



中信证券研究部



顾海波  
首席通信分析师  
S1010517100003



梁程加  
通信分析师  
S1010520020001

### 核心观点

中国铁塔前三季度营收同比增长 5.6%；净利润同比增长 17.8%；实现 EBITDA 为 440.19 亿元，EBITDA 率维持 73.1% 高位。单三季度营收/净利润同比增长 7.2%/19.7%，呈现加速增长态势。公司“一体两翼”战略成效显著，5G 推动塔类业务加速增长，两翼业务带动非塔类收入占比提升至 9%。维持“买入”评级，目标价下调至 2.36 港元。

■ **事项：**中国铁塔公布 2020 年前三季度未经审计的主要运营数据，前三季度实现营收 602.2 亿元，同比增长 5.6%；实现净利润 45.64 亿元，同比增长 17.8%；实现 EBITDA 为 440.19 亿元，EBITDA 率维持 73.1% 高位。5G 拉动和一体两翼战略成效开始显现：

■ **三季度加速增长，一体两翼战略成效显著。**从单三季度业绩来看，公司实现营收 204.26 亿元，前三季度营收同比增长分别为 4.2%/5.4%/7.2%，营收增长加速明显；单三季度实现利润 15.86 亿元，同比增长 19.7%，净利率提升至 7.8%。公司第三季度业绩加速由“一体两翼”业务共同驱动：

(1) **塔类业务三季度增长提速。**前三季度共建成 5G 站址 34.5 万个，97% 以上 5G 需求是通过共享已有站址完成，随着 5G 站址起租率提升，前三季度塔类业务收入 547.98 亿元，同比增长 2.2%；单三季度塔类业务收入 182.47 亿元，同比增长 3.4%；

(2) **两翼业务持续高增长，前三季度非塔类业务营收增长 59.2%，收入占比从 2019 年的 6.6% 提升至 9.0%，多点支撑业务增长格局加快形成。**其中，室分业务收入 26.34 亿元，同比增长 36.9%；跨行业和能源业务实现收入 26.12 亿元，同比增长 92.8%。前三季度公司 EBITDA 率维持在 73.1% 高位，净利率提升至 7.8%，或可说明两翼业务利润率与塔类业务利润率相当。

■ **5G 站址加密、起租率提升或推动塔类业务长期增长。**我们预计 2020-2022 年国内新建 5G 基站规模为 65 万/100 万/100 万站，从中长期来看，5G 基站加密驱动业务长期增长。1-9 月新建的 5G 基站 97% 基于原站址升级改造，随着国内 5G 网络由覆盖为主走向站址加密期，原站址升级比例有望下降，从而带动新租户的加速增长，收入拉动效应或更为明显；短期来看，随着铁塔公司与三大运营商的 5G 基站起租率提升，5G 带来的塔类业务收入有望加速增长。

■ **风险因素：**5G 发展不及预期；国内共建共享范围扩大；国内铁塔建设政策放开；降价风险；宏站、室分、跨行业、微站业务发展不及预期。

■ **投资建议：**随着国内 5G 规模建网加速、5G 基站起租率提升，公司收入增长有望提速；长远来看，5G 网络加密带来塔类业务长期空间。公司“一体两翼”战略推进，多点支撑业务增长格局逐步成型。由于 2020 年新建的 5G 站址基本复用存量站址，对收入拉动体现上不明显；与此同时，公司与三大运营商的 5G 站址起租率仍在爬坡期，下调 2020 年收入预测至 816.64 亿元(原 827.43 亿元)，净利润预测至 63.84 亿元(原 71.55 亿元)，下调目标价至 2.36 港元。我们认为公司股价仍存明显低估，维持“买入”评级。

### 中国铁塔 00788

评级	买入(维持)
当前价	1.39 港元
目标价	2.36 港元
总股本	176,008 百万股
港股流通股本	46,664 百万股
52 周最高/最低价	1.99/1.31 港元
近 1 月绝对涨幅	-2.80%
近 6 月绝对涨幅	-18.81%
近 12 月绝对涨幅	-18.34%

项目/年度	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入(百万元)	68,665.00	71,819.00	76,428.00	81,664.20	87,657.96
营业收入增长率	22.62%	4.59%	6.42%	6.85%	7.34%
净利润(百万元)	1,943.00	2,650.00	5,221.00	6,383.80	8,099.23
净利润增长率	2456.58%	36.39%	97.02%	22.27%	26.87%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05
毛利率	11.24%	12.64%	14.76%	15.40%	15.61%
净资产收益率 ROE	1.52%	1.47%	2.86%	3.38%	4.11%
每股净资产 (元)	0.72	1.03	1.04	1.07	1.12
PE	123	58	41	33	26
PB	1.70	1.13	1.17	1.12	1.06
EPS(基本)(港元)	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05
每股净资产(港元)	0.82	1.23	1.19	1.24	1.31

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 10 月 19 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	68,665	71,819	76,428	81,664	87,658
营业成本	-60,950	-62,738	-65,147	-69,086	-73,971
毛利率	11.24%	12.64%	14.76%	15.40%	15.61%
财务费用	-5,283	-6,007	-4,661	-4,386	-3,476
财务费用率	7.69%	8.36%	6.10%	5.37%	3.97%
投资收益	149	153	154	139	139
营业利润	7,715	9,081	11,281	12,579	13,687
营业利润率	11.24%	12.64%	14.76%	15.40%	15.61%
利润总额	7,715	9,081	11,281	12,579	13,687
所得税费用	-742	-825	-1,616	-2,060	-2,419
所得税率	9.62%	9.08%	14.32%	16.38%	17.68%
归属于母公司股东的净利润	1,943	2,650	5,221	6,384	8,099
净利率	2.83%	3.69%	6.83%	7.82%	9.24%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019	2020E	2021E
税前利润	2,685	3,475	6,837	8,444	10,518
所得税支出	-742	-825	-1,616	-2,060	-2,419
折旧和摊销	32,642	32,692	37,082	37,027	39,143
营运资金的变化	-7,495	2,438	-7,769	4,664	35
其他经营现金流	7,845	7,760	11,303	14,246	14,419
经营现金流合计	34,935	45,540	45,837	62,321	61,696
资本支出	-43,836	-26,466	-27,123	-28,098	-28,362
投资收益	149	153	154	139	139
其他投资现金流	-8,228	-6,610	-29,042	-6,171	-6,151
投资现金流合计	-51,915	-32,923	-56,011	-34,131	-34,374
发行股票	0	51,165	0	0	0
负债变化	9,032	-60,286	20,644	-9,995	-20,058
其他融资现金流	-1,449	-6,513	-9,956	-8,085	-6,064
融资现金流合计	7,583	-15,634	10,688	-18,080	-26,122
现金及现金等价物净增加额	-9,397	-3,016	514	10,110	1,201

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	7,852	4,836	6,223	16,331	17,532
存货	28	-	-	-	-
应收账款	15,262	19,158	26,258	24,499	26,297
其他流动资产	7,375	7,805	8,514	9,421	10,345
流动资产	30,517	31,799	40,995	50,251	54,174
固定资产	258,138	249,055	239,925	227,287	212,762
其他长期资产	33,988	34,510	57,147	56,917	55,560
非流动资产	292,126	283,565	297,072	284,203	268,322
资产总计	322,643	315,364	338,067	334,454	322,496
短期借款	95,260	79,946	87,019	75,846	56,031
应付账款	31,906	30,591	29,313	32,666	35,063
其他流动负债	22,875	4,222	12,032	12,420	12,779
流动负债	150,041	114,759	128,364	120,931	103,874
长期借款	43,793	19,064	8,480	5,480	2,480
其他长期负债	1,314	1,039	18,662	19,100	19,100
非流动性负债	45,107	20,103	27,142	24,580	21,580
负债合计	195,148	134,862	155,506	145,511	125,454
股本及储备	127,495	180,502	182,559	188,943	197,042
归属于母公司所有者权益合计	127,495	180,502	182,561	188,943	197,042
股东权益合计	127,495	180,502	182,561	188,943	197,042
负债股东权益总计	322,643	315,364	338,067	334,454	322,496

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入增长率	22.62%	4.59%	6.42%	6.85%	7.34%
营业利润增长率	52.17%	17.71%	24.23%	11.50%	8.81%
净利润增长率	2456.58%	36.39%	97.02%	22.27%	26.87%
毛利率	11.24%	12.64%	14.76%	15.40%	15.61%
EBITDA Margin	58.77%	58.16%	74.18%	72.95%	72.94%
净利率	2.83%	3.69%	6.83%	7.82%	9.24%
净资产收益率	1.52%	1.47%	2.86%	3.38%	4.11%
总资产收益率	0.60%	0.84%	1.54%	1.91%	2.51%
资产负债率	60.48%	42.76%	46.00%	43.51%	38.90%
所得税率	9.62%	9.08%	14.32%	16.38%	17.68%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。