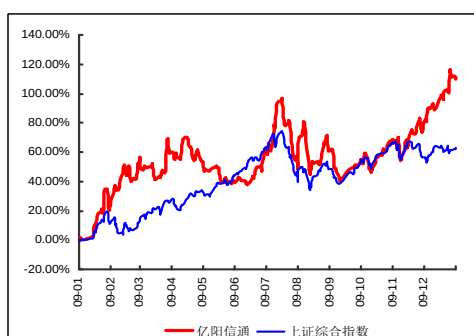


2010 年 1 月 21 日

谨慎推荐（首次）

合理价格：20.6 元

所在行业最近 52 周走势：



相关研究报告

报告作者：

国联证券研究所物联网小组

联系人：

郝杰

电话： 0510-82833321

Email: haoj@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——亿阳信通（600289）投资价值分析

报告要点：

- **公司运营支撑系统（OSS）和智能交通系统（ITS）领域均处行业龙头地位。**亿阳信通的GSM/CDMA/3G网络管理系统的领先度和市场份额名列全国第一，目前占中国移动 70%以上市场，中国联通 50%以上市场，中国电信40%以上市场。智能交通业务在同类上市公司中占据18.07%份额，同样排名第一。
- **3G高投资促使网络系统转型，OSS市场前景广阔。**电信网络向全IP转型会引发网络管理模式的变革。3G在09年底正式商用刺激了相关配套软件的投资预期，2009年三大运营商对于3G的资本开支达到2000多亿，预计2010年我国OSS市场将增长25%。
- **多方合作增强竞争力。**公司08年底与华为结成了战略合作伙伴关系，在多个领域合作有利于产生供应链协同效应。09年公司又和韩国企业级集成方案领先者TmaxSoft公司签署谅解备忘录，在软件外包、技术服务、系统解决方案等领域进行合作，此举实现双方优势互补的同时也将拓展公司在韩国的电信市场。
- **智能交通业务国内稳步增长，海外扩张初现进展。**公司在研发方面的突破和09年政府加大公共设施投资使得ITS毛利率获得提升，同时海外扩张也迈出关键一步。
- **增值业务动作频繁，有望成为未来新的增长点。**公司近期通过参股合资等方式参与了手机钱包、游戏以及旅游信息等的增值服务业务，而近年手机上网和政府增值服务的需求正在持续增加。
- 预计09-11年公司每股收益分别为0.41元、0.47元和0.56元，按照细分行业平均的40倍市盈率计，我们认为亿阳信通的合理估值在20.6~23.6元。目前公司价格在16.60元，给予“**谨慎推荐**”评级。

一、基本信息

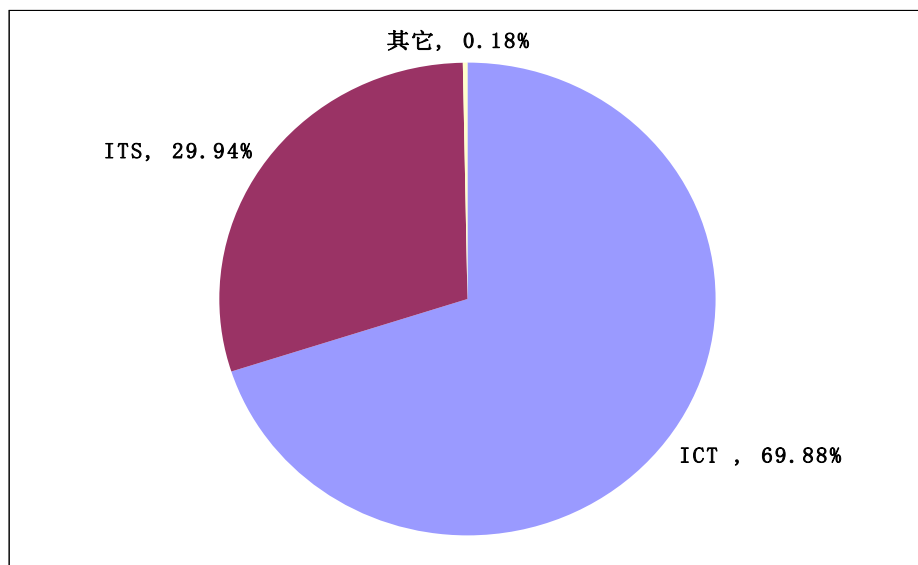
1.1 公司简介

公司目前的主营业务分为两块：ICT（信息和通信技术）和 ITS（智能交通系统），分别占到 70% 和 30%。

ICT 业务包括电信运营支撑管理系统（OSS）产品、业务支撑管理系统产品、其他行业的应用软件、信息安全产品、移动代理服务（MAS）、增值业务等内容。OSS 在国内处于领先地位，与主要客户的三大运营商之间关系紧密，市场占有率遥遥领先于同行。

公司的智能交通系统（ITS）业务主要为城市交通和高速公路提供各种信号和机电控制方面的解决方案。公司拥有完善的市场营销体系和完备的企业资质，公司项目业绩已经遍及全国 24 个省、自治区和直辖市，积累了遍及二十多个省、市交通领域的客户网络资源。累积市场份额连续多年国内领先，已完成的和在在建的项目达到 200 多个。

图 1：主营收入占比



数据来源：公司公告 国联证券研究所

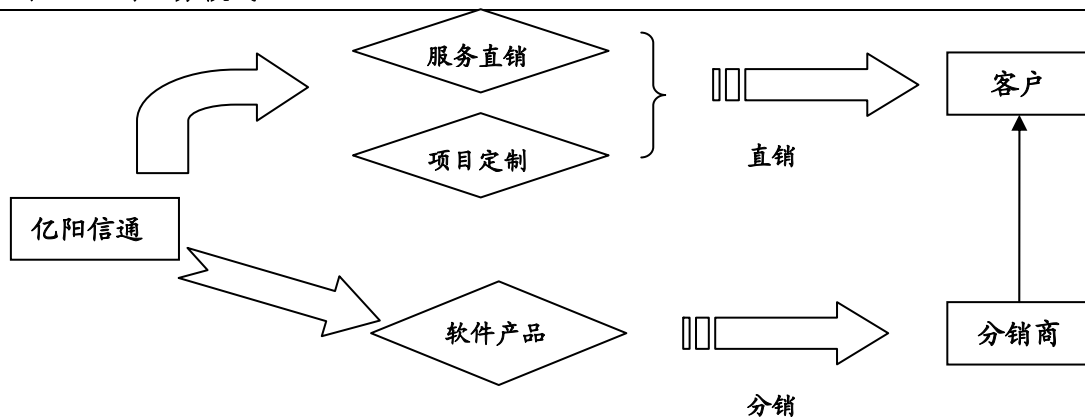
1.2 经营战略及业务模式

公司通过“增值业务、行业拓展、国际合作、收购兼并”的“四轮驱动”形成了清晰的战略思路，并在近年的经营过程中得到了执行。

亿阳信通的业务模式分为服务直销式、项目定制式和标准化的软件产品销售三种形式，且以服务直销式为主。服务直销式适用于电信运营商以及其它需要长期服务的大型客户；项目定制则适用于一般的零散订单，同样以直销方式

为主。以上两种方式账期长、成本高、风险和利润空间低的特点较为明显；而产品销售式以分销为主，前期投入大，后期产出高，适用于复用率较高的标准化软件。

图 2：公司业务模式

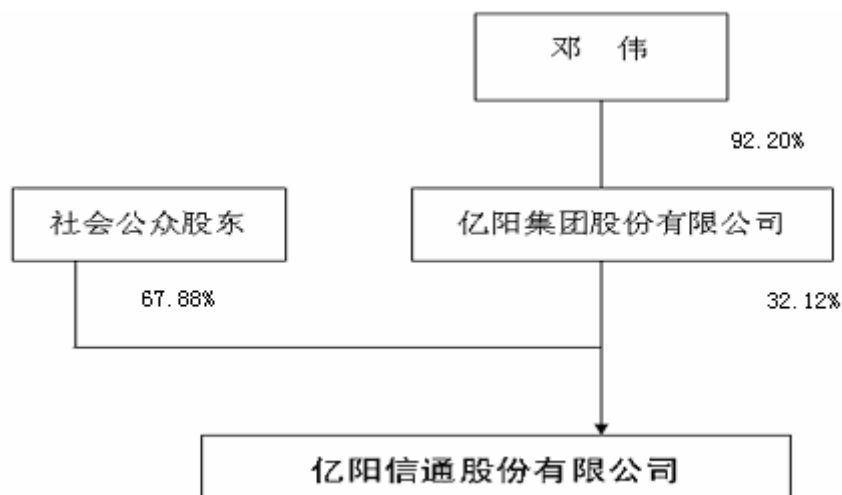


数据来源：国联证券研究所

1.3 公司股权结构

公司大股东为亿阳集团，属于民营企业，占据公司 32.12%的股权，较为集中，有利于公司保持自由的经营，可持续发展，实现股东利益最大化。

图 3：股权结构



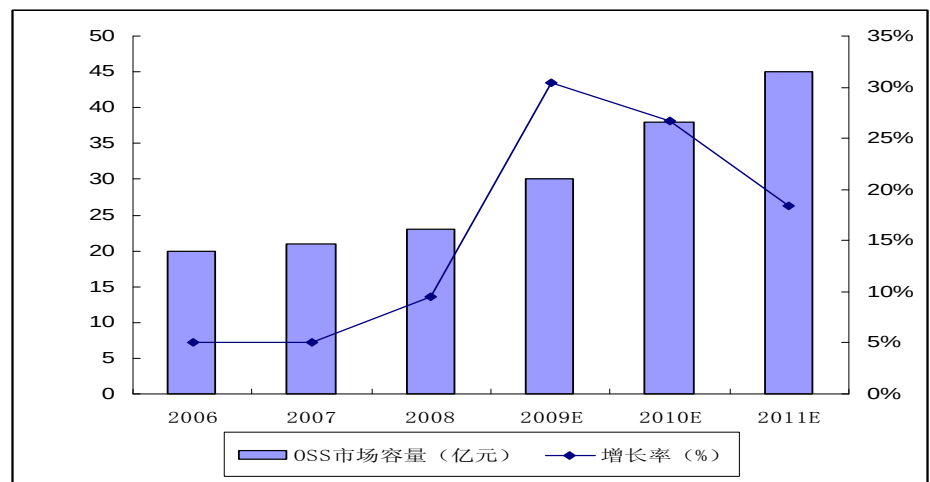
数据来源：公司公告 国联证券研究所

二、网管行业分析

2.1 3G高投资促使网络系统转型，OSS市场前景广阔

09 年上半年中国移动、中国联通和中国电信三家运营商总共建设了 25 万个基站，相当于 08 年全年的基站建设量。3G 在 09 年底正式商用对于 OSS（运营支撑系统）的规模应用起到重要的推动作用。2009 年三大运营商对于 3G 的资本开支达到 2000 多亿，预计 2010 年我国 OSS 市场将达到 37.5 亿元，增长 25%。

图 4：OSS 市场容量经历高速增长并逐年提高



数据来源：神州泰岳招股说明 国联证券研究所

中国移动的 TD 建设原先计划在 2009-2011 年投资 1500 亿元，实现全覆盖，现更改为“将 2010 年和 2011 年的目标合并，在 2010 年提前完成三年规划”，即到 2010 年覆盖全国所有地市和所有东部发达县。公司是中国移动主要网管提供商，工期的缩短将大大提高公司在年内的盈利预期。

同时中移动已开始规划 4G 网络，未来电信投资中对网管需求还将持续。

2.2 物联网的兴起助推 OSS 高速发展

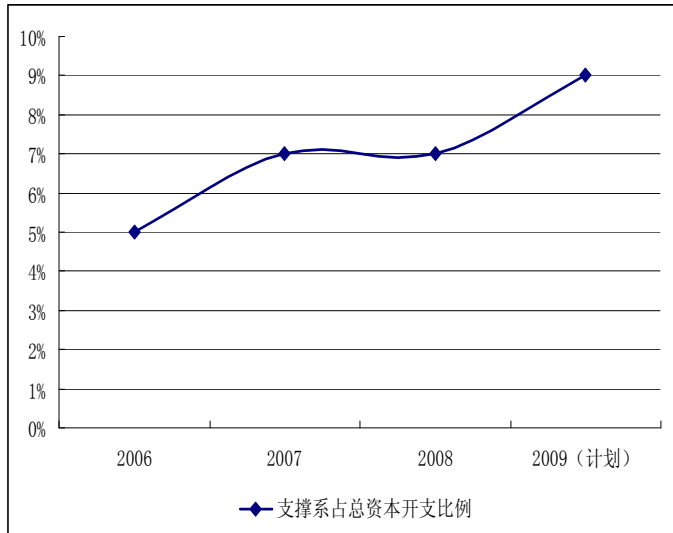
物联网产生对新一代 IP 协议 IPV6（全 IP）的应用。对于电信运营商来说，从传统的网络向下一代全 IP 网络转型是大势所趋。网络的全 IP 转型会引发未来网络管理模式的变革。

在全 IP 网络下，网络的运维管理模式要从“以网络为中心”向“以业务为中心”转变。也就是从传统的网元网管向网络管理转变，最终向业务层面的服务保障转变。在这种趋势下，由于运营商之前采用的是 2/3G 之间的支撑系统，性能并不是很稳定，难以完全满足 3G 本身的高速高质量以及对于互联互通的综合

计费应用，因此有完全改造原先的系统架构和实现新一代 OSS 系统（NGOSS）的必要。这将给公司带来新增业务收入。

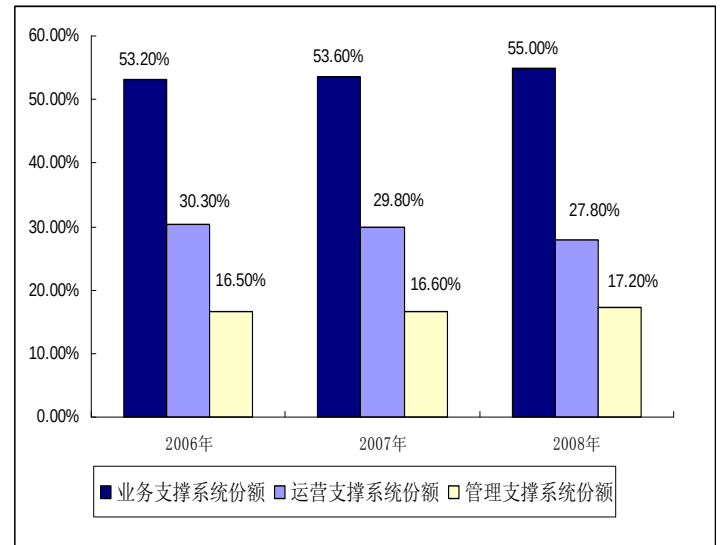
而且亿阳信通的互联互通系统是国内目前唯一有全国性应用的满足多网络业务融合需求的解决方案，在中国电信行业市场占有率超过 90%。这样当新一代 OSS 的投入加大时，公司在的市场份额也有可能获得更大的提升。

图 5：中国移动对支撑系统的投入比例逐年提高



数据来源：神州泰岳招股说明书 赛迪顾问 国联证券研究所

图 6：各类支撑系统在整个电信应用软件中所占比重



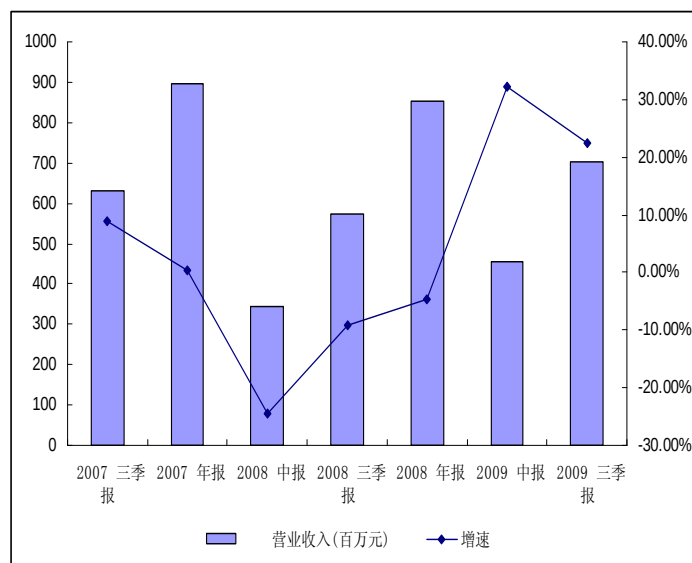
数据来源：赛迪顾问 国联证券研究所

三、公司主营业务分析

3.1 各项业务出现恢复性增长

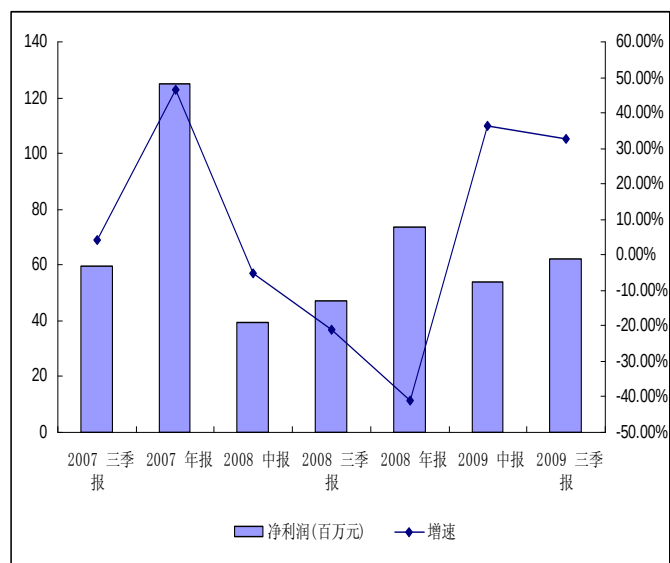
09 年以来公司的营业收入、营业利润和净利润均同比增长，营业收入甚至超越金融危机前 07 年同期营收 22%，而且毛利率也维持在高位，表明公司业务开始出现实质性好转（见下图）。

图 7：营业收入从 2009 年中期出现高增长



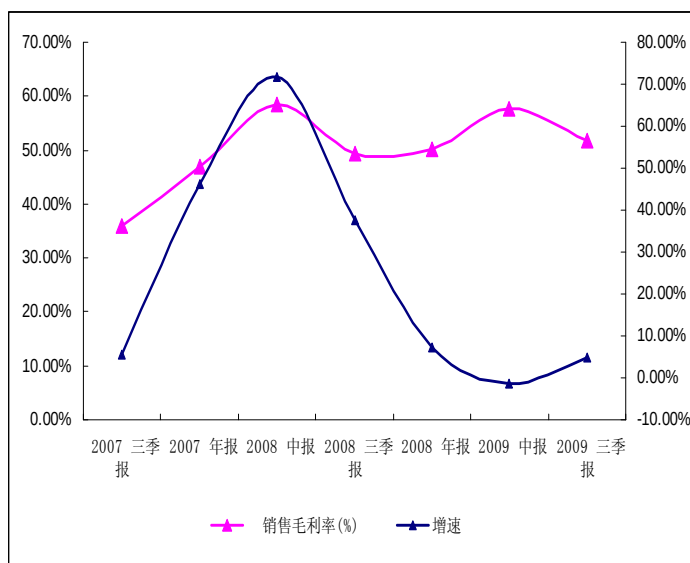
数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 8：净利润从 2009 年中期出现高增长



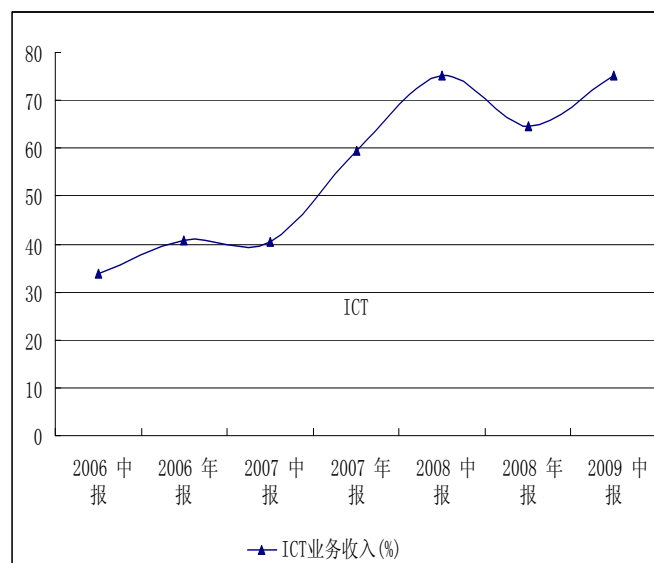
数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 9：公司整体毛利率维持在高位且同比有所提高



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 10：主营 ICT 业务毛利率逐步提高



数据来源：公司公告 国联证券研究所

3.2 公司的运营支撑系统和智能交通产品均处行业龙头地位

➤ 运营支撑系统

公司的 ICT（信息与通信技术）产品主要集中在电信应用领域，按功能划分为三类：运营支撑系统（OSS）、业务支撑系统（BSS）和企业管理支撑系统（MSS）。

运营支撑系统：支持电信运营商的资源配置和网络运营管理；

业务支撑系统：支持电信运营商的客户服务和市场营销过程的计算机系统；

管理支撑系统：支持电信运营商的人力、财务、工程等企业管理。

亿阳信通的 GSM/CDMA/3G 网络管理系统属于 OSS 领域，其领先度和市场份额名列全国第一，目前占中国移动 70%以上市场，中国联通 50%以上市场，中国电信 40%以上市场，且独家中标中国移动 TD-SCDMA 实验网网络管理系统。

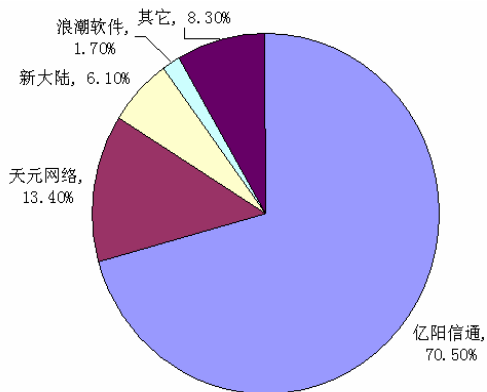
公司在 ICT 方面的主要优势：

- 1、国内唯一一家具备安全和运维管理两大领域经验的大型 IT 公司；
- 2、具备电信级网管的技术，可以轻松完成其它行业的系统集成；
- 3、覆盖全国的技术服务网络为大客户提供了快速响应以及完善的售后服务。

➤ 智能交通业务

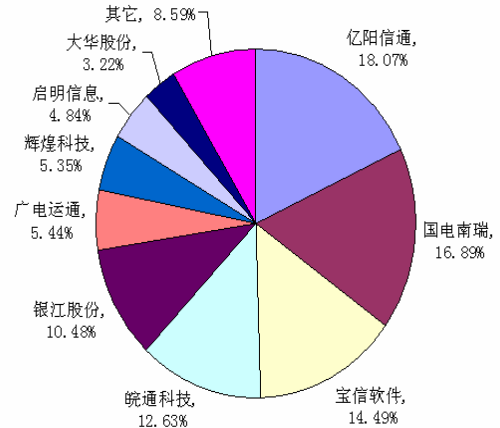
公司的智能交通业务份额同样处于国内领先地位，08 年收入为 2.5 亿元，在同类上市公司中占据 18.07% 份额，排名第一。

图 11：公司占据 OSS 绝对领先的市场份额



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 12：公司在智能交通份额居上市公司首位



数据来源：公司公告 国联证券研究所

3.3 多方合作增强竞争力

1、与华为结成战略合作伙伴关系，有利产生供应链协同效应。08 年底公司与华为共同签署了“华为亿阳 OSS 合作伙伴计划”。双方一致认为华为亿阳在 OSS 领域有很强的互补性，可利用这个合作平台，以及华为 OSS 联合实验室，加强双方在 OSS 领域中“前端、标准、对接、市场”的“4 个互动”。电信主要 OSS 厂商和主要设备供应商之间的合作将推动技术的标准化和整体竞争力，进一步巩固公司在 OSS 领域的市场份额。

表 1、与华为的“4 个互动”

海外客户	项目
------	----

前端互动	就各方需求、规划等进行交流，使其能够早期导入
标准互动	推动 OSS 互连互通的标准化
对接互动	解决集成方面的接口问题
市场互动	以高竞争力集成解决方案抢占运营商市场

数据来源：公司公告 国联证券

表 2：公司近阶段与华为在海外实施项目

海外客户	项目
印度 2 大运营商 AIRCEL 和 TATA	电信网络管理性能管理系统软件和服务
巴基斯坦运营商 PTCL	性能管理平台
西班牙 Telefonica	100Gbps 光传输网

数据来源：公司公告 国联证券

另外，华为在 2010 年初又赢得了瑞典 4G 网络和澳大利亚铁路网络的新合同，说明合作战略是卓有成效的。

2、与竞争对手合作，有望优势互补，拓展韩国市场。公司 09 年和韩国 TmaxSoft 签署谅解备忘录，协议在软件外包、技术服务、系统解决方案等领域进行合作。

Tmaxsoft 提供企业级系统方案，在中间件、业务流程管理、基于 SOA 系统开发和下一代业务系统核心平台，以及大机移植领域都具有非常丰富的经验。由于公司主要在 OSS 领域占优势，业务支撑系统偏弱，因此在拓展韩国电信市场的同时，能够与对方实现优势互补。

同时，我们能够感觉到公司的这一动作也契合了公司“增值服务、行业拓展、国际合作、收购兼并”四轮驱动的战略思想。未来如果能够坚持这一思路走下去，增长空间将是非常广阔的。

3.4 智能交通业务国内稳步增长，海外扩张初现进展

智能交通是基于现代电子信息技术面向交通运输的服务系统。它以信息的收集、处理、发布、交换、分析、利用为主线，为交通参与者提供多样性的服务。目前按照应用领域分为轨道交通、城市交通和高速公路几类。

表 3：智能交通系统按照功能细分

	系统类别	功能
智能交通	车辆控制	辅助驾驶员驾驶汽车或替代驾驶员自动驾驶汽车的系统
	交通监控	在道路、车辆和驾驶员之间建立快速通讯联系，区域管理
	运营车辆高度管理	通过汽车的车载电脑、高度管理中心计算机与全球定位系统卫星联网，全盘管理
	旅行信息	专为外出旅行人员及时提供各种交通信息，载体不限
	电子收费	短程无线通信实现不停车收费

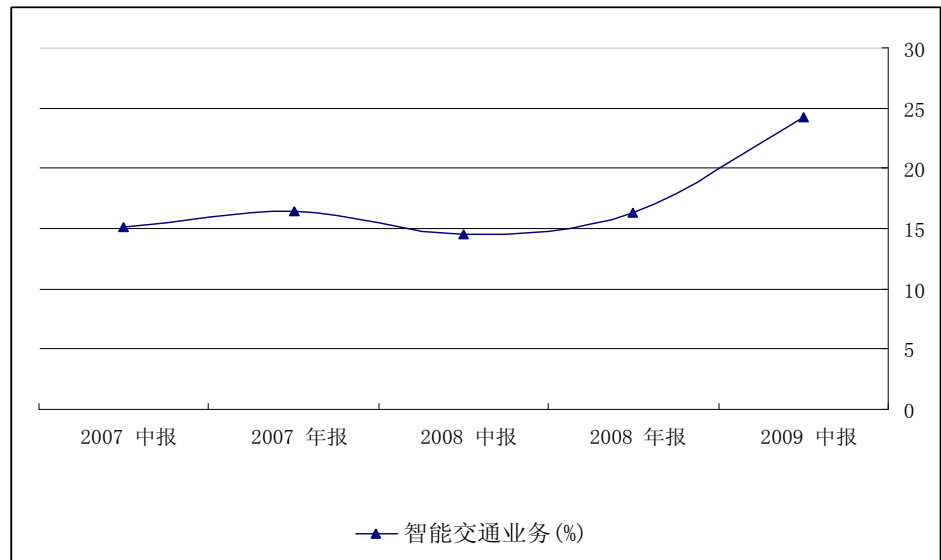
数据来源：国联证券研究所

公司的 ITS 业务主要集中在高速公路和城市交通的交通控制和电子收费领域。

随着 4 万亿投资的投入，相关高速公路的建设不断推进，势必会带动高速公路机电工程、视频监控等 ITS 需求。但是国内的高速公路具有区域性的特点，难以期待实现高速增长。

公司 ITS 业务 09 年毛利率实现提升，主要因为公司的符合 NTCIP（信号机标准）协议的区域协调信号机开发成功，公司在掌握了核心技术的同时极大提升了 ITS 在交通控制领域的市场竞争力。同时 09 年政府加大了公共设施投资，市场需求回暖也是 ITS 毛利率提升的原因之一。

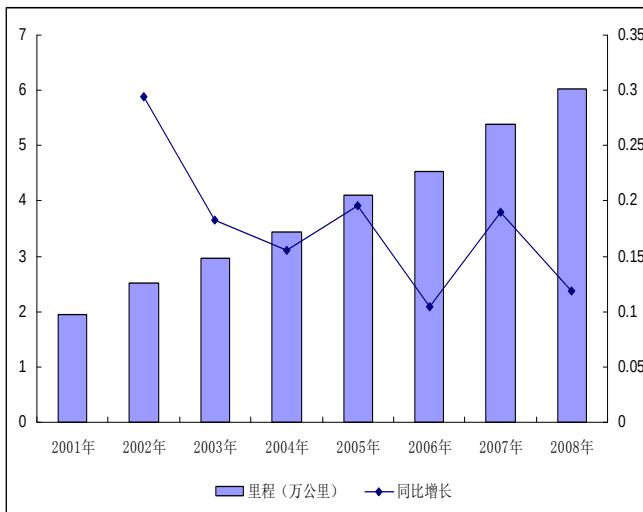
图 13：ITS 业务毛利率逐步提高



数据来源：公司公告 国联证券研究所

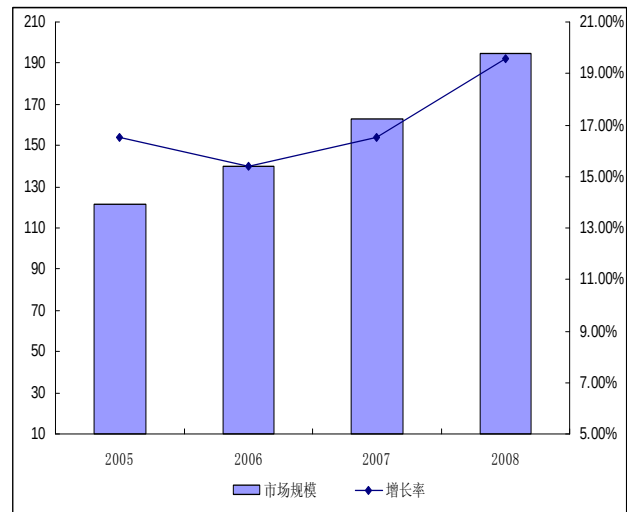
08 年公司 ITS 新签订合同额同比增长超过一倍达 4.6 亿元，09 年公司在中山等地 ITS 项目进一步推进，有望在全国重点城市推广。未来该块业务主要寄托于海外扩张。08 年签订了安哥拉交通信号项目意味着公司走出了海外棋局的第一步。

图 14: 我国高速公路里程保持稳定增长 单位: 万公里



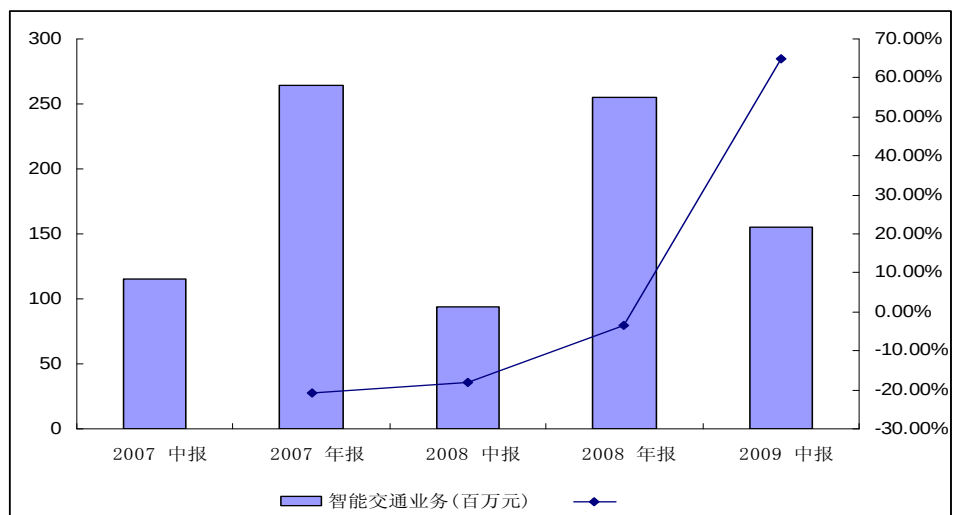
数据来源: 交通运输部 国联证券研究所

图 15: 05~08 年中国智能交通投资规模递增



数据来源: 交通运输部 国联证券研究所

图 16: 公司 ITS 业务同比高增长



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

3.5 增值业务动作频繁，可能成为未来新的增长点

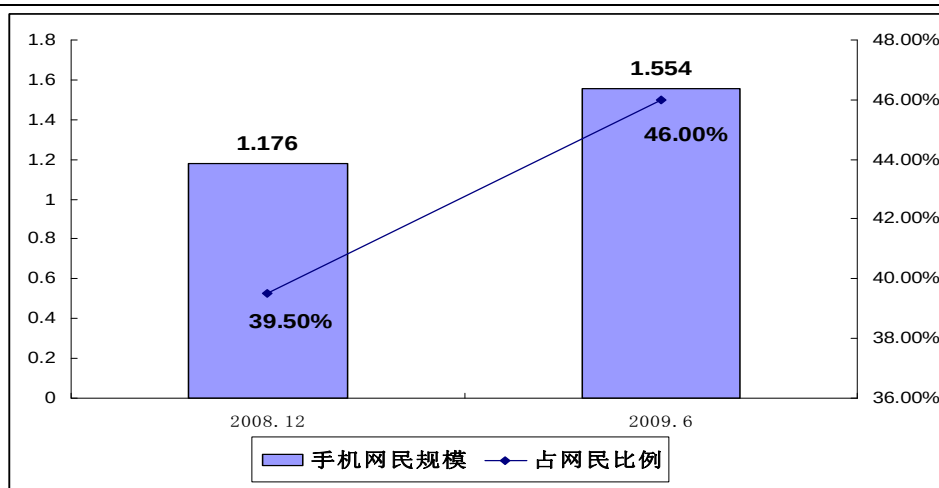
08 年公司出资 30 万元，参股北京华亿纵横科技有限公司，主营手机钱包等项增值业务，公司增值业务已经开始实用化，进入到业务丰富和市场推广阶段。另外公司还与贵州电信进行战略合作打造“旅游综合信息服务”项目，利用互联网与 3G 网络融合提供旅游信息方面的增值服务。

值得一提的是公司还组建了由业内资深人士构成的游戏业务团队，投入一定的资金来专门开发手机与互联网互动游戏。

2008 年，中国使用手机上网的网民达到 1.176 亿人，较 2007 年增长一倍多；2009 年上半年达到 1.55 亿，约占我国网民总数的 46%，半年内增长了 32.1%。

而 2008 年全球手机游戏市场规模达 54 亿美元，同比增长 22.7%。我国对应规模为 13 亿元，同比增长 75.2%。到今年第二季度，我国手机游戏市场规模已达 5.2 亿元，与上季度相比增长了 39.5%。未来手机游戏快速增长的局面预计仍会继续维持，推进手机游戏增值服务将成为公司的一个新的利润增长点。

图 17：手机用户比例呈现高增长趋势



数据来源：CNNIC 国联证券研究所

四、盈利预测

➤ 假设条件 1:

由于高速公路行业区域性特点导致的稳定增长特性，预测公司智能交通业务的年增长率维持在行业预测水平即 15%。

➤ 假设条件 2:

来自电信的收入占 ICT 业务收入 80%

支撑系统收入占电信收入 80%

由于运营商在 3G 网络建设方面的高投入，2010 年 ICT 业务的增长率为 25%。

a) 2009 年 ICT 收入预测

假设三大运营商在 08 年的支撑系统占总的资本开支的比例如下（表 4）:

运营商	08 年 3G 投资额	支撑系统占总开支比例	数额
中国电信	470.9	3%	14.127
中国联通	472.5	2%	9.45
中国移动	1363	7%	95.41
合计			118.987

数据来源:三大运营商年报 国联证券研究所

已知 08 年 ICT 收入 5.9 亿元，则

08 年支撑系统收入=5.9*0.8*0.8=3.776 亿元

公司支撑系统份额=3.776/118.987=3.17%

依据赛迪顾问的数据,我们假设 3 个运营商在 09 年的支撑系统占总的资本开支的比例如下(表 5):

运营商	09 年 3G 投资额	支撑系统占总开支比例	数额
中国电信	392	3%	11.76
中国联通	624	3%	18.72
中国移动	1339	9%	120.51
合计			150.99

数据来源:三大运营商年报 国联证券研究所

预计:

09 年公司在 ICT 领域的收入=150.99*3.17%/0.8²=7.48 亿元

b) 2010 年 ICT 收入预测

可以根据 2010 年三大运营商的 3G 投资额来估算。因为目前 3G 的 OSS 系统尚未招标,可以等待各大运营商在 09 年报披露之后从资本支出额度来推断公司能够有多少的 ICT 收入。

但从上文中可以观察到,中国移动的运营支撑系统所占的投资比例从 09 年开始有所提高;另依据各运营商曾经的系统建构和发展趋势推断,中国电信将新建 3G 业务支撑系统,日后再进行整合。而中国移动和中国联通由于有 2.5G 移动网络的运营支撑系统的基础,将更倾向于在现有系统基础上改造的模式。因此可以预计 10 年中国电信会大幅度地提高 3G 运营支撑系统占 3G 网络投资的比例,达到 6%左右,而中国移动和中国联通的投入依旧保持稳定增长。

由于公司增长速度放缓及购买价格的下滑,运营商也开始相应的削减资本开支。但是由于未来的增长点在网络化建设,资本支出的减少幅度不会很大,将还会继续向网络服务及其他新业务领域进行拓展。

而且从国外情况来看,运营商在支撑系统方面的投资一般要占到总建设投资额的 15%左右。综合来看,未来运营支撑系统的投资比例还有相当的增长空间。

表 6: 中国移动计划控制的资本开支领域

削减领域	显著表现
语音业务	08 年 30%至 40%增长区间放缓到 09 年的 20% 2012 年之前将每位用户功率消耗同 2008 年消耗水平相比,减少 20%
基站能源系统	约 50 万个基站中只有约 2000 个基站所使用的是可再生能源系统,节能空间巨大

数据来源：国联证券研究所

➤ 假设条件 3:

2011 年 ICT 业务降为保持整个行业预测的 20%的增长率。

➤ 假设条件 4:

毛利率维持在平均水平 55%;

财务费用率 09 年 3%，之后维持在 4%;

管理费用率 09 年 28%，之后维持在 25%;

销售费用率 09 年 9%，之后由于招标等因素维持在 10%。

表 7: 盈利预测 (单位: 百万元)

利润表	2008	2009E	2010E	2011E
ICT 收入	596.69	747.87	934.84	1121.81
增速	-5.44%	25.00%	25.00%	20.00%
ITS 收入	255.6	293.94	338.03	388.74
增速	-3.37%	15.00%	15.00%	15.00%
营业收入	853.83	1041.81	1272.87	1510.54
增速	-4.66%	22.02%	22.18%	18.67%
营业成本	424.61	437.56	572.79	679.74
毛利率	50.27%	58.00%	55.00%	55.00%
营业税金及附加	16.77	15.00	16.00	17.00
销售费用	72.83	93.76	114.56	135.95
销售费用率	8.53%	9.00%	9.00%	9.00%
管理费用	197.75	291.71	318.22	377.64
管理费用率	23.16%	28.00%	25.00%	25.00%
财务费用	42.86	31.25	50.91	60.42
财务费用率	5.02%	3.00%	4.00%	4.00%
资产减值损失	30.47	15.86	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.11	11.14	0.00	0.00
营业利润	68.65	167.81	190.39	229.79
营业外净收入	22.83	-0.35	0.00	0.00
利润总额	91.48	168.16	190.39	229.79
所得税	17.72	23.54	26.65	32.17
所得税率	0.19	0.14	0.14	0.14
净利润	73.76	144.61	163.73	197.62
每股收益 (元)	0.21	0.41	0.47	0.56

五、估值及投资策略

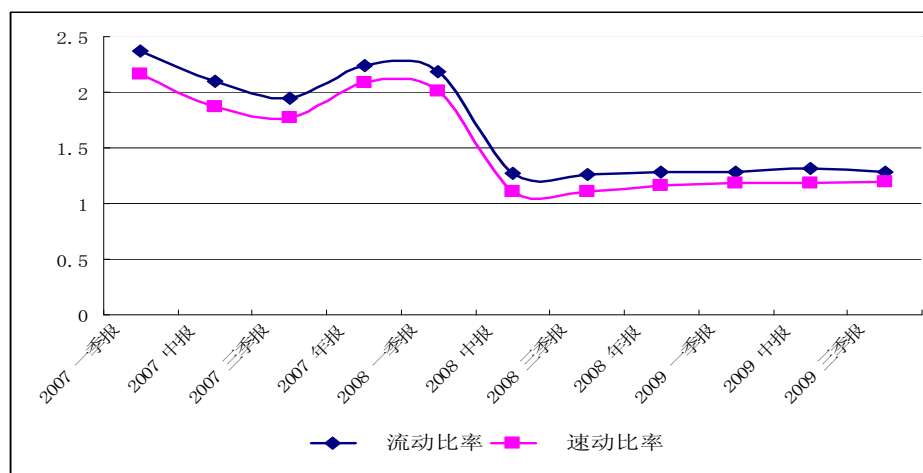
预计 09-11 年公司每股收益分别为 0.41 元、0.47 元和 0.56 元，按照细分行业平均的 40 倍市盈率计，我们认为亿阳信通的合理估值在 20.6~23.6 元。目前公司价格在 16.60 元，给予“谨慎推荐”评级。

六、风险提示

1、盈利集中依赖于电信领域，面临收入不稳定的风险。亿阳信通的客户主要为三大运营商。如果出现运营商由于技术更新等因素导致电信投资下降，则公司的收入有可能面临下降。

2、公司的速动比率和流动比率 08 年处于低位，有可能影响公司的扩张速度以及带来一定的债务风险。不过近期公司通过向大股东出售南京长江三桥以及科大讯飞的股权缓解了一定的资金压力，目前来讲这种风险并不明显。

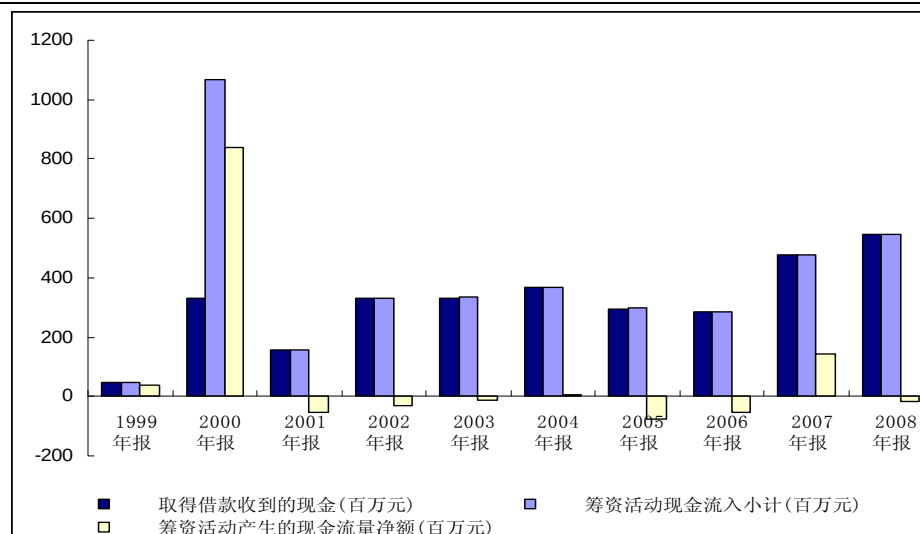
图 18：偿债能力持续走低



数据来源：公司公告 国联证券研究所

公司筹资现金流逐年递增，且主要通过借款方式获得融资。

图 19: 07 年开始公司筹资现金流逐年递增



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -

		10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
投资评级	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。