

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

中国铁塔 (788 HK)

中国铁塔分析师反向路演 - 身处有利地位, 迎接5G时代

- 管理层展现该公司对5G机遇的高度掌握, 届由社会资源利用减少建设时间和成本
- 公司维持长期年收入增长目标8-10%, 经由塔站共享和新业务成长提升利润率增长
- 中国5G部署的早期受益者, 维持买入评级及目标价1.50港元

处于有利地位以把握5G机遇

我们于12月6日参加了中国铁塔的分析师反向路演, 该公司展现对5G机遇的高度掌握, 我们对公司持更加积极态度。鉴于5G网络拥有更高的频率、更低的传输距离和穿透率, 5G网络将驱动DAS和微站业务的不断增长, 而这些业务拥有比宏站业务更高的EBITDA利润率。中国铁塔正整合公共资源(路灯杆、公共事业塔等)来加快建设并且降低资本投入。中国的电信运营商正在按计划进行着到2020年5G商业运营, 我们认为这将从2019年下半年开始推动新一轮基础设施投资。

增长目标不变, 利润率逐步扩大

中国铁塔维持其长期年增长率8-10%的目标不变, 通过增加塔站的共享(租户比率将会从2018年第3季度末的1.49增加)和新业务(如高利润率的DAS和跨行业业务)。资本支出从2017年的人民币440亿元下降至2018年9月人民币200亿元(2018年的预算为人民币340亿元)。该公司将通过利用公共资源维持资本支出并减少投入。目前的定价体系将保持到2022年不变。管理层重申新的定价方案(2022年以后与5G网络定价)将基于公平市场价格。

5G网络部署的直接受益者, 维持买入评级和目标价1.50港元

中国铁塔仍然是我们在电信行业的首选, 我们认为该公司具有良好的市场地位(拥有97%的市场份额), 并将成为中国5G网络部署的早期受益者。我们认为工信部今天新公布的5G频谱分配是一个正向的信号, 显示中国5G的发展仍在计划的步伐中, 基础设施投资将在2019年加速。主要催化剂包括2019年的5G部署和首次股息派发。重申买入评级, 目标价为1.50港元(基于DCF估值, 8.6%的WACC和2%的永续增长率), 2018E和2019E的EV/EBITDA为8.7x和8.0x。

盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	55,997	68,665	72,539	78,653	85,601
同比增长 (%)	536.2%	22.6%	5.6%	8.4%	8.8%
EBITDA	32,655	40,357	42,411	46,193	50,486
EBITDA率 (%)	58.3%	58.8%	58.5%	58.7%	59.0%
每股盈利(人民币分)	0.06	1.50	1.35	3.11	4.34
每股股息(人民币分)	0.00	0.00	0.50	1.59	2.21
股息收益率(x)			0.5%	1.6%	2.3%
EV/EBITDA(x)			7.4	6.8	6.2
股本回报率 (%)	0.1%	1.5%	1.6%	3.1%	4.2%

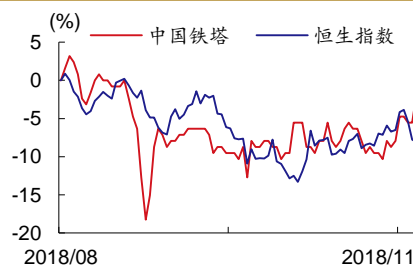
资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测

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

买入

前次评级	买入
股价	HK\$1.24
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$1.50 (+21%)
前次目标价:	HK\$1.5

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
788 HK	4.4	(5.6)	(5.6)
HSI	0.1	(16.3)	(7.3)

行业: TMT

恒生指数	26064
国企指数	10369

重要数据

52周股价区间(港元)	0.99-1.3
港股市值(百万港元)	218251
日均成交量(百万股)	478.49
每股净资产(港元)	1.0

主要股东

总股数(百万股)	176008
自由流通量(%)	80.9

资料来源: 彭博

相关报告

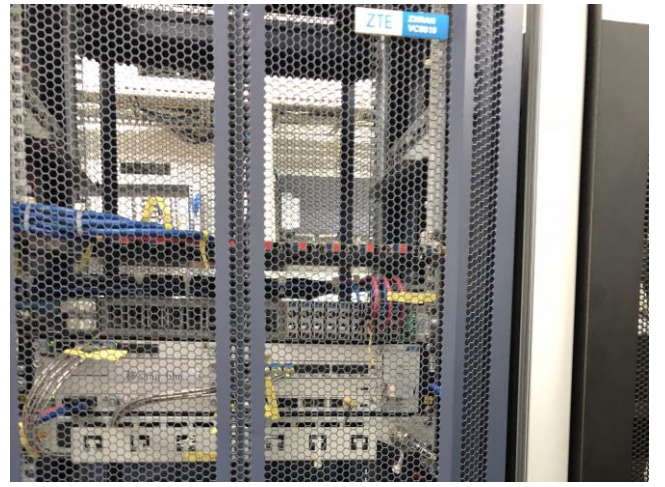
1. 中国铁塔(788 HK) - 中国基础设施扩张的主要受益者, 首次覆盖给予买入评级/目标价1.50港元(买入) 2018/10/25

图1：中国铁塔地面塔站



资料来源：招商证券（香港）、中国铁塔反向路演

图2：柜物内的电信设备



资料来源：招商证券（香港）、中国铁塔反向路演

图3：路灯杆上的微站



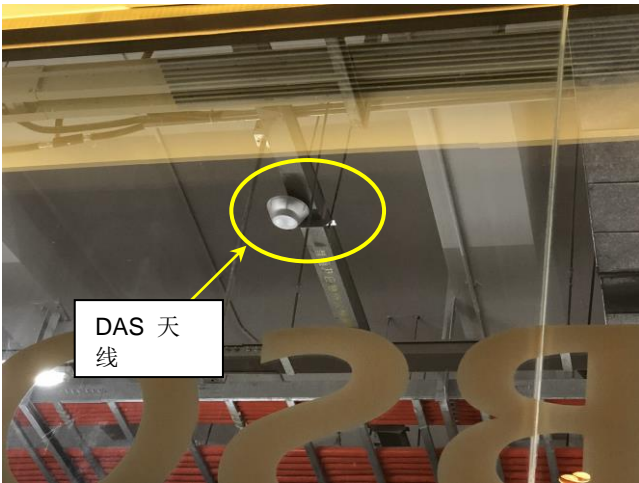
资料来源：招商证券（香港）、中国铁塔反向路演

图4：集成电力设备



资料来源：招商证券（香港）、中国铁塔反向路演

图5：周大福中心内的室分天线



资料来源：招商证券（香港）、中国铁塔反向路演

图6：中国铁塔控制室



资料来源：招商证券（香港）、中国铁塔反向路演

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	39,565	30,517	41,749	43,794	46,228
现金及现金等价物	17,249	7,852	17,549	18,323	19,645
短期投资	0	0	0	0	0
应收款项	10,852	10,926	11,730	12,836	13,900
存货	3	28	46	32	36
其他应收款	4,937	4,336	4,738	4,839	4,864
预付款和其他流动资产	6,524	7,375	7,686	7,764	7,783
非流动资产	272,103	292,126	290,444	286,122	284,329
固定资产	245,788	258,138	256,162	251,767	249,955
在建工程	13,592	10,930	9,780	9,493	9,421
长期预付款	5,385	9,910	11,336	11,692	11,781
递延所得税资产	1,208	689	647	637	634
其他非流动资产	6,130	12,459	12,520	12,535	12,538
资产总计	311,668	322,643	332,193	329,916	330,557
流动负债	171,568	150,041	104,423	97,545	93,297
短期借款	37,253	95,260	54,016	46,016	42,016
递延应付对价款	90,499	17,252	15,737	15,737	15,737
应付账款	39,840	31,906	30,001	31,361	31,173
应计费用	3,942	5,371	4,324	4,062	3,997
其他流动负债	34	252	346	369	375
非流动负债	14,548	45,107	53,302	53,284	53,280
长期借款	12,280	43,793	52,060	52,060	52,060
其它长期负债	2,268	1,314	1,242	1,224	1,220
负债合计	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
库藏股	0	0	0	0	0
资本调整	(3,793)	(1,850)	(640)	(640)	(640)
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及权益合计	311,668	322,643	332,193	329,916	330,557

现金流量表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	27,594	34,935	43,300	39,345	41,988
税前盈利	106	2,685	3,147	7,302	10,176
折旧和摊销	27,585	32,642	33,819	34,395	35,812
营运资本变动	(5,806)	(7,005)	(5,158)	(372)	(1,417)
处置资产损失	632	1,330	0	0	0
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
筹资活动现金流	22,025	7,583	4,267	(8,857)	(6,738)
已付股利	0	0	0	(857)	(2,738)
已发行新股	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
现金净流量	3,596	(9,397)	9,697	775	1,322

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	55,997	68,665	72,539	78,653	85,601
土地租金	(9,121)	(11,336)	(12,048)	(13,052)	(14,035)
维修费用	(5,750)	(6,156)	(6,338)	(6,851)	(7,411)
职工薪酬	(3,743)	(4,229)	(4,971)	(5,385)	(5,863)
其他费折旧摊销费用	(4,728)	(6,587)	(6,771)	(7,172)	(7,806)
EBITDA	32,655	40,357	42,411	46,193	50,486
折旧和摊销	(27,585)	(32,642)	(33,819)	(34,395)	(35,812)
营业利润(EBIT)	5,070	7,715	8,592	11,798	14,674
利息收入	65	104	131	135	139
利息费用	(5,077)	(5,283)	(5,654)	(4,701)	(4,707)
其他非经营性损益	48	149	78	70	70
税前利润	106	2,685	3,147	7,302	10,176
所得税	(30)	(742)	(765)	(1,825)	(2,544)
净利润	76	1,943	2,381	5,476	7,632
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润(除去少数股东)	76	1,943	2,381	5,476	7,632
稀释每股收益(分)	0.06	1.50	1.35	3.11	4.34

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
同比增长率					
营业收入	536.2%	22.6%	5.6%	8.4%	8.8%
EBITDA	3242.4%	23.6%	5.1%	8.9%	9.3%
净利润	-102.1%	2456.6%	22.6%	130.0%	39.4%
盈利能力					
EBITDA率	58.3%	58.8%	58.5%	58.7%	59.0%
EBIT率	9.1%	11.2%	11.8%	15.0%	17.1%
净利率	0.1%	2.8%	3.3%	7.0%	8.9%
ROE	0.1%	1.5%	1.6%	3.1%	4.2%
偿债能力					
负债权益比	111.5%	122.6%	69.8%	63.6%	59.7%
净负债权益比	97.8%	116.4%	59.8%	53.3%	49.0%
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
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
固定资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	5.5	6.3	6.4	6.4	6.4
应付账款周转率	0.8	0.8	1.0	1.1	1.1
每股比率(人民币元)					
每股收益(人民币分)	0.06	1.50	1.35	3.11	4.34
每股净现金	(0.95)	(1.15)	(0.59)	(0.54)	(0.51)
每股自由现金流	(0.28)	(0.07)	0.08	0.05	0.05
每股EBITDA	0.25	0.31	0.24	0.26	0.29
估值比率					
市盈率	0.0	65.2	69.7	31.2	22.4
市净率	0.0	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	0.0	7.8	7.4	6.8	6.2

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。

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