

2018 年业绩基本符合预期，看好未来

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年业绩预告, 预计 2018 年实现归母净利润 23.7 亿-25.1 亿, 同比增长 53.2%-62.1%, 基本符合预期。
- **公司第四季度销售额创历史新高。** 公司第四季度的业绩非常强劲, 实现了双位数增长, 预计将创下同期新高, 从而推动公司全年的销售额实现双位数增长。第四季度销售额实现双位数的强劲增长主要得益于销售业务显著增长以及销售价格提升 (但汇率波动带来的负面影响在一定程度上抵消了这些有利因素)。受益于公司新近推出的差异化三元复配杀菌剂 CRONNOS® 的销售推动, 公司在巴西的销售业绩尤为突出, 此外, 拉美其他国家、北美及北欧亦表现不俗。第四季度除销售额强劲增长外, 产品组合继续改善, 抵消了采购成本上升的影响, 推动毛利实现双位数增长。公司对营业费用的严格管理使得公司第四季度调整后的营业利润及利息折旧及摊销前利润金额及利润率均强劲增长。强劲营业利润水平, 加之财务费用与去年第四季度持平, 推动税前利润及净利润显著增长。2017 年第四季度因预期未来能够使用前期税务亏损, 确认了递延所得税资产, 因此 2017 年第四季度体现为税项收益; 而 2018 年第四季度为税项费用, 与上年同期相比所得税费用上升, 即便如此, 净利润仍实现强劲增长。
- **若成功收购辉丰, 将提升安道麦在中国区域的竞争力。** 2019 年初, 公司公告与辉丰签署《有关资产收购的两届备忘录》, 对双方潜在收购事宜达成初步意向。若本次收购成功, 公司将大幅提高其全球及中国的业务。全球范围内, 公司将获得关键分子的后向整合及竞争地位, 并拟通过其全球市场触角推动实现显著增长。在中国, 辉丰股份拥有强大的商业存在和广泛的产品注册组合, 这些均构成对公司的补充, 缩短安道麦的供应链条, 增加销售网络, 从而将巩固公司在关键市场的地位和发售, 有利于公司在中国市场份额的迅速提升。而中国市场也是安道麦目前较为薄弱的区域, 是未来发展的重中之重。
- **盈利预测与评级。** 暂不考虑辉丰收购的因素, 由于公司在 2018 年第一季度资产处置收益 20 亿元, 故预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 24.6 亿、14.5 亿、16.2 亿, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 商誉减值的风险, 业务整合不达预期的风险, 下游需求疲软的风险, 安全环保风险, 新项目建成及投产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	23819.57	24754.91	26189.80	27707.19
增长率	1184.26%	3.93%	5.80%	5.79%
归属母公司净利润 (百万元)	1545.88	2464.26	1452.49	1622.91
增长率	2175.28%	59.41%	-41.06%	11.73%
每股收益 EPS (元)	0.63	1.01	0.59	0.66
净资产收益率 ROE	8.23%	11.69%	6.59%	6.94%
PE	16	10	17	15
PB	1.33	1.19	1.13	1.07

数据来源: Wind, 西南证券

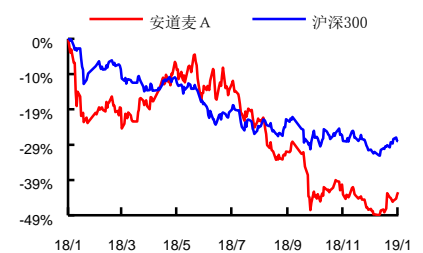
西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-57758571
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.47
流通 A 股(亿股)	4.69
52 周内股价区间(元)	9.08-17.86
总市值(亿元)	250.04
总资产(亿元)	426.28
每股净资产(元)	9.17

相关研究

1. 安道麦 A (000553): 立足中国, 联通世界 (2019-01-15)
2. 安道麦 A (000553): 拟收购辉丰相关资产, 提升中国市场竞争力 (2019-01-11)
3. 沙隆达 A (000553): 业绩高增长, 看好未来成长性 (2018-03-29)

关键假设：

假设 1：公司在 2018 年第一季度资产处置收益 20 亿，后续未有大额资产处置收益；

假设 2：公司在亚太市场，特别是中国市场开拓顺利，收入增长；

假设 3：由于 2018 年油价上涨后又下跌，预计 2019-2020 年油价平稳，故预计公司农业用药 2018-2020 年毛利率分别为 32%、34%、34%；

假设 4：预计公司 2018-2020 年销售费用率为 17.8%、17.5%、17.3%，管理费用率 4.9%、4.8%、4.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	23819.57	24754.91	26189.80	27707.19
	增速	1184.3%	3.9%	5.8%	5.8%
	成本	15403.89	16925.34	17418.27	18423.94
	毛利率	35.3%	31.6%	33.5%	33.5%
农业用药	收入	22033.56	22914.91	24289.80	25747.19
	增速		4.0%	6.0%	6.0%
	成本	14096.96	15582.14	16031.27	16993.14
	毛利率	36.0%	32.0%	34.0%	34.0%
非农业业务	收入	1786.00	1840.00	1900.00	1960.00
	增速		3.0%	3.3%	3.2%
	成本	1306.93	1343.20	1387.00	1430.80
	毛利率	26.8%	27.0%	27.0%	27.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	23819.57	24754.91	26189.80	27707.19	净利润	1545.88	2464.26	1452.49	1622.91
营业成本	15403.89	16925.34	17418.27	18423.94	折旧与摊销	1668.19	923.70	1094.54	1246.29
营业税金及附加	74.76	74.26	78.57	83.12	财务费用	1205.29	1038.04	1071.68	1112.57
销售费用	4280.34	4406.37	4583.22	4793.34	资产减值损失	173.33	20.00	20.00	20.00
管理费用	1401.77	1212.99	1257.11	1302.24	经营营运资本变动	-6934.00	14.49	-574.71	-410.41
财务费用	1205.29	1038.04	1071.68	1112.57	其他	6299.71	-2034.50	-25.00	-25.00
资产减值损失	173.33	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	3958.39	2426.00	3038.99	3566.35
投资收益	73.86	1996.00	5.00	5.00	资本支出	-9255.28	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	269.35	0.00	0.00	0.00	其他	7967.54	1996.05	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1287.74	1496.05	-495.00	-495.00
营业利润	1678.57	3073.90	1765.96	1976.97	短期借款	2280.91	-280.91	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.57	6.43	5.37	2.18	长期借款	317.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	1668.00	3080.33	1771.33	1979.16	股权融资	14571.84	0.00	0.00	0.00
所得税	122.12	616.07	318.84	356.25	支付股利	0.00	-309.18	-492.85	-290.50
净利润	1545.88	2464.26	1452.49	1622.91	其他	-15534.37	-1341.20	-1071.68	-1112.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1636.12	-1931.28	-1564.53	-1403.06
归属母公司股东净利润	1545.88	2464.26	1452.49	1622.91	现金流量净额	4030.51	1990.76	979.46	1668.29
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7868.86	9859.62	10839.08	12507.37	成长能力				
应收和预付款项	6476.83	6795.68	7155.66	7579.14	销售收入增长率	1184.26%	3.93%	5.80%	5.79%
存货	7488.24	7466.40	7688.22	8140.78	营业利润增长率	1493.83%	83.13%	-42.55%	11.95%
其他流动资产	1496.42	662.07	699.11	738.29	净利润增长率	2175.28%	59.41%	-41.06%	11.73%
长期股权投资	102.38	102.38	102.38	102.38	EBITDA 增长率	3903.30%	10.62%	-21.91%	10.27%
投资性房地产	4.41	4.41	4.41	4.41	获利能力				
固定资产和在建工程	6944.91	6758.73	6529.71	6276.95	毛利率	35.33%	31.63%	33.49%	33.50%
无形资产和开发支出	7926.69	7689.16	7451.64	7214.12	三费率	28.91%	26.89%	26.39%	26.02%
其他非流动资产	1305.19	1561.19	1689.19	1433.19	净利率	6.49%	9.95%	5.55%	5.86%
资产总计	39613.92	40899.65	42159.42	43996.63	ROE	8.23%	11.69%	6.59%	6.94%
短期借款	2280.91	2000.00	2000.00	2000.00	ROA	3.90%	6.03%	3.45%	3.69%
应付和预收款项	5871.66	6187.23	6426.38	6806.79	ROIC	21.55%	14.48%	10.26%	11.09%
长期借款	514.32	514.32	514.32	514.32	EBITDA/销售收入	19.11%	20.34%	15.01%	15.65%
其他负债	12169.02	11119.65	11180.62	11305.01	营运能力				
负债合计	20835.91	19821.20	20121.33	20626.13	总资产周转率	1.12	0.61	0.63	0.64
股本	2446.55	2446.55	2446.55	2446.55	固定资产周转率	6.15	3.84	3.94	4.33
资本公积	12982.28	12982.28	12982.28	12982.28	应收账款周转率	9.05	4.83	4.90	4.90
留存收益	3494.53	5649.62	6609.26	7941.67	存货周转率	3.93	2.22	2.25	2.28
归属母公司股东权益	18778.01	21078.45	22038.09	23370.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	18778.01	21078.45	22038.09	23370.50	资产负债率	52.60%	48.46%	47.73%	46.88%
负债和股东权益合计	39613.92	40899.65	42159.42	43996.63	带息债务/总负债	50.74%	51.92%	51.15%	49.90%
					流动比率	2.07	2.41	2.49	2.61
					速动比率	1.40	1.68	1.77	1.88
					股利支付率	0.00%	12.55%	33.93%	17.90%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	4552.05	5035.65	3932.17	4335.83	每股收益	0.63	1.01	0.59	0.66
PE	16.17	10.15	17.21	15.41	每股净资产	7.68	8.62	9.01	9.55
PB	1.33	1.19	1.13	1.07	每股经营现金	1.62	0.99	1.24	1.46
PS	1.05	1.01	0.95	0.90	每股股利	0.00	0.13	0.20	0.12
EV/EBITDA	5.89	4.78	5.88	4.95					
股息率	0.00%	1.24%	1.97%	1.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn