



稳定增长的国内光机电设备龙头

增持 首次

目标价格：22.84 元

投资要点：

- 国内大米色选机需求接近饱和，行业以平稳增长为主
- 杂粮、茶叶色选机是短期业绩最大的催化因素
- X 射线检测和牙科 CBCT 有望成为未来新的增长极

报告摘要：

- 国内大米色选机需求接近饱和，行业将维持 10% 左右的平稳增长。当前国内 90% 以上的米业加工企业配备了大米色选机，行业需求饱和度较高。今后行业需求的驱动主要来自更新、产品升级、大米加工产能扩张和出口，当前米业加工量保持稳定增长、产品升级日趋加快、出口占比逐步提升，综合看行业整体需求将延续前期 10% 左右增速。
- 杂粮、茶叶色选机是短期业绩重要催化剂。当前国内杂粮、茶叶色选机需求保持高景气，行业增速超过 30%。当前公司杂粮、茶叶色选机业务处于市占率提升的高速增长阶段，预计短期内将继续取得领先行业的增长，成为短期业绩成长最重要的催化剂。
- 牙科 CBCT 有望成为未来新的增长极。专业牙科 CT 是行业的发展趋势，国内牙科 CT 需求开始启动。牙科 CT 市场与先前的大米色选机市场类似，国外品牌主导，市场分散，今后公司凭借自身的直销网络、技术积累与性价比优势，有望复制在色选机行业的成功经验。
- 盈利预测：未来三年 EPS 为 0.87/1.14/1.44 元。我们预计 2012-14 年公司实现净利润分别 1.75/2.28/2.88 亿元，3 年复合增长 29.5%。
- 投资建议：目标价 22.84 元，“增持”评级。参考 A 股光电设备公司和部分电子公司的估值水平，给予 22.84 元目标价，13 年 20 倍 PE。
- 风险提示：ROE 下滑、新产品开拓不及预期、产品价格下滑等风险。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	334.83	449.81	541.58	649.16	818.81
YoY	1%	34%	20%	20%	26%
净利润（百万元）	150.39	132.54	174.96	228.39	288.27
YoY	57%	-12%	32%	31%	26%
EPS（元）	1.50	0.88	0.87	1.14	1.44
市盈率	27.61	31.32	23.73	18.18	14.40

电子元器件行业研究组

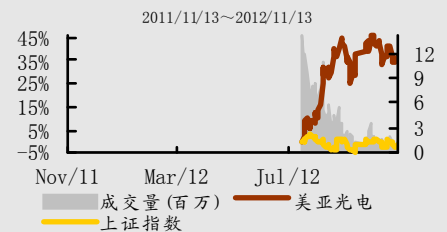
分析师：

沈建锋(S1180512090003)

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	20000
流通股（万股）	5000
当前股价	20.76
年内最高/最低	22.88/14.97
总市值(亿元)	41.52

相关研究

- 《德豪润达三季报点评：低点已过，未来业绩将持续走高》 2012/10/26
- 《长盈精密三季报点评：金属结构件需求旺盛提升业绩》 2012/10/25
- 《安洁科技三季报点评：收入增速放缓，毛利率大幅提升》 2012/10/25
- 《顺络电子三季报点评：盈利能力持续改善，拐点预期进一步得到确认》 2012/10/23
- 《智能卡行业专题报告：金融社保 IC 化和移动支付启动》 2012/10/10

目录

一、公司是稳健经营的国内色选机龙头.....	4
1、公司主营色选机—广泛应用食品安全预防检测设备.....	4
2、公司技术雄厚、经营稳健、市占率国内第一.....	5
二、色选机业务未来仍有增长空间.....	6
1、大米色选机有望延续稳定增长.....	6
2、杂粮、茶叶色选机是短期成长性的关键.....	10
三、X检测机与口腔 CBCT 业务具备长期增长动力.....	13
1、x 射线检测机业务产品线继续扩充.....	13
2、口腔 CBCT 有望成为公司未来新的增长极.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	15
1、盈利预测假设.....	15
2、盈利预测：2012-14 年 EPS 0.87/1.14/1.44 元.....	16
3、投资建议：目标价 22.84 元，给予“增持”评级.....	16
五、风险提示.....	17
1、新增折旧导致业绩和 ROE 下降风险.....	17
2、政府补助、企业所得税、增值税优惠政策取消风险.....	17
3、新产品开发及市场推广进度低于预期风险.....	17
4、需求饱和，竞争加剧将带来产品价格下滑的风险.....	18

插图

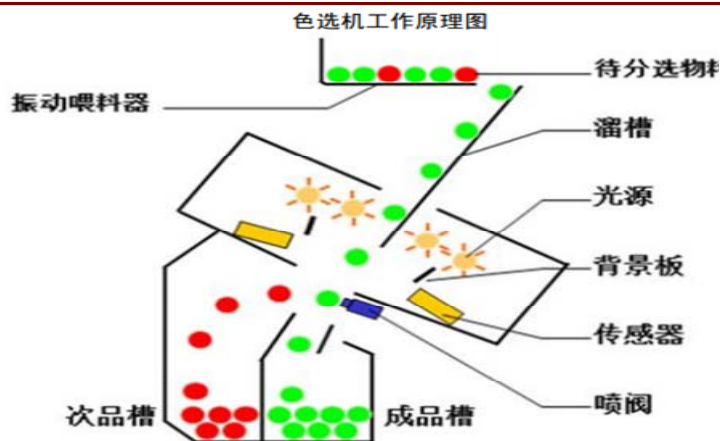
图 1: 色选机工作原理.....	4
图 2: 国内外色选机性能比较.....	4
图 3: 公司色选机品种系列齐全.....	5
图 4: 单位客户的销量低, 客户议价能力弱.....	5
图 5: 现金流充沛、应收账款低、经营稳健.....	6
图 6: 国内大米加工企业数量变化.....	6
图 7: 国内大米加工企业规模稳步提升.....	7
图 8: 销量/产量趋于平缓、行业已过高速渗透期.....	7
图 9: 高通道产品销量占比快速上升.....	8
图 10: 国内大米色选机销量.....	8
图 11: 国内大米产量与稻谷产量(万吨).....	9
图 12: 全球大米产量分布.....	9
图 13: 国内大米色选机销量及预测.....	10
图 14: 出口占比持续上升.....	10
图 15: 越南、泰国等市场销量增长快速.....	10
图 16: 杂粮生产: 国内小麦产量规模庞大.....	11
图 17: 杂粮生产: 国内玉米产量稳居世界第二.....	11
图 18: 杂粮色选机销量及预测.....	11
图 19: 茶叶色选机具备很强的经济效益.....	12
图 20: 国内茶叶产量稳步增长.....	12
图 21: 茶叶色选机销量及预测.....	12
图 22: 国内茶叶色选机正加速渗透.....	13
图 23: x 射线检测原理.....	14
图 24: 国内子午轮胎产量不断攀升.....	14
图 25: 公司两款口腔 CBCT 设备.....	15
图 26: 公司主营业务收入和毛利率预测.....	16
图 27: 公司主要经营指标.....	16
图 28: A 股上市部分同类公司的估值水平和盈利能力.....	17
图 29: 政府补助、软件退税利润占比高.....	17
图 30: 公司三张报表摘要及财务分析.....	19

一、公司是稳健经营的国内色选机龙头

1、公司主营色选机—广泛应用食品安全预防检测设备

色选机是当前国内广泛应用食品安全预防检测设备：色选机是根据物料光学特性的差异，即按照待分选物料种类的不同，利用光电技术将颗粒物料中的异色颗粒自动分拣出来的设备。随着生活水平的提高，人们对食品安全的关注度日益加强，企业与政府对食品安全预防检测的投入也逐步加大。当前色选机在食品安全检测领域获得了广泛应用，其中在大米加工领域的应用最为成功，大米色选机的销量占行业总销量的70%以上。

图 1：色选机工作原理



资料来源：公司公告、宏源证券

以美亚为代表的国内品牌主导行业发展：色选技术起源于欧美，在80年代色选机技术获得大规模的发展与应用。国内色选技术应用与研究开始于90年代，起步较晚，前期主要依赖国外进口设备，价格昂贵，色选设备的普及率较低。进入21世纪后以美亚为代表的国内民营企业成功研制出色选机，打破了国外技术垄断，同时凭借价格与服务优势快速占领市场，截止目前国产品牌行业占比超过70%。

图 2：国内外色选机性能比较

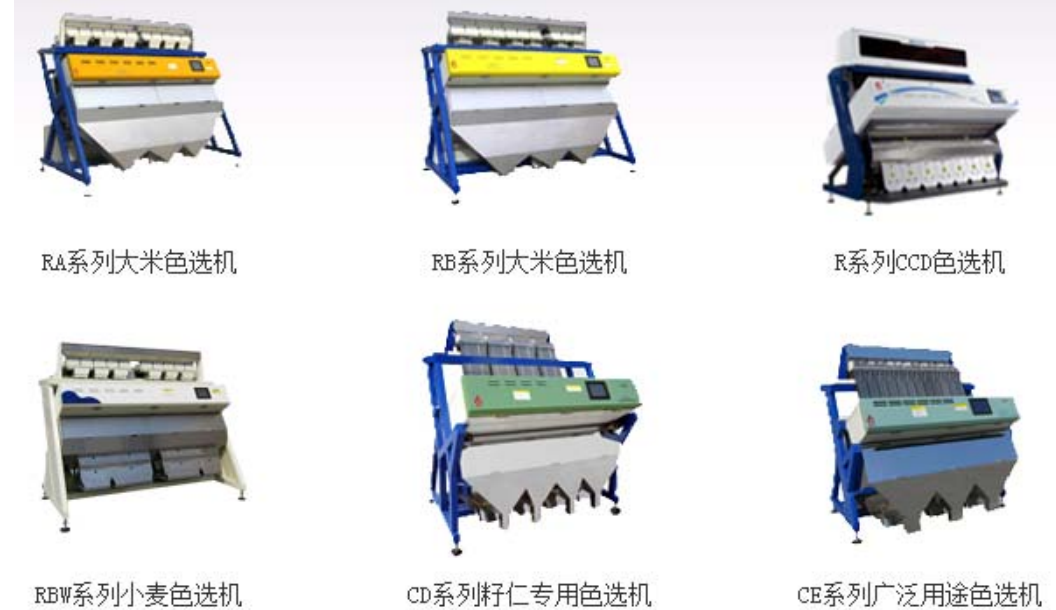
色选机国内外比较		产量：t/h	选净率：%	带出比（坏：好）	破碎率：%
大米色选机	国内水平	4.0-6.0	>99.0	>7:1	
	国际水平	5.0-9.0	>99.8	>8:1	
杂粮色选机	国内水平	5.0	>99.0	>9:1	
	国际水平	6.0	>99.8	>10:1	
茶叶色选机	国内水平	0.5	>96.0	>3:1	<3
	国际水平	0.6	>99.0	>4:1	<2

资料来源：宏源证券

2、公司技术雄厚、经营稳健、市占率国内第一

公司是国内色选机行业的龙头企业，市占率第一：公司是国内最大的色选机生产企业，大米色选机市占率在 30% 左右，行业第一。其色选机产品线涵盖了大米、杂粮、食品、成分分析等诸多领域，其中：大米色选型号规格齐全，通道数从 120 到 420，单台产量从每小时 2 t 到 20 t，能满足不同企业的多层次需求。杂粮色选拥有 SS-BA，SS-BKZ，等六大系列，单台产量从每小时 0.1 t 到 5 t，适用于国内外上百个杂粮品种。

图 3：公司色选机品种系列齐全



资料来源：公司公告、宏源证券

公司技术雄厚、现金流出色、经营稳健。美亚是国内色选与检测领域技术最为雄厚的企业，产品线从可见光领域的色选机延伸至不可见光领域的 x 射线检测与牙科 CBCT。美亚是国内第一家掌握 X 射线检测和基于 CCD 的智能茶叶色选核心技术的内资厂家，技术积累领先与国内同行。另外公司的客户相对较为分散，单个客户销量在 1.6 台左右，因此客户不具备很强的议价能力，信用销售的额度与应收账款较低，现金流充沛，经营较为稳健。

图 4：单位客户的销量低，客户议价能力弱

	2009	2010	2011
客户数量	2339	2002	2087
其中：新客户	2187	1892	1936
色选机销量	2187	2585	3308
销量/客户数	0.94	1.29	1.58

资料来源：公司公告、宏源证券

图 5: 现金流充沛、应收账款低、经营稳健

单位: 万元	2008	2009	2010	2011
货币资金:	36488.02	20693.08	22681.23	22677.14
应收账款:	4.13	226.86	723.40	747.23
财务费用:	-687.37	-858.55	-304.20	-175.27
经营活动现金流净额:	6614.59	12295.92	14787.73	14045.21
营业收入:	26237.53	33083.47	33483.43	44981.70
应收/营业收入	0.02%	0.69%	2.16%	1.66%
货币资金/营业收入	1.39	0.63	0.68	0.50

资料来源: 公司公告、宏源证券

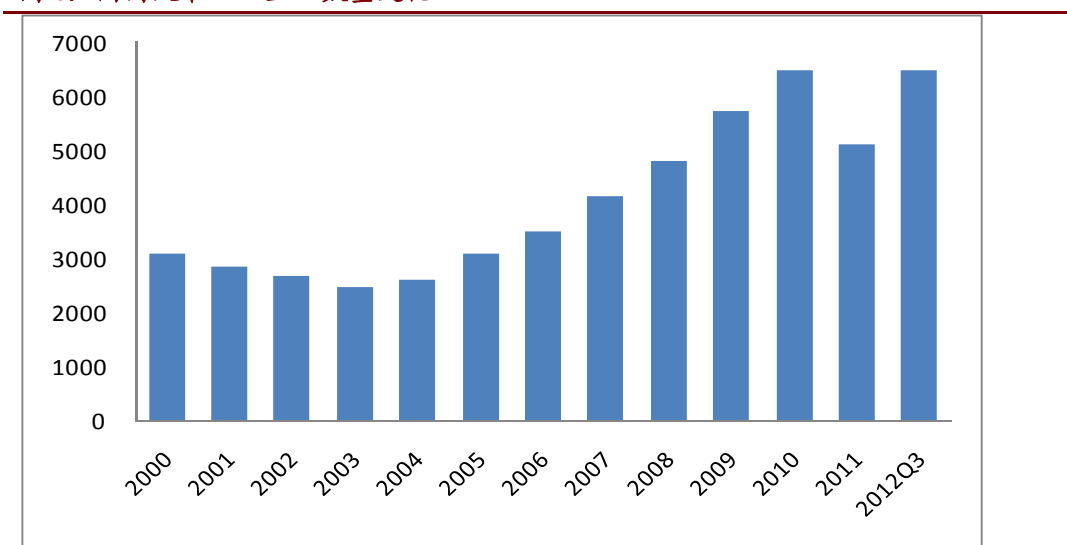
二、色选机业务未来仍有增长空间

1、大米色选机有望延续稳定增长

国内大米色选机市场进入更新周期，行业需求缺乏高速上行的动力。我们认为国内大米色选机市场已步入更新周期，行业需求将保持平稳，判断的依据：

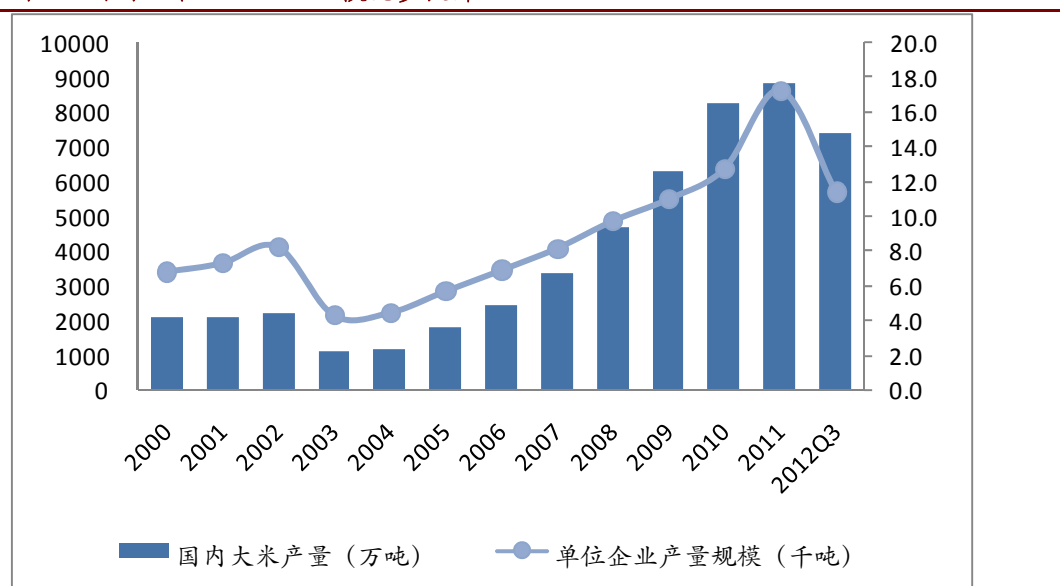
- 1、大米色选机在国内的应用接近 20 年，行业较为成熟，当前国内 90% 以上的大米加工企业配备了色选机，行业需求较为饱和，短期内缺乏高速上行的渗透力。
- 2、对当前的销量结构进行分析：11 年国内大米色选机的销量在 13000 标准台左右，06-10 年行业总销量在 47000 标准台左右，可以推出 11 年的更新需求在 9000 标准台左右，占 11 年销量的 70%，可见更新需求主导着市场。
- 3、对国内大米产量与大米色选机的销量进行比率量化分析，可以发现近几年单位大米产量下的色选机销量（销量/大米产量）处于低位，并趋于平稳，这表明行业高速渗透的阶段已过。

