

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)

收入增长恢复, 盈利预测更新

- 我们更新了对中国铁塔的预测, 现基于较为和缓的收入和利润率预期
- 标准化塔租定价将在2018-2022五年期间维持不变; 灵活的建设模式和定价安排将为各方节省成本支出
- 增长疲软已大体反映于股价; 基于5G新建站址需求改善且估值不高, 维持买入评级

增长前景较先前预期和缓, 下调预测及目标价

我们更新了对中国铁塔(CTC)的预测, 并将目标价从1.9港元下调至1.8港元, 以反映较保守的增长前景。由于今年97%的5G站址仅是从现有站址升级所达成, 因此今年5G网络部署尚未能为中国铁塔带来有意义的增长。我们预计持续的5G部署将在未来几年使得对5G新建站址需求增加。同时, 电信运营商和中国铁塔将寻求灵活的建设安排, 以帮助双方降低5G成本。由于收入和利润率前景较先前预期保守, 我们将公司2021和2022年净利润预期分别下调了9%和10%。

增长动能正在恢复, 5G红利将随时间释放

中国铁塔收入增长已开始增速(2020年三季度同比增长7%, 对比一季和二季仅分别增长4%和5%), EBITDA利润率稳定, 得益于需求的回升。在未来几年, 管理层预计5G持续的建设将拉动新建塔站和租户成长, 公司因此增长稳健。尽管电信运营商努力降低成本, 但当前标准化塔租价格计划在5年内(2018-2022)保持不变。公司在未来将开发创新的建设和定价安排, 这将减轻资本支出负担, 同时影响收入增长。未来几年新的跨行业业务和能源运营业务(2020年前三季度合计同比增长93%)将成为更显著的增长动力。我们预计2021-22年中国铁塔收入将增长7%-8%。

维持买入, 5G需求持续改善且估值不高

中国铁塔股价自3月以来持续下跌, 目前的估值为4.2倍的2021年前瞻EV/EBITDA, 是自上市以来的最低水平, 且远低于其国际同业, 我们归因于其弱于预期的5G收入增长以及市场对电信运营商成本控制举措的担忧。我们下调对公司预测与目标价(基于DCF估值, 8.2%的WACC和2%的永续增长率), 以反映其较为保守的前景, 但仍维持买入评级, 鉴于: 1) 对新5G站址需求增加, 2) 估值不高, 3) 派息率提高(2019年派息率为可分配利润的60%), 并且管理层计划随着收益的增加持续提升派息率。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	71,819	76,428	81,273	87,380	94,335
同比增长	5%	6%	6%	8%	8%
EBITDA	41,773	56,696	59,587	64,358	69,714
EBITDA利润率	58%	74%	73%	74%	74%
每股收益(人民币分)	1.78	2.97	3.55	4.78	5.80
每股股息(人民币分)	0.23	1.46	1.92	2.58	3.13
股息收益率	0.2%	1.0%	1.7%	2.4%	2.9%
EV/EBITDA	6.6x	6.2x	4.7x	4.2x	3.9x
股本收益率	1.7%	2.9%	3.4%	4.4%	5.2%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2020年11月4日

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

最新变动

目标价、预测调整

买入

前次评级	买入
股价(2020年11月4日)	1.25港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	1.80港元(+44%)
前次目标价:	1.90港元

股价表现



资料来源: 贝格数据; 股价截至2020年11月4日

%	1m	6m	12m
中国铁塔	(6.7)	(26.1)	(27.4)
恒生指数	6.1	3.1	(10.1)

行业: TMT

恒生指数(2020年11月4日)	24,886
国企指数(2020年11月4日)	10,099

重要数据

52周股价区间(港元)	1.2 - 2.03
港股市值(百万港元)	220,011
日均成交量(百万股)	429.59
每股净资产(港元)	1.14

主要股东

中国移动	27.93%
中国联通	20.65%
中国电信	20.50%
其他	4.42%
总股数(百万股)	176,008
自由流通量	26.50%

资料来源: 公司数据

相关报告

1. 中国铁塔(788 HK) - 投资者电话会议纪要(买入)(2020/9/10)
2. 中国铁塔(788 HK) - 2020年上半年业绩逊于预期, 5G爆发仍需时间(买入)(2020/8/11)
3. China Tower(788 HK) - 1Q20 slow growth expected, 5G rollout to accelerate(BUY)(Apr 17, 2020)
4. China Tower(788 HK) - FY19 results in line; confident of 5G rollout for 2020(BUY)(Mar 18, 2020)

