

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)

5G建设周期的关键受益者；上调目标价至2.1港元

■ 2018年业绩符合预期；TSSAI及DAS为主要增长动力。公司建议派发首次现金股息每股人民币0.225分（派息率55%）

■ 中国铁塔占据有利市场地位，迎接中国2019至2025年的5G建设周期；维持买入评级并上调目标价至2.1港元

2018年业绩符合预期；首次现金股息派发

中国铁塔2018年业绩大致符合市场预期。营业收入年增5%（剔除2018年初订价调整影响为年增11%），TSSAI业务（7x）及DAS业务（+42%）为主要增长动力。EBITDA/净利润年增4%/36%（15%/490%剔除订价调整影响），受益于站址共享率（由2017年的1.44提升至2018年的1.55）及TSSAI/DAS贡献度提升。公司建议派发其首次现金股息每股人民币0.225分（弥补累计亏损及提拨法定公积金后派息率55%）。

资本支出仍管控得宜

公司在2018年增加了76,000个站址（年增加4%），总计达到190万个站址（占96%的市场份额），同时资本支出降低了40%至人民币260亿元。管理层预计5G部署将需要更高的网络密度以及DAS解决方案，并通过站址共享及公共资源运用来节省成本。公司计划在2019年资本支出300亿元人民币，根据我们的估计，资本支出/收入比将大致保持在38%不变。

2019-25年5G建设周期的主要受益者

中国铁塔是我们在电信行业的首选，因该公司为中国5G发展的早期受益者及关键投资概念股。我们预计2019-2020年网络基础设施投资将加速增长，5G基站将实现额外收入（2019年共计10万个基站，对比2018年1~2千）。站址共享率和TSSAI业务贡献率的增加将有助于提高收益。

维持买入评级；上调目标价至2.1港元

由于投资者对中国5G建设的兴趣增加，中国铁塔的股价自2018年12月以来上涨了54%。尽管部分投资者有可能获利了结，但我们仍认为中国铁塔将在未来几年内成为关键的5G概念股。目前股票估值为8倍2019年EV/EBITDA，仍低于美国同业（如美国铁塔，AMT US，21倍）。基于更好获利展望，我们将2019E和2020E净利润预测提高3%和4%，并将目标价由2.0港元上调至2.1港元（DCF估值，8.2%WACC和2%的永续增长率）。

盈利预测及估值

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	68,665	71,819	79,295	87,706	95,612
同比增长 (%)	22.6%	4.6%	10.4%	10.6%	9.0%
EBITDA	40,357	41,773	46,693	52,037	56,868
EBITDA率 (%)	58.8%	58.2%	58.9%	59.3%	59.5%
每股盈利 (人民币分)	1.50	1.78	3.41	5.20	6.84
每股股息 (人民币分)	0.00	0.23	1.87	2.86	4.11
股息收益率 (%)		0.1%	1.2%	1.8%	2.6%
EV/EBITDA (x)		9.2	7.9	7.1	6.5
股本回报率 (%)	1.5%	1.7%	3.3%	4.8%	6.2%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测，基于2019年3月4日收盘价

陈永豪

+852 3189 6125

kevinchen@cmschina.com.hk

苏林

+852 3189 6635

clintsu@cmschina.com.hk

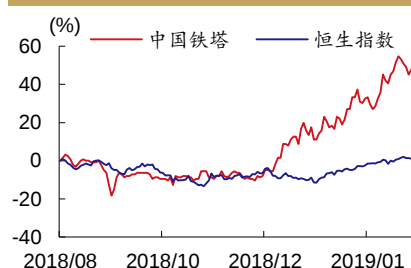
最新变动

目标价、预测上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$1.85
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$2.10 (+14%)
前次目标价:	HK\$2.0

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
788 HK	12.5	53.7	50.0
恒生指数	3.2	3.3	(7.2)

行业：TMT

恒生指数	28960
国企指数	11576

重要数据

52周股价区间 (港元)	0.99-1.98
港股市值 (百万港元)	325616
日均成交量 (百万股)	584.41
每股净资产 (港元)	1.0

主要股东

中国移动	27.93%
中国联通	20.65%
中国电信	20.50%
总股数 (百万股)	176008
自由流通量	86.1%

资料来源：彭博

相关报告

1. 中国铁塔 (788 HK) - 5G 建设周期正式起跑；上调目标价至 2.0 港元 (买入) 2019/01/25
2. 中国铁塔 (788 HK) - 中国铁塔投资人集体会议纪要 (买入) 2018/12/13
3. 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 (买入) 2018/12/07

图 1: 中国铁塔盈利预测调整 (2019E, 2020E, 2021E)

(百万人民币)	2019E				2020E				2021E			
	调整前	调整后	差额	变动	调整前	调整后	差额	变动	调整前	调整后	差额	变动
收入	72,539	72,901	363	0%	78,653	79,457	804	1%	85,601	87,191	1,590	2%
EBITDA	42,411	42,620	210	0%	46,193	46,783	589	1%	50,486	51,725	1,239	2%
营业利润 (EBIT)	8,592	8,930	338	4%	11,798	11,927	129	1%	14,674	15,820	1,146	8%
税前利润	3,147	3,262	115	4%	7,302	7,751	449	6%	10,176	11,729	1,553	15%
净利润	2,381	2,468	86	4%	5,476	5,813	337	6%	7,632	8,796	1,165	15%
EPS (人民币分)	1.35	1.40	0.05	4%	3.11	3.30	0.19	6%	4.34	5.00	0.66	15%
EBITDA 利润率 (%)	58.5%	58.5%	0.0 ppt		58.7%	58.9%	0.1 ppt		59.0%	59.3%	0.3 ppt	
EBIT 利润率 (%)	11.8%	12.2%	0.4 ppt		15.0%	15.0%	0.0 ppt		17.1%	18.1%	1.0 ppt	
税前利润 (%)	4.3%	4.5%	0.1 ppt		9.3%	9.8%	0.5 ppt		11.9%	13.5%	1.6 ppt	
净利率 (%)	3.3%	3.4%	0.1 ppt		7.0%	7.3%	0.4 ppt		8.9%	10.1%	1.2 ppt	

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图 2: 中国铁塔自由现金流 (FCF) 预测

(人民币百万元)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	8,930	11,927	15,820	19,253	23,469	28,168	33,852	38,367	42,272	45,476	48,737
减: 所得税	(794)	(1,938)	(2,932)	(3,798)	(4,630)	(5,557)	(6,679)	(7,569)	(8,340)	(8,972)	(9,615)
加: 折旧和摊销	33,690	34,856	35,905	38,020	39,921	40,720	40,312	39,506	38,716	37,942	37,183
加: 营运资本变动	2,463	(5,714)	(5,457)	(4,267)	(4,694)	(5,069)	(5,424)	(5,695)	(5,923)	(6,101)	(6,284)
经营活动现金流	44,289	39,131	43,336	49,208	54,067	58,261	62,062	64,608	66,725	68,345	70,021
资本支出	(25,000)	(28,000)	(33,000)	(34,000)	(34,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)
公司自由现金流	19,289	11,131	10,336	15,208	20,067	23,261	27,062	29,608	31,725	33,345	35,021
同比增长率 (%)		-42%	-7%	47%	32%	16%	16%	9%	7%	5%	5%

公司自由现金流 (FCFF)	134,520
十年终值	263,865
公司价值 (EV)	398,386
净债务	102,276
股权价值 (人民币百万元)	296,110
股数 (百万股)	176,008
每股股权价值 (人民币元)	1.68
每股股权价值 (港元)	2.00

加权平均资本成本 (WACC)	8.2%
股权资本成本	11.0%
债务资本成本	4.0%
无风险利率	3.6%
市场预期回报	13.7%
国家溢价	10.1%
Beta	0.73
股权风险溢价	7.3%
股权资本比	0.65
债务资本比	0.35
税率	25.0%
永续增长率	2.0%

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	30,517	31,799	38,705	40,680	42,434
现金及现金等价物	7,852	4,836	13,171	16,379	18,999
短期投资	0	0	0	0	0
应收款项	10,926	13,534	14,708	15,568	16,390
存货	28	0	0	0	0
其他应收款	4,336	5,624	4,468	3,590	2,893
预付款和其他流动资产	7,375	7,805	6,357	5,142	4,152
非流动资产	292,126	283,565	283,606	287,140	292,911
固定资产	258,138	249,055	250,968	255,685	261,383
在建工程	10,930	12,193	11,302	11,080	11,024
长期预付款	9,910	13,216	13,102	13,074	13,067
递延所得税资产	689	706	681	674	673
其他非流动资产	12,459	8,395	7,553	6,627	6,764
资产总计	322,643	315,364	322,311	327,820	335,345
流动负债	150,041	114,759	116,071	115,715	116,231
短期借款	95,260	79,946	79,946	79,946	79,946
递延应付对价款	17,252	382	382	382	382
应付账款	31,906	30,591	31,934	31,586	32,103
应计费用	5,371	3,263	3,267	3,267	3,268
其他流动负债	252	577	543	534	532
非流动负债	45,107	20,103	20,136	20,144	20,146
长期借款	43,793	19,064	19,064	19,064	19,064
其它长期负债	1,314	1,039	1,072	1,080	1,082
负债合计	195,148	134,862	136,207	135,859	136,377
普通股	129,345	176,008	176,008	176,008	176,008
总储备	0	0	5,602	11,459	18,466
库藏股	0	0	0	0	0
资本调整	(1,850)	4,494	4,494	4,494	4,494
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及权益合计	322,643	315,364	322,311	327,820	335,345

现金流量表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	34,935	45,540	43,841	46,284	49,600
税前盈利	2,685	3,475	7,998	12,208	16,057
折旧和摊销	32,642	32,692	34,087	35,283	36,302
营运资本变动	(7,005)	2,987	1,186	(239)	(429)
处置资产损失	1,330	843	0	0	0
其他	5,283	5,543	570	(968)	(2,330)
投资活动现金流	(51,915)	(32,923)	(35,109)	(39,777)	(41,944)
资本支出	(43,836)	(26,466)	(30,000)	(33,000)	(34,000)
其他投资	(8,079)	(6,457)	(5,109)	(6,777)	(7,944)
筹资活动现金流	7,583	(15,634)	(396)	(3,299)	(5,036)
已付股利	0	0	(396)	(3,299)	(5,036)
已发行新股	0	50,441	0	0	0
已发债 (已偿还)	7,583	(66,075)	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净流量	(9,397)	(3,016)	8,335	3,208	2,619

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	68,665	71,819	79,295	87,706	95,612
土地租金	(11,336)	(12,196)	(13,159)	(14,379)	(15,529)
维修费用	(6,156)	(6,165)	(6,663)	(7,280)	(7,840)
职工薪酬	(4,229)	(4,917)	(5,429)	(6,007)	(6,548)
其他费折旧摊销费用	(6,587)	(6,768)	(7,352)	(8,004)	(8,827)
EBITDA	40,357	41,773	46,693	52,037	56,868
折旧和摊销	(32,642)	(32,692)	(34,087)	(35,283)	(36,302)
营业利润 (EBIT)	7,715	9,081	12,606	16,754	20,566
利息收入	104	248	407	427	440
利息费用	(5,283)	(6,007)	(5,181)	(5,148)	(5,139)
其他非经营性损益	149	153	165	175	190
税前利润	2,685	3,475	7,998	12,208	16,057
所得税	(742)	(825)	(1,999)	(3,052)	(4,014)
净利润	1,943	2,650	5,998	9,156	12,042
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润 (除去少数股东)	1,943	2,650	5,998	9,156	12,042
稀释每股收益 (分)	1.50	1.78	3.41	5.20	6.84

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
同比增长率					
营业收入	22.6%	4.6%	10.4%	10.6%	9.0%
EBITDA	23.6%	3.5%	11.8%	11.4%	9.3%
净利润	2456.6%	36.4%	126.3%	52.7%	31.5%
盈利能力					
EBITDA 率	58.8%	58.2%	58.9%	59.3%	59.5%
EBIT 率	11.2%	12.6%	15.9%	19.1%	21.5%
净利率	2.8%	3.7%	7.6%	10.4%	12.6%
ROE	1.5%	1.7%	3.3%	4.8%	6.2%
偿债能力					
负债权益比	122.6%	55.1%	53.4%	51.8%	50.0%
净负债权益比	116.4%	52.4%	46.3%	43.2%	40.4%
流动比率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
运营能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
固定资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	6.3	5.9	5.6	5.8	6.0
应付账款周转率	0.8	1.0	1.0	1.1	1.2
每股比率 (人民币元)					
每股收益 (人民币分)	1.50	1.78	3.41	5.20	6.84
每股净现金	(1.15)	(0.64)	(0.49)	(0.47)	(0.46)
每股自由现金流	(0.07)	0.13	0.08	0.08	0.09
每股 EBITDA	0.31	0.28	0.27	0.30	0.32
估值比率					
市盈率	106.8	87.4	47.2	30.9	23.5
市净率	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.5	9.2	7.9	7.1	6.5

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