**


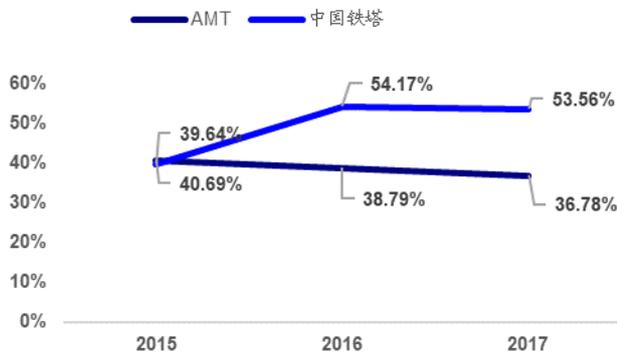
资料来源: AMT2015-2017 年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

**图66 中国铁塔 2017 年营业成本构成**


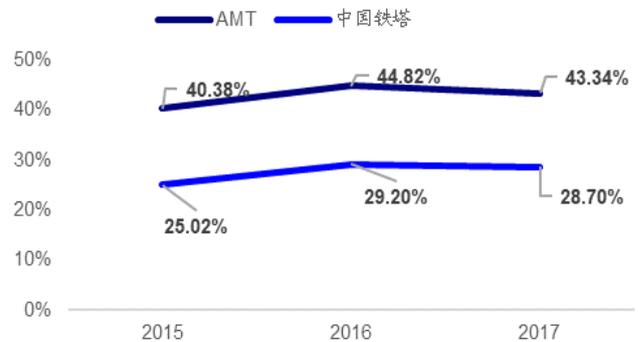
资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

**图67 AMT2017 年营业成本构成**


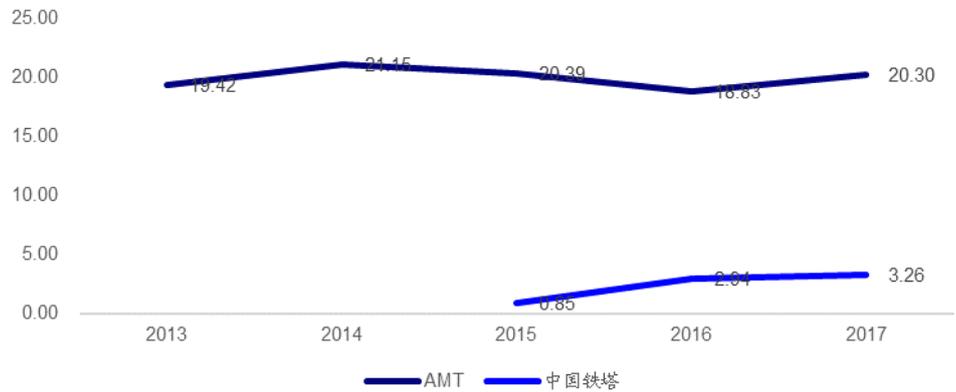
资料来源: AMT2017 年报, 海通证券研究所

**图68 AMT 与中国铁塔折旧及摊销占营业成本比重对比**


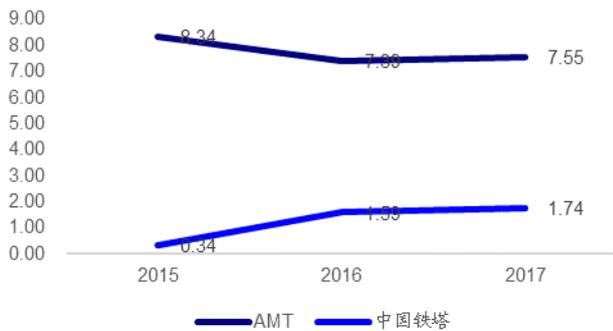
资料来源: AMT2017 公司年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

**图69 AMT 与中国铁塔物业运营支出占营业成本比重对比**

 资料来源: AMT2017 公司年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所  
 备注: 中国铁塔物业运营支出=场地租赁费+维护成本

