

美亚光电 (002690)

毛利率连续四季提升，跨领域成长趋势延续

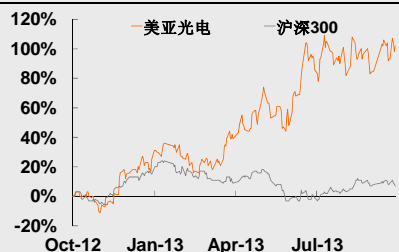
推荐 (维持)

现价: 32.90 元

主要数据

行业	平安电子
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)	260
流通 A 股(百万股)	85
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	85.54
流通 A 股市值(亿元)	28.04
每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	8.8

行情走势图



相关研究报告

《光学识别，引领未来》深度报告—2012/09/04
《口腔种植繁荣驱动牙科 CT 机行业高速增长》
动态跟踪报告—2012/10/28
《深耕利基市场，以售后赢优势》动态跟踪报告
—2013/05/25
《寻找探寻健康的利器》深度报告—2013/07/14

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 一般咨询资格编号
S1060112040011
021-38639693
MOUQING286@pingan.com.cn

事项: 公司发布三季报，业绩符合预期。2013前三季实现营收4.1亿，同比增长3%，净利润1.5亿，同比增长29%；3Q13营收1.7亿，同比增长7%，环比增长18%，净利润0.77亿，同比增长49%，环比增长42%。

公司同时发布全年业绩预告，预计全年实现净利润 1.94~2.28 亿，同比增长15%~35%；4Q13 净利润 0.45~0.79 亿，同比-15%~49%，环比-42%~3%。

平安观点:

■ 财报符合预期，毛利率连续 4 个季度提升

三季报整体符合我们的预期；与中报类似，三季报延续了毛利率提升、利润增速快于收入增速的态势。至此，公司已经连续 4 个季度实现单季度毛利率提升 (3Q12~3Q13)；原因是公司产品结构持续调整，高毛利产品占比提高，更深层次的逻辑是公司竞争优势突出，传统米机产品升级，新兴杂粮机、工业检测机销量成长，牙科 CT 持续拓展，技术优势在产品推广和盈利能力上得到体现。

公司三季度收入增速一般，主因同样为产品结构调整提升，价增量减；充裕现金带来理财收入；软件退税通常集中于下半年，以上因素使得净利润增速高于收入增速。财务状况非常健康，销售旺季未见上下游资金挤占，议价能力强势。

■ 继续看好公司技术延伸的发展逻辑，及优秀的管理层

展望未来，公司基本战略延续，米机不断升级并贡献充沛现金流，杂粮机、工业机占比提升，口腔医疗器械行业将成为重要业绩增长点。公司技术能力不断得到市场验证。公司国家重大科学仪器设备开发专项成功启动，进展顺利，完成后可能实现我国在多个项目上的重大突破。我们认为公司的技术储备丰富，潜在下游空间广阔，公司远未面临发展的天花板。

我们看到当前中国的口腔行业正处于爆发初期，对应韩国 2002 年左右的发展水平；即使在最悲观的假设下，我国未来十年种植牙数量十年 CAGR 为 16%。中性预期下，我国每年牙科 CT 机市场规模 10 亿元，种植牙系统市场规模 500 亿元，牙科诊所市场规模 1000 亿元。作为种植牙产业链上少数的上市公司，公司拥有知名度、资金等优势，有望成为我国牙科产业的龙头，市值空间不可小觑。

■ 持续增长轨迹，维持“推荐”评级

基于公司产品结构持续调整、毛利率持续上升的假设，我们下调公司收入预测 (10%)，维持净利预测。预计公司 13/14 年收入 5.8/6.6 亿元，净利润 2.1/2.6 亿元，EPS 为 0.81/1.00 元，对应 PE 为 41X/33X；我们继续看好公司的长期增长逻辑和短期爆发潜力，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：新品下半年出货量低预期，传统产品毛利率下滑的风险。

