

2017年08月24日

美亚光电 (002690.SZ)

收入和利润增速逐季加快，口腔 CT 收入同比大幅增长 130%超预期

■公司公布中报，上半年实现收入 4.5 亿元，同比增长 21%，相比 1 季度 15% 的收入增速显著加快，净利润 1.42 亿元，同比增长 20%，相比 1 季度 10% 的净利润增速同样显著加快，扣非净利润增速 32%，经营向上态势显著。经营性现金流净值 1.6 亿元，同比大幅增长 318%，且超出净利润，说明公司在大米色选机方面进一步清理渠道库存，类似 2015 年向经销商压货销售的方式得到彻底改变。公司给出前三季度业绩预告，预计净利润增速 10%~40%。

■分业务看，最大亮点来自，口腔 CT 实现收入 1.07 亿元，同比大幅增长 131%，毛利率 57%，同比下降 3 个百分点，我们预计和测算销量在 400 台左右，这是继公司 2016 年口腔 CT 实现销售收入 1.65 亿元，同比大幅增长 120%，特别是去年下半年实现 1.2 亿元收入基础上，今年上半年再次持续保持高速增长，说明公司口腔 CT 终端销售良好，公司也在中报中明确“预计口腔 CT 全年将继续能保持高速增长，医疗领域业务已成为公司支柱业务之一”。我们预计，公司全年有望实现口腔 CT 销量 1000~1200 台，符合我们此前深度报告中的预测，从而远超出市场预期。

■色选机上半年实现收入 3.1 亿元，同比增长 3%，但相比 1 季度色选机下滑的态势，2 季度单季度已经扭转，毛利率提升 1 个百分点。我们预计，其中杂粮色选机增速 10% 以上，整体表现增速不高，是由于去年上半年特别是去年 Q1 相对基数较高，而去年下半年基数相对较低（公司色选机产品销售具有显著季节性，正常情况下，下半年应该显著超过上半年），我们预计，下半年，色选机增速还将加快，预计全年色选机收入有望超过 7.5 亿元，实现 10% 左右增长。

■X 射线工业检测机实现收入 2222 万元，同比大幅增长 39%，继续保持良好增长态势。

■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 正处于快速增长阶段，预计收入利润占比将在未来 2 年提高到 40% 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。公司口腔 CT 处于快速增长阶段，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，公司公告大视野口腔 CT 已经获批，同时根据公司年报披露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。董事长持股比例高达 61.45%，且账上 16 亿现金（9.2 亿理财产品+6.7 亿现金），有望在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。更多详

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：**25 元**
股价 (2017-08-24) **17.75 元**

交易数据

总市值 (百万元)	11,999.00
流通市值 (百万元)	5,803.16
总股本 (百万股)	676.00
流通股本 (百万股)	326.94
12 个月价格区间	16.66/22.58 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.92	-18.71	-20.6
绝对收益	4.35	-7.76	-18.11

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

相关报告

美亚光电：美亚光电公司快报/崔文亮	2017-04-25
美亚光电：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/周小刚	2017-04-06
美亚光电：医疗影像业务增长迅速，新产品形成阶梯式发展浪潮/王书伟	2017-03-18

细内容，请见我们 2016 年 12 月发布的 31 页《美亚光电深度报告：口腔医疗领域稀缺标的，估值处于历史最底部夯实业绩加速增长》。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 25 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 28 倍、21 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 25 元，相当于 2018 年 30 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	565.2	723.0
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	3.21	3.50	3.87
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	41.5	38.8	27.6	21.2	16.6
市净率(倍)	6.2	5.9	5.5	5.1	4.6
净利润率	34.4%	34.3%	32.8%	30.6%	30.1%
净资产收益率	15.0%	15.2%	20.0%	23.9%	27.6%
股息收益率	1.7%	1.7%	2.4%	3.1%	4.0%
ROIC	19.3%	16.8%	27.4%	28.9%	36.1%

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%	58.0%	35.1%	29.1%
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%	29.9%	27.9%
管理费用	97.5	91.7	129.9	181.2	235.6	EBITDA 增长率	16.0%	2.9%	58.0%	33.0%	29.7%
财务费用	-13.3	-11.8	-16.9	-31.0	-35.0	EBIT 增长率	16.8%	3.6%	58.6%	33.3%	30.0%
资产减值损失	10.3	3.9	4.0	4.0	4.0	NOPLAT 增长率	16.9%	3.6%	58.6%	33.3%	30.0%
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	29.1	36.8	38.8	净资产增长率	13.1%	5.6%	6.7%	8.8%	10.4%
营业利润	292.7	301.3	476.0	643.1	830.6	利润率					
加:营业外净收支	42.6	57.7	28.8	12.8	8.5	毛利率	53.2%	52.7%	54.6%	53.1%	53.4%
利润总额	335.3	359.0	504.8	655.9	839.0	营业利润率	34.8%	33.4%	35.9%	34.8%	34.6%
减:所得税	48.1	51.5	72.4	94.1	120.4	净利润率	34.4%	34.3%	32.8%	30.6%	30.1%
净利润	289.4	309.3	435.0	565.2	723.0	EBITDA/营业收入	35.1%	33.7%	36.2%	34.5%	34.5%
						EBIT/营业收入	33.2%	32.1%	34.6%	33.1%	33.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	98	89	70	65	60
						流动资产周转天数	492	505	377	296	248
						流动营业资本周转天数	750	781	905	965	837
						流动资产周转天数	92	102	102	102	102
						应收帐款周转天数	43	53	51	52	52
						存货周转天数	868	900	1,007	1,057	921
						总资产周转天数	582	582	441	360	312
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	15.0%	15.2%	20.0%	23.9%	27.6%
						ROA	13.2%	13.2%	8.5%	9.7%	11.0%
						ROIC	19.3%	16.8%	27.4%	28.9%	36.1%
						费用率					
						销售费用率	11.2%	12.7%	11.1%	11.0%	11.0%
						管理费用率	11.6%	10.2%	9.8%	9.8%	9.8%
						财务费用率	-1.6%	-1.3%	-1.3%	-1.7%	-1.5%
						三费/营业收入	21.2%	21.6%	19.6%	19.1%	19.3%
						偿债能力					
						资产负债率	11.4%	12.8%	57.3%	59.1%	60.0%
						负债权益比	12.8%	14.7%	134.0%	144.4%	150.1%
						流动比率	10.02	8.49	3.74	3.40	3.20
						速动比率	9.44	7.84	3.56	3.19	3.00
						利息保障倍数	-21.08	-24.42	-27.21	-19.73	-22.73
						分红指标					
						DPS(元)	0.30	0.30	0.42	0.55	0.70
						分红比率	70.1%	65.6%	65.6%	65.6%	65.6%
						股息收益率	1.7%	1.7%	2.4%	3.1%	4.0%

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	565.2	723.0	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	3.21	3.50	3.87
资产减值准备	10.3	3.9	-	-	-	PE(X)	41.5	38.8	27.6	21.2	16.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	5.9	5.5	5.1	4.6
财务费用	-6.2	-8.4	-16.9	-31.0	-35.0	P/FCF	236.8	34.1	4.7	13.5	16.2
投资损失	-41.5	-33.5	-29.1	-36.8	-38.8	P/S	14.3	13.3	9.0	6.5	5.0
少数股东损益	-2.2	-1.9	-2.6	-3.4	-4.3	EV/EBITDA	90.8	45.1	24.2	18.0	14.1
营运资金的变动	-253.3	7.1	-277.2	18.0	-295.2	CAGR(%)	25.1%	32.7%	19.9%	25.1%	32.7%
经营活动产生现金流量	140.7	331.1	130.2	538.5	382.5	PEG	1.7	1.2	1.4	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	-104.7	-82.8	-90.9	-83.2	-81.2	ROIC/WACC	2.2	1.9	3.2	3.3	4.2
融资活动产生现金流量	-67.0	-190.6	2,221.2	60.5	-39.0	REP	8.2	4.9	2.0	1.8	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

崔文亮、王书伟声明，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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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