图 6: 国内大米加工企业数量变化



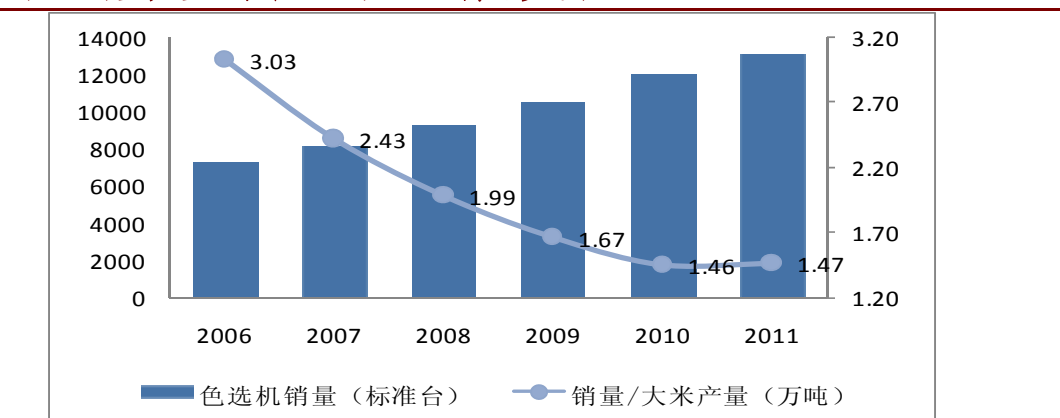
资料来源: 国家统计局、宏源证券

图 7: 国内大米加工企业规模稳步提升



资料来源: 国家统计局、宏源证券

图 8: 销量/产量趋于平缓、行业已过高速渗透期

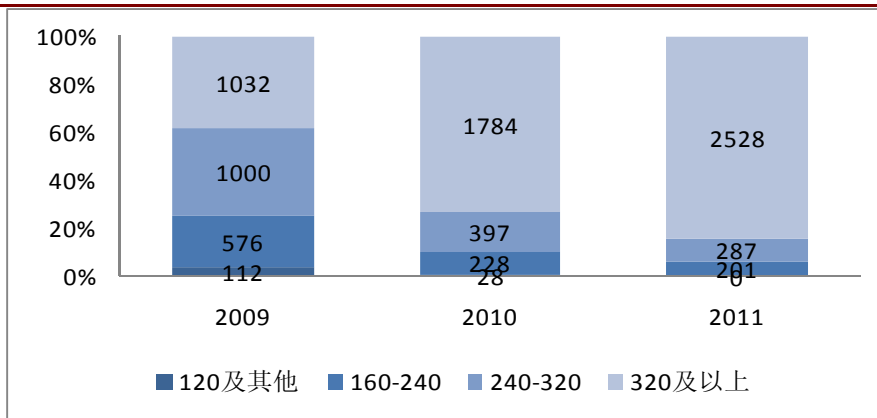


资料来源: 《粮食与加工》、国家统计局、宏源证券

当前大米色选机的需求主要来自存量更新、产品升级、大米加工的产能扩充与出口，需求体量保持稳定增长：

1、大米色选机技术升级加速更新进程。自 20 年前大米色选机在国内米业加工企业开始大规模应用起，大米色选机技术发生了快速演变，光学照明系统从 20 年前普通光电、单视镜到现在的具有 CCD 相机和高速 FPGA 处理系统与高速电磁机构，单机产量从原先的 20 通道到现在的 440 通道。近几年国产高通道、CCD 色选机技术逐步成熟，行业对大米色选机产品更新升级的需求加速上升，09 年起美亚 320 及以上通道的大米色选机的销量占比在 37.9% 左右，11 年快速上升至 83.82%，可见行业对高通道产品的需求热度在快速上升。

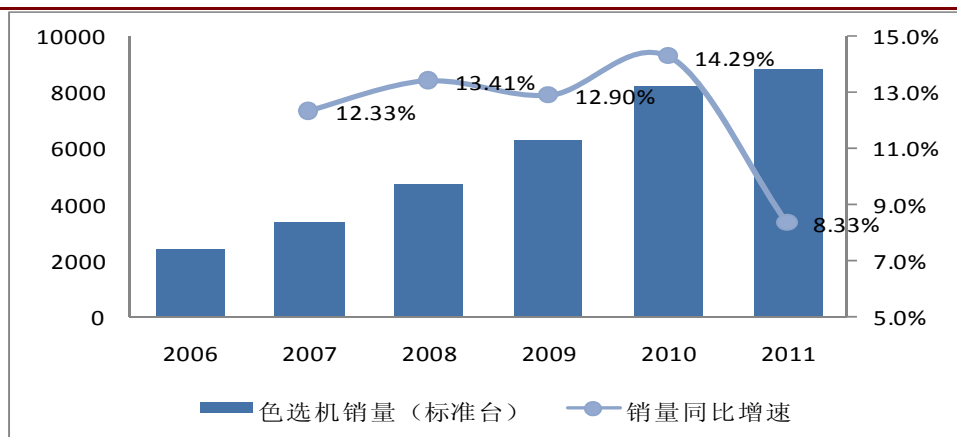
图 9: 高通道产品销量占比快速上升



资料来源: 公司公告、宏源证券

2、未来 3 年更新+升级的需求规模有望达到 40000 标准台。大米色选机的更新周期一般在 5-7 年, 依据《粮食与加工》披露的行业销量数据, 当前国内大米色选机的保有量在 60000 标准台左右。假设其中 50% 为需要升级的低通道产品, 未来 3 年完成更新升级, 则行业的升级在需求规模在 30000 标准台左右。另外 50% 的保有量中在未来 3 年需要更新的规模保守估计在 30% 以上, 则未来三年更新+升级的需求规模在 40000 万标准台左右。

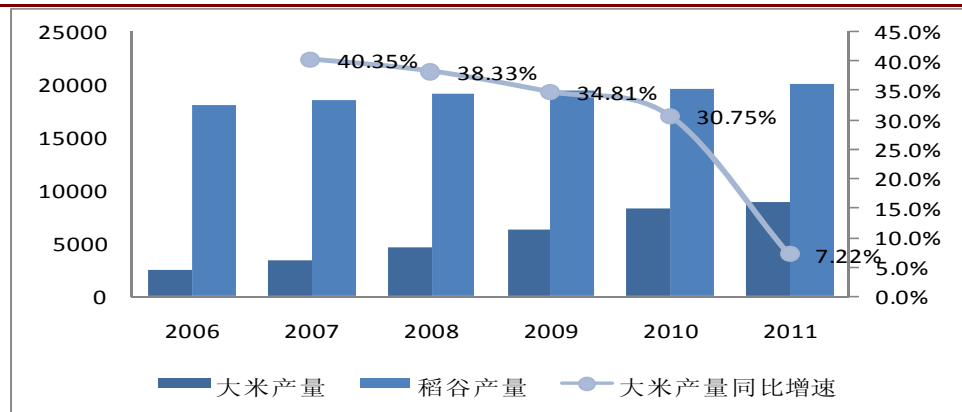
图 10: 国内大米色选机销量



资料来源: 《粮食与加工》、宏源证券

3、国内大米产量保持高速上升, 但米业加工产业化程度依然较低, 未来几年大米加工量有望保持快速上升势头, 米业加工企业对新增产能需求将继续拉动大米色选机的销量。中国正处于经济快速发展时期, 大米加工业保持良好发展态势, 自 04 年起国内大米产量以 30% 以上的增速高速增长。11 年国内大米产量在 8839.5 万吨, 而同期国内稻谷产量为 2 亿吨, 大米的产业化程度只有 55% 左右 (1t 稻谷可以加工得到 7500kg 大米), 产业化程度较低。随着国内大米加工产业化进程的继续, 行业对新增产能的需求将带动大米色选机的销量。