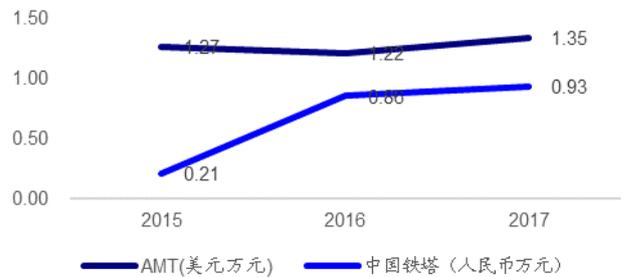
中国铁塔的单站址营业成本也维持在较低的水平。2016-2017 年, 中国铁塔站均营业成本稳定在 4 万元以下; 而 AMT 的站均营业成本则为 20 万元以上。2017 年, AMT 的站均折旧及摊销费用是中国铁塔的 4.33 倍, 站均物业运营支出则是中国铁塔的 1.44 倍。

**图70 AMT 与中国铁塔站均营业支出对比 (万元)**


资料来源: AMT2015-2017 公司年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

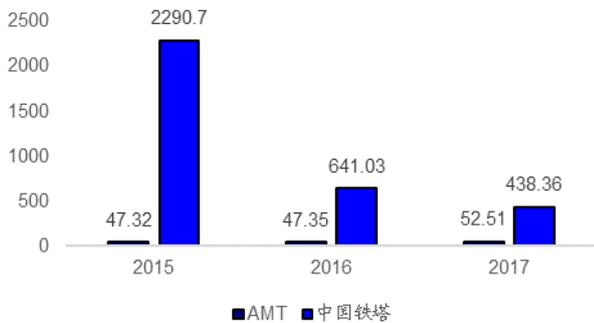
**图71 AMT 与中国铁塔站均折旧及摊销对比 (万元)**


资料来源: AMT2017 公司年报, 中国铁塔招股说明书, wind, 海通证券研

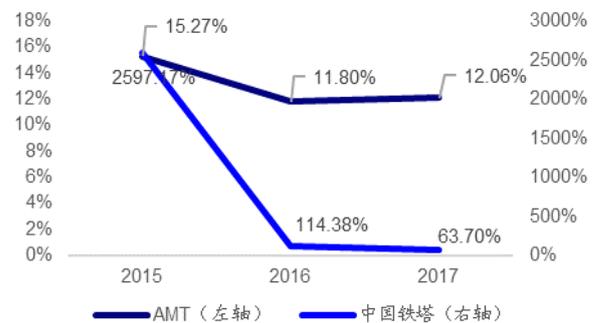
**图72 AMT 与中国铁塔站均物业运营支出对比**


资料来源: AMT2017 公司年报, 中国铁塔招股说明书, wind, 海通证券研

从两家公司的资本开支来看, 中国铁塔的规模一直远高于 AMT。其中 2015 年, 中国铁塔为整合市场站址资源, 投入了 1953.63 亿元用于铁塔资源收购, 当期资本开支合计达到 2290.70 亿元。之后两年中国铁塔的资本开支下降并趋于平稳, 2017 年资本开支为 438.36 亿元。同期 AMT 的资本开支为 52.51 亿元。2016-2017 年, 中国铁塔资本开支占当期营收比重分别达到 114.38% 和 63.70%, 均高于同期的 AMT。

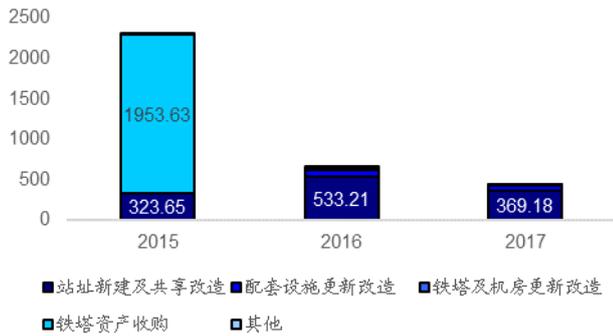
**图73 AMT 与中国铁塔资本开支对比 (人民币亿元)**


资料来源: 中国铁塔招股说明书, wind, 海通证券研究所

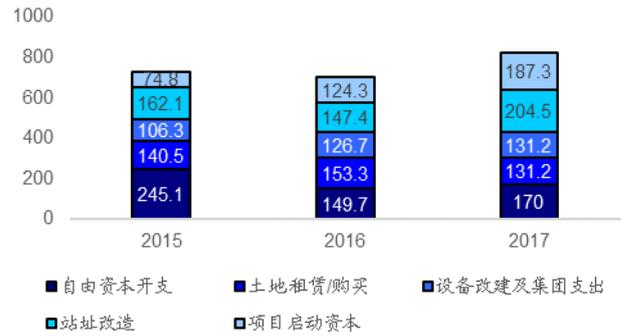
**图74 AMT 与中国铁塔资本开支占营收比重对比**


资料来源: wind, 海通证券研究所

从资本开支的构成上来看, 2015 年中国铁塔的资本开支主要用于购置铁塔资源; 2016 年之后, 国内站址资源整合进入尾声, 在公司向共建共享模式转型的驱动下, 用于站址新建及共享改造的资本开支占比开始上升。AMT 对资本开支的分类与中国铁塔有所不同, 但在大多数年份中, 自由资本开支 (主要用于铁塔自建) 和站址改造都是公司资本开支中占比较高的项目。其他重要资本开支项目还包括土地购买及租赁费用、设备改建及集团开支以及项目启动资金。

**图75 2015-2017 年中国铁塔资本开支构成 (亿元)**


资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

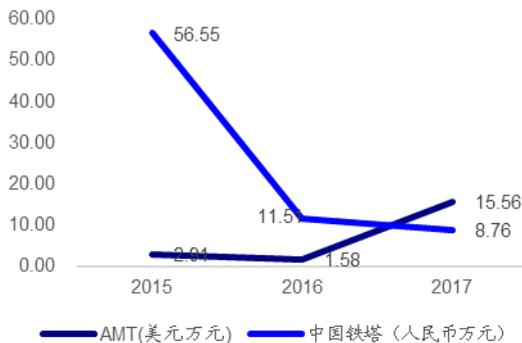
**图76 2013-2017 年 AMT 资本开支构成 (百万美元)**


资料来源: AMT2015-2017 公司年报, 海通证券研究所

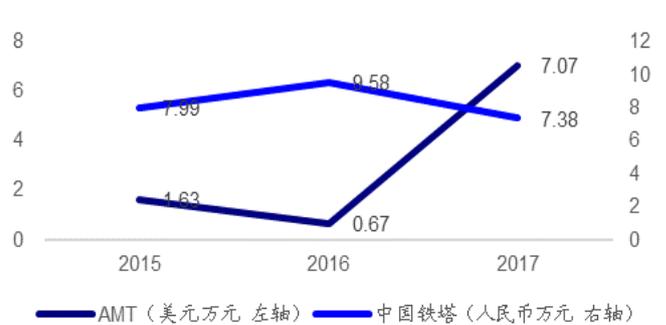
AMT 的新增站址平均资本开支数额有逐步高于中国铁塔的趋势。其中 2015 年, AMT 收购了通信基础设施公司 Viom 的 51% 的股权, 并获得了 Viom 在印度运营的 42000 座通信铁塔资源, 相对较低的作价拉低了当期 (体现在 2016 年的新增站址数量上) 新增站址平均资本开支水平。

新增站址一般通过自建/改造、直接收购、通过长期股权持有间接收购等方式获得。具体到自建/改造站址方面, AMT 的站均资本开支水平同样高于中国铁塔。2017 年 AMT 新增站址合计 5297 座, 对应资本开支共计 824.2 百万美元, 站均资本开支 15.56 万美元; 中国铁塔新建及共享改造站址共计 500439 座, 对应资本开支 438.36 亿元, 站均资本开支 8.76 万元。

