



Company Report: China Tower (00788 HK)

中文版

公司报告：中国铁塔 (00788 HK)

Chinese version

Gin Yu 余劲同
(86755)2397 6686
gin.yu@gtjas.com.hk
9 August 2022

"Two Wings" Business to Grow Strongly, "Accumulate"

“两翼”业务将强势增长，“收集”

- **We revise up TP from HK\$1.02 to HK\$1.12 and maintain the Company's investment rating as "Accumulate".** We forecast FY22-FY24 EPS to be RMB0.050/ RMB0.059/ RMB0.063, respectively. Considering the continuous transformation of telecoms towers to digital towers, we revise up TP and maintain the investment rating as "Accumulate".
- **China Tower's 1HFY22 results in line with our expectations.** In 1HFY22, revenue increased by 6.6% yoy and shareholders' net profit increased by 22.2% yoy. Revenue from tower business, DAS business, smart tower business and energy business rose by 2.3%/ 32.0%/ 39.4%/ 61.3%, respectively.
- **We expect tower business to maintain low single-digit percentage growth in 2H22.** We expect 5G base station construction volume in both 2022 and 2023 to be about 0.6 million, thus we expect tower business to maintain stable and slight growth. Besides, due to strong demand for in-depth coverage of buildings, subways and high-speed railway tunnels, we expect DAS business to maintain strong growth rate in 2H22.
- **We expect the growth rate of "Two Wings" business to exceed market expectation.** Relying on extensive site resources and strong capabilities, we expect the Company's tower monitoring business and site lease business to further expand to more customers and be more in depth. In addition, smart tower business will continue to transform from simply providing site resources into providing comprehensive information services, which will continue to improve the value per site. Relying on its expanding site resources and huge market demand, we expect energy business to still grow strongly.
- **Catalyst:** Rise in dividend payout ratio.
- **Risk warning:** Slower-than-expected growth of "Two Wings" business; repeated pandemic outbreaks may affect construction progress.
- **我们将目标价从 1.02 港元上调至 1.12 港元，并维持公司“收集”的投资评级。** 我们预测 2022-2024 财年的每股盈利为人民币 0.050/ 0.059/ 0.063 元。考虑到公司由通信铁塔向数字铁塔的持续转型，我们上调目标价，并维持“收集”的投资评级。
- **中国铁塔 2022 财年上半年业绩符合我们的预期。** 2022 财年上半年，收入同比增长 6.6% 而股东净利润同比增长 22.2%。塔类业务、室分业务、智联业务和能源业务收入分别同比上升 2.3%/ 32.0%/ 39.4%/ 61.3%。
- **我们预计 2022 年下半年塔类业务将保持低个位数增长。** 我们预计 2022 年和 2023 年 5G 基站建设量均约为 60 万个，因此我们预计塔类业务将保持稳定小幅增长。此外，由于对楼宇、地铁和高铁隧道深度覆盖的强烈需求，我们预计室分业务将在 2022 年下半年保持强劲增速。
- **我们预计“两翼”业务的增速有望超出市场预期。** 依靠广泛的站址资源和强大的能力，我们预计公司的铁塔视联业务和站址租赁业务将进一步扩展到更多客户和更深层次。此外，智联业务将继续从单纯提供站址资源向提供综合信息服务转变，单站价值量将不断提升。凭借其不断拓展的网点资源和巨大的市场需求，我们预计能源业务仍将保持强劲增长。
- **催化剂：** 派息率的上升。
- **风险提示：** “两翼”业务增速慢于预期；疫情反复或影响施工进度。

