

安道麦 A (000553) \化工

——全球非专利农药龙头，核心资产价值显现

投资要点:

➤ 全球领先的非专利类农药龙头企业，具备海量登记证

安道麦是全球领先的非专利类作物保护产品开发、生产及销售的企业，业务遍布全球约100个国家和地区，并在全球拥有6个原药合成基地及16个制剂加工基地。历史数据显示，公司的收入增长持续高于行业平均值，市场占有率逐年提升。在农药销售核心准入门槛——登记证方面，公司树立了绝对的护城河，拥有超过5200张的登记证，且每年新增数目超过200张。

➤ 多因素推动全球农药需求长期稳定增长，非专利药份额持续提升

从长期来看，随着全球人口增加、人均可耕地面积的减少以及低毒高效农药对传统农药的替代，将推动未来全球农药市场规模持续稳步增长。另一方面，现有专利药品种逐渐到期，而新药开发成本及周期递增，共同促进非专利产品份额持续增长，以安道麦为首的龙头型非专利农药企业有进一步提升市场份额占比的空间。

➤ “立足中国、联通世界”，推动中国成为全球植保市场领先者

中国是全球第三大作物保护市场，其市场高度分散化、渗透率低的特征对头部企业而言蕴含了巨大的市场空间。安道麦自进入中国市场以来，一方面借助中国原药优势，就地发挥新设基地，完善了全球供应链体系，另一方面差异化品牌制剂产品在中国区销售额持续两位数增长。此外，中国农药行业呈现原药强制剂弱特点，安道麦可借助在制剂领域强大的优势推动中国成为全球植保领先市场。

➤ 持续整合并购优化产业链布局，提升综合实力

2019年1月安道麦收购了纽约州的Bonide公司，此次交易使公司拥有覆盖全美的经销网络，其所在的市场空间高达15亿美元。2019年3月完成对安邦电化的收购，安邦电化主要产品为乙烯利、吡蚜酮、噻嗪酮和氯碱业务，具备后向整合优势。此外，安道麦近期公告拟3.7亿元有条件收购辉丰部分制剂资产，其中包括150多个产品注册，若收购完成将与公司形成高度互补。

➤ 盈利预测及评级

预计公司2019年~2021年归母净利润（以人民币计算）分别为10.5亿、12.0亿、13.8亿，对应EPS分别为0.43元、0.49元、0.56元，对应PE分别为22倍、19倍、16倍，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

全球农化行业复苏不及预期；汇率大幅波动；商誉减值风险

| 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 | 2,690.15 | 2,884.71 | 3,104.77 |
| 净利润（百万元） | 1,545.88 | 2,402.46 | 1,048.50 | 1,203.51 | 1,380.55 |
| 增长率（%） | 2,175.28% | 55.41% | -56.36% | 14.78% | 14.71% |
| EPS（元/股） | 0.63 | 0.98 | 0.43 | 0.49 | 0.56 |
| 市盈率（P/E） | 14.69 | 9.45 | 21.65 | 18.86 | 16.45 |
| 市净率（P/B） | 1.21 | 1.02 | 0.97 | 0.93 | 0.88 |
| EV/EBITDA | 8.62 | 8.37 | 11.49 | 11.32 | 9.92 |

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：9.28元
 目标价格：

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） | 4,349 |
| 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@glsc.com.cn

相关报告

1、《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

2、《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

3、《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》

正文目录

| | | |
|------|-------------------------------------|----|
| 1. | 全球非专利农药龙头企业 | 4 |
| 2. | 全球农药需求长期稳定增长 | 6 |
| 2.1. | 多因素推动全球农化市场长期增长 | 6 |
| 2.2. | 全球农化阶段性并购潮进入尾声，“马太效应”将逐步显现 | 9 |
| 3. | 非专利农药为发展趋势 | 10 |
| 3.1. | 全球农药市场逐步演变为非专利期农药占主导 | 10 |
| 3.2. | ADAMA 非专利药差异化路线持续提升在全球农药市场的份额 | 13 |
| 4. | 立足中国，联通世界 | 14 |
| 4.1. | 把握中国市场机遇，成为中国植保市场领头羊 | 14 |
| 4.2. | 整合国内优质资产，推动中国成为全球植保领先者 | 15 |
| 5. | 延登记路线，强化护城河 | 16 |
| 5.1. | 农药产品的登记注册是行业的核心准入壁垒 | 16 |
| 5.2. | ADAMA 具备注册登记优势，掌握非专利药话语权 | 17 |
| 6. | 盈利预测及评级 | 18 |
| 7. | 风险提示 | 19 |

