

2017年10月26日

公司研究·证券研究报告

美亚光电 (002690.SZ)

动态分析

业绩增长符合预期，医疗影像业务看点颇多

投资要点

公司 2017 年前三季度业绩增长符合预期，实现营收 7.76 亿元，同比增长 20.67%，归母净利润 2.61 亿元，同比增长 20.11%，毛利率 54.24%，净利率 33.54%，同比分别上升 2.18 和下降 0.07 个百分点。其中第三季度实现营收 3.27 亿元，同比增长 20.83%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 20.15%，我们继续看好公司未来业绩表现。

◆ **医疗影像业务发展迅速，有望支撑公司业绩实现高增长**：生活水平的提升和人口老龄化推动了国内口腔诊疗设备行业的迅速发展，据中国赛迪研究院预测，全国口腔医疗设备及相关产品与服务市场将从 2015 年的 1346 亿元增长至 2020 年的 4000 亿元，增长幅度 197.18%。公司自主研发生产口腔 X 射线 CT 诊断机上市近 5 年，目前已用于牙齿种植、阻生牙拔除、疑难牙体牙周疾病诊断等各类临床应用，2017H1 实现营收 1.07 亿元，同比增 130.78%。目前公司产品市场需求旺盛，全年大概率维持高增长态势。除口腔诊疗设备外，公司还计划在耳鼻喉科、骨科等其他科室推出高端医疗影像系列化产品，未来医疗影像设备业务仍将是公司重点发力的板块。

◆ **国内色选机行业龙头，产品收入增长平稳**：公司从 2000 年开始研制色选机，逐步掌握了生产色选机的核心技术，目前已是国内色选机行业龙头，产品市场份额在 30% 左右；拥有大米色选机、杂粮色选机、茶叶色选机三大类十多个系列产品，广泛应于大米、小麦、玉米、茶叶、盐、矿石等近百种物料的色选，保证了食品的安全。随着国内对食品安全监管以及消费者对食品安全问题重视程度不断加强，预计色选机需求量还有进一步增长的空间，公司作为国内色选机行业龙头有望持续受益。

◆ **投资建议** 我们预测 2017-2019 年营业收入分别为 11.31 亿元、14.43 亿元和 19.15 亿元，净利润分别为 3.84 亿元、4.81 亿元、6.28 亿元，每股收益分别为 0.57 元、0.71 元、0.93 元，给予“增持-A”评级，6 个月目标价为 21.3 元，相当于 2018 年 30 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：口腔 CT 机需求量不及预期；色选机行业竞争加剧；新业务拓展和新产品研发不及预期。

机械 | 其他专用机械 III

增持-A(维持)

投资评级

6 个月目标价

21.30 元

股价(2017-10-25)

18.28 元

交易数据

总市值(百万元)

12,357.28

流通市值(百万元)

5,974.06

总股本(百万股)

676.00

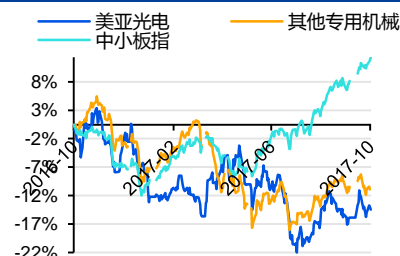
流通股本(百万股)

326.81

12 个月价格区间

16.13/22.77 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

-2.7

-5.32

-27.09

绝对收益

1.67

7.47

-14.97

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsc.cn

021-20377099

报告联系人

王志杰

wangzhijie@huajinsc.cn

021-20377179

相关报告

美亚光电：口腔 CT 机高速增长 色选机业务稳定 2017-09-06

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	840.9	901.2	1,130.8	1,442.8	1,915.0
同比增长(%)	27.2%	7.2%	25.5%	27.6%	32.7%
营业利润(百万元)	292.7	301.3	396.4	508.5	676.6
同比增长(%)	18.1%	2.9%	31.6%	28.3%	33.1%
净利润(百万元)	289.4	309.3	383.6	481.3	628.3
同比增长(%)	15.3%	6.9%	24.0%	25.5%	30.5%
每股收益(元)	0.43	0.46	0.57	0.71	0.93
PE	44.1	41.3	33.3	26.5	20.3
PB	6.6	6.3	5.6	4.8	4.0

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、前三季度业绩增长符合预期	4
（一）毛利率维持高位，三费率略有下降	4
二、口腔 CT 机发展迅速，色选机龙头地位稳固	5
（一）口腔 CT 机业务发展迅速，支撑公司业绩实现高增长	5
（二）国内色选机行业龙头，产品收入增长平稳	7
三、投资建议	8
四、风险提示	8

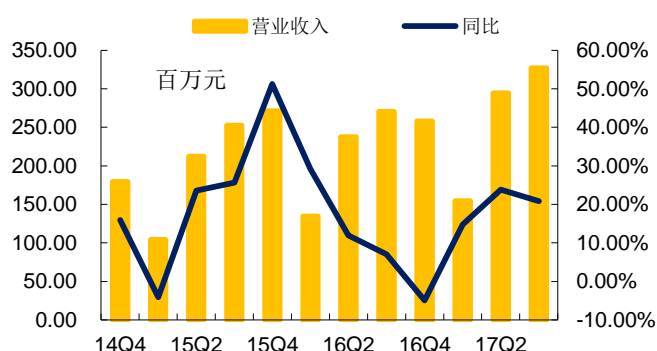
图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率	4
图 3：过往 12 个季度综合毛利率及净利率变化	5
图 4：过往 12 个季度三费率	5
图 5：口腔 CT 机存量及渗透率预测	6
图 6：口腔 CT 机年市场空间预测	6
图 7：美亚光电口腔 CT 诊断机发展历程	6
图 8：公司口腔 CT 机业务营收及增速	7
图 9：公司口腔 CT 机业务毛利率	7
图 10：RS-C 臻智系列色选机	7
图 11：R 系列大米色选机	7
图 12：公司色选机业务营收及增速	8
图 13：公司色选机业务毛利率	8
表 1：口腔 CT 机年市场空间预测	5

一、前三季度业绩增长符合预期

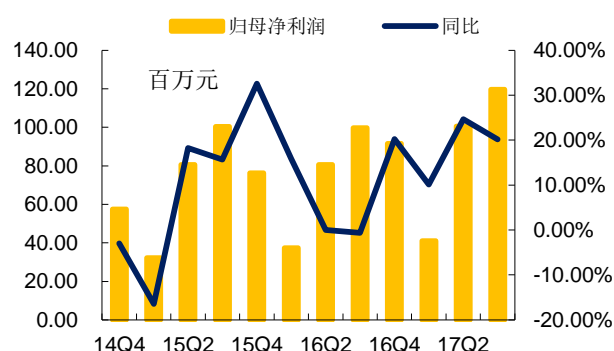
2017 年前三季度收入同比增长 20.67% ,归母净利润同比增长 20.11% ,业绩增长符合预期。公司 2017 年前三季度实现营收 7.76 亿元，同比增长 20.67%；归母净利润 2.61 亿元，同比增长 20.11%。其中第三季度实现营收 3.27 亿元，同比增长 20.83%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 20.15%。公司前三季度业绩增长符合预期，我们继续看好公司在今年第四季度以及明后两年的业绩表现，主要原因有：1) 公司口腔 X 射线 CT 诊断机市场需求旺盛，收入增长迅速，在口腔 CT 机渗透率持续提升、设备需求量持续扩大的市场环境下，公司成长属性较为明确；2) 公司目前已是国内色选机行业龙头，食品安全问题日益为消费者所重视，色选机需求量将进一步提升，该块业务有望实现稳步发展。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率



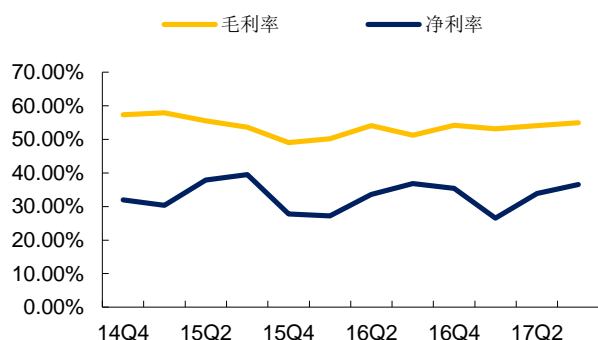
资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）毛利率维持高位，三费率略有下降

2017 年前三季度公司综合毛利率 54.24% ,净利率 33.54% ,同比分别提升 2.18 和下降 0.07 个百分点；三项费用费率合计 19.72% ,比上年同期下降 1.12 个百分点。

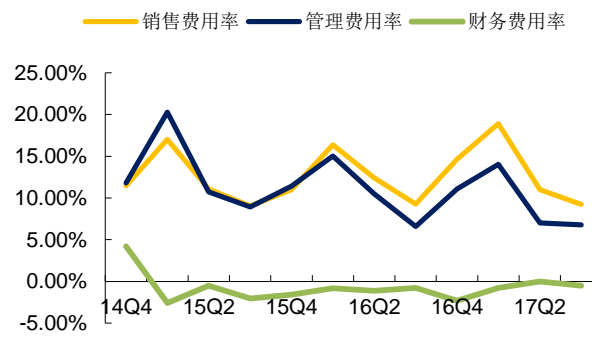
公司综合毛利率近年来维持在 50%-60% 的区间内，高于一般设备制造企业，主要原因在于公司两项核心产品-色选机及口腔 CT 机的销售毛利率高所致（2017 年上半年色选机毛利率 50.48%、口腔 CT 机毛利率 56.94%）。公司在色选机及口腔 CT 机领域拥有先发优势，通过持续的技术研发制造了具备完全自主知识产权的产品，形成了自己的护城河，具备了较强的盈利能力，未来毛利率有望持续稳定在 50% 左右。

图 3：过往 12 个季度综合毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、口腔 CT 机发展迅速，色选机龙头地位稳固

（一）口腔 CT 机业务发展迅速，支撑公司业绩实现高增长

生活水平提升和人口老龄化推动了国内口腔诊疗设备行业的迅速发展，据中国赛迪研究院预测，全国口腔医疗设备及相关产品与服务市场将从 2015 年的 1346 亿元增长至 2020 年的 4000 亿元，增长幅度 197.18%。

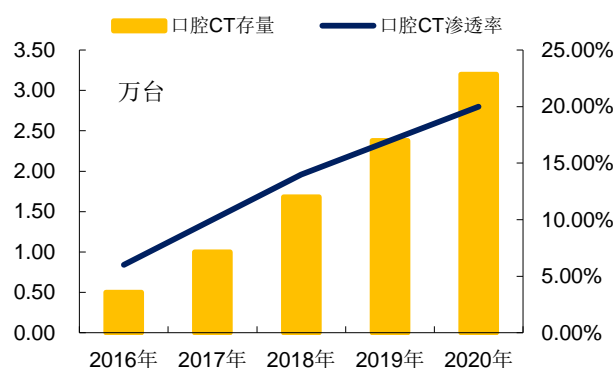
在口腔诊疗设备行业中，口腔 X 射线 CT 诊断机作为高端口腔诊疗设备，需求量有望迅速攀升。相比口内牙片机、牙科全景机等传统口腔 X 射线设备，口腔 CT 诊断机可以从三维角度对口腔内牙齿病理情况进行反映，进而发现口腔 X 光片的投照角度所不能发现的、或者更细微的病变，并且不会产生影像的重叠、畸变。据《2016-2022 年中国医学影像设备市场动向调研及十三五发展态势预测报告》，截至 2016 年，国内口腔 CT 存量大约为 5000 多台。我国目前各类口腔诊疗机构约为 8.35 万家，其中设有口腔科的综合医院超过 1.8 万家，专业口腔医院 533 家，私人口腔医疗机构近 6.5 万家。由 5000 台口腔 CT 的保有量来计算，存量渗透率仅为 6%。我们预计 2020 年各类口腔诊疗机构有望发展至 16 万家左右，届时口腔 CT 机渗透率达到 20%，存量 3.2 万台。若以每台口腔 CT 机 30 万元的价格计算，预计 2017 年-2020 年新增口腔 CT 机市场总量达到 80.97 亿元。

表 1：口腔 CT 机年市场空间预测

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
口腔诊疗机构数量（万家）	8.35	10	12	14	16
口腔 CT 机渗透率	6%	10%	14%	17%	20%
口腔 CT 机存量（万台）	0.5	1	1.68	2.38	3.2
年新增设备（万台）	/	0.50	0.68	0.70	0.82
年市场空间（亿元）	/	14.97	20.4	21	24.6

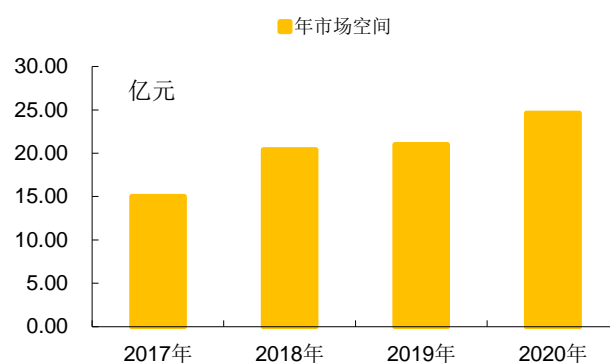
资料来源：中国报告网，华金证券研究所

图 5：口腔 CT 机存量及渗透率预测



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 6：口腔 CT 机年市场空间预测



资料来源：wind, 华金证券研究所

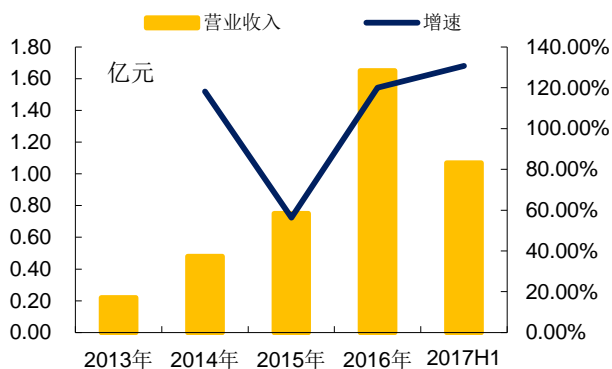
公司自主研发生产拥有完全自主知识产权的口腔 X 射线 CT 诊断机上市近 5 年，目前已应用于牙齿种植、阻生牙拔除、疑难牙体牙周疾病诊断等各类临床应用。2017H1 口腔 CT 机业务实现营收 1.07 亿元，同比增 130.78%。目前公司产品市场需求旺盛，全年大概率维持高增长态势；在口腔 CT 机渗透率逐年提升、需求量逐年扩大的市场环境下，公司产品拥有先发优势，2018 年、2019 年有望续写精彩，业绩表现值得期待。

图 7：美亚光电口腔 CT 诊断机发展历程



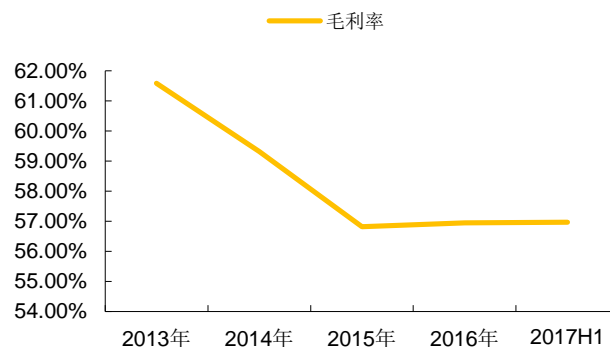
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 8：公司口腔 CT 机业务营收及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：公司口腔 CT 机业务毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

除口腔诊疗设备外，公司还计划在耳鼻喉科、骨科等其他科室推出高端医疗影像系列化产品，骨科 CT 设备已于 2016 年底报送国家指定机构检测，耳鼻喉 CT 机也处于 CFDA 认证过程中，有望于 2018 年上市。未来医疗领域业务仍将是公司重点发力的板块，新设备的陆续上市有望为公司带来较大的业绩弹性。

（二）国内色选机行业龙头，产品收入增长平稳

公司从 2000 年开始研制色选机，逐步掌握了生产色选机的核心技术，现已拥有大米色选机、杂粮色选机、茶叶色选机三大类十多个系列产品；且已广泛应于大米、小麦、玉米、茶叶、盐、矿石等近百种物料的色选，保证了食品的安全。公司目前是国内色选机行业龙头，产品市场份额在 30% 左右；2017H1 实现营收 3.12 亿元，同比增长 3.08%。随着国内对食品安全监管以及消费者对食品安全问题重视程度不断加强，色选机需求量还有进一步提升的空间，公司作为色选机行业龙头有望持续受益，实现业绩稳步增长。