Rating: **Accumulate**
Maintained

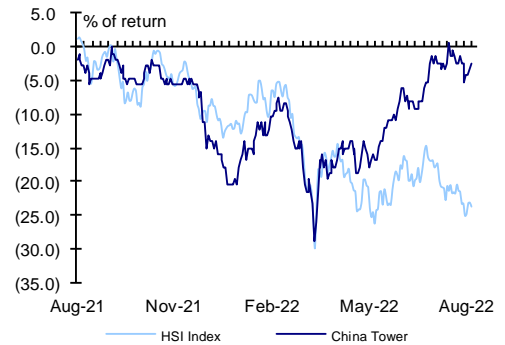
评级: **收集 (维持)**

6-18m TP 目标价: **HK\$1.12**
HK\$1.02

Share price 股价: **HK\$1.010**

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	0.0	14.8	-5.6
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	7.4	14.1	17.8
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	1.0	1.0	0.9

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	EPS 每股净利	EPS 每股净利变动	PER 市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2020A	81,099	6,428	0.037	23.3	23.0	1.065	0.8	0.022	2.6	3.5
2021A	86,585	7,329	0.042	13.5	19.6	1.083	0.8	0.026	3.2	3.9
2022F	92,252	8,826	0.050	19.0	17.2	1.107	0.8	0.033	3.8	4.6
2023F	98,272	10,260	0.059	18.0	14.6	1.133	0.8	0.041	4.8	5.2
2024F	103,230	11,061	0.063	6.8	13.6	1.155	0.7	0.044	5.1	5.5

Shares in issue (m) 总股数 (m)	176,008.5	Major shareholder 大股东	China Mobile Group 27.9%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	177,768.6	Free float(%) 自由流通比率(%)	30.9
3 month average vol. 3 个月平均成交股数('000)	127,812.7	FY22 Net gearing (%) FY22 净负债/股东资金 (%)	31.0
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)	1.090 / 0.740	FY22 Est. NAV (HK\$) FY22 每股估值 (港元)	1.25

Source: the Company, Guotai Junan International.

中国铁塔（“公司”）2022 财年上半年业绩符合我们的预期。2022 财年上半年，由于塔类业务的稳健发展以及室内分布式天线系统（“室分”）业务、智联业务和能源业务的迅速增长，公司总营收同比上升 6.6%至人民币 454.79 亿元。公司的 EBITDA 同比增长 2.5%，但 EBITDA 利润率同比下降 2.8 个百分点至 70.3%，主要由于维护费用和其它营业开支急剧上升，而这些费用大幅上升的原因则主要是由于公司对“两翼”业务的持续投资以及部分固定资产升级的暂时性费用所致。公司 2022 财年上半年的股东净利同比增长 22.2%至人民币 42.24 亿元。

我们预计 2022 年下半年塔类业务将保持低个位数增长。2022 财年上半年，塔类站址总数较 2021 财年底增加了约 1.1 万个至 204.9 万个，而运营商塔类租户则增加了约 4.2 万户至 330.2 万户。由于站址和租户数量上升，塔类业务收入同比增长 2.3%至人民币 385.92 亿元。据中国工业和信息化部（工信部）统计，截至 2022 年上半年末，全国共建成 5G 基站 185.4 万个，其中 2022 年上半年新建 5G 基站 42.9 万个。我们预计 2022 年和 2023 年 5G 基站建设量均约为 60 万个。由于电信运营商对 5G 投资的明确态度，我们预计 5G 建设将保持稳定。稳定的基站建设需求将带动塔类租户数量的增长，从而在 2022 年下半年为塔类业务提供稳定的增长动力。公司的站址共享水平持续提升，塔类站均租户数从 2021 年底的 1.60 户提高至 2022 年上半年的 1.62 户。鉴于公司现有的站址资源广泛分布于全国，我们预计当前阶段绝大部分 5G 基站建设需求可以通过共享现有站址资源得到满足，因此我们预计 2022 年下半年塔类站均租户数将进一步提升。2022 财年上半年，室分业务收入同比增长 32.0%至人民币 27.53 亿元。回顾 2022 年上半年，楼宇类室分覆盖面积同比增长 35.4%至 59.7 亿平方米；地铁覆盖总里程同比增长 34.6%至 8,674 公里，高铁隧道覆盖总里程同比增长 20.2%至 9,602 公里。由于对楼宇、地铁和高铁隧道深度覆盖的强烈需求，我们预计室分业务将在 2022 年下半年保持强劲增速。

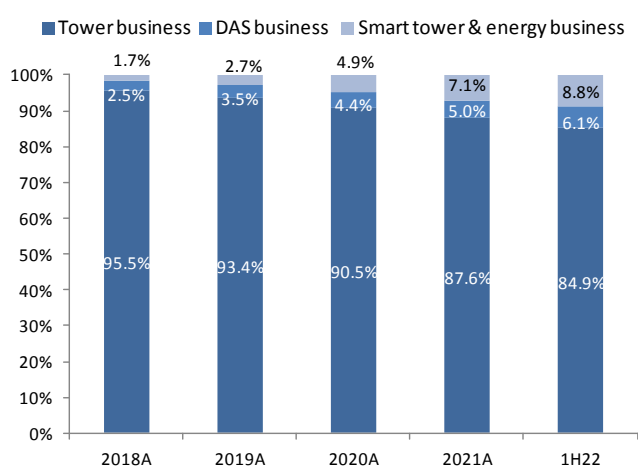
我们预计 2022 年下半年“两翼”业务将保持高增速且有望超出市场预期。2022 财年上半年，智联业务和能源业务收入分别同比激增 39.4%/ 61.3%至人民币 25.84 亿元/14.26 亿元。由于国家的大力支持和新基建的推进以及市场对大数据和人工智能的旺盛需求，我们预计智联业务的市场空间巨大。截至 2022 年上半年末，智联业务使用的站址数量仅占塔类站址总数的 10%左右；依靠广泛的站址资源和强大的能力，我们预计智联业务将进一步扩展到更多领域和更深层次，从而保持较快增速。此外，智联业务将继续从单纯提供站址资源向提供综合信息服务转变，单站价值量将不断提升。能源业务方面，凭借其不断拓展的网点资源和巨大的市场需求，以及与碳达峰和碳中和的国家目标相契合，我们预计能源业务在 2022 年下半年仍将强劲增长。

我们将目标价从 1.02 港元上调至 1.12 港元，并维持公司“收集”的投资评级。我们分别上调 2022-2024 财年股东净利润预测 0.0%/ 2.3%/ 0.3%。考虑到公司由通信铁塔向数字铁塔的持续转型，我们上调目标价，并维持“收集”的投资评级。我们的目标价对应 18.9 倍/ 16.2 倍/ 15.0 倍 2022-2024 财年市盈率。我们的目标价分别对应 3.5 倍/ 3.2 倍/ 3.1 倍 2022-2024 财年 EV/EBITDA 比率。

催化剂：派息率的上升；“两翼”业务增速快于预期。

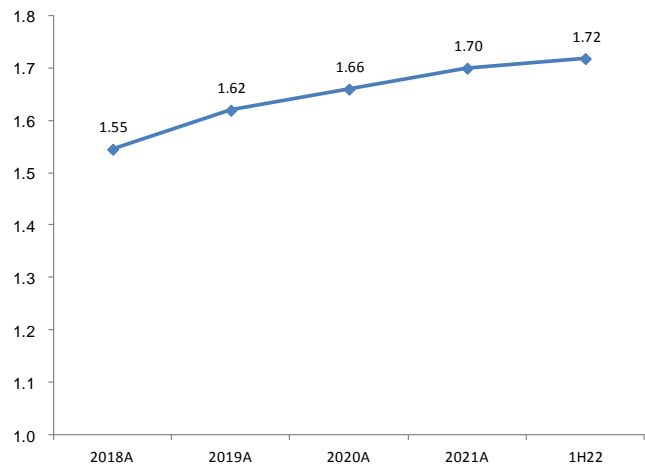
风险提示：“两翼”业务增速慢于预期；疫情反复或影响施工进度

图-1: 中国铁塔的收入分布



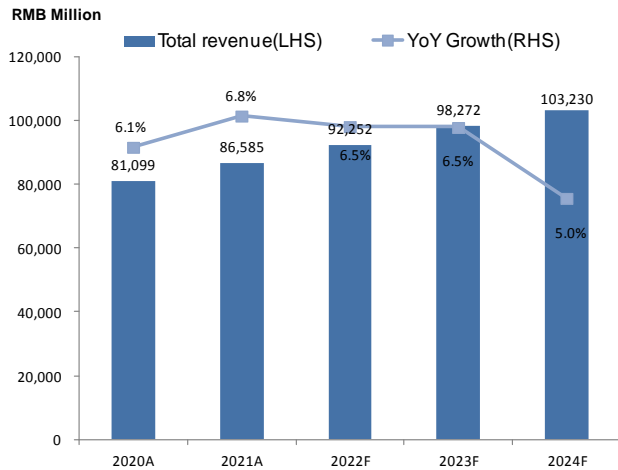
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-2: 中国铁塔的塔类站均租户数



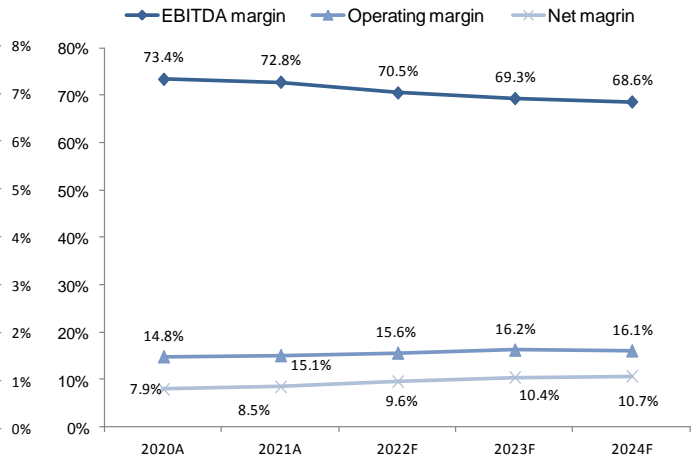
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-3: 中国铁塔的收入



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-4: 中国铁塔的利润率



资料来源: 公司、国泰君安国际。

表-1: 同业比较

公司名称	股票代码	货币	市值 股价 (百万港元)	市盈率			市净率			ROE(%)	D/Y (%)	EV/EBITDA	
				22F	23F	24F	22F	23F	24F	22F	22F	22F	
香港上市公司													
中国电信-H 股	00788 HK	HKD	1.010	177,769	17.4	15.5	13.3	0.8	0.8	0.8	5.0	4.0	3.2
中国移动	00941 HK	HKD	50.900	1,120,249	7.5	6.9	6.6	0.7	0.7	0.7	10.3	9.5	1.8
中国联通	00762 HK	HKD	3.750	119,027	6.1	5.4	5.0	0.3	0.3	0.3	5.2	9.2	0.6
中国电信-H 股	00728 HK	HKD	2.690	373,816	7.4	6.6	5.9	0.5	0.5	0.5	7.2	10.1	2.1
中兴通讯-H 股	00763 HK	HKD	16.580	129,129	8.2	7.3	6.8	1.2	1.0	0.9	15.3	2.8	7.6
中国通信服务-H 股	00552 HK	HKD	3.320	22,994	5.9	5.5	5.1	0.5	0.5	0.4	8.5	6.8	n.a.
香港电讯-Ss	06823 HK	HKD	10.900	82,771	16.8	16.1	15.8	2.3	2.3	2.3	13.9	6.9	9.6
电讯盈科	00008 HK	HKD	4.170	32,352	33.9	35.6	26.9	3.5	5.4	24.5	16.3	8.8	6.4
简单平均					12.9	12.4	10.7	1.2	1.4	3.8	10.2	7.3	4.5
加权平均					9.1	8.4	7.6	0.8	0.8	1.1	9.5	8.6	2.7
美国上市公司													
American Tower Corp	AMT US	USD	273.000	997,712	54.1	51.2	47.4	17.1	18.8	21.4	31.6	2.3	25.4
Crown Castle Intl Corp	CCI US	USD	179.240	609,262	45.8	45.3	42.4	10.3	11.6	13.1	25.3	3.6	22.7
Sba Communications Corp	SBAC US	USD	344.980	292,126	79.7	70.5	58.0	(6.4)	(5.9)	(5.4)	(9.8)	1.0	28.9
Telesites Sab De Cv	TSSLF US	USD	0.701	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均					59.9	55.7	49.3	7.0	8.2	9.7	15.7	2.3	25.7
加权平均					55.4	52.3	47.4	11.3	12.7	14.6	23.2	2.5	25.1
其它市场													
Bharti Airtel Ltd	BHARTI IN	INR	704.350	398,830	91.8	33.4	21.2	5.8	4.7	3.9	15.6	0.5	10.2
Cellnex Telecom Sa	CLNX SM	EUR	41.740	226,892	n.a.	n.a.	331.3	2.0	2.1	2.1	(0.6)	0.1	17.7
Tower Bersama Infrastructure	TBIG IJ	IDR	3,020.000	35,885	37.0	36.5	34.4	6.1	5.7	5.2	16.4	1.7	16.2
Sarana Menara Nusantara Pt	TOWER IJ	IDR	1,255.000	34,070	17.6	16.1	15.2	4.4	3.8	3.3	25.2	2.4	11.5
简单平均					48.8	28.7	100.5	4.6	4.1	3.6	14.2	1.2	13.9
加权平均					82.2	32.4	122.7	4.5	3.9	3.3	10.9	0.6	13.0
整体平均					40.5	32.2	53.5	4.3	4.5	5.7	13.4	3.6	14.7
整体加权平均					48.9	31.0	59.2	5.5	5.8	6.3	14.5	3.9	13.6

