

2017年04月25日

美亚光电 (002690.SZ)

口腔 CT 继续保持良好销售态势，预计全年业绩增速逐季提升实现高增长

■公司公布1季报，1季度收入1.54亿元，同比增长14.7%，相比去年全年仅7%的收入增速显著加快，净利润0.41亿元，扣非净利润增速16.2%，略高于收入增速，相比去年6.9%的净利润增速显著加快。实际上，公司2016年Q1收入增速29.2%，就1季度而言是增速非常快和基数非常高的，这其中主要是色选机的增长，高基数因素导致今年1季度收入表观增速不高。实际上，我们测算，1季度色选机销售去去年比略微下滑，但口腔CT的良好销售增量保证了1季度收入不降反增。公司毛利率提升3个百分点至53.17%，我们判断，主要是毛利率较高的口腔CT增速较快，占比提升所致。

■公司主要收入来源无论是口腔CT还是色选机等，都具有典型订单式和季节性，从过去3年来看，2014~2016年，公司第1季度收入占比分别仅有16.4%、12.4%和14.9%，净利润占比分别仅有15.4%、11.1%和12.1%，占比极低，我们判断，这主要是由于每年1季度均存在春节因素影响订单销售的情况有关。由于1季度占比较低，绝对值不高，如今年Q1净利润仅0.41亿元，因此，仅400万左右的净利润就能够影响Q1表观增速高达10%，但实际上，公司2016年净利润已经高达3.09亿元，我们预计今年净利润4.35亿元，因此，这400万放到全年看利润占比不到1%，因此，我们认为，1季度表观增速对全年增速的指导意义不大。

■我们预计和判断，公司2017年业绩有望反转，实现高速增长，主要来自：1、口腔CT继续保持接近翻倍的高速增长，且利润率高，收入和利润占比越来越大，对公司整体的拉动因素越发明显；2、杂粮色选机有望继续保持40%左右的快速增长，收入占比越来越高；3、大米色选机经历了2016年清库存，2017年有望轻装上阵，低基数导致表观增速快速提升。

■从表观增速看，公司2016年Q1~Q4净利润累计增速为15.9%、4.6%、2.1%、6.9%，呈现显著前高后低，而今年预计将呈现显著前低后高。与此同时，公司1季报中也给出了中报的业绩增速区间为0~40%，而去年1季报给出的中报业绩增速区间为0~30%，按照我们预计和测算，公司中报增速有望实现25%~30%，呈现前低后高，全年有望实现40%左右增速。

■公司口腔CT销售进入快速放量阶段，我们跟踪和判断1季度口腔CT销售依然保持高增长态势。2016年公司口腔CT销售收入1.65亿元，同比大幅增长120%，2016年上半年，公司口腔CT收入仅0.46亿元，而下半年实现了1.2亿元左右的收入，说明口腔CT销售取得重大突破。

公司快报

证券研究报告

其他专用机械

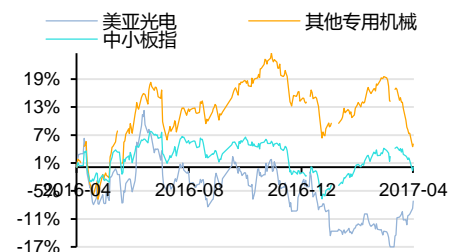
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**30元**
股价(2017-04-25) **20.48元**

交易数据

总市值(百万元)	13,844.48
流通市值(百万元)	6,695.71
总股本(百万股)	676.00
流通股本(百万股)	326.94
12个月价格区间	18.30/24.76元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.45	3.62	-9.54
绝对收益	7.56	8.7	-9.81

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

相关报告

- 美亚光电：口腔CT销售高速增长120%远超预期，2017年业绩反转预期明确有望开始进入高速增长阶段 2017-04-06
- 美亚光电：医疗影像业务增长迅速，新产品形成阶梯式发展浪潮 2017-03-18

预计 2016 年口腔 CT 销售量接近 600 台左右，而 2015 年销量仅 260 台左右，销售已经进入快速增长阶段，我们跟踪和判断，今年 1 季度口腔 CT 保持良好销售态势，预计 2017 年口腔 CT 销量有望突破 1000 台，贡献 3 亿元左右收入。

■**投资价值被显著低估。**公司传统业务色选机被归类为农产品机械行业，但实际上，公司口腔 CT 正处于高速增长阶段，收入利润占比将在未来 2 年提高到 30% 以上，且还将有多个医疗设备新产品陆续上市，公司的发展战略和重点，也将前所未有向医疗领域倾斜，公司的关注重点，也早已不在传统业务。董事长持股比例高达 61.45%，且账上 16 亿现金（8.8 亿理财产品+7.7 亿现金），有望在适时展开医疗盈利的外延式并购，加速转型和进军医疗市场。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 30 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入为 13.26 亿、18.49 亿、24.04 亿，2017 年-2019 年净利润分别为 4.35 亿、5.65 亿、7.23 亿，2017 年-2019 年 EPS 分别为 0.64、0.84、1.07 元，17-18 年对应现在股价估值分别为 32 倍、25 倍。公司成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 30.00 元。

■**风险提示：**口腔 CT 销售低于预期；色选机销售低于预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	840.9	901.2	1,326.0	1,849.0	2,403.7
净利润	289.4	309.3	435.1	565.1	723.3
每股收益(元)	0.43	0.46	0.64	0.84	1.07
每股净资产(元)	2.85	3.01	3.64	4.47	5.54
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	47.8	44.8	31.8	24.5	19.1
市净率(倍)	7.2	6.8	5.6	4.6	3.7
净利润率	34.4%	34.3%	32.8%	30.6%	30.1%
净资产收益率	15.0%	15.2%	17.7%	18.7%	19.3%
股息收益率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	19.3%	16.8%	27.3%	28.7%	35.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	840.9	901.2	1,326.0	1,849.0	2,403.7	成长性					
减:营业成本	393.9	426.5	602.0	867.2	1,119.6	营业收入增长率	27.2%	7.2%	47.1%	39.4%	30.0%
营业税费	7.2	8.8	12.9	17.9	23.3	营业利润增长率	18.1%	2.9%	58.0%	35.0%	29.2%
销售费用	93.9	114.4	147.2	203.4	264.4	净利润增长率	15.3%	6.9%	40.7%	29.9%	28.0%
管理费用	97.5	91.7	129.9	181.2	235.6	EBITDA 增长率	16.0%	2.9%	57.6%	32.4%	29.3%
财务费用	-13.3	-11.8	-18.3	-35.8	-44.1	EBIT 增长率	16.8%	3.6%	58.2%	32.6%	29.6%
资产减值损失	10.3	3.9	4.0	4.0	4.0	NOPLAT 增长率	16.9%	3.6%	58.2%	32.6%	29.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.3%	-2.9%	26.3%	4.2%	20.3%
投资和汇兑收益	41.5	33.5	27.8	31.9	30.0	净资产增长率	13.1%	5.6%	20.7%	22.9%	23.8%
营业利润	292.7	301.3	476.1	643.0	830.9	利润率					
加:营业外净收支	42.6	57.7	28.8	12.8	8.5	毛利率	53.2%	52.7%	54.6%	53.1%	53.4%
利润总额	335.3	359.0	504.9	655.8	839.3	营业利润率	34.8%	33.4%	35.9%	34.8%	34.6%
减:所得税	48.1	51.5	72.4	94.1	120.4	净利润率	34.4%	34.3%	32.8%	30.6%	30.1%
净利润	289.4	309.3	435.1	565.1	723.3	EBITDA/营业收入	35.1%	33.7%	36.1%	34.3%	34.1%
						EBIT/营业收入	33.2%	32.1%	34.5%	32.8%	32.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	98	89	70	65	60
						流动资产周转天数	492	505	377	296	248
						流动资本周转天数	750	781	944	1,057	971
						应收账款周转天数	92	102	102	102	102
						存货周转天数	43	53	51	52	52
						总资产周转天数	868	900	1,045	1,148	1,054
						投资资本周转天数	582	582	441	360	312
						投资回报率					
						ROE	15.0%	15.2%	17.7%	18.7%	19.3%
						ROA	13.2%	13.2%	8.1%	8.7%	9.4%
						ROIC	19.3%	16.8%	27.3%	28.7%	35.7%
						费用率					
						销售费用率	11.2%	12.7%	11.1%	11.0%	11.0%
						管理费用率	11.6%	10.2%	9.8%	9.8%	9.8%
						财务费用率	-1.6%	-1.3%	-1.4%	-1.9%	-1.8%
						三费/营业收入	21.2%	21.6%	19.5%	18.9%	19.0%
						偿债能力					
						资产负债率	11.4%	12.8%	54.2%	53.1%	51.2%
						负债权益比	12.8%	14.7%	118.4%	113.0%	104.7%
						流动比率	10.02	8.49	3.97	3.82	3.81
						速动比率	9.44	7.84	3.79	3.61	3.61
						利息保障倍数	-21.08	-24.42	-24.98	-16.94	-17.84
						分红指标					
						DPS(元)	0.30	-	-	-	-
						分红比率	70.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	287.2	307.5	435.1	565.1	723.3	EPS(元)	0.43	0.46	0.64	0.84	1.07
加:折旧和摊销	16.5	15.4	21.0	26.6	32.8	BVPS(元)	2.85	3.01	3.64	4.47	5.54
资产减值准备	10.3	3.9	-	-	-	PE(X)	47.8	44.8	31.8	24.5	19.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.2	6.8	5.6	4.6	3.7
财务费用	-6.2	-8.4	-18.3	-35.8	-44.1	P/FCF	273.2	39.3	5.4	15.6	18.7
投资损失	-41.5	-33.5	-27.8	-31.9	-30.0	P/S	16.5	15.4	10.4	7.5	5.8
少数股东损益	-2.2	-1.9	-2.6	-3.4	-4.3	EV/EBITDA	90.8	45.1	27.6	20.1	15.1
营运资金的变动	-253.3	7.1	-277.2	18.0	-295.2	CAGR(%)	25.1%	32.7%	19.9%	25.1%	32.7%
经营活动产生现金流量	140.7	331.1	130.1	538.6	382.5	PEG	1.9	1.4	1.6	1.0	0.6
投资活动产生现金流量	-104.7	-82.8	-92.2	-88.1	-90.0	ROIC/WACC	2.2	1.9	3.1	3.2	4.0
融资活动产生现金流量	-67.0	-190.6	2,507.8	435.8	444.1	REP	8.4	5.1	2.4	2.1	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034