

证券研究报告

公司研究——季报点评

安道麦 A (000553.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.03.21

张燕生 化工行业首席分析师
执业编号: S1500517050001
联系电话: +86 10 83326847
邮箱:
zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 研究助理
联系电话: +86 10 83326848
邮箱: hongyingdong@cindasc.com

相关研究

《砥砺前行, 销售额再创历史新高》2019.03
《销售额及利润指标预计将创历史新高, 拟收购辉丰农化资产》2019.01
《欧洲极端天气拖累公司短期业绩, 市场份额稳步提升》2018.10
《市场份额稳步提升, 欧元套保损失小幅拖累公司业绩》2018.08
《销售额稳步增长, 产品继续向差异化迈进》2018.05

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

克服极端气候环境, 销售额再创历史新高!

2019年10月31日

事件:

2019年10月30日, 公司发布2019年3季度报, 2019年3季度, 公司实现销售额达到9.53亿美元, 创历史新高, 以美元计算同比增长3.06%, 实现毛利2.98亿美元, 同比增长1.26%。

点评:

- ▶ **三季度克服极端天气影响, 销售创同期历史新高。**2019年3季度, 公司实现销售额9.53亿美元, 同比增长3.06%, 达到历史新高, 同时在几乎所有地区的业务均实现同比大幅增长。在欧洲地区, 公司销售额同比增长12.1% (以美元计算, 下同); 在北美地区, 公司销售额同比增长28.8%。在欧洲和北美地区, 公司均克服了上半年极端的气候情况, 在3季度业务恢复了快速增长。公司在亚太地区实现销售额同比增长5.3%, 其中在中国实现同比增长10%, 在拉丁美洲地区, 公司实现销售额同比增长9.1%。公司整体实现销售额同比增长9.3%, 如果剔除掉荆州地区产能不稳定的因素, 公司销售额同比增长达到16%。同时, 根据公司披露, 公司荆州地区产能已经获得了当地的环评批复, 正在稳步推进中, 拟于2020年底完成中国区生产基地搬迁与升级改造项目。
- ▶ **积极调整价格, 扣除一次性/非现金项目后净利润平稳。**公司通过积极调整价格, 从而减少上游原材料价格上涨带来的影响。2019年3季度, 公司各地区平均售价均增幅均超过2%, 前9个月销售价格提价达到3%。2019年3季度, 公司实现净利润2947万美元, 同比下降9.2%。2019年前三季度公司实现净利润1.16亿美元, 较去年同期4.08亿美元下降71.5%。但值得注意的是, 2018年前九个月, 公司获得约15.57亿元的一次性净收益 (因欧盟委员会批准中国化工收购先正达, 公司于去年在欧洲区剥离若干产品产生的收入及其关联影响)。此次剥离的收益已支付给先正达, 以在欧洲区换取一批具有相似性质和经济价值的产品, 因此自2018年第二季度开始每季度财务报表将记入约7000万元人民币的非现金性摊销费用 (对公司业务不会产生经济影响)。如果扣除一次性/非现金项目的影响, 2018年第3季度调整后净利润为2.73亿元, 2018年前三季度调整后净利润为12.72亿元。公司净利润在艰难的市场环境下仍保持平稳。
- ▶ **收购AgroKlinge继续拓展南美业务。**根据公司2019年10月30日公告, AgroKlinge成立近80年以来, 已发展成为秘鲁国内首屈一指的作物保护和植物营养企业, 扎实积累了涵盖作物保护、生物农药和植物营养等的丰富产品组合。多年以来, AgroKlinge在规模约2.4亿美元的秘鲁植保市场树立了强大品牌, 拥有良好声誉; 众多客户遍布秘鲁全国, 其中大型专业农庄客户尤其得到了重点发展。公司此次收购AgroKlinge, 将有助于公司进一步实现南美业务市场的拓展。

