

买入 (维持)

0788.HK 中国铁塔

港股通 (沪、深)

目标价: 2.42 港元

现价: 2.10 港元

盈利能力大幅提升, 利润增速超预期

2019年04月18日

预期升幅: 15.4%

市场数据

日期 2019-04-17

收盘价(元)	2.10
总股本(亿股)	1,760
流通股本(亿股)	467
总市值(亿港元)	3,696
流通市值(亿港元)	980
净资产(亿元)	1,805
总资产(亿元)	3,154
每股净资产(元)	1.03

数据来源: Wind

相关报告

《资产价值重估, 5G 点燃未来》
——2019. 02. 01
《共享率稳步提升, 利润水平进一步改善》——2019. 3. 5

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

刘洁

liujie91@xyzq.com.cn

SAC: S0190119030006

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	71,819	78,413	84,570	90,685
同比增长	4.6%	9.2%	7.9%	7.2%
归母净利润(百万元)	2,650	4,820	7,116	9,584
同比增长	36%	82%	48%	35%
EBITDA 利润率	58.2%	59.9%	59.9%	60.2%
净利润率	3.7%	6.1%	8.4%	10.6%
净资产收益率	1.5%	2.6%	3.8%	5.0%
每股收益-基本(元)	0.02	0.03	0.05	0.06
每股经营现金流(元)	0.31	0.24	0.26	0.28

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **2019 年 Q1 业绩概况:** 中国铁塔 2019 年 Q1 收入 189.0 亿元人民币, YoY +9.6%, EBITDA 达到 135.9 亿元人民币, YoY +34.2%, 净利润达到 12.8 亿元人民币, YoY +237.9%。
- **收入增长符合预期, EBITDA 率及净利润率增长超预期。** 公司收入增速达到 9.6% 符合我们之前的预期, 由于公司自 2019 年 1 月 1 日起, 应用 IFRS 第 16 号准则, 导致公司 EBITDA 率大幅提升至 71.9% (未采用 IFRS 16 的 EBITDA 率为 58.3%), 同比提升 13.2pcts, 带动 EBITDA 快速增长。此外, 公司净利润率快速提升至 6.8%, 同比提升 4.6pcts, 带动净利润达到 12.8 亿元人民币, 同比增长 237.9%。
- **站址数和租户数同步增长, 站均租户数稳步提升至 1.56。** 公司站址数量达到 196.75 万座, 较 2018 年底增加 1 万座, 租户数量达到 307.62 万户, 较 2018 年底增加 6.7 万户, 站均租户数达到 1.56, 继续保持稳步提升。
- **4G 扩容叠加 5G 建设, 公司站址共享水平有望进一步提升。** 2019 年是 4G 后期扩容以及 5G 初期建设并存的一年, 今年 4G 建设数量有望超过去年, 此外今年也将是 5G 建设元年, 新建 5G 基站数量有望达到 15 万座。4G 与 5G 双重作用下, 公司站址共享水平有望进一步提升, 利润率有望持续改善。
- **投资建议:** 公司行业地位稳固, 现有站址资源产生的现金流稳定。此外, 4G 扩容与 5G 建设将进一步提升公司站址共享水平, 公司站均租户有望进一步提升, 利润水平有望逐步改善。我们采用未来现金流折现法计算单站址价值, 取 wacc=10%, 对应 2019 年我们上调目标价至 2.42 港元, 上调幅度 15.4%, 距 2019 年 4 月 16 日收盘价有 15.4% 涨幅空间, 维持“买入”评级。

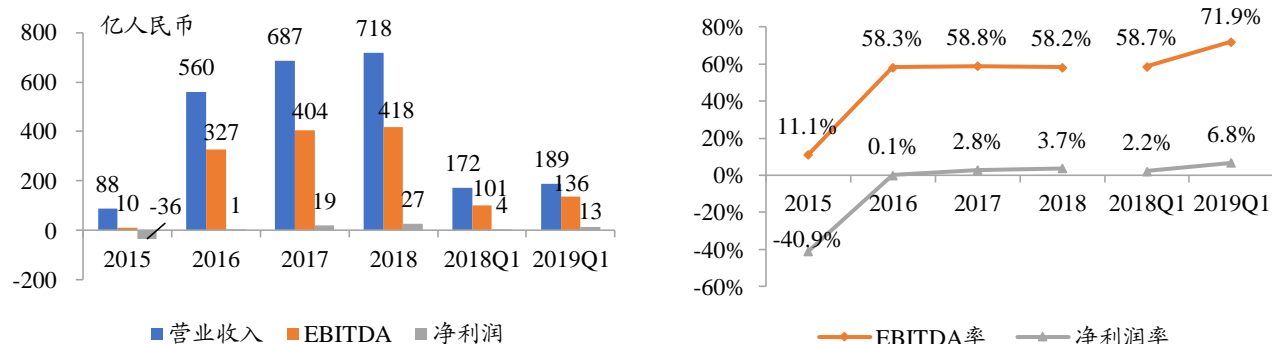
风险提示: 1) 运营商资本开支下降; 2) 5G 建设不及预期; 3) 产品价格调整。



报告正文

2019年Q1业绩情况: 中国铁塔2019年Q1收入189.0亿元人民币, YoY +9.6%, EBITDA达到135.9亿元人民币, YoY +34.2%, 净利润达到12.8亿元人民币, YoY +237.9%。

图1、2015-19Q1公司营业收入、EBITDA及净利润 图2、2015-19Q1公司EBITDA率及净利润率

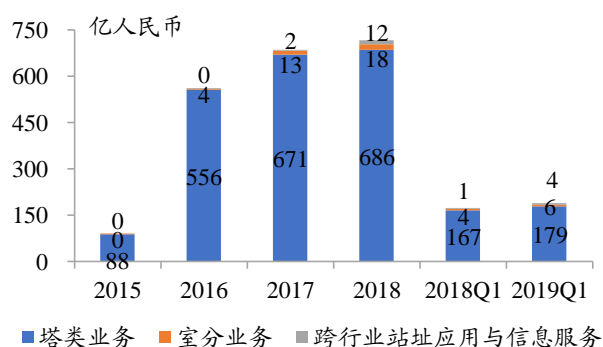


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

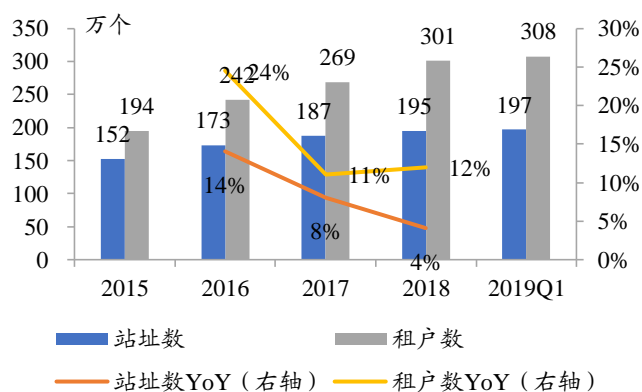
收入增长符合预期, EBITDA率及净利润率增长超预期。公司收入增速达到9.6%符合我们之前的预期, 由于公司自2019年1月1日起, 应用IFRS 16, 公司场地租赁费用确认发生改变, 场地租赁费用大幅下降, 财务费用率小幅提升, 导致公司EBITDA率大幅提升至71.9%, 同比提升13.2pcts, 带动EBITDA快速增长, 未应用IFRS 16的EBITDA率为58.3%; 二者共同作用导致净利润率提升至6.8%, 同比提升4.6pcts, 带动净利润达到12.8亿元人民币, 同比增长237.9%。

图3、2015-19Q1公司分业务收入



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2015-19Q1公司整体站址数、租户数及其增长率



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

站址数量与租户数量同步增长, 站均租户数稳步提升至1.56。至2019年3月31日, 公司站址数量达到196.75万座, 较2018年底增加1万座, 租户数量达到307.62万户, 较2018年底增加6.7万户, 站均租户数达到1.56, 继续保持稳步提升。

4G扩容叠加5G建设, 公司站址共享水平有望进一步提升。2019年是4G后期扩容以及5G初期建设并存的一年, 今年4G建设数量有望超过去年, 此外今年也将

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

是 5G 建设元年，新建 5G 基站数量有望达到 15 万座。4G 与 5G 双重作用下，公司站址共享水平有望进一步提升，利润率有望持续改善。

投资建议：公司行业地位稳固，现有站址资源产生的现金流稳定。此外，4G 扩容与 5G 建设将进一步提升公司站址共享水平，公司站均租户有望进一步提升，利润水平有望逐步改善。我们采用未来现金流折现法计算单站址价值，考虑市场风险偏好上升，对应 2019 年我们上调目标价至 2.42 港元，上调幅度 15.4%，距 2019 年 4 月 16 日收盘价有 15.4% 涨幅空间，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	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	31,799	32,738	43,665	59,173	营业收入	71,819	78,413	84,570	90,685
现金及其等价物	4,836	5,052	14,860	29,255	场地租赁费	12,196	10,194	11,163	12,696
应收账款	19,158	19,881	21,000	22,112	维修成本	6,165	6,665	7,188	7,708
预付款	2,454	2,454	2,454	2,454	人工成本	4,917	5,489	5,920	6,348
待抵扣增值税	5,351	5,351	5,351	5,351	其他营运开支	6,768	9,081	9,644	9,358
非流动资产	283,565	277,782	264,772	250,848	EBITDA	41,773	46,985	50,655	54,575
固定资产	249,055	228,454	203,702	177,133	折旧及摊销	32,692	35,531	36,706	37,801
在建工程	12,193	20,171	26,548	32,538	营业利润	9,081	11,454	13,949	16,774
长期预付款	13,216	15,859	17,445	19,190	利息收入	248	69	187	362
递延所得税资产	706	706	706	706	融资成本	6,007	5,347	4,898	4,607
其他非流动资产	8,395	12,593	16,370	21,281	其他收益	153	250	250	250
资产总计	315,364	310,521	308,437	310,021	税前利润	3,475	6,426	9,488	12,779
流动负债	114,759	109,653	105,728	104,063	所得税	825	1,607	2,372	3,195
短期借款	79,946	71,951	66,195	62,886	净利润	2,650	4,820	7,116	9,584
应付账款	30,591	33,480	35,310	36,956	EPS (元)	0.018	0.032	0.048	0.065
预提费用及 其他应付款项	3,263	3,263	3,263	3,263					
其他流动负债	959	959	959	959					
非流动负债	20,103	18,197	16,481	14,937					
长期借款	19,064	17,158	15,442	13,898					
递延收入	1,039	1,039	1,039	1,039					
负债合计	134,862	127,850	122,209	119,000					
股本	176,008	176,008	176,008	176,008					
累计亏损	4,494	6,663	10,221	15,013					
股东权益合计	180,502	182,671	186,229	191,021					
负债及权益合计	315,364	310,521	308,438	310,021					

现金流量表				
单位: 百万人民币				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	3,475	6,426	9,488	12,779
折旧及摊销	32,692	35,531	36,706	37,801
处置物业及设备的亏损	843	0	0	0
支付的所得税	-465	-1,607	-2,372	-3,195
营运资金的变动	2,987	-4,675	-4,652	-6,122
经营活动产生现金流量	39,532	35,675	39,169	41,263
投资活动产生现金流量	-32,923	-22,907	-18,332	-17,221
融资活动产生现金流量	-15,634	-12,552	-11,030	-9,646
现金净变动	-3,016	216	9,808	14,396
现金的期初余额	7,852	4,836	5,052	14,860
现金的期末余额	4,836	5,052	14,860	29,255

主要财务比率				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	4.6%	9.2%	7.9%	7.2%
EBITDA 增长率	3.5%	12.5%	7.8%	7.7%
营业利润增长率	17.7%	26.1%	21.8%	20.3%
净利润增长率	36.4%	81.9%	47.6%	34.7%
盈利能力				
EBITDA 率	58.2%	59.9%	59.9%	60.2%
净利润率	3.7%	6.1%	8.4%	10.6%
ROA	0.8%	1.6%	2.3%	3.1%
偿债能力				
资产负债率	42.8%	41.2%	39.6%	38.4%
流动比率	0.28	0.30	0.41	0.57
营运能力(次)				
资产周转率	0.23	0.25	0.27	0.29
应收帐款周转率	5.31	5.50	5.50	5.50
每股资料(元)				
每股收益	0.02	0.03	0.05	0.06
每股经营现金	0.31	0.24	0.26	0.28
每股净资产	1.03	1.04	1.06	1.09
估值比率(倍)				
PE	119.2	65.5	44.4	33.0
PB	1.75	1.73	1.70	1.65

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

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司和建发国际投资集团有限公司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条例定义为本「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。