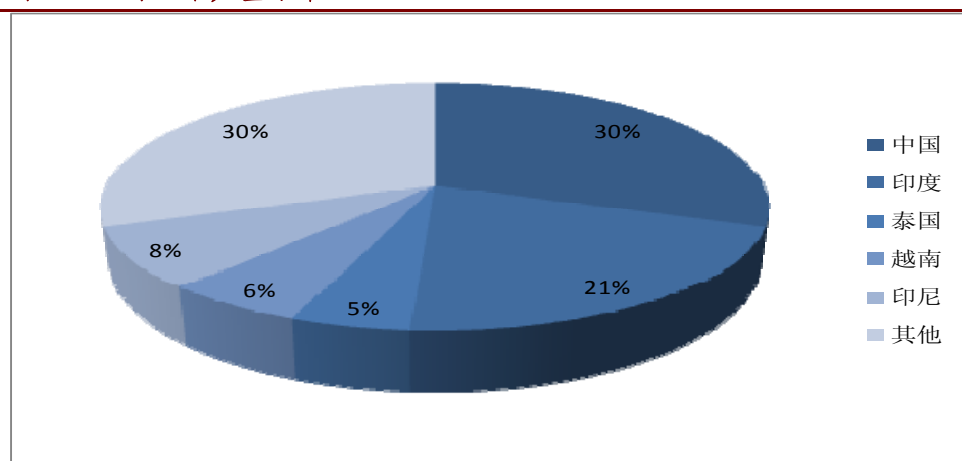
图 11: 国内大米产量与稻谷产量 (万吨)



资料来源: 国家统计局、宏源证券

4、出口是今后拉动行业需求的关键力量。受地域与文化的影响，东南亚是全球重要的大米生产地区，其中中国大米产量全球占比在 30% 左右，越南、泰国与印度占比分别为 6%、5% 和 21%。当前国内大米色选机普及率领先全球，10 销量占比在 50% 左右，是大米产量占比的 1.7 倍，越南、印度等其他产区色选普及率较低，而越南、泰国与印度是全球最大的大米出口国，而对于出口企业而言，色选机是理想的精加工设备。当前这些市场为国外品牌布勒、安西等所占据，而国产品牌凭借高性价比优势对这些市场进行了有效渗透，10 年国内大米色选机出口销量占比达到 15%，今后随着国内需求的饱和，出口将成为行业成长的关键力量。

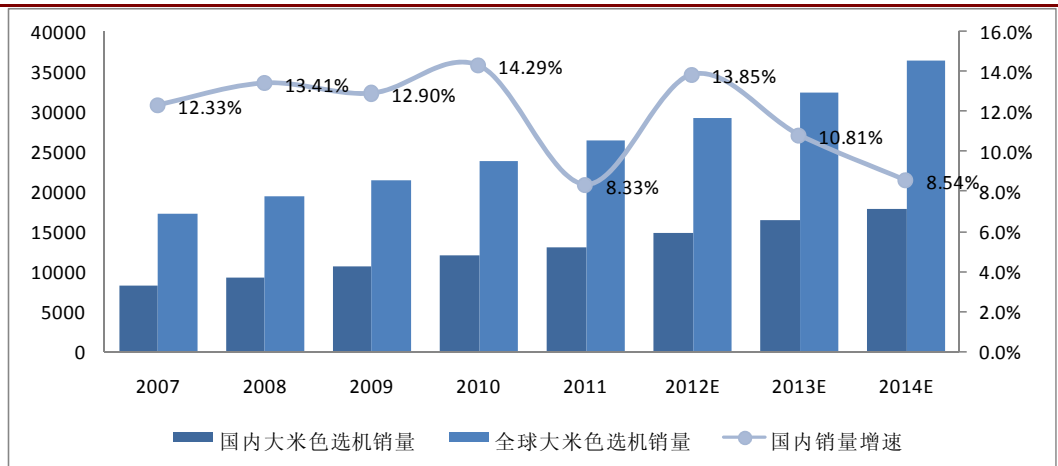
图 12: 全球大米产量分布



资料来源: 同花顺、宏源证券

大米色选机市场整体需求增速有望维持在 10% 左右。产品更新、产品升级、米业加工产业化进程的延续与出口是支撑国内大米色选机行业需求的核心力量，在这些需求的拉动下，最近 5 年国内大米色选机行业的销量增速维持在 10% 左右，当前这些需求驱动因素并未发生大的改变，因此行业有望延续前期的发展进程。依据《粮食与加工》的预测，今后 3 年左右的时间行业有望继续保持这一稳定的增速。

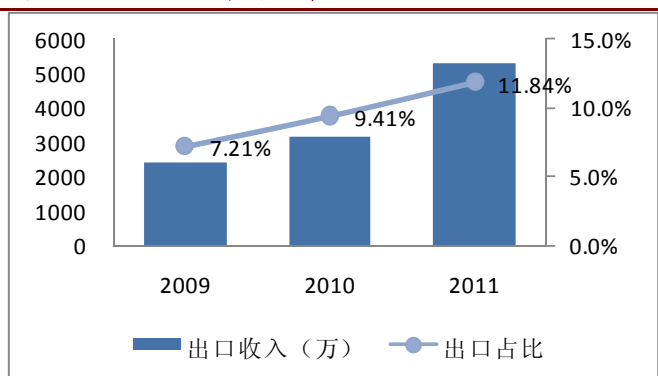
图 13: 国内大米色选机销量及预测



资料来源:《粮食与加工》、宏源证券

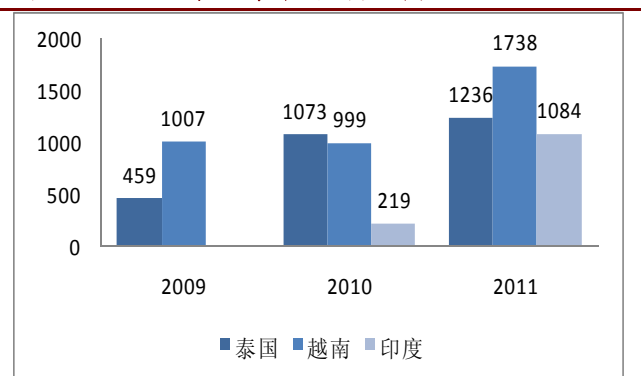
公司大米色选机业务未来增长在外依托出口，在内依托产品结构优化：公司在大米色选机领域具备雄厚的技术实力、高性价比和强大的直销网络优势，竞争优势显著。当前公司大米色选机市占率已经达到 30%，行业第一。今后随着国内需求的饱和，公司未来业务的增长点将集中在出口与产品结构优化两块。当前公司在泰国、越南和印度等大米主要产地布局的已见成效，11 年上述三地的色选机销售收入同比分别增加 20%、73%与 390%，出口收入占比由 10 年的 9%提升至 11 年的 12%，今后有望达到 20%左右。当前这些地区的色选机需求依然较为强劲，出口有望成为今后大米色选机业务最为重要的增长动力之一。另外受行业技术更新与需求升级的推动，高毛利的大米色选机销量占比快速提升，产品结构的调整与产品技术的升级将提升单台大米色选机的盈利能力。

图 14: 出口占比持续上升



资料来源:公司公告、宏源证券

图 15: 越南、泰国等市场销量增长快速

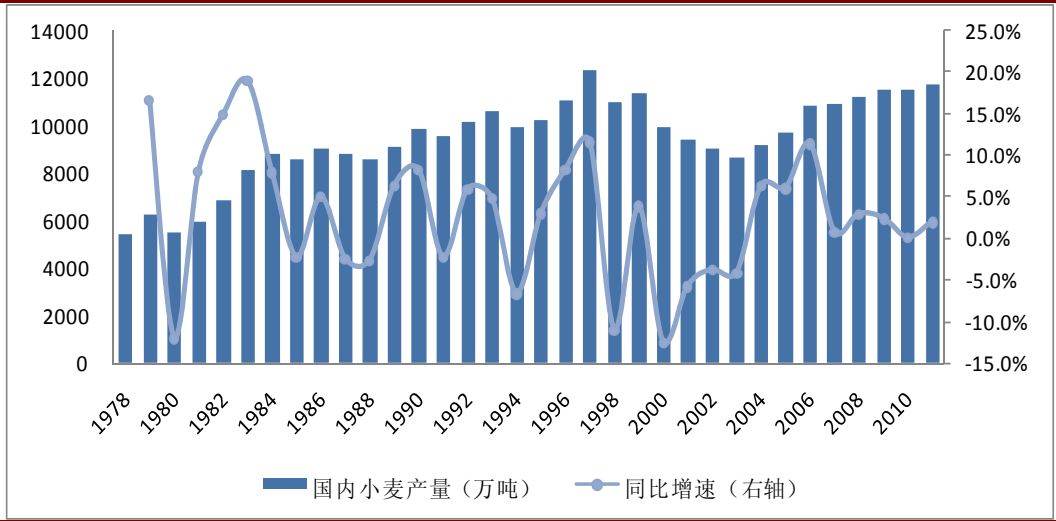


资料来源:公司公告、宏源证券

2、杂粮、茶叶色选机是短期成长性的关键

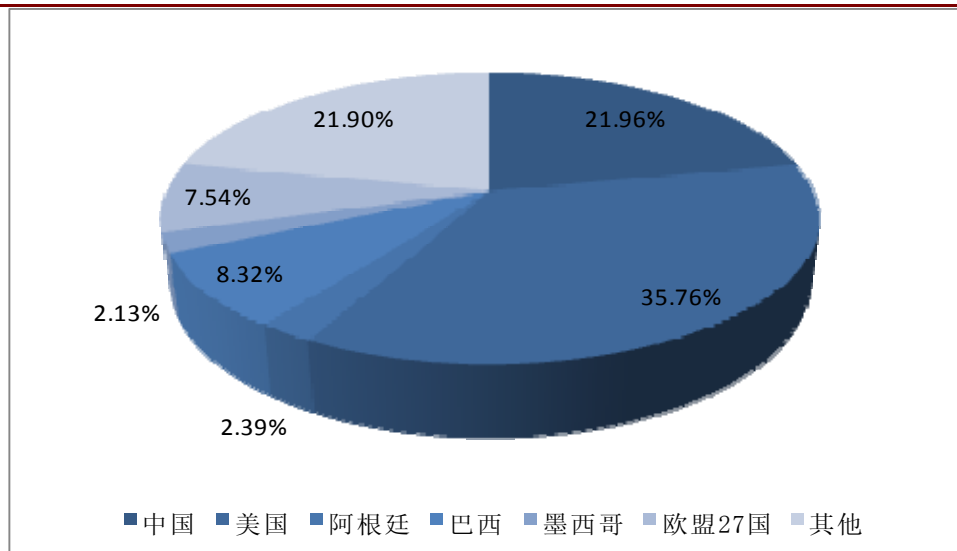
杂粮色选机市场处于高景气，今后销量增速有望维持 30%以上：色选机在杂粮领域的应用处于起步阶段，行业需求增长较快，自 07 年起全球杂粮色选机销量增速维持在 25%以上。在国内受杂粮精加工产业规模较低的影响，当前行业需求规模较小，普及率较低，10 年杂粮色选机国内销量在 680 标准台左右，全球占比 24%左右。近几年随着杂粮营养价值为人所熟知，杂粮精加工产业在国内增长迅速，杂粮色选机加速渗透的趋势明显：自 07 年起国内杂粮色选机销量全球占比稳步快速提升，销量增速保持在 32%以上，行业处于高景气的加速渗透状态。预计今后 3 年行业需求增速有望维持在 30%以上。

图 16: 杂粮生产: 国内小麦产量规模庞大



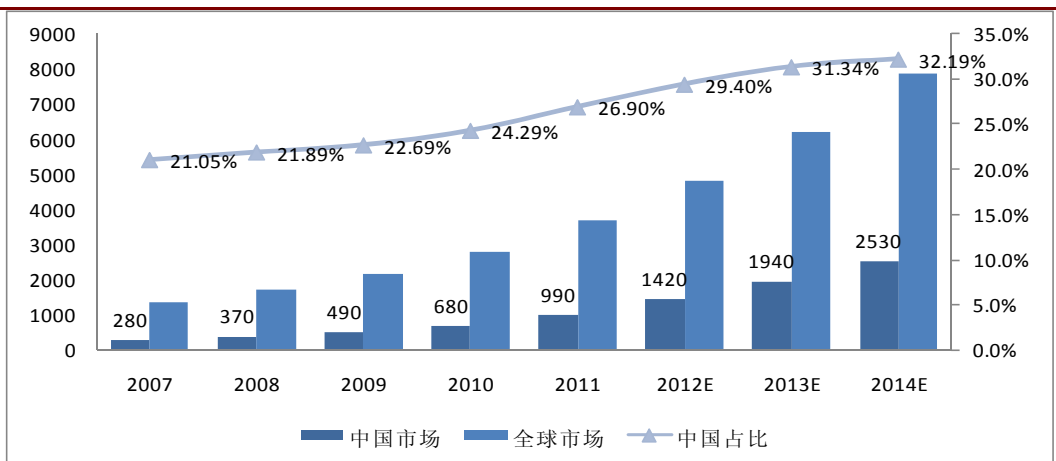
资料来源: 国家统计局、宏源证券

图 17: 杂粮生产: 国内玉米产量稳居世界第二



资料来源: 国家统计局、宏源证券

图 18: 杂粮色选机销量及预测



资料来源: 《粮食与加工》、宏源证券

人工成本上涨将有效刺激茶叶色选机市场需求：近几年人工成本的上涨，刺激了茶叶色选机在精制茶行业需求的快速增长。以美亚 90 通道的 SS-90BMCCM 茶叶色选机为例，每千克精制茶可以节省捡梗人工成本 4.7 元左右，SS-90BMCCM 工效为 312.5kg/h，单价在 60 万左右，成本回收期只需要 400 小时的有效加工（两班制一个月左右），产品的经济效益非常明显。

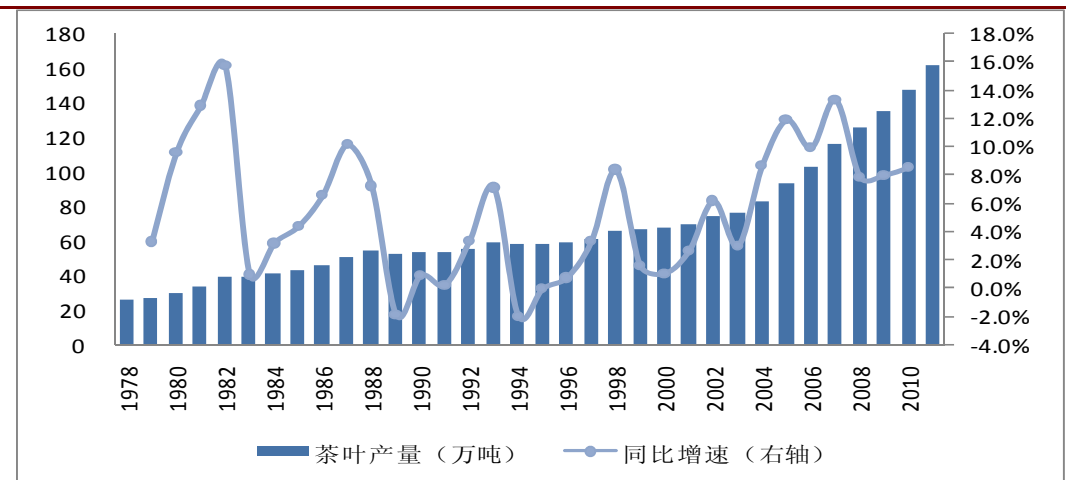
图 19：茶叶色选机具备很强的经济效益

机型	原料茶含梗率%	工效(kg/h)	茶梗捡净率%	成本单价(元/kg)
SS-B90MCCM	1.35	312.50	95.76	1.85
人工	1.35	0.75	97.00	6.50