- **登记产品构建护城河，持续增加差异化产品登记。** 公司具有强大的产品登记能力，在全球近 120 个国家拥有约 5600 项注册登记产品及 6000 余个商标，每年新注册产品数在 200-300 之间，随着全球监管要求日益趋严，这些登记证为公司筑起牢固的护城河。2019 年，公司持续新增差异化产品登记。其中包括 FOLPAN 在德国获得登记（一款专利杀菌剂，用于治疗谷物主要的抗性疾病）、PITCHER 在荷兰获得登记（用于球根花卉的差异化混合杀菌剂）以及 ZAKEOEXTRA® 在希腊获得登记（含有两种原药的广谱杀菌剂）、EXPERTGROW 在秘鲁、巴拉圭及玻利维亚获得登记（生物刺激素产品系列，可促进多种蔬果和花卉的生长发育），NIMITZ 系列的两个产品在中国地区取得了登记证。差异化产品为公司业务增长持续提供动力。
- **盈利预测及评级：** 我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别达到 13.92 亿元、18.18 亿元和 23.16 亿元，同比增长 -42.05%、30.61% 和 27.4%，以公司当前股本计算摊薄 EPS 分别达到 0.57 元、0.74 元和 0.95 元，对应 2019 年 10 月 30 日收盘价（8.95 元/股）的动态 PE 分别为 16 倍、12 倍和 9 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：** 粮食价格持续低迷影响农药需求；农药渠道库存去化进度不达预期；环保政策变化；汇率波动；所得税波动。
- **信息披露：** 根据公司公告，信达证券股份有限公司控股股东信达资产管理股份有限公司于 2017 年 12 月参与沙隆达 A（000553.SZ）非公开发行股票募集配套资金项目，认购股份 33,557,046 股，占公司目前总股本的 1.3716%，为公司第三大股东，敬请投资者注意。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	23,819.57	25,615.12	26,924.86	29,546.34	33,393.28
增长率 YoY %	1184.26%	7.54%	5.11%	9.74%	13.02%
归属母公司净利润(百万元)	1,545.88	2,402.46	1,392.18	1,818.28	2,316.49
增长率 YoY%	-2175.28%	55.41%	-42.05%	30.61%	27.40%
毛利率%	35.33%	33.30%	32.70%	34.00%	35.00%
净资产收益率 ROE%	14.88%	11.70%	6.09%	7.47%	8.77%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.98	0.57	0.74	0.95
市盈率 P/E(倍)	14	9	16	12	9
市净率 P/B(倍)	1.17	0.98	0.93	0.87	0.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	23,330.34	24,689.49	22,922.92	22,935.85	23,880.81
货币资金	7,868.86	6,233.09	3,548.21	2,112.28	830.08
应收票据	180.03	60.49	63.58	69.77	78.85
应收账款	5,056.85	6,516.91	6,850.13	7,517.08	8,495.80
预付账款	202.11	355.29	376.82	405.52	451.38
存货	7,488.24	9,247.34	9,807.81	10,554.83	11,748.32
其他	2,534.26	2,276.37	2,276.37	2,276.37	2,276.37
非流动资产	16,283.58	18,123.02	21,381.14	23,656.97	25,772.21
长期股权投资	102.38	108.35	108.35	108.35	108.35
固定资产(合计)	6,141.49	6,629.62	6,836.26	7,042.58	7,034.95
无形资产	4,036.59	5,677.39	8,095.34	10,342.48	12,423.36
其他	6,003.12	5,707.66	6,341.20	6,163.56	6,205.55
资产总计	39,613.92	42,812.51	44,304.06	46,592.82	49,653.01
流动负债	11,295.44	11,339.17	11,674.19	12,141.34	12,879.65
短期借款	2,280.91	572.77	572.77	572.77	572.77
应付票据	311.56	445.53	472.54	508.53	566.03
应付账款	3,906.48	4,573.78	4,850.99	5,220.47	5,810.78
其他	4,796.49	5,747.08	5,777.89	5,839.56	5,930.07
非流动负债	9,540.47	9,193.21	9,193.21	9,193.21	9,193.21
长期借款	514.32	235.82	235.82	235.82	235.82
其他	9,026.15	8,957.39	8,957.39	8,957.39	8,957.39
负债合计	20,835.91	20,532.38	20,867.40	21,334.55	22,072.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	18,778.01	22,280.13	23,434.99	25,253.27	27,569.77
负债和股东权益	39,613.92	42,812.51	44,302.39	46,587.82	49,642.63

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	23,819.57	25,615.12	26,924.86	29,546.34	33,393.28
同比(%)	1184.26%	7.54%	5.11%	9.74%	13.02%
归属母公司净利润	1,545.88	2,402.46	1,392.18	1,818.28	2,316.49
同比(%)	-2175.28%	55.41%	-42.05%	30.61%	27.40%
毛利率(%)	35.33%	33.30%	32.70%	34.00%	35.00%
ROE%	14.88%	11.70%	6.09%	7.47%	8.77%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.98	0.57	0.74	0.95
P/E	14	9	16	12	9
P/B	1.17	0.98	0.93	0.87	0.79
EV/EBITDA	6.94	5.88	8.48	7.21	6.03

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	23,819.57	25,615.12	26,924.86	29,546.34	33,393.28
营业成本	15,403.89	17,084.94	18,120.43	19,500.59	21,705.63
营业税金及附加	74.76	90.49	95.12	104.38	117.97
销售费用	4,280.34	4,630.12	4,866.86	5,340.71	6,036.07
管理费用	1,401.77	893.11	938.77	1,030.17	1,164.30
研发费用	0.00	441.90	464.49	509.72	576.08
财务费用	1,205.29	552.71	403.80	479.33	514.20
减值损失合计	173.33	281.37	205.68	182.86	206.89
投资净收益	73.86	628.26	29.03	37.23	25.02
其他	324.51	987.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,678.57	3,256.02	1,858.72	2,435.81	3,097.15
营业外收支	-10.57	-20.31	-2.48	-11.43	-8.49
利润总额	1,668.00	3,235.71	1,856.24	2,424.38	3,088.66
所得税	122.12	833.25	464.06	606.09	772.16
净利润	1,545.88	2,402.46	1,392.18	1,818.28	2,316.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,545.88	2,402.46	1,392.18	1,818.28	2,316.49
EBITDA	4,745.05	5,211.85	3,613.03	4,253.90	5,081.61
EPS(当年)(元)	0.63	0.98	0.57	0.74	0.95

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,958.39	2,002.14	1,686.16	2,592.59	2,760.48
净利润	1,545.88	2,402.46	1,392.18	1,818.28	2,316.49
折旧摊销	1,668.19	1,945.77	1,348.20	1,518.22	1,681.65
财务费用	1,408.86	30.37	408.59	311.30	311.30
投资损失	-73.86	-628.26	-29.03	-37.23	-25.02
营运资金变动	-152.56	-1,282.27	-789.01	-1,164.64	-1,695.81
其它	-438.13	-465.94	-644.77	146.64	171.86
投资活动现金流	-1,287.74	-954.12	-3,725.13	-3,717.22	-3,731.37
资本支出	-1,405.97	-954.48	-3,754.15	-3,754.45	-3,756.40
长期投资	37.80	6.51	29.03	37.23	25.02
其他	80.43	-6.16	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,636.12	-2,891.53	-1,045.91	-311.30	-311.30
吸收投资	1,531.92	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	965.04	-2,118.25	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	764.04	716.33	1,045.91	311.30	311.30
现金流净增加额	4,030.51	-1,684.11	-2,684.88	-1,435.93	-1,282.20

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。