

中国铁塔 (788 HK)

24 财年业绩符合预期，维持“持有”评级

中国铁塔公布 2024 财年业绩。收入同比增长 4.0%至 978 亿元人民币，符合我们及彭博一致预期。净利润增长 10.0%至 107 亿元人民币，高于我们的预测 1.8%，但低于彭博一致预期 2.2%。主营业务方面，传统塔类业务收入（占收入的 77%）为 757 亿元，同比增长 0.9%；室分业务（占收入的 9%）和两翼业务（占收入的 14%）保持双位数增长，分别达到 84 亿元（同比增长 18%）和 134 亿元（同比增长 16%）。公司于 2025 年 2 月宣布进行股票合并（每 10 股合并为 1 股），旨在优化资本结构，同时为股东创造更多价值。我们维持对中国铁塔的“持有”评级，目标价上调至 13.7 港元，对应估值从此前基于 3.1x 的 2024 财年 EV/EBITDA 调整至 4.0x 2025 财年 EV/EBITDA。

- **传统业务保持稳定。**塔类业务在 2024 年四季度环比持平，收入为 190 亿元人民币。据彭博一致预期，2025-27 年期间中国本土电信运营商的销售额预计将保持低个位数增长。我们认为，电信运营商将会持续进行成本优化，公司传统业务可能会继续承压。
- **室分业务和两翼业务（铁塔智联和能源业务）将保持双位数增长。**我们预计室分业务收入在 2025/26 年将增长 14.0%/11.6%，主要受公司抓住信号升格项目等市场机遇所推动。在两翼业务中，铁塔智联业务收入在 2024 年四季度创下了 28 亿元人民币的历史新高（2024 年一季度至三季度收入约为 20 亿元人民币），主要由于国家自然灾害预警和农田保护项目带来的收入增量全部计入四季度营收。展望未来，我们预计两翼业务收入在 2025/26 年将增长 17.5%/16.2%。
- **维持“持有”评级，**鉴于公司的收入上行空间有限。**新目标价为 13.7 港元，**基于 4.0x 2025 财年 EV/EBITDA（此前为 3.1x），对应公司五年平均远期 EV/EBITDA。更高的估值是考虑到公司正致力于提高股东回报。中国铁塔宣布截至 2024 年末的股息为 0.42 元人民币（包括每股 0.11 元人民币的中期股息），这意味着 2024 年的派息率为 76%（2021-23 年分别为 70%/72%/75%）。**风险提示：**上行风险包括宏观经济复苏状况好于预期、国内电信运营商增加支出等；下行风险包括国内电信运营商持续进行成本优化，以及股息支付率下降。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	94,009	97,772	101,796	104,386	108,429
同比增长(%)	2.0	4.0	4.1	2.5	3.9
EBITDA(百万人民币)	63,551.0	66,559.0	69,054.6	71,215.7	74,458.4
净利润(百万人民币)	9,750.0	10,729.0	12,121.0	13,717.8	16,106.9
同比增长(%)	11.0	10.0	13.0	13.2	17.4
每股收益(人民币)	0.56	0.61	0.69	0.78	0.92
市盈率(倍)	20.4	18.6	16.4	14.5	12.4

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

持有 (维持)

目标价	13.70 港元
(前目标价)	9.50 港元)
潜在升幅	11.9%
当前股价	12.24 港元

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 3916 3739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	57,116.6
3 月平均流通量(百万港元)	1,752.4
52 周内股价高/低(港元)	12.26/1.21
总股本(百万)	4666.4

资料来源：FactSet

股东结构

花旗集团	9.0%
GIC	7.0%

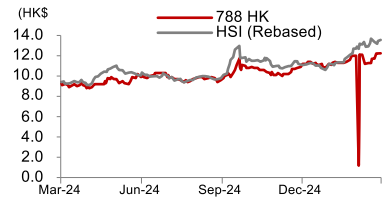
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	2.0%	-4.5%
3 - 月	13.3%	-7.5%
6 - 月	26.2%	-7.7%

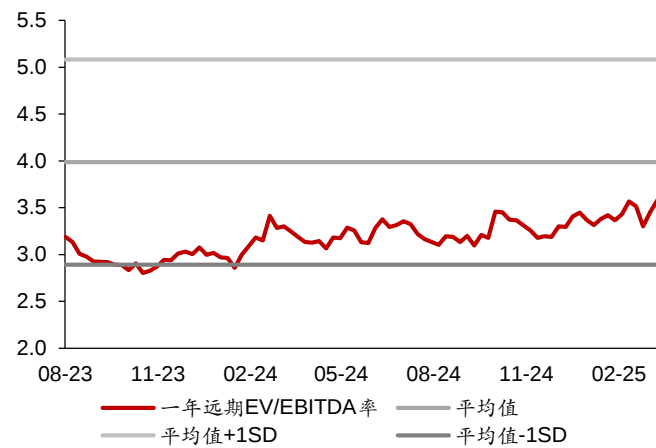
资料来源：FactSet

股份表现



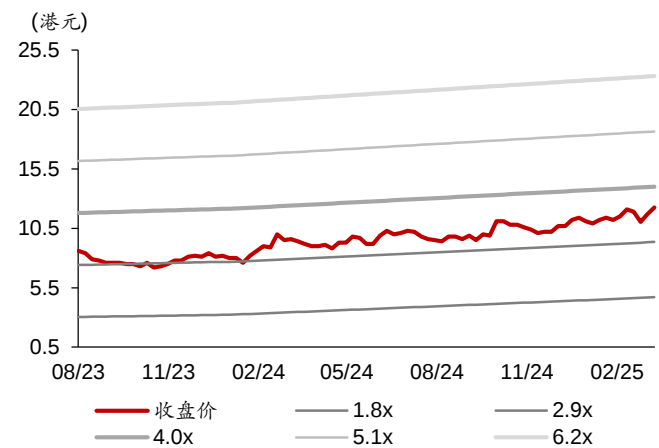
资料来源：FactSet

图 1: 中国铁塔一年远期 EV/EBITDA 率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 中国铁塔动态 EV/EBITDA 率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

(人民币百万元)	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	101,796	104,386	108,429	101,661	104,723	N/A	0%	0%	N/A
EBITDA	69,055	71,216	74,458	67,115	69,690	N/A	3%	2%	N/A
净利润	12,121	13,718	16,107	12,302	14,413	N/A	-1%	-5%	N/A
每股收益 (人民币)	0.69	0.78	0.92	0.70	0.82	N/A	-1%	-5%	N/A
毛利率	67.8%	68.2%	68.7%	66.0%	66.5%	N/A	1.8 ppt	1.7 ppt	N/A
净利率	11.9%	13.1%	14.9%	12.1%	13.8%	N/A	-0.2 ppt	-0.7 ppt	N/A

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际预测 vs. 彭博一致预期

(人民币百万元)	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	101,796	104,386	108,429	101,914	105,723	111,682	0%	-1%	-3%
EBITDA	69,055	71,216	74,458	68,301	70,168	74,611	1%	1%	0%
净利润	12,121	13,718	16,107	13,065	21,305	29,547	-7%	-36%	-45%
每股收益 (人民币)	0.69	0.78	0.92	0.74	0.99	1.49	-7%	-21%	-38%
毛利率	67.8%	68.2%	68.7%	67.0%	66.4%	66.8%	0.8 ppt	1.9 ppt	1.9 ppt
净利率	11.9%	13.1%	14.9%	12.8%	20.2%	26.5%	-0.9 ppt	-7 ppt	-11.6 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
营业收入	92,170	94,009	97,772	101,796	104,386	108,429
营业费用	(78,858)	(79,507)	(81,442)	(84,078)	(85,100)	(86,524)
销售费用	(49,532)	(49,049)	(50,229)	(51,336)	(51,930)	(52,553)
人工成本	(5,857)	(5,393)	(5,504)	(5,629)	(5,668)	(5,779)
其他	(23,469)	(25,065)	(25,709)	(27,113)	(27,503)	(28,192)
营业利润	13,312	14,502	16,330	17,718	19,286	21,906
其他收入	1,095	1,114	365	380	390	405
EBITDA	62,844	63,551	66,559	69,055	71,216	74,458
利息收入	124	43	63	95	149	152
利息支出	(3,003)	(2,827)	(2,639)	(2,244)	(1,774)	(1,268)
其他收入/支出	0	0	0	0	0	0
税前利润	11,528	12,832	14,119	15,949	18,050	21,194
所得税	(2,741)	(3,082)	(3,389)	(3,828)	(4,333)	(5,087)
税后利润	8,787	9,750	10,730	12,121	13,718	16,107
非控股权益	0	0	1	0	0	0
净利润	8,787	9,750	10,729	12,121	13,718	16,107

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
流动资产	49,706	78,083	91,360	94,369	92,941	96,068
现金与现金等价物	5,117	3,955	2,598	7,280	8,212	7,615
应收账款	42,260	71,685	85,907	84,331	81,901	85,516
存货	0	0	0	0	0	0
预付款项	2,329	2,443	2,855	2,758	2,828	2,938
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产	255,854	247,924	241,474	226,476	212,173	199,049
物业及厂房及设备 (净额)	209,377	201,542	192,770	183,976	175,684	169,724
使用权资产	31,578	31,083	32,247	23,136	14,366	5,947
无形资产	0	0	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	14,899	15,299	16,457	19,364	22,123	23,377
总资产	305,560	326,007	332,834	320,845	305,114	295,117
流动负债	65,158	63,934	75,799	74,810	58,603	42,820
短期债务	25,597	23,786	28,525	31,075	17,804	3,723
应付账款	26,646	28,286	33,269	30,877	29,181	28,450
其他流动负债	5,510	4,825	6,280	6,054	5,757	5,568
租赁负债	7,127	6,864	7,378	6,471	5,543	4,771
合同负债	0	0	0	0	0	0
应付所得税	278	173	347	335	318	308
非流动负债	46,811	64,379	57,056	42,377	38,347	38,452
长期债务	31,448	49,329	41,084	27,622	24,925	26,060
其他非流动负债	15,363	15,050	15,972	14,755	13,421	12,391
总负债	111,969	128,313	132,855	117,187	96,950	81,272
股本	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008
留存收益	17,583	21,686	23,970	27,649	32,155	37,836
股东权益总额	193,591	197,694	199,978	203,657	208,163	213,844
少数股东权益	0	0	1	1	1	1
总负债和股东权益	305,560	326,007	332,834	320,845	305,114	295,117

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
经营现金流						
税前利润	11,528	9,750	10,730	12,121	13,718	16,107
折旧摊销	49,532	49,049	50,229	51,336	51,930	52,553
营运资金变化	(7,454)	(28,634)	(10,667)	(2,275)	(774)	(5,863)
其他	11,528	2,675	(824)	2,901	2,179	1,733
净经营现金流	65,134	32,840	49,468	64,083	67,052	64,530
投资现金流						
资本开支	(28,639)	(33,464)	(31,941)	(34,611)	(35,491)	(36,866)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
其他	982	1,559	(700)	(1,177)	(1,583)	(1,984)
净投资现金流	(27,657)	(31,905)	(32,641)	(35,788)	(37,075)	(38,850)
融资现金流						
已支付股息	(4,618)	(5,653)	(6,536)	(8,442)	(9,212)	(10,426)
净借贷	(21,870)	15,997	(3,506)	(10,913)	(15,967)	(12,946)
发行股票所得现金	0	0	(8,142)	0	0	0
其他	(12,337)	(12,440)	0	(4,259)	(3,866)	(2,905)
净融资现金流	(38,825)	(2,096)	(18,184)	(23,613)	(29,045)	(26,277)
净现金流变动						
年初现金	6,471	5,117	3,955	2,598	7,280	8,212
汇率变动	(6)	(1)	0	0	0	0
年末现金	5,117	3,955	2,598	7,280	8,212	7,615
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	6.5%	2.0%	4.0%	4.1%	2.5%	3.9%
经营利润	2.1%	8.9%	12.6%	8.5%	8.8%	13.6%
EBITDA	(0.3%)	1.1%	4.7%	3.7%	3.1%	4.6%
净利润	19.9%	11.0%	10.0%	13.0%	13.2%	17.4%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
营业利益率	14.4%	15.4%	16.7%	17.4%	18.5%	20.2%
税息折旧及摊销前利润	68.2%	67.6%	68.1%	67.8%	68.2%	68.7%
股本回报率	4.6%	5.0%	5.4%	6.0%	6.7%	7.6%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	0.8	1.2	1.2	1.3	1.6	2.2
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	22.7	20.4	18.6	16.4	14.5	12.4

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。