资料来源：《茶叶色选工作原理》，宏源证券

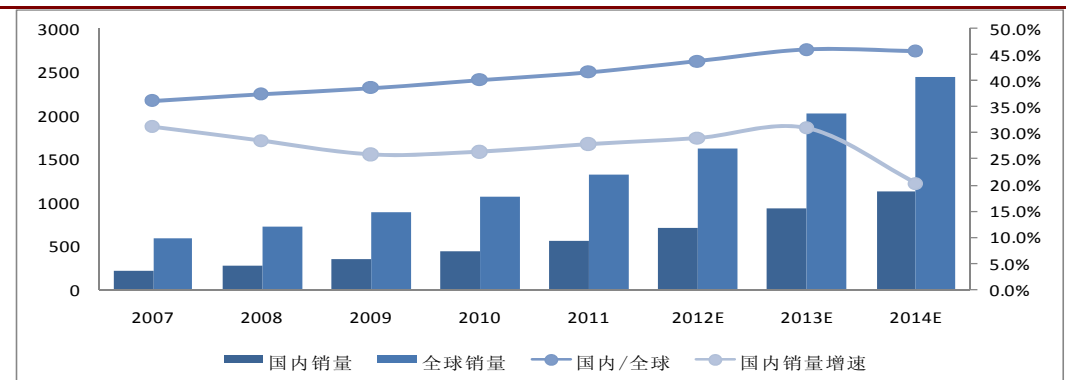
当前国内茶叶色选机处于快速普及阶段，今后 3 年行业有望保持高景气。中国是全球最大的茶叶生产国，11 年茶叶产量达到 162.3 万吨，而与其他主要茶叶生产国肯尼亚、斯里兰卡茶叶色选机的 60% 普及率相比，国内 10%-15% 的普及率还很低（内销茶）。从统计数据来看，当前国内每年单位产量下的茶叶色选机销量处于持续增长状态（茶叶年产量/色选机销量），且这一比例的增长幅度持续扩大，可见行业已步入加速渗透的高景气阶段，目前国内茶叶色选机销量增速在 25% 左右，而行业渗透率与全球水平相比依然较低，因此渗透加速的状态有望持续，预计今后 3 年茶叶色选机销量增速平均增速在 27% 左右。

图 20：国内茶叶产量稳步增长



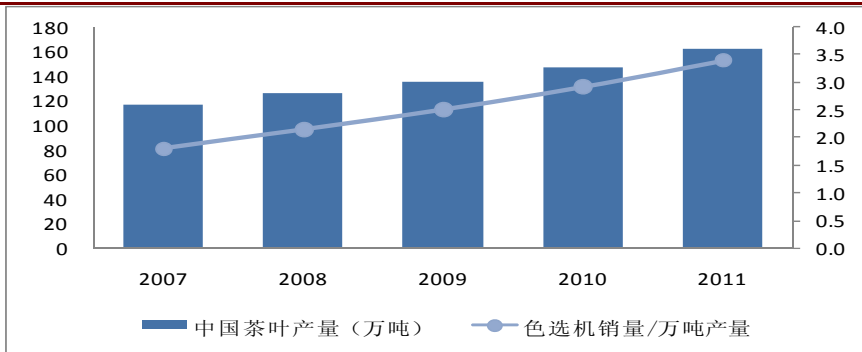
资料来源：国家统计局、宏源证券

图 21：茶叶色选机销量及预测



资料来源：《粮食与加工》，宏源证券

图 22: 国内茶叶色选机正加速渗透



资料来源:《粮食与加工》、国家统计局、宏源证券

公司在杂粮、茶叶色选机领域的增速有望领先行业。借助当前国内杂粮、茶叶色选机市场景气高涨,公司杂粮、茶叶色选机业务获得的高速成长,11年杂粮、茶叶色选机的销量增速分别达到108%与74%,领先行业。我们认为今后几年公司的杂粮、茶叶色选机业务增长有望继续领先行业,判断的依据是:

1、雄厚的技术与领先的直销网络是杂粮、茶叶色选机业务成长的保障。公司是国内色选机领域技术最为雄厚的内资企业,08年在全国率先推出基于CCD技术的B90MCCM智能型茶叶色选机,填补了国内产业技术的空白。另外,杂粮、茶叶与大米加工产业一样,地域性较强,公司为支撑大米色选机业务建立了业内领先的全国销售与服务体系,今后这一销售与服务体系将有力支撑杂粮、茶叶色选机业务的销售与服务。

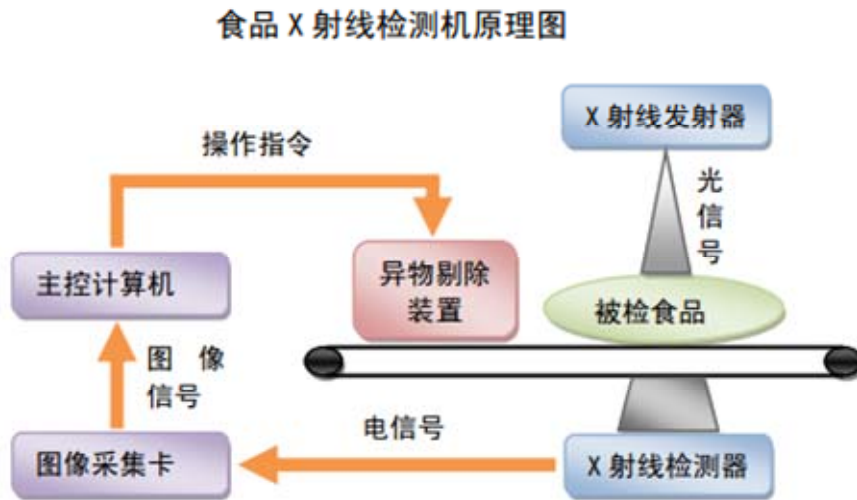
2、杂粮、茶叶色选机市场率处于上升阶段,销量增速在行业增速之上。与大米色选机相比,公司进入杂粮、茶叶色选机领域的时间较短(08年开始)。前期这一部分市场主要为外资品牌所占据。而公司的杂粮、茶叶色选机与国外品牌相比性价比突出(一般为国外同类产品价格的60%),同时具备服务与贴近市场的优势,可以及时、准确的顾客需求进行反馈,因此自09年起公司的杂粮茶叶色选机的市占率不断提升,当前二者的市占率在20%左右,与大米色选机30%以上的市占率相比还具备继续上行的动力,因此杂粮、茶叶色选机的市占率有望稳步提升、销量增速将在行业增速之上。

三、X检测机与口腔CBCT业务具备长期增长动力

1、X射线检测机业务产品线继续扩充

当前国内食品与轮胎检测领域,X射线检测设备的渗透率较低,行业具备足够的向上弹性。X射线检测机原理与色选机大体相近,利用光机电技术(光为看不见光)对金属、石块等异物进行检测,目前主要应用在食品领域的异物检测与工业领域的无损检测。从全球来看,日韩、欧美地区占据食品X射线检测机消费需求的70%,亚、非地区相对滞后,在轮胎检测领域同样全球最大的需求来自美国、其次是欧美与日韩,当前国内只有生产载重子午线轮胎的厂家基本配备了X射线轮胎检测设备,而乘用车所用的小型子午线轮胎检测率还非常低,仅有部分高级乘用车使用的子午线轮胎配备了X射线轮胎检测设备,截至2010年底,我国共有轮胎制造厂600多家,轮胎生产线1,000多条,但配置了X射线轮胎检测设备的生产线仅有30%左右,行业潜在增量空间在300台左右。

