

中国铁塔三季度报：价格压力影响不大，复用率提升、室分及新业务维持高速增长

通信行业周报

► 主要观点及投资逻辑：

《关于修订〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》文件正式出台，我们认为短期小市值公司有主题性机会。

中期我们认为随着2020年运营商资本开支及5G规划逐渐明朗，5G通信板块进入业绩验证期，估值方面预计难有提升，我们仍然给予通信板块标配推荐。重点关注三季度报稳健增长标的（同比环比持续改善）。

长期推荐主线及相关受益标的：

- 1) 公司股价目前仍处于底部，受益于5G承载网及手机渗透率提升，业绩稳健，估值提升：紫光股份、TCL集团；
- 2) 低估值，基本面持续同比或环比改善：航天信息、海能达、网宿科技、海格通信、金卡智能等；
- 3) 受益于流量拉动，持续稳健成长：亿联网络、光环新网、太辰光、星网锐捷等。

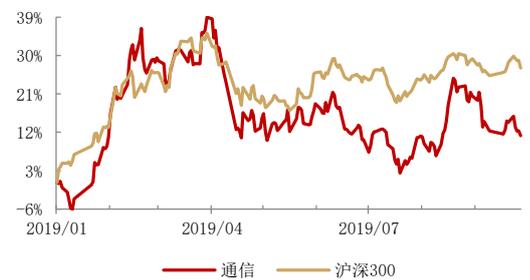
► 本周研究专题：中国铁塔三季度报价格压力影响不大，复用率提升、室分及新业务维持高速增长（财报分析参见正文）

- 1) 公司传统塔类业务虽然存在价格压力，但是广电作为第四大电信运营商进入5G市场，同时传统三大运营商5G快速推进，塔类租户数快速增加将有效对冲价格下滑影响，5G共站址方案下塔类单站用户数预计将会持续提升。
- 2) 由于5G频率穿透力差，我们认为室分业务5G时代需求将会大于4G时代，公司室分业务将持续高增长。以智慧灯杆为代表的跨行业业务进入实际落地阶段，千亿市场空间有待开拓。
- 3) 我们预计公司2019年EBITDA为543亿左右，按照海外铁塔资产估值20倍左右，公司在客户数量层面较少价格有压力情况下给予公司9倍EV/EBITDA，我们认为公司19年合理市值3800亿港币左右。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080003

分析师：孙远峰

SAC NO: S1120519080005
TCL集团 华西通信&电子联合覆盖

分析师：段小虎

SAC NO: S1120519080008
海格通信 华西通信&军工联合覆盖

联系人：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn
联系电话：010-51662928

► 风险提示

中美贸易争端长期不稳定性；5G 投资进度不及预期及需求；鲲鹏产业链生态发展不及预期。

正文目录

目录

1. 本周观点及推荐标的	4
2. 数据跟踪	4
2.1. 5G 华为订单跟踪	5
2.2. 三大运营商集采情况追踪	5
2.3. 科创板通信相关公司简介 (持续更新)	6
3. 本周研究专题: 中国铁塔三季报点评: 5G 前期价格影响不大, 复用率提升、室分及新业务维持高速增长.....	9
3.1. 单季度收入略有, 盈利能力大幅提升, 负债率平稳扩张.....	9
3.2. 塔类业务收入增长放缓, 共享率不断提升成为盈利大幅提升关键.....	11
3.3. 深度覆盖压力拉动室分业务高速增长, 跨行业应用亮点不断.....	12
3.4. 公司逻辑及估值	13
4. 上周行情回顾	13
5. 相关概念板块及通信个股走势.....	14

图表目录

表 1 相关个股简要逻辑	4
表 2 三大运营商本周 5G 集采情况追踪.....	5
表 3 科创板通信相关公司	6
表 4 公司历史业绩情况	13
表 5 TMT 行业板块走势	14
表 6 TMT 板块历史估值	14
表 7 相关概念板块涨跌幅	15
表 8 通信板个股涨跌幅	15
表 9 通信板资金流入情况	16
图 1 公司营收及归母净利润情况 (百万元)	7
图 2 公司 2018 年分业务营收情况 (百万元)	7
图 3 公司三费情况 (百万元)	7
图 4 公司毛利率情况	7
图 5 公司营收及归母净利润情况 (百万元)	8
图 6 公司 2018 年分业务营收情况 (百万元)	8
图 7 公司三费情况 (百万元)	9
图 8 公司毛利率情况	9
图 9 公司季度累计收入增速%	10
图 10 公司单季度营收情况 (亿)	10
图 11 智慧广电有线网络服务云技术架构示意图	10
图 12 智慧广电有线网络服务云技术架构示意图	10
图 13 中国铁塔业务收入情况	11
图 14 公司塔类业务用户、数量及共享率情况.....	11
图 15 公司分业务增长情况	12
图 16 向不同行业客户提供的服务.....	12
图 17 中国铁塔广州智慧灯杆业务.....	13

1. 本周观点及推荐标的

《关于修订〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》文件正式出台，我们认为短期小市值公司有主题性机会。

中期我们认为随着 2020 年运营商资本开支及 5G 规划逐渐明朗，5G 通信板块进入业绩验证期，估值方面预计难有提升，我们仍然给予通信板块标配推荐。重点关注季报稳健增长标的（同比环比持续改善）。

