

2017年04月06日

美亚光电 (002690.SZ)

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

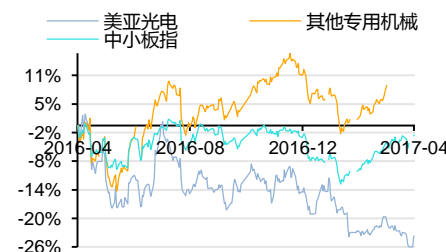
6个月目标价: **30元**

股价 (2017-04-06) **18.86元**

交易数据

总市值(百万元)	12,749.36
流通市值(百万元)	6,156.75
总股本(百万股)	676.00
流通股本(百万股)	326.45
12个月价格区间	18.30/25.51元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.77	-13.09	-18.04
绝对收益	-3.87	-8.76	-19.51

周小刚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040001
zhouxg@essence.com.cn

姚凯飞

报告联系人

yaokf@essence.com.cn

相关报告

美亚光电: 医疗影像业务
增长迅速, 新产品形成阶 2017-03-18
梯式发展浪潮

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

■公司公布年报: 2016 年收入 9.01 亿元, 同比增长 7.17%, 净利润 3.09 亿元, 同比增长 6.9%, 略超 2 月 28 日公布 3.08 亿的业绩快报, 对应 EPS 0.46 元, 经营性现金流净值 3.3 亿, 同比大幅提升 135%, 公司控制大米色选机发货、清理渠道库存、改善回款和现金流的措施效果非常显著, 分红方案为每股现金分红 0.3 元 (含税)。

■口腔 CT 高速增长 120% 远超市场预期。公司年报最大亮点来自口腔 CT 2016 年销售收入 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。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, 销售已经进入高速增长阶段, 之前市场对此有所疑虑, 本次年报公布的口腔 CT 销售形势远超预期, 是公司最大亮点, 预计 2017 年口腔 CT 销量有望突破 1000 台, 贡献 3 亿元左右收入。

■大米色选机去库存导致 2016 年业绩不佳, 2017 年有望大幅反转: 公司 2016 年业绩增速虽然不高, 但此前业绩快报早已披露, 增速不高主要原因来自: 公司 2016 年色选机收入 6.8 亿元, 同比下滑 3.4%, 我们预计和测算, 其中杂粮色选机保持了 40%~50% 的高增速, 但大米色选机收入下滑预计在 20% 左右, 从而导致公司整体收入增速乏力。但是, 大米色选机的终端需求是非常稳定的, 每年还有个位数的增长, 不应出现如此巨大的波动和下滑, 这种下滑, 来自公司主动清理大米色选机渠道库存, 控制发货所致。我们判断, 由于公司此前大米色选机在销售方面对经销商的返利制度, 导致 2015 年年底渠道积压了大量的大米色选机库存, 2015 年, 公司色选机收入 7.04 亿元, 同比增长 24%, 正常情况下, 大米色选机不应该有如此高的增速, 高库存导致公司从 2016 年伊始就严格控制大米色选机发货, 清理渠道库存, 从而导致 2016 年大米色选机销售收入下滑 20% 左右, 我们认为, 抛开库存的扰动, 反应终端需求的真实的情况应该是, 2015 年色选机收入没有那么好, 2016 年的色选机收入也没有那么差, 从 2016 年, 公司经营性现金流净值大幅改善同比剧增 135%, 也充分说明这一问题。因此, 我们认为, 经历了渠道清库存, 2017 年大米色选机销售将会轻装上阵, 在 2016 年低基数的背景下, 表现增速将会再次应该显著提升。

■2017 年, 预计公司业绩高速增长无忧: 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。

■**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，因此我们 2017 年继续推荐美亚光电。

此前也有卖方以看好口腔 CT 逻辑推荐公司，但，站在当前时点，与以往最大的不同在于，公司口腔 CT 业务经过近 3 年左右的培育期，不确定性已经大幅下降，进入了快速放量阶段。风险收益比早已不可同日而语，且当前股价下跌至历史低点，择时角度恰逢其时。

过去 3 年，我国植牙数量复合增速 31%，保守预计，我国口腔 CT 需求量在 5 万台以上，市场容量也将达到 150 亿元。

公司口腔 CT 处于高速增长阶段，收入利润占比越来越高，口腔医疗服务是个蓝海市场，今年 1 季度，公司大视野口腔 CT 已经获批，同时，公司未来两年还将有 Cad-cam、耳鼻喉 CT 和骨科 CT 等多个医疗设备新产品上市，因此，可以说，未来公司应该享受高估值，而实际上，我们看到，公司当前股价已经调整至多次市场暴跌的底部区域，估值 PE-band 看，PE 也已经落在了近 3 年的最低点。

董事长持股比例高达 61.45%，且账上 16 亿现金（11 亿理财产品+5.2 亿现金），我们预计公司可能未来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 29 倍、22 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，相当于 2017 年 46.9 倍的动态市盈率。

■**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
主营业务收入	840.9	901.2	1,326.0	1,849.0	2,403.7
净利润	289.4	309.3	435.0	564.7	723.2
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)	44.1	41.2	29.3	22.6	17.6
市净率(倍)	6.6	6.3	5.2	4.2	3.4
净利润率	34.4%	34.3%	32.8%	30.5%	30.1%
净资产收益率	15.0%	15.2%	17.7%	18.7%	19.3%
股息收益率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	19.3%	16.8%	27.3%	28.7%	35.8%

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%	52.0%	32.6%	30.2%
销售费用	93.9	114.4	147.2	203.4	264.4	净利润增长率	15.3%	6.9%	40.6%	29.8%	28.1%
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%	29.9%
财务费用	-13.3	-11.8	-	-	-	EBIT 增长率	16.8%	3.6%	58.2%	32.6%	30.2%
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%	30.2%
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	33.7	净资产增长率	13.1%	5.6%	20.7%	22.8%	23.8%
营业利润	292.7	301.3	457.8	607.1	790.4	利润率					
加:营业外净收支	42.6	57.7	47.0	48.1	48.9	毛利率	53.2%	52.7%	54.6%	53.1%	53.4%
利润总额	335.3	359.0	504.8	655.3	839.3	营业利润率	34.8%	33.4%	34.5%	32.8%	32.9%
减:所得税	48.1	51.5	72.4	94.0	120.4	净利润率	34.4%	34.3%	32.8%	30.5%	30.1%
净利润	289.4	309.3	435.0	564.7	723.2	EBITDA/营业收入	35.1%	33.7%	36.1%	34.3%	34.2%
						EBIT/营业收入	33.2%	32.1%	34.5%	32.8%	32.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	98	89	70	65	60
货币资金	431.5	523.6	3,069.3	3,955.1	4,691.7	流动营业资本周转天数	492	505	377	296	248
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	750	781	944	1,057	971
应收帐款	297.0	212.9	537.4	508.8	851.2	应收帐款周转天数	92	102	102	102	102
应收票据	0.5	13.1	6.9	21.1	15.3	存货周转天数	43	53	51	52	52
预付帐款	4.6	2.1	7.3	6.2	11.2	总资产周转天数	868	900	1,045	1,148	1,054
存货	110.2	154.5	219.0	319.0	375.7	投资资本周转天数	582	582	441	360	312
其他流动资产	1,054.0	1,104.0	1,104.0	1,104.0	1,104.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	50.0	50.0	50.0	50.0	ROE	15.0%	15.2%	17.7%	18.7%	19.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	13.2%	8.1%	8.7%	9.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	19.3%	16.8%	27.3%	28.7%	35.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	226.8	216.6	298.6	364.2	435.0	销售费用率	11.2%	12.7%	11.1%	11.0%	11.0%
在建工程	-	-	18.0	46.8	64.1	管理费用率	11.6%	10.2%	9.8%	9.8%	9.8%
无形资产	32.0	31.4	30.5	29.5	28.6	财务费用率	-1.6%	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	16.5	25.8	25.0	24.2	23.5	三费/营业收入	21.2%	21.6%	20.9%	20.8%	20.8%
资产总额	2,173.1	2,334.2	5,366.0	6,428.9	7,650.2	偿债能力					
短期债务	-	-	900.0	1,100.0	1,300.0	资产负债率	11.4%	12.8%	54.2%	53.1%	51.2%
应付帐款	121.9	120.0	221.4	270.3	364.5	负债权益比	12.8%	14.7%	118.4%	113.0%	104.7%
应付票据	16.0	43.8	40.6	80.9	76.0	流动比率	10.02	8.49	3.97	3.82	3.81
其他流动负债	51.4	73.0	84.7	97.1	110.3	速动比率	9.44	7.84	3.79	3.61	3.61
长期借款	-	-	1,600.0	1,800.0	2,000.0	利息保障倍数	-21.08	-24.42			
其他非流动负债	57.9	62.7	62.7	62.7	62.7	分红指标					
负债总额	247.2	299.5	2,909.4	3,411.1	3,913.5	DPS(元)	0.30	-	-	-	-
少数股东权益	2.6	1.6	-1.0	-4.4	-8.7	分红比率	70.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	676.0	676.0	676.0	676.0	676.0	股息收益率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,240.0	1,346.5	1,781.6	2,346.2	3,069.5						
股东权益	1,925.9	2,034.7	2,456.6	3,017.8	3,736.7						

现金流量表

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	435.0	564.7	723.2	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)	44.1	41.2	29.3	22.6	17.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	6.3	5.2	4.2	3.4
财务费用	-6.2	-8.4	-	-	-	P/FCF	251.6	36.2	5.0	14.4	17.2
投资损失	-41.5	-33.5	-27.8	-31.9	-33.7	P/S	15.2	14.1	9.6	6.9	5.3
少数股东损益	-2.2	-1.9	-2.6	-3.4	-4.3	EV/EBITDA	90.8	45.1	25.3	18.3	13.7
营运资金的变动	-253.3	7.1	-277.2	18.0	-295.2	CAGR(%)	25.0%	32.7%	19.9%	25.0%	32.7%
经营活动产生现金流量	140.7	331.1	148.4	573.9	422.9	PEG	1.8	1.3	1.5	0.9	0.5
投资活动产生现金流量	-104.7	-82.8	-92.2	-88.1	-86.3	ROIC/WACC	2.2	1.9	3.1	3.3	4.1
融资活动产生现金流量	-67.0	-190.6	2,489.4	400.0	400.0	REP	8.3	5.0	2.1	1.9	1.2

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

周小刚声明，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