

# 中嘉博创 (000889)

证券研究报告

2021年01月24日

## 业绩低点或已过，通信+金融科技驱动长期发展

### 一、定增获批，通信+金融科技双轮，业绩有望低谷回暖

公司原本主要从事传统零售业、房地产业，经过重组转型，相继收购创世漫道，长实通信和嘉华信息 100% 股权后，并成功剥离了商贸零售和房地产业务，公司主营业务转为信息智能传输、通信网络维护、金融外包服务三大业务，通信+金融科技双轮驱动。

公司近期公告，其非公开发行的申请获得证监会审核通过。2020 年 8 月，公司发布非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过人民币 10 亿元，募集资金将分别用于智能通信服务平台项目、融合通信平台项目、人工智能呼叫中心项目以及补充流动资金项目。

公司 2017-2018 年公司业绩持续高速增长。2019 年公司实现营业总收入 31.63 亿元，同比增幅 4.35%；同时归属于上市公司股东的净利-12.40 亿元，同比降低 590.41%，主要因为一次性计提商誉减值。2020 年前三季度受到疫情影响营业收入下滑 22.40%，我们预计随着疫情缓解，公司 2021 年业绩或将快速迎来底部反转。

### 二、5G 建设如火如荼，行业景气有望拉动需求

根据工信部披露的数据，2019 年，全国移动短信业务量同比增长 37.5%，增幅扩大 23.5%。而 RCS 的推出与商业化普及进行时将进一步提升对于短信业务的需求，提振子公司创世漫道的业绩。

根据三大运营商此前披露的 2020 年 5G 建设计划，全年 5G 资本开支超过 1800 亿元。5G 建设的投入预计将在未来几年持续增加，5G 的建设将提升对于网络维护的需求。

信用卡市场发卡量不断增长，截止 2020 年上半年，信用卡在用发卡量达到 7.56 亿张，人均持有信用卡数量为 0.54 张，但相比美国与日本仍存较大差距。同时信用卡不良贷款率的猛抬头将提升对于信用卡催收服务的需求。

### 三、三驾马车低点已过，业绩有望迎来反弹

分子公司看，创世漫道 2020H1 营业收入同比下降 67.74%，归母净利润同比下滑 97.53%，主要是竞争激烈和 2020 年疫情影响。目前处于业绩低谷，预计随着疫情结束以及未来 5g 消息的应用，公司未来业绩将出现回暖。

长实通信已入围中国电信 5G 消息第一轮试点接招募，有利于公司在全国业务的开展和落地；长实通信拥有多项甲级资质，同时收入规模位于行业前列，在 5G 时代到来，运营商加大网络投入的背景下有望抢占先机。

嘉华信息 2020 年同样受到疫情拖累，预计在信用卡发卡量持续上升，不良率增长的情况下嘉华业绩有望恢复稳定发展。

公司积极开拓探索区块链业务。包括成立事业部，与国内知名区块链公司开展合作等，携手洞见智慧科技推进区块链与隐私计算技术的场景应用与生态建设，未来有望为公司提供新的盈利增长点。

### 四、盈利预测及估值

由于公司 2020 年受疫情影响较大，下调公司 2020-2021 年净利润预测由 2.6、3.2 亿元至 0.96、2.76 亿元，预计公司 2022 年净利润为 3.35 亿元。对应 2020-2022 年 PE 分别为 50、17 和 14 倍，重申“增持”评级。

**风险提示：**短信市场竞争加剧；5G 建设与 RCS 商用进展不及预期；金融外包业务发展不及预期。

#### 投资评级

行业	通信/通信运营
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	5.16 元
目标价格	元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	936.29
流通 A 股股本(百万股)	869.85
A 股总市值(百万元)	4,831.26
流通 A 股市值(百万元)	4,488.42
每股净资产(元)	2.51
资产负债率(%)	38.99
一年内最高/最低(元)	14.74/4.82

#### 作者

唐海清 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

王俊贤 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517080002  
wangjunxian@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

- 《中嘉博创-公司点评:第一份额中标网络代维项目，积极布局 5G 时代》 2020-03-24
- 《中嘉博创-半年报点评:三驾马车布局完备，展望 5G 时代》 2019-08-28
- 《中嘉博创-公司点评:募资布局 5G 基站址经营，进一步打开成长空间》 2019-03-06

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,030.76	3,162.63	2,726.83	3,885.16	4,334.01
增长率(%)	43.82	4.35	(13.78)	42.48	11.55
EBITDA(百万元)	441.79	1,500.94	152.62	331.47	394.92
净利润(百万元)	252.88	(1,240.17)	95.54	276.23	334.92
增长率(%)	10.63	(590.41)	(107.70)	189.12	21.25
EPS(元/股)	0.27	(1.32)	0.10	0.30	0.36
市盈率(P/E)	19.07	(3.89)	49.77	17.21	14.20
市净率(P/B)	1.34	2.08	1.77	1.61	1.45
市销率(P/S)	1.59	1.52	1.74	1.22	1.10
EV/EBITDA	14.82	3.92	28.45	11.15	9.30

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 1. 定增获得批复，助力业务长期发展

公司近期公告，其非公开发行股票的申请获得证监会审核通过。

2020年8月，公司发布非公开发行股票预案，拟募集资金总额不超过人民币10亿元，股票数量不超过本次非公开发10亿行前上市公司总股本的30%。募集到的资金将分别用于智能通信服务平台项目、融合通信平台项目、人工智能呼叫中心项目以及补充流动资金项目。2021年1月18日，中国证监会审核通过了公司的非公开发行股票申请。

表 1：公司定增募集资金情况（万元）

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
智能通信服务平台项目	23,917.45	16,500.00
融合通信平台项目	18,348.74	10,500.00
人工智能呼叫中心项目	54,986.54	43,000.00
补充流动资金项目	30,000.00	30,000.00
合计	127,252.73	100,000.00

资料来源：非公开发行股票预案，天风证券研究所

**智能通信服务平台项目**主要用于提升创世漫道在图片、语音、视频等领域的核心处理平台，用以满足客户多样化以及隐私关注度提升带来的创新应用模式的需求。

**融合通信服务**通过全方位整合通信资源向企业提供定制化服务，将化解电信运营商、互联网运营商之间因为用户割裂的模式与金融企业全用户覆盖的需求所存在的矛盾，公司搭建一体化平台是企业发展的必然趋势，并有助于公司积极把握5G发展新机遇。

**人工智能呼叫中心项目**则有助于提升公司BPO业务服务产能，满足不断增长的市场需求。

本次非公开发行股票完成后，公司总资产与净资产规模将同时增加，资产负债率水平将有所下降，公司整体财务状况得以改善。同时，随着本次募集资金投资项目的逐步实施，公司未来的收入水平将稳步增长，盈利能力进一步提升，公司的整体实力和抗风险能力将进一步加强。

## 2. 收购公司开拓业务，三驾马车齐发力

公司通过收购进行持续转型。

2014年底公司开始进行连续的资产重组，8.7亿并购了创世漫道成为国内第一梯队企业短信服务提供商，创世漫道对赌的业绩2014、2015和2016年分别为0.6亿元、0.73亿元、0.9亿元。

公司2015年上半年用现金并购了长实通信，成为国内第一梯队的网络维护服务商，长实通信估价12亿元，长实通信向公司承诺2015-2017年扣非后净利润数分别不低于0.9亿元、1.08亿元和1.29亿元。公司业绩承诺已经完成。

公司2018年继续拓展新业务品类，作价14.8亿，完成了对嘉华信息的并购，并开展金融服务外包等新业务。嘉华信息承诺2017-2020年扣非净利润分别不低于1.02、1.34、1.67和2.01亿元。自此公司完成了业务的转型，转型通信+金融科技业务。