长期推荐主线及相关受益标的：

1) 公司股价目前仍处于底部，受益于 5G 承载网及手机渗透率提升，业绩稳健，估值提升：紫光股份、TCL 集团；

2) 低估值，基本面持续同比或环比改善：航天信息、海能达、网宿科技、海格通信、金卡智能等；

3) 受益于流量拉动，持续稳健成长：亿联网络、光环新网、太辰光、星网锐捷等。

表 1 相关个股简要逻辑

上市公司	简要逻辑
航天信息	1、短期：税控盘价格维持稳定，整体税控业务用户持续保持自然增长，业绩基本盘有保障；2、中长期：依靠高速发展的会员制系统的会员费（市场性行为）有望抵消税控盘降价政策风险；3、依靠财税互联网平台、诺诺服务、电子税务局及航信征信平台实现覆盖小微企业客户的开票、记账、报税、征信、信贷服务，构建了完整的企业财税服务生态。4、依托渠道及央企背景，物联网及自主可控业务有望迎来快速发展，支撑公司业绩持续增长。
TCL 集团	1、手机终端等资产剥离，聚焦华星光电面板主营业务，A 股优质液晶面板资产价值凸显；2、面板行业产能出清，韩国面板供应偏谨慎，国内 LCD 面板全球集中度提升趋势确定，预计下半年面板价格有望企稳回升；3、多项科创板优质投资，投资收益有望提升。
紫光股份	1、IT 行业新华三龙头行业地位显著，业绩预期稳定增长；2、运营商承载网网络架构 IT 化成为重要趋势，公司增长空间有望打开；3、横向对标科创板企业，公司资质好，相对估值处于洼地，科创板开市情绪有望回流。
海能达	1、相继中标中移动、对讲项目和智慧城管信息化项目，订单逐渐恢复，泛执法新业务快速落地；2、中报预计实现归母净利润 2000-3000 万元，YoY154%-282%，业绩逐渐兑现。
网宿科技	1、CDN 价格维持平稳，传统 CDN 业务业绩维持稳定，大客户重新入驻，业绩存在确定性；2、5G 边缘计算有望为公司带来业务延伸，新蓝海突破带来估值提升。
海格通信	1、订单持续落地，军工订单恢复呈现向上态势；2、北斗板块龙头有望迎来快速发展期。
亿联网络	1、产品结构持续优化，SIP 优势稳定，T5 系列销量超预期；2、VCS 业务持续扩张，加大全球市场扩张力度，海外市场持续扩张；3、利率下降利好公司业绩，受中美贸易战影响美国经销商提前备货释放市场需求。
光环新网	1、持续巩固上海 IDC 市场，采用自由土地自建模式提升自身盈利能力；2、广泛布局京津冀、长三角核心区域，争取优质客户资源，抢占一线城市战略优势。
太辰光	1、5G 建设及公司下游 DC 业务回暖，带来主营产品光纤连接器等产品需求持续景气；2、持续研发，大力推进 400G 发展，助力公司未来产能提升。

资料来源：华西证券研究所整理

2. 数据跟踪

2.1. 5G 华为订单跟踪

Country	Operator	Status	Information	Date
德国	暂无	暂无	德国政府在最新的安全规则中删掉了将华为排除在外的条款，意味着华为可以进入德国市场	2019/10/18

2.2. 三大运营商集采情况追踪

表 2 三大运营商本周 5G 集采情况追踪

中国移动					
时间	采购项目	状态	金额 (亿元)	中标公司	主要采购内容
2019/10/18	中国移动浙江公司2019年度5G+智慧网络中台规划技术支持服务	公开招标			中国移动浙江公司2019年度5G+智慧网络中台规划技术支持服务
2019/10/18	中国移动广东公司2019年面向“5G”发展的多专业网络及局房基础资源专项规划	公开招标	0.0132		中国移动广东公司2019年面向“5G”发展的多专业网络及局房基础资源专项规划
2019/10/18	中国移动云南公司曲靖分公司5G体验厅设计项目	公开招标	0.0004		中国移动云南公司曲靖分公司5G体验厅设计项目
2019/10/18	中国移动云南公司西双版纳分公司2019年5G试点VR直播全景相机采购	结果公示		科誉讯科技	中国移动云南公司西双版纳分公司2019年5G试点VR直播全景相机采购
2019/10/18	中国移动江苏公司2019-2020年苏州分公司5G测试终端请购项目	结果公示		中移铁通有限公司苏州分公司	中国移动江苏公司2019-2020年苏州分公司5G测试终端请购项目
2019/10/18	中移(成都)信息通信科技有限公司基于5G和人工智能技术的“移动医疗”新技术研究和产品研发项目	公开招标	0.028		中移(成都)信息通信科技有限公司基于5G和人工智能技术的“移动医疗”新技术研究和产品研发项目
2019/10/17	中国移动浙江公司2019年度5G多频合路器集中采购	公开招标			中国移动浙江公司2019年度5G多频合路器集中采购
2019/10/17	合肥移动合肥赛为智能有限公司等单位5G CPE采购	公开招标			合肥移动合肥赛为智能有限公司等单位5G CPE采购
2019/10/17	亳州分公司市场经营部5G演示设备采购	公开招标			亳州分公司市场经营部5G演示设备采购
2019/10/16	基于5G无人机基站勘察集成系统采购项目(2)	公开招标			基于5G无人机基站勘察集成系统采购项目(2)
2019/10/16	江西移动2019年5G旗舰营业厅“一县一店”装修施工服务采购	公开招标	0.0225		江西移动2019年5G旗舰营业厅“一县一店”装修施工服务采购
2019/10/16	中国移动天津公司2019年5G测试终端框架项目(华为、OPPO部分)	结果公示		中国移动终端公司天津分公司	中国移动天津公司2019年5G测试终端框架项目(华为、OPPO部分)
2019/10/16	中移(成都)信息通信科技有限公司基于5G的“智慧教学”综合数据分析平台项目	结果公示		塔普翔海、国民天成	中移(成都)信息通信科技有限公司基于5G的“智慧教学”综合数据分析平台项目
2019/10/15	政企和对讲5G终端研发项目	公开招标			政企和对讲5G终端研发项目
2019/10/15	中国移动四川公司2019年5G及家庭业务运营支撑项目	公开招标	0.012		中国移动四川公司2019年5G及家庭业务运营支撑项目
2019/10/15	中国移动北京公司2019年5G合路器采购项目	结果公示		盛路通信	中国移动北京公司2019年5G合路器采购项目
2019/10/14	中国移动广西公司新中国建国70周年及公司5G商用专题新闻策划及执行项目	公开招标			中国移动广西公司新中国建国70周年及公司5G商用专题新闻策划及执行项目
2019/10/14	中国移动通信集团贵州有限公司2019年5G应用示范车辆购置项目	公开招标			中国移动通信集团贵州有限公司2019年5G应用示范车辆购置项目
2019/10/14	中国移动浙江公司2019年-2020年5G XR业务运营支撑服务集中采购	公开招标			中国移动浙江公司2019年-2020年5G XR业务运营支撑服务集中采购

中国联通					
时间	采购项目	状态	金额 (亿元)	中标公司	主要采购内容
2019/10/18	“5G无线接入网虚拟化技术研发与验证”项目路测终端设备采购项目	结果公示			“5G无线接入网虚拟化技术研发与验证”项目路测终端设备采购项目
2019/10/16	2019年中国联通新疆创新业务展示厅5G场景优化建设项目巡检机器人采购项目	结果公示		驾驶宝智能	2019年中国联通新疆创新业务展示厅5G场景优化建设项目巡检机器人采购项目
2019/10/16	2019年中国联通网络技术研究院5G多功能电力巡检机器人平台技术开发服务项目	公开招标			2019年中国联通网络技术研究院5G多功能电力巡检机器人平台技术开发服务项目
2019/10/16	中国联通研究院2019年终端与智能卡滚动支撑项目	公开招标			中国联通研究院2019年终端与智能卡滚动支撑项目
2019/10/15	关于5G自主研发项目	结果公示		豪成通讯	关于5G自主研发项目
2019/10/14	汕头联通2019年汕头联通长发营业厅5G智慧生活馆改造采购项目	公开招标		华盛通信有限公司北京分公司	汕头联通2019年汕头联通长发营业厅5G智慧生活馆改造采购项目

时间	采购项目	状态	中国电信		主要采购内容
			金额 (亿元)	中标公司	
2019/10/18	5G室内覆盖低成本解决方案研究及试验-中国电信5G室内小基站2T2R射频参考设计技术服务采购	公开招标	0.0025		5G室内覆盖低成本解决方案研究及试验-中国电信5G室内小基站2T2R射频参考设计技术服务采购
2019/10/18	5G产品研发规模试验-5G终端WIFI性能测试系统	结果公示		灿芯技术	5G产品研发规模试验-5G终端WIFI性能测试系统
2019/10/17	客户定制化网络研发与验证-5G终端URSP及MEC卸载功能评测	公开招标	0.002		客户定制化网络研发与验证-5G终端URSP及MEC卸载功能评测
2019/10/17	2019年佛山分公司中国电信5G服务体验及信息化增值服务项目-品鉴会活动	结果公示		蔡今广告	2019年佛山分公司中国电信5G服务体验及信息化增值服务项目-品鉴会活动
2019/10/17	5G室内覆盖低成本解决方案研究及试验-室内路测系统及后处理分析系统租赁采购	结果公示		信彩通讯	5G室内覆盖低成本解决方案研究及试验-室内路测系统及后处理分析系统租赁采购
2019/10/16	中国电信北京公司2019年移动网5G室内施工集成服务项目-中兴区域	结果公示		中兴通讯	中国电信北京公司2019年移动网5G室内施工集成服务项目-中兴区域
2019/10/16	中国电信北京公司2019年移动网5G室内施工集成服务项目-华为区域	结果公示		华为	中国电信北京公司2019年移动网5G室内施工集成服务项目-华为区域
2019/10/16	向5G演进的物云融合分布式网络架构总体设计与实施项目-物云融合产品测试与分析技术服务	结果公示		优亿信息	向5G演进的物云融合分布式网络架构总体设计与实施项目-物云融合产品测试与分析技术服务
2019/10/15	工业互联网解决方案与核心能力研发——业互联网之5G切片管理器开发及测试服务	结果公示		第一候选人: 优亿信息 第二候选人: 国孚网络	工业互联网解决方案与核心能力研发——业互联网之5G切片管理器开发及测试服务

资料来源: 各运营商采购与招标网, 华西证券研究所

2.3. 科创板通信相关公司简介 (持续更新)

表 3 科创板通信相关公司

名称	审核状态	2018年营业收入 (万元)	2018年净利润 (万元)	营业总收入近两年复合增长率	净利润近两年复合增长率	近三年研发费用占收比平均
卓易科技	报送证监会	17569.40	5157.78	21.1%	34.2%	10.7%
宝兰德	已发行	12237.00	5095.30	23.6%	18.6%	19.1%
当虹科技	报送证监会	20355.19	6389.81	41.6%	33.8%	19.1%
华润微电子	待上会	627066.02	53758.18	19.4%	84.9%	7.5%
兴图新科	待上会	19813.64	4285.52	57.8%	204.3%	14.8%
财富趋势	已回复(第二次)	19518.26	14251.81	4.3%	1.4%	14.9%
清溢光电	报送证监会	40736.44	6265.48	13.8%	17.0%	4.5%
八亿时空	已回复(第三次)	39403.24	11448.91	72.4%	161.0%	6.1%
普元信息	已审核通过	34019.16	4803.14	3.9%	3.4%	13.9%
威胜信息	已审核通过	103864.10	17707.92	23.8%	48.3%	7.7%
罗克佳华	已回复(第五次)	38903.51	6387.42	12.7%	49.5%	7.3%
神工股份	已回复(第四次)	28253.57	10657.60	152.8%	215.6%	4.5%
映翰通	已回复(第四次)	27643.32	4602.65	38.2%	43.2%	10.0%
有方科技	已审核通过	55713.56	4324.31	30.3%	41.7%	5.8%
紫晶存储	待上会	40159.63	10493.12	63.9%	67.7%	6.9%
龙软科技	待上会	12547.74	3114.73	25.8%	221.1%	10.6%
杰普特	已发行	66625.42	9336.10	62.1%	288.7%	7.6%
安恒信息	已发行	64042.08	8348.85	42.2%	941.3%	22.3%
鸿泉物联	已发行	24790.23	5711.87	27.5%	32.9%	15.6%

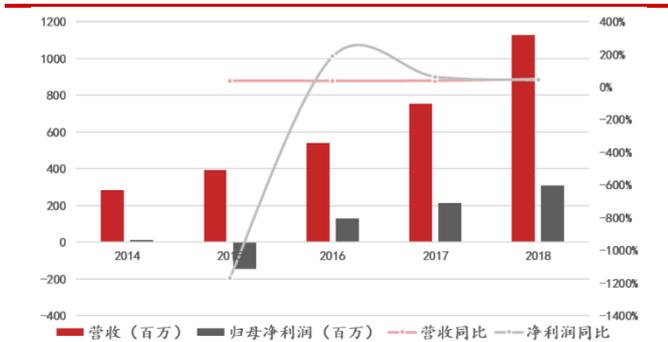
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.3.1. 金山办公 (A17083.SH) ——国内领先办公软件和服务提供商

业务介绍: 公司是一家拥有原创技术、国内领先的办公软件和服务提供商, 主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广。公司拥有办公软件领域 30 余年研发经验及技术积累, 旗下主要产品及服务皆由公司自主研发, 对核心技术具有自主知识产权。公司重点针对文字排版技术、电子表格计算技术、动画渲染技术、在线协同编辑、安全文档以及数据协同共享等多种关键技术进行深入研究, 通过核心技术的突破, 建立互联网云办公应用服务体系, 创建智能办公新模式, 全面提

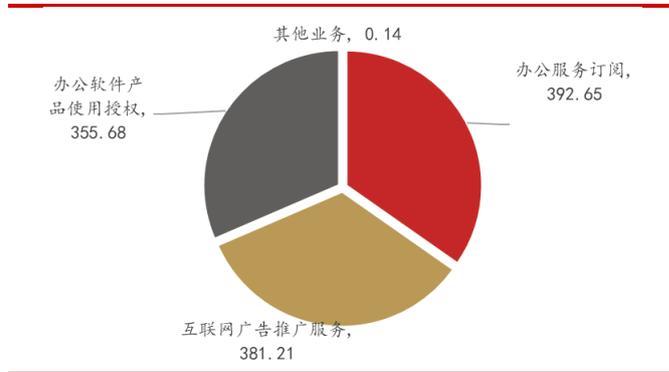
升用户体验。公司主要产品 WPS Office 移动版已覆盖全球超过 220 个国家和地区，在全球 Google Play、中国 App Store 的办公软件应用市场中排名前列，并持续保持领先地位。为适应客户的安全可靠需求，公司自主研发的 WPS Office Linux 版本已经全面支持国产整机平台(如：龙芯、飞腾、兆芯、申威等芯片)和国产操作系统，并在国家“十二五”、“十三五”期间的“核高基”多项重大示范工程项目中完成系统适配和应用推广。

图 1 公司营收及归母净利润情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

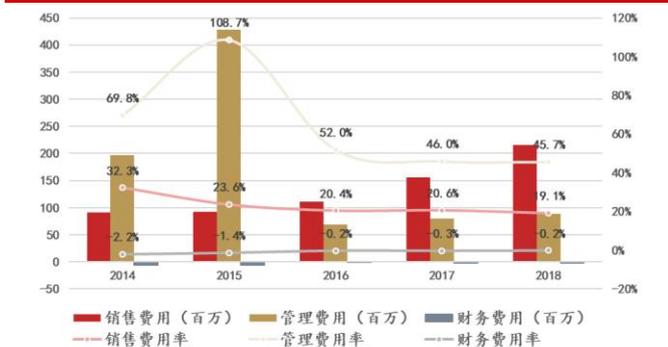
图 2 公司 2018 年分业务营收情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

2018 年, 公司实现营业收入 11.30 亿元, 较上年同期增长 49.97%; 实现归母净利润 3.11 亿元, 同比增长 44.94%, 销售毛利 9.80 亿元, 同比增长 47.37%。公司自 2014 年开始, 营业收入实现从 2.83 亿元到 11.30 亿元的逐年稳步增长。2018 年 12 月, 公司主要产品月度活跃用户数(MAU)超过 3.10 亿, 其中 WPS Office 桌面版月度活跃用户数超过 1.20 亿, 领先其他国产办公软件; WPSOffice 移动版月度活跃用户数超过 1.81 亿; 公司其他产品(如金山词霸等)月度活跃用户数接近 0.10 亿。

图 3 公司三费情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 公司毛利率情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

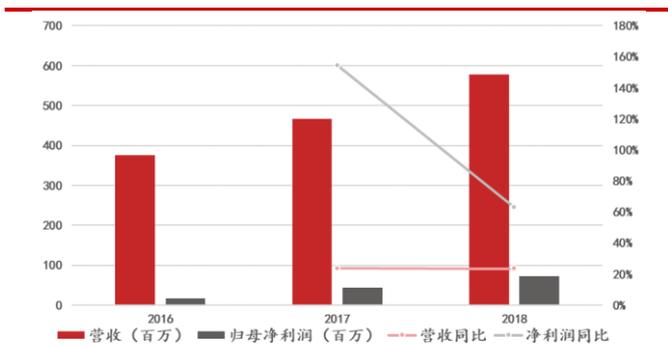
公司成立以来坚持自主创新, 公司最新研发的 WPS Office 系列产品及服务, 突破云端实时共享、智能办公知识图谱、大数据用户画像、多平台在线协作、跨平台移动办公等多项网络化办公应用关键技术, 经过中国电子学会技术鉴定, WPS Office 办公软件产品整体技术水平在办公软件领域国内领先, 多项技术国际先进, 产品先后获 10 项重大荣誉, 现已成为国内办公软件的首选, 同时也是中国政府应用最广泛的办公软件之一。在国家新闻出版总署、外交部、工业和信息化部、科技部等 70 多家部委、办、局级中央政府单位中被广泛采购和应用, 在国内所有省级政府办公软件的采购中, WPS Office 占据总采购量近三分之二的市场份额, 居国内、外办公软件厂商

采购首位。WPS Office 在企业中应用也极其广泛，如中国工商银行、中国石油天然气集团公司、国家电网公司、鞍钢集团公司、中国核工业集团公司等，目前已实现在金融、电力、钢铁、能源等国家重点和骨干行业中全面领跑的局面。

2.3.2. 致远互联 (688369.SH) —— 中国领先协同管理软件提供商

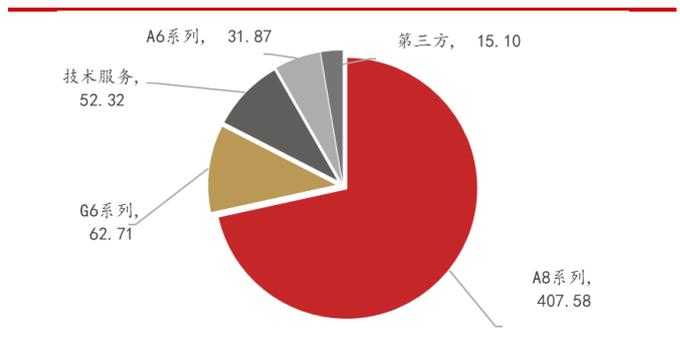
业务介绍：公司是中国领先的协同管理软件提供商，集协同管理产品的设计、研发、销售及服务为一体，专注于企业级管理软件领域，为客户提供协同管理软件产品、解决方案、协同管理平台及云服务，公司秉持“以人为中心”的产品设计理念，基于“组织行为管理”理论，运用新一代信息技术，结合客户的成功应用实践，自主研发出了领先的协同管理平台 V5。在此基础上，公司打造了面向中小企业组织的 A6 产品、面向中大型企业和集团性企业组织的 A8 产品，以及面向政府组织及事业单位的 G6 产品。协同管理软件是新一代企业级管理软件，能显著提高企业及政府的协同运营管理效率，助力企业、政府实现数字化转型升级，公司提供的协同管理软件产品应用于制造、建筑、能源、金融、电信、互联网及政府机构等众多行业和领域，主要客户包括中国建筑、中国医药集团、国家电力投资集团、中粮集团、中核集团、中国移动、招商银行、中信银行、星巴克、壳牌石油、今日头条、滴滴出行等国内外知名企业以及中国注册会计师协会、国家广电总局、贵州省人民政府等政府及事业单位。

图 5 公司营收及归母净利润情况 (百万元)



资料来源：wind，华西证券研究所

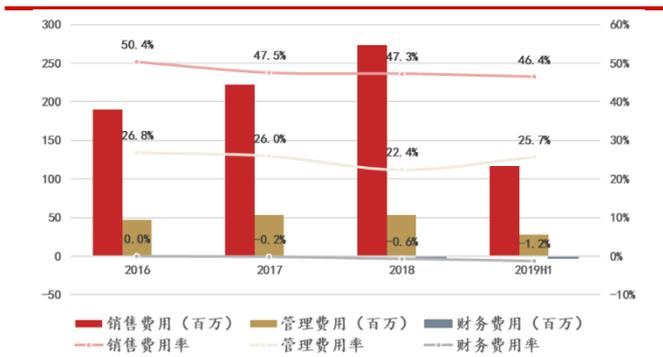
图 6 公司 2018 年分业务营收情况 (百万元)



资料来源：wind，华西证券研究所

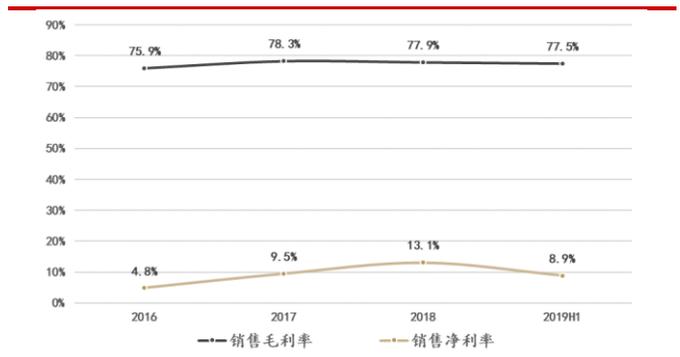
2018 年，公司实现营业收入 5.78 亿元，较上年同期增长 23.81%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比增长 63.41%，销售毛利 4.50 亿元，同比增长 22.95%。公司自 2016 年开始，营业收入实现从 3.77 亿元到 5.78 亿元的逐年稳步增长。目前，公司拥有 3 万多家企业和组织级客户，已在全国设立 30 多家分支机构并发展了 600 多家经销商，销售范围基本覆盖全国大部分省、自治区及直辖市。公司主要产品及服务主要分为两大类，包括协同管理软件产品类和技术服务；2018 年协同管理和软件产品占公司总营收的 90.93%。

图7 公司三费情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图8 公司毛利率情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

公司在十余年的发展探索中,形成了支撑应用定制、弹性应用部署的开放式数字化协同管理平台 V5;并在 2016 年推出了支持云计算技术的 PaaS 协同云平台 Formtalk,同时可以与公司 V5 平台整合实现混合云部署。基于 V5 平台,公司研发推出了分别适用于中小企业组织、中大型企业和集团性企业组织、以及政府组织及事业单位的 A6、A8、G6 协同管理软件产品,上述系列产品支持移动化、智能化应用。公司还成立协同研究院,积极推动协同管理软件行业标准的建设。并与国内著名商学院——北大光华管理学院及北京大学国家发展研究院达成战略合作,通过产、学、研的深度融合,通过理论与实践的深度融合,形成了更为完善协同管理的理论、应用、数据模型和标准。这些重要的基础研究将成为协同管理领域的重要发展支撑,目前公司在中国协同软件市场的占有率高居榜首。

3.本周研究专题:中国铁塔季报点评:5G 前期价格影响不大,复用率提升、室分及新业务维持高速增长

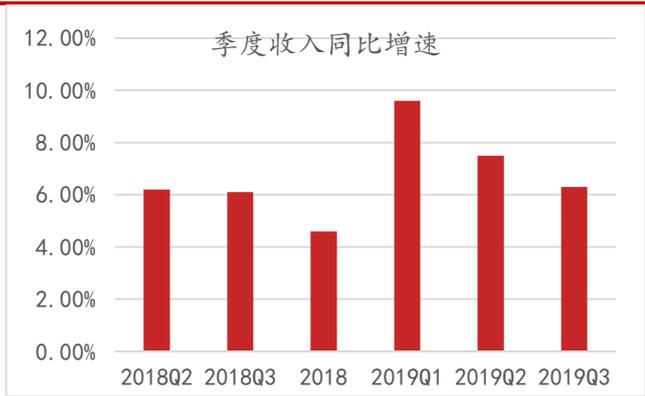
中国铁塔公布 2019 年三季度业绩公告,1-9 月累计营收达 570.41 亿元,同比增长 6.3%;归属于本公司所有者净利润达到 38.73 亿元,同比大幅增长 97.5%;EBITDA (息税折旧及摊销前利润)同比增长 31.7%,达到 417.74 亿元。

3.1.单季度收入略有下降,盈利能力大幅提升,负债率平稳扩张

从收入情况看,公司整体季度营业总收入同比仍保持 6%以上,三季度单季度收入略有下降,我们判断为保障三大电信运营商 5G 建设推进,公司在单基站价格方面有所放松,但是整体经营发展总体平稳,站址共享率不断提升,带动盈利能力大幅改善。

另外在 5G 共建共享大背景下宏站整体资本开支增加不大,公司负债率平稳扩张,负债率维持 46%左右。

图9 公司季度累计收入增速%



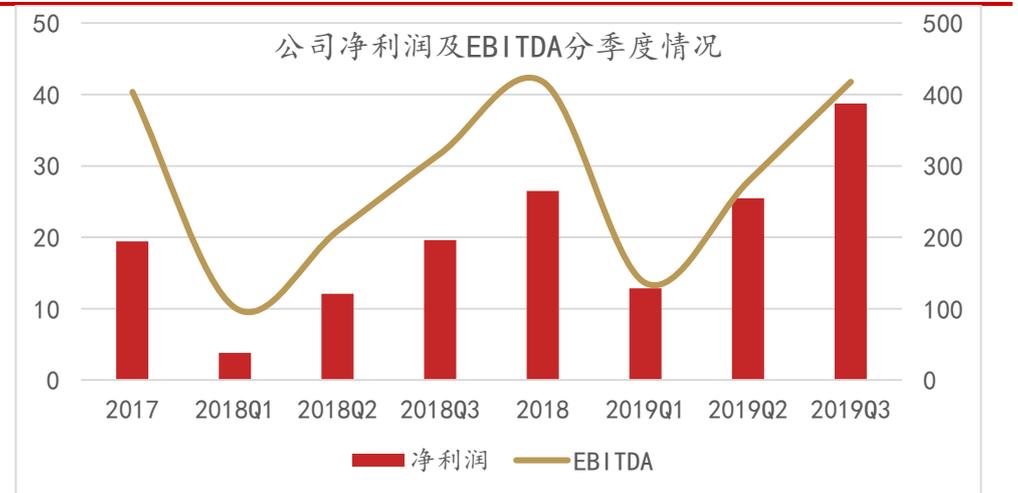
资料来源: wind, 华西证券研究所

图10 公司单季度营收情况(亿元)



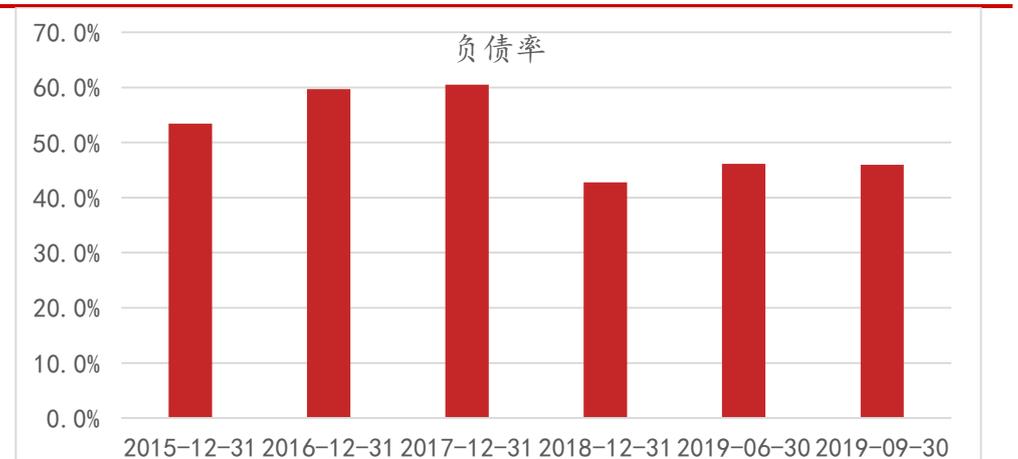
资料来源: wind, 华西证券研究所

图11 公司净利润及 EBITDA 情况(亿元)



资料来源: 广电总局, 华西证券研究所

图12 公司负债率情况

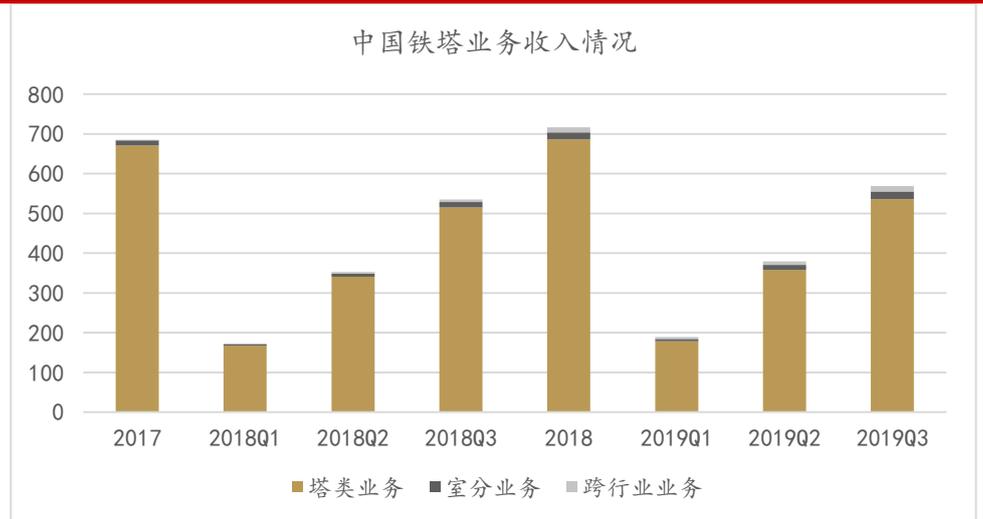


资料来源: 广电总局, 华西证券研究所

3.2.塔类业务收入增长放缓，共享率不断提升成为盈利大幅提升关键

公司塔类业务收入增速放缓是公司单季度收入增速放缓的关键原因：公司三季度塔类租户总计 316.5 万，同比增长 10%，同期塔类业务收入同比增长 4% 左右。我们判断随着 6 月份 5G 牌照发放，为了保障三大运营商 5G 基站建设快速推进，公司在传统塔类业务价格方面略有放松。

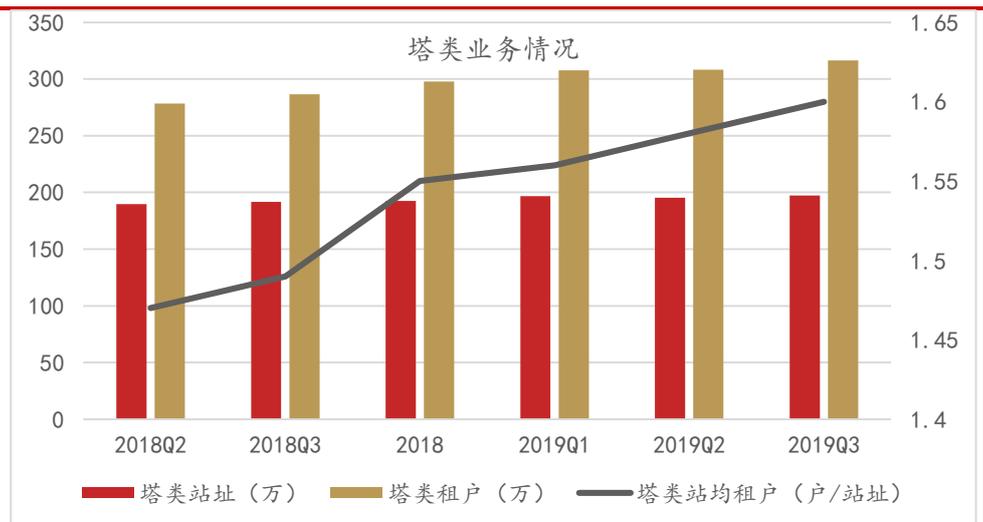
图 13 中国铁塔业务收入情况



资料来源：公司报告，华西证券研究所

租户数量不断提升，5G 共站址方案促进站均租户数持续增长，盈利能力大幅提升的关键：公司塔类租户数超过 316 万，同比增长 10% 以上，但是塔类站址数量仅增长 3 个点不到，我们判断 5G 建设多采用共站址方案，新增 5G 站址需求不多，共享率不断提升，成为盈利大幅提升的关键因素。

图 14 公司塔类业务用户、数量及共享率情况

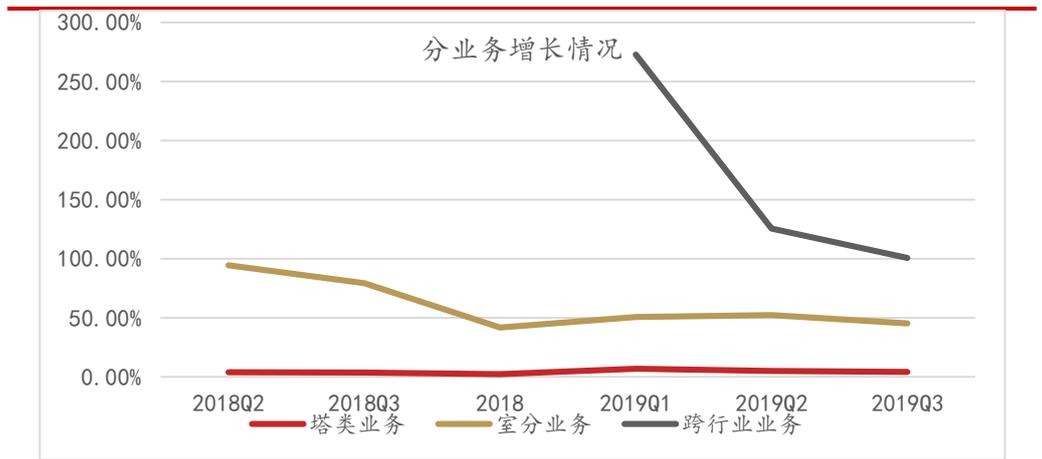


资料来源：广电总局，华西证券研究所

3.3.深度覆盖压力拉动室分业务高速增长，跨行业应用亮点不断

流量带动深度覆盖需求加大，室分业务维持40%以上高速增长：3季度公司室分业务收入19亿左右，同比增长45%以上。我们认为4G后时代运营商深覆盖需求不断提升，5G由于频段较高穿透力较差，未来室分业务预计能够维持高速增长态势。

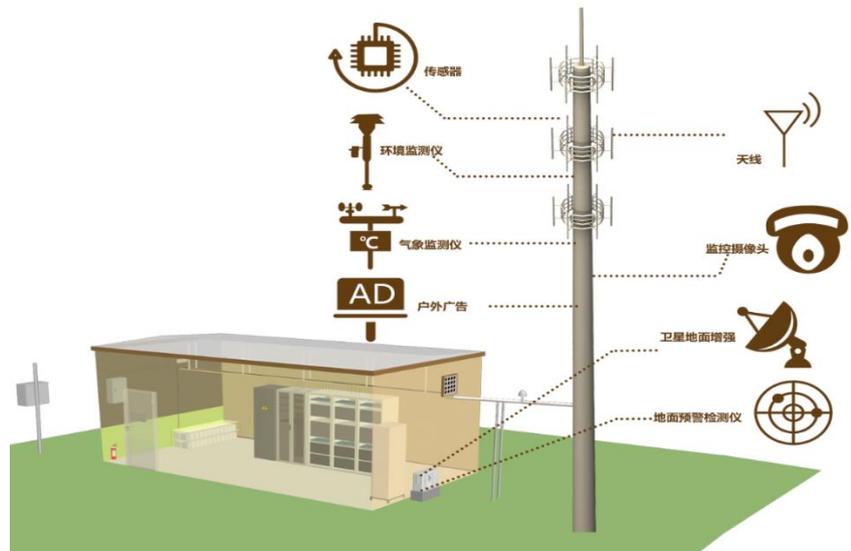
图15 公司分业务增长情况



资料来源：广电总局，华西证券研究所

公司跨行业应用亮点不断，智慧灯杆等需求有望大幅增加：公司基于站址资源，除向通信运营商提供服务外，还向社会不同行业的客户提供多种服务以满足多元化需求。充分利用遍布中国的站址、持续的电力保障、集中的维护平台以及便利的通信条件，向不同行业的客户提供站址资源服务和基于站址的信息服务。

图16 向不同行业客户提供的服务



资料来源：公司官网，华西证券研究所

智慧灯杆业务进入实质落地阶段：智慧灯杆领域公司在广东牵头发起成立“智慧灯杆产业联盟”，将照明、公安、市政、气象、环保、通信等多行业信息进行采集、发

布以及传输，把电线杆、通信基站、路灯杆、充电桩、传感器、摄像头等各种设施和服务，集成到同一根杆上。

图 17 中国铁塔广州智慧灯杆业务



资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.4. 公司逻辑及估值

公司传统塔类业务虽然存在价格压力，但是广电作为第四大电信运营商进入 5G 市场，同时传统三大运营商 5G 快速推进，塔类租户数快速增加将有效对冲价格下滑影响，5G 共站址方案下塔类单站用户数预计将会持续提升。

由于 5G 频率穿透力差，我们认为室分业务 5G 时代需求将会大于 4G 时代，公司室分业务将持续高增长。

以智慧灯杆为代表的跨行业业务进入实际落地阶段，千亿市场空间有待开拓。

我们预计公司 2019 年 EBITDA 为 543 亿左右，按照海外铁塔资产估值 20 倍左右，公司在客户数量层面较少价格有压力情况下给予公司 9 倍 EV/EBITDA，我们认为公司 19 年合理市值 3800 亿港元左右。

表 4 公司历史业绩情况 (亿元)

	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019E
净利润	19.43	3.8	12.1	20	27	13	25.48	38.73	50.349
EBITDA	404	101	209.07	317	418	136	278.15	417.74	543.049

资料来源：wind，华西证券研究所

4. 上周行情回顾

纵观一周走势，上证综指 5 日累计下跌 1.19%，深证成指 5 日累计下跌 1.38%，创业板指 5 日累计下跌 1.09%。

TMT 板块本周走势较弱，电子元器件板块下跌 2.8%，通信板块下跌 2.4%，计算机板块下跌 2.1%，传媒板块上涨 0.8%。

表 5 TMT 行业板块走势

名称	5 日涨跌幅	60 日涨跌幅	年初至今	市盈率 TTM
电子元器件(中信)	-2.8%	8.3%	47.3%	37.95
通信(中信)	-2.4%	7.7%	23.9%	32.44
计算机(中信)	-2.1%	9.6%	40.1%	48.38
传媒(中信)	0.8%	9.5%	10.4%	25.04

资料来源: wind, 华西证券研究所

TMT 板块估值大多低于我们的估值中枢(七年平均水平)。电子元器件板块、通信板块、计算机板块、传媒板块和科技(组合)分别低于平均估值 3.26、13.05、4.76、16.98 和 10.19。此外,沪深 300 高于平均估值 0.29。

表 6 TMT 板块历史估值

时间	市盈率(历史 TTM_整体法)					沪深 300
	CS 电子元器件	CS 通信	CS 计算机	CS 传媒	CS 科技(组合)	
2012 年	29.67	35.57	26.66	26.55	30.54	10.50
2013 年	41.52	36.31	41.71	44.67	42.91	8.65
2014 年	41.44	47.32	62.02	47.78	54.85	12.75
2015 年	57.57	64.59	114.69	68.68	79.50	13.03
2016 年	45.79	47.09	44.12	44.79	48.24	12.32
2017 年	40.36	51.92	49.82	31.80	46.22	14.07
2018 年	22.25	24.44	35.35	18.85	27.35	10.09
7 年平均值	41.21	45.49	53.14	42.02	48.20	11.65
2019/10/18	37.95	32.44	48.38	25.04	38.01	11.94
目前估值与平 均值差值	(3.26)	(13.05)	(4.76)	(16.98)	(10.19)	0.29

资料来源: wind, 华西证券研究所

5.相关概念板块及通信个股走势

在本周, TMT 概念板整体下跌偏多, 3 个板块上涨, 24 个板块下跌, 1 个板块持平。移动互联网入口板块持平。智能交通指数本周上涨 1.70%, 涨幅最高。

表 7 相关概念板块涨跌幅

涨幅前五			跌幅前五		
证券代码	板块简称	周涨幅 (%)	证券代码	板块简称	周涨幅 (%)
884093.WI	智能交通指数	1.70	884087.WI	卫星导航指数	-4.40
884080.WI	网络游戏指数	1.68	884069.WI	移动支付指数	-3.86
884207.WI	互联网营销指数	0.83	884136.WI	互联网金融指数	-3.57
884147.WI	移动互联网入口指数	0.00	884146.WI	第三方支付指数	-3.31
884156.WI	在线教育指数	(0.14)	884160.WI	芯片国产化指数	-3.29

资料来源: wind, 华西证券研究所

上周通信板块下跌 2.4%，同期沪深 300 指数下跌 1.08%，创业板指数下跌 1.09%。

通信板块中，26 家公司有不同程度的上涨，梦网集团本周上涨 17.44%，涨幅最高。

87 家公司有不同程度的下跌，高新兴本周下跌 16.97%，跌幅最大；移为通信、*ST 信通、金信诺、共进股份本周有一定的下跌，跌幅分别为 14.33%、11.76%、11.60%、10.87%。

表 8 通信板个股涨跌幅

涨幅前十			跌幅前十		
证券代码	板块简称	周涨幅 (%)	证券代码	板块简称	周涨幅 (%)
002123.SZ	梦网集团	17.44	300098.SZ	高新兴	-16.97
002089.SZ	新海宜	15.07	300590.SZ	移为通信	-14.33
300593.SZ	新雷能	13.15	600289.SH	*ST 信通	-11.76
300025.SZ	华星创业	9.93	300252.SZ	金信诺	-11.60
300548.SZ	博创科技	7.68	603118.SH	共进股份	-10.87
000032.SZ	深桑达 A	7.14	600355.SH	精伦电子	-10.82
300605.SZ	恒锋信息	5.95	000889.SZ	茂业通信	-9.66
002908.SZ	德生科技	3.93	300638.SZ	广和通	-9.63
002416.SZ	爱施德	3.92	300615.SZ	欣天科技	-9.40
002104.SZ	恒宝股份	3.24	300578.SZ	会畅通讯	-8.56

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 9 通信板资金流入情况

代码	名称	周涨跌幅 (%)	周成交量 (股)	连涨天数	周主力净流入额 (万元)
002104.SZ	恒宝股份	3.24	362,057,159	0	3762.87
300548.SZ	博创科技	7.68	7,421,966	0	2979.17
002123.SZ	梦网集团	17.44	191,102,587	3	2671.38
300025.SZ	华星创业	9.93	138,553,897	2	1839.06
300394.SZ	天孚通信	(0.25)	16,152,843	0	681.35
002416.SZ	爱施德	3.92	77,252,341	0	648.92
000851.SZ	高鸿股份	(1.16)	58,609,477	0	472.25
002089.SZ	新海宜	15.07	92,697,717	4	415.86

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。