

來源: 彭博

業務模式

- 中國鐵塔為中國通信鐵塔基礎設施服務提供商，公司從事三項業務，包括塔類業務、室分業務以及跨行業站址應用與信息業務。塔類業務為最大收入來源，截至 2018 年 9 月 30 日，運營並管理 191.7 萬個站址並服務 286.5 萬個租戶。

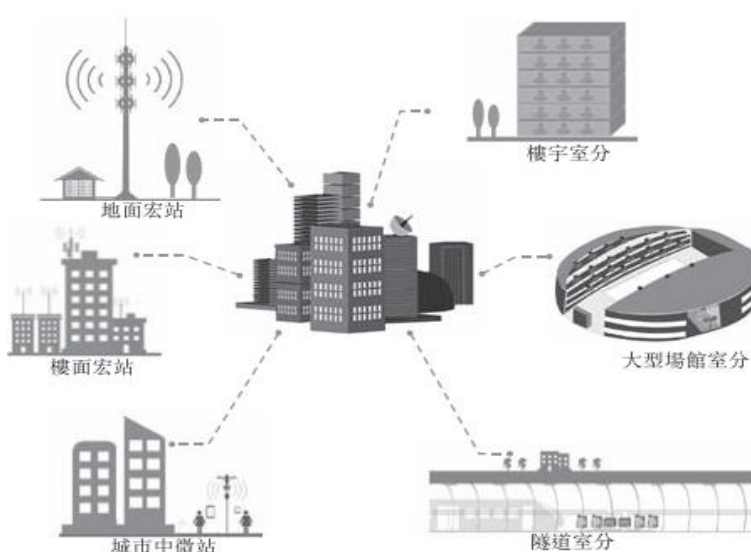
財務資料摘要

人民幣(億)	9M18
營業收入	536.4
變動(%)	6.1
EBITDA	317.2
變動(%)	5.4
淨利潤	19.6
變動(%)	16.7

主要股東資料

內資股	持股
中國移動集團	38.0%
中國聯通集團	28.1%
中國電信集團	27.9%
中國國新	6.0%
H 股	持股
Citigroup	10.6%
BlackRock	6.2%
GIC	6.0%
Private	

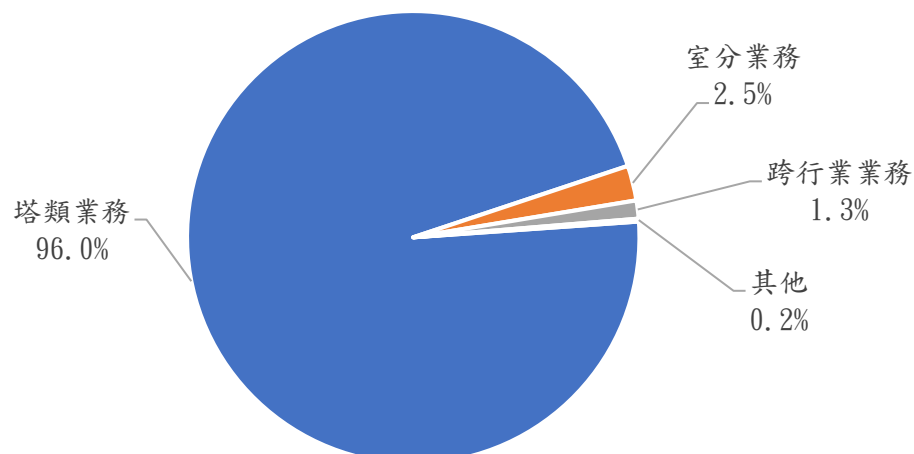
來源: 披露易



來源: 中國鐵塔招股書

- 塔類業務細分為宏站業務及微站業務。宏站業務向通信運營商提供包括鐵塔及機房或機櫃在內的站址空間，並裝載其天線或其他宏站設備，實現移動通信網絡在中國的廣泛覆蓋。微站業務向通信運營商提供包括杆塔、其他基礎設施資源以及機櫃在內的站址空間進行深度覆蓋和流量擴容。
- 室分業務向通信運營商提供室內分佈式天線系統並連接其通信設備實現樓宇與隧道中室內區域的深度覆蓋。
- 跨行業站址應用與信息業務們向來自不同行業的客戶提供包括基礎設施、維護服務與電力服務在內的站址資源服務。

收入分布



人民幣(億)	2015	2016	2017	9M18
塔類業務	87.6	555.6	670.9	515.4
室分業務	0.5	4.2	12.8	13.3
跨行業站址應用 與信息業務	-	0.2	1.7	6.8
其他業務	<0.1	0.05	1.3	0.9
總計	88.1	560.1	686.7	536.4

來源：公司通告、招股書，經鴻鵬資本證券整理

成本結構

人民幣(億)	2015	2016	2017	1H18
折舊及攤銷	51.4	275.9	326.4	161.5
場地租賃費	18.6	91.2	113.4	60.2
維護費用	13.9	57.5	61.6	29.9
人工成本	28.4	37.4	42.3	24.8
其他營運開支	17.4	47.3	65.9	29.4
總營業開支	129.6	509.3	609.5	305.8

來源：公司通告、招股書，經鴻鵬資本證券整理

盈利前景

- 根據沙利文的預測，預期國內移動通信用戶數目到 2022 年將會達到 15.6 億，2017 至 22 年複合年增長率為 1.9%。表面上，移動通信用戶增速只有低單位數，但電子商貿、網絡遊戲等行業在中國發展蓬勃，今年均每用戶移動通信數據流量錄得高速增長，預期 2017 至 22 年間，其複合年增長率達到接近 36%。另一方面，發改委於 2016 年底發布《信息基礎設施重大工程建設三年行動方案》，旨在鼓勵農村地區的網絡覆蓋。隨著數據用量增加以及中央政策驅動，鐵塔公司需加強站址覆蓋，以滿足電訊商對 4G 網絡升級的需求，有利提升規模效應。
- 12 月上旬，工信部向國內三大電訊商批出 5G 試驗頻譜的使用許可。按照計劃，中國在今年會進行 5G 試商用，2020 年正式商用。事實上，5G 的傳送速度遠勝於 4G，主要是頻率較高。一般而言，頻率越高，傳遞距離會較短。換句話說，為配合 5G 發展，中國需要將網點的密度提高，增加基站數目，以確保 5G 的有效傳輸和擴闊收入來源。根據 2018 年中發表《中國 5G 產業與應用發展白皮書》顯示，截至 2017 年底，中國 4G 基站數目達到約 330 萬個，預測 5G 基站總數最多為 4G 基站的 1.5 倍，即 5G 基站接近 500 萬個。
- 公司積極推動站址共享，透過向三大電訊營運商給予折扣，鼓勵以共享方式使用站址。由於站址共享涉及的資本開支較低，隨著共享率提升，有助提升其盈利能力。截至 2018 年 9 月底止，中國鐵塔站均通信運營商租戶數為 1.49，較國外同業平均 2 以上，有一定提升空間。

	中國鐵塔	美國鐵塔	冠城國際	印度巴帝電信
2017 年底 站均租戶數	1.43	1.90	2.20	2.35

來源：中國鐵塔招股書

- 由於現代信息技術應用層面不斷提高，包括物聯網、車聯網、大數據以及人工智能等，為跨行業站址應用與信息業務帶來更多機遇，會成為未來新盈利增長點。2018 年首三季，該業務的收入為 6.8 億人民幣，已經遠超過 2017 年全年收入 1.7 億人民幣。

風險因素

- 客戶基礎非常集中
- 5G 發展/基站建設速度低於預期
- 三大電訊商兼具主要股東及客戶的雙重身份，削弱中長線議價能力(現時商務定價協議將於 2022 年底屆滿)

投資建議

- 據彭博綜合預測，中國鐵塔預期 2019 年度 EV/EBITDA 為 7.8 倍以及股息率 1.4 厘。我們認為，公司在市場具有壟斷性的市場份額，競爭優勢非常明顯。由於國內電訊商對網絡升級需求持續和中國大力推動 5G 發展，均為未來收入及盈利增長提供動力，惟相關利好因素需時反映，建議投資者等候最佳的入市時機，作中長線部署。

盈利預測

人民幣(億)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
收入	686.7	727.4	785.7	852.5	940.5
EBITDA	403.6	425.4	462.0	505.9	575.7
淨利潤	19.4	27.0	54.9	80.8	141.6

來源: 彭博

估值

	2018E	2019E
EV/EBITDA	8.5	7.8
股息率	0.6	1.4

同業比較

公司	編號	市值 (百萬港元)	股價年初至 今變化(%)	預測 EV/EBITDA(X)	預測股息率 (%)
中國鐵塔	788.HK	267,532.9	2.7	7.8	1.4
冠城國際	CCI.US	349,743.7	(1.0)	18.6	4.3
美國鐵塔	AMT.US	556,276.7	1.8	20.7	2.3
印度巴帝電信	BHIN.IN	59,641.5	12.2	7.7	4.3

來源: 彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk