

美亚光电 (002690)

牙科CBCT机：深耕利基市场，以售后赢优势

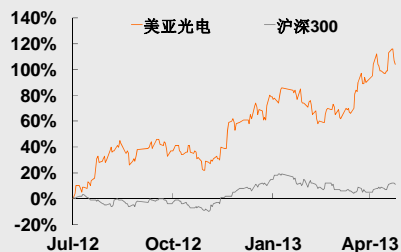
推荐 (维持)

现价：32.62元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.chinameyer.com
大股东/持股	田明/61.43%
实际控制人/持股	田明/61.43%
总股本(百万股)	200
流通A股(百万股)	50
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	65.24
流通A股市值(亿元)	16.31
每股净资产(元)	6.96
资产负债率(%)	7.2

行情走势图



相关研究报告

- 《光学识别，引领未来》—公司深度报告，2012-9-4
- 《主业平稳增长，CT 积极布局》—公司三季报点评，2012-10-24
- 《口腔种植繁荣驱动牙科 CT 机行业高速增长》—公司动态跟踪报告，2012-10-28
- 《主业稳健增长，静待新品布局》—公司年报点评，2013-4-9

证券分析师

卢山
投资咨询资格编号
S1000511060001
0755-22626227
LUSHAN498@pingan.com.cn

研究助理

牟卿
一般证券从业资格编号
S1060112040011
0755-22623083
MOUQING286@pingan.com.cn

我们近日走访牙科诊所、牙科CBCT代理商，看到牙科医疗服务市场快速发展，其中高端手术如正畸、种植、美容等成为口腔医院提升收入的主要业务项目。巨大市场容量使诊所日益重视高端手术，而手术量上升推动口腔CBCT销量增长；公司专注诊所这一利基市场，以产品性价比和优质售后服务赢得客户好评。

■ 中国口腔种植发展快速：

我们已经多次强调我国口腔前景广阔，2012年种植体总量约25万颗，增长25%，而周边地区如韩国约125万颗；在我国居民收入和生活质量提高的背景下，我国种植、正畸产业面临极佳发展机遇。以杭州口腔医院为例，2011年种植牙5000多例，正畸4000多例，近年复合增速30%左右。

目前阻碍种植、正畸高速增长的主要障碍是费用高昂，两者收费至少一万。若患者不选择种植，以烤瓷牙替代，北上广通常仅需3000元，虽效果有差距，但价格却更能为民众接受。因牙科材料国产化后价格并未明显降低，我们认为未来高端牙科手术增长的主要动力仍来自居民收入、保健意识提升。如北京某诊所所在种植未降价的前提下，2012年种植300例，今年前5月已超此数。

■ 公司深耕利基市场，专注民营诊所：

中国目前约有5万家牙科诊所，另有6000家（并不断扩张的）县级以上公立医院；相比之下民营牙科诊所出于盈利压力，更重视医疗设备的性价比和售后；仅估算诊所未来市场空间就有325亿元（假设：每家一台，单价降至65万元）。公司专注民营诊所市场，整合资源全国布局，市场开拓已经取得一定成效。目前CBCT全球主流竞争者卡瓦定位高端，单价150~300万；西诺德、New Tom定位中高端，单价80~200万；普兰米卡、怡友定位中低端，单价50~150万。他们年初均表示2013年销售目标翻番。全球牙科设备龙头德国西诺德，其牙科影像及制图部门2012年收入42.7亿人民币（收入占比70%），增长8%；JP Morgan 预期2014年随新品推出收入将达54.4亿，复合增速13%；Sirona当前TTM估值30倍。

■ 性价比和售后服务为竞争优势：

公司CBCT机业务相比国外竞争对手主要优势为性价比和售后服务。公司中视野CBCT产品2012年确认收入两台，实现未含税收入115万元，同类产品相比竞争对手有20~40%的价格优势，而性能品质相仿。据公司产品用户反映，美亚的CBCT性能与国外产品无异，同时售后服务非常好，几乎做到随叫随到，而外资品牌由于厂商与代理商分离，售后维护方面有一定劣势。因此我们维持看好公司在民营诊所市场拓展前景的判断。

■ 维持“推荐”评级：维持预测13/14年收入6.5/8.1亿元，净利润2.1/2.6亿元；13/14年EPS为1.06/1.31元，对应PE为31/25X，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：粮食大幅减产的风险，新产品开拓进度低于预期的风险。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	335	450	518	650	806
YoY(%)	1.2	34.3	15.2	25.5	23.9
净利润(百万元)	150	133	169	211	262
YoY(%)	57.1	-11.9	27.2	25.4	24.2
毛利率(%)	52.9	51.6	51.9	51.4	51.0
净利率(%)	44.9	29.5	32.5	32.5	32.6
ROE(%)	50.0	33.2	12.3	13.3	14.2
EPS(摊薄/元)	0.75	0.66	0.84	1.06	1.31
P/E(倍)	43.4	49.2	38.7	30.9	24.9
P/B(倍)	21.7	16.4	4.7	4.1	3.5

■ 重点新产品敏感性分析:

驱动公司 2013 年业绩成长的重点在于杂粮色选机、出口市场、轮胎检测机和牙科 CT 机；其中杂粮色选机和出口市场，属于公司的传统业务，过去几年的增速和毛利率水平已经验证其成长性和盈利能力，我们在 13/14 年的盈利预测中对其给予中性预估，未来两年的复合增速分别为 30%和 35%。而所谓的“新业务”是轮胎检测机和牙科 CT 机，这两个产品公司分别在 2011 年、2012 年研制完成并成功销售，只是截止 2012 年销售收入仍少，仅数百万；受益于轮胎市场回暖和种植牙火热，这两块业务公司今年都有望实现较大突破，我们简单做敏感性分析，自变量为产品全年销量、毛利率，因变量为增厚 EPS。

我们在数据更新中详细测算了我国 CBCT 机的市场规模，根据我们的模型，2013 年中国牙科 CBCT 机预计销售 390 台，其中私立诊所采购 150 台，公立医院采购 240 台；我们的三种情景假设分别对应公司市占率为 10%、15%、25%。我们认为公司专注于诊所市场，以具有吸引力的性价比和良好的售后服务赢得客户，我们认为实现中性假设下的 60 台销售目标概率较大。

图表1 敏感性分析（单位：台，元）

两块业务增厚 EPS		牙科 CT 机（单价 50 万，台数，毛利率）		
		40, 40%	60, 45%	100, 55%
轮胎检测机(单价 200 万, 台数, 毛利率)	4, 55%	0.04	0.06	0.12
	8, 60%	0.06	0.08	0.14
	20, 65%	0.13	0.15	0.20

假设：分别为悲观、中性、乐观假设，我们的盈利预测中以中性假设测算；毛利率逐渐上升是因为规模效应带来成本下降，产品售价未变。

资料来源：平安证券研究所

在我们的中性假设下，两块业务给公司增厚 0.08 元 EPS，已经体现到我们的盈利预测中；在乐观假设下，多增厚 0.12 元，13 年业绩增速达 40%；在悲观假设下，少增厚 0.04 元，13 年业绩增速 21%，超过公司经营预算。

■ 数据更新:

- 1、牙科 CBCT 机数据：中国市场 2012 年销售 200 台左右，截止年底保有量超过 300 台；均价估计为 150 万，总市场规模估算为 3 亿元。没有专业机构做预测，根据我们的调研和理解，未来五年市场规模 CAGR 预计为 38%，到 2017 年达到 15 亿元。
- 2、口腔上市公司营运数据：通策医疗 2012 年口腔医疗服务营收 3.75 亿，同比增长 19.4%；公司自 2007 年完成资产重组以来，五年收入 CAGR 为 33%，净利润 CAGR 为 55%，表现出牙科医疗市场的繁荣。2013 年投入 1 亿建设杭州口腔医院新总部，成为杭州最大的口腔种植中心。
- 3、口腔种植年：中华口腔医学会从 2012 年开始连续三年打造“中国口腔种植年”，举办与口腔种植相关的学术活动，促进口腔种植技术的发展。

图表2 牙科CBCT机的市场规模测算

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	CAGR
销量(台)	100	200	390	610	1040	1520	2150	61%
单价(万元)	180	150	120	102	87	78	70	-14%
规模(亿元)	1.8	3.0	4.7	6.2	9.0	11.9	15.1	38%
降价速度		-17%	-20%	-15%	-15%	-10%	-10%	
销售量								合计
私立诊所	20	50	150	250	500	800	1250	3020
公立医院	80	150	240	360	540	720	900	2990
渗透率								合计
私立诊所	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	1.0%	1.6%	2.5%	6%
公立医院	1.3%	2.5%	4.0%	6.0%	9.0%	12.0%	15.0%	50%

数据假设：50000万私立诊所，6000家公立医院。

资料来源：平安证券研究所

4、口腔学界对 CBCT 机多为知晓，但受困于价格、供给（供应商少，绝大多数为国外品牌）和使用能力（不少医生少有机会实际操作，而且国外品牌软件界面均为英语），还没有广泛使用；但重视程度日益提升。北京大学口腔医学院举办的“口腔颌面锥形束 CT 临床应用的规范化培训”，成为业内知名的培训。我们认为随着供应商增多、医生使用能力提升，牙科 CBCT 机的应用将越来越广泛，在医院和诊所的渗透率逐渐提升。公司也特别重视诸如培训、研讨等机会，积极赞助，推广产品。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
流动资产	360	1247	1440	1717	
现金	227	908	1296	1538	
应收账款	7	26	30	37	
其他应收款	2	3	3	3	
预付账款	47	9	16	20	
存货	77	67	92	115	
其他流动资产	0	233	3	4	
非流动资产	158	270	313	335	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	17	211	236	257	
无形资产	34	34	34	34	
其他非流动资产	107	25	43	44	
资产总计	518	1517	1753	2052	
流动负债	100	129	147	184	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	30	72	63	79	
其他流动负债	70	56	84	105	
非流动负债	19	13	20	20	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	19	13	20	20	
负债合计	119	142	167	204	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	150	200	200	200	
资本公积	119	875	875	875	
留存收益	130	298	510	772	
归属母公司股东权益	399	1375	1586	1848	
负债和股东权益	518	1517	1753	2052	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
经营活动现金流	140	144	433	263	
净利润	133	169	211	262	
折旧摊销	0	7	24	28	
财务费用	-2	-9	-13	-17	
投资损失	-2	-2	-12	-12	
营运资金变动	0	-31	213	-1	
其他经营现金流	11	10	11	1	
投资活动现金流	98	-256	-58	-38	
资本支出	73	28	70	50	
长期投资	169	-230	0	0	
其他投资现金流	340	-458	12	12	
筹资活动现金流	-244	806	13	17	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	50	50	0	0	
资本公积增加	117	756	0	0	
其他筹资现金流	-411	0	13	17	
现金净增加额	-6	693	388	242	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
营业收入	450	518	650	806	
营业成本	218	249	316	395	
营业税金及附加	4	5	6	7	
营业费用	45	60	68	81	
管理费用	55	61	78	93	
财务费用	-2	-9	-13	-17	
资产减值损失	1	4	2	2	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	2	2	12	12	
营业利润	130	150	205	257	
营业外收入	23	43	39	46	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	153	193	244	303	
所得税	21	25	33	41	
净利润	133	169	211	262	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	133	169	211	262	
EBITDA	128	149	215	269	
EPS (元)	0.88	0.84	1.06	1.31	

主要财务指标

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
成长能力				
营业收入(%)	34.3%	15.2%	25.5%	23.9%
营业利润(%)	10.9%	15.6%	36.5%	25.4%
归属母公司股东权益(%)	-11.9%	27.2%	25.4%	24.2%
获利能力				
毛利率(%)	51.6%	51.9%	51.4%	51.0%
净利率(%)	29.5%	31.9%	32.6%	29.5%
ROE(%)	33.2%	12.3%	13.3%	14.2%
ROIC(%)	58.0%	25.9%	53.6%	62.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	23.0%	9.4%	9.5%	9.9%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.60	9.70	9.78	9.36
速动比率	2.83	9.16	9.14	8.71
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.51	0.40	0.42
应收账款周转率	61	29	21	22
应付账款周转率	8.07	4.84	4.66	5.55
每股指标(元)				
每股收益	0.66	0.84	1.06	1.31
每股经营现金流	0.70	0.72	2.16	1.31
每股净资产	1.99	6.87	7.93	9.24
估值比率				
P/E	49.22	38.70	30.87	24.85
P/B	16.36	4.75	4.11	3.53
EV/EBITDA	42	38	26	21

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257