图表目录

| | | |
|--------|-------------------------------|----|
| 图表 1: | 安道麦在全球各主要作物生产区均有销售 | 4 |
| 图表 2: | 全球非专利植保领域排名第一（2018 年） | 4 |
| 图表 3: | 安道麦历史发展历程 | 4 |
| 图表 4: | ADAMA 营收（百万美元）及增速 | 5 |
| 图表 5: | ADAMA 毛利率及毛利润率 | 5 |
| 图表 6: | 安道麦全球销售分布情况（百万美元） | 5 |
| 图表 7: | ADAMA 长期高于全球平均增长水平 | 5 |
| 图表 8: | ADAMA 与全球植保行业增长率对比（%） | 6 |
| 图表 9: | 全球农药市场规模（亿美元） | 7 |
| 图表 10: | 全球各区域作物保护市场规模分布情况（亿美元） | 7 |
| 图表 11: | 全球粮食年度均价及农药市场增速 | 8 |
| 图表 12: | 全球人口数持续增长（亿人） | 9 |
| 图表 13: | 全球人均可耕地面积逐步减少 | 9 |
| 图表 14: | 2014 年~2019 年全球农化行业并购事件 | 9 |
| 图表 15: | 全球植保行业集中度持续提升 | 10 |
| 图表 16: | 不同规模农药企业市场份额变化 | 11 |
| 图表 17: | 专利产品及非专利产品结构 | 12 |
| 图表 18: | 单品新药研发投入 | 12 |
| 图表 19: | 产品从首次合成到首次上市所需时间 | 12 |
| 图表 20: | 公司分布于全球的原药及制剂工厂 | 13 |
| 图表 21: | ADAMA 全球市场份额逐年提升 | 13 |
| 图表 22: | 公司 12~16 年产品结构（差异化提升） | 14 |
| 图表 23: | 公司差异化除草剂产品 TRINITY™ | 14 |
| 图表 24: | ADAMA 业务基本覆盖全中国 | 15 |
| 图表 25: | ADAMA 国内市场销售情况 | 15 |
| 图表 26: | 公司物流优化 | 16 |
| 图表 27: | 部分区域农药登记政策概况 | 17 |
| 图表 28: | 产品注册登记费用化支出（万元） | 18 |

| | |
|----------------------------|----|
| 图表 29: 新增的产品注册数目 (个) | 18 |
| 图表 30: 安道麦盈利拆分..... | 19 |
| 图表 31: 财务预测摘要..... | 20 |

1. 全球非专利农药龙头企业

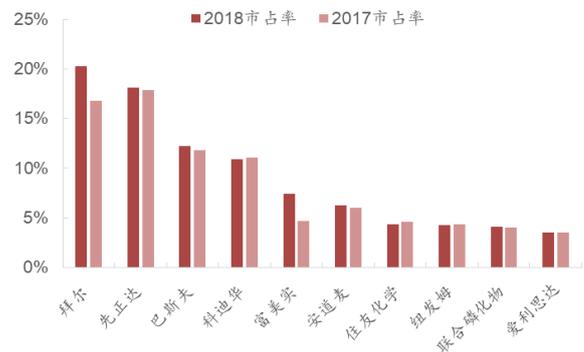
安道麦股份有限公司的主要子公司 ADAMA Agricultural Solutions Ltd. (下称“ADAMA”) 是全球领先的从事作物保护产品开发、生产及销售的企业，其总部位于以色列特拉维夫，由马克西姆（1954 年创建）和阿甘（1945 年创建）于 1997 年合并而成。业务遍布全球约 100 个国家和地区，并在全球拥有 6 个原药合成基地及 16 个制剂加工基地。以销售额计，2018 年公司在全球农药市场市占率排名第六，约占 6.3%。在非专利作物保护产品领域，2018 年公司市场规模位居全球第一。

