

美亚光电 估值仍有提升空间

前三季收入符合预期，口腔 CT 机高速增长

前三季度营业收入 4.8 亿，同比增长 17%；净利润 1.94 亿，同比增长 30%。Q3 单季收入 2 亿，净利润 8700 万，同比增长 16%/12%，业绩基本符合我们预期。Q3 单季增速较慢原因 2013Q3 软件收入退税较多，已包含在我们预期中。从历史看，四季度单季利润占比约 30%，是传统产品的旺季，加上软件退税影响，我们预计四季度的增速会恢复。

新产品增长较快，盈利能力提高

正如我们预测，在收入分部中，口腔 CT，X 射线异物检测机等新产品增长较快，口腔 CT 的增速超过 100%。前三季度净利率从 36% 提高到 40%，主要原因是毛利率从 55.7% 提高到 57.7%，与我们的预测一致。

估值面临切换，仍有提高空间

美亚目前股价对应 2014/15 年 PE 为 46/35 倍，我们认为其未来一年估值仍会提升：1) 公司估值跟传统的检测仪器可比公司持平，我们预计 2015 年及之后主要增长点是在口腔 CT 机等非传统领域，2016 年口腔 CT 等毛利占比近 25%。市场对其估值应会与医疗器械公司靠拢（45 倍 x）；2) 公司有较强意愿做行业并购和移动互联网业务，其负债率仅 8%，市值 160 亿，我们认为有足够财务资源推进并购整合，实现外延式增长；3) 瑞银经济学家预计未来一年将有三次降息，无风险利率下行应会使估值中枢上行。

估值：上调目标价至 53 元，维持“买入”评级

我们维持 2014-16 年盈利预测 0.93/1.24/1.61 元，我们认为估值仍有提高空间。我们基于瑞银 VACM 工具（由于近半年无风险利率下降，公司 Beta 值从 0.92 下降至 0.89，WACC 从 9.3% 下降到 8.7%），通过现金流贴现得到新目标价 53 元，对应 2015 年 43xPE（高于传统业务，低于新兴业务的均值）。

Equities

中国

高级工业设备

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb53.00**
之前: **Rmb46.00**

股价 **Rmb43.00**

路透代码: 002690.SZ 彭博代码 002690 CS

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb47.11-25.33
市值	Rmb14.5 十亿/US\$2.38 十亿
已发行股本	338 百万 (ORDA)
流通股比例	21%
日均成交量(千股)	1,383
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb56.7
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb1.76 十亿
市净率 (12/14E)	8.3x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.93	0.93	-0.41 0.84
12/15E	1.24	1.24	-0.41 1.10
12/16E	1.61	1.61	-0.42 1.48

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

重要数据(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	450	518	568	803	1,075	1,423	1,791	2,153
息税前利润(UBS)	127	140	173	266	370	498	637	777
净利润(UBS)	133	169	208	313	419	543	681	822
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.53	0.59	0.62	0.93	1.24	1.61	2.01	2.43
每股股息(Rmb)	0.00	0.23	0.23	0.28	0.37	0.48	0.50	0.61
现金 / (净债务)	227	908	967	1,201	1,448	1,799	2,230	2,794
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	28.1	27.0	30.5	33.2	34.4	35.0	35.6	36.1
ROIC (EBIT) (%)	332.6	44.1	34.4	48.5	61.4	71.1	78.7	83.0
EV/EBITDA(core)x	-	-	33.2	46.0	32.9	24.0	18.2	14.7
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	-	-	34.6	46.4	34.7	26.8	21.4	17.7
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	-	-	2.2	2.3	2.5	3.5	4.4	5.4
净股息收益率(%)	-	-	1.1	0.6	0.9	1.1	1.2	1.4

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 11 月 11 日 22 时 26 分的股价(Rmb43.00)得出；

投资主题

美亚光电

投资理由

公司产品下游行业涉及农业、食品、工业、医疗等领域的异物检测、毒素检测及缺陷检测等多个维度，我们认为这正是平台型公司的优势所在。我们认为，公司基于光电信号识别与图像重构技术平台，其下游行业还将持续扩展，并持续引领公司业绩增长。

从技术储备看，公司已完成重金属、农药残留物以及以黄曲霉为代表的毒素检测设备研发。在全社会对食品安全问题日益重视的背景下，公司相关设备有望迎来高速增长。而针对癌细胞检测的红外激光解离光谱-质谱联用仪器研发也正稳步推进，成为公司长期增长的后备力量。

中国种植牙行业处于发展初期，2013 年用量仅 35 万颗，我们测算，成熟期全国用量将接近 840 万颗，市场空间达 23 倍。公司计划基于快速扩张的 CBCT 网络，一体化诊断与供应平台以及性价比优势，成为该领域的重要参与者。

我们认为估值仍有提高空间。我们基于瑞银 VACM 模型，通过现金流贴现得到目标价 53 元（WACC 从 9.3% 下降到 8.7%），对应 2015 年 43 倍估值（高于传统业务，低于新兴业务的均值），维持“买入”评级。

乐观情景

乐观情况下 2014 年杂粮色选机收入 2.3 亿，轮胎 CT 销量 35 台，CBCT 销量 210 台；我们估算 2014-2016EPS 为 1.00/1.30/1.70 元，每股估值 60 元。

悲观情景

悲观情况下杂粮色选机 1.7 亿收入，轮胎 CT 销量 15 台，CBCT 销量 140 台；我们估算 2014-2016EPS 为 0.85/1.15/1.50 元，每股估值 40 元。

近期催化剂

若口腔 CBCT 销量超过预期，出口市场获得突破；重金属检测及黄曲霉素检测设备可能获得订单；种植牙产业链布局或取得阶段性进展；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb53.00

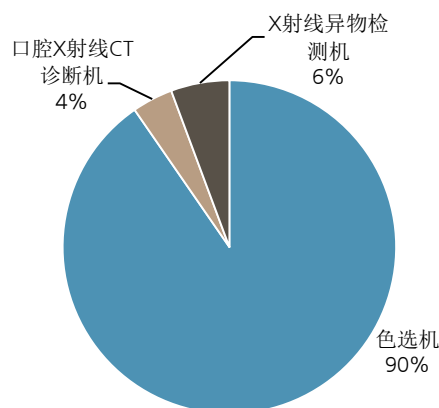
公司简介

美亚光电成立于 2000 年，是专业从事光电检测与分级专用设备及其应用软件研发、生产和销售的高新技术企业，其主要产品是色选机、X 射线检测机、口腔 CBCT 等。未来公司产品有望从传统的宏观检测领域向重金属、癌细胞、农残等微观领域扩展，并凭借在口腔 CBCT 销售形成的网络优势，成为主要耗材供应商以及种植牙服务商。

行业展望

基于光电信号识别图像重建的光电设备可扩展性强，广泛应用于农业、工业、日用品、食品及医疗等行业，具备广阔的发展前景。中国种植牙行业仍处于发展初期，我们估算成熟期市场空间达 23 倍，同时在国内厂商逐渐掌握种植牙技术的背景下，还存在较为广阔的进口替代空间，景气度或将持续 10 年以上。

收入按产品分布, 2013 (%)



来源：公司数据

各类产品的毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
色选机	257	281	374	447	520
口腔 X 射线诊断机	0	14	43	87	130
X 射线异物检测机	5	20	46	92	125
其他抵消	2	-1	-3	0	62
合计	264	314	460	626	837

来源：公司数据，瑞银证券估算

估值：仍有提升空间

图表 1: VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	266.4	369.9	498.1	637.4	777.4	940.4	1,127.6	1,328.3	1,536.9	1,745.9
折旧及摊销*	23.0	26.5	30.3	33.9	37.9	47.3	58.3	70.5	83.7	97.5
资本支出	(60.1)	(60.1)	(60.1)	(60.1)	(60.1)	(131.3)	(157.5)	(185.5)	(214.6)	(243.8)
运营资本变动	32.7	(24.4)	(31.3)	(33.0)	(32.2)	(280.7)	(156.9)	(185.9)	(213.3)	(236.6)
所得税 (营运)	(33.7)	(46.8)	(63.0)	(80.6)	(98.3)	(141.1)	(169.1)	(199.2)	(230.5)	(261.9)
其他	(47.2)	(54.4)	(69.5)	(73.6)	(72.5)	(94.7)	(104.6)	(112.1)	(116.5)	(116.8)
自由现金流	181.2	210.8	304.5	424.0	552.1	339.9	597.8	716.0	845.6	984.3
增长		16.3%	44.5%	39.3%	30.2%	-38.4%	75.9%	19.8%	18.1%	16.4%

估值	长期假设值	加权平均资本成本
明计现金流现值	相对年	无风险利
期末价值 (第 15 年) 现值	+10E	权益风险
企业价值	+15E	溢价
占永续价值百分比	+25E	贝塔系数
联营公司及其他	销售额增长	债务/权益比
少数股东权益	息税前利润率	边际税率
现金盈余**	资本支出/销售收入	权益成本
债务***	投资资本回报率	债务成本
权益价值		WACC
已发行股数 [m]		
每股权益价值 (Rmb/股)		
权益成本		
股息收益率		
1年期目标价 (Rmb/股)		

估值对应指标	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	40.8x
企业价值 / 息税前利润	43.8x
自由现金流收益率	1.3%
市盈率 (现值)	41.0x
市盈率 (目标)	44.3x

期末假设值
VCH (年数)
对应的
自由现金流增长
回报率增
企业价值 / 息税折旧摊销前利

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明
* 折旧和非商誉摊销
** 无须维持运营的现金部分
** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

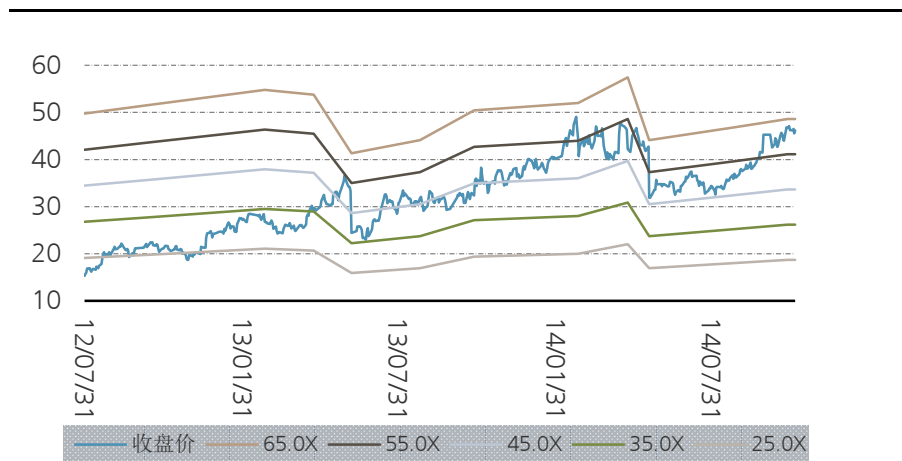
来源: 瑞银证券

历史上看，估值中枢持续上行

从 **PE-Band** 看，美亚的 **PE-BAND** 的波动可以分为三个阶段，估值中枢一直在上行。

- 2012 年 7 月到 2013 年 6 月，PE 在 25-35 倍左右，波动的中枢在 30 倍；
- 2013 年 6 月至 2014 年 1 月，PE 在 35-45 倍区间，波动的中枢在 45 倍；
- 2014 年 1 月至 2014 年 7 月，PE 在 45-55 倍区间波动，中枢在 50 倍；
- 2014 年 7 月之后，PE 上行到 50 倍以上，目前仍在 50 倍以上的区间运行；

图表 2: 美亚光电 PE Band 分布



来源: wind

我们认为其估值中枢近期上行至 50 倍左右的主要原因：

- 新产品口腔 CT 机市场前景非常广阔，今年以来收入增长很快，翻倍增长。市场看好公司在口腔 CT 机上的长期前景；
- 公司近期做了两个收购，一是增资控股山东博泰医疗科技公司 65% 的股权；二是与“春雨医生”签订合作协议，介入到移动互联网和移动医疗领域，市场给予了更高的估值。

与可比公司对比，估值仍有提高空间

公司的传统业务是检测仪器，新兴业务是口腔 CT 机。因此我们选择了与公司传统业务相对应的检测仪器公司和与新产品相对应的医疗器械公司进行对比：

估值跟检测仪器公司持平，低于医疗器械公司。美亚 2014 年估值约 46 倍，跟 A 股检测仪器相关公司 2014 年估值持平（44 倍），低于医疗器械相关公司 2014 年的估值（68 倍）；2015 年美亚估值 35 倍，跟 A 股检测仪器相关公司估值基本持平（32 倍），低于医疗器械相关公司估值（45 倍）；

PEG 低于相似公司。从 PEG 的角度看，美亚光电 2015 年的 PEG 为 1 倍，低于检测仪器公司的 PEG1.1 倍和医药公司的 1.3 倍的 PEG。

可以看出，市场给予美亚目前的估值，基本是按照传统业务的估值水平，远低于医疗器械公司的估值。

图表 3: 与相似公司估值对比表

公司	路透代码	收盘价(元) 2014/11/11	市值(百 万元)	盈利预测(元)				近 3 年 利润平 均复合 增速	市盈率(x)			
				2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
检测仪器相关公司：												
雪迪龙	002658.sz	25.64	7,690	0.49	0.72	0.95	1.19	34.70%	52	36	27	22
聚光科技	300203.sz	20.02	9,981	0.36	0.45	0.68	0.9	35.70%	56	44	29	22
先河环保	300137.sz	16.13	5,730	0.19	0.28	0.39	0.54	43.30%	85	58	41	30
华测检测	300012.sz	18.15	7,054	0.4	0.46	0.63	0.87	29.40%	45	39	29	21
平均值								32.10%	60	44	32	24
医药相关公司：												
新华医疗	600587.sh	34.26	14,467	0.58	0.87	1.26	1.7	43.10%	59	39	27	20
鱼跃医疗	002223.sz	26.15	14,550	0.43	0.63	0.79	0.94	29.80%	61	42	33	28
理邦仪器	300206.sz	21.5	4,789	0.18	0.19	0.34	0.56	46.30%	119	113	63	38
迪安诊断	300244.sz	43.9	9,032	0.42	0.59	0.85	1.18	41.30%	105	74	52	37
通策医疗	600763.sh	51.14	8,181	0.62	0.7	0.98	1.3	28.00%	82	73	52	39
平均值								37.70%	85	68	45	33
美亚光电	002690.sz	43	15,602	0.62	0.93	1.24	1.61	37.40%	69	46	35	27

来源:wind, 数据截至 2014/11/11, 聚光科技, 新华医疗, 鱼跃医疗, 通策医疗, 美亚光电为瑞银证券估算

我们认为其估值仍有上行的空间，主要的原因是：

- **估值可能向医疗器械公司靠拢。**我们预计，2015 年以及之后几年，公司的主要增长点是在口腔 CT 机等非传统领域，我们测算 2016 年，公司的口腔 CT 及服务的毛利占比将从目前的不到 10%上升到 25%，随着医疗器械业务的提升，我们认为市场会将其估值与医疗器械公司靠拢（45 倍）；
- **介入移动互联网和并购整合有望提升估值。**公司有较强的意愿做行业并购和移动互联网医疗，目前其资产负债率仅 8%，市值 160 亿，可以动用足够的财务资源推进并购和整合；
- **近半年市场风险溢价下行，未来一年可能持续下行。**近半年市场无风险利率下行，使得市场风险溢价下行。瑞银经济学家预计 2015 年将有多次降息，无风险利率的下行应会使得市场风险溢价下行趋势持续。

美亚光电 (002690.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	450	518	568	803	41.6	1,075	33.8	1,423	1,791	2,153
毛利	228	264	314	460	46.4	626	36.2	837	1,063	1,289
息税折旧摊销前利润(UBS)	131	147	187	289	54.7	396	37.0	528	671	815
折旧和摊销	(4)	(7)	(14)	(23)	67.1	(27)	15.2	(30)	(34)	(38)
息税前利润(UBS)	127	140	173	266	53.7	370	38.8	498	637	777
联营及投资收益	0	0	12	14	20.9	15	4.6	15	16	17
其他非营业利润	25	45	43	51	20.4	62	20.3	67	74	81
净利息	2	9	23	28	23.5	35	24.2	44	55	70
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	153	193	250	360	43.8	481	33.7	624	782	945
税项	(21)	(25)	(42)	(47)	-10.6	(63)	-33.7	(81)	(102)	(123)
税后利润	133	169	208	313	50.5	419	33.7	543	681	822
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	133	169	208	313	50.5	419	33.7	543	681	822
净利润 (UBS)	133	169	208	313	50.5	419	33.7	543	681	822
税率(%)	13.5	12.9	16.9	13.0	-23.1	13.0	0.0	13.0	13.0	13.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.53	0.59	0.62	0.93	50.5	1.24	33.7	1.61	2.01	2.43
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.53	0.59	0.62	0.93	50.5	1.24	33.7	1.61	2.01	2.43
每股收益 (UBS, 基本)	0.53	0.59	0.62	0.93	50.5	1.24	33.7	1.61	2.01	2.43
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.23	0.23	0.28	20.4	0.37	33.7	0.48	0.50	0.61
每股账面价值	1.57	4.07	4.51	5.21	15.4	6.23	19.7	7.55	9.19	11.24
平均股数(稀释后)	251.69	287.77	338.00	338.00	0.0	338.00	0.0	338.00	338.00	338.00
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	227	908	967	1,201	24.2	1,470	22.3	1,850	2,318	2,921
其他流动资产	134	339	432	444	2.7	537	20.9	636	762	891
流动资产总额	360	1,247	1,399	1,645	17.6	2,007	22.0	2,486	3,080	3,812
有形固定资产净值	124	233	234	273	16.6	308	13.0	340	368	392
无形固定资产净值	34	34	33	31	-5.6	29	-6.0	27	25	24
投资/其他资产	0	3	12	5	-55.1	5	0.0	5	5	5
总资产	518	1,517	1,678	1,955	16.5	2,350	20.2	2,859	3,479	4,233
应付账款和其他短期负债	100	129	114	156	36.3	204	31.2	267	332	395
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	100	129	114	156	36.3	204	31.2	267	332	395
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	19	13	40	40	0.0	40	0.0	40	40	40
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	119	142	154	195	27.0	244	24.8	306	371	434
普通股股东权益	399	1,375	1,524	1,760	15.4	2,106	19.7	2,552	3,108	3,799
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	518	1,517	1,678	1,955	16.5	2,350	20.2	2,859	3,479	4,233
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	133	169	208	313	50.5	419	33.7	543	681	822
折旧和摊销	4	7	14	23	67.1	27	15.2	30	34	38
营运资本变动净值	(4)	(31)	(29)	34	-	(46)	-	(38)	(62)	(68)
其他营业性现金流	8	0	2	18	NM	22	24.8	31	42	55
经营性现金流	140	144	195	388	99.2	422	8.9	566	694	848
有形资本支出	(73)	(28)	(40)	(60)	-51.0	(60)	0.0	(60)	(60)	(60)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	171	(227)	(18)	14	-	15	-	15	16	17
投资性现金流	98	(255)	(58)	(46)	20.9	(45)	1.4	(45)	(44)	(43)
已付股息	(50)	0	(60)	(78)	-30.0	(94)	-20.4	(126)	(163)	(170)
股份发行/回购	7	806	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(251)	0	0	(29)	-	(36)	-23.19	(45)	(56)	(71)
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(294)	806	(60)	(107)	-78.8	(130)	-21.2	(170)	(219)	(241)
现金流量中现金的增加/(减少)	(56)	695	76	234	206.8	247	5.3	351	431	564
外汇/非现金项目	56	(13)	(18)	0	-	22	-	29	38	39
资产负债表现金增加/(减少)	0	681	59	234	298.7	268	14.5	380	469	603

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

美亚光电 (002690.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	-	34.6	46.4	34.7	26.8	21.4	17.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	-	34.6	46.4	34.7	26.8	21.4	17.7
股价/每股现金收益	-	-	32.5	43.2	32.6	25.4	20.3	16.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	-	2.2	2.3	2.5	3.5	4.4	5.4
净股息收益率(%)	-	-	1.1	0.6	0.9	1.1	1.2	1.4
市净率	-	-	4.7	8.3	6.9	5.7	4.7	3.8
企业价值/营业收入(核心)	-	-	NM	NM	NM	8.9	6.8	5.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	-	33.2	46.0	32.9	24.0	18.2	14.7
企业价值/息税前利润(核心)	-	-	NM	NM	NM	25.5	19.2	15.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	-	NM	NM	NM	25.4	19.1	15.4
企业价值/运营投入资本	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	-	-	7,198	14,534	14,534	14,534	14,534	14,534
净债务 (现金)	(227)	(908)	(967)	(1,201)	(1,470)	(1,850)	(2,318)	(2,512)
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	-	-	6,231	13,333	13,064	12,684	12,216	12,022
非核心资产	0	(3)	(12)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
核心企业价值	-	-	6,219	13,327	13,059	12,679	12,210	12,017
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	34.3	15.2	9.5	41.6	33.8	32.3	25.9	20.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	23.9	12.6	27.2	54.7	37.0	33.3	27.1	21.4
息税前利润(UBS)	24.6	10.7	23.8	53.7	38.8	34.7	28.0	22.0
每股收益(UBS 稀释后)	-40.8	11.2	5.0	50.5	33.7	29.7	25.4	20.8
每股股息净值	-	-	0.0	20.4	33.7	29.7	4.5	20.8
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	50.7	51.0	55.3	57.2	58.2	58.8	59.4	59.9
息税折旧摊销前利润率	29.0	28.4	33.0	36.0	36.9	37.1	37.5	37.9
息税前利润率	28.1	27.0	30.5	33.2	34.4	35.0	35.6	36.1
净利 (UBS) 率	29.5	32.5	36.6	39.0	38.9	38.2	38.0	38.2
ROIC (EBIT)	332.6	44.1	34.4	48.5	61.4	71.1	78.7	83.0
税后投资资本回报率	NM	38.4	28.5	42.2	53.4	61.9	68.4	72.2
净股东权益回报率(UBS)	37.9	19.0	14.3	19.1	21.7	23.3	24.1	23.8
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.7)	(6.2)	(5.2)	(4.2)	(3.7)	(3.4)	(3.3)	(3.4)
净债务/总权益 %	(56.9)	(66.1)	(63.4)	(68.3)	(68.8)	(70.5)	(71.8)	(73.5)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	-	-	(15.5)	(9.0)	(11.1)	(14.2)	(18.3)	(23.2)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	187.8	167.2
资本支出/营业收入(%)	16.2	5.5	7.0	7.5	5.6	4.2	3.4	2.8
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	-	2.5	2.7	3.3	3.3	3.3	4.0	4.0
股息支付率 (UBS) %	-	39.4	37.5	30.0	30.0	30.0	25.0	25.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	450	518	568	803	1,075	1,423	1,791	2,153
总计	450	518	568	803	1,075	1,423	1,791	2,153
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	127	140	173	266	370	498	637	777
总计	127	140	173	266	370	498	637	777

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+23.3%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+24.2%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+15.0%

风险声明

我们认为公司下行风险主要在于：1）传统色选机行业竞争加剧，公司市场份额下滑，拖累整体业绩表现；2）口腔 CT 及口腔医疗服务业务市场开拓不达预期；3）新产品，新技术开发进程缓慢，不能及时满足市场需求。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：李博。

涉及报告中提及的公司的披露

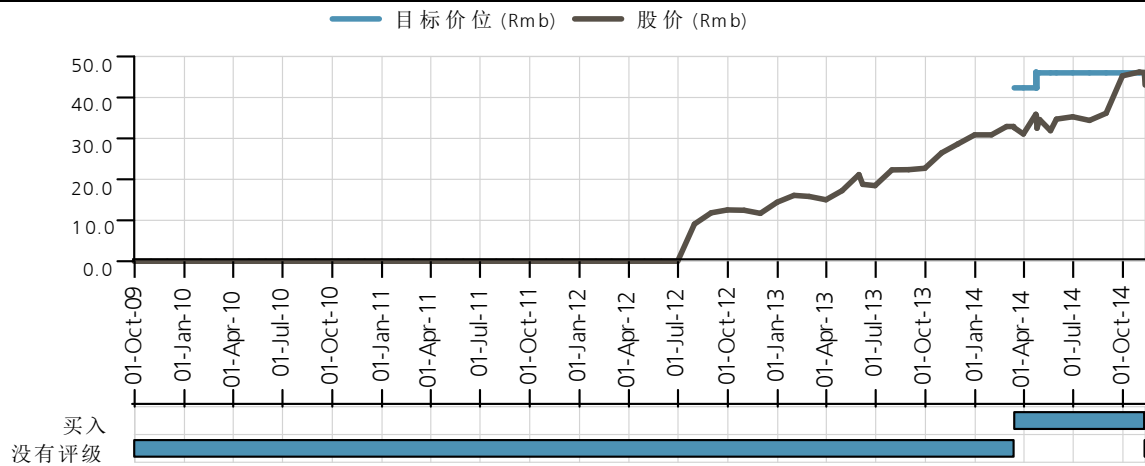
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
美亚光电	002690.SZ	买入	不适用	Rmb43.00	2014 年 11 月 11 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险" 章节。

美亚光电 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 11 月 11 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。 **法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。 **德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。 **西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。 **土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。 **波兰：** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。 **俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。 **瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。 **意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。 **南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。 **以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。 **沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。 **美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。 **加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。 **香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。 **新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。 **日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。 **澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Limited (澳大利亚金融服务执照号：231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。 **新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。 **迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。 **韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。 **马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。 **印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的物体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