新增站址平均资本开支水平的差异, 体现出中国铁塔在增量铁塔资源上的成本优势。

**图77 AMT 与中国铁塔新增站址平均资本开支**


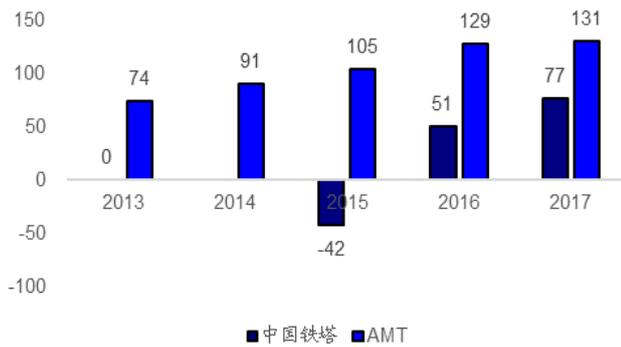
注: 当年全部资本开支/当年合计新增站址数  
资料来源: 中国铁塔招股说明书, AMT2015-2017 年报, wind, 海通证券研究所

**图78 AMT 与中国铁塔新增自建/改造站址平均资本开支**


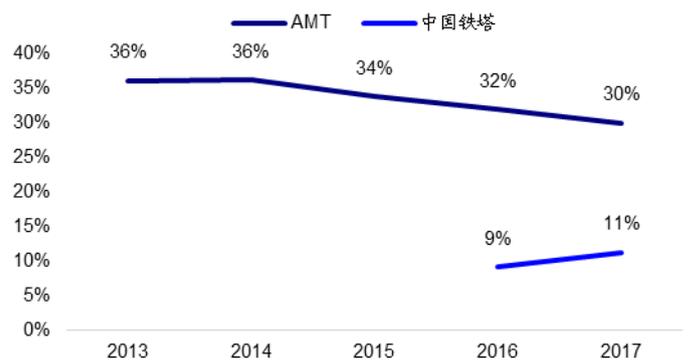
注: AMT 站均=(自由资本开支+站址改造开支)/新增站址数; 中国铁塔站均=当年用于新建或改造站址的资本开支/新增站址数  
资料来源: AMT2013-2017 年公司年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

### 3.3.3 利润端比较

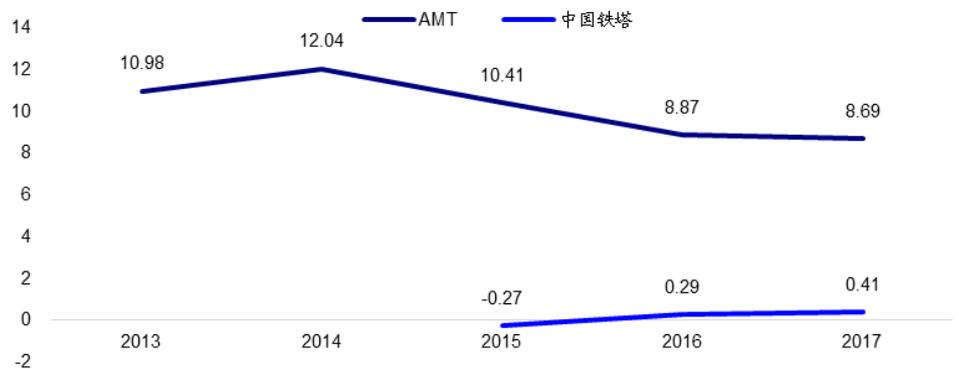
相比于 AMT, 我们认为中国铁塔的经营利润率有巨大提升空间。2017 年, 中国铁塔经营利润为 77.15 亿元, 经营利润率为 11.24%, AMT 的经营利润为 130.58 亿元, 经营利润率为 29.99%。从站均经营利润水平上来看, 中国铁塔也有较高的成长空间, 2017 年 AMT 的站均经营利润约合 8.7 万元, 中国铁塔仅为 0.4 万元。

**图79 AMT 与中国铁塔经营利润对比 (人民币亿元)**


资料来源: AMT2015-2017 年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

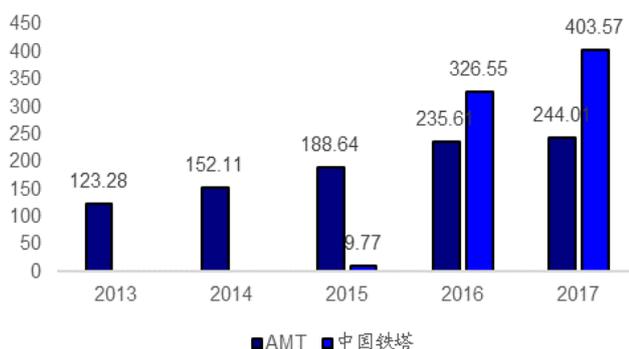
**图80 AMT 与中国铁塔经营利润率对比 (%)**


资料来源: AMT2015-2017 年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

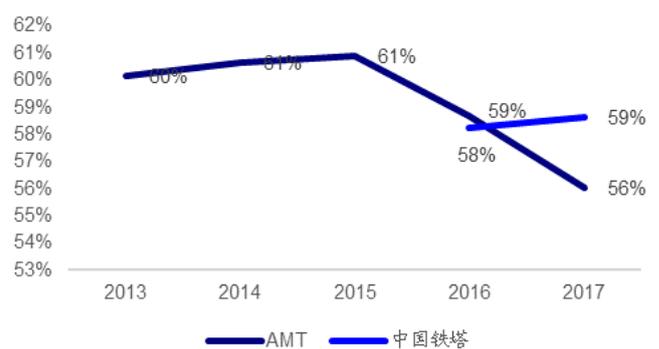
**图81 AMT 与中国铁塔站均经营利润对比 (万元)**


资料来源: 中国铁塔招股说明书, AMT2015-2017 公司年报, 海通证券研究所

中国铁塔招股说明书数据显示, 2017 年中国铁塔的 EBITDA 为 403.57 亿元, EBITDA 率为 58.77%; AMT 的 EBITDA 为 244.01 亿元, EBITDA 率为 56.04%。我们预计, 未来随着中国铁塔对站址共享的不断推广、实践, 公司的利润率将有进一步的上升空间。

**图82 AMT 与中国铁塔 EBITDA 对比 (人民币亿元)**


资料来源: wind, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

**图83 AMT 与中国铁塔 EBITDA 利润率对比 (%)**


资料来源: AMT2015-2017 年报, 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

## 4. 盈利预测和投资建议

### 4.1 主营业务收入

我们预计随着 5G 商用事业的快速发展, 国内对通信基础设施的需求将持续放量,

公司的业务规模将保持良好增长的态势。同时,在站址共享共建模式的不断深入推广下,公司的营业利润率水平也有望进一步上升。

关键假设:

1. 宏站业务: 假设 2018-2020 站址数增长率分别为 3.35%、3.00%、3.00%; 站均租户数增长率分别为 4.55%、2.30%、2.00%; 租户均价增长率为-1.00%、2.00%、3.00%。
2. 微站业务: 假设 2018-2020 租户数增长率分别为 10%、20%、20%; 微站租户租金增长率分别为-3%、2%、3%。
3. 室分业务: 假设 2018-2020 租户数增长率分别为 45%、30%、35%; 室分租户租金增长率分别为-3%、10%、10%。
4. 跨行业站址应用与信息业务: 假设 2018-2020 租户数增长率分别为 418%、50%、50%; 跨行业站租户租金增长率分别为 3%、3%、3%。

**表 4 主营业务收入分项预测表**

	2017	2018E	2019E	2020E
<b>1、宏站业务</b>				
销售总收入 (百万元)	66828.00	71487.18	76831.84	83141.11
增长率 (%)	20.30%	6.97%	7.48%	8.21%
<b>2、微站业务</b>				
销售总收入 (百万元)	257.00	274.22	335.64	414.86
增长率 (%)	-	6.70%	22.40%	23.60%
<b>3、室分业务</b>				
销售总收入 (百万元)	1284.00	1805.95	2582.50	3835.02
增长率 (%)	204.99%	40.65%	43.00%	48.50%
<b>4、跨行业站址应用与信息业务</b>				
销售总收入 (百万元)	169.00	901.68	1393.10	2152.34
增长率 (%)	789.47%	433.54%	54.50%	54.50%
<b>5、其他业务</b>				
销售总收入 (百万元)	127.00	139.70	153.67	169.04
增长率 (%)	2440.00%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>主营业务收入合计 (百万元)</b>	<b>68665.00</b>	<b>74608.73</b>	<b>81296.75</b>	<b>89712.36</b>
<b>综合增长率 (%)</b>	<b>22.62%</b>	<b>8.66%</b>	<b>8.96%</b>	<b>10.35%</b>
<b>营业利润率 (%)</b>	<b>11.24%</b>	<b>13.83%</b>	<b>16.14%</b>	<b>18.51%</b>
<b>站址合计</b>	<b>1872154</b>	<b>1935155</b>	<b>1994458</b>	<b>2057625</b>
<b>增长率 (%)</b>	<b>8.02%</b>	<b>3.37%</b>	<b>3.06%</b>	<b>3.17%</b>

资料来源: 中国铁塔招股说明书, 海通证券研究所

## 4.2 可比公司估值比较

**表 5 可比公司估值情况**

证券代码	公司名称	收盘价 (港元)	总市值 (港元亿元)	EPS (港元)			PE (倍)			EBITDA2018 (亿港元)	EV/EBITDA 2018E	市值 /EBITDA 2018 (倍)
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E			
AMT.N	美国电塔	1394.11	6140.88	20.93	23.91	28.22	67	58	49	328.8	24	19
CCI.N	冠城国际	941.82	3907.14	7.92	9.72	13.33	119	97	71	224.2	22	17
SBAC.O	SBA 通信	1454.32	1648.06	6.74	6.90	12.70	216	211	115	94.9	25	17
	平均			<b>11.86</b>	<b>13.51</b>	<b>18.08</b>	<b>134</b>	<b>122</b>	<b>78</b>	<b>214.3</b>	<b>24</b>	<b>18</b>
00788.HK	中国铁塔	1.83	3220.96	0.01	0.02	0.03	143	101	55	502.5	10	6

备注：收盘价日期为 2019 年 2 月 18 日；可比公司营收预测采用 Yahoo Finance 一致预测

美元兑人民币汇率为 6.76；美元兑港币汇率为 7.84

资料来源：各公司 2017 年年报，Wind，Yahoo Finance，海通证券研究所

## 4.3 投资建议

公司从站址数量到客户资源，均在国内铁塔行业占据绝对龙头的地位，未来有望在 5G 网络建设带动下进一步加速发展。

我们预计中国铁塔 2018E-2020E 营业总收入为 746.09 亿元 (+8.66%)，812.97 亿元 (+8.96%) 和 897.12 亿元 (+10.35%)，净利润为 27.46 亿元 (+41.32%)、51.01 亿元 (+85.78%) 和 75.36 亿元 (+47.72%)，EPS 分别为 0.016 元，0.029 元和 0.043 元，每股 EBITDA 分别为 0.25 元，0.27 元和 0.30 元，估值采用“市值/EBITDA 法”，由于此方法不受折旧摊销和所得税率不同的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性。参考全球同行业平均估值水平，考虑到中国铁塔股东是三大运营商，长期议价能力或受压制，而可比公司美国铁塔为第三方独立运营，议价能力强。我们认为中国铁塔与可比公司长期发展方向一致，随着共享模式的成熟，公司盈利能力有望显著提升。我们给予 2018 年市值/EBITDA 区间 7-9x 估算，对应合理价值区间 1.72-2.22 元，按照人民币兑港元汇率 1.14，港股价值区间 1.96-2.53 港元，对应 2018 年 PE 为 110-142 倍，给予“优于大市”评级。

## 4.4 风险提示

**风险提示。**5G 建设进展低于预期；5G 站址与存量 2G/3G/4G 站址综合共享率不及预期，导致新增 5G 铁塔站址投资超预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>68665.00</b>	<b>74608.73</b>	<b>81296.75</b>	<b>89712.36</b>
每股收益	0.01	0.02	0.03	0.04	折旧及摊销	32642.00	33007.00	34513.94	36423.40
每股净资产	0.99	1.00	1.01	1.02	折旧及摊销/营业总收入	47.54%	44.24%	42.45%	40.60%
每股经营现金流	0.27	0.27	0.25	0.30	场地租赁费	11336.00	12683.48	13812.32	15233.16
<b>价值评估 (倍)</b>					场地租赁费/营业总收入	16.51%	17.00%	16.99%	16.98%
P/E	142.13	101.28	54.52	36.90	维护费用	6156.00	6651.57	6841.34	7100.97
P/B	1.60	1.58	1.56	1.55	维护费用/营业总收入	8.97%	8.92%	8.42%	7.92%
P/S	4.05	3.73	3.42	3.10	人工成本	4229.00	4791.06	5220.54	5760.96
EV/EBITDA	10.14	9.73	9.15	8.53	人工成本/营业总收入	6.16%	6.42%	6.42%	6.42%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					其它营运开支	6587.00	7157.18	7790.63	8588.12
营业利润率	11.24%	13.83%	16.14%	18.51%	<b>营业成本合计</b>	<b>60950.00</b>	<b>64290.29</b>	<b>68178.76</b>	<b>73106.60</b>
净利润率	2.83%	3.68%	6.27%	8.40%	<b>营业利润</b>	<b>7715.00</b>	<b>10318.44</b>	<b>13117.99</b>	<b>16605.76</b>
净资产收益率	1.52%	1.56%	2.87%	4.19%	营业利润率	11.24%	13.83%	16.14%	18.51%
总资产收益率	0.60%	0.83%	1.50%	2.13%	其他收益	149.00	71.67	89.56	103.41
<b>成长能力指标</b>					利息收入	104.00	104.33	91.11	99.81
营业收入增长率	22.62%	8.66%	8.96%	10.35%	融资成本	5283.00	6700.00	6227.67	6385.11
EBITDA 增长率	23.59%	7.36%	9.94%	11.33%	税前利润	2685.00	3794.44	7070.99	10423.87
净利润增长率	2456.58%	41.32%	85.78%	47.72%	所得税费用	742.00	1048.59	1969.79	2888.36
<b>偿债能力指标</b>					其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率	60.48%	46.81%	47.73%	49.13%	<b>净利润</b>	<b>1943.00</b>	<b>2745.84</b>	<b>5101.20</b>	<b>7535.51</b>
流动比率	0.20	0.35	0.39	0.45	<b>EBITDA</b>	<b>40357.00</b>	<b>43325.44</b>	<b>47631.93</b>	<b>53029.15</b>
现金比率	0.05	0.09	0.11	0.12	<b>EBITDA 率</b>	<b>58.77%</b>	<b>58.07%</b>	<b>58.59%</b>	<b>59.11%</b>
<b>经营效率指标</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
应收帐款周转天数	81.13	90.73	85.66	88.12	货币资金	7852.00	9029.80	10384.27	11941.91
总资产周转率	0.21	0.23	0.24	0.25	应收账款	15262.00	18546.32	19079.45	21659.74
固定资产周转率	0.27	0.28	0.30	0.32	流动资产合计	30517.00	35619.93	38228.60	43273.83
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	物业、厂房及设备	258138.00	266786.20	274789.78	283033.48
经营活动产生的现金	34831.00	48457.95	45679.04	55227.41	在建工程	10930.00	8144.88	6309.58	4794.81
支付的所得税	0.00	-670.59	-1969.79	-2888.36	非流动资产合计	292126.00	295474.36	302420.85	310570.07
收取的利息收入	104.00	104.33	91.11	99.81	<b>资产总计</b>	<b>322643.00</b>	<b>331094.29</b>	<b>340649.45</b>	<b>353843.90</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>34935.00</b>	<b>47891.69</b>	<b>43800.37</b>	<b>52438.86</b>	短期借款	95260.00	100023.00	105024.15	110275.36
购买物业及设备	-51837.00	-23502.78	-22122.90	-23564.68	应付账款	31906.00	40325.25	38908.24	43690.21
购买土地使用权等	-164.00	-74.36	-69.99	-74.55	流动负债合计	150041.00	100507.89	97704.61	96486.87
处置物业及设备	86	0	0	0	长期借款	43793.00	52551.60	63061.92	75674.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>-51915.00</b>	<b>-23577.14</b>	<b>-22192.90</b>	<b>-23639.24</b>	非流动负债合计	45107.00	54484.93	64900.36	77369.56
借款收到的款项	131479.00	66509.67	79887.89	92625.52	<b>负债总计</b>	<b>195148.00</b>	<b>154992.82</b>	<b>162604.98</b>	<b>173856.43</b>
偿还借款支付的款项	-37973.00	-57823.75	-57733.34	-68133.10	股本	129345.00	176008.47	176008.47	176008.47
支付利息负债的利息	-4342.00	-2623.67	-3475.56	-3480.41	<b>股东权益合计</b>	<b>127495.00</b>	<b>176101.47</b>	<b>178044.47</b>	<b>179987.47</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>7583.00</b>	<b>-23136.75</b>	<b>-20253.00</b>	<b>-27241.99</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>322643.00</b>	<b>331094.29</b>	<b>340649.45</b>	<b>353843.90</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-9397.00</b>	<b>1177.80</b>	<b>1354.47</b>	<b>1557.64</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019 年 2 月 18 日  
 资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

朱劲松 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中兴通讯，烽火通信，中国联通，紫光股份，星网锐捷，深信服，亿联网络，中际旭创，光迅科技，华工科技，锐科激光，网宿科技，光环新网，海能达，亨通光电，长飞光纤光缆，中天科技，通宇通讯，海格通信等。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

 路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

**宏观经济研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
 联系人  
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

**金融工程研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
 联系人  
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

**金融产品研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
 陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
 联系人  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

**固定收益研究团队**

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
 联系人  
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
 周旭辉 zxh12382@htsec.com  
 联系人  
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

**中小市值团队**

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 联系人  
 王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
 朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
 联系人  
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
 联系人  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
 范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com  
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
 吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
 联系人  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

**公用事业**

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 联系人  
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
 联系人  
 史岳 sy11542@htsec.com  
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
 谢茂莹 xmx12344@htsec.com

**互联网及传媒**

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
 联系人  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

**有色金属行业**

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
 联系人  
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

**电子行业**

 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 联系人  
 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

**煤炭行业**

 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 联系人  
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
 徐柏乔(021)23219171 xbq6583@htsec.com  
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
 联系人  
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 联系人  
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com  
 于成龙 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 联系人  
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com  
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 联系人  
 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com  
 联系人  
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com  
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 联系人  
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 联系人  
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com  
 周丹 zd12213@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com  
 联系人  
 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com

**建筑工程行业**

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 张欣劼 zxx12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com  
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

**军工行业**

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com  
 张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 联系人  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

**银行行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com  
 联系人  
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
 许樱之 xyz11630@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 联系人  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 宗亮 zl11886@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 吴尹 wy11291@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: [www.htsec.com](http://www.htsec.com)