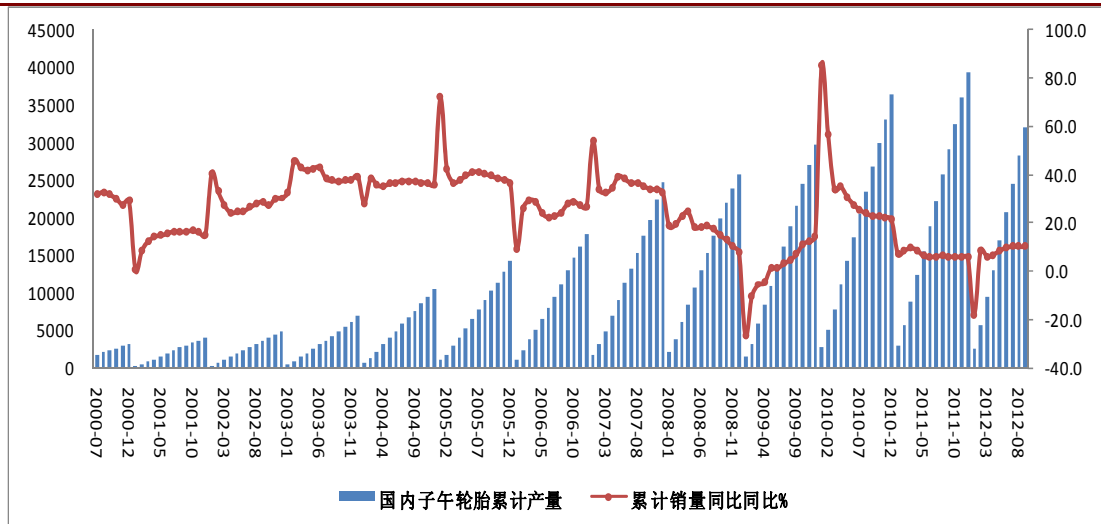
图 23: x 射线检测原理



资料来源：公司公告、宏源证券

X 射线检测机产品线逐步扩充，收入规模将稳步提升：前期公司 x 射线检测设备主要集中在服装、鞋帽领域，产品线相对较窄，收入规模增长有限，2011 年，公司完成了第一台 X 射线轮胎检测设备整机的生产和销售，成功将产品线扩充至汽车轮胎领域。今后随着轮胎市场的深入拓展与产品线的逐步扩充，x 射线检测设备收入规模长期将保持稳步增长趋势。

图 24: 国内子午轮胎产量不断攀升



资料来源：国家统计局、宏源证券

2、口腔 CBCT 有望成为公司未来新的增长极

国内牙科 CT 市场潜在容量达到 3 万台，随着国产设备的成熟，行业需求快速释放：与以前大一统的 CT 设备相比，更为廉价与专业的专业 CT 将是 CT 设备的发展趋势。据统计国内牙科类医院在 4 万家左右（包括综合医院的牙科），2009 年左右全国医疗机构 CT 的总装机量在 6800 台左右，而其中专业的牙科 CT 仅为 4 台左右。国产技术空白而进

口设备过于昂贵是制约专业牙科 CT 普及的最重要因素，近年来国内厂商进入专业牙科 CT 领域，产品价格下行刺激了行业销量快速上行，11 年专业牙科 CT 的销量已经达到几百台，保有量在 1000 台左右，潜在市场规模在 3 万台左右，预计今后行业将继续保持高景气。

图 25: 公司两款口腔 CBCT 设备



资料来源: 公司网站、宏源证券

口腔 CBCT 有望接力色选机成为未来公司新的增长极。口腔 CBCT 是 12 年公司新推出的产品，是公司在不可见光领域探索的新成果之一。与传统牙科 CT 相比，口腔 CBCT 具备放射剂量小、分辨率高和时间短的优点，符合牙科 CT 的需求趋势。我们认为口腔 CBCT 市场与色选机市场较为相似，需求分散，体量规模相当（在 5 万台左右）。公司有望凭借自身的价格（产品价格只有国外品牌的 50% 左右）、服务与贴近市场的优势，复制在色选机行业的成功。

四、盈利预测与投资建议

1、盈利预测假设

公司主营收入假设：1、色选机业务：大米色选机销量每年保持 15% 增长，但价格每年下滑 5%；茶叶和杂粮色选机销量三年保持 50% 复合增长，价格每年下滑 10%。2、X 射线检测机和口腔 CBCT 业务：X 射线检测机销量明年起将以 60% 速度高速增长，价格每年下滑 5%；口腔 CBCT 推广预计还需要时日，假设到 2014 年销售 150 台。

公司产品毛利率假设：根据单位产品的四项成本分拆，原材料每年下滑 3%、直接人工每年增长 10%、制造费用每年增长 25%、加工成本每年下滑 5%。

期间费用率和所得税率假设：1、公司业务规模扩大后费用的规模效应将有所体现，假设未来 3 年公司销售和管理费用率每年下降 0.2 个百分点。2、2012 年公司按高新技术企业 15% 的优惠税率征收，同时继续享受增值税退税优惠。

图 26: 公司主营业务收入和毛利率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
色选机						
销售收入 (百万元)	318.93	318.12	430.84	512.28	595.61	682.28
YoY		-0.3%	35.4%	18.9%	16.3%	14.6%
毛利率	43.3%	52.0%	50.9%	50.6%	49.4%	47.6%
x射线检测机						
销售收入 (百万元)	8.54	11.37	11.08	12.63	19.20	29.18
YoY		33.2%	-2.5%	14.0%	52.0%	52.0%
毛利率	63.4%	67.1%	62.3%	58.9%	55.2%	51.1%
牙科CBCT						
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	6.40	21.00	90.00
YoY					228.1%	328.6%
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	55.0%	60.0%
其他						
销售收入 (百万元)	3.37	5.35	7.90	10.27	13.35	17.36
YoY		58.7%	47.7%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	58.8%	76.2%	72.2%	70.0%	70.0%	70.0%
业务总收入	330.84	334.83	449.82	541.58	649.16	818.81
YoY		1.2%	34.3%	20.4%	19.9%	26.1%
综合毛利率	43.9%	52.9%	51.6%	51.2%	50.2%	49.5%

资料来源: 宏源证券

2、盈利预测: 2012-14 年 EPS 0.87/1.14/1.44 元

我们预计 2012-2014 年公司将实现营业收入 5.41、6.49 和 8.18 亿元, 3 年复合增长 22%, 综合毛利率在 51%、50% 和 49.5% 左右。

预计 2012-2014 年公司将实现归属母公司股东净利润 1.75、2.28 和 2.88 亿元, 3 年复合增长 29.5%, 对应最新股本的 EPS 为 0.87、1.14 和 1.44 元。

图 27: 公司主要经营指标

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	331	335	450	542	649	819
YoY	26%	1%	34%	20%	20%	26%
净利润 (百万元)	96	150	133	175	228	288
YoY	34%	57%	-12%	32%	31%	26%
EPS (元)	0.96	1.50	0.88	0.87	1.14	1.44
市盈率	43.36	27.61	31.32	23.73	18.18	14.40

资料来源: 公司年报, 宏源证券

3、投资建议: 目标价 22.84 元, 给予“增持”评级

我们参考 A 股上市的光电设备企业和部分电子元器件公司的估值水平 (参考公司的 EPS 一致性预测采用 Wind 的盈利预测均值), 给予公司 13 年 20 倍市盈率, 对应 22.84 元目标价, 给予“增持”评级。

图 28: A 股上市部分同类公司的估值水平和盈利能力

公司名称	收盘价 2012/11/19	EPS一致预测 (元)								PEG 2012	利润同比	PB	ROE 2012Q3	净利率	毛利率	市值 亿元
		2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E							
聚光科技	14.43	0.39	0.51	0.64	0.78	36.79	28.05	22.64	18.58	0.89	18.76%	3.77	5.90%	16.64%	54.53%	64.21
远方光电	12.90	0.81	0.77	0.88	1.15	16.00	16.82	14.59	11.22	1.16	-4.02%	1.79	6.18%	39.59%	69.36%	15.48
精功科技	7.35	0.88	0.03	0.24	0.44	8.33	263.32	30.23	16.56	-1.48	-108.24%	2.81	-2.33%	-5.52%	17.76%	33.45
大族激光	7.43	0.55	0.58	0.68	0.87	13.41	12.80	10.87	8.53	0.67	85.82%	2.39	16.50%	17.01%	44.94%	77.60
汉威电子	11.45	0.55	0.65	0.86	1.12	20.90	17.54	13.33	10.18	0.49	9.17%	2.27	5.85%	19.22%	54.14%	13.51
七星电子	28.08	0.75	0.80	0.94		37.20	35.32	29.97		2.63	7.35%	2.90	6.18%	16.99%	40.34%	49.45
锦富新材	16.66	0.49	0.71	0.94	1.27	34.02	23.50	17.76	13.10	0.47	41.72%	2.68	8.70%	8.87%	19.64%	34.06
长盈精密	24.38	0.62	0.82	1.22	1.63	39.57	29.60	20.03	14.99	0.53	15.50%	4.36	9.68%	17.62%	33.36%	62.90
劲胜股份	11.36	0.33	0.43	0.63	0.78	34.90	26.14	18.02	14.52	0.53	13.90%	1.81	4.02%	3.72%	16.85%	22.72
立讯精密	27.61	0.70	0.79	1.20	1.72	39.18	34.91	22.96	16.10	0.67	-2.16%	5.04	9.32%	11.40%	21.17%	100.77
歌尔声学	34.05	0.62	1.10	1.72	2.35	54.69	31.01	19.79	14.50	0.36	65.17%	6.00	12.02%	13.07%	27.00%	288.75
水晶光电	19.41	0.49	0.63	0.91	1.25	39.68	30.96	21.34	15.51	0.58	5.87%	4.83	10.20%	24.91%	42.18%	48.45
中值						35.85	28.82	19.91	14.52	0.56	11.54%	2.86	7.44%	16.82%	36.85%	
美亚光电	20.76	0.66	0.87	1.14	1.44	31.32	23.73	18.18	14.40	0.62	29.13%	3.15	8.75%	28.92%	51.46%	41.52

资料来源: Wind, 宏源证券

五、风险提示

1、新增折旧导致业绩和 ROE 下降风险

公司募投项目将新增较多的固定资产折旧、摊销及研发支出, 如果公司募投项目研发的新产品无法满足目标市场的需求, 新项目无法带来预期效益, 那么新增折旧、摊销及研发支出将影响公司未来业绩, 并会摊薄公司的 ROE 水平。

2、政府补助、企业所得税、增值税优惠政策取消风险

公司目前享受国家高新技术企业 7.5% 的企业所得税优惠, 同时还享受集成电路行业“即征即退”增值税退税优惠, 如果未来政府税率优惠政策取消, 公司业绩将严重下滑。

公司已通过高新技术企业复审, 自 2011 年 1 月 1 日起享受国家高新技术企业 15% 的优惠所得税率, 有效期为三年。同时公司还享受《关于鼓励软件产业和集成电路产业发展有关税收政策问题的通知》和《关于软件产品增值税政策的通知》中软件增值税退税优惠政策, 对实际税负超过 3% 的部分即征即退, 所退税款不予征收企业所得税。如果未来政府税率优惠政策取消, 公司业绩将严重下滑。

图 29: 政府补助、软件退税利润占比高

营业外收入 (万元)	2009	2010	2011
政府补助	959.54	2947.39	272.97
软件退税	1347.14	1755.3	2041.01
利润总额	11007.02	16422.11	15315.68
补助利润占比	8.72%	17.95%	1.78%
退税利润占比	12.24%	10.69%	13.33%

资料来源: 公司公告、宏源证券

3、新产品开发及市场推广进度低于预期风险

色选机技术近年来升级较快, 产品处理能力与精度快速提升, 如果公司跟不上行业的技术步伐, 产品将面临滞销的风险。另外 CBCT 设备属于高精尖设备, 技术平台与传统色选机技术相比跨度较大, 公司进入 CBCT 领域时间较短, 技术储备相对薄弱, 因此产

品的研发进度和市场推广与接受可能会低于预期。

4、需求饱和，竞争加剧将带来产品价格下滑的风险

当前国内 90%以上的大米加工企业均配备了色选设备，因此行业需求饱和度较高，而国内色选机行业竞争较为激烈，公司的国内竞争对手中科光电、捷迅光电等发展势头良好，竞争实力较强，随着行业产能扩充而需求下降，大米色选机面临竞争加剧，价格下滑的风险。

图 30: 公司三张报表摘要及财务分析

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	335	450	542	649	819	货币资金	227	227	961	1,029	1,335
增长率	1.2%	34.3%	20.4%	19.9%	26.1%	应收款项	11	10	11	15	17
主营业务成本	-158	-218	-264	-323	-413	存货	75	77	96	114	153
% 销售收入	47.1%	48.4%	48.8%	49.8%	50.5%	其他流动资产	11	47	55	60	64
毛利	177	232	277	326	406	流动资产	324	360	1,122	1,218	1,569
% 销售收入	52.9%	51.6%	51.2%	50.2%	49.5%	% 总资产	52.7%	69.5%	75.4%	70.4%	77.0%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-5	-7	长期投资	169	0	0	0	0
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	86	124	288	422	401
营业费用	-33	-45	-55	-49	-61	% 总资产	14.0%	23.9%	19.4%	24.4%	19.7%
% 销售收入	9.9%	10.1%	10.2%	7.5%	7.4%	无形资产	35	34	46	58	64
管理费用	-39	-55	-61	-71	-88	非流动资产	290	158	366	512	467
% 销售收入	11.8%	12.3%	11.3%	11.0%	10.8%	% 总资产	47.3%	30.5%	24.6%	29.6%	23.0%
息税前利润 (EBIT)	102	127	156	201	250	资产总计	614	518	1,488	1,729	2,036
% 销售收入	30.4%	28.3%	28.9%	30.9%	30.5%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	3	2	11	26	31	应付款项	83	97	123	135	152
% 销售收入	-0.9%	-0.4%	-2.0%	-4.0%	-3.8%	其他流动负债	210	3	6	7	9
资产减值损失	0	-1	-1	-1	-1	流动负债	293	100	129	142	160
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	13	2	0	0	0	其他长期负债	19	19	0	0	0
% 税前利润	7.7%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	313	119	129	142	160
营业利润	117	130	166	226	279	普通股股东权益	301	399	1,359	1,587	1,876
营业利润率	35.0%	28.9%	30.7%	34.8%	34.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	47	23	36	37	50	负债股东权益合计	614	518	1,488	1,729	2,036
税前利润	164	153	202	263	329	比率分析					
利润率	49.0%	34.0%	37.3%	40.4%	40.2%		2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-14	-21	-27	-34	-41	每股指标					
所得税率	8.4%	13.5%	13.5%	13.0%	12.5%	每股收益	334.834	449.817	541.581	649.163	818.813
净利润	150	133	175	228	288	每股净资产	3.009	2.659	6.795	7.937	9.379
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.479	0.936	0.616	1.029	1.377
归属于母公司的净利	150	133	175	228	288	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	44.9%	29.5%	32.3%	35.2%	35.2%	回报率					
						净资产收益率	49.99%	33.24%	12.87%	14.39%	15.37%
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率	24.51%	25.58%	11.76%	13.21%	14.16%
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	31.00%	27.60%	9.95%	11.00%	11.67%
净利润	150	133	175	228	288	增长率					
少数股东损益	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	1.21%	34.34%	20.40%	19.86%	26.13%
非现金支出	4	5	14	29	37	EBIT增长率	27.14%	24.88%	22.94%	28.40%	24.62%
非经营收益	-13	-1	-66	-37	-21	净利润增长率	57.08%	-11.87%	32.00%	30.54%	26.22%
营运资金变动	6	4	1	-15	-29	总资产增长率	-2.87%	-15.56%	187.16%	16.21%	17.74%
经营活动现金净流	148	140	123	206	275	资产管理能力					
资本开支	-71	-73	-154	-137	30	应收账款周转天数	5.2	8.5	5.0	5.0	5.0
投资	217	169	-1	0	0	存货周转天数	149.8	178.0	120.0	120.0	120.0
其他	13	2	0	0	0	应付账款周转天数	60.1	63.3	50.0	50.0	45.0
投资活动现金净流	158	98	-155	-137	30	固定资产周转天数	15.4	13.4	175.2	227.3	175.1
股权募资	0	7	785	0	0	偿债能力					
债权募资	0	0	-19	0	0	净负债/股东权益	-75.39%	-56.87%	-70.69%	-64.83%	-71.15%
其他	-199	-251	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-33.5	-72.6	-14.5	-7.8	-8.1
筹资活动现金净流	-199	-245	766	0	0	资产负债率	50.98%	23.05%	8.67%	8.21%	7.88%
现金净流量	107	-6	734	68	305						

资料来源: 宏源证券

作者简介:

沈建锋: 宏源证券研究所电子元器件行业分析师，复旦大学电子本科，通信硕士、MBA，CFA2 级，2 年证券分析从业经验，6 年电子半导体行业从业经验，2012 年 5 月加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券，电子行业新财富团队成员，个人代表个股东软载波、德豪润达，汉威电子等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。