

安道麦 A (000553) \化工

——三季度销售稳健复苏，荆州厂区改造升级按步推进

事件：公司发布2019年三季报。前三季度公司实现营收29.62亿美元，同比增2%；EBITDA实现5.09亿美元，同比-0.6%。Q3单季度销售额创历史新高，达到9.53亿美元，同比增9%，EBITDA实现1.44亿美元，同比增8%。

投资要点：

➢ **北美及欧洲区稳健复苏，中国区差异化品牌制剂业务保持两位数增长**
 公司上半年因全球多地气候灾害因素影响了产品销售，但三季度以来出现明显复苏，尤其以北美区及欧洲区表现靓丽：北美区三季度销售额同比增长28.8%，前三季度同比增长5.7%；欧洲三季度销售额同比增长15.0%，前三季度同比下降8.1%。中国区除荆州基地老厂区产品之外的品牌制剂产品前三季度依然保持高速增长，增幅均超过25%。今年前九个月，安道麦在中国推出12款新产品，有力驱动了销售强劲增长。

➢ **荆州基地老厂区搬迁改造持续推进，新厂区相关项目环评获批**
 荆州基地老厂区于三月末获得复产批准后，公司持续推进复产进程。安道麦计划在2020年底基本完成荆州及淮安基地的搬迁工作，腾退老厂区，改造升级后的新厂区的盈利水平将得到提升。此外，荆州基地新厂区相关项目获得环评变更批复，为乙酰甲胺磷、精胺以及其他后向整合配套产品扩大产能奠定了基础，确保公司能够充分利用成本和生产稳定的强大优势，在印度、巴西、美国及中国等重点市场加强ACEMAIN®业务的市场地位。

➢ **收购秘鲁植保企业AgroKlinge拓展南美业务**
 AgroKlinge是秘鲁首屈一指的作物保护和植物营养企业，业务涵盖作物保护、生物农药和植物营养等，秘鲁的作物保护市场在拉美地区名列前茅，但仅有少数几家跨国公司直接进入了当地市场。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。

➢ **盈利预测及评级**
 预计公司2019年~2021年EPS分别为0.47元、0.54元、0.62元，对应PE分别为20倍、17倍、15倍，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示。**全球农产品价格持续低迷；原药价格大幅波动

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,819.57	25,615.12	27,822.47	29,069.39	30,579.60
增长率(%)	1,184.26%	7.54%	8.62%	4.48%	5.20%
EBITDA(百万元)	3,725.06	3,719.05	2,887.18	3,100.44	3,343.15
净利润(百万元)	1,545.88	2,402.46	1,147.89	1,320.46	1,518.52
增长率(%)	2,175.28%	55.41%	-52.22%	15.03%	15.00%
EPS(元/股)	0.63	0.98	0.47	0.54	0.62
市盈率(P/E)	14.88	9.57	20.03	17.42	15.14
市净率(P/B)	1.22	1.03	0.98	0.93	0.88
EV/EBITDA	8.70	8.45	10.77	10.55	9.20

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**9.4元**
 目标价格：**元**

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,447/469
流通A股市值(百万元)	4,264
每股净资产(元)	9.49
资产负债率(%)	49.57
一年内最高/最低(元)	14.11/8.95

一年内股价相对走势



吴程浩 分析师
 执业证书编号：S0590518070002
 电话：0510-85611779
 邮箱：wuch@gisc.com.cn

相关报告

- 《安道麦 A (000553) \化工行业》
《极端气候灾害影响上半年业绩，下半年有望恢复》
- 《安道麦 A (000553) \化工行业》
《短期气候因素影响公司产品销售，长期仍看好》
- 《沙隆达 A (000553) \化工行业》
《合并报表业绩扭亏，长期发展值得期待》

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017	2018	2019	2020	2021	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,061.60	5,004.05	6,955.62	7,267.35	7,741.78	营业收入	23,819.5	25,615.1	27,822.4	29,069.3	30,579.6
应收账款+票据	6,274.72	7,623.88	8,386.27	12,796.4	13,692.1	营业成本	15,403.8	17,084.9	19,197.5	19,767.1	20,488.3
预付账款	202.11	355.29	390.82	414.27	443.26	营业税金及附加	74.76	90.49	98.29	102.70	108.03
存货	7,488.24	9,247.34	10,172.0	10,782.4	11,537.1	营业费用	4,280.34	4,630.12	5,063.69	5,290.63	5,565.49
其他	614.97	660.82	726.91	770.52	824.46	管理费用	1,401.77	893.11	1,530.24	1,598.82	1,681.88
流动资产合计	23,330.3	24,689.4	26,671.6	32,070.9	34,278.8	财务费用	1,205.29	552.71	590.50	737.71	899.44
长期股权投资	102.38	108.35	108.35	108.35	108.35	资产减值损失	173.32	231.00	200.00	200.00	200.00
固定资产	6,141.49	6,629.62	5,632.68	4,201.96	2,771.24	公允价值变动收益	269.35	-979.33	-200.00	-200.00	-200.00
在建工程	803.42	433.78	0.00	0.00	0.00	投资净收益	22.24	73.86	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,036.59	5,677.39	5,116.03	4,554.67	3,993.31	其他	0.00	55.16	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5,199.70	5,273.87	4,465.46	4,475.86	4,488.73	营业利润	1,571.79	1,282.44	942.25	1,172.35	1,436.43
非流动资产合计	16,283.5	18,123.0	15,322.5	13,340.8	11,361.6	营业外净收益	96.21	-10.57	-20.31	-20.31	-20.31
资产总计	39,613.9	42,812.5	41,839.9	44,638.6	47,669.4	利润总额	1,668.00	3,235.71	921.94	1,152.03	1,416.12
短期借款	2,280.91	572.77	259.87	1,879.89	0.00	所得税	114.05	833.25	-225.95	-168.43	-102.41
应付账款+票据	4,218.04	5,019.32	5,521.25	5,852.52	6,262.20	净利润	1,553.96	2,402.46	1,147.89	1,320.46	1,518.52
其他	4,796.49	5,747.08	2,289.18	2,414.53	2,569.54	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	11,295.4	11,339.1	8,070.29	10,146.9	8,831.74	归属于母公司净利	1,545.88	2,402.46	1,147.89	1,320.46	1,518.52
长期带息负债	8,291.73	7,884.92	7,884.92	7,884.92	7,884.92	主要财务比率					
长期应付款	24.20	25.11	25.11	25.11	25.11		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	1,224.53	1,283.19	341.47	361.95	387.29	成长能力					
非流动负债合计	9,540.46	9,193.21	8,251.49	8,271.98	8,297.31	营业收入	1,184.26%	7.54%	8.62%	4.48%	5.20%
负债合计	20,835.9	20,532.3	16,321.7	18,418.9	17,129.0	EBIT	2,757.65%	-13.79%	-38.24%	19.47%	18.55%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	2,212.46%	-0.16%	-22.37%	7.39%	7.83%
股本	2,446.55	2,446.55	2,446.55	2,446.55	2,446.55	归属于母公司净利	-152.52%	55.41%	-52.22%	15.03%	15.00%
资本公积	12,982.2	12,975.4	12,975.4	12,975.4	12,975.4	获利能力					
留存收益	3,349.18	6,858.12	8,006.00	9,326.46	10,844.9	毛利率	35.33%	33.30%	31.00%	32.00%	33.00%
股东权益合计	18,778.0	22,280.1	23,428.0	24,748.4	26,266.9	净利率	6.49%	9.38%	4.13%	4.54%	4.97%
负债和股东权益总	39,613.9	42,812.5	41,839.9	44,638.6	47,669.4	ROE	8.23%	10.78%	4.90%	5.34%	5.78%
现金流量表						ROIC	75.53%	13.39%	4.86%	5.24%	5.32%
单位:百万元	2017	2018	2019	2020	2021	偿债能力					
净利润	1,147.51	786.92	856.69	1,029.26	1,227.32	资产负债	52.60%	47.96%	38.87%	40.56%	37.53%
折旧摊销	1,668.19	1,945.77	1,792.08	1,792.08	1,792.08	流动比率	2.07	2.18	3.30	3.16	3.88
财务费用	1,408.86	30.37	173.16	156.33	134.95	速动比率	1.35	1.30	1.95	2.02	2.48
存货减少	-431.23	-1,572.73	-924.73	-610.32	-754.77	营运能力					
营运资金变动	278.67	290.46	27.86	-4,020.59	-413.99	应收账款周转率	4.55	3.89	3.85	2.51	2.47
其它	647.64	519.49	195.29	196.89	196.16	存货周转率	2.06	1.85	1.89	1.83	1.78
经营活动现金流	4,719.64	2,000.29	2,120.34	-1,456.36	2,181.75	总资产周转率	0.60	0.60	0.66	0.64	0.67
资本支出	1,503.34	3,375.88	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	49.51	19.91	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.63	0.98	0.47	0.54	0.62
其他	265.11	2,441.67	317.29	304.40	307.52	每股经营现金流	1.93	0.82	0.87	-0.60	0.89
投资活动现金流	-1,287.74	-954.12	317.29	304.40	307.52	每股净资产	7.68	9.11	9.58	10.12	10.74
债权融资	965.04	-2,118.25	-312.90	1,620.01	-1,879.89	估值比率					
股权融资	1,531.92	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	14.88	9.57	20.03	17.42	15.14
其他	-860.84	-773.28	-173.16	-156.33	-134.95	市净率	1.22	1.03	0.98	0.93	0.88
筹资活动现金流	1,636.12	-2,891.53	-486.07	1,463.69	-2,014.84	EV/EBITDA	8.70	8.45	10.77	10.55	9.20
现金净增加额	4,791.77	-1,685.96	5,004.05	6,955.62	7,267.35	EV/EBIT	15.76	17.71	28.40	25.01	19.82

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210