图 1: 中国铁塔盈利预测调整 (2020E, 2021E, 2022E)

(人民币百万元)	2020E				2021E				2022E			
	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	81,606	81,273	(333)	0%	88,480	87,380	(1,101)	-1%	95,530	94,335	(1,195)	-1%
EBITDA	60,376	59,587	(789)	-1%	66,149	64,358	(1,791)	-3%	71,989	69,714	(2,274)	-3%
营业利润 (EBIT)	12,949	12,063	(886)	-7%	15,966	14,915	(1,051)	-7%	18,766	17,271	(1,494)	-8%
税前利润	9,069	8,183	(886)	-10%	12,075	11,044	(1,031)	-9%	14,877	13,403	(1,474)	-10%
净利润	6,909	6,236	(674)	-10%	9,177	8,394	(784)	-9%	11,307	10,186	(1,121)	-10%
每股收益 (人民币元)	3.93	3.55	(0.38)	-10%	5.22	4.78	(0.45)	-9%	6.44	5.80	(0.64)	-10%
EBITDA 利润率	74.0%	73.3%	-0.7 ppt		74.8%	73.7%	-1.1 ppt		75.4%	73.9%	-1.5 ppt	
营业利润率	15.9%	14.8%	-1.0 ppt		18.0%	17.1%	-1.0 ppt		19.6%	18.3%	-1.3 ppt	
税前利润率	11.1%	10.1%	-1.0 ppt		13.6%	12.6%	-1.0 ppt		15.6%	14.2%	-1.4 ppt	
净利润率	8.5%	7.7%	-0.8 ppt		10.4%	9.6%	-0.8 ppt		11.8%	10.8%	-1.0 ppt	

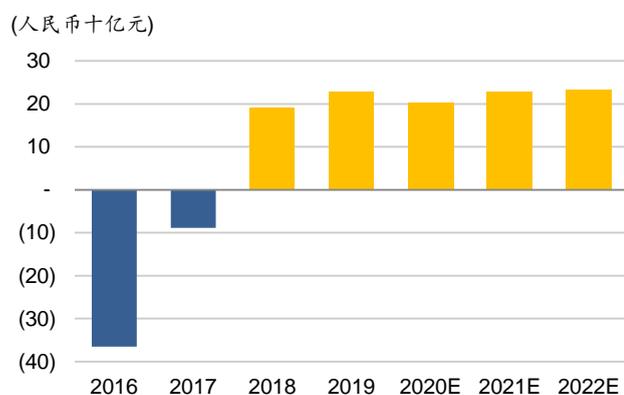
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图 2: 中国铁塔预测比较 (招商证券对比一致预测)

(人民币百万元)	2020E	2021E	2022E
收入			
招商证券	81,273	87,380	94,335
一致预测	81,228	86,958	92,909
差异	0%	0%	2%
EBITDA 利润率			
招商证券	73.3%	73.7%	73.9%
一致预测	73.6%	73.3%	73.0%
差异	-0.2 ppt	0.4 ppt	0.9 ppt
营业利润			
招商证券	12,063	14,915	17,271
一致预测	13,397	16,029	18,976
差异	-10%	-7%	-9%
净利润			
招商证券	6,236	8,394	10,186
一致预测	6,496	8,513	10,827
差异	-4%	-1%	-6%

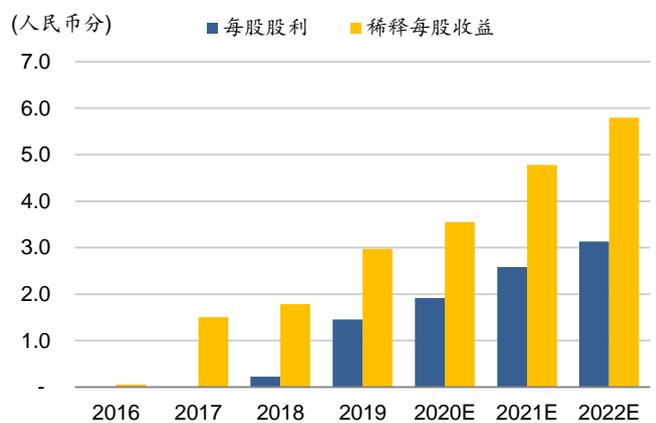
资料来源: 彭博一致预测(截至2020年11月3日)、招商证券(香港)预测

图 3: 中国铁塔自由现金流 (FCF) 趋势



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图 4: 中国铁塔每股股利和每股收益趋势



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图 5: 中国铁塔自由现金流折现估值

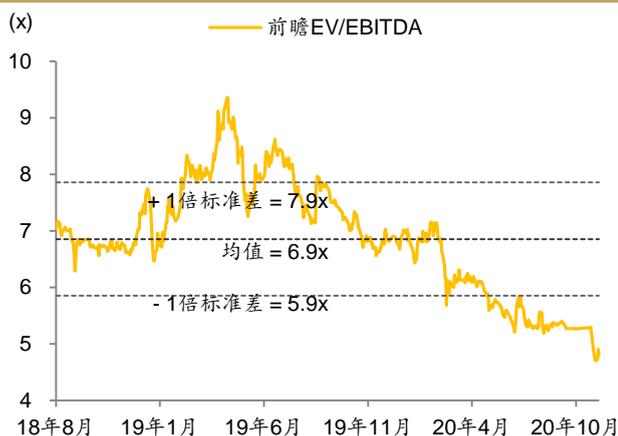
(人民币百万元)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	12,063	14,915	17,271	19,388	21,447	23,156	24,887	25,781	26,946	29,538	32,141
减: 所得税	(1,949)	(2,651)	(3,217)	(3,611)	(3,994)	(4,313)	(4,635)	(4,802)	(5,018)	(5,501)	(5,986)
加: 折旧与摊销	47,524	49,443	52,443	54,017	55,097	54,546	53,455	52,386	51,338	50,311	49,305
加: 营运资本变动	(6,557)	(2,567)	(3,258)	(3,453)	(3,626)	(3,734)	(3,809)	(3,847)	(3,886)	(3,963)	(4,043)
其他	(2,838)	(5,360)	(6,933)	(7,487)	(8,012)	(8,572)	(9,001)	(9,361)	(9,642)	(9,835)	(10,031)
经营活动现金流	48,243	53,781	56,307	58,853	60,912	61,082	60,897	60,157	59,738	60,550	61,386
资本支出	(28,000)	(31,000)	(33,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)	(35,000)
公司自由现金流 (FCFF)	20,243	22,781	23,307	23,853	25,912	26,082	25,897	25,157	24,738	25,550	26,386
同比增长率	-11%	13%	2%	2%	9%	1%	-1%	-3%	-2%	3%	3%

公司自由现金流 (FCFF)	164,866
十年终值	198,806
企业价值 (EV)	363,673
净负债	89,276
权益价值 (人民币百万元)	274,397
普通股股数 (百万股)	175,643
每股权益价值 (人民币元)	1.56
每股权益价值 (港元)	1.80

加权平均资本成本 (WACC)	8.2%
权益资本成本	11.0%
债务资本成本	4.0%
无风险利率	3.6%
预期市场回报率	13.7%
国家溢价	10.1%
Beta	0.73
权益风险溢价	7.3%
权益资本比率	0.65
债务资本比率	0.35
所得税税率	25.0%
永续增长率	2.0%

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图 6: 中国铁塔前瞻 EV/EBITDA



资料来源: 彭博、招商证券 (香港); 截至 2020 年 11 月 4 日

图 7: 中国铁塔前瞻 EV/EBITDA 通道



资料来源: 彭博、招商证券 (香港); 截至 2020 年 11 月 4 日

2020年三季度业绩总结

图 8: 中国铁塔 2020 年三季度业绩比较

(人民币百万元)	财务和经营数据			2020年三季度增长	
	3Q19	2Q20	3Q20	环比	同比
收入	19,061	20,104	20,426	2%	7%
塔类业务	17,828	18,242	18,427	1%	3%
室分业务	670	901	914	1%	36%
跨行业及能源业务	512	897	1,033	15%	102%
EBITDA	13,959	14,568	14,919	2%	7%
税前利润	1,736	1,996	2,091	5%	20%
净利润	1,325	1,526	1,586	4%	20%
EBITDA 利润率	73.2%	72.5%	73.0%	0.6 ppt	-0.2 ppt
税前利润率	9.1%	9.9%	10.2%	0.3 ppt	1.1 ppt
净利润	7.0%	7.6%	7.8%	0.2 ppt	0.8 ppt
塔站数量 (千站)	1,974	2,015	2,020	0%	2%
租户数量 (千户)	3,165	3,313	3,336	1%	5%
站均租户 (户/站)	1.60	1.64	1.65	0%	3%
站均收入 (人民币元)	9,657	9,977	10,112	1%	5%

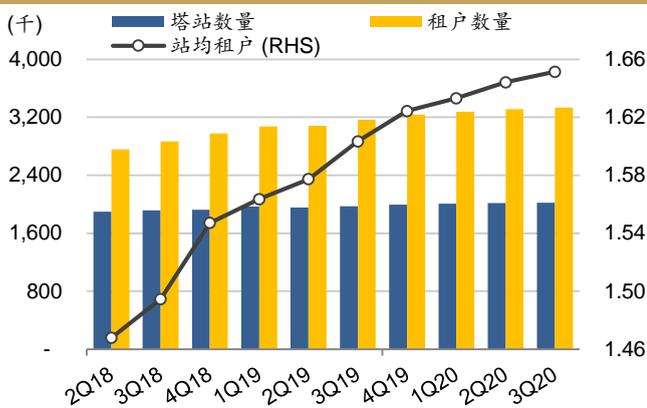
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

中国铁塔 (CTC) 2020年三季度收入同比增长7.2%至204亿元人民币 (2020年上半年和二季度分别同比增长4.8%和5.4%)。塔类业务收入在三季度同比增长3.4%。增长放缓主要因为: 1) 新冠疫情的影响; 2) 4G向5G过渡 (较低的4G需求, 有限的5G贡献)。室分业务收入同比增长36%至9亿元人民币, 跨行业及能源业务收入三季度同比激增102%至10亿元人民币。EBITDA利润率三季度同比大体保持稳定, 为73.0%。净利润于三季度同比增长20%至16亿元人民币, 净利润率为7.8%。

我们对中国铁塔持正面看法, 因为我们认为其是中国加快5G部署的主要受益者。尽管如此, 5G网络部署的优势在短期内仍较为模糊。中国铁塔总共建造了21.5万个5G站址, 其中97%是从现有站址升级完成, 因此单价较低。6月份的塔站租赁付款率也仅为70%。管理层目标在2020下半年加快收款, 并预计随后收入增长将加速。新业务 (跨行业业务+能源业务) 继续快速扩张, 中国铁塔的目标是今年新业务收入达到40亿元人民币 (2020年前三季度总共26亿元人民币), 同时到2020年底实现盈亏平衡。

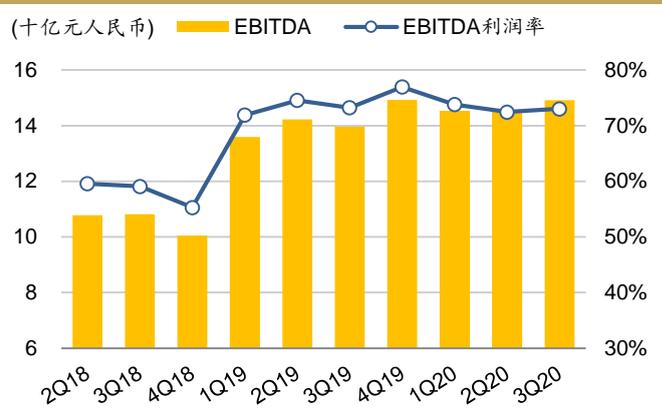
自3月以来, 中国铁塔的股价持续下跌, 目前估值为4.2倍2021年EV/EBITDA, 处于低谷。我们认为疲弱的2020年前三季度增长已经反映在股价中, 后续年度的势头将加快。在过去的几个月中, 科技硬件行业的股价已经反弹。我们认为, 如果科技硬件的业绩达到峰值或股市波动加剧, 投资者可能会转向电信行业股票。

图 9: 中国铁塔站均租户



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图 10: 中国铁塔季度 EBITDA



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图 11: 估值比较

公司	股票代码	交易货币	股价	市值 (十亿美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		EV/EBITDA (x)		权益收益率		股息收益率		净杠杆率
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
电信基础设施															
中国铁塔	788 HK	港元	1.25	28.4	31.2	22.7	1.0	1.0	4.7	4.2	3%	4%	1.7%	2.4%	49%
美国电塔	AMT US	美元	234.23	104.0	54.3	42.4	35.8	57.0	25.3	23.3	38%	81%	1.9%	2.3%	449%
冠城国际	CCI US	美元	160.35	69.2	84.8	66.3	7.3	8.1	25.8	24.3	8%	12%	3.1%	3.3%	226%
SBA 通信	SBAC US	美元	291.01	32.4	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	30.4	28.5	-1%	-7%	0.6%	0.8%	n.a.
巴蒂电信	BHIN IN	卢比	178.00	4.4	10.6	9.9	2.4	2.3	4.5	4.4	23%	24%	8.3%	8.4%	5%
中国通信服务	552 HK	港元	4.51	4.0	8.6	7.6	0.8	0.7	1.7	1.5	9%	9%	4.0%	4.5%	-63%
均值					37.9	29.8	9.5	13.8	15.4	14.4	13%	21%	3.3%	3.6%	133%
电信运营商															
中国移动	941 HK	港元	48.05	126.9	8.2	7.8	0.8	0.7	1.4	1.4	10%	10%	6.7%	7.0%	-38%
中国联通	762 HK	港元	4.94	19.5	10.6	9.8	0.4	0.4	1.3	1.2	4%	4%	3.8%	4.1%	0%
中国电信	728 HK	港元	2.49	26.0	8.1	8.0	0.5	0.5	2.0	1.9	6%	6%	5.8%	5.8%	24%
均值					9.0	8.5	0.6	0.5	1.6	1.5	7%	7%	5.4%	5.6%	-5%

注: 招商证券(香港)评级股票包括: 中国铁塔(788 HK, 买入, 目标价: 1.8港元)、中国移动(941 HK, 买入, 目标价: 70港元)、中国联通(762 HK, 买入, 目标价: 7.0港元)、中国电信(728 HK, 买入, 目标价: 3.8港元)
其他股票未评级, 预测基于彭博一致预测

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测; 股价截至2020年11月4日, 美股股价截至11月3日

中国铁塔盈利预测表

图 12: 中国铁塔盈利预测

(人民币百万元)	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20E	1H21E	2H21E	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	33,272	35,393	35,335	36,484	37,980	38,448	39,794	41,479	42,554	44,825	68,665	71,819	76,428	81,273	87,380	94,335
同比增长率	0%	0%	6%	3%	7%	5%	5%	8%	7%	8%	23%	4.6%	6.4%	6.3%	7.5%	8.0%
EBITDA	19,907	20,450	20,907	20,866	27,815	28,881	29,100	30,487	31,278	33,081	40,357	41,773	56,696	59,587	64,358	69,714
EBITDA 利润率	59.8%	57.8%	59.2%	57.2%	73.2%	75.1%	73.1%	73.5%	73.5%	73.8%	58.8%	58.2%	74.2%	73.3%	73.7%	73.9%
折旧和摊销	(15,799)	(16,843)	(16,147)	(16,545)	(22,189)	(23,226)	(23,259)	(24,265)	(24,341)	(25,102)	(32,642)	(32,692)	(45,415)	(47,524)	(49,443)	(52,443)
占收入百分比	47.5%	47.6%	45.7%	45.3%	58.4%	60.4%	58.4%	58.5%	57.2%	56.0%	47.5%	45.5%	59.4%	58.5%	56.6%	55.6%
非折旧摊销费用	(13,365)	(14,943)	(14,428)	(15,618)	(10,165)	(9,567)	(10,694)	(10,992)	(11,277)	(11,744)	(28,308)	(30,046)	(19,732)	(21,686)	(23,021)	(24,620)
营业利润 (EBIT)	4,108	3,607	4,760	4,321	5,626	5,655	5,841	6,222	6,936	7,979	7,715	9,081	11,281	12,063	14,915	17,271
非经营性损益	(2,500)	(2,530)	(3,175)	(2,431)	(2,292)	(2,152)	(1,944)	(1,936)	(1,939)	(1,932)	(5,030)	(5,606)	(4,444)	(3,880)	(3,871)	(3,868)
税前利润	1,608	1,077	1,585	1,890	3,334	3,503	3,897	4,286	4,997	6,047	2,685	3,475	6,837	8,183	11,044	13,403
所得税	(488)	(254)	(375)	(450)	(786)	(830)	(920)	(1,029)	(1,199)	(1,451)	(742)	(825)	(1,616)	(1,949)	(2,651)	(3,217)
净利润 (除去少数股东)	1,120	823	1,210	1,440	2,548	2,674	2,978	3,258	3,798	4,596	1,943	2,650	5,222	6,236	8,394	10,186
同比增长率	n.a.	n.a.	8%	75%	111%	86%	17%	22%	28%	41%	2457%	36%	97%	19%	35%	21%
稀释每股收益 (人民币元)	0.87	0.64	0.94	0.97	1.45	1.52	1.70	1.85	2.16	2.62	1.50	1.78	2.97	3.55	4.78	5.80
自由现金流 (FCF)	(3,054)	(5,847)	9,068	10,006	11,892	10,920	12,781	7,462	8,630	14,151	(8,901)	19,074	22,812	20,243	22,781	23,307
利润率																
EBITDA 利润率	59.8%	57.8%	59.2%	57.2%	73.2%	75.1%	73.1%	73.5%	73.5%	73.8%	58.8%	58.2%	74.2%	73.3%	73.7%	73.9%
营业利润率 (EBIT 利润率)	12.3%	10.2%	13.5%	11.8%	14.8%	14.7%	14.7%	15.0%	16.3%	17.8%	11.2%	12.6%	14.8%	14.8%	17.1%	18.3%
营业费用率	47.5%	47.6%	45.7%	45.3%	58.4%	60.4%	58.4%	58.5%	57.2%	56.0%	47.5%	45.5%	59.4%	58.5%	56.6%	55.6%
税前利润率	4.8%	3.0%	4.5%	5.2%	8.8%	9.1%	9.8%	10.3%	11.7%	13.5%	3.9%	4.8%	8.9%	10.1%	12.6%	14.2%
净利润率	3.4%	2.3%	3.4%	3.9%	6.7%	7.0%	7.5%	7.9%	8.9%	10.3%	2.8%	3.7%	6.8%	7.7%	9.6%	10.8%
收入构成																
塔类业务	99%	97%	96%	95%	94%	93%	91%	90%	89%	86%	98%	96%	93%	90%	87%	84%
室分业务 (DAS)	1%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	5%	5%	6%	2%	3%	3%	4%	6%	7%
跨行业 (TSSAI) 及能源业务	0%	0%	1%	2%	2%	3%	4%	6%	6%	8%	0%	2%	3%	5%	7%	9%
其他	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收入同比增长率																
塔类业务			4%	1%	5%	3%	2%	4%	4%	4%	21%	2.3%	4.1%	2.9%	3.9%	3.8%
室分业务 (DAS)			94%	16%	52%	41%	37%	33%	30%	40%	205%	42%	46%	35%	35%	37%
跨行业 (TSSAI) 及能源业务			1600%	477%	125%	46%	87%	89%	49%	50%	789%	623%	70%	88%	49%	37%
其他			711%	-8%	3%	94%	65%	-35%	15%	15%	2440%	43%	57%	-9%	15%	12%
运营数据																
站址数量 (千个)	1,803	1,872	1,898	1,948	1,954	1,994	2,015	2,030	2,050	2,075	1,872	1,948	1,994	2,030	2,075	2,140
租户数量 (千个)	2,553	2,687	2,785	3,009	3,082	3,239	3,313	3,400	3,538	3,661	2,687	3,009	3,239	3,400	3,661	3,962
租用比率	1.41	1.43	1.47	1.55	1.58	1.62	1.64	1.67	1.73	1.76	1.43	1.55	1.62	1.67	1.76	1.85

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; 注: EBITDA、折旧和摊销自2019年起反映 IFRS 16影响

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	31,799	40,995	52,335	66,097	80,951
现金及现金等价物	4,836	6,223	7,106	16,330	25,057
短期投资	0	0	0	0	0
应收款项	13,534	20,894	30,319	33,360	36,422
存货	0	0	0	0	0
其他应收款	5,624	5,364	5,753	6,148	7,043
预付款和其他流动资产	7,805	8,514	9,157	10,258	12,429
非流动资产	283,565	297,072	283,861	276,316	268,408
固定资产 - 净额	249,055	239,925	226,618	218,175	208,731
在建工程	12,193	12,263	13,294	13,551	13,616
使用权资产	13,216	36,140	35,572	35,430	35,395
递延所得税资产	706	1,199	1,363	1,404	1,414
其他非流动资产	8,395	7,545	7,015	7,756	9,252
资产总计	315,364	338,067	336,197	342,413	349,359
流动负债	114,759	128,364	119,226	120,504	121,819
短期借款	79,946	87,019	75,293	75,293	75,293
递延应付对价款	382	0	0	0	0
应付账款	30,591	29,313	31,289	32,414	33,690
应付费用	3,263	11,633	12,217	12,362	12,399
其他流动负债	577	399	428	435	437
非流动负债	20,103	27,142	30,765	30,676	30,654
长期借款	19,064	8,480	12,456	12,456	12,456
租赁负债	0	17,862	17,566	17,492	17,474
其它长期负债	1,039	800	743	728	725
负债合计	134,862	155,506	149,991	151,180	152,473
普通股	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008
总储备	4,494	6,551	10,197	15,224	20,877
资本调整	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	2	1	1	1
负债及权益合计	315,364	338,067	336,197	342,413	349,359