### 2.1. 三驾马车做支撑，通信与金融科技双轮驱动

公司前身主要从事传统零售业、房地产业。经过重组转型后，公司主营业务为信息智能传输、通信网络维护、金融外包服务，其他业务包括移动互联网软件开发及应用服务。公司于2014年重组收购了创世漫道（主营信息智能传输，其他业务涉及移动互联网软件开发及应用服务）100%股权、2015年重组收购了长实通信（主营通信网络维护）100%股权和出售了所属茂业控股（主营百货零售）100%的股权，成功剥离了商贸零售和房地产业务，主营业务全面转为企业短信和运营商通信服务领域，实现了由传统零售业、房地产业向通信服务行业的成功转型。

2018年6月，公司进一步加强移动信息智能传输业务，拟收购嘉华信息（主营业务为移动信息传输业务、金融服务外包业务）100%股权，其中以现金方式购买嘉华信息51%股权，以发行股份方式购买嘉华信息49%股权。

图 1：公司主要事件



资料来源：公司公告，天风证券研究所

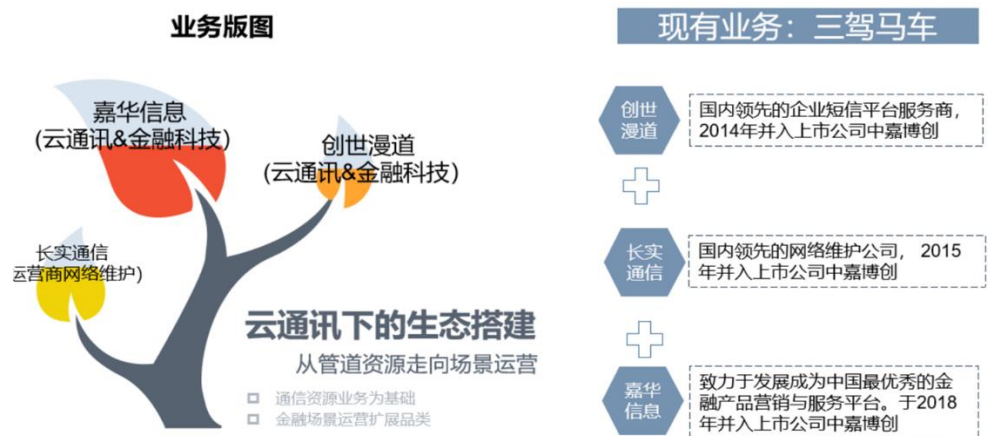
公司目前主要业务为信息智能传输、通信网络维护和金融服务外包。本公司为控股型企业，主要业务由三家全资子公司创世漫道、长实通信和嘉华信息经营，创世漫道主营信息智能传输；长实通信主营通信网络维护；嘉华信息主营信息智能传输和金融服务外包。

表 2：中嘉博创主要业务说明

子公司	主要业务	业务说明
创世漫道	信息智能传输	创世漫道、嘉华信息利用通信运营商移动通信网络系统及互联网，凭借自主研发的独立系统核心处理平台，向行业分布广泛、数量众多的企业公司、事业单位等客户提供的指定手机用户发送有真实需求的身份验证、提醒通知、信息确认、信息告知等触发类和具有真实需求的短信(含彩信.下同)，包括文字、图片或语音等格式载体，以及将指定手机用户向客户发送的短信息收集并回传的服务。同时为客户提供短信发送的各类接口产品及技术支持。
长实通信	通信网络维护	长实通信对通信运营商及铁塔公司所拥有的网络资源实行运行管理、故障维修及日常维护等全方位的专业技术服务，保障网络正常运行，提高通信网络质量和运行效率。维护服务的内容包括基站、线路、宽带接入、固定电话接入、WLAN 的运行管理和维护保障。
嘉华信息	金融服务外包	嘉华信息以服务外包的形式承接银行等金融机构部分日常营销、程序性工作，使用银行的系统，通过电话外呼形式，帮助银行丰富客户服务、促进客户交易、提高客户忠诚度、获得中间业务收入。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 2：中嘉博创业务示意图



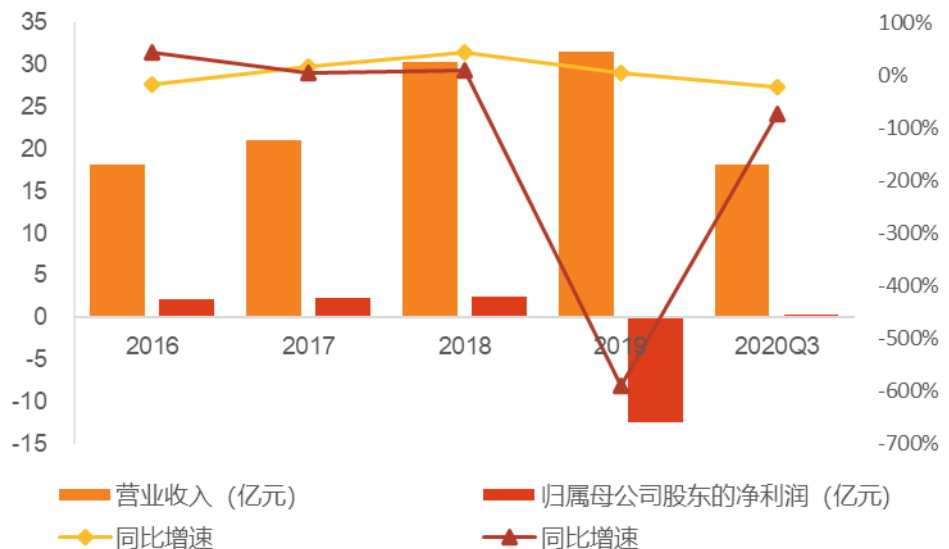
资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2.2. 业绩近两年现颓势，不良影响因素剔除后看好业绩回暖

公司不断开拓三驾马车业务，在通信与金融科技双轮驱动下前行，2016-2018 年均实现了亮眼的业绩增长，2019 年与 2020 年前三季度，受到包括商誉减值，疫情停工等不良因素的影响，公司出现了业绩的下滑，目前看负面冲击或已经结束，长期仍看好公司伴随行业发展实现业绩回暖。

从总体营收及归母净利润来看，2017-2018 年公司业绩持续高速增长，而后 2019 年业绩增速下滑，2019 年公司实现营业总收入 31.63 亿元，同比增幅 4.35%；同时归属于上市公司股东的净利-12.40 亿元。2019 年公司收入规模有所增长，造成本年亏损的原因主要是计提商誉减值和应收款项坏账准备。其中计提商誉部分，创世漫道商誉减值 4.63 亿；长实通信商誉减值 7.39 亿元。资产减值部分为 1.69 亿元。2020 前三季度由于疫情影响营业收入下滑 22.40%。目前来看由于不利因素影响，公司已位于低谷，我们预计随着疫情缓解，公司业绩将快速迎来回暖。

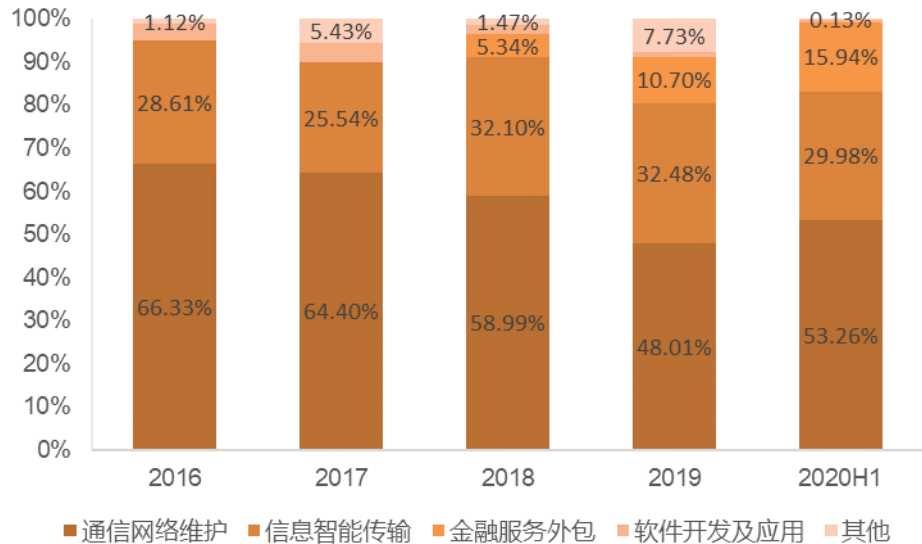
图 3：总营业收入、归母净利润及其增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从公司主营业务类别来看，通信网络维护仍然是公司业绩收入主要构成，2016-2019 年收入占比有所下滑，从 66.33% 跌至 2019 年的 48.01%，2020 上半年有少许回升。同时信息智能传输占比较为稳定，均在 30% 附近浮动。金融服务外包增长动力较足自 2018 年收购嘉华信息后，占营业收入比重持续提升，2020 年上半年占比达到 15.94%，预计随着信用卡市场不断发展以及公司品牌影响力逐渐提升，占比仍将继续提高。

