

公司点评
美亚光电 (002690)
机械设备 | 专用设备
业绩稳步增长，期待口腔 CBCT 下半年放量

2018 年 08 月 24 日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 维持

合理区间 **21.8-23.7 元**
交易数据

当前价格 (元)	20.81
52 周价格区间 (元)	16.48-24.95
总市值 (百万)	14067.56
流通市值 (百万)	6813.10
总股本 (万股)	67600.00
流通股 (万股)	32739.54

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
美亚光电	-10.88	0.77	21.23
专用设备	-5.85	-16.52	-24.27

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

分析师

0731-84779574

罗琨

luokun1@cfzq.com

研究助理

0731-89955773

相关报告

- 《美亚光电：美亚光电 (002690) 调研点评：口腔 CT 业务前景良好，期待业绩后程发力》 2018-05-14
- 《美亚光电：美亚光电(002690)：2017 业绩快报符合预期，医疗影像业务值得期待》 2018-03-01
- 《美亚光电：Q3 业绩稳健增长，看好口腔 CT 蓝海市场》 2017-10-30

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	901.17	1093.94	1329.14	1621.55	1994.50
净利润 (百万元)	309.33	364.67	435.80	517.87	636.88
每股收益 (元)	0.46	0.54	0.64	0.77	0.94
每股净资产 (元)	3.01	3.25	3.30	3.37	3.47
P/E	44.87	38.06	31.85	26.80	21.79
P/B	6.83	6.32	6.23	6.09	5.92

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- 公司公布了 2018 年半年报，业绩稳步增长。**公司上半年实现营收 4.92 亿，同比增长 9.50%，归母净利润 1.70 亿，同比增长 19.74%，经营性现金流 1.38 亿，下降 14.09%，主要是因为去年做了应收管理工作，现金流基数较高。毛利率为 53.86% 基本保持稳定，销售费用率增长 9.42% 与营收同步，管理费用率增长 13.5%，主要是因去年管理费用下滑，基数较低，2018H1 与前年比公司管理费用率仅增长 6%，财务费用基本稳定。公司的净利润增速高于营收增速主要是因为投资收益和增值税退税较去年确认时点提前。
- 色选机业务稳定增长，预计全年收入增长 10% 左右。**上半年色选机业务实现营业收入 3.42 亿，同比增长 9.44%，基本符合我们的预期。公司境外收入主要以色选机为主，上半年增长 8.01%，保持了平稳增长，境内色选机收入增速约为 10%。色选机产品毛利率 50.46%，较去年降低 1 个百分点，继续保持高毛利率水平。报告期内，公司推出了美亚“尊”、“臻”、“品”新款人工智能色选机，通过新技术引领行业发展，继续为客户创造价值。
- 口腔 CBCT 继续保持增长，毛利率同步提升。**上半年 CBCT 业务实现营业收入 1.25 亿元，同比增长 16.56%，毛利率为 59.72%，较去年提升 2.75 个百分点。我们对于 CBCT 的收入预期为增速 40-50%，上半年不及预期的原因主要是第一季度是销售淡季，部分团购订单落地需要一定时间，收入确认要延后至下半年。口腔 CBCT 毛利率的提升主要因为产品结构向大视角面积的高端 CBCT 倾斜，公司近期推出了全新“尊影”口腔 CBCT 高端产品（视角面积 15*10.5cm），预计毛利率将继续维持高位水平。
- 仍然预计全年口腔 CBCT 增速在 40-50% 的区间。**公司上半年预计销售 500-600 台 CBCT，公司创新的开展 CBCT 团购活动引领了市场营销模式的新潮流，团购活动主要是旨在为客户提供增值服务、融资租赁服务，与合作伙伴一同进行销售服务。从 2012 年至今，公司已经实现 CBCT 销量 3000 台，我们预计国内市场占有率为 30-40%。根据我们的测算，至 2018 年 8 月份已经实现订单销售 800-900 台，考虑到民营口腔诊所渗透率快速提升，我们仍然认为 2018 年销量增速有望达到 40-50% 的水平。
- 长远布局产能，支撑业绩增长。**继 2017 年底确认的投资 2.25 亿于 1800

台影像设备智能生产线后（2020年1月投产），于8月23日公司再次计划投资3.6亿元于铺设涂装、钣金生产线。涂装、钣金件主要是为色选机、CBCT等主营业务产品生产关键零部件，新项目将增加涂装产能1万台套/年、钣金机加工产能2万台套/年，旨在解决之前外协零部件产能不足、品质竞争力不够的矛盾，预计新增产值4亿元，计划将于2020年9月逐步投产。我们认为，公司目前账面净现金（包括理财）将近17亿，现金流十分充裕，在没有高质量、安全的外部并购项目的情况下，将现金投入到能直接解决产能瓶颈的项目上是较安全的投资选择。但值得指出的是：近两年的项目投资计划共需要5.85亿现金，将直接减少公司的理财产品投资收益；零部件的产值最终是需要通过终端产品的销售才可实现，如果下游需求出现风险，那么大规模的固定资产的投入将意味着较大规模的折旧，可能影响到公司的净利润。

- **投资建议：**公司以光电技术为核心，构建了足够深的护城河，在色选机、口腔CBCT领域成为了行业的龙头。色选机国内业务将保持稳定，海外业务成为收入的增长点。口腔CBCT发展的逻辑取决于居民对口腔医疗质量需求的提升，口腔诊所密度、口腔CT渗透率的提升将带动口腔CT业务收入的增长。公司的椅旁修复系统、骨科CT、耳鼻喉科CT也将于2019-2020年上市，形成新的收入增长动力。我们预计2018-2020年营收增速为21.5%/22%/23%，EPS分别为0.64/0.77/0.94元，对应目前价格PE为31.85x/26.8x/21.79x，给予2018年底34-37倍PE，维持合理价格区间21.8~23.7元的预期，目前股票价格已经达到前期预期，处于相对合理区间，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**口腔诊所下沉速度放缓、口腔CT推广不力、色选机市场萎缩、汇率波动

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438