

收入如期延续环比上升趋势，EBITDA 利润率表现不及预期

——中国铁塔 (0788.HK) 2020 年 Q3 业绩点评

要点

事件：公司发布2020Q3业绩，整体收入及核心塔类业务收入如期实现环比上升，由于去年低基数影响同比增速有所回升，EBITDA利润率同比微降、环比提升幅度不大。

点评：3Q20公司收入环比上升1.6%，同比上升7.2%，由于19年同期低基数对应同比增速回升；其中核心塔类业务环比上升1.0%，同比上升3.4%。EBITDA利润率为73.0%，同比轻微下降0.2个百分点，环比上升0.5个百分点，主要由于人工成本在收入占比如期降低、部分为汛期导致3Q固定资产损失额增加所抵消。

塔类业务出现边际改善信号，有望延续环比上升趋势：此前制约宏站增速表现的两大关键问题出现边际改善信号，5G基站于2H20继续起租、叠加2H19低基数影响有望驱动下半年公司业绩同比增速回升：1) 5G基站起租速度明显加快，源自基站配电问题由于国家电网稳定性增强从而自然解决；2) 成本端压缩空间不大对应宏站收费跟随成本项被动下调问题得到改善。考虑到5G基站继续推进挂载收费驱动公司塔类业务于4Q20继续环比上升，我们预计2020全年塔类业务增速有望达3%。

室分业务3Q表现低于预期，两翼业务延续快速增长势头：3Q20室分业务收入占比维持在4.5%，收入同比上升36%，环比仅轻微上升1%，主要由于大型工程完工起租进度低于预期。两翼业务（包括跨行业及能源经营业务）伴随疫情影响消退后延续快速增长势头，3Q同比上升102%，环比上升15%，占比继续扩大至5.1%。

盈利预测、估值与评级：我们维持20年EBITDA利润预测为598亿元；考虑到公司新业务转型阶段EBITDA利润率表现受到压制，分别下调20-22年EBITDA利润预测1.1%/1.3%至642/690亿元，对应19-22E CAGR约6.8%；基于DCF估值法 维持目标价1.86港币（对应20/21年6.7/6.1倍EV/EBITDA）。铁塔类资产估值的核心影响因素包括当地资本市场利率和铁塔股息率对比、EBITDA成长性，公司净利润有望维持快速增长驱动股息率平缓提升，未来5G基站批量收费、室分及两翼业务占比扩大驱动其业绩增长加快、倘若宏站业务与运营商谈判定价过程中议价能力超预期带来其中长期基本面更加明朗有助于其估值提升，维持“买入”评级。

风险提示：5G商用推迟；定价协议调整；室分及跨行业拓展放缓。

买入（维持）

当前价/目标价：1.39/1.86元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：吴柳燕

执业证书编号：S0930519070004

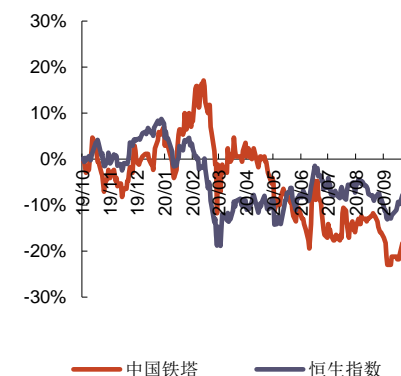
021-52523690

wuliuyan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1,760.08
总市值(亿元)	2,446.52
一年最低/最高(元)	1.3/2.03
近3月换手率	95.1%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.2	0.6	-10.2
绝对	-2.8	-1.4	-18.3

资料来源：Wind

相关研报

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

公司盈利预测与估值简表

指标 (人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	71,819	76,428	81,192	87,528	94,010
营收增长率 (%)	4.6	6.4	6.2	7.8	7.4
EBITDA (百万元)	41,773	56,696	59,782	64,182	69,026
EBITDA 增长率 (%)	3.5	35.7	5.4	7.4	7.5
净利润 (百万元)	2,650	5,221	6,153	7,719	9,784
净利润增长率 (%)	36.4	97.0	17.9	25.5	26.8
EV/EBITDA	7.4	5.8	5.3	4.9	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-13；注：按照1 HKD=0.8624 CNY 换算