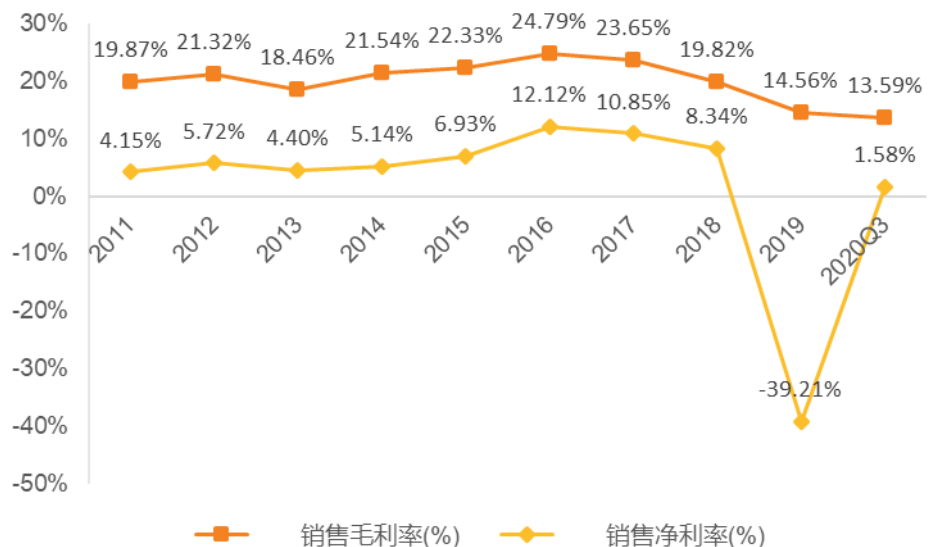
图 4: 公司主营业务构成占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从毛利率和净利率来看。公司毛利率与净利率今年出现持续下滑趋势，主要原因包括短信行业与通信维护行业整体毛利率下降，以及 2019 年的大幅商誉减值。短信行业随着大客户的规模越来越大，市场竞争加剧，短信的价格在过去几年价格不断下降。但从 2020 年情况来看，价格开始企稳回升，客户也开始接受涨价。而通信维护行业由于运营商政策的调整，行业竞争的影响，这两年毛利率有所下降。我们认为毛利率的下降趋势基本触底，未来随着 5G 建设到来将会逐步恢复。

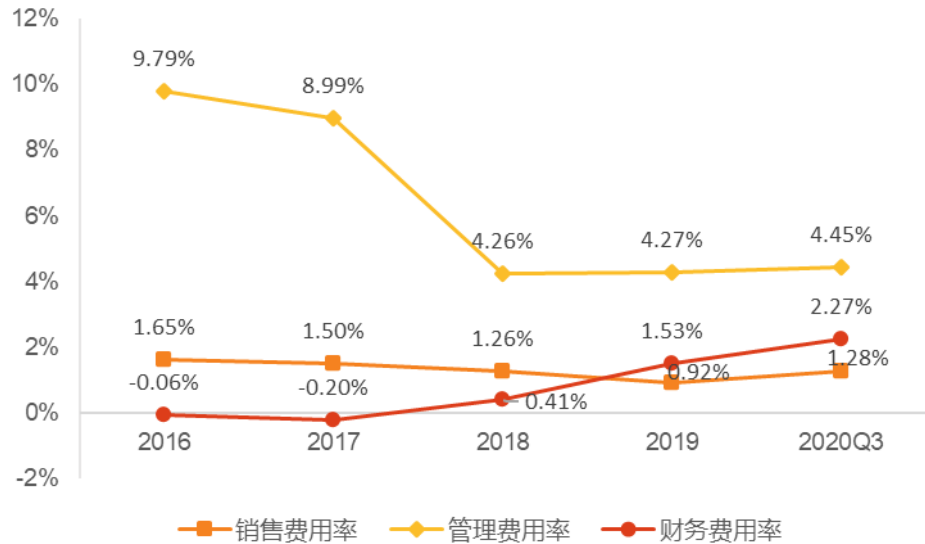
图 5: 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从公司各项费用来看，公司销售费用在 2018 年出现大幅下降，随后一直保持在较低位置，此外，管理费用率 2016-2018 年呈现逐步下降的趋势，2019 以及 2020 年前三季度有少许回升，实际 2020 年上半年管理费用同比下降 15%，预计随着营业收入回暖，管理费用比率仍将下降。而财务费用的增加则主要是股权并购款利息的增加。总体来说，公司费用管控具备一定成效。

图 6：公司三大费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

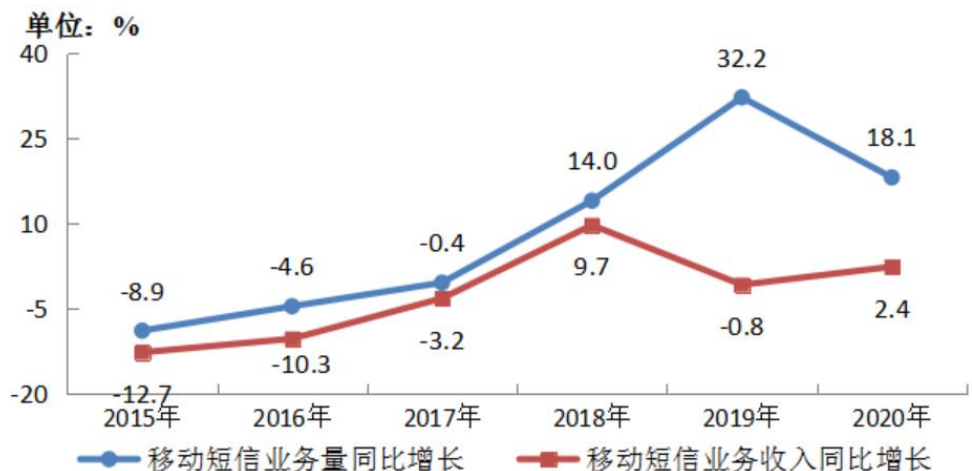
### 3. 行业稳定发展

#### 3.1. 移动短信业务体量不断增加，RCS 新机会

##### 3.1.1. 短信业务市快稳定发展

**移动短信业务体量持续增长。**根据工信部披露的数据，2019 年，全国移动短信业务量同比增长 32.2%。短信业务量的大幅提升主要原因是网络登录和用户身份认证等安全相关服务不断渗透，而随着网络的不断普及与安全认证功能的不断完善，短信业务量将保持增长。

图 7：移动短信业务持续增长



资料来源：工信部，天风证券研究所

### 3.1.2. RCS 推出，行业迎新增长动力

**5G 消息有望取得快速增长。**2020 年 4 月 8 日，三大运营商联合发布 5G 消息白皮书，拉开了 5G 应用的序幕，5G 消息（RCS）基于 GSMA RCS UP 标准搭建，实现消息的多媒体化、轻量化。2019 年 10 月，GSMA 完成标准 NG.114 的制定，对 5G 终端的业务和技术要求做出了更明确的规范，要求 5G 终端必须支持 RCS，这一点也在 RCS UP 2.4 文件中得到了印证。

根据 GSMA 的数据，全球截止目前已有 90 家运营商启动 RCS 业务，并已经有约 4.73 亿月活跃用户，预计到 2021 年，市场价值将达到 740 亿美元。

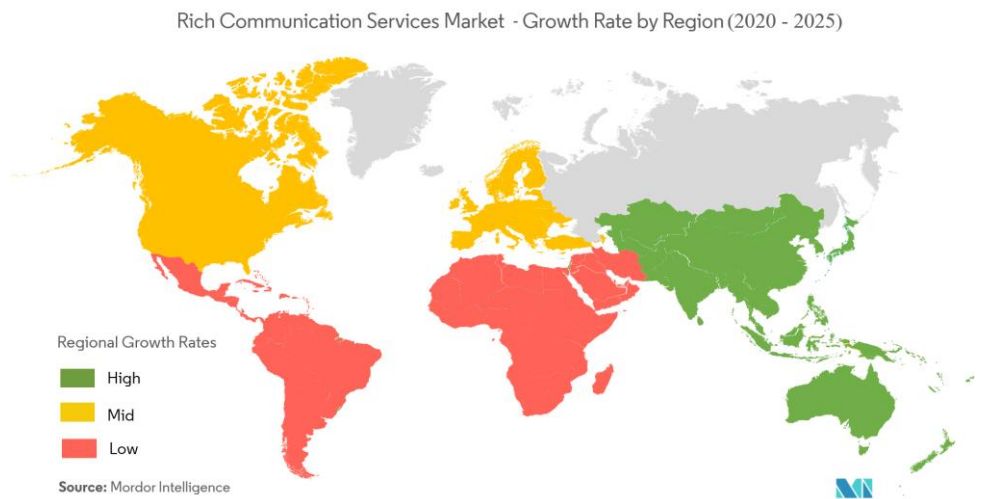
图 8：RCS 市场正在快速增长



资料来源：GSMA，天风证券研究所

**亚太地区将成为 RCS 快速增长区域。**全球 RCS 市场用户数预计高速提升，市场规模快速增大，而在其中，Mordor Intelligence 预测亚太地区将成为 2020-2025 年 RCS 富媒体市场增速最快的区域，中国作为亚太地区主要经济体和通信业发展领先国家之一，预计将进行 RCS 快速商用渗透。

图 9：RCS 未来各地区增速预测



资料来源：Mordor Intelligence，天风证券研究所

### 3.2. 运营商维护必要支出，5G 建设刺激新需求

通信服务市场由传统服务商、设备厂商和第三方通信服务商组成。通信网络的建设与维护最早由运营商自行承担，不存在市场竞争。随着通信网络技术的不断升级、网络规模增大以及通信运营商对服务重视程度的提高，从事通信网络建设与维护的专业服务商不断涌现。



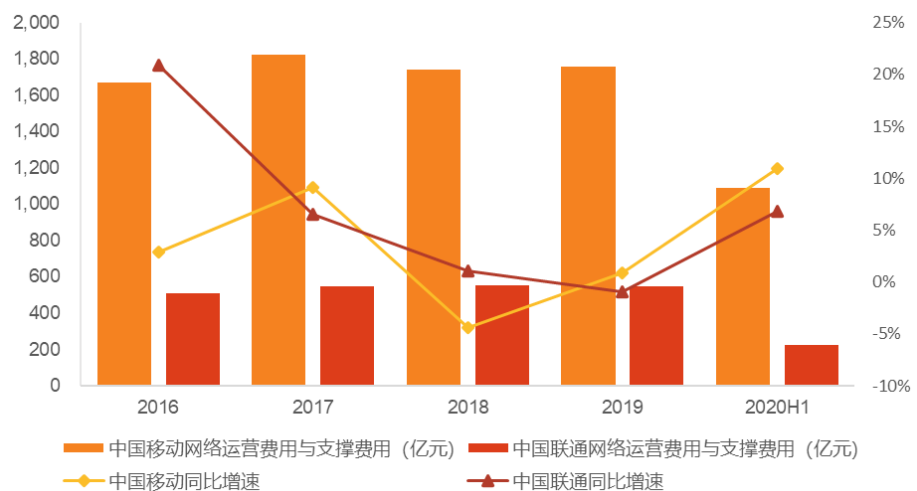
图 10: 通信维护服务产业链



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

网络维护是运营商每年资本开支中一块必要重大支出。运营商每年资本支出中都有一部分为网络运营费用与支撑费用, 其中就包含了网络维护费用, 该部分支出对于运营商而言是必要且占较大份额的支出。移动与联通近年网络运营费用与支撑费用基本每年维持增长, 2018 与 2019 增速有所放缓或呈现小幅度下滑。而 2020 年, 伴随着 5G 建设的到来, 该项费用重新实现同比增长。

图 11: 中国移动与中国联通网络运营费用情况



资料来源: 运营商推介材料, 天风证券研究所

三大运营商 5G 建设如火如荼。三大运营商将 5G 建设作为首要工作目标, 根据三大运营商此前披露的 2020 年 5G 建设计划, 全年 5G 资本开支超过 1800 亿元, 计划建成 5G 基站 50 万个。而目前仅是 5G 建设的开端, 5G 建设的投入预计将在未来几年持续增加。5G 基站和网络的建设促进着网络维护费用的提升。

表 3: 三大运营商 2020 年 5G 建设计划

运营商	5G 资本开支	5G 基站数量	5G 覆盖范围	5G 部署方式
中国移动	1000 亿元	25 万个	覆盖全国所有地市级 (含) 以上城市	加快向 SA 演进, 坚持云网一体发展

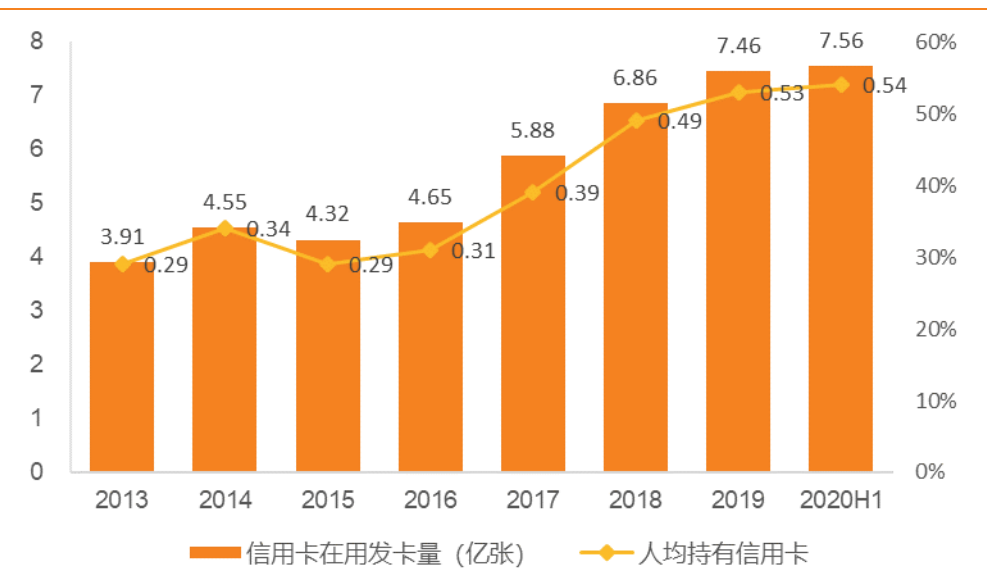
中国电信	453 亿元	与联通共建 25 万个	覆盖全国所有地市级（含）以上城市	5G SA 商用能力处于行业领先地位，5G+公有云+MEC 融合最大化 5G 技术价值
中国联通	350 亿元	与电信共建 25 万个	覆盖全国所有地市级（含）以上城市	年中商用 5G SA 网络，推进“云网边端业”高度协同
合计	1803 亿元	50 万个	-	-

资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

### 3.3. 信用卡持续提升仍存较大空间，不良率提升提振催款需求

**中国信用卡发放量不断增长。**根据中国人民银行数据，2013-2020 上半年期间，除 2015 年信用卡发卡量出现小幅度下滑外，在用发卡量均实现稳定增长，且人均持有信用卡不断上升。截止 2020 年上半年，信用卡在用发卡量达到 7.56 亿张，人均持有信用卡数量为 0.54 张。

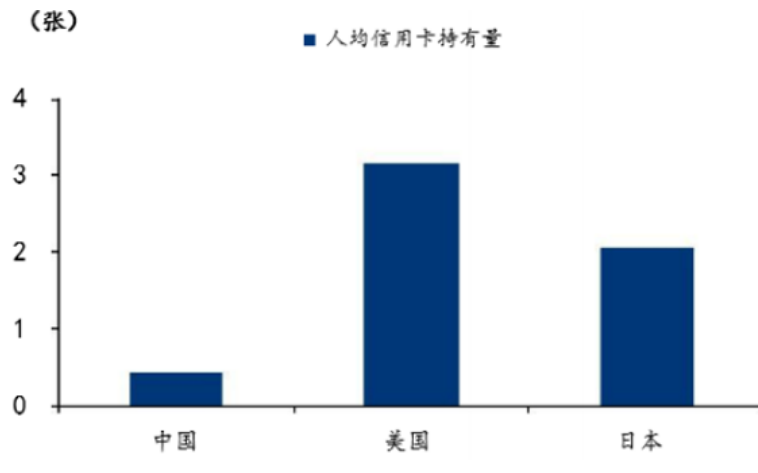
图 12：中国信用卡发放及人均持有情况



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

**人均持卡量较日美差距明显。**尽管信用卡发卡量不断增长，信用卡数量仍存在较大增长空间。对比中国与美国和日本的人均信用卡持有量，中国差距明显，2020 年上半年，中国人均持有量仅达到 0.54 张，而美国与日本早在 2018 年，人均持卡量已经为 3 张与 2 张，人均持卡量的巨大差距体现中国目前信用卡发卡量仍有较大提升空间。

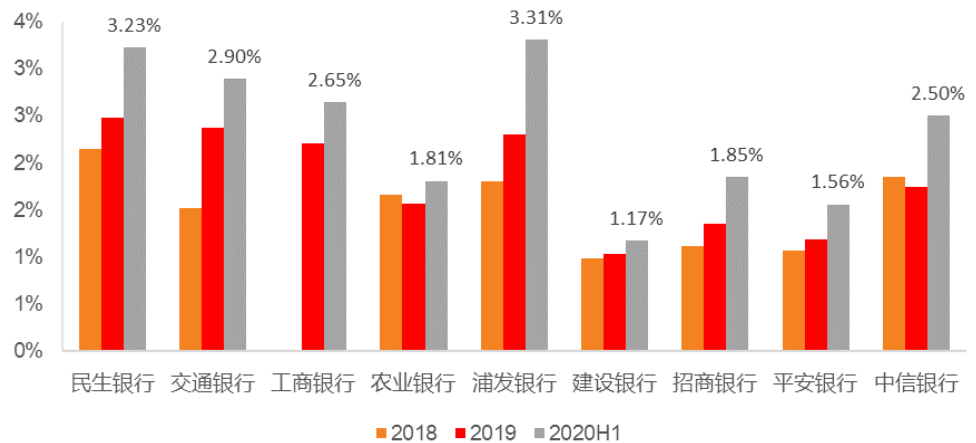
图 13：2018 年中美日人均信用卡持有量对比



资料来源：《2018 年中国信用卡行业市场现状及发展趋势预测》，天风证券研究所

**信用卡不良率猛抬头。**2020 年上半年，受疫情等因素影响，我国信用卡贷款不良率出现了激增的情况，我们选取了民生银行，交通银行，工商银行，农业银行等 9 家银行数据，发现 2019 年信用卡贷款不良率较 2018 年整体存在小幅度上扬，但 **2020 年各银行上半年信用卡贷款不良率增幅明显扩大，信用卡贷款质量管理以及催收工作需要得到改善，催收服务需求激发。**

图 14：信用卡不良贷款率激增



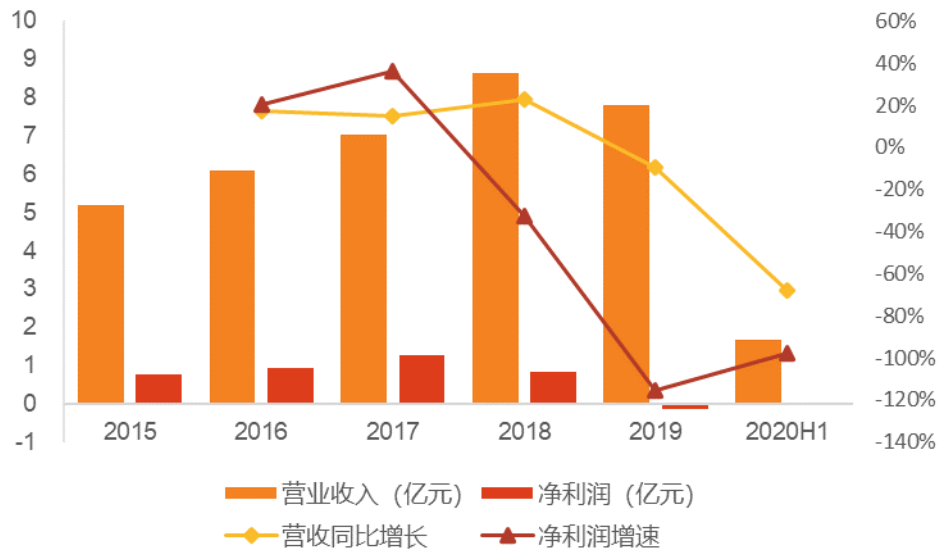
资料来源：各银行年报，天风证券研究所

## 4. 多利好推动业绩低估反弹，开拓新蓝海值得期待

### 4.1. 创世漫道：业绩下滑严重，5g 消息或推动业绩回暖

**疫情之后经济恢复、5g 消息有望提供业绩回暖支撑。**创世漫道 2019 年与 2020 年上半年均出现营业收入与归属母公司净利润双下滑的情况，公司 2019 与 2020H1 营业收入同比下降 9.54%，67.74%，归母净利润同比下滑 115.29%，97.53%。目前处于业绩低谷，但随着疫情之后经济恢复，5G 消息有望带来新一轮增长，创世漫道有望重回增长。

图 15: 创世漫道业绩情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

**创世漫道竞争优势。**经过多年发展与积累,创世漫道对比同行业公司具有一定的竞争优势,作为移动信息智能传输服务综合信息服务平台运营商,创世漫道竞争优势包括经验丰富且高效稳定的人才结构、自主核心处理平台的技术优势、分布广泛且质量较高的客户结构、进入良性循环的业务规模、长期市场化经营建立的品牌影响力、全面完善的客户增值服务优势。

表 4: 创世漫道竞争优势显著

竞争优势	具体说明
经验丰富且高效稳定的人才结构	作为科技驱动型企业,创世漫道经过激烈的市场历练,建立了一支行业经验丰富、稳定高效的核心经营团队,团队成员均为国内长期从事移动信息服务及研发的从业人员,具有深厚的行业认识和丰富的业务资源,熟悉国内三大运营商的不同技术标准,能够准确把握不同行业中客户的应用需求,并开发出操作简便、功能完善的个性化接口产品或短信管理平台。
自主核心处理平台的技术优势。	核心处理平台是创世漫道技术骨干成员自主研发并长期持续优化升级的独立系统,是业务发展的根本保障。该平台具备智能调度通道资源和综合信息服务优势,具备“平台+接口”架构的广泛适用性和较强兼容性,具备瞬时并发的快速处理能力,具备高度稳定的服务性能及严密的信息安全保障。
分布广泛、质量较高的客户结构。	专注于触发类和真实需求短信领域的专业技术服务,服务客户包括阿里巴巴、京东、腾讯、神州专车、广发银行、华融证券、中保财险、网银在线、小米、美团网、快钱、沃尔玛、全国人大信息中心、中央政法委政法综治信息中心、中国证券业协会、华为、百果园等数量众多的覆盖电子商务、金融、第三方支付、制造业、零售业、政府职能机构、公共服务等单位。报告期创世漫道服务客户数量 12,000 多家,服务终端用户超过 8 亿户,好的客户及其结构成为业务发展的主要驱动力。
进入良性发展循环的业务规模。	随着具备人工智能和大数据运用核心平台的运转使得创世漫道和运营商的合作更紧密、对客户的黏性更高,平台可以基于语义分析,拒绝率,网络吞吐率,投诉率和用户转化率等多维度动态调配生产要素和参数,产生智能学习效果,使得对信息内容有了更高的风险控制能力,可以承接更多中小企业及互联网类业务,创世漫道凭借良好的客户结构和质量、先进完善的技术支持平台,依靠规模优势提高了竞争门槛。

长期市场化经营建立的品牌影响力	坚持市场化运营的原则和技术创新驱动策略，相比拥有特殊资源优势的行业竞争对手，通过长期市场化竞争和持续技术进步积累了深刻的行业运营经验，提升客户综合信息服务水平，因此获得了客户、行业、市场的整体认可，品牌影响力不断提升，业务不断拓展，报告期创世漫道继续保持为各类客户集中度较高的头部企业，例如电商京东的首选综合信息服务商
全面完善的客户增值服务优势	具备全天候、快速应变能力，提供 7×24 小时客服人员电话专线服务。还为客户提供一系列具有前瞻性的增值服务，全面涵盖了移动信息发送服务中的各环节，为客户产生了特定的附加价值，有利于进一步完善客户体验，提高客户黏性，加强在市场竞争中确立的业务优势。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

**积极探索 5G 消息，优化体验。**公司旗下的创世漫道、嘉华信息之前分别入围北京移动 CSP 招募、参加浙江移动 5G 消息创新大赛、四川移动 CSP 商用节点测试、完成中移互联网 MAAP 平台对接等前期工作。

**电信 5G 消息招标入围打开市场。**根据中嘉博创官网新闻，中嘉博创全资子公司接到中国电信集团通知中标入围中国电信 5G 消息第一轮试点接入（集团渠道）招募，有利于公司在全国业务的开展和落地。

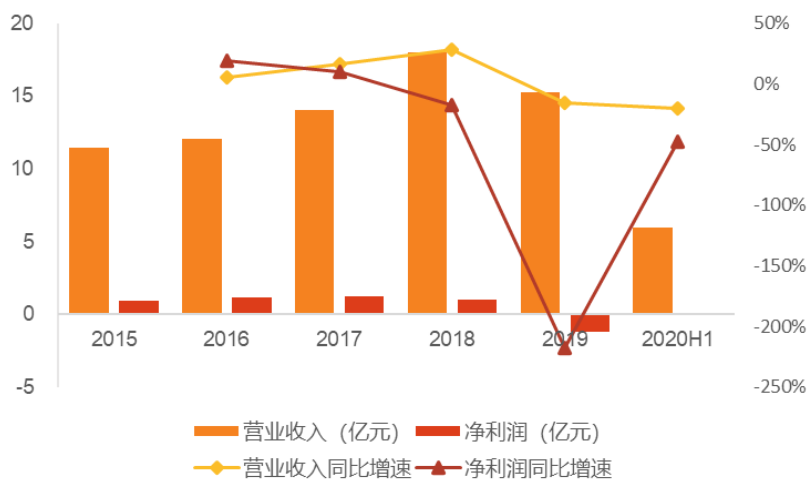
#### 4.2. 长实通信：资质行业领先，打开新蓝海

长实拥有多项甲级资质，具备跨区域服务能力，专注于网络维护，整体盈利能力位列前茅。

通信技术服务商大致可以分为三种类型：综合性、专一性和区域性。长实通信是行业内少数的同时具有网络代维基站、线路和综合代维三个甲级资质及通信网络代维(外包)企业铁塔专业甲级资质的企业。其他第三方通信技术服务商，除包括长实通信在内的少数几家起步早、技术领先的企业具有跨区域、综合运维服务能力外，大多数服务商业务范围较为狭窄、综合实力较弱、规模较小，主要集中在单一地区，以本地服务为主，地域特性显著。长实通信专注于网络维护业务，不涉及网络工程，网络优化业务趋于零。就通信网络维护业务而言，长实通信的市场规模较大，盈利能力较强。

**业绩自 2019 出现下跌，看好未来回升。**公司 2016-2018 年均实现业绩增长，2019 年出现营业收入下降 15.38%，同时净利润为负，主要原因是计提应收款项坏账准备以及债务重组损失。2020 年上半年受疫情影响营业收入继续同比下降 20.61%，净利润下降 47.54%。但随着疫情恢复，三大运营商建设 5G 基站浪潮不断推进，5G 网络维护预计将量价齐升，看好公司未来业绩回升。

图 16：长实通信业绩情况



资料来源：wind，天风证券研究所

全国范围开展业务，品牌建立良好。在经过多年经营，长实通信积累了雄厚的实力和丰富的实践经验，相继进入 28 个省级地区通信网络技术服务市场开展业务，在通信服务行业树立起良好的品牌。

图 17：长实通信全国布局

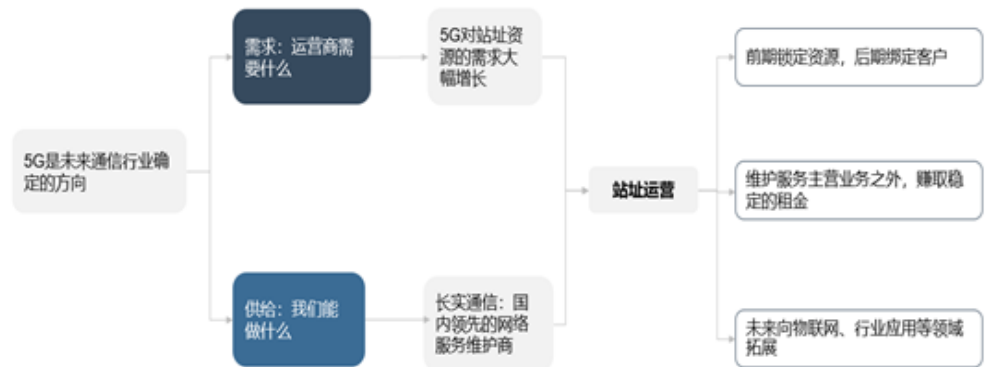


资料来源：公司网站，天风证券研究所

5G 时代到来，运营商网络服务建设维护需求将快速增长。2020 年 3 月 23 日，中国移动采购与招标网对中国移动通信集团 2020 年至 2022 年网络综合代维服务采购项目中标候选人进行了公示，中嘉博创全资子公司广东长实通信科技有限公司，为山西、福建、上海、辽宁、贵州、广东 6 个省份的网络综合代维服务中标候选人。

而后公司收到《中选通知书》，确认中选“中国移动通信集团 2020 年至 2022 年网络综合代维服务采购项目山西、福建、上海、辽宁、贵州、广东六个省份”项目，预计合同金额合计 9.37 亿元，移动的大额合同将有利于带动公司 2020 年—2022 年的营业收入增长。

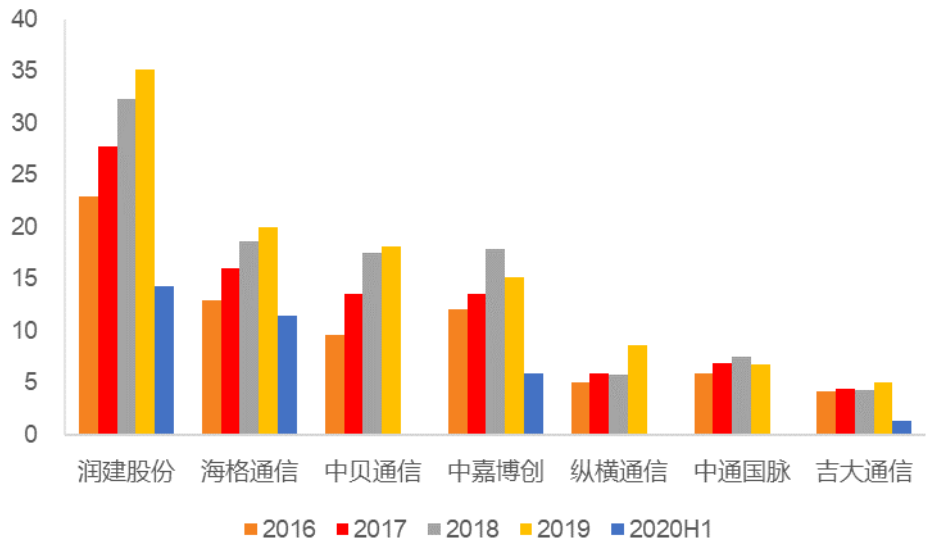
图 18：长实通信 5G 站址运营



资料来源：公司年报，天风证券研究所

位于行业头部，有利于卡位 5G 建设快车道。随着通信服务外包规模加大，运营商在近几年推行通信服务集采并加码，行业向集中化、规范化演进，市场份额向优秀的头部公司集中。根据各竞争公司业绩情况，长实通信位于行业前列，在 5G 时代到来，运营商加大网络投入的背景下有望抢占先机，卡位 5G 建设快车道。

图 19: 长实通信业绩领先 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

**入围光缆技改维护项目打开新蓝海。**北京中电飞华通信有限公司与招标代理机构于 2020 年 6 月在国家电网公司电子商务平台联合发出《北京中电飞华通信有限公司 2020 年第六次 (服务) 项目公开竞争性谈判 (北京地区) 成交结果公告》长实通信入围中电飞华天津分公司 2020 年技改光缆施工项目、北京地区电力通信专网光缆施工服务外包框架协议采购项目。本次订单是公司进入下一个蓝海市场的重要标志，国电系的网络维护建设市场的规模和运营商市场体量相当，在这新的蓝海市场公司未来继续开拓进展，获取更多份额，长远来看对公司的未来业绩有着积极正面的影响。

表 5: 长实通信入围北京中电飞华通信招标项目

入围项目	采购编号	服务内容
中电飞华天津分公司 2020 年技改光缆施工项目	ZDFH-202006-KJ02	光缆布放施工、光缆接续施工、挖沟回填施工、拉管施工
北京地区电力通信专网光缆施工服务外包框架协议采购项目	ZDFH-202006-KJ03	通信光缆建设、通信线路应急抢修、通信光缆改造、通信线路梳理、通信盯防、通信保障、通信检修等工程施工安装服务。

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

#### 4.3. 嘉华信息: 疫情拖累业绩, 信用卡不良率抬头预计提升公司业绩

公司子公司嘉华信息主要从事的金融业务流程外包 (BPO) 是指金融机构将部分业务流程或职能委托给专业服务商, 由专业服务商为其提供相应的服务。金融业务流程外包帮助金融机构实现对辅助业务的有效控制, 改善辅助业务对核心业务的支撑作用, 有利于金融机构降低成本、优化产业、提升企业核心竞争力。目前的金融服务外包业务主要是嘉华信息在银行信用卡审核、账单和交易分期、现金分期以及还款及催收等环节提供全流程的金融外包服务。

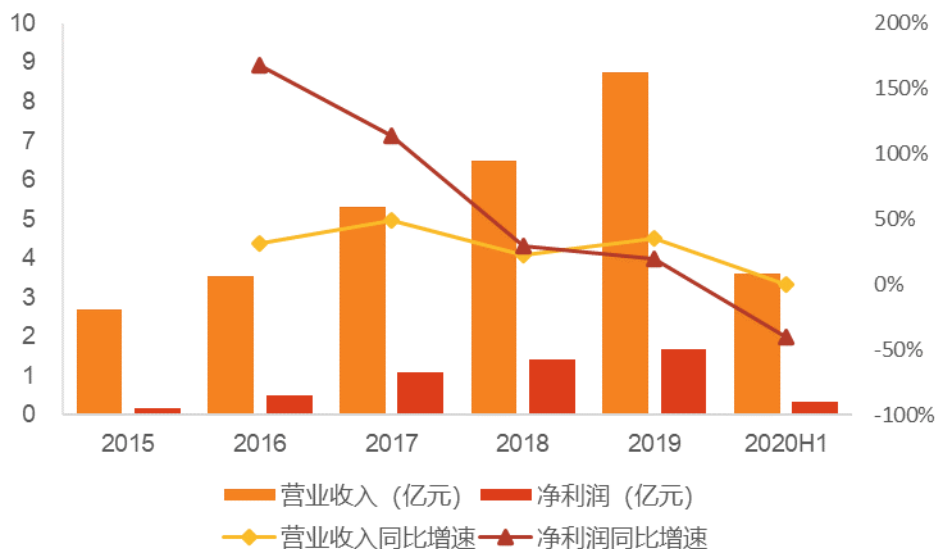
图 20：嘉华信息商业模式



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2020 受疫情影响有所下滑。嘉华信息 2015 至 2019 年业绩均实现较高增长，年复合增长率高达 34.09%，2020 年上半年受疫情影响，部分经营活动受阻所致，同时人员成本等因素相对刚性，所以利润的降幅要高于收入降幅。2020 年上半年实现营业收入 3.62 亿元，同比下降 0.15%，实现归属母公司净利润 0.33 亿元，同比下降 40.66%。预计在疫情向好的情况下，叠加信用卡发卡数和不良率的增长，公司业绩将回暖。

图 21：嘉华信息业绩情况



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4.4. 创新业务：摸索区块链业务，提高公司盈利水平

区块链业务未来发展空间广阔。近年来区块链快速发展，已是最具想象空间的领域。中嘉博创作为国内领先的金融科技、通信基础设施运维服务公司，在数字货币的全产业链环节中，曾经做过尝试，具备一定的产业经验，结合公司目前的技术水平以及品牌实力，在区块链产业中进行布局，有望提高公司盈利水平。



图 22：数字货币全产业链



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司积极开拓探索区块链业务。近年来，公司对于区块链业务的实施和开拓做出较多努力与准备，包括成立事业部，与国内知名区块链公司开展合作等，彰显了公司发展区块链、数字货币业务的决心，未来有望为公司提供新的盈利增长点。

表 6：中嘉博创区块链业务动态

措施	具体说明
成立区块链事业部	经公司研究决定，正式成立区块链事业部，全力配合公司业务发展，打造更大的业务平台，为客户提供多元化、专业化的通信综合服务。区块链事业部的成立是公司在通信业务转型升级大背景下推出的一项重要举措，是公司围绕业务转型升级，发挥资源优势，应对市场竞争做出的一次尝试。
参观比特微，就未来在区块链方向发展达成共识	中嘉博创信息技术股份有限公司董事长吴鹰率众参观考察了深圳比特微电子科技有限公司，并与深圳比特微电子科技有限公司董事长杨作兴进行了深入交谈，就未来在区块链技术发展、数字货币产业的未来合作形成了共识。吴鹰董事长认为与比特微未来双方发展战略契合，希望未来有进一步的合作空间，进军高附加值领域的业务，在微笑价值曲线的两头做出相应的布局，提高公司的盈利水平。
携手洞见智慧科技推进区块链与隐私计算技术的场景应用与生态建设	中嘉博创与洞见智慧科技签订业务合作协议，共同打造区块链与隐私计算的行业生态。业务合作包括：共同打造区块链与隐私计算的行业生态、共同开展区块链与隐私计算的技术研发以及共同推进区块链与隐私计算的应用落地。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 5. 盈利预测及估值

由于公司 2020 年受疫情影响较大，下调公司 2020-2021 年净利润预测由 2.6、3.2 亿元至 0.96、2.76 亿元，预计公司 2022 年净利润为 3.35 亿元。对应 2020-2022 年 PE 分别为 50、17 和 14 倍，维持增持评级。

风险提示：

- 1、 短信市场竞争加剧，行业竞争对手众多，未来可能竞争加剧导致价格下降；

- 2、5G 建设与 RCS 商用进展不及预期，5G RCS 消息应用未来发展具有不确定性，存在发展缓慢的可能性；
- 3、金融外包业务发展不及预期，信用卡行业发展可能不及预期，存在客户流失的可能性；

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	693.28	830.14	544.67	1,163.64	1,227.41
应收票据及应收账款	1,064.24	890.51	712.63	1,386.91	955.19
预付账款	89.82	79.84	55.77	143.13	79.09
存货	47.74	31.66	12.63	64.98	8.05
其他	111.08	106.47	129.11	173.36	117.79
<b>流动资产合计</b>	<b>2,006.15</b>	<b>1,938.63</b>	<b>1,454.81</b>	<b>2,932.01</b>	<b>2,387.53</b>
长期股权投资	0.13	0.16	0.16	0.16	0.16
固定资产	77.28	98.88	96.17	94.08	92.30
在建工程	0.00	0.05	1.83	2.90	3.54
无形资产	80.49	68.29	57.07	45.84	34.62
其他	3,074.63	1,801.59	1,816.21	1,827.73	1,813.76
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,232.52</b>	<b>1,968.97</b>	<b>1,971.44</b>	<b>1,970.72</b>	<b>1,944.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,325.50</b>	<b>3,907.60</b>	<b>3,455.18</b>	<b>4,941.32</b>	<b>4,354.42</b>
短期借款	380.26	301.73	65.00	65.00	65.00
应付票据及应付账款	398.71	478.43	295.51	754.08	440.83
其他	748.88	727.22	300.08	1,088.86	484.06
<b>流动负债合计</b>	<b>1,527.85</b>	<b>1,507.39</b>	<b>660.60</b>	<b>1,907.94</b>	<b>989.89</b>
长期借款	185.37	66.27	100.00	70.00	70.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.68	11.32	7.79	9.60	9.57
<b>非流动负债合计</b>	<b>195.05</b>	<b>77.58</b>	<b>107.79</b>	<b>79.60</b>	<b>79.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,722.89</b>	<b>1,584.97</b>	<b>768.39</b>	<b>1,987.54</b>	<b>1,069.46</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	669.10	669.10	923.29	923.29	923.29
资本公积	1,769.04	1,769.04	1,769.04	1,769.04	1,769.04
留存收益	2,933.50	1,667.96	1,763.50	2,030.49	2,361.67
其他	(1,769.04)	(1,783.48)	(1,769.04)	(1,769.04)	(1,769.04)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,602.60</b>	<b>2,322.63</b>	<b>2,686.79</b>	<b>2,953.78</b>	<b>3,284.96</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,325.50</b>	<b>3,907.60</b>	<b>3,455.18</b>	<b>4,941.32</b>	<b>4,354.42</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	252.88	(1,240.17)	95.54	276.23	334.92
折旧摊销	38.02	47.07	15.15	15.24	15.36
财务费用	12.45	51.66	26.06	12.33	8.97
投资损失	(3.10)	32.92	0.00	0.00	(10.00)
营运资金变动	(303.37)	215.77	(353.41)	355.14	(305.16)
其它	(86.19)	1,307.56	0.00	0.00	1.11
<b>经营活动现金流</b>	<b>(89.31)</b>	<b>414.81</b>	<b>(216.66)</b>	<b>658.94</b>	<b>45.20</b>
资本支出	1,296.46	(1,149.63)	6.52	1.20	3.03
长期投资	0.13	0.03	0.00	0.00	0.00
其他	(1,416.93)	1,113.52	(48.50)	(7.15)	17.82
<b>投资活动现金流</b>	<b>(120.34)</b>	<b>(36.08)</b>	<b>(41.97)</b>	<b>(5.96)</b>	<b>20.85</b>
债权融资	604.61	487.10	217.69	205.26	215.68
股权融资	700.02	(61.96)	243.44	(11.46)	(8.09)
其他	(761.98)	(676.62)	(487.97)	(227.81)	(209.87)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>542.65</b>	<b>(251.49)</b>	<b>(26.83)</b>	<b>(34.01)</b>	<b>(2.28)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>333.00</b>	<b>127.24</b>	<b>(285.47)</b>	<b>618.97</b>	<b>63.77</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3,030.76</b>	<b>3,162.63</b>	<b>2,726.83</b>	<b>3,885.16</b>	<b>4,334.01</b>
营业成本	2,430.05	2,702.27	2,347.70	3,321.74	3,694.72
营业税金及附加	12.16	9.92	10.15	14.08	15.14
营业费用	38.32	29.00	27.27	23.31	26.00
管理费用	129.13	135.04	128.16	120.44	134.35
研发费用	61.83	89.03	79.08	89.36	95.35
财务费用	12.55	48.40	26.06	12.33	8.97
资产减值损失	18.25	(1,202.70)	(3.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.11
投资净收益	3.10	(32.92)	0.00	0.00	10.00
其他	32.16	2,600.92	0.00	(0.00)	(22.23)
<b>营业利润</b>	<b>293.21</b>	<b>(1,216.32)</b>	<b>111.41</b>	<b>303.90</b>	<b>370.59</b>
营业外收入	4.30	3.84	0.00	10.00	10.00
营业外支出	2.63	8.76	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>294.89</b>	<b>(1,221.25)</b>	<b>111.41</b>	<b>313.90</b>	<b>380.59</b>
所得税	42.01	18.92	15.87	37.67	45.67
<b>净利润</b>	<b>252.88</b>	<b>(1,240.17)</b>	<b>95.54</b>	<b>276.23</b>	<b>334.92</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>252.88</b>	<b>(1,240.17)</b>	<b>95.54</b>	<b>276.23</b>	<b>334.92</b>
每股收益(元)	0.27	(1.32)	0.10	0.30	0.36

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	43.82%	4.35%	-13.78%	42.48%	11.55%
营业利润	12.93%	-514.82%	-109.16%	172.77%	21.94%
归属于母公司净利润	10.63%	-590.41%	-107.70%	189.12%	21.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.82%	14.56%	13.90%	14.50%	14.75%
净利率	8.34%	-39.21%	3.50%	7.11%	7.73%
ROE	7.02%	-53.40%	3.56%	9.35%	10.20%
ROIC	11.42%	-35.68%	6.05%	12.24%	17.63%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.35%	40.56%	22.24%	40.22%	24.56%
净负债率	-2.46%	-14.77%	-12.17%	-32.45%	-30.80%
流动比率	1.37	1.29	2.25	1.56	2.43
速动比率	1.34	1.27	2.23	1.52	2.43
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.44	3.24	3.40	3.70	3.70
存货周转率	114.20	79.66	123.14	100.12	118.70
总资产周转率	0.71	0.69	0.74	0.93	0.93
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	-1.32	0.10	0.30	0.36
每股经营现金流	-0.10	0.44	-0.23	0.70	0.05
每股净资产	3.85	2.48	2.91	3.20	3.56
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.07	-3.89	49.77	17.21	14.20
市净率	1.34	2.08	1.77	1.61	1.45
EV/EBITDA	14.82	3.92	28.45	11.15	9.30
EV/EBIT	16.13	4.04	31.59	11.69	9.67

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com