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45,540	49,935	48,243	53,781	56,307
税前盈利	3,475	6,837	8,183	11,044	13,403
折旧和摊销	32,692	45,415	47,524	49,443	52,443
营运资本变动	2,987	(6,461)	(6,557)	(2,567)	(3,258)
其他	6,386	4,144	(907)	(4,140)	(6,281)
投资活动现金流	(32,923)	(28,136)	(30,464)	(41,258)	(43,064)
资本支出	(26,466)	(27,123)	(28,000)	(31,000)	(33,000)
其他投资	(6,457)	(1,013)	(2,464)	(10,258)	(10,064)
筹资活动现金流	(15,634)	(20,412)	(16,897)	(3,299)	(4,516)
已付股利	0	(396)	(2,556)	(3,367)	(4,533)
已发行新股(已注销)	50,441	(743)	0	0	0
已发债(已偿还)	(66,075)	(20,932)	(7,806)	0	0
其他	0	1,659	(6,535)	68	17
现金净流量	(3,016)	1,387	883	9,224	8,727

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

注: EBITDA、折旧和摊销自2019年起反映 IFRS 16 影响

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	71,819	76,428	81,273	87,380	94,335
土地租金	(12,196)	(639)	(953)	(1,006)	(1,132)
维修费用	(6,165)	(5,993)	(6,153)	(6,464)	(6,886)
职工薪酬	(4,917)	(5,863)	(6,995)	(7,382)	(7,924)
其他费折旧摊销费用	(6,768)	(7,237)	(7,584)	(8,169)	(8,678)
EBITDA	41,773	56,696	59,587	64,358	69,714
折旧和摊销	(32,692)	(45,415)	(47,524)	(49,443)	(52,443)
营业利润 (EBIT)	9,081	11,281	12,063	14,915	17,271
净利息	(5,759)	(4,598)	(4,120)	(4,116)	(4,113)
其他非经营性损益	153	154	240	245	245
税前利润	3,475	6,837	8,183	11,044	13,403
所得税	(825)	(1,616)	(1,949)	(2,651)	(3,217)
净利润	2,650	5,221	6,235	8,394	10,186
少数股东损益	0	1	1	0	0
净利润 (除去少数股东)	2,650	5,222	6,236	8,394	10,186
稀释每股收益 (人民币分)	1.78	2.97	3.55	4.78	5.80

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
同比增长率					
营业收入	4.6%	6.4%	6.3%	7.5%	8.0%
EBITDA	3.5%	35.7%	5.1%	8.0%	8.3%
净利润	36.4%	97.1%	19.4%	34.6%	21.4%
盈利能力					
EBITDA 率	58.2%	74.2%	73.3%	73.7%	73.9%
营业利润率	12.6%	14.8%	14.8%	17.1%	18.3%
净利率	3.7%	6.8%	7.7%	9.6%	10.8%
ROE	1.7%	2.9%	3.4%	4.4%	5.2%
偿债能力					
负债权益比	55.1%	52.3%	47.1%	45.9%	44.6%
净负债权益比	52.4%	48.9%	43.3%	37.3%	31.8%
流动比率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7
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	0.4	0.4
应收账款周转率	5.9	4.4	3.2	2.7	2.7
应付账款周转率	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
每股比率 (人民币元)					
每股收益 (人民币分)	1.78	2.97	3.55	4.78	5.80
每股净现金	(0.64)	(0.51)	(0.46)	(0.41)	(0.36)
每股自由现金流	0.13	0.13	0.12	0.13	0.13
每股 EBITDA	0.28	0.32	0.34	0.37	0.40
估值比率					
市盈率	69.9	51.0	31.2	22.7	18.7
市净率	1.0	1.5	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.6	6.2	4.7	4.2	3.9

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/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

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。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券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, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券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。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。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。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券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。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司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。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）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

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