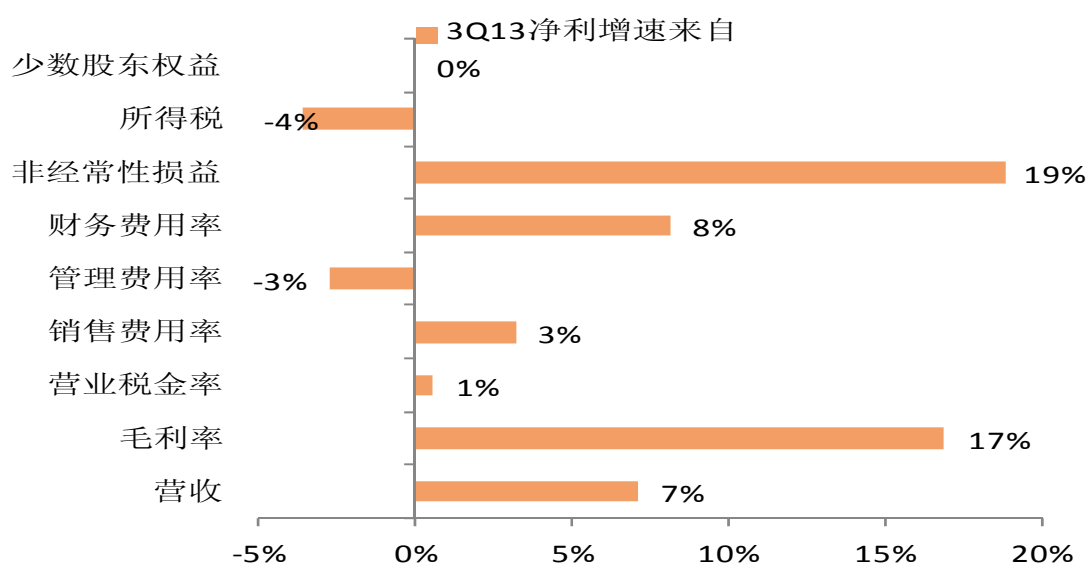
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	450	518	580	661	774
YoY(%)	34.3	15.2	11.9	14.1	17.1
净利润(百万元)	133	169	211	261	321
YoY(%)	-11.9	27.2	25.0	23.9	23.1
毛利率(%)	51.6	51.9	55.9	57.2	58.1
净利率(%)	29.5	32.5	36.3	39.5	41.5
ROE(%)	33.2	12.3	13.8	14.6	15.2
EPS(摊薄/元)	0.51	0.65	0.81	1.00	1.24
P/E(倍)	64.5	50.7	40.6	32.8	26.6
P/B(倍)	21.5	6.2	5.6	4.8	4.1

图表1 收入增长缓慢，毛利提升显著（单位：百万元）

	3Q12	3Q13	QoQ	(1-3)Q12	(1-3)Q13	YoY	变化原因
营业收入	162	174	7.1%	400	413	3.3%	产品结构调整
营业成本	78	75	-4.1%	194	183	-5.6%	
毛利率	51.6%	56.7%	5.1%	51.5%	55.6%	4.2%	高毛利产品占比提升
毛利	84	98	17.7%	206	230	11.7%	
营业税金及附加	2	1	-11.6%	4	4	20.6%	
销售费用	17	16	-3.0%	43	47	8.6%	去年基数高
管理费用	16	19	16.1%	44	55	24.7%	研发投入持续
财务费用	-1	-6	-343.0%	-3	-17	-482.6%	超额现金利息收入
资产减值损失	1	1	34.6%	2	3	64.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	3	0.0%	0	10	0.0%	超募资金理财受益
营业利润	50	70	40.3%	117	148	26.8%	
营业利润率	30.8%	40.3%	9.5%	29.2%	35.8%	6.6%	
营业外收入	10	18	73.4%	18	25	42.2%	软件退税集中于下半年
营业外支出	0	0	0.0%	0	1	N.A.	
利润总额	60	88	46.0%	134	172	28.2%	
所得税	8	11	30.0%	18	23	25.1%	
所得税率	16.4%	15.9%	-0.5%	15.9%	16.7%	0.9%	
少数股东权益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
归属于母公司净利润	52	77	48.5%	116	149	28.7%	
净利率	32.1%	44.6%	12.4%	28.9%	36.0%	7.1%	
EPS	0.20	0.30	48.5%	0.44	0.57	28.7%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 毛利率提升、非经常性损益增加对净利润增速贡献较大



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产	1247	1355	1609	1934	
现金	908	1236	1475	1781	
应收账款	26	27	31	36	
其他应收款	3	2	3	3	
预付账款	9	13	14	16	
存货	67	74	83	95	
其他流动资产	233	3	3	4	
非流动资产	270	313	335	351	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	211	236	257	273	
无形资产	34	34	34	34	
其他非流动资产	25	43	44	44	
资产总计	1517	1668	1943	2286	
流动负债	129	122	138	160	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	72	51	57	65	
其他流动负债	56	71	81	94	
非流动负债	13	20	20	20	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	13	20	20	20	
负债合计	142	142	158	180	
少数股东 权益	0	0	0	0	
股本	200	260	260	260	
资本公积	875	815	815	815	
留存收益	298	449	709	1030	
归属母公司股东权益	1375	1526	1786	2106	
负债和股东权益	1517	1668	1943	2286	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金流	144	400	217	271	
净利润	169	211	260	321	
折旧摊销	7	24	28	33	
财务费用	-9	-27	-34	-41	
投资损失	-2	-31	-38	-45	
营运资金变动	-31	213	0	1	
其他经营现金流	10	10	1	1	
投资活动现金流	-256	-39	-12	-5	
资本支出	28	70	50	50	
长期投资	-230	0	0	0	
其他投资现金流	-458	31	38	45	
筹资活动现金流	806	-33	34	41	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	50	60	0	0	
资本公积增加	756	-60	0	0	
其他筹资现金流	0	-33	34	41	
现金净增加额	693	328	239	306	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	518	580	661	774	
营业成本	249	256	283	324	
营业税金及附加	5	5	6	7	
营业费用	60	77	85	95	
管理费用	61	93	99	108	
财务费用	-9	-27	-34	-41	
资产减值损失	4	2	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	2	31	38	45	
营业利润	150	204	260	325	
营业外收入	43	38	40	45	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	193	242	300	369	
所得税	25	31	39	48	
净利润	169	211	261	321	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	169	211	261	321	
EBITDA	149	201	255	317	
EPS (元)	0.65	0.81	1.00	1.24	

主要财务指标

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入 (%)	15.2	11.9	14.1	17.1
营业利润 (%)	15.6	35.8	27.5	24.7
归属母公司股东权益 (%)	27.2	25.0	23.9	23.1
获利能力				
毛利率 (%)	51.9	55.9	57.2	58.1
净利率 (%)	32.5	36.3	39.5	41.5
ROE (%)	12.3	13.8	14.6	15.2
ROIC (%)	25.9	49.8	59.5	71.5
偿债能力				
资产负债率 (%)	9.4	8.5	8.1	7.8
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	9.70	11.06	11.73	12.15
速动比率	9.16	10.44	11.11	11.54
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.36	0.37	0.37
应收账款周转率	29	20	21	22
应付账款周转率	4.84	4.14	5.25	5.34
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.81	1.00	1.24
每股经营现金流	0.56	1.54	0.84	1.04
每股净资产	5.29	5.87	6.87	8.11
估值比率				
P/E	50.74	40.61	32.78	26.62
P/B	6.22	5.61	4.79	4.06
EV/EBITDA	51	38	30	24

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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。



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