图 10：RS-C 臻智系列色选机



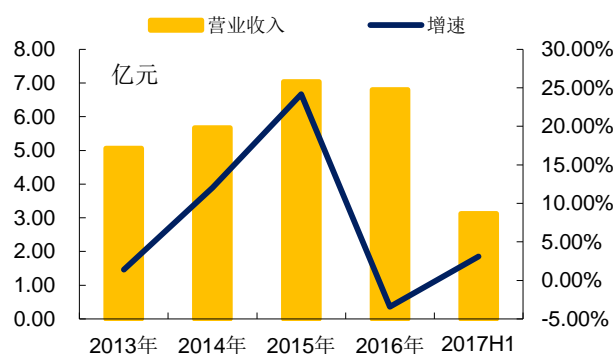
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 11：R 系列大米色选机



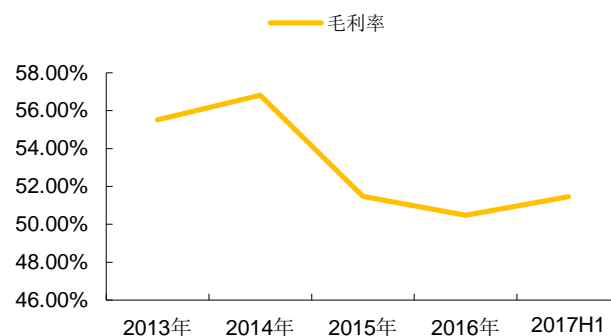
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 12：公司色选机业务营收及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：公司色选机业务毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、投资建议

我们预测 2017-2019 年营业收入分别为 11.31 亿元、14.43 亿元和 19.15 亿元，净利润分别为 3.84 亿元、4.81 亿元，6.28 亿元，每股收益分别为 0.57 元、0.71 元、0.93 元，给予“增持-A”评级，6 个月目标价为 21.3 元，相当于 2018 年 30 倍的动态市盈率。

四、风险提示

口腔 CT 机需求量不及预期；色选机行业竞争加剧；新业务拓展和新产品研发不及预期。

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	1,130.8	1,442.8	1,915.0	年增长率					
减:营业成本	393.9	426.5	517.9	650.6	852.6	营业收入增长率	27.2%	7.2%	25.5%	27.6%	32.7%
营业税费	7.2	8.8	10.2	13.2	17.4	营业利润增长率	18.1%	2.9%	31.6%	28.3%	33.1%
销售费用	93.9	114.4	133.4	171.5	226.8	净利润增长率	15.3%	6.9%	24.0%	25.5%	30.5%
管理费用	97.5	91.7	112.7	143.6	188.6	EBITDA 增长率	16.0%	2.9%	30.5%	27.9%	32.6%
财务费用	-13.3	-11.8	-13.7	-15.5	-18.8	EBIT 增长率	16.8%	3.6%	32.2%	28.8%	33.4%
资产减值损失	10.3	3.9	7.1	7.1	6.0	NOPLAT 增长率	16.9%	3.6%	32.2%	28.8%	33.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.3%	-2.9%	2.8%	6.1%	9.4%
投资和汇兑收益	41.5	33.5	33.2	36.1	34.3	净资产增长率	13.1%	5.6%	12.8%	16.9%	18.9%
营业利润	292.7	301.3	396.4	508.5	676.6						
加:营业外净收支	42.6	57.7	48.5	49.6	51.9	盈利能力					
利润总额	335.3	359.0	444.8	558.1	728.6	毛利率	53.2%	52.7%	54.2%	54.9%	55.5%
减:所得税	48.1	51.5	63.9	80.1	104.6	营业利润率	34.8%	33.4%	35.0%	35.2%	35.3%
净利润	289.4	309.3	383.6	481.3	628.3	净利润率	34.4%	34.3%	33.9%	33.4%	32.8%
						EBITDA/营业收入	35.1%	33.7%	35.1%	35.1%	35.1%
						EBIT/营业收入	33.2%	32.1%	33.8%	34.2%	34.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	11.4%	12.8%	10.3%	12.9%	12.0%
货币资金	431.5	523.6	785.4	1,076.8	1,427.8	负债权益比	12.8%	14.7%	11.4%	14.8%	13.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	10.02	8.49	11.03	8.33	8.92
应收帐款	297.0	212.9	311.1	431.0	554.2	速动比率	9.44	7.84	10.33	7.66	8.19
应收票据	0.5	13.1	9.9	10.8	21.0	利息保障倍数	-21.08	-24.42	-28.03	-31.81	-35.04
预付帐款	4.6	2.1	7.3	4.4	10.4	营运能力					
存货	110.2	154.5	144.7	224.8	277.1	固定资产周转天数	98	89	67	50	37
其他流动资产	1,054.0	1,104.0	1,027.0	1,061.7	1,064.2	流动营业资本周转天数	492	505	405	335	277
可供出售金融资产	-	50.0	16.7	22.2	29.6	流动资产周转天数	750	781	684	636	579
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	92	102	83	93	93
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	43	53	48	46	47
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	868	900	779	703	630
固定资产	226.8	216.6	206.9	197.9	190.6	投资资本周转天数	582	582	463	379	308
在建工程	-	-	-	-	-						
无形资产	32.0	31.4	30.5	29.5	28.6	费用率					
其他非流动资产	16.5	25.8	18.1	19.0	19.4	销售费用率	11.2%	12.7%	11.8%	11.9%	11.8%
资产总额	2,173.1	2,334.2	2,557.5	3,078.1	3,622.8	管理费用率	11.6%	10.2%	10.0%	10.0%	9.9%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	-1.6%	-1.3%	-1.2%	-1.1%	-1.0%
应付帐款	121.9	120.0	131.4	198.6	244.7	三费/营业收入	21.2%	21.6%	20.6%	20.8%	20.7%
应付票据	16.0	43.8	4.0	61.4	33.2	投资回报率					
其他流动负债	51.4	73.0	71.8	77.2	98.1	ROE	15.0%	15.2%	16.7%	17.9%	19.7%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	13.2%	14.9%	15.5%	17.2%
其他非流动负债	57.9	62.7	55.2	58.6	58.9	ROIC	19.3%	16.8%	22.8%	28.6%	36.0%
负债总额	247.2	299.5	262.5	395.8	434.8	分红指标					
少数股东权益	2.6	1.6	-1.0	-4.3	-8.6	DPS(元)	0.30	0.30	0.11	0.14	0.19
股本	676.0	676.0	676.0	676.0	676.0	分红比率	70.1%	65.6%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	1,240.0	1,346.5	1,620.0	2,010.6	2,520.6	股息收益率	1.6%	1.6%	0.6%	0.8%	1.0%
股东权益	1,925.9	2,034.7	2,295.0	2,682.3	3,188.0						
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	383.6	481.3	628.3	EPS(元)	0.43	0.46	0.57	0.71	0.93
加:折旧和摊销	16.5	15.4	13.7	13.9	14.3	BVPS(元)	2.85	3.01	3.40	3.97	4.73
资产减值准备	10.3	3.9	-	-	-	PE(X)	44.1	41.3	33.3	26.5	20.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.6	6.3	5.6	4.8	4.0
财务费用	-6.2	-8.4	-13.7	-15.5	-18.8	P/FCF	251.9	36.3	37.1	32.6	26.5
投资损失	-41.5	-33.5	-33.2	-36.1	-34.3	P/S	15.2	14.2	11.3	8.8	6.7
少数股东损益	-2.2	-1.9	-2.6	-3.3	-4.3	EV/EBITDA	41.7	40.0	30.1	23.0	16.8
营运资金的变动	-253.3	7.1	-42.6	-100.2	-155.6	CAGR(%)	18.5%	26.6%	15.0%	18.5%	26.6%
经营活动产生现金流量	140.7	331.1	305.2	340.1	429.6	PEG	2.4	1.6	2.2	1.4	0.8
投资活动产生现金流量	-104.7	-82.8	63.5	26.5	20.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-67.0	-190.6	-106.9	-75.2	-99.5						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn