

买入 (维持)

0788.HK 中国铁塔

港股通(沪、深)

目标价: 1.77 港元

净利双位数增长, 业务多元扩张

现价: 1.29 港元

2020年10月24日

预期升幅: 37.2%

主要财务指标

市场数据

日期 2020-10-23

收盘价(港元)	1.29
总股本(亿股)	1,760
流通股本(亿股)	467
总市值(亿港元)	2,271
流通市值(亿港元)	602
净资产(亿元)	1,829
总资产(亿元)	3,354
每股净资产(元)	1.04

数据来源: Wind

相关报告

《新业务高速发展, 加快 5G 建设节奏》-2020.10.9

《5G 建设开启, 盈利能力持续改善》-2020.03.19

《利润翻倍, 估值远低于同业水平》-2019.08.08

《盈利能力大幅提升, 利润率增速超预期》——2019.04.17

《资产价值重估, 5G 点燃未来》——2019.02.01

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

SFC: BPL829

SAC: S1010519030001

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	76,428	81,428	87,783	91,236
同比增长	6.4%	6.5%	7.8%	3.9%
归母净利润(百万元)	5,221	6,965	10,510	11,935
同比增长	97%	33%	51%	14%
EBITDA 利润率	74.2%	73.0%	73.0%	72.1%
净利润率	6.8%	8.6%	12.0%	13.1%
净资产收益率	2.9%	3.8%	5.6%	6.0%
每股收益-基本(元)	0.03	0.04	0.06	0.07
每股经营现金流(元)	0.28	0.31	0.32	0.33

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

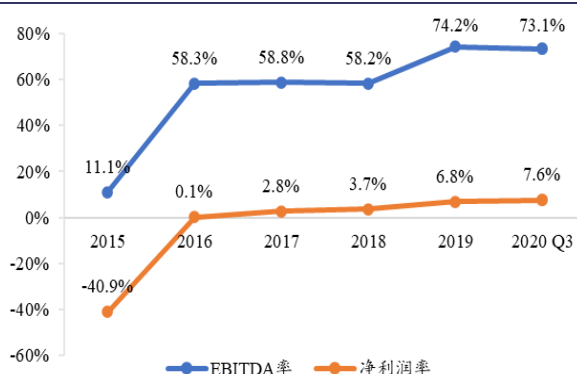
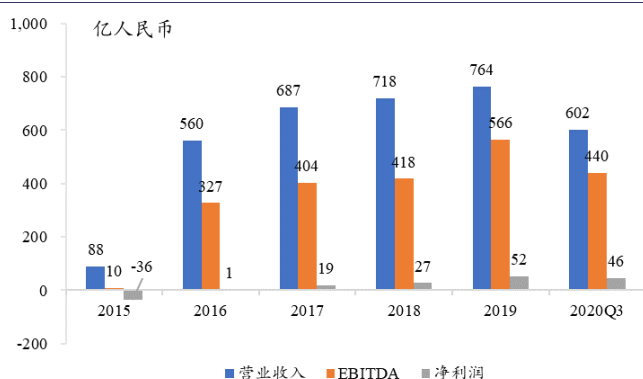
- **三季度归母净利同比增长 17.8%, 塔类站均租户稳定增长。**中国铁塔前三季度营业收入 602.2 亿元(人民币, 下同)(+5.6%), EBITDA 440.2 亿元(+5.4%), EBITDA 率为 73.1%, 同比下降 0.2pcts; 归母净利润 45.6 亿元(+17.8%)。公司前三季度净利润率为 7.6%(+0.8pcts), 第三季度净利润率为 7.8%; 前三季度营收增长同比分别为 4.2%、5.4%、7.2%, 随 5G 基站建设速度和规模的加大, 呈现加速提升。
- **塔类站址 202 万座, 租户数 333.6 万户, 塔类站均租户数提升至 1.65。**公司塔类站址较 2019 年底增加 2.6 万座, 租户数达到 333.6 万户, 站均租户数 1.65 户/站, 较 2019 年底增加 0.03 户/站。2020 年前三季度公司完成 34.5 万个 5G 基站站址交付, 97% 以上 5G 需求通过共享已有站址资源完成。根据工信部的统计, 2019 年全国 4G 基站总数达 544 万站, 5G 宏基站预计需要达到 4G 的 1.2-1.5 倍, 整个 5G 周期宏基站总数将超过 650 万站, 为长期增长提供支撑。
- **公司多点支撑业务格局加速形成, 收入结构长期有望改善。**公司前三季度塔类业务收入 548.0 亿元(+5.6%), 室分业务收入 26.3 亿元(+36.9%), 跨行业及能源业务收入 26.1 亿元(+92.8%); 公司整体非塔类业务收入(包括室分业务和跨行业及能源业务收入)占比从去年同期的 5.7% 提升到 8.7%, “一体两翼”战略加快形成, 营收结构长期有望改善。
- **投资建议:** 放眼整个 5G 建设周期, 公司未来的站址数伴随 5G 建设浪潮仍将保持稳定增长。我们采用 DCF 法进行估值, 保守假设融资成本和投资现金流, 下调目标价 4% 至 1.77 港元, 对应 2020 年 EV/EBITDA 为 6.1, 距离 10 月 23 日收盘价有 37.2% 的空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 运营商资本开支下降; 2) 5G 建设不及预期; 3) 产品价格调整。

报告正文

三季度归母净利润同比增加 17.8%，塔类站均租户稳定增长。中国铁塔前三季度营业收入 602.2 亿元（人民币，下同）（+5.6%），EBITDA 440.2 亿元（+5.4%），EBITDA 率为 73.1%，同比下降 0.2pcts；税前利润 59.9 亿元（+18.1%），归母净利润 45.6 亿元（+17.8%），利润水平同期增长幅度大于营收增长幅度。公司前三季度净利润率为 7.6%（+0.8pcts），第三季度净利润率为 7.8%，盈利能力持续改善。公司 2020 年前三季度营收增长同比分别为 4.2%、5.4%、7.2%，单季度营收增长趋势，随 5G 基站建设速度和规模的加大，呈现加速提升态势。

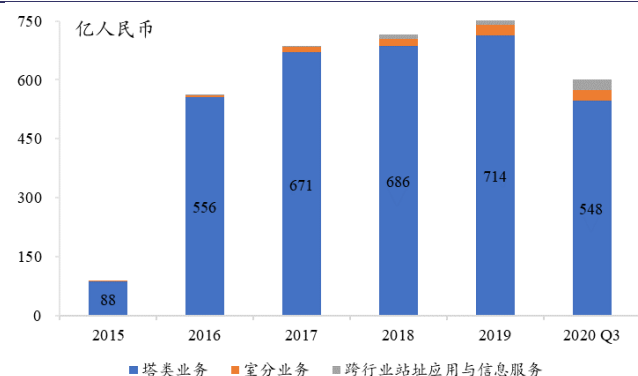
图1、2015-2020 Q3 公司营业收入、EBITDA 及净利润 图2、2015-2020 Q3 公司 EBITDA 率及净利润率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

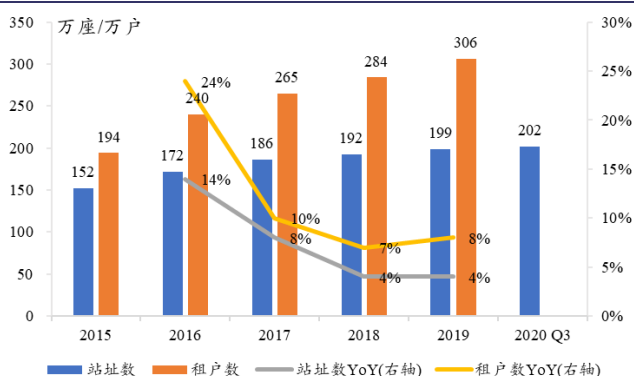
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2015-2020 Q3 公司分业务收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2015-2020 Q3 公司运营商站址数、租户数及增长率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

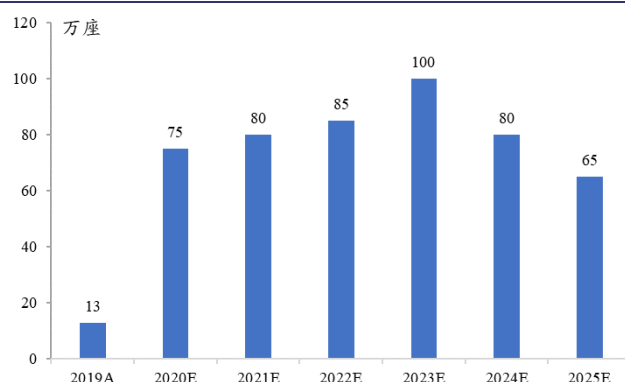
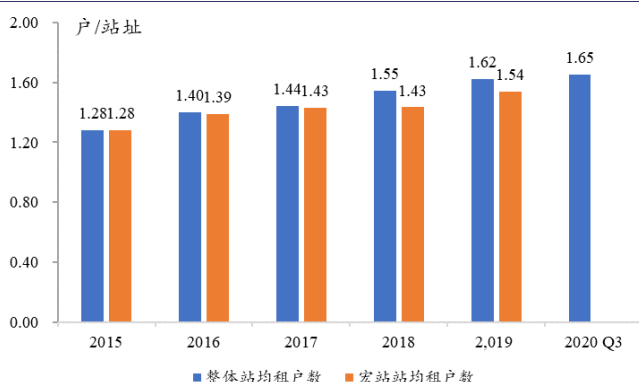
*站址数仅为塔类业务站址数不包含室分业务，租户数仅为塔类业务租户数不包含跨行业租户

塔类站址 202 万座，租户数 333.6 万户，塔类站均租户数提升至 1.65。公司塔类站址较 2019 年底增加 2.6 万座，租户数达到 333.6 万户，站均租户数 1.65 户/站，较 2019 年底增加 0.03 户/站，共享水平稳步提升。2020 年前三季度公司完成 34.5 万个 5G 基站站址交付，97% 以上 5G 需求通过共享已有站址资源完成。根据工信部的统计，2019 年全国 4G 基站总数达 544 万站，要实现与 4G 相同覆盖，5G 宏

基站预计需要达到 4G 的 1.2-1.5 倍,按 1.2 倍计算,整个 5G 周期要建设的宏基站总数将超过 650 万站,当前 5G 基站的完成比例不足 10%,公司业绩有望长期稳定增长。

公司多点支撑业务格局加速形成,收入结构长期有望改善。公司前三季度塔类业务收入 548.0 亿元 (+5.6%),室分业务收入 26.3 亿元 (+36.9%),跨行业及能源业务收入 26.1 亿元 (+92.8%);公司整体非塔类业务收入(包括室分业务和跨行业及能源业务收入)占比从去年同期的 5.7% 提升到 8.7%,“一体两翼”战略加快形成,公司营收结构长期有望改善。

图5、2015-2020 Q3 公司整体站均、宏站站均租户数 图6、2019-2025 5G 基站数量



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:公司公告,高盛,兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议:放眼整个 5G 建设周期,公司未来的站址数伴随 5G 建设浪潮仍将保持稳定增长。我们采用 DCF 法进行估值,保守假设融资成本和投资现金流,下调目标价为 1.77 港元,对应 2020 年 EV/EBITDA 为 6.1,距离 10 月 23 日收盘价有 37.2% 的空间,维持“买入”评级。

风险提示:运营商资本开支下降; 5G 建设不及预期; 产品价格调整

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	40,987	39,683	45,523	46,848	营业收入	76,428	81,428	87,783	91,236
现金及其等价物	6,223	11,403	16,088	16,784	场地租赁费	639	967	1,060	1,134
应收账款	26,258	19,774	20,929	21,557	维修成本	5,993	6,143	6,627	7,088
预付款	3,112	3,112	3,112	3,112	人工成本	5,863	6,821	7,069	7,561
待抵扣增值税	5,394	5,394	5,394	5,394	其他营运开支	7,237	8,043	8,985	9,686
非流动资产	297,072	311,034	295,509	281,854	EBITDA	56,696	59,454	64,042	65,768
固定资产	239,925	237,715	215,326	193,770	折旧及摊销	45,415	45,415	45,415	45,415
使用权资产	36,140	33,397	32,038	30,703	营业利润	11,281	14,039	18,627	20,353
在建工程	12,263	16,915	20,995	25,085	利息收入	63	217	471	535
递延所得税资产	1,199	1,199	1,199	1,199	融资成本	4,661	4,537	3,884	2,713
其他非流动资产	7,545	9,809	12,751	16,576	其他收益	154	240	240	240
资产总计	338,065	350,725	341,041	328,710	税前利润	6,837	9,959	15,453	18,414
流动负债	128,364	124,458	101,946	75,503	所得税	1,616	2,994	4,943	6,478
短期借款	87,019	78,317	54,822	27,411	净利润	5,221	6,965	10,510	11,935
租赁负债	6,992	7,407	7,506	7,610	BPS (元)	0.030	0.040	0.060	0.068
应付账款	29,313	33,694	34,578	35,442	主要财务比率				
预提费用及其他应付款项	4,641	4,641	4,641	4,641	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
其他流动负债	399	399	399	399	成长性				
非流动负债	27,142	37,212	35,573	33,616	营业收入增长率	6.4%	6.5%	7.8%	3.9%
长期借款	8,480	6,784	4,749	2,374	EBITDA 增长率	35.7%	4.9%	7.7%	2.7%
租赁负债	17,862	29,628	30,025	30,441	营业利润增长率	24.2%	24.5%	32.7%	9.3%
递延收入	800	800	800	800	净利润增长率	97.0%	33.4%	50.9%	13.6%
负债合计	155,506	167,469	153,055	131,176	盈利能力				
股本	176,008	176,008	176,008	176,008	EBITDA 率	74.2%	73.0%	73.0%	72.1%
累计亏损	6,551	7,248	11,977	21,525	净利率率	6.8%	8.6%	12.0%	13.1%
股东权益合计	182,559	183,256	187,985	197,534	ROA	1.5%	2.0%	3.1%	3.6%
负债及权益合计	338,065	350,725	341,041	328,710	偿债能力				
现金流量表					营运能力(次)				
单位:百万人民币					资产负债率	46.0%	47.7%	44.9%	39.9%
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	流动比率	0.32	0.32	0.30	0.39
净利润	6,837	9,959	15,453	18,414	每股资料(元)				
折旧及摊销	45,415	45,415	45,415	45,415	每股收益	0.03	0.04	0.06	0.07
处置物业及设备的亏损	919	0	0	0	每股经营现金	0.28	0.31	0.32	0.33
支付的所得税	-2,050	-2,994	-4,943	-6,478	每股净资产	1.04	1.04	1.07	1.12
融资成本及其他	5,275	5,334	4,998	5,166	估值比率(倍)				
营运资金的变动	-6,461	-3,398	-4,414	-4,909	PE	39.9	29.9	19.8	17.5
经营活动产生现金流量	49,935	54,316	56,508	57,607	PB	1.14	1.14	1.11	1.06
投资活动产生现金流量	-28,136	-20,271	-21,008	-21,081					
融资活动产生现金流量	-20,412	-28,865	-30,814	-35,829					
现金净变动	1,387	5,180	4,686	696					
现金的期初余额	4,836	6,223	11,403	16,088					
现金的期末余额	6,223	11,403	16,088	16,784					

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

兴业证券股份有限公司（“本公司”）在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。