中国铁塔 (788 HK)

1H24 业绩稳健，维持“持有”评级

持有 (维持)

目标价	**0.95 港元**
(前目标价	0.89 港元)
潜在升幅	**-3.2%**
当前股价	**0.98 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

公司数据

市值(百万港元)	45,730.6
3 月平均流通量(百万港元)	213.6
52 周内股价高/低(百万港元)	1.04/0.71
总股本 (百万)	46663.9

资料来源： FactSet

股东结构

GIC	6.9%
贝莱德	5.7%

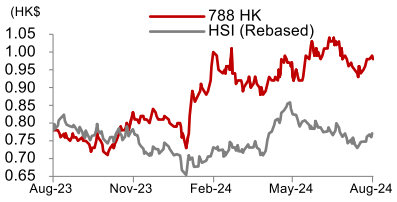
资料来源： 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-1.0%	-1.8%
3 -月	5.4%	12.9%
6 -月	-2.0%	-6.9%

资料来源： FactSet

股份表现



资料来源： FactSet

中国三大电信运营商均公布了 2024 年上半年业绩。我们注意到，1) 三大运营商相继缩减了资本支出（2024 年资本支出总额预计下降 5.4%），并将投资重点逐步从 5G 网络部署转向云计算和算力等高增长领域，2）传统通信业务收入增速放缓（中国移动/中国联通/中国电信该业务的收入增速在上半年分别为 2.5%/2.1%/4.3%），3）持续的成本管控，推动运营商营业成本占比下降（中国移动/中国联通/中国电信营业成本在上半年分别下降 2.0/0.8/0.1 个百分点），以及销售、管理、研发费用率下降（中国联通/中国电信该费率下降 1.2/0.5 个百分点，而中国移动上升 0.6 个百分点）。在这个背景下，三大运营商的塔类费用支出维持稳定。我们预计中国铁塔传统塔类收入仍将保持稳定，2024 和 2025 年同比增速为 1%左右，室分业务与两翼业务有望实现双位数增长。此外，公司管理层决定通过中期派息（每股股息 0.0109 元人民币）来增加股东回报。鉴于公司未来增速较为温和（2024 和 2025 年整体收入增速分别为 2%/4%）且目前估值水平较为合理，**维持“持有”评级，目标价调整至 0.95 港元。**

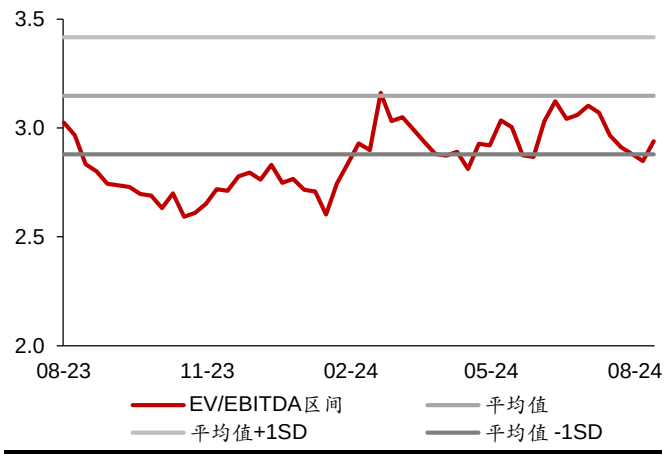
- **公司传统通信业务保持稳定。**塔类业务占 2024 年上半年公司整体收入的 79%，在过去几个季度保持平稳（2024 年前两个季度环比增速分别为 1.7%/0.3%）。根据彭博数据，2024 和 2025 年中国三大运营商的收入预计仅将实现中低单位数的增长。我们认为，中国运营商持续的成本优化将令中国铁塔的传统通信业务承压。我们预计该塔类业务在 2024 和 2025 年将和去年持平，收入同比增速仅为 1.2%/0.8%。
- **室分业务与两翼业务（智联和能源业务）将实现双位数增长。**2024 年上半年，智联和能源业务收入同比增长分别为 17.6%/2.4%。其中，铁塔视联业务收入同比增长 20.9%至 25 亿元人民币，占智联业务收入的 63%。同时，受益于强劲的换电需求，能源业务收入同比增长 18.4%。
- **维持“持有”评级，目标价调整至 0.95 港元，基于 3.1 倍 2024 年 EV/EBITDA 估值（低于 3 年平均值 0.5 个标准差）。**我们认为三大电信运营商将继续推行成本优化，因三家运营商的传统通信业务在 2024 年上半年仅实现了中低单位数的增长。而这三家公司支付的塔类相关费用占到中国铁塔同期收入的 88%，因此我们预计中国铁塔的整体收入增速将保持稳定（2024 和 2025 年的增速分别为 4.1%/3.9%）。我们将中国铁塔 2024 和 2025 年的每股收益预测分别上调 1%/17%，主要考虑到公司折旧及摊销费率的下降（2024 和 2025 年预计为 50.4%/49.2%，2022 和 2023 年为 53.7%/52.2%），以及其他成本优化措施。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	92,170	94,009	97,865	101,661	104,723
同比增长 (%)	6.5	2.0	4.1	3.9	3.0
净利润 (百万人民币)	8,787.0	9,750.0	10,542.8	12,302.3	14,413.2
同比增长 (%)	19.9	11.0	8.1	16.7	17.2
每股收益 (人民币)	5.03	5.58	6.03	7.04	8.25
市盈率 (倍)	17.8	16.1	14.9	12.7	10.9
股本回报率 (%)	4.6	5.0	5.3	6.1	6.9

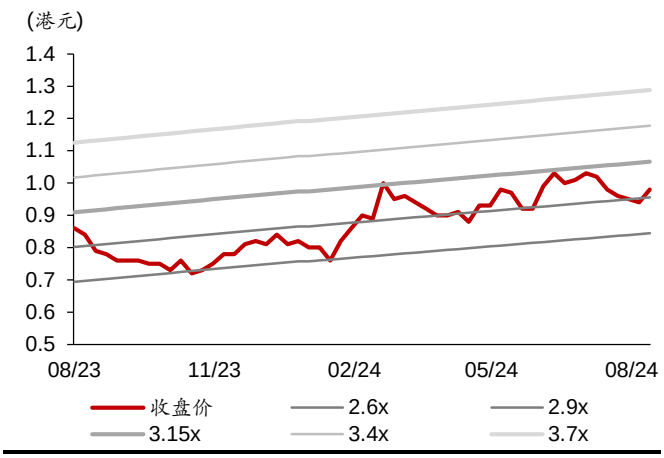
资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 1: 中国铁塔 EV/EBITDA 区间



资料来源: 公司资料, 彭博

图 2: 中国铁塔动态 EV/EBITDA 比率



资料来源: 公司资料, 彭博

图 3: 招银国际环球市场最新预测 vs. 过往预测

	最新预测			过往预测			对比 (%)		
人民币百万元	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	97,865	101,661	104,723	95,879	97,371	NA	2%	4%	NA
息税折旧摊销前利润	64,905	67,115	69,690	66,017	67,625	NA	-2%	-1%	NA
净利润	10,543	12,302	14,413	9,839	10,292	NA	7%	20%	NA
每股收益 (人民币)	0.06	0.07	0.08	0.06	0.06	NA	1%	17%	NA
息税折旧摊销前利率	66.3%	66.0%	66.5%	68.9%	69.5%	NA	-2.5 ppt	-3.4 ppt	NA
净利率	10.8%	12.1%	13.8%	10.3%	10.6%	NA	0.5 ppt	1.5 ppt	NA

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际环球市场预测 vs. 彭博一致预期

	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
人民币百万元	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	97,865	101,661	104,723	98,087	102,358	106,241	0%	-1%	-1%
息税折旧摊销前利润	64,905	67,115	69,690	65,870	67,928	69,678	-1%	-1%	0%
净利润	10,543	12,302	14,413	10,781	12,882	17,399	-2%	-5%	-17%
每股收益 (人民币)	0.06	0.07	0.08	0.06	0.07	0.10	-4%	-5%	-14%
息税折旧摊销前利率	66.3%	66.0%	66.5%	67.2%	66.4%	65.6%	-0.8 ppt	-0.3 ppt	1 ppt
净利率	10.8%	12.1%	13.8%	11.0%	12.6%	16.4%	-0.2 ppt	-0.5 ppt	-2.6 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测, 彭博一致预期

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（人民币百万元）						
营业收入	**86,585**	**92,170**	**94,009**	**97,865**	**101,661**	**104,723**
营业费用	**(73,550)**	**(78,858)**	**(79,507)**	**(82,316)**	**(84,538)**	**(85,449)**
销售费用	(49,982)	(49,532)	(49,049)	(49,356)	(49,992)	(50,416)
人工成本	(5,161)	(5,857)	(5,393)	(5,886)	(5,911)	(5,880)
其他	(18,407)	(23,469)	(25,065)	(27,074)	(28,634)	(29,153)
营业利润	**13,035**	**13,312**	**14,502**	**15,549**	**17,123**	**19,274**
其他收入	303	1,095	1,114	783	813	838
利息收入	22	124	43	109	163	221
利息支出	(3,745)	(3,003)	(2,827)	(2,566)	(1,909)	(1,363)
其他收入/支出	0	0	0	0	0	0
税前利润	**9,615**	**11,528**	**12,832**	**13,875**	**16,191**	**18,969**
所得税	(2,287)	(2,741)	(3,082)	(3,333)	(3,889)	(4,556)
税后利润	**7,328**	**8,787**	**9,750**	**10,543**	**12,302**	**14,413**
非控股权益	(1)	0	0	0	0	0
净利润	**7,329**	**8,787**	**9,750**	**10,543**	**12,302**	**14,413**

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（人民币百万元）						
流动资产	**48,344**	**49,706**	**78,083**	**72,653**	**70,190**	**72,947**
现金与现金等价物	6,471	5,117	3,955	7,552	9,686	13,646
应收账款	34,194	42,260	71,685	62,804	58,119	56,844
存货	0	0	0	0	0	0
预付款项	7,679	2,329	2,443	2,296	2,385	2,457
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	**274,915**	**255,854**	**247,924**	**234,581**	**222,185**	**209,390**
物业及厂房及设备（净额）	221,419	209,377	201,542	190,476	178,818	167,258
使用权资产	32,877	31,578	31,083	29,843	27,893	25,200
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	20,619	14,899	15,299	14,261	15,474	16,932
总资产	**323,259**	**305,560**	**326,007**	**307,234**	**292,375**	**282,337**
流动负债	**76,182**	**65,158**	**63,934**	**55,615**	**47,758**	**35,980**
短期债务	37,142	25,597	23,786	18,173	13,423	3,484
应付账款	25,264	26,646	28,286	25,339	23,403	22,503
其他流动负债	6,342	5,510	4,825	5,460	5,196	5,017
租赁负债	6,913	7,127	6,864	6,624	5,719	4,958
合同负债	0	0	0	0	0	0
应付所得税	521	278	173	18	18	17
非流动负债	**57,723**	**46,811**	**64,379**	**50,695**	**39,298**	**35,851**
长期债务	41,572	31,448	49,329	36,996	26,846	24,391
其他非流动负债	16,151	15,363	15,050	13,699	12,452	11,459
总负债	**133,905**	**111,969**	**128,313**	**106,309**	**87,056**	**71,831**
股本	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008
留存收益	13,346	17,583	21,686	24,916	29,311	34,498
其他储备	0	0	0	0	0	0
股东权益总额	**189,354**	**193,591**	**197,694**	**200,924**	**205,319**	**210,506**
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	**323,259**	**305,560**	**326,007**	**307,234**	**292,375**	**282,337**

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日（人民币百万元）						
经营现金流						
税前利润	**9,615**	**11,528**	**9,750**	**10,543**	**12,302**	**14,413**
折旧摊销	49,982	49,532	49,049	49,356	49,992	50,416
营运资金变化	(2,360)	(7,454)	(28,634)	4,434	949	(1,625)
其他	3,266	11,528	2,706	4,495	1,872	1,611
净经营现金流	**60,503**	**65,134**	**32,871**	**68,828**	**65,115**	**64,816**
投资现金流						
资本开支	(32,513)	(28,639)	(31,715)	(37,825)	(37,767)	(37,333)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
其他	998	982	2,351	1,944	1,468	978
净投资现金流	**(31,515)**	**(27,657)**	**(29,364)**	**(35,881)**	**(36,298)**	**(36,355)**
融资现金流						
已支付股息	(3,934)	(4,618)	(7,313)	(7,313)	(7,907)	(9,227)
净借贷	(10,521)	(21,870)	16,070	(17,946)	(14,900)	(12,393)
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(13,105)	(12,337)	(3,250)	(4,091)	(3,876)	(2,881)
净融资现金流	**(27,560)**	**(38,825)**	**5,508**	**(29,350)**	**(26,684)**	**(24,501)**
净现金流变动						
年初现金	5,042	6,471	5,117	3,955	7,552	9,686
汇率变动	1	(6)	0	0	0	0
年末现金	**6,471**	**5,117**	**3,955**	**7,552**	**9,686**	**13,646**

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之分析员，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于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定。

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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定。

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，请与我们联络。

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之分析员，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个人。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篇制的报告。 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。