



Company Report: China Tower (00788 HK)

中文版

Gin Yu 余劲同

(852)2509 2113

公司报告：中国铁塔 (00788 HK)

Chinese version

gin.yu@gjtj.com.hk

19 March 2024

2023年盈利稳定增长；折旧期结束打开股息增长空间，“买入”

- **我们维持中国铁塔（“公司”）的目标价为 1.20 港元，维持投资评级为“买入”。** 我们预计 2024-2026 财年每股收益分别为人民币 0.065 元/ 人民币 0.076 元/ 人民币 0.124 元。由于大量铁塔的折旧年限将在 2025 年第四季度到期，将为利润释放提供充足的空间，我们预计 2026 年派息水平将大幅上升；因此，我们维持“买入”的投资评级及 1.20 港元的目标价。我们的目标价对应 16.9 倍/ 14.3 倍/ 8.8 倍 2024-2026 财年市盈率，相当于 4.1%/ 5.0%/ 8.1% 的 2024-2026 财年股息率。
- **尽管受到新服务框架协议的影响，中国铁塔在 2023 财年仍录得稳定的盈利增长。** 由于对存量订单给予折扣以及新订单的共享折扣率上升，2023 年塔类业务收入下降 2.8%。然而，尽管受到新协议的影响，2023 年股东净利仍同比增长 11.0% 至人民币 97.5 亿元。进入 2024 年，新协议对塔类业务折扣率的同比影响将消失，加上三大运营商预计将维持适度的 5G 基站建设，类塔业务收入有望同比小幅改善。
- **2015 年收购的存量铁塔资产折旧年限将于 2025 年第四季度到期，将为 2026 年的利润增长提供强劲动力。** 2015 年 10 月，公司向三大电信运营商收购约人民币 2,035 亿元资产，其中约一半为折旧年限 10 年的铁塔资产（这些铁塔仍可正常使用，但需支付维修维护费用），而中国铁塔自建铁塔的折旧年限为 20 年。这些现有的 10 年折旧期限的铁塔资产将在 2025 年第四季度折旧到期，而中国铁塔采用直线折旧法。折旧费用的扣除预计将远远高于所需的维修和维护费用。因此，我们预计 2026 年股东净利将大幅增长。
- **我们预计公司 2026 年及以后的派息水平有望超出市场预期。** 公司的派息水平基本上与当年的股东净利挂钩，由于我们预测 2026 年股东净利将出现爆发式增长，加上未来现金流稳健，我们认为公司将保持较高的派息率。因此，我们认为 2026 年及以后的派息水平将超出市场预期。
- **催化剂：** 派息的上升；“两翼”业务增速快于市场预期。
- **风险：** “两翼”业务增速慢于预期；5G 建设慢于预期；管理层可能在 2026 年选择降低派息率。

Rating:

Buy
Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

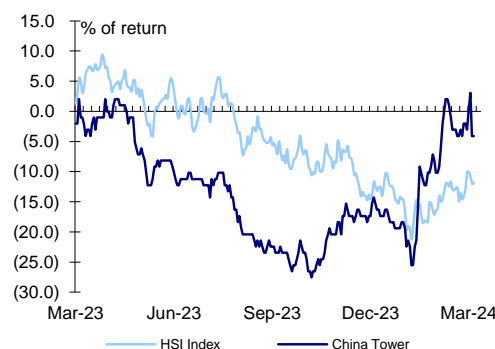
HK\$1.20
HK\$1.20

Share price 股价:

HK\$0.940

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 %	5.6	13.3	-3.1
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	3.2	12.6	11.2
Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元)	0.96	0.87	0.85

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2022A	92,170	8,787	0.050	19.0	16.6	1.107	0.8	0.032	3.8	4.6
2023A	94,009	9,750	0.056	12.0	15.3	1.131	0.8	0.037	4.3	5.0
2024F	98,485	11,279	0.065	16.1	13.3	1.158	0.7	0.045	5.2	5.6
2025F	103,082	13,351	0.076	16.9	11.4	1.189	0.7	0.055	6.4	6.5
2026F	107,682	21,688	0.124	63.2	7.0	1.258	0.7	0.089	10.3	10.1
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)			165,448.0		Free float(%) 自由流通比率(%)		0.3			
3 month average vol. 3 个月平均成交股数('000)			247,424.4		FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)		29.2			
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)			1.020 / 0.710		FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元)		1.5			

Source: the Company, Guotai Junan International.

我们维持中国铁塔（“公司”）的目标价为 1.20 港元，维持投资评级为“买入”。我们预计 2024-2026 财年每股收益分别为人民币 0.065 元/ 人民币 0.076 元/ 人民币 0.124 元。由于大量铁塔的折旧年限将在 2025 年第四季度到期，将为利润释放提供充足的空间，我们认为公司不会降低派息率，预计 2026 年派息水平将大幅上升；因此，我们维持“买入”的投资评级及 1.20 港元的目标价。我们的目标价对应 16.9 倍/ 14.3 倍/ 8.8 倍 2024-2026 财年市盈率，相当于 4.1%/ 5.0%/ 8.1% 的 2024-2026 财年股息率。

尽管受到新服务框架协议的影响，中国铁塔在 2023 财年仍录得稳定的盈利增长。2022 年底，公司与三大运营商签订了新的五年服务框架协议，根据新协议，存量订单的基准价格将给予 2.4% 的折扣，共享折扣率将如表 1 和表 2 所示进行调整。由于对存量订单的折扣和新订单的共享折扣率上升，2023 年塔类业务收入下降 2.8%。然而，尽管受到新协议的影响，受益于室内分布式天线系统（室分）业务和“两翼”业务的强劲需求以及费用率的有效管控，2023 年股东净利仍同比增长 11.0% 至人民币 97.5 亿元。进入 2024 年，新协议对塔类业务折扣率的同比影响将消失，加上三大运营商预计将维持适度的 5G 基站建设，类塔业务收入有望同比小幅改善。

表-1: 新旧服务框架的折扣率比较

	旧协议	新协议
由 2 家租户共享时给予锚定客户的折扣	35%	37.4%
由 2 家租户共享时给予其他客户的折扣	30%	32.4%
由 3 家租户共享时给予锚定客户的折扣	45%	47.4%
由 3 家租户共享时给予其他客户的折扣	40%	42.4%

资料来源：公司。

表-2: 定价举例 - 一套挂高 30 米的自建地面塔设备

基准价格（人民币）	情景	租户	对基准价格的折扣	对电力引入费的折扣	租户租金（人民币）	单站租金（人民币）
34,455	一家独享	锚定租户	0%	0%	47,660	47,660
	两家共享有锚定	锚定租户	37.4%	45%	28,831.6	60,046.2
		其它租户	32.4%	40%	31,214.6	
	两家共享无锚定	租户	32.4%	40%	31,214.6	62,429.2
	三家共享有锚定	锚定租户	47.4%	55%	24,065.6	76,962.8
		其它租户	42.4%	50%	26,448.6	
	三家共享无锚定	租户	42.4%	50%	26,448.6	79,345.8

资料来源：公司。

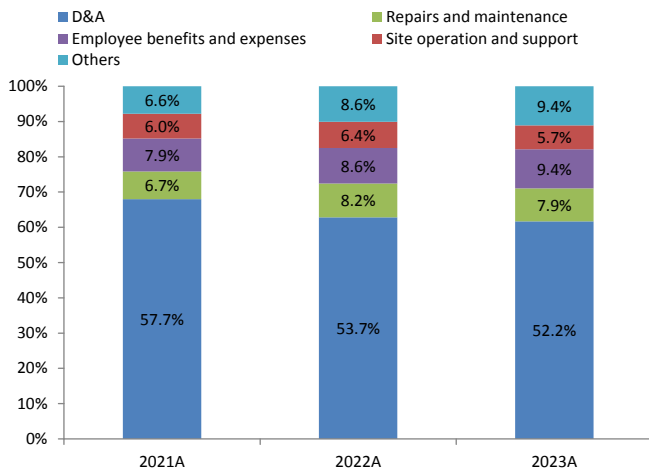
2015 年收购的存量铁塔资产折旧年限将于 2025 年第四季度到期，将为 2026 年的利润增长提供强劲动力。折旧在公司的经营费用中占据绝对主导地位，2023 年折旧摊销占总收入的比例为 52.2%，因此折旧对公司的盈利能力有重大影响。2015 年 10 月，公司向三大电信运营商收购约人民币 2,035 亿元资产，其中约一半为折旧年限 10 年的铁塔资产（这些铁塔仍可正常使用，但需支付维修维护费用），中国铁塔自建铁塔的折旧年限则为 20 年。这些现有的 10 年折旧期限的铁塔资产将在 2025 年第四季度折旧到期，而中国铁塔采用直线折旧法。折旧费用的扣除预计将远远高于所需的维修和保养费用。因此，我们预计 2026 年股东净利将大幅增长。

表-3: 中国铁塔各类资产的折旧年限

	估计剩余价值	估计使用年限
楼宇	3%	30 年
机械及电子设备	3%	5 – 7 年
办公设施及其它	3%	5 – 6 年
铁塔和配套设施	0-3%	10 – 25 年
- 收购铁塔		10 年
- 自建屋顶塔		10 年
- 自建地面塔		20 年

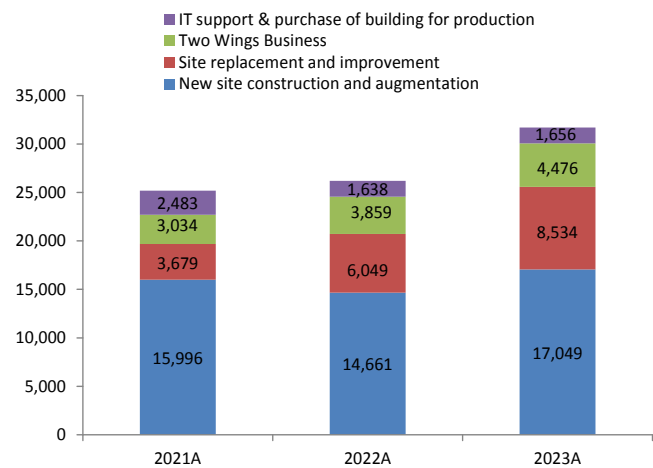
资料来源: 公司。

图-1: 中国铁塔费用率



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-2: 中国铁塔资本开支分布



资料来源: 公司、国泰君安国际。

我们预计公司的现金流将保持稳健。2023 年, 公司经营性现金流出现较大波动, 2023 年经营性现金流同比下降 49.6%, 主要是由于第一年实施新的服务框架协议。协议中许多条款需要经过公司省级分公司和电信运营商省级分公司的确认, 相关计费系统也需要升级。因此, 电信运营商业务的经营性现金流波动较大。随着相关协议的实施, 我们相信未来的经营性现金流将保持稳健, 为公司股息的稳定增长提供基础。

我们预计公司 2026 年及以后的派息水平有望超出市场预期。公司非常重视股东回报, 自在港交所上市以来, 派息率呈逐年上升趋势。公司的派息水平基本上与当年的股东净利挂钩, 由于我们预测 2026 年股东净利将出现爆发式增长, 加上未来现金流稳健, 我们认为公司将保持较高的派息率。因此, 我们认为 2026 年及以后的派息水平将超出市场预期。

催化剂: 派息的上升; “两翼”业务增速快于预期。

风险: “两翼”业务增速慢于预期; 5G 建设慢于预期; 管理层可能在 2026 年选择降低派息率。

表-4: 同业比较

公司名称	股票代码	货币	股价 (百万港元)	市值			市盈率			市净率			ROE(%)	D/Y (%)	EV/EBITDA
				24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	24F	24F
香港上市公司															
中国铁塔-H 股	00788 HK	HKD	0.940	165,448	13.8	11.2	6.4	0.8	0.7	0.7	5.5	4.7	2.8		
中国移动	00941 HK	HKD	66.050	1,454,775	9.0	8.5	8.2	0.9	0.9	0.9	10.5	7.9	2.9		
中国联通	00762 HK	HKD	5.560	170,126	7.6	6.7	6.0	0.4	0.4	0.4	5.8	7.6	1.0		
中国电信-H 股	00728 HK	HKD	3.910	536,638	9.8	8.9	7.8	0.7	0.7	0.7	7.5	7.2	3.0		
中兴通讯-H 股	00763 HK	HKD	17.120	142,186	7.2	6.7	6.3	1.0	0.9	0.8	14.5	3.8	6.7		
中国通信服务-H 股	00552 HK	HKD	3.580	24,795	5.9	5.5	4.5	0.5	0.5	n.a.	8.8	6.9	n.a.		
香港电讯-Ss	06823 HK	HKD	9.100	68,976	13.4	12.8	12.4	2.0	2.0	2.0	14.9	8.5	8.4		
简单平均					9.5	8.6	7.4	0.9	0.9	0.9	9.6	6.7	4.1		
加权平均					9.4	8.6	7.8	0.9	0.8	0.8	9.6	7.3	3.1		
美国上市公司															
American Tower Corp	AMT US	USD	197.340	719,647	28.2	28.2	25.7	21.9	23.7	19.9	72.9	3.3	18.7		
Crown Castle Intl Corp	CCI US	USD	105.770	359,135	36.5	54.4	38.8	8.0	9.3	9.5	21.5	5.9	16.6		
Sba Communications Corp	SBAC US	USD	215.480	182,162	41.2	32.8	32.7	(4.6)	(4.4)	(4.0)	(11.3)	1.8	18.4		
简单平均					35.3	38.5	32.4	8.4	9.5	8.5	27.7	3.7	17.9		
加权平均					32.4	36.3	30.4	14.1	15.5	13.5	46.1	3.9	18.1		
其它市场															
Indus Towers Ltd	INDUSTOW	INR	249.100	63,319	12.0	11.4	10.9	2.7	2.4	2.2	23.8	2.4	5.4		
Cellnex Telecom Sa	CLNX SM	EUR	32.210	193,903	n.a.	n.a.	178.9	1.6	1.6	1.7	(1.4)	0.2	13.5		
Tower Bersama Infrastructure	TBIG IJ	IDR	1,900.000	21,440	26.6	24.4	19.5	3.6	3.4	n.a.	13.6	2.2	11.6		
Sarana Menara Nusantara Pt	TOWR IJ	IDR	865.000	21,977	11.9	11.2	10.4	2.3	2.0	1.9	20.4	3.1	8.4		
简单平均					16.8	15.7	54.9	2.6	2.4	1.9	14.1	2.0	9.8		
加权平均					14.9	14.0	119.8	2.1	1.9	1.8	6.5	1.0	11.3		
整体平均					20.6	20.9	31.6	4.0	4.3	3.8	17.1	4.1	10.6		
整体加权平均					18.9	19.6	52.7	5.7	6.1	5.4	20.7	4.1	10.8		

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tower business	77,204	75,023	75,630	76,217	76,785	PP&E	209,377	201,542	193,616	185,715	188,445
DAS business	5,827	7,140	8,588	10,110	11,762	Construction in progress	12,339	12,313	11,748	11,171	10,583
TSSAI business	8,904	11,497	13,901	16,369	18,731	Right-of-use assets	31,578	31,083	30,461	29,852	29,255
Others	235	349	366	385	404	Other non-current assets	2,560	2,986	3,230	3,497	3,789
Total Revenue	92,170	94,009	98,485	103,082	107,682	Total Non-current Assets	255,854	247,924	239,055	230,235	232,072
D&A	(49,532)	(49,049)	(48,804)	(48,560)	(38,560)	Trade & other receivables	42,260	71,685	73,864	72,157	64,609
Repairs and maintenance	(7,593)	(7,408)	(7,580)	(8,115)	(10,094)	Cash & Cash Equivalents	5,117	3,955	6,695	7,030	8,383
Employee benefits and expenses	(7,940)	(8,844)	(9,750)	(10,514)	(11,199)	Other current assets	2,329	2,443	2,565	2,693	2,828
Site operation and support expenses	(5,857)	(5,393)	(5,909)	(6,185)	(6,461)	Total Current Assets	49,706	78,083	83,124	81,880	75,821
Other operating expenses	(7,936)	(8,813)	(9,869)	(11,118)	(12,414)	Total Assets	305,560	326,007	322,179	312,115	307,893
Total operating expenses	(78,858)	(79,507)	(81,911)	(84,492)	(78,728)	Total Liabilities	111,969	128,313	119,742	104,222	87,925
Operating Profit	13,312	14,502	16,574	18,590	28,954	Short term borrowings	25,597	23,786	21,407	16,056	12,042
Net Finance costs	(2,879)	(2,784)	(2,732)	(1,921)	(1,358)	Lease liabilities	7,127	6,864	6,521	6,195	5,885
Other gains	1,095	1,114	1,003	902	947	Accounts payable	26,646	28,286	27,031	27,882	25,980
Profit Before Tax	11,528	12,832	14,845	17,571	28,543	Accrued expenses & other payables	5,510	4,825	4,971	5,128	4,778
Income Tax	(2,741)	(3,082)	(3,565)	(4,220)	(6,856)	Other current liabilities	278	173	182	191	200
Profit After Tax	8,787	9,750	11,279	13,351	21,688	Total Current Liabilities	65,158	63,934	60,111	55,451	48,885
Non-controlling Interest	0	0	0	0	0	Long term borrowings	31,448	49,329	44,396	33,297	23,308
Shareholders' Profit / Loss	8,787	9,750	11,279	13,351	21,688	Lease liabilities	14,947	14,647	14,940	15,239	15,544
Basic EPS	0.050	0.056	0.065	0.076	0.124	Other non-current liabilities	416	403	294	236	188
						Total Non-current Liabilities	46,811	64,379	59,630	48,771	39,040
						Total Liabilities	111,969	128,313	119,742	104,222	87,925
						Share capital	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008
						Reserves	17,583	21,686	26,429	31,885	43,960
						Total Shareholders' Equity	193,591	197,694	202,437	207,893	219,968
						Minority Interest	0	0	0	0	0
						Total Equity	193,591	197,694	202,437	207,893	219,968
现金流量表						财务比率					
Year end 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Profit before tax	11,528	12,832	14,845	17,571	28,543	EBITDA margin (%)	68.2	67.6	66.4	65.1	62.7
D&A	49,532	49,049	48,804	48,560	38,560	Operating margin (%)	14.4	15.4	16.8	18.0	26.9
Net finance costs	2,879	2,784	2,732	1,921	1,358	Net margin (%)	9.5	10.4	11.5	13.0	20.1
Other non-cash items	2,091	(54)	1,484	1,558	1,636	ROA (%)	2.8	3.1	3.5	4.2	7.0
Working capital change	1,735	(28,732)	(3,434)	2,563	5,137	ROE (%)	4.6	5.0	5.6	6.5	10.1
Interest income received	124	43	32	54	56	Net gearing (%)	26.8	35.0	29.2	20.4	12.3
Tax paid	(2,755)	(3,082)	(3,565)	(4,220)	(6,856)						
Cash from Operating Activities	65,134	32,840	60,897	68,006	68,434						
CAPEX	(28,662)	(30,965)	(32,001)	(32,771)	(33,553)						
Others	1,005	754	889	985	968						
Cash from Investing Activities	(27,657)	(30,211)	(31,112)	(31,787)	(32,585)						
Change in borrowings	(21,870)	16,070	(7,312)	(16,451)	(14,003)						
Change in commercial papers	0	0	0	0	0						
Interest paid for interest-bearing liabilities	(1,832)	(2,827)	(2,764)	(1,974)	(1,414)						
Payments of lease liabilities	(10,136)	(9,680)	(9,657)	(9,645)	(9,643)						
Others	(4,987)	(7,354)	(7,312)	(7,814)	(9,435)						
Cash from Financing Activities	(38,825)	(3,791)	(27,045)	(35,884)	(34,495)						
Net Changes in Cash	(1,348)	(1,162)	2,740	335	1,354						
Cash at Beg of Year	6,471	5,117	3,955	6,695	7,030						
FX change	(6)	0	0	0	0						
Cash at End of Year	5,117	3,955	6,695	7,030	8,383						

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/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有, 或将会为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2024 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.gtjai.com