

# 中国铁塔 (00788.HK)

## 公司快报

### 折旧调整与两翼业务成规模，利润将有望快速增长

#### 投资要点

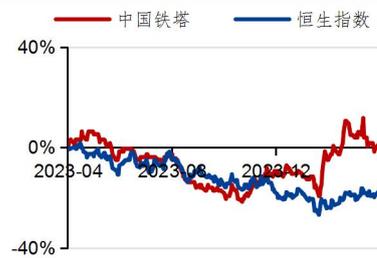
- ◆ **事件：**3月18日，中国铁塔发布2023年业绩公告。2023年度公司实现营业收入940.09亿元，同比增长2.0%；实现归母净利润97.50亿元，同比增长11.0%。
- ◆ **总营收维持增长态势，盈利能力持续提升：**2023年，公司实现营业收入940.09亿元，同比增长2%。运营业务收入821.63亿元，同比下降1.0%；其中塔类业务收入750.23亿元，同比下降2.8%；室分业务收入71.40亿元，同比增长22.5%。智联业务收入72.83亿元，同比增长27.7%。能源业务收入42.14亿元，同比增长31.7%。整体共用水平提升，塔类业务站均租户提升至1.79。经营效率稳步提升EBITDA达到635.51亿元。盈利能力持续增强，归属本公司股东的利润为97.50亿元，同比增长11.0%。
- ◆ **主要经营成本下降趋势显现，未来利润空间打开：**公司最大成本项为站点资本的折旧，2019年至2023年，占营收50%+，营业支出60%+。根据公司招股说明书，公司于2015年开始收购三大运营商铁塔资产并开始经营，部分存量铁塔的清偿延期至2018年。存量铁塔资产折旧年限为10年。考虑到部分存量铁塔在交易前已经开始折旧，2021年为公司折旧费用的高点，后续折旧费用持续改善。此外，公司新建站折旧时间由10年延展至20年。未来折旧费用可控，公司利润空间打开。
- ◆ **两翼业务-快速发展打开市场新空间：**两翼业务主要包括智联业务和能源业务，两者收入占比12.2%。智联业务主要复用现有站址资源，变“通信塔”为“数字塔”，无需大规模资本开支，边际收益成效显著，可进一步带动站址资源价值提升。能源业务主要包括换电和备电业务。即时配送市场规模扩大同时轻型电动车换电渗透率提升，换电市场空间广阔，根据沙利文数据，2023年到2026年国内电动两轮车换电市场规模年复合增长率为41.62%。
- ◆ **运营业务趋稳，室分产品带动发展：**公司通过向运营商出租站址资源获取租金收入，主要包括塔类和室分业务。根据2023业绩数据，塔类业务收入占比为79.8%，室分业务收入占比为7.6%，两者合计为87.4%。其中室分业务覆盖面积不断扩大带动该领域收入快速增长。2022年底公司与三大运营商签订新一轮商务定价协议，执行周期为2023-2027年。由于新定价协议执行过程中涉及计费系统升级调整、全量订单数据核对、服务标准商谈等具体事项，公司上半年应收款回款承压。下半年，由于协议的全面执行，回款情况好转。公司下半年自由现金流实现23.92亿元，与上半年相比由负转正。预计未来塔类营收将持续好转。展望2024-2027年，公司在“5G+室分”资源禀赋优势下，运营业务有望恢复稳健增长。
- ◆ **投资建议：**公司作为国内通信铁塔基建龙头，立足于运营业务为核心，加快能源、智联两翼业务发展，未来有望充分受益于数字经济、即时配送行业发展。结合2023年业绩公告，我们预计公司2024-2026年收入984/1027/1066亿元，同比增长

投资评级 **增持-B(首次)**  
 股价(2024-04-02) 0.92 港元

#### 交易数据

总市值(百万港元)	161,927.79
流通市值(百万港元)	42,930.75
总股本(百万股)	176,008.47
流通股本(百万股)	46,663.86
12个月价格区间	0.990/0.730

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.22	12.87	17.69
绝对收益	-3.16	12.2	0.68

#### 分析师

李宏涛

SAC 执业证书编号: S0910523030003  
 lihongtao1@huajinsec.cn

#### 相关报告



4.6%/4.4%/3.8%，归母净利润 107/120/132 亿元，同比增长 10.1%/12.2%/9.8%，对应 EPS 为 0.06/0.07/0.08 元，PE 为 15.1/13.4/12.2，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**成本下降不及预期；智联、能源业务扩张不及预期；室分业务发展不及预期；塔类业务收入不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	92170	94009	98362	102688	106567
YoY(%)	6.5	2.0	4.6	4.4	3.8
归母净利润(百万元)	8787	9750	10737	12042	13224
YoY(%)	19.9	11.0	10.1	12.2	9.8
毛利率(%)	23.1	24.8	25.4	25.6	25.8
EPS(摊薄/元)	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08
ROE(%)	4.5	4.9	5.3	5.8	6.2
P/E(倍)	18.4	16.6	15.1	13.4	12.2
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净利率(%)	9.5	10.4	10.9	11.7	12.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

1、运营商业务：考虑到中国大陆 5G 覆盖建设已经告一段落，且运营商共建共享程度逐渐加深公司塔类业务收入预期下滑，预计 2024-2026 年塔类业务分别实现营收 744.57 亿元、731.00 亿元、711.48 亿元，同比增速分别为-0.75%、-1.82%、-2.67%；考虑到中国大陆 5G 建设开始向室分倾斜，预计公司室分业务保持良好增长态势，预计 2024-2026 年室分业务分别实现营收 84.40 亿元、97.92 亿元、107.14 亿元，同比增速分别为 18.20%、16.02%、9.42%；

