

## 公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

## 中国铁塔 (788 HK)

中国基础设施扩张的主要受益者，首次覆盖给予买入评级/目标价1.50港元

- 我们看好中国铁塔，其在国内基础设施服务领域占据垄断地位，能从5G推出中受益
- 公司收入增长稳健并可预测，通过铁塔共享和业务多样化扩张利润率
- 理想的长期投资标的，催化剂包括：5G推出和未来的股息分配

## 网络扩张/5G推出的主要受益者

我们认为中国铁塔处于有利地位（按收入计垄断了97%的市场份额）能从中国通信基础设施建设和5G网络的推出中受益。中国电信运营商继续增密各自的4G网络覆盖来支撑移动数据流量增长（18年前9个月同比增长3倍）。他们计划在2020年前实现5G商业化运营的目标，预期将引发新一轮的基础设施投资。我们预计公司2017-2020年的EBITDA和净利润复合年增长率将分别为8%和58%。

## 收入增长稳健，未来现金流可见度高

基于我们10%的租户增长假设，我们预计2019年中国铁塔的收入/EBITDA将增长8%/9%至790亿/460亿元人民币（高于市场共识1%/1%）。由于公司与电信运营商签订了长期服务协议，因此拥有非常稳定的前景。公司的租赁比例继续攀升（从2015年底的1.36上升至18年三季度末的1.49），这有助于提高其盈利能力。我们预计中国铁塔未来将保持稳定的利润率，不断产生稳定且可预测的未来现金流，而这可能将产生股息分配。

## 理想的长期投资标的，买入评级，目标价1.50港元

我们首次覆盖中国铁塔，根据我们的现金流量贴现法估值（8.6%加权平均资本成本/2%永续增长）给予1.50港元目标价，对应8.7倍/8.0倍2018E/19E EV/EBITDA。自今年8月上市以来，公司股价下滑了10%（相比而言恒指-11%），当前估值为6.8倍2019E EV/EBITDA，低于13倍的同业平均水平。当前股价对应0%的永续增长率，我们认为乃过度悲观。我们认为中国铁塔拥有稳定的自由现金流，是良好的长期投资标的，催化剂包括5G即将推出和股息分配。首次覆盖给予买入评级。

## 盈利预测及估值

| 人民币百万元       | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入           | 55,997 | 68,665 | 72,539 | 78,653 | 85,601 |
| 增长(%)        | 536.2% | 22.6%  | 5.6%   | 8.4%   | 8.8%   |
| EBITDA       | 32,655 | 40,357 | 42,411 | 46,193 | 50,486 |
| EBITDA利润率(%) | 58.3%  | 58.8%  | 58.5%  | 58.7%  | 59.0%  |
| EPS (人民币分)   | 0.06   | 1.50   | 1.35   | 3.11   | 4.34   |
| DPS (人民币分)   | 0.00   | 0.00   | 0.50   | 1.59   | 2.21   |
| EV/EBITDA    |        |        | 7.4    | 6.8    | 6.2    |
| 股息收益率(%)     |        |        | 0.5%   | 1.6%   | 2.3%   |
| ROE(%)       | 0.1%   | 1.5%   | 1.6%   | 3.1%   | 4.2%   |

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；基于2018年10月24日收盘价

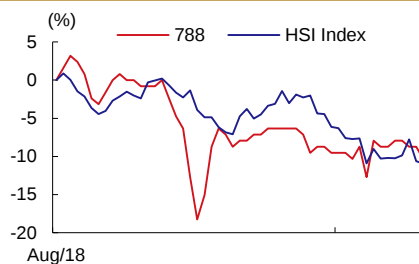
陈永豪 苏林  
+852 3189 6125 +852 3189 6635  
kevinchen@cmschina.com.hk clintsu@cmschina.com.hk

## 首次覆盖

## 买入

|                      |                 |
|----------------------|-----------------|
| 股价                   | HK\$1.13        |
| 12个月目标价<br>(上涨/下跌空间) | HK\$1.50 (+33%) |

## 股价表现



资料来源：贝格数据

| %      | 1m    | 6m     | 12m    |
|--------|-------|--------|--------|
| 788 HK | (4.2) | (10.3) | (10.3) |
| 恒生指数   | (8.2) | (17.6) | (10.3) |

## 行业：通信业

|      |       |
|------|-------|
| 恒生指数 | 25250 |
| 国企指数 | 10226 |

## 重要数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 52周股价区间(港元) | 0.99-1.3 |
| 市值(百万港元)    | 52730    |
| 日均成交量(百万股)  | 587.95   |
| 每股净资产(港元)   | 1.0      |

## 主要股东

|          |       |
|----------|-------|
| 总股数(百万股) | 46664 |
| 自由流通量    | 80.9  |

资料来源：彭博

## 投资主题

中国铁塔是世界最大的铁塔基础设施服务提供商，截至18年三季度末，公司运营192万个基站，服务287万租户。按收入计（按基站数量计为96%），公司占据了97%的市场份额，使其成为中国持续的电信基础设施扩张和即将到来的5G网络推广的直接受益者。我们预计未来几年中国铁塔将保持稳定的收入增长，并且铁塔基站共享和业务多元化将有助于利润率扩张。基于同期10%的租户年复合增长假设，我们预计公司2017-20年的EBITDA和净利润复合年增长率将分别为8%和58%。

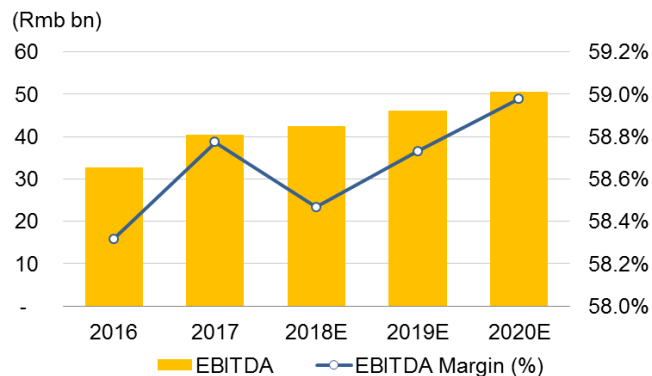
中国电信运营商各自制定了5G部署计划，计划到2019年开始试用服务，到2020年进行商业运营。我们预计中国5G网络部署将引发新一轮的基础设施投资，要求为电信设备增加额外的塔网基站。与此同时，中国电信运营商继续加强其4G网络的覆盖密度，以支撑飙升的移动数据流量，其在18年前9个月较2017年同期增长了3倍。2015年以来，中国铁塔继续以每月平均12,000个新基站的速度建设，创造了新的租赁空间，能够转化为未来的收入。我们预计2019年中国铁塔的收入/EBITDA将增长8%/9%至790亿/460亿元人民币（高于市场共识1%/1%）。

除了稳定的收入增长前景外，中国铁塔还可能从铁塔共享水平的提升中提高其盈利能力。即使向电信运营商提供折扣，在现有基站增加额外租户仍可增加其投资回报。截至18年三季度末，中国铁塔的租赁比率（每个基站的租户数量）为1.49，还有进一步的提升空间。除塔类业务外，中国铁塔也在将其业务模式多样化。尽管贡献有限，TSSAI（跨行业站址应用与信息）业务（18年上半年占收入的1%）在18年前9个月同比增长超过10倍，同时产生了80-90%的EBITDA利润率。我们预计中国铁塔将保持稳定的增长前景，从而最终产生现金股息分配。

我们看好中国铁塔，因为我们认为公司处于有利地位能从中国的基础设施扩张中受益。公司的铁塔租赁业务通过与主要电信运营商的长期服务协议能够产生稳定的现金流，使中国铁塔成为长期投资的理想选择。公司股票当前估值为6.8倍2019E EV/EBITDA，低于13倍的国际同业平均，这些同业缺乏中国铁塔独一无二的垄断地位。我们认为中国铁塔拥有稳定的自由现金流，是良好的长期投资标的，催化剂包括5G即将推出和股息分配。我们首次覆盖中国铁塔，根据我们的现金流量贴现法估值（8.6%加权平均资本成本/2%永续增长）给予1.50港元目标价，对应8.7倍/8.0倍2018E/19E EV/EBITDA。

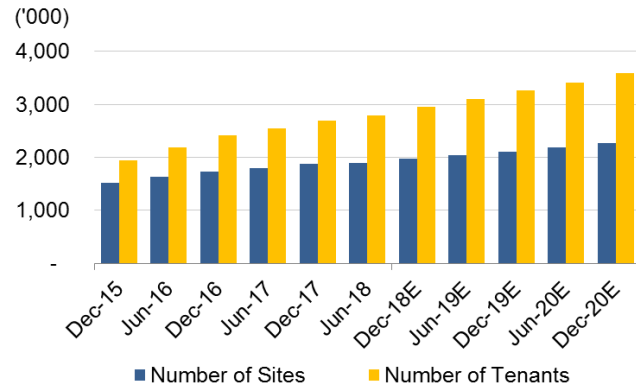
## 重点图表

图1：中国铁塔的EBITDA/EBITDA利润率趋势



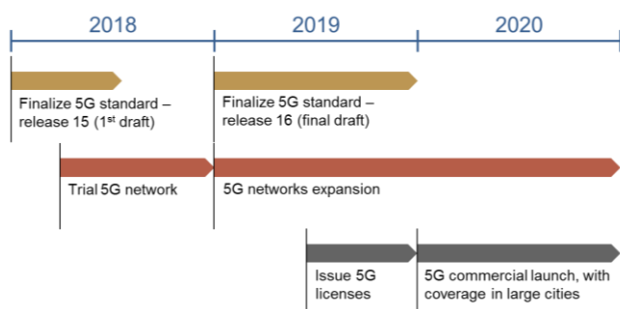
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图2：中国铁塔的基站/租户趋势



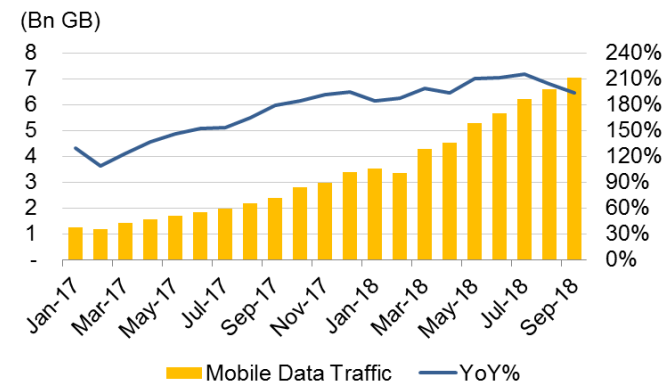
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图3：中国的5G开发时间表



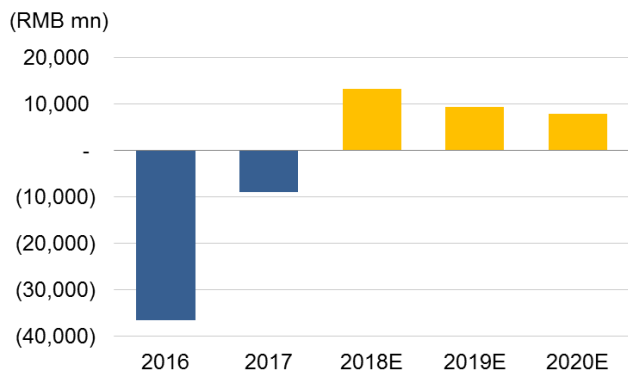
资料来源：EY、3GPP.org

图4：月度移动数据流量和同比变动



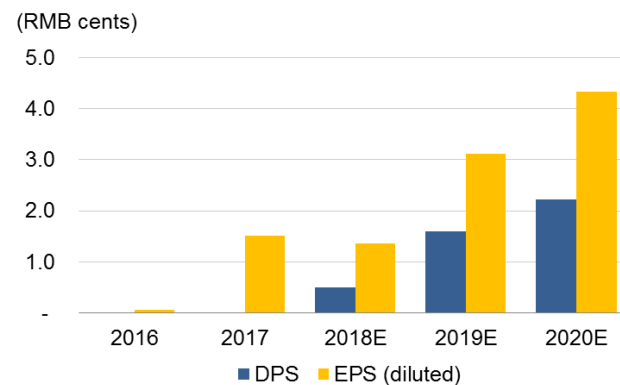
资料来源：MIIT、招商证券（香港）

图5：中国铁塔的自由现金流趋势



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图6：中国铁塔的DPS/EPS趋势



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

## 财务预测表

## 损益表

| 百万人民币        | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入           | 55,997   | 68,665   | 72,539   | 78,653   | 85,601   |
| 非折旧摊销费用      | (23,342) | (28,308) | (30,128) | (32,460) | (35,115) |
| EBITDA       | 32,655   | 40,357   | 42,411   | 46,193   | 50,486   |
| 折旧摊销费用       | (27,585) | (32,642) | (33,819) | (34,395) | (35,812) |
| EBIT         | 32,655   | 40,357   | 42,411   | 46,193   | 50,486   |
| 利息收入         | 65       | 104      | 131      | 135      | 139      |
| 利息费用         | (5,077)  | (5,283)  | (5,654)  | (4,701)  | (4,707)  |
| 其它非运营项目      | 48       | 149      | 78       | 70       | 70       |
| 税前收入         | 106      | 2,685    | 3,147    | 7,302    | 10,176   |
| 税费           | (30)     | (742)    | (765)    | (1,825)  | (2,544)  |
| 净收入          | 76       | 1,943    | 2,381    | 5,476    | 7,632    |
| 基本每股收益(人民币分) | 0.06     | 1.50     | 1.38     | 3.18     | 4.43     |
| 稀释每股收益(人民币分) | 0.06     | 1.50     | 1.35     | 3.11     | 4.34     |

## 财务比率

|                | 2016   | 2017    | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 同比增长率          |        |         |        |        |        |
| 收入             |        | 22.6%   | 5.6%   | 8.4%   | 8.8%   |
| EBITDA         |        | 23.6%   | 5.1%   | 8.9%   | 9.3%   |
| EBIT           |        | 52.2%   | 11.4%  | 37.3%  | 24.4%  |
| 净利润            |        | 2456.6% | 22.6%  | 130.0% | 39.4%  |
| 盈利能力           |        |         |        |        |        |
| EBITDA 利润率     | 58.3%  | 58.8%   | 58.5%  | 58.7%  | 59.0%  |
| EBIT 利润率       | 0.1%   | 2.8%    | 3.9%   | 7.1%   | 9.4%   |
| 净利润率           | 0.1%   | 2.8%    | 3.3%   | 7.0%   | 8.9%   |
| ROE            | 0.1%   | 1.5%    | 1.6%   | 3.2%   | 4.4%   |
| 流动性            |        |         |        |        |        |
| D/E            | 111.5% | 122.6%  | 69.6%  | 62.8%  | 56.1%  |
| 净 D/E          | 97.8%  | 116.4%  | 59.7%  | 53.2%  | 48.6%  |
| 流动比率           | 0.2    | 0.2     | 0.4    | 0.4    | 0.5    |
| 速动比率           | 0.2    | 0.2     | 0.4    | 0.4    | 0.5    |
| 每股数据           |        |         |        |        |        |
| BPS(人民币)       | 0.06   | 1.50    | 1.66   | 3.25   | 4.65   |
| 每股净现金(人民币)     | (0.95) | (1.15)  | (0.59) | (0.54) | (0.51) |
| 每股自由现金(人民币)    | (0.28) | (0.07)  | 0.07   | 0.05   | 0.05   |
| 每股 EBITDA(人民币) | 0.25   | 0.31    | 0.24   | 0.26   | 0.29   |
| 估值比率           |        |         |        |        |        |
| 市盈率            | 0.0    | 66.9    | 59.5   | 31.3   | 21.8   |
| 市净率            | 0.0    | 1.0     | 1.0    | 1.0    | 0.9    |
| EV/EBITDA      | 0.0    | 7.9     | 7.5    | 6.9    | 6.3    |

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 资产负债表

| 百万人民币    | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产     | 39,565  | 30,517  | 41,749  | 43,794  | 46,228  |
| 现金和现金等价物 | 17,249  | 7,852   | 17,549  | 18,323  | 19,645  |
| 应收账款     | 10,852  | 10,926  | 11,730  | 12,836  | 13,900  |
| 库存       | 3       | 28      | 46      | 32      | 36      |
| 其他应收款    | 4,937   | 4,336   | 4,738   | 4,839   | 4,864   |
| 其他流动资产   | 6,524   | 7,375   | 7,686   | 7,764   | 7,783   |
| 非流动资产    | 517,891 | 550,264 | 290,444 | 286,122 | 284,329 |
| 在建工程     | 13,592  | 10,930  | 9,780   | 9,493   | 9,421   |
| 物业、厂房和设备 | 245,788 | 258,138 | 256,162 | 251,767 | 249,955 |
| 长期预付款    | 5,385   | 9,910   | 11,336  | 11,692  | 11,781  |
| 递延税项资产   | 1,208   | 689     | 647     | 637     | 634     |
| 其他非流动资产  | 6,130   | 12,459  | 12,520  | 12,535  | 12,538  |
| 总资产      | 311,668 | 322,643 | 332,193 | 329,916 | 330,557 |
| 流动负债     | 171,568 | 150,041 | 104,423 | 97,545  | 93,297  |
| 短期负债     | 37,253  | 95,260  | 54,016  | 46,016  | 42,016  |
| 递延付款     | 90,499  | 17,252  | 15,737  | 15,737  | 15,737  |
| 应付账款     | 39,840  | 31,906  | 30,001  | 31,361  | 31,173  |
| 应付费用     | 3,942   | 5,371   | 4,324   | 4,062   | 3,997   |
| 其他流动负债   | 34      | 252     | 346     | 369     | 375     |
| 长期负债     | 14,548  | 45,107  | 53,302  | 53,284  | 53,280  |
| 总负债      | 186,116 | 195,148 | 157,725 | 150,829 | 146,577 |
| 普通股      | 129,345 | 129,345 | 173,936 | 173,936 | 173,936 |
| 总储备      | 0       | 0       | 1,171   | 5,790   | 10,684  |
| 资本调整     | (3,793) | (1,850) | (640)   | (640)   | (640)   |
| 权益和负债总额  | 311,668 | 322,643 | 332,193 | 329,916 | 330,557 |

## 现金流量表

| 百万人民币    | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 运营现金流    | 27,594   | 34,935   | 43,300   | 39,345   | 41,988   |
| 税前收入     | 106      | 2,685    | 3,147    | 7,302    | 10,176   |
| 折旧和摊销    | 27,585   | 32,642   | 33,819   | 34,395   | 35,812   |
| 投资收入     | 632      | 1,330    | 0        | 0        | 0        |
| 营运资金变动   | (5,806)  | (7,005)  | (5,158)  | (372)    | (1,417)  |
| 其他       | 5,077    | 5,283    | 11,493   | (1,980)  | (2,583)  |
| 投资活动现金流  | (46,023) | (51,915) | (37,871) | (29,713) | (33,928) |
| 资本支出     | (64,103) | (43,836) | (30,000) | (30,000) | (34,000) |
| 其他投资     | 18,080   | (8,079)  | (7,871)  | 288      | 72       |
| 融资活动现金流  | 22,025   | 7,583    | 4,267    | (8,857)  | (6,738)  |
| 已支付股息    | 0        | 0        | 0        | (857)    | (2,738)  |
| 已发行股票    | 10,727   | 0        | 44,591   | 0        | 0        |
| 已发债(已偿还) | 11,298   | 7,583    | (38,809) | (8,000)  | (4,000)  |
| 其他       | 0        | 0        | (1,515)  | 0        | 0        |
| 净现金流     | 3,596    | (9,397)  | 9,697    | 775      | 1,322    |

## 投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义                   |
|--------|----------------------|
| 推荐     | 预期行业整体表现在未来12个月优于市场  |
| 中性     | 预期行业整体表现在未来12个月与市场一致 |
| 回避     | 预期行业整体表现在未来12个月逊于市场  |

| 公司投资评级 | 定义                     |
|--------|------------------------|
| 买入     | 预期股价在未来12个月上升10%以上     |
| 中性     | 预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内 |
| 卖出     | 预期股价在未来12个月下跌10%以上     |

### 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所评论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关关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828