

计算机应用服务业

肖剑 窦昊明

010-88092288-3207

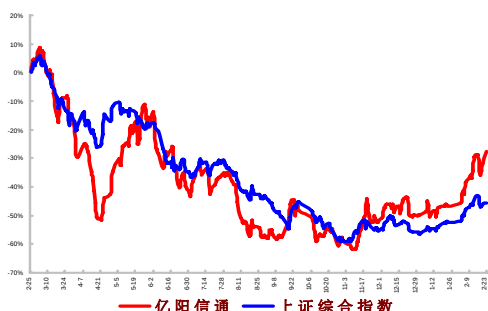
pattipop@hotmail.com

亿阳信通（600289）“四轮驱动”战略值得期待

2009 年 3 月 24 日

增持

公司一年市场表现



内容摘要:

- 亿阳信通是中国最大的行业应用软件及解决方案提供商和系统集成商之一。连续 5 年在电信行业 OSS 业务支撑系统和高速公路智能信息系统市场排名第一，业务覆盖中国 31 个省区市，重点在于通信行业和交通行业，同时为能源、金融、保险、邮政以及政府部门等提供 IT 解决方案。公司主营业务是电信运营商网管系统解决方案（OSS）和智能交通系统（ITS），其中 OSS 是公司的核心业务。
- 预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.39 元、0.52 元和 0.67 元，2009—2011 年公司市盈率为 35、30、25 倍，由此可以推算公司在未来 3 个月内，合理价位为 16.75 元，给予增持的投资评级。

公司基本数据

流通市值(亿元)	22.50
总市值(亿元)	38.86
总股本(亿股)	3.52
流通股本(亿股)	2.04
12个月最高/最低(元)	24.58/6.33

盈利预测(百万元)

项目	2009E	2010E	2011E
营业收入	814.96	1,075.75	1,398.47
营业成本	433.18	571.80	743.34
销售费用	57.83	76.34	99.24
管理费用	138.19	182.41	237.13
净利润	113.85	150.28	195.37
每股收益(元)	0.39	0.52	0.67

相关报告

《亿阳信通（600289）调研简报》2009/2/25

《亿阳信通（600289）收入有所下降，毛利率显著提高》2008/10/27

《亿阳信通（600289）收入增长将体现于下半年》2008/8/12

《亿阳信通（600289）调研简报》2008/6/17

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

目 录

公司概况.....	3
软件行业飞速发展为公司提供成长空间.....	3
电信网管业务是公司发展核心引擎.....	4
电信业 IT 投资规模扩大 网管需求增长迅速.....	5
旺盛的需求加剧行业竞争程度.....	6
中移动是公司打造竞争力的核心环节.....	7
亿阳信通在中移动网管业务的优势明显.....	9
电信行业重组为公司创造拓展机会.....	10
智能交通业务是公司发展的助燃剂.....	12
智能交通行业增长较快 但利润水平较低.....	12
公司国内业务稳步增长 海外业务尚未成型.....	13
发展方向清晰 “四轮驱动” 战略值得期待.....	13
电信增值领域前景广阔 创新产品提前布局.....	13
行业拓展势在必行 但不宜过于分散化.....	14
合理规划循序渐进 逐步开拓海外市场.....	15
5.4 亿投入长江三桥 走出股权投资第一步.....	15
盈利预测与估值.....	16

公司概况

亿阳信通是中国最大的行业应用软件及解决方案提供商和系统集成商之一。连续 5 年在电信行业 OSS 业务支撑系统和高速公路智能信息系统市场排名第一，业务覆盖中国 31 个省区市，重点在于通信行业和交通行业，同时为能源、金融、保险、邮政以及政府部门等提供 IT 解决方案。公司主营业务是电信运营商网管系统解决方案（OSS）和智能交通系统（ITS），其中 OSS 是公司的核心业务。

图1：公司主营业务构成

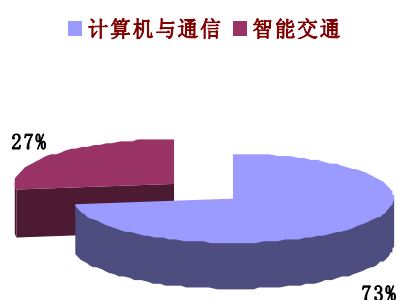
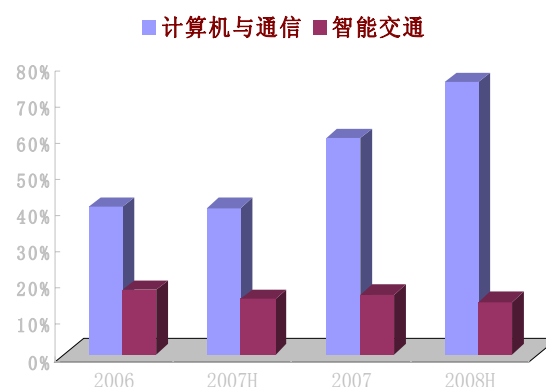


图2：主营业务毛利率变化情况



来源：CCID咨询、西南证券研发中心

从公司的发展战略来看，公司主要以行业应用软件为发展根基，在电信行业和智能交通系统已经获得了巨大的成功，同时成为这两个行业的双龙头企业；同时公司近期在大力拓展移动增值业务、同时拓展其它的各大行业应用，公司未来的行业应用范围和销售服务半径同时扩大，发展潜力巨大、前景广阔。

软件行业飞速发展为公司提供成长空间

2008 年 1-12 月，软件产业整体保持快速增长的态势，累计完成软件业务收入 7572.9 亿元，同比增长 29.8%，增速比去年同期高 8.3 个百分点。在我国软件产业收入构成中，1-12 月共完成收入 3165.8 亿元，占软件产业总收入的 41.8%，增长 32%，增速比去年同期高 9.5 个百分点。；软件外包服务收入完成出口 15.9 亿美元，同比增长 54.3%；系统集成收入 1616.4 亿元，同比增长 25.2%；软件行业增长情况高于我们的预期。

从 2008 年软件行业运营数据来看，全球经济增长的放缓、我国通货膨胀加剧、增长放缓等不利因素并没有造成我国软件产业规模出现显著衰退。软件行业增速仍高于其他行业增速。这与我国转变经济增长方式，以信息化带动工业化有着较大联系。因为信息化能有

效减少资源消耗，从而降低企业运营成本，是企业发展的必然选择。目前，我国制定出一系列节能减排与环保的行业标准，标志着我国正朝着全面信息化的目标迈进。这为软件行业未来高速增长提供了有利保证。因此在短期内增长预期虽然有所下降，但从长期来看，我国软件行业的复合增长率将保持在 20%-30%之间，增长依然较为强劲。

亿阳信通是软件行业中的优势企业。和其他行业公司相比，亿阳信通的业务更容易获得快速增长，公司规模将得到更快的扩张。因为软件行业的飞速发展，为公司提供了巨大的成长空间。

图3：2002—2008我国软件市场规模及增长率预测

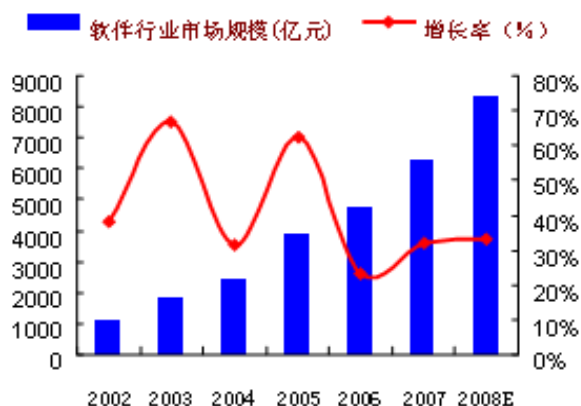
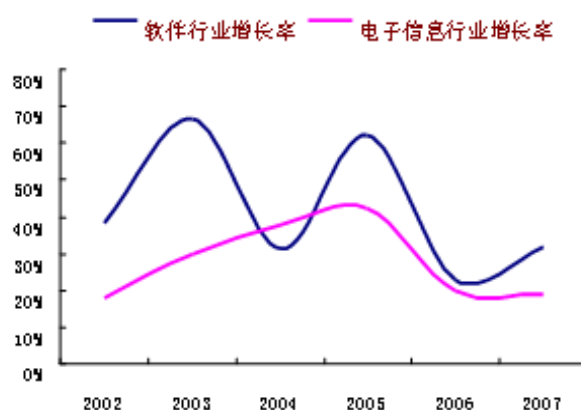


图4：2002—2007软件与电子信息行业增长对比



资料来源：CCID咨询、西南证券研发中心

电信网管业务是公司发展核心引擎

运营商网管系统分为厂家网管和第三方网管两种类型。电信运营商的系统设备由各大电信设备制造商提供，如爱立信、诺基亚、华为技术、中兴通讯等，这些大的电信设备制造商必须为自己的设备提供基础的网管服务；但是各大设备厂家之间的网管系统软件界面不同，而且不能互相接入和兼容。为了对全网不同厂家的设备进行统一的监控、维护、管理及运营，各大电信运营商均需要由第三方公司提供综合的网络管理解决方案。亿阳信通的核心业务就是电信运营商的第三方网管。

表1：不同网管系统说明及相关产品情况

子系统	系统说明	主要产品
OSS	运营支撑系统 (Operation support system) 包括专业网管、资源管理、业务保障与开通系统等功能	话务网管、传输网管、固网网管、IP 网管、BOSS 网管、综合网管
BSS	业务支撑系统 (Business support system) 包括计费、结算、CRM、经营分析等功能	大客户管理、综合结算、计费账务
MSS/BI	管理支撑系统 (management support system) /商务智能 (business Intelligence) 包括财务管理、工	财务管理、HR 管理、项目管理、企业 OA 管理

程项目管理、人力资源管理、信息数据管理功能

资料来源：中国电信网、西南证券研发中心

公司是国内电信运营支撑系统的龙头厂商，其主导产品 OSS 系统的市场占有率达到 38%，处于市场领先地位。公司在中国移动 GSM 网管市场份额达 90%，话务网管项目的占有率为 90%，传输网管为 100%，计划投资管理系统的占有率是 100%，BOSS 网管为 50%，优势较为明显。而公司在中国联通招标项目中占有 50% 的市场份额。电信重组后，公司依然能保持原有的市场份额。另外，亿阳信通是唯一一家在 07 年完成中国电信 C 网 OSS 系统测试工作的公司，也具有一定的优势。

表2：公司在四大运营商中的业务分布

公司主要客户	主要业务
中国移动	GSM 网管/TD-SCDMA（3G）网管系统、传输资源管理/传输综合网管、数据通信网络管理系统、运维流程梳理与电子运维（EOMS）项目、BOSS 网管/MIS 网管/企业 IT 网管/CMNET 网管、综合告警管理系统、综合多维分析系统、综合资源管理系统、业务质量管理系统、安全管理中心（SOC）系统、4A 管理系统、全国计划管理系统/集中采购平台/B2B 商务平台
中国联通	CDMA、GSM 网移动网管、传输综合网管/综合资源管理系统、电子运维（EOMS）项目、运维管理与网络安全、无线网络优化、综合结算系统、大客户营销管理系统
中国网通	固网省集中交换网管、传输资源以及传输网管系统、故障单及电子运维系统、小灵通计费与营帐系统、终端安全服务与管理、大客户服务与支撑系统
中国电信	固网交换网管、传输资源管理/传输综合网管、电子运维系统、大客户网络保障系统