表 1：损益表

(单位：百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	71,819	76,428	81,192	87,528	94,010
营业开支	(62,738)	(65,147)	(69,009)	(73,475)	(77,427)
折旧及摊销	(32,692)	(45,415)	(47,599)	(50,129)	(52,444)
场地租赁费	(12,196)	(639)	0	0	0
维护费用	(6,165)	(5,993)	(6,089)	(6,477)	(6,863)
人工成本	(4,917)	(5,863)	(6,495)	(7,678)	(8,250)
其他营运开支	(6,768)	(7,237)	(8,826)	(9,190)	(9,871)
营业利润	9,081	11,281	12,183	14,053	16,583
财务成本净额	(5,759)	(4,598)	(4,279)	(4,100)	(3,926)
其他收益	153	154	150	150	150
税前利润	3,475	6,837	8,054	10,103	12,807
所得税开支	(825)	(1,616)	(1,901)	(2,384)	(3,022)
税后经营利润	2,650	5,221	6,153	7,719	9,784
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	2,650	5,221	6,153	7,719	9,784
息税折旧前利润	41,773	56,696	59,782	64,182	69,026
息税前利润	9,234	11,435	12,333	14,203	16,733
每股收益 (元)	0.02	0.03	0.03	0.04	0.06
每股股息 (元)	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 2：资产负债表

(单位：百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	315,364	338,067	321,431	320,194	314,425
流动资产	31,799	40,995	35,807	41,999	48,328
现金及短期投资	4,836	6,223	6,495	7,002	7,521
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	13,534	20,894	12,179	13,129	14,101
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	13,429	13,878	17,133	21,868	26,706
非流动资产	283,565	297,072	285,623	278,194	266,097
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	249,055	239,925	230,220	223,493	211,761
其他非流动资产	34,510	57,147	55,403	54,701	54,336
总负债	134,862	155,506	135,849	130,585	119,663
流动负债	114,759	128,364	88,707	63,443	32,521
应付账款	30,591	29,313	26,844	28,303	29,653
短期借贷	79,946	94,011	61,295	34,530	2,215
其它流动负债	4,222	5,040	568	610	653
长期负债	20,103	27,142	47,142	67,142	87,142
长期债务	19,064	26,342	46,342	66,342	86,342
其它	1,039	800	800	800	800
股东权益合计	180,502	182,561	185,581	189,609	194,762
股东权益	180,502	182,559	185,579	189,607	194,760
少数股东权益	0	2	2	2	2
负债及股东权益总额	315,364	338,067	321,431	320,194	314,425
净现金/(负债)	(95,213)	(114,930)	(101,942)	(94,670)	(81,836)
营运资本	(17,057)	(8,419)	(14,665)	(15,174)	(15,552)
长期可运用资本	200,605	209,703	232,723	256,751	281,904
股东及少数股东权益	180,502	182,561	185,581	189,609	194,762

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45,540	49,935	49,161	49,287	52,491
净利润	2,650	5,221	6,153	7,719	9,784
折旧与摊销	32,692	45,415	39,961	41,588	43,247
营运资本变动	4,874	(8,638)	6,246	509	378
其它	5,324	7,937	(3,199)	(529)	(918)
投资活动现金流	(32,923)	(28,136)	(28,761)	(34,224)	(31,100)
资本性支出净额	33,075	28,334	(28,284)	(33,590)	(30,452)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其它资产变化	(65,998)	(56,470)	(476)	(634)	(648)
自由现金流	48,174	73,726	19,122	14,044	20,528
融资活动现金流	(15,634)	(20,412)	(20,128)	(14,557)	(20,872)
股本变动	51,165	0	0	0	0
净债务变化	(40,043)	21,343	(12,716)	(6,765)	(12,315)
派发红利	0	0	(3,133)	(3,692)	(4,631)
其它长期负债变化	(26,756)	(41,755)	(4,279)	(4,100)	(3,926)
净现金流	(3,017)	1,387	272	507	519

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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

特别声明

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

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

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

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

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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

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

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