资料来源: Bloomberg。

财务报表和比率

损益表						资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	Year end 31 Dec (RMB m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Tower business	73,371	75,857	77,552	79,250	80,886	PP&E	231,684	221,419	211,364	199,316	185,206
DAS business	3,528	4,340	5,661	7,061	8,092	Construction in progress	20,185	14,709	15,009	15,309	15,609
TSSAI business	3,939	6,131	8,790	11,700	13,978	Right-of-use assets	34,553	32,877	32,219	32,864	33,521
Others	261	257	249	262	275	Other non-current assets	7,754	5,910	6,220	6,552	6,909
Total Revenue	81,099	86,585	92,252	98,272	103,230	Total Non-current Assets	294,176	274,915	264,812	254,041	241,245
D&A	(47,515)	(49,982)	(50,663)	(52,188)	(54,246)	Trade & other receivables	30,658	34,194	39,207	41,766	45,421
Repairs and maintenance	(5,805)	(5,796)	(6,782)	(7,034)	(7,252)	Cash & Cash Equivalents	5,042	6,471	10,107	14,525	18,922
Employee benefits and expenses	(6,115)	(6,875)	(7,269)	(7,783)	(8,258)	Other current assets	7,504	7,679	8,086	8,614	9,048
Site operation and support expenses	(4,627)	(5,161)	(5,517)	(5,896)	(6,194)	Total Current Assets	43,204	48,344	57,400	64,904	73,391
Other operating expenses	(5,025)	(5,736)	(7,628)	(9,420)	(10,695)	Total Assets	337,380	323,259	322,212	318,945	314,636
Total operating expenses	(69,087)	(73,550)	(77,859)	(82,322)	(86,644)	Short term borrowings	61,999	37,142	29,714	23,771	16,640
Operating Profit	12,012	13,035	14,393	15,950	16,586	Lease liabilities	7,006	6,913	6,982	6,633	6,301
Net Finance costs	(3,923)	(3,723)	(3,132)	(2,800)	(2,377)	Accounts payable	31,460	25,264	28,029	27,166	27,726
Other gains	318	303	318	310	302	Accrued expenses & other payables	5,752	6,342	6,714	7,098	7,471
Profit Before Tax	8,407	9,615	11,579	13,461	14,511	Other current liabilities	418	521	547	574	603
Income Tax	(1,980)	(2,287)	(2,754)	(3,202)	(3,451)	Total Current Liabilities	106,635	76,182	71,986	65,243	58,741
Profit After Tax	6,427	7,328	8,825	10,259	11,059	Long term borrowings	27,121	41,572	40,325	39,115	37,159
Non-controlling Interest	1	1	1	1	2	Lease liabilities	16,745	15,677	15,991	16,310	16,637
Shareholders' Profit / Loss	6,428	7,329	8,826	10,260	11,061	Other non-current liabilities	633	474	349	279	223
Basic EPS	0.037	0.042	0.050	0.059	0.063	Total Non-current Liabilities	44,499	57,723	56,664	55,704	54,019
						Total Liabilities	151,134	133,905	128,650	120,948	112,761
						Share capital	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008
						Reserves	10,237	13,346	17,554	21,989	25,868
						Total Shareholders' Equity	186,245	189,354	193,562	197,997	201,876
						Minority Interest	1	0	0	0	0
						Total Equity	186,246	189,354	193,562	197,997	201,876
现金流量表						财务比率					
Year end 31 Dec (RMB m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Profit before tax	8,407	9,615	11,579	13,461	14,511	EBITDA margin (%)	73.4	72.8	70.5	69.3	68.6
D&A	47,515	49,982	50,663	52,188	54,246	Operating margin (%)	14.8	15.1	15.6	16.2	16.1
Net finance costs	3,923	3,723	3,132	2,800	2,377	Net margin (%)	7.9	8.5	9.6	10.4	10.7
Other non-cash items	1,413	1,039	911	958	1,006	ROA (%)	1.9	2.2	2.7	3.2	3.5
Working capital change	(1,526)	(1,259)	(2,404)	(3,688)	(3,285)	ROE (%)	3.5	3.9	4.6	5.2	5.5
Interest income received	36	22	19	30	44	Net gearing (%)	45.1	38.2	31.0	24.4	17.3
Tax paid	(2,220)	(2,619)	(2,754)	(3,202)	(3,451)						
Cash from Operating Activities	57,548	60,503	61,147	62,546	65,446						
CAPEX	(37,998)	(32,675)	(31,490)	(31,611)	(31,738)						
Others	101	1,160	134	157	173						
Cash from Investing Activities	(37,897)	(31,515)	(31,355)	(31,455)	(31,565)						
Change in borrowings	(594)	(3,521)	(8,676)	(7,152)	(9,087)						
Change in commercial papers	(6,000)	(11,000)	0	0	0						
Interest paid for interest-bearing liabilities	(2,675)	(2,708)	(3,152)	(2,830)	(2,421)						
Payments of lease liabilities	(9,031)	(9,902)	(10,338)	(10,325)	(10,322)						
Others	(2,537)	(429)	(3,991)	(6,367)	(7,654)						
Cash from Financing Activities	(20,837)	(27,560)	(26,156)	(26,674)	(29,484)						
Net Changes in Cash	(1,186)	1,428	3,636	4,418	4,397						
Cash at Beg of Year	6,223	5,042	6,471	10,107	14,525						
FX change	5	1	0	0	0						
Cash at End of Year	5,042	6,471	10,107	14,525	18,922						

资料来源: 公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除顺丰房托(02191 HK)、晋商银行(02558 HK)、郑州银行(06196 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk