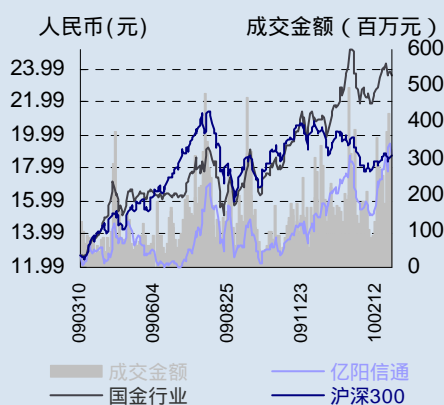


2010年03月10日

**市场数据(人民币)**

市价(元)	18.78
已上市流通A股(百万股)	351.97
总市值(百万元)	6,610.02
年内股价最高最低(元)	19.46/11.99
沪深 300 指数	3305.86
上证指数	3069.14
2008 年股息率	0.00%


**相关报告**

- 1 《主营业务发展符合预期》，2009.8.27
- 2 《3G网管招标逐渐展开,未来业绩可期》，2009.8.19

**分析师:陈运红**

 (8621)61038242  
 chenyh@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 亿阳信通 (600289.SH)

**——业绩低于预期，增值业务仍待观察**

**公司基本情况(人民币)**

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.427	0.210	0.234	0.282	0.550	0.418
净利润增长率	38.46%	-41.06%	11.74%	20.46%	95.03%	-24.05%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.548	0.666	N/A
市盈率(倍)	44.03	40.43	70.48	66.60	34.15	44.93
行业优化市盈率(倍)	70.63	38.55	56.57	56.57	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.7	29.7	N/A	N/A
PE/G(倍)	1.14	N/A	6	3.26	0.36	N/A
已上市流通 A 股(百万股)	167.18	203.82	351.97	351.97	351.97	351.97
总股本(百万股)	293.31	351.97	351.97	351.97	351.97	351.97

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论**

- **公司业绩低于预期：**亿阳信通公布 2009 年度报告，实现营业收入以及归属于母公司净利润分别为 9.28 亿和 8239.89 万，同比分别增长 8.74% 和 11.74%，实现每股收益 0.23 元。业绩远低于我们预期，主因电信 OSS 业务及智能交通业务的招标进程延后，以及公司费用率不断升高：
  - ◆ **公司两大主营业务尤其是 ICT 业务订单需求未能在 09 年有效释放是公司业绩增长低于我们预期的主要原因。** ITS 智能交通业务收入增长 19.95% 至 3.07 亿，毛利率为 17.85%，而 ICT 业务同比仅增长 3.98% 达 6.2 亿，毛利率为 67.52%。公司综合毛利率 51.17%，比上年增长 0.9 个百分点；
  - ◆ **业绩驱动因素分析：**三项费用率提高 5.06 个百分点达 41.78%，主因公司加大区域市场拓展力度以及提高员工薪酬待遇和确认开发费用所致。但投资收益及营业外收入等项目增长导致利润增速超过收入增速，其中投资收益和营业外收入分别达到 1076 万和 4301 万；
  - ◆ **公司新业务开展进度正常，但增值业务仍处培育期，效果有待观察：** 1) 无线网优和 MSS 系统等产品迅速推广，中电信开拓及国际化进程也取得不错进展；2) 承建中移动电子采购平台、B2B 电子商务平台，又获得“动力 100”全国甲级代理资质；3) 展开与贵州电信合作及游戏开发、手机支付、移动视频等增值业务的开发，但大多仍处于培育阶段，我们将保持对此类业务发展的密切关注。
- **业绩预测及投资推荐：持有评级。**
  - ◆ **业绩预测：**我们延后了公司移动网管系统以及智能交通业务的订单时间，同时略微提高了公司的费用率预测，预计公司 2010-2012 年实现营业收入分别为 10.40 亿、12.38 亿和 13.80 亿，分别增长 12.07%、

18.97%和 11.45%，实现 EPS 分别为 0.282 元、0.550 元和 0.418 元，增速分别为 20.46%、95.03%和-24.05%。2011 年 EPS 较高是因为根据公司报告我们理解其大桥股权的出售将于 11 年确认，不考虑大桥的一次性收益，公司的经营性收益增速未来三年基本在 20%左右。

- ◆ **投资建议：持有评级。**公司当前股价对应 2010 年 PE 约 67 倍，考虑到公司的游戏、B2B 等增值业务虽具广泛前景，但大多处于培育阶段，未来业绩具有不确定性，我们暂时将其评级下调为持有。后续我们将保持对公司业务开拓情况的密切关注，并在合适的时机调整其盈利预测。

## 图表目录

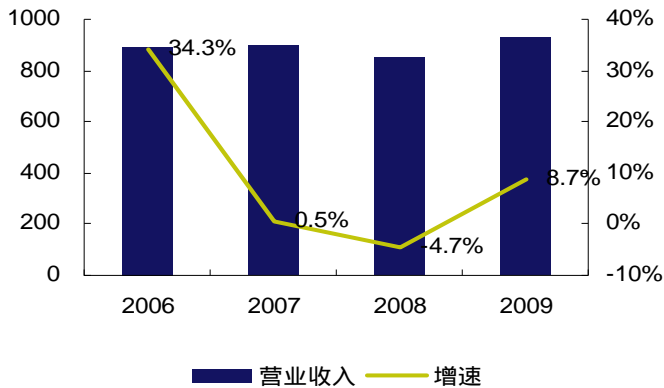
图表 1：09 年营业收入增长 8.74%（百万） .....	3
图表 2：09 年净利润增长 11.74%（百万） .....	3
图表 3：公司 ICT 业务收入增长滞后，占比下降 .....	3
图表 4：公司两大业务 09 年毛利率均有所提高 .....	3
图表 5：公司业绩驱动因素分析 .....	4
图表 6：销售和管理费用增加，但投资和营业外收入上升 .....	4
图表 7：公司着力发展无线网优、MSS 和增值业务等新业务 .....	5
图表 8：公司营业收入分析和预测（百万元） .....	5
图表 9：公司 EPS 分析和预测（元） .....	5
图表 10：公司业务收入分析与预测 .....	6

## 2009 年度公司业绩点评

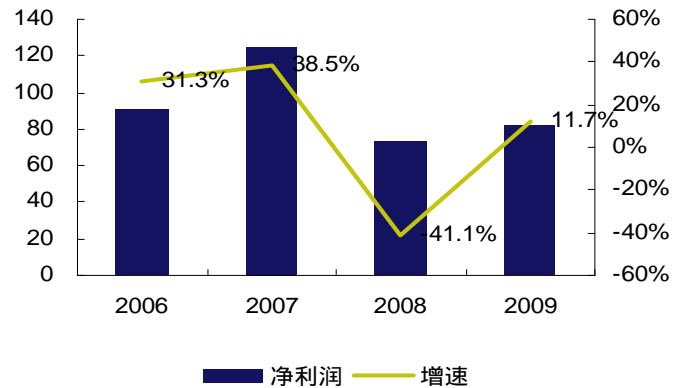
### 公司业绩低于预期

- 亿阳信通公布了 2009 年度报告，实现营业收入以及归属于母公司净利润分别为 9.28 亿和 8239.89 万，同比分别增长 8.74%和 11.74%，实现每股收益 0.23 元。业绩远低于我们预期，主要因为电信 OSS 业务及智能交通业务的招标进程延后，以及公司费用率不断升高。公司同时宣布拟每 10 股转增 6 股。

图表1：09 年营业收入增长 8.74%（百万）



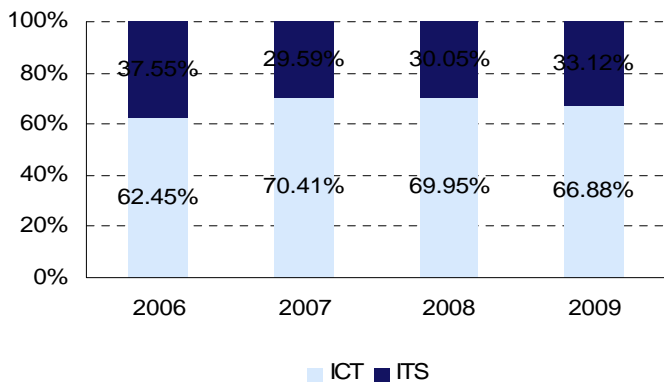
图表2：09 年净利润增长 11.74%（百万）



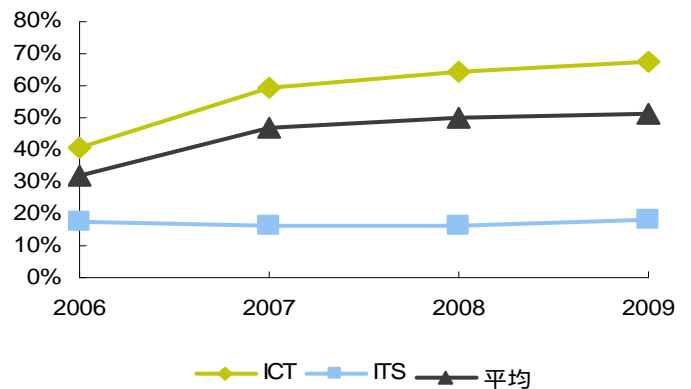
来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司两大主营业务尤其是 ICT 业务订单需求未能在 09 年有效释放是公司业绩增长低于我们预期的主要原因。其中 ICT 业务同比增长 3.98%达到 6.2 亿，毛利率为 67.52%，而 ITS 智能交通业务收入增长 19.95%至 3.07 亿，毛利率为 17.85%。公司综合毛利率 51.17%，比上年增长 0.9 个百分点：
  - ◆ ICT 电信业务全年实现收入 6.2 亿，签订合同 7.8 亿，与 08 年的 7 亿订单相比，收入实现率和订单增长率都低于市场普遍预期。正面因素则是业务毛利率较 08 年提高了 2.85 个百分点，以及公司顺利切入电信 CDMA 网管市场；
  - ◆ ITS 智能交通业务全年实现收入 3.07 亿，新签订单 2.5 亿，中标 3.5 亿，同样低于预期，主要由于国家四万亿投资项目大多仍处于土建阶段，配套机电工程的招标仍需时间。正面因素是公司上半年执行的大批量订单利润较高，全年 ITS 业务毛利率较 08 年提高 1.49 个百分点。

图表3：公司 ICT 业务收入增长滞后，占比下降



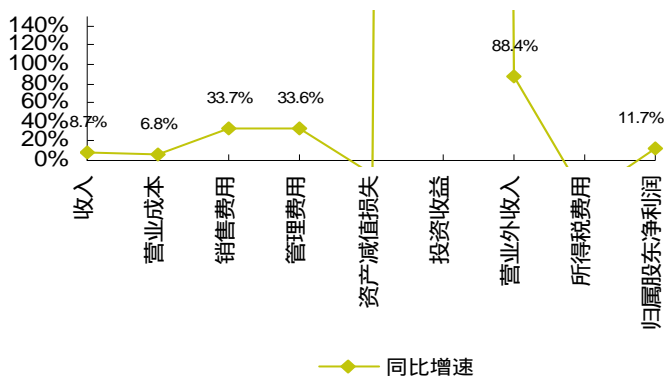
图表4：公司两大业务 09 年毛利率均有所提高



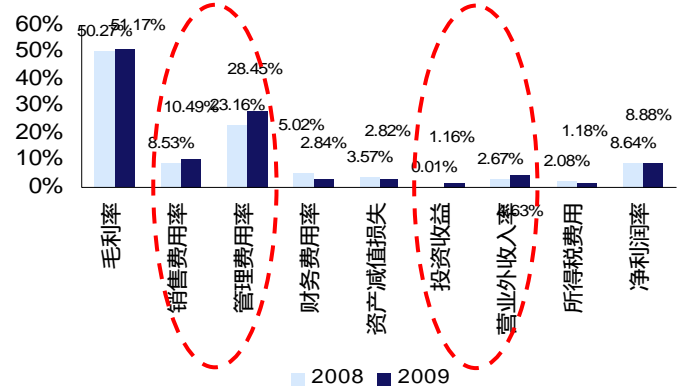
来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司全年三项费用率提高 5.06 个百分点达到 41.78%，但投资收益及营业外收入等项目的增长导致利润增速超过收入增速，其中投资收益和营业外收入分别达到 1076 万和 4301 万：
  - ◆ 公司期间销售费用增长 33.65%达到 9739 万，管理费用增长 33.56%达到 2.64 亿，均大大超过营业收入增速，主因公司加大区域市场的拓展力度以及提高员工薪酬待遇和确认开发费用所致。财务费用如我们预期大幅下降 38.48%为 2639 万，公司短期借款从 08 年底的 4.6 亿逐季下降至 09 年底的 2.35 亿；
  - ◆ 投资收益和营业外收入成为利润增速超过收入增速的主要原因，其中投资收益 1076 万，主因出售科大讯飞股份，营业外收入 4301 万，主因软件销售较上年大幅增加的增值税返还，此外公司资产减值损失和所得税费用也有不同程度的下降。

图表5：公司业绩驱动因素分析



图表6：销售和管理费用增加，但投资和营业外收入上升

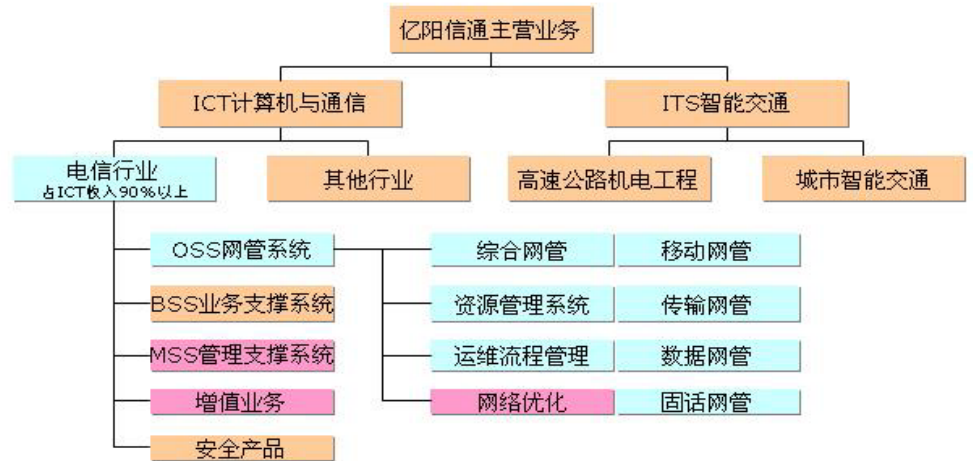


来源：公司年报，国金证券研究所

### 公司新业务开拓状况

- 2009 年公司围绕其 OSS 核心优势，无线网优和 MSS 系统等衍生产品及国际化进程取得不错进展，在国内运营商 OSS 投资规模有限的情况下为公司的核心业务寻找新的增长点：
  - ◆ 公司无线网优产品已覆盖中移动 24 省、联通 9 省、电信 8 省，成为新的利润增长点。经营管理支撑系统（MSS）顺利完成中国移动计划管理、B2B 电子采购系统等项目。同时，公司已成规模进入了中电信 CDMA 市场，成为其 CDMA 网管和优化领域的最大合作伙伴之一；
  - ◆ 公司承接华为项目在国际方面取得进展，为印度运营商 AIRCEL 和 TATA 提供电信网络性能管理软件及服务已于上半年验收，巴基斯坦 PTCL 电信网管项目 7 月完成初验；
- 增值业务是公司“四轮驱动”战略的第一目标，公司 09 年着力转型电信增值业务提供商，培育了很多相关业务，公司希望这些投入将陆续产生盈利，提升公司的发展后劲。南京大桥股权的出售将为公司 10-11 年带来 6 亿现金，也将被重点应用到新业务、新产品和新市场的拓展中：
  - ◆ 报告期内公司在承建中国移动电子采购平台和 B2B 电子商务平台任务之后，又获得中国移动“动力 100”全国甲级代理资质，已与湖北、广州签约。此类业务的潜在收入分成模式进展情况尚待观察；
  - ◆ 在增值业务方面，公司也在展开与贵州电信合作及游戏开发、手机支付、移动视频等应用产品的开发，我们认为公司发展无线增值业务的瓶颈不在技术实力，而是与北纬等传统 SP 厂商相比尚需业务渠道的铺垫，我们将保持对公司此类业务发展的密切关注。

图表7：公司着力发展无线网优、MSS和增值业务等新业务



浅蓝为公司现重点业务，淡紫为公司新开拓业务

来源：国金证券研究所

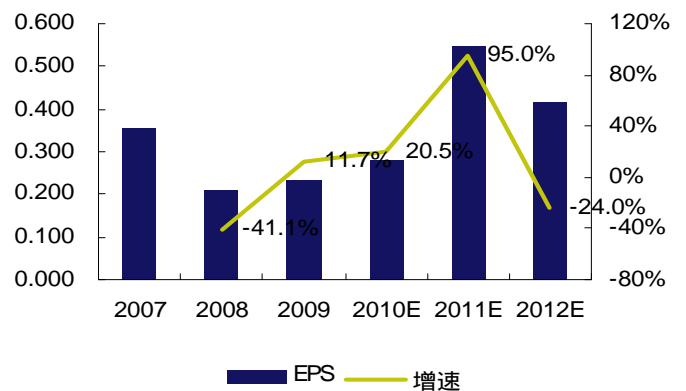
### 业绩预测及投资分析

- 业绩预测：**我们延后了公司移动网管系统以及智能交通业务的订单时间，同时略微提高了公司的费用率预测，预计公司 2010-2012 年实现营业收入分别为 10.40 亿、12.38 亿和 13.80 亿，分别增长 12.07%、18.97%和 11.45%，实现 EPS 分别为 0.282 元、0.550 元和 0.418 元，增速分别为 20.46%、95.03%和-24.05%。2011 年 EPS 较高是因为根据公司报告我们理解其大桥股权的出售将于 11 年确认，不考虑大桥的一次性收益，公司的经营性收益增速未来三年基本在 20%左右。
- 投资建议：持有评级。**公司当前股价对应 2010 年 PE 约 67 倍，考虑到公司的游戏、B2B 等众多新业务虽具广泛前景，但大多处于培育阶段，未来业绩具有不确定性，我们暂时将其评级下调为持有。后续我们将保持对公司业务开拓情况的密切关注，并在合适的时机调整其盈利预测。

图表8：公司营业收入分析和预测（百万元）



图表9：公司 EPS 分析和预测（元）



来源：国金证券研究所

图表10：公司业务收入分析与预测

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>软硬件销售收入</b>					
销售收入 (百万元)	596.69	620.43	738.46	878.89	966.78
增长率 (YOY)	-5.44%	3.98%	19.03%	19.02%	10.00%
毛利率	64.67%	67.52%	68.00%	68.00%	67.50%
销售成本 (百万元)	210.81	201.51	236.31	281.24	314.20
增长率 (YOY)	-17.37%	-4.41%	17.27%	19.02%	11.72%
毛利 (百万元)	385.88	418.91	502.16	597.64	652.57
增长率 (YOY)	2.65%	8.56%	19.87%	19.02%	9.19%
占总销售额比重	70.01%	66.93%	70.97%	71.00%	70.08%
占主营业务利润比重	90.22%	88.45%	90.72%	90.24%	90.03%
<b>智能交通业务</b>					
销售收入 (百万元)	255.60	306.60	302.00	359.00	412.85
增长率 (YOY)	-3.37%	19.95%	-1.50%	18.87%	15.00%
毛利率	16.36%	17.85%	17.00%	18.00%	17.50%
销售成本 (百万元)	213.78	251.87	250.66	294.38	340.60
增长率 (YOY)	-3.23%	17.81%	-0.48%	17.44%	15.70%
毛利 (百万元)	41.82	54.73	51.34	64.62	72.25
增长率 (YOY)	-4.08%	30.88%	-6.19%	25.87%	11.81%
占总销售额比重	29.99%	33.07%	29.03%	29.00%	29.92%
占主营业务利润比重	9.78%	11.55%	9.28%	9.76%	9.97%
销售总收入 (百万元)	852.29	927.02	1040.46	1237.89	1379.63
销售总成本 (百万元)	424.59	453.38	486.97	575.62	654.80
毛利 (百万元)	427.70	473.64	553.50	662.26	724.82
平均毛利率	50.18%	51.09%	53.20%	53.50%	52.54%

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	6	27
买入	0	1	3	10	16
持有	0	0	0	4	5
减持	0	1	1	2	5
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.06	1.88

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出

### 投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。