2、非运营商业务：考虑到数字经济发展，各行业数字化需求增长预期良好，预期 2024-2026 年智联业务分别实现营收 93.81 亿元、119.30 亿元、149.58 亿元，同比增速分别为 28.81%、27.17%、25.38%；考虑到即时配送行业需求发展，公司能源业务将保持良好增长，预计 2024-2026 年能源业务分别实现营收 57.09 亿元、74.86 亿元、93.60 亿元，同比增速分别为 35.48%、31.12%、25.04%。

表 1：中国铁塔业务收入预测（亿元，%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铁塔业务	772.03	750.23	744.57	731.00	711.48
同比	1.77%	-2.82%	-0.75%	-1.82%	-2.67%
室分业务	58.27	71.40	84.40	97.92	107.14
同比	34%	23%	18.20%	16.02%	9.42%
智联业务	57.04	72.83	93.81	119.30	149.58
同比	40.5%	27.7%	28.81%	27.17%	25.38%
能源业务	32.00	42.14	57.09	74.86	93.60
同比	54.5%	31.7%	35.48%	31.12%	25.04%
其他业务	2.36	3.49	3.75	3.81	3.86
同比	-8%	48%	7.52%	1.42%	1.42%
总营收	921.70	940.09	983.62	1026.88	1065.67
同比	6.45%	2.00%	4.63%	4.40%	3.78%
毛利率	23.1%	24.8%	25.4%	25.6%	25.8%

资料来源：聚源，华金证券研究所

中国铁塔是国内通信基础建设重要参与者，我们选取三大运营商中国移动（HK）、中国联通（HK）、中国电信（HK）作为可比公司。以 2024 年 4 月 2 日收盘价来看，公司 2024-2026 年对应的 PE 分别为 15.1 倍、13.4 倍、12.2 倍，可比公司 PE 的均值分别为 8.9 倍、8.2 倍、7.7 倍，公司估值虽高于可比公司均值，考虑到公司所处市场空间较大，公司持续推动两翼业务发展，运营商业务将保持相对稳定，预计未来有望带来新一轮业绩成长，首次覆盖，给予增持 -B 建议。

表 2：可比公司估值（亿元）

公司	市值	归母净利润			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国移动（HK）	14924.6	1448.3	1542.9	1604.3	9.1	8.5	8.2
中国电信（HK）	5718.5	336.7	371.1	401.7	10.2	9.2	8.5
中国联通（HK）	1756.3	212.4	232.8	253.0	7.5	6.8	6.3
均值	7466.5	665.8	715.6	753.0	8.9	8.2	7.7
中国铁塔	1619.3	107.4	120.4	132.2	15.1	13.4	12.2

资料来源：Wind 一致预期，中国铁塔盈利预测来自华金证券研究所，注：股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	49706	78083	83707	93282	73382	<b>营业收入</b>	92170	94009	98362	102688	106567
现金	5117	3955	26136	33179	11008	营业成本	70922	70694	73354	76350	79084
应收票据及应收账款	36493	64837	46572	48620	50457	营业税金及附加	7936	8813	8233	8550	9388
预付账款	8096	9291	11000	11483	11917	营业费用	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0	管理费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	255854	247924	234911	219031	204650	财务费用	2879	2784	3056	2418	1222
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	209377	201542	192070	182597	173125	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	31578	31083	25903	20722	15542	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	14899	15299	16939	15712	15983	<b>营业利润</b>	10433	11718	13719	15370	16873
<b>资产总计</b>	305560	326007	318618	312313	278032	营业外收入	1095	1114	597	685	759
<b>流动负债</b>	65158	63934	58992	54779	51677	营业外支出					
短期借款	25597	23786	17423	12849	9921	<b>利润总额</b>	11528	12832	14316	16056	17632
应付票据及应付账款	26646	28286	28194	27970	27272	所得税	2741	3082	3579	4014	4408
其他流动负债	12915	11862	13375	13959	14484	<b>税后利润</b>	8787	9750	10737	12042	13224
<b>非流动负债</b>	46811	64379	57413	50253	13507	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	31448	49329	41892	34941	-1788	<b>归属母公司净利润</b>	8787	9750	10737	12042	13224
其他非流动负债	15363	15050	15521	15311	15294	EBITDA	63939	64665	32024	33126	33507
<b>负债合计</b>	111969	128313	116405	105031	65184						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	176008	176008	177008	178008	179008	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	17583	21686	20686	19686	18686	<b>成长能力</b>					
留存收益	0	0	4519	9588	15154	营业收入(%)	6.5	2.0	4.6	4.4	3.8
归属母公司股东权益	193591	197694	202213	207282	212848	营业利润(%)	19.9	11.0	10.1	12.2	9.8
<b>负债和股东权益</b>	305560	326007	318618	312313	278032	归属于母公司净利润(%)	14.0	19.9	11.0	10.1	12.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	23.1	24.8	25.4	25.6	25.8
						净利率(%)	9.5	10.4	10.9	11.7	12.4
						ROE(%)	4.5	4.9	5.3	5.8	6.2
						ROIC(%)	3.8	4.4	4.6	5.4	5.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	36.6	39.4	36.5	33.6	23.4
						流动比率	0.8	1.2	1.4	1.7	1.4
						速动比率	0.8	1.2	1.4	1.7	1.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
						应收账款周转率	2.5	1.4	2.1	2.1	2.1
						应付账款周转率					
						<b>估值比率</b>					
						P/E	18.4	16.6	15.1	13.4	12.2
						P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
						EV/EBITDA	3.4	3.6	6.4	5.7	5.1

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与恒生指数指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于恒生指数指数波动；

## 分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)