资料来源：中国电信网、西南证券研发中心

电信业 IT 投资规模扩大 网管需求增长迅速

对于国内电信运营商而言，正面临着信息产业形态变革而带来的巨大变化和竞争压力。同时，国家的电信管制政策也在发生着调整与变化，如强制异网漫游、业务捆绑、资费和结算政策、3G 频谱分配及收费等诸多全新的管制政策，可能给移动运营行业带来全新的竞争格局。随着移动通信市场的竞争趋于激烈，一系列新的移动用户需求正在逐步浮出水面。因此电信运营商对 IT 产品的需求也十分巨大。

目前，我国通信行业发生了很大的变化，一方面，国家确定了电信重组的基本方案，明确了中国移动、中国电信、新联通等三家全电信运营商的竞争格局；另一方面，3G 的推出已是箭在弦上，运营商对网管系统进行大规模的改造与升级的需求非常旺盛。预期 2008—2011 年公司在此领域的收入将有 30%—35% 的增长速度，拥有较为广阔的增长空间。

图5：电信行业IT 投资规模及增长率（亿元）

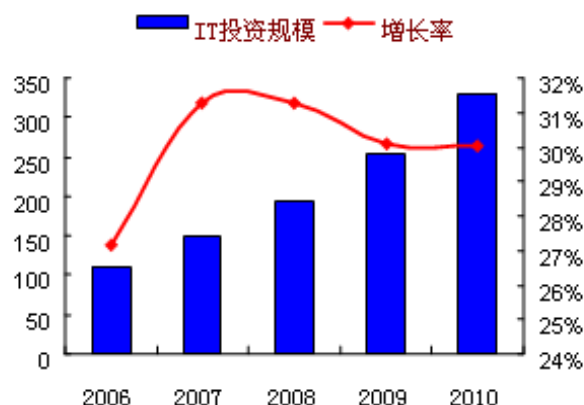
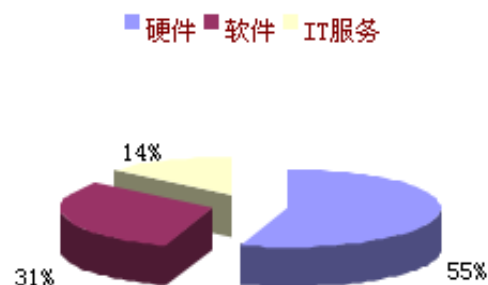


图6：电信行业IT投资结构



资料来源：中国电信行业协会、西南证券研发中心

从市场需求来看，电信网络管理是最具发展潜力的领域。目前在网运行设备中，有较多的设备尚未完成第三方网管的统一接入，未来网管系统改造的工作量较大，我们预计重组之后的中国电信行业将进一步加大对网管系统的改造和投资。未来重组之后，电信固网网管将与原来联通 C 网的网管系统实现融合，以便于提高效率，获得更好的效益，从而加大了 IT 需求。09 年到 10 年的未来三年之内，我们预计重组之后的电信运营商对第三方网管系统的合计投资分别将达到 12.06 亿元、14.60 亿元和 16.31 亿元，初步预计的年度增长率分别为 29%、21%和 11.7%。

图7：中国四大电信运营商IT投资增长情况（%）

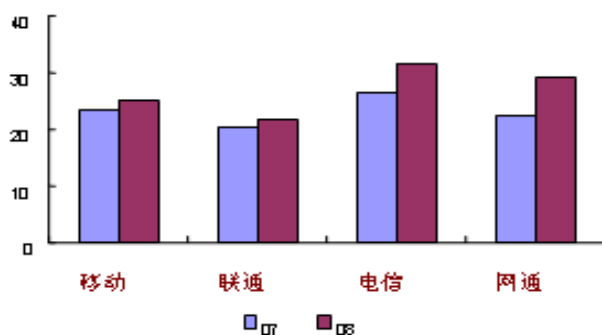
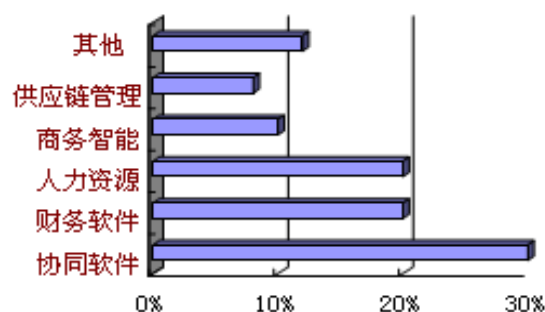


图8：2007年电信行业IT产品需求情况（%）



资料来源：中国电信行业协会、西南证券研发中心

旺盛的需求加剧行业竞争程度

从市场竞争情况来看，公司竞争的主要威胁来自于两方面：第一、来自于电信主设备提供商。如华为、中兴通讯等。电信主设备提供商的网管金额相对于主设备而言比例非常

低，通常低于 5%，较多采用低商务甚至直接赠送；但是，对于第三方网管提供商而言，由于网管系统软件通常是其专一的产品、唯一的业务，同时第三方网管竞争相对较为缓和，因此其商务价格方面通常较为稳定、较为合理。由于行业的需要，第三方网管绝对不能被主流的电信系统设备制造商替代；经历了持续 10 多年的发展，电信运营商综合网管技术逐步走向成熟和规范，以亿阳信通为代表的第三方网管厂家逐步进入电信运营商的流程管理咨询领域，与各大电信运营商逐步达到战略合作的高度，协助各大电信运营商实现管理的重组、流程的梳理和战略的实现。

第二、来自于同行业的其他公司。目前，规模较大的第三方电信业务支撑系统的厂商主要有：天元网络、亿阳信通、神州泰岳、超讯、浪潮、新大陆等 40 多家，如四川联通用的均是成都超讯的产品，联创的 IP 综合网管也做了江苏电信和山东网通等 10 多个省市。还有中国电信的三产公司，如中盈优创在中国电信各省的 IP 网管市场份额达 50%以上，中国电信系统集成公司在电信、网通长途交换网管市场份额很高。其次还有很多中小厂商，市场竞争激烈，虽各厂商都有自己的业务侧重点但如果项目机会，但每个厂商都在尝试争取到更多的市场份额。随着电信重组和 3G 的深入，电信运营商的 IT 需求将持续加大。从而引来更为激烈的竞争。

中国移动是公司打造竞争力的核心环节

信息技术的变革，随着数字技术、计算技术的发展、计算能力的快速提升，通信网、互联网、广电网的三网融合在技术上越来越趋于完善，对于国内电信运营的龙头企业中国移动而言，同样面临着信息产业形态变革而带来的巨大变化和竞争压力。

由于国家的电信管制政策正在发生着调整与变化，如强制异网漫游、业务捆绑、资费 and 结算政策、基础设施共享、3G 频谱分配及收费、号码可携带等诸多全新的管制政策可能给移动运营行业带来全新的竞争格局。随着移动通信市场的竞争趋于激烈，一系列新的移动用户需求正在逐步浮出水面，如：SOHU/虚拟社区/娱乐等需求，家庭成员间更多样沟通需求，家电控制等家庭信息化需求，面向行业的应用解决方案，人一人、人一机、机一机通信解决方案，专业化、综合化、个性化的信息集成服务等。电信运营市场竞争格局的演变：从中国移动“一支独秀”到“有效竞争、行业重组、全业务运营”的呼声此起彼伏。强大的中国移动，未来发展也将面临更加激烈的竞争格局，急需构建其作为移动运营商的核心竞争力。为了能在未来的竞争中继续保持公司的优势地位，中国移动势必增加更多的 IT 技术投入以及系统升级需求。

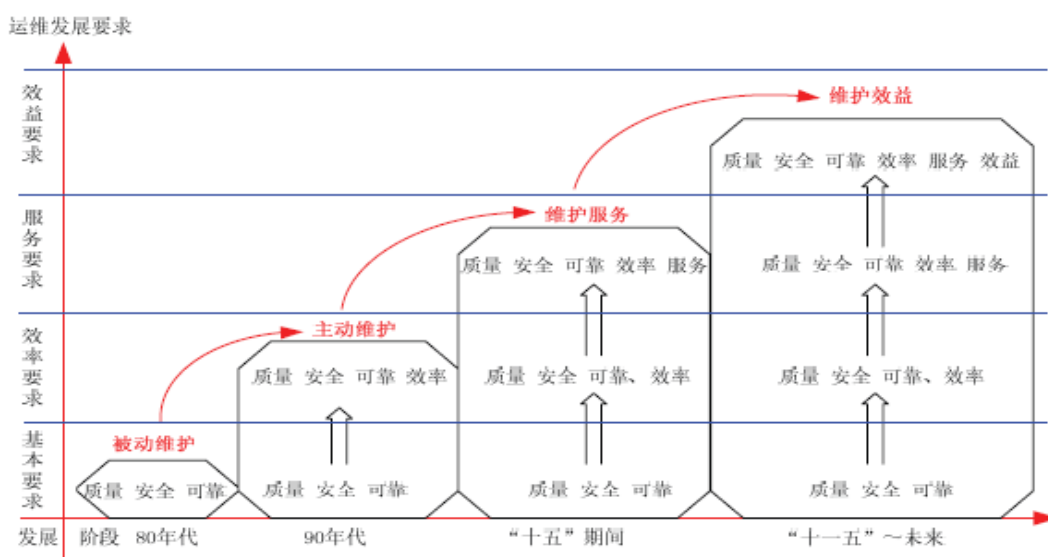
图9：中国移动网管流程模式



资料来源：中国电信行业协会、西南证券研发中心

中国移动对于 OSS 系统的目标需求在逐步提升，从最原始的系统设备被动维护，到目前阶段进入了效益需求的高级阶段，目标是通过提升网管水平获得经济效益。总体而言，随着 3G 时代的到来、信息技术的发展及未来多业务融合的大趋势，决定了未来通信网络的业务与应用将更趋于多样化和复杂化，而网络管理总是在不断进步之中，未来运营商的核心竞争力伴随着网管能力的提升而提升。尤其是进入到通过网管挖掘效益的阶段之后，中国移动勉县加大了对网管系统的投资和投入力度。

图10：中国移动对OSS系统阶段性需求



资料来源：中国电信行业协会、西南证券研发中心

针对中国移动面临的问题和挑战，中国移动提出了从优秀到卓越的新跨越战略：企业战略定位为做世界一流企业，长期战略目标是成为卓越品质的创造者。为实现这个战略，提出了“OneCM”（“一个中国移动”）卓越工程，包括卓越的人、卓越的组织、卓越的运营体系。为实现“OneCM”企业发展战略，中国移动对网络方面的要求就是最优的网络质量、最优的服务支撑，为此需要统一的组织、统一的流程、统一的 IT 手段。为实现这个目标就需要强大的 IT 系统的支撑，中国移动提出了 OneOSS（统一的运营支撑系统）规划，并使之成为打造卓越网络、建立卓越网络运维体系、提供最优网络质量的“基石”。由此，统一运营支撑系统 OneOSS 与移动信息化战略成为中国移动企业战略的重要组成部分，构建 OneOSS 成为中国移动提升核心竞争力的重要任务之一。

亿阳信通在中移动网管业务的优势明显

近年来亿阳信通电信网管业务签单中有 80%来自中移动（2008 年由于联通受重组影响延迟了网管投资，中国移动签单占总签单的 90%以上）。长期以来公司将主要资源、人力投入到中移动网管项目中，参与了中移动两期一个总部和 28 个省的网管建设，承建了移动 31 省的静态资源管理系统，目前拥有中国移动话务网管 70%市场份额，中移动 OSS 运营支撑管理系统市场份额排第一。2008 年独家承建了 TD 一期 10 城市的网管系统，虽在 3G 网管建设上经验不足，但 TD 建设为保障奥运，且时间紧任务重要求 3 个月完工 5 个月进行使用，承建 TD 一期网管一方面完工时间短，在 2009 年收入将获得确认，另一方面在技术上拉大了亿阳与竞争对手的差距。在新网络建设中公司较其它厂商提前了 1 年尝试 TD 网管，有利于总结经验。此外 TD 一期网管硬件占比在 50%以上，投入大价格低毛利也低，二期扩容预计在 2009 年 6 月招标，软件占比有望达到 80%，对公司盈利贡献将明显大于一期。

公司在中移动的优势主要体现在两点：第一、GSM 网管后期扩容或升级到 3G 以及 TD 网管扩容采用相同的网络接口成本最低，从而实现互联互通互操作。而亿阳信通作为前期 GSM 网管系统提供商，则可能顺理成章的过度到 TD 网管系统。第二、公司拥有最大的网管规模。目前公司计划将网管规模拓展至 30 个省，并扩大外包比例将低端产品、人员外包。如此庞大的网管规模，可以更加便捷的提供服务，这正是电信运营商所需要的。因此我们认为，虽市场竞争激烈，但在未来三年内，亿阳信通在中移动部分的业务依然能保持较大优势。

图11：公司网管订单结构（%）

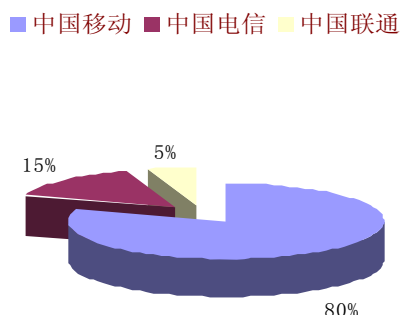
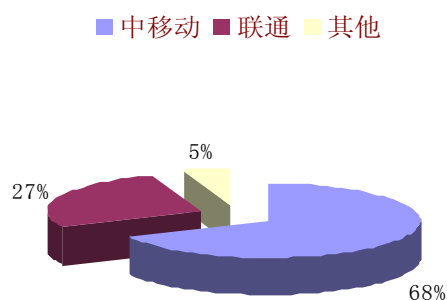


图12：电信网管市场结构（%）



资料来源：中国电信行业协会、西南证券研发中心

电信行业重组为公司创造拓展机会

近期，我国电信行业重组已经开始实施。旨在加大电信行业竞争，从而提高电信运营效率。所涉及到的公司主要有中国移动、中国联通和中国电信三家公司。从往年的情况看，中国移动是对网管系统最为重视，而且其网管的投资力度最大、网管的总体水平也为最高。而中国联通目前在网运行设备中，有较多的设备尚未完成第三方网管的统一接入，未来网管系统改造的工作量较大，我们预计重组之后的中国联通将进一步加大对网管系统的改造和投资。

另外，中国电信由于涉及的电信系统与电信设备的种类更加繁多，第三方统一网管的工作进展相对于移动运营商偏慢，未来重组之后，中国电信拥有联通 C 网，我们预计最终电信固网网管将与原来联通 C 网的网管系统实现融合，以便于提高效率，获得更好的效益。

如中国网通按预期与中国联通合并，也将存在类似于中国电信同样的网管改造需求。我们预计 2009 年到 2011 年，重组之后的电信运营商对第三方网管系统的合计投资分别将达到 12.06 亿元、14.60 亿元和 16.31 亿元，初步预计的年度增长率分别为 29%、21%和 11.7%。

重组后，运营商面临如何从固网、移动网络分业务向全业务平滑过渡，以及 3G 服务的准备，都对 B/OSS 系统建设提出新的要求和需求。IDC 认为，2008 年运营商为全业务和 3G 实施的准备使电信行业 IT 运营支撑系统和增值业务系统建设呈现高速增长，未来几年这种趋势将会保持。电信重组及 3G 发牌促使电信固定资产投资增加。历史数据显示，企业重组、新技术应用都会对电信行业固定资产投资产生积极影响，再加上 3G 发牌已被列入扩大投资和打内需的重要举措，未来电信行业将会出现投资高潮。08 年 1-11 月电信固定资产投资累计完成 2197.5 亿元，同比增长 14.9%，与上年同期以及今年前期相比明显提高，充分说明电信重组对电信固定资产的影响已经开始显现。根据以往数据看，运营商在 IT 支持系统方

面的支出一般占资本支出的 8%左右，未来 IT 系统复杂性进一步增加，这一比例将会得到保持并略有提高。

表3：3G业务运营分布情况及技术特点

3G 运营商	产品技术	特点	评价
中国移动	TD-SCDMA	采用时分数字双工模式、将上行和下行的传输使用同一频带的双工模式、频谱利用率高、成本低廉	中国自主研发、无商用经验、风险较大
中国联通	WCDMA	采用信道编码、空时码、智能天线和多用户检测等技术，具有扩频增益高、全球漫游能力强的特点	技术最为成熟、建设及网络升级的成本较高
中国电信	CDMA2000	采用了多种射频信道带宽、前向快速功率控制等技术、具有较好的兼容性、建设成本低廉	技术较为成熟、建设及网络升级的成本较低

资料来源：中国信息产业网、西南证券研发中心

从运营商具体的需求来看，中国联通网管三期系统三期建设已拖延了 2 年。因此 2009、2010 年网管需求压力有可能得到释放，预计 2009 年内将进行 3 期招标，投资将超过 2007 年，后续采用扩容的方式可能性较新建大。但是联通网管竞争较为激烈，亿阳信通在联通网管仅承建了总部和 13 个省的系统，其余省被天元、超讯等厂商划分。中国电信无线网管要求目前还不明确，而有线网管主要由 3 产公司中盈优创、中国电信系统集成公司和联创承建，有线、无线网管是重建还是扩容存在不确定性，我们认为由于功能和管理规模差异大，中电信网管重建可能性大。亿阳在中国电信一、二期网管建设中仅仅承建了总部和 15 个省，表明竞争较为激烈。另外，中国电信网管是否继续由三产承建，具有较大的不确定性。

面对机遇与挑战并存的局面，亿阳信通 2009 年开始在组织架构上做出调整，重组前联通、电信网管销售、技术人员与中国移动是一个团队，经历主要集中在中移动，2009 年将分成 3 个独立的部门，以公司无线网管的经验来提高联通、电信的市场份额。对于在激烈的竞争中，公司能否建立起牢固的竞争优势，我们将拭目以待。

表4：电信运营商网管市场与公司业务（仅含第三方网管）预测（百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
运营商对 IT 与支撑系统投资	15780	17397.45	19180.69	21146.71	23314.25
运营商对第三方网管系统投资	935	1128.26	1361.47	1642.89	1982.48
亿阳计算机与通信业务收入	631	782.44	970.22	1203.08	1491.81
计算机与通信业务成本	255	316.20	392.09	486.19	602.88
计算机与通信业务毛利	376	466.24	578.13	716.89	888.94
占收入比重 67.49%		67.58%	67.74%	67.81%	67.36%

资料来源：西南证券研发中心

综上所述，预期未来三年，公司网管业务可以保持 25%—30%的增速。虽然市场竞争日趋激烈，但亿阳信通仍然可以保持较大的优势，并且其网管业务的主要来源还是中国移动。

智能交通业务是公司发展的助燃剂

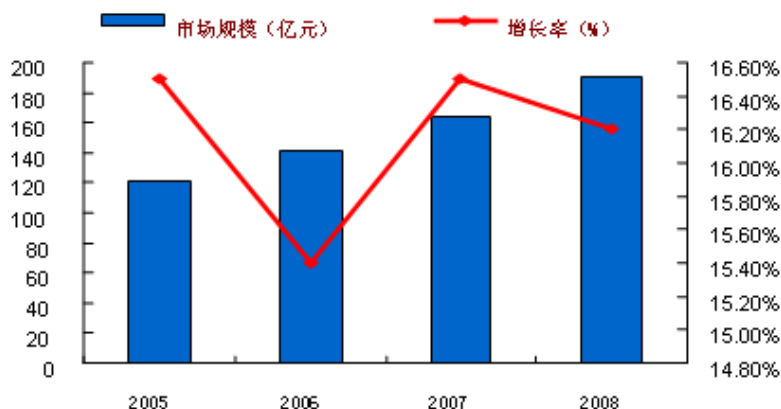
地面智能交通管理系统属于智能交通系统的一部分，是智能交通系统面向城市交通管理部门的主要部分，主要通过交通流量检测、突发事件检测等实时处理来把握交通状况，进行现代化的交通管理。

智能交通行业增长较快 但利润水平较低

随着我国城市化进程加快，城市道路以 10% 的速度逐年递增，路网的信息化管理与高科技设备的路网建设应用将形成对智能化车辆识别系统的较大需求。仅从高速公路管理系统上看，近几年内只要有 20% 已建或在建的高速公路使用智能化车辆识别系统，就蕴含着上亿元的市场规模，需求正在步入快速增长阶段。根据计世资讯预计，未来三年中国交通行业 IT 投资额年均增长率将在 16% 以上，呈现强劲增长态势。

在此领域中，国外产品相对国内产品无明显技术优势，且由于价格昂贵，以及软件不适应中国的交通环境，国外产品在中国市场上占有份额非常小。大部分国内厂商的产品主要应用于收费站、停车场等低速行使中车辆的车牌识别。目前国内主要厂商有川大智胜公司、高德威公司和利普机工程公司。预计未来三年内，这样的竞争格局不会改变。随着全国高速公路的快速发展、收费站数量的增加，国内大型厂商将不断充分发挥有利地位，在广阔的市场中赢得更多的优势。

图13：2005—2008年交通行业IT投资规模及增长



资料来源：计世咨询、西南证券研发中心

但是，由于智能交通行业中存在一定程度的地方保护主义，公司产品进入其他省份的难度较大，使得竞标成本较高。另外，由于智能交通的系统集成对 IT 硬件的需求较高，使得该业务的毛利率呈下降趋势。因此，公司智能交通产品收入的增长预期虽然较高，但是对利润的贡献率较为有限。

公司国内业务稳步增长 海外业务尚未成型

公司 ITS 产品包括高速公路收费、联网监控、指挥调度、紧急救援等系统，2008 年 ITS 产品 8000 万以上合同就达 4 个，其中不乏海外订单，成功获得福建泉三公路泉州段机电工程合同，金额 1.02 亿元，年内完工，并完成了辽宁中部环线高速公路本溪-辽阳-辽中段监控系统工程，预计 2008 年 ITS 实现收入 3 亿元。另外，随着奥运会的成功举办，公司在北京地区城市交通指挥系统的市场份额也得到提升。

由于公司智能交通海外业务还处于起步阶段，业务拓展较为缓慢，有若干大型项目，公司还处于跟踪阶段，并未有实质性进展。公司智能交通业务的总体规划是：优先国外市场，国内抓大放小。但从目前情况来看，公司海外业务尚未成型，其具体经营绩效还有待进一步观察。

表5：智能交通IT投资规模与公司业务（不包括海外业务）预测（百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
交通行业 IT 投资规模	19015	22057.4	25586.58	29680.44	34429.31
智能交通业务收入	264.52	304.198	349.8277	402.3019	462.6471
智能交通业务成本	220.92	254.058	292.1667	335.9917	386.3905
智能交通业务毛利	43.6	50.14	57.661	66.31015	76.25667
占收入比重	29.50%	28.54%	29.30%	27%	28.66%

资料来源：西南证券研发中心

从以上分析可以看出，在未来三年内，该业务不会成为公司最为核心的业务。但其成长的水平也决定公司发展的快慢。因此，智能交通业务是公司发展的助燃剂。预计 2009—2011 年，公司智能交通业务将保持 15%左右的速度稳步增长。

发展方向清晰 “四轮驱动”战略值得期待

公司的“四轮驱动”发展战略是指：大力发展增值业务、产品相关行业拓展、优势互补走向国际、务实合作收购兼并。从公司的组织结构、营销结构看，公司业已完成全国范围内销售网络和服务网络的布点，并已经与全国各大电信运营商、各大行业客户有了良好的合作，目前公司也已经部分完成全球销售和全球服务的前期准备工作。随着国内电信设备制造商的逐步全球化，公司的第三方网管业务也已经具备了走向海外的重大机遇。

电信增值领域前景广阔 创新产品提前布局

随着国内手机用户群的增长、无线增值服务产品的丰富及市场接受度的提高，无线增值行业近年来保持快速发展的势头。2004 年至 2006 年无线增值行业业务收入年均增长率

超过 48%，业务用户数 2006 年比 2005 年增长了 31%。2006 年中国无线增值市场整体规模达到了 778 亿元，2007 年市场规模更达到 1,000 亿元左右，增长非常迅猛。预计到 2010 年中国移动增值市场规模将超过 2000 亿元，其年平均增长率将达到 18.60%，市场前景非常广阔。

图14：2001-2007年中国移动电话用户规模

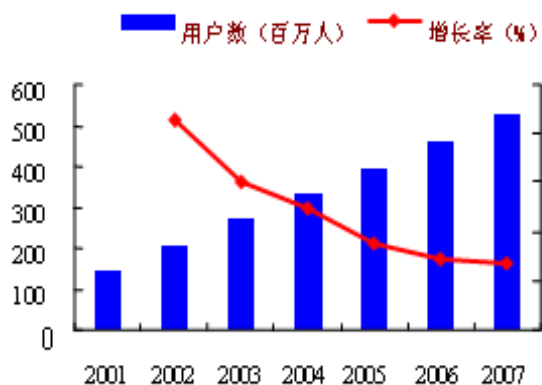


图15：2003-2010年中国移动电话增值用户规模及预测



来源：CCID咨询、西南证券研发中心

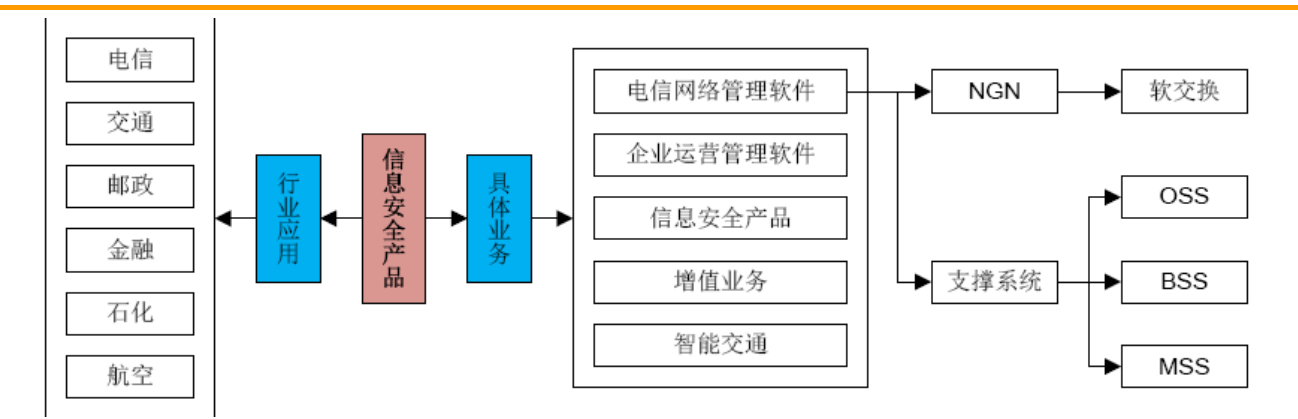
由于电信增值业务是电信领域未来发展的主流趋势，公司也在积极尝试进入该领域。公司主要增值产品包括手机钱包移动支付系统、彩信账单系统、MAS 系统。目前，这些产品在内部员工中已经开始使用。但公司产品要在市场得到推广还为时尚早。主要原因是目前我国电信增值市场还处于初级发展阶段，盈利模式较为模糊，与电信运营商如何分配利润也没有统一标准。因此，公司电信增值产品处于提前布局阶段，短期内不会有大规模投入。

行业拓展势在必行 但不宜过于分散化

随着公司在电信行业内的规模不断扩大，向其他行业拓展已经是一个必然的趋势。目前公司正在尝试进入不同领域的信息化建设。其主要发展领域包括：金融行业、邮政行业、各大政府项目、以及一些能源行业。

公司涉及的行业虽然繁多，但大都处于初级尝试阶段。并没有形成较有规模的项目。我们认为，公司行业拓展战略是正确的，但并不适合过于分散化。在保证公司原先优势的基础上，公司应该寻找进入壁垒较小、且利润较高的行业。在该行业中稳定发展，并逐步建立新的竞争优势。从目前公司的状况来看，还处于寻找合适行业的探索阶段。因此，公司该战略虽然值得期待，但在短期内并不会产生较有规模的经济效益。

图16：公司发展战略示意图



来源：公司资料、西南证券研发中心

合理规划循序渐进 逐步开拓海外市场

公司海外拓展计划主要分为两个部分，首先，随着我国电信主设备制造商如华为、中兴等在海外发展迅速，公司电信网管业务也有望向海外进一步拓展。目前，公司与微软、HP、IBM、SUN 等形成良好的合作伙伴，相关 IT 产品已出口至巴基斯坦、印度。虽然规模不大，但为公司将来的发展奠定了基础。其次，由于海外智能交通业务利润较高，公司将该业务的重点定位于海外市场。目前，公司在安哥拉已经完成一些的项目。至于较大项目还没项目，公司还处于跟踪阶段，并未有实质性进展。公司智能交通业务的总体规划是：优先国外市场，国内抓大放小。通过前期调研，我们得知公司 09 年将充实海外人才队伍，全力冲刺大型海外智能交通项目。我们认为，公司的战略方向十分清晰，但依然要合理规划循序渐进，逐步开拓海外市场。

5.4 亿投入长江三桥 走出股权投资第一步

公司前期以 5.4 亿元收购集团公司下属公司长江三桥 10%的股权。公司管理层表示，此次收购属于短期股权投资，主要是由于长江三桥正在海外上市，而公司持有其原始股份，有望得到丰厚的投资收益。此次收购并不会改变公司的主营业务。由于 08 年金融危机的影响，长江三桥上市延期，从而影响到公司短期股权投资计划。但是公司表示，长江三桥 08 年业绩较好，日均收费额达到 65 万元，年收入为 2.5 亿元。公司短期股权投资虽然受到延迟，但长江三桥的经营同样给公司带来了收益。

公司以往的股权投资规模只有不到一百万。此次以 5.4 亿购入长江三桥 10%股权，实为公司股权投资的第一步。我们认为，这一步子迈得虽然大，且未来长江三桥上市，公司能获得较高投资收益，但公司此次收购母公司资产，不排除还有其他因素。因此，我们认为这一股权投资和公司发展战略并不相符。公司应该选择有利于主营业务持续发展，且能够帮助建立竞争优势的公司，进行适度的股权收购。这才是公司“四轮驱动”战略中兼并收

购的真正意义。

总体来看，公司建立了覆盖全国的市场营销网络及本地技术服务体系，在中国的省会城市都设有分支机构，在全国设立了 9 个大区级的技术服务中心；2000 年，在北京成立了中国最大的电信应用软件研究院；在美国、英国、加拿大、澳大利亚、欧洲、中亚、中东等国家和地区设有分支机构。同时公司还在大力拓展移动增值业务、拓展其它的各大行业应用，使得公司产品的行业应用范围和销售服务半径扩大；这一切行动，都是围绕这“四轮发展”战略而进行的。公司此项发展战略，虽然在目前只能看到一些端倪。但却为公司今后的成长，预先铺平了道路。公司发展思路清晰，“四轮发展”战略值得期待。

盈利预测与估值

公司的价值主要在于通信市场广阔的增长潜力。随着 3G 的逐步推进，以及近期通信市场的重新整合，运营商对网管系统进行大规模的改造与升级的需求非常旺盛。预期 2009—2011 年公司在此领域的收入将有 25%—30% 的增长速度，拥有较为强烈的盈利预期。预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.39 元、0.52 元和 0.67 元。

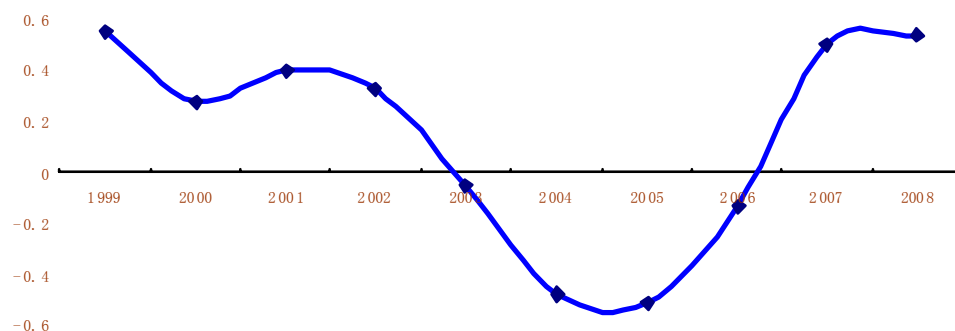
表6：公司盈利预测表（单位：百万元）

项目	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	582.11	814.96	1,075.75	1,398.47
营业成本	309.41	433.18	571.80	743.34
销售费用	41.31	57.83	76.34	99.24
管理费用	98.70	138.19	182.41	237.13
投资收益	6.43	9.00	11.87	15.44
营业外收入	15.53	21.74	28.70	37.30
所得税费用	12.57	17.60	23.23	30.20
归属于母公司的净利润	81.32	113.85	150.28	195.37
每股收益（元）	0.28	0.39	0.52	0.67

资料来源：西南证券研发中心

软件行业在经过几年的调整后，行业整体业绩在 2005 年出现低点后逐步出现恢复性增长，2007 年开始增长速度加快，主要是因为我国经济增长加速，各行业对 IT 投入大幅增加。尤其在全球金融危机的背景下，软件行业独树一帜，08 年 1-12 月，软件产业实现主营业务收入 7572.9 亿元，同比增长 29.8%，远高于其他行业增速。因此软件行业整体上应该获得较高的估值水平标准。

图17：软件行业EPS变化情况（元）



数据来源：西南证券研发中心

表7：国内部分软件公司估值指标比较

名称类别	08 年动态 P/E	09 年动态 P/E	10 年动态 P/E
东软股份	25	17	11
新大陆	42	36	26
华胜天成	28	21	18
川大智胜	30	22	18
恒生电子	36	27	21
亿阳信通	31	22	16

数据来源：wind咨询，西南证券研发中心

公司在电信网管领域优势明显，在中国移动招标的项目中占有 90%的市场份额，其中话务网管项目的占有率为 90%，传输网管为 100%，计划投资管理系统的占有率是 100%，BOSS 网管为 50%。预期未来三年，公司对中国移动的业务依然会保持较强的垄断优势。公司原来在中国联通网管系统的市场份额接近 60%。运营商重组完成之后，中国电信必将对联通 C 网的网管系统进行规模的改造与升级，公司也将因此而受益，未来盈利预期较为强烈。

另外，亿阳信通在智能交通领域连续几年来始终保持国内智能交通产业领先地位，拥有较强的竞争优势。因此公司市盈率水平应该高于行业平均值。我们预计 2009—2011 年公司市盈率为 35、30、25 倍，由此可以推算公司在未来 3 个月内，合理价位为 16.75 元，给予“增持”的投资评级。

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>