图表 1：安道麦在全球各主要作物生产区均有销售



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：全球非专利植保领域排名第一（2018 年）

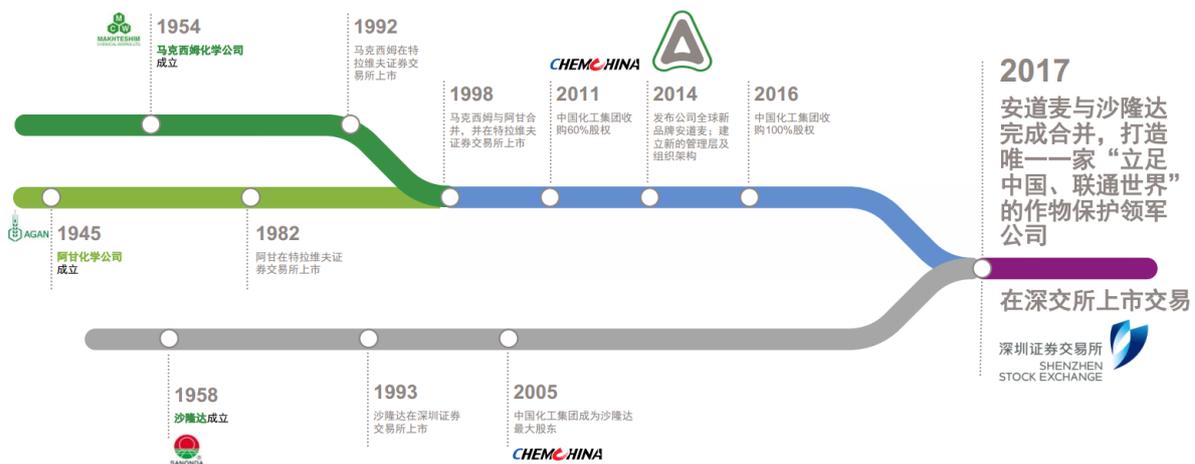


来源：Phillips McDougall，国联证券研究所

注：富美实 2018 年市占率大幅提升系收购了杜邦剥离的大部分杀虫剂业务，收购完成后富美实业务将以原研药为主；拜耳 2018 年市占率大幅提升系 2018 年 6 月收购孟山都完成交割

2011 年，中国化工农化收购 ADAMA 60% 股份，后由农化新加坡收购 ADAMA 剩余 40% 股份实现全资控股。2017 年 7 月，沙隆达通过非公开发行股票 18.1 亿股作价 185.7 亿元收购控股股东所持有的 ADAMA 100% 股权。后于 2019 年 1 月，沙隆达更名为安道麦股份有限公司。目前公司实际控制人为国务院国资委，由中国化工农化股份有限公司直接持股 74.02%。

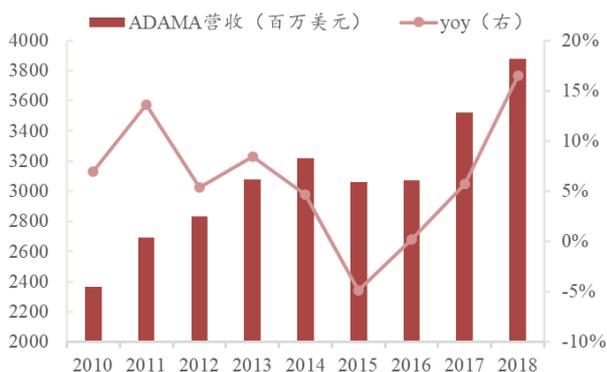
图表 3：安道麦历史发展历程



来源：公司公告，国联证券研究所

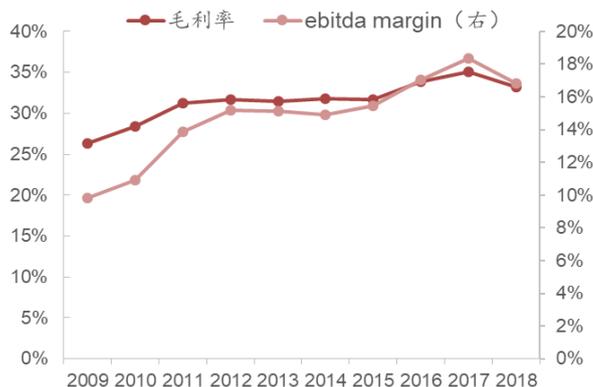
安道麦的主要收入来自于全球范围内的农药制剂销售，2018 年公司来自欧洲/北美/拉丁美洲/亚太地区/其他地区的营收分别占比 27%/19%/24%/16%/14%。2018 年公司实现营收 38.8 亿美元，其 2007 年~2018 年年均复合增速达 6.82%，远超同期全球植保市场年均 4.24%的复合增速。公司产品包括 270 多种原药及 1000 多种复配产品及制剂，产品差异化路线使得公司毛利率稳步提升。

图表 4: ADAMA 营收 (百万美元) 及增速



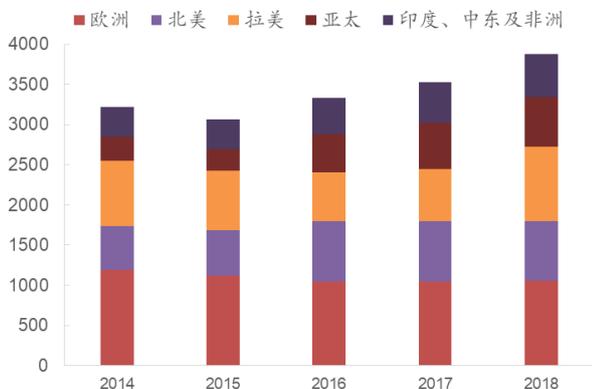
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 5: ADAMA 毛利率及毛利润率



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 6: 安道麦全球销售分布情况 (百万美元)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 7: ADAMA 长期高于全球平均增长水平



来源: 公司公告, 国联证券研究所

我们对于安道麦的核心逻辑在以下几点:

从行业未来需求及竞争格局角度考虑, 我们认为安道麦作为非专利类农药龙头公司, 在全球农药需求稳增长的背景下, 将实现强者恒强: (1) 对于未来全球农药需求, 长期来看将依然持续正增长。虽然 2015 年后全球农作物价格进入多年低迷期, 抑制了农民的种植热情, 从而影响农药使用需求, 但从长期来看, 随着全球人口增加、人均可耕地面积的减少以及低毒高效农药对传统农药的替代, 将推动未来全球农药市场规模持续稳步增长。影响农产品价格的主导因素原油价格, 未来中枢值的抬升也将带动农产品价格的回暖; (2) 非专利类农药市场份额未来将进一步提升。未来几年将有数款专利药品种逐渐到期, 有助于非专利药企业开发新制剂。此外, 更重要的是未

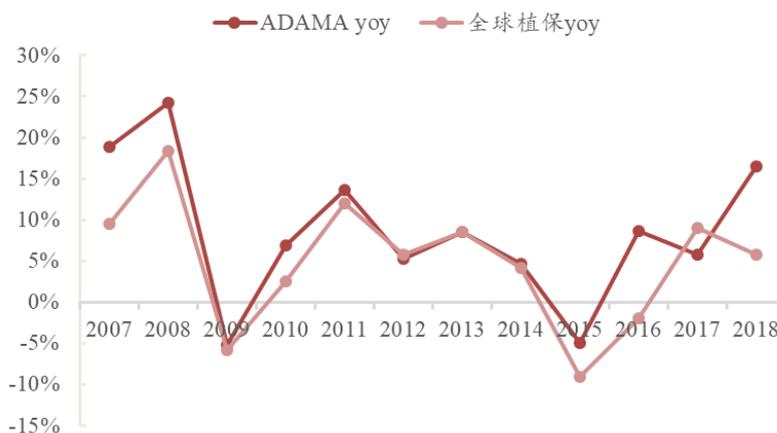
来新药开发成本及周期递增，挖掘新有效成分的难度加大，这就使得新型专利药推出的速度逐步趋缓，而非专利药所涉及的原药供应稳定，制备使用灵活度高，具备更高的性价比。(3) 全球农化阶段性并购潮结束，行业集中度再次得到提升，资源向头部企业集中，头部企业将实现强者恒强。

从公司层面角度考虑，我们认为安道麦卓越的整合能力和登记能力将超越同类型公司，在竞争赛道上不断与对手拉开距离：(1) 安道麦具备卓越的整合能力。纵观 ADAMA 发展史，其中充满了行业内的整合并购。公司正是通过不断的并购整合，不断向盟友输出管理、技术，协同开发成长，逐步成为了全球的非专利农药行业龙头企业，目前安道麦仍然在持续进行并购；(2) 安道麦具备海量登记证。登记证是农药销售核心准入门槛，未来农药登记整体趋势为成本、周期双增，登记难度日益加大，规模偏小的企业完全无法持续进行，而公司在登记证方面树立了绝对的护城河，拥有超过 5200 张的登记证，且每年新增数目超过 200 张。

2. 全球农药需求长期稳定增长

ADAMA 为全球最大的非专利药农药企业，已经建立起全球分布最为广泛的农药产品分销平台，业务遍布全球最大的 20 个农药市场，全球区域分布相对均匀，故公司的营收增速主要受全球农化市场增速影响，单一区域的敏感程度相对较低。对比近十年公司与全球农化市场的增速，两者的正相关性较高。

图表 8：ADAMA 与全球植保行业增长率对比 (%)

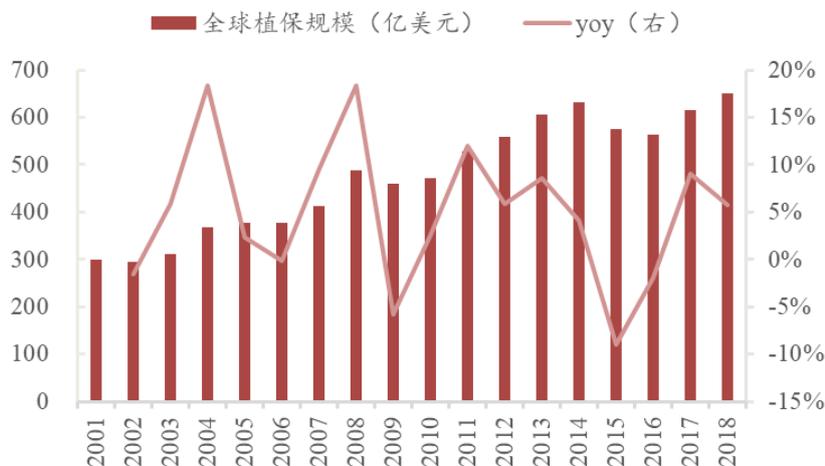


来源：公司公告，国联证券研究所

2.1. 多因素推动全球农化市场长期增长

全球农药市场具备明显周期性。根据数据，过去近二十年来，全球农药市场规模从 2001 年的 298.9 亿美元增长至 2018 年的 651 亿美元，累计增幅达 118%，发展迅猛。但同时全球农药市场也凸显了明显的周期性，过去十四年全球农药市场出现了三次大幅度下滑，2006 年、2009 年、2015 年下滑幅度分别为 -0.2%、-5.8%、-9.0%。同样对应有三次明显的大幅上升 2004 年、2008 年、2011 年。一个完整周期为 3~6 年不等。

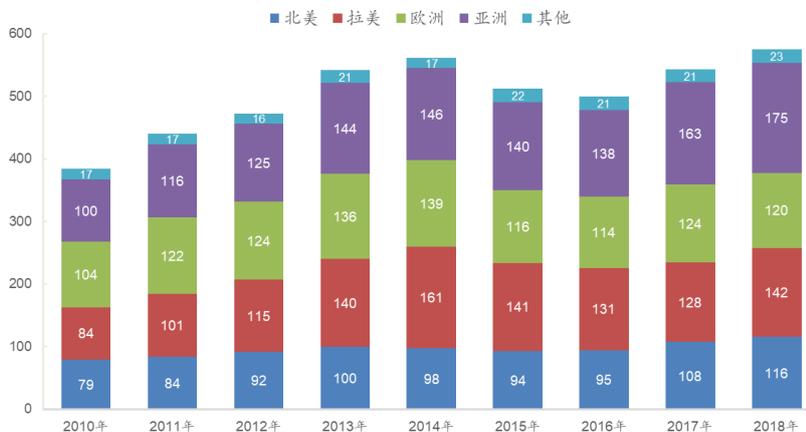
图表 9：全球农药市场规模（亿美元）



来源：Phillips McDougall, 农药快讯, 国联证券研究所

从全球各区域作物保护市场分布情况来看，其市场主要集中于北美、拉美、欧洲及亚洲地区；而从历年增长情况来看，亚洲（主要为中国）、拉美、北美区的作物保护市场规模增长较快，2010年至2018年年均复合增速分别达到7.24%、6.79%、4.87%，欧洲由于近年监管趋严，多类原药及制剂被逐步停用，导致市场增速趋缓。

图表 10：全球各区域作物保护市场规模分布情况（亿美元）

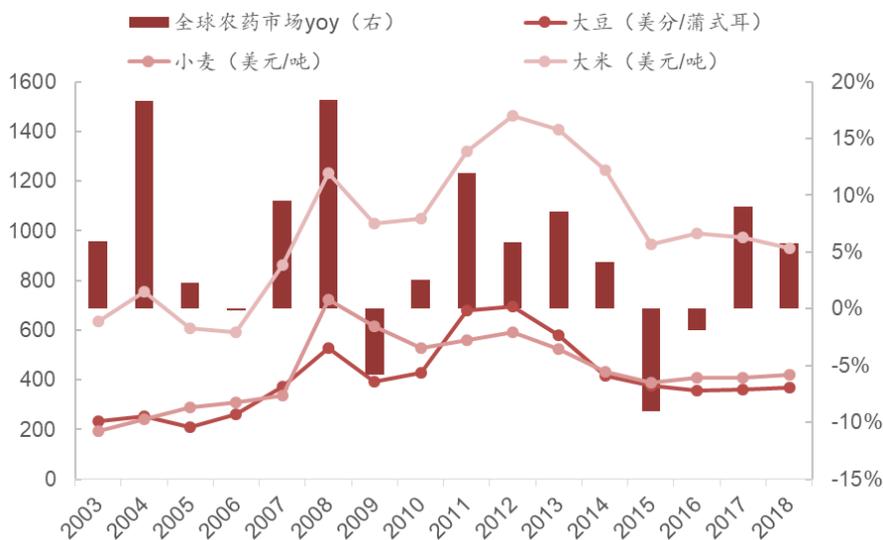


来源：Phillips McDougall, 国联证券研究所

短期看，全球农药市场呈现弱周期性，其增速受分销商库存、气候、汇率、农作物种植结构及农产品价格等多方面影响，其中农产品价格的影响最为直接，从历史情况看，在作物价格较高时全球农药市场总体能获得较高的增速，反之则可能出现下滑。2014年~2016年期间，受农产品价格持续低迷影响，全球农药市场出现滑坡，其中2015年全球作物用农药市场实现销售额512.10亿美元，同比重挫了9.6%（如不考虑通胀及汇率的影响，2015年全球农药市场与上年持平。），2016年销售额继续同比下降2.5%，为499.20亿美元。而2017年及2018年，全球农药市场重新步入正增长，主要受益于非专利农药价格的上涨，尤其是中国的草甘膦除草剂。而源自中国的草甘膦及其他产品的价格提升主要是受环保高压的影响所致。此外，中国有更多的农

药上市公司为提升利润率而推动农药价格的上涨。

图表 11：全球粮食年度均价及农药市场增速



来源：Wind, Phillips McDougall, 国联证券研究所

从长期来看，随着全球人口增加、人均可耕地面积的减少以及低毒高效农药对传统农药的替代，将推动未来全球农药市场规模持续稳步增长。具体如下：

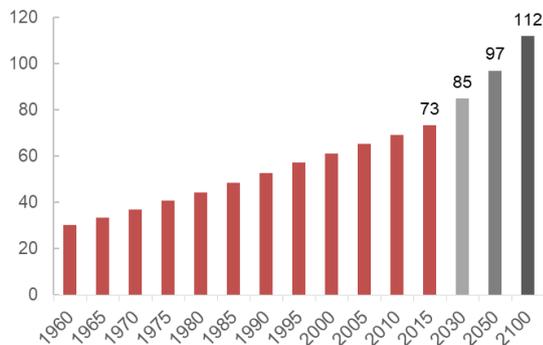
1、全球人口持续上涨，增加对粮食等农产品的需求，而农产品的生长离不开种子、耕地、农药和化肥等方面根据世界银行数据，全球人口总数在 2000 年约为 61.18 亿，至 2015 年全球人口增长到 73.47 亿，增加了近 12.29 亿人口，年复合增长率 1.23%。根据联合国 Department of Economic and Social Affairs 的报告，预计至 2030 年全球人口将达到 85 亿，至 2050 年将达到 97 亿，至 2100 年将达到 112 亿左右。随着人口的增长，未来粮食等农作物产量的增长也需要保持同步，而在最大化农作物产量满足人口增长需求的过程中，农药、化肥等将起到举足轻重的作用。

2、耕地面积的有限使得种子、农药、化肥等各方面对农作物产量以及单位产量的提高将变得尤为重要，根据主流研究机构的研究，粮食的生产需要依赖耕地资源，耕地资源有限，粮食需求的增长难以完全依靠耕地面积的增长来满足。全球人均可耕地面积 1980 年为 0.27 公顷，至 2015 年仅为 0.19 公顷，人均可耕地面积以可见的速度逐步减少。这就需要提升农业的精细化程度，通过改良种子，提升化肥效能和加强作物生长保护等措施，来提升耕地的单位产量。而全球气候等环境的多样化，相比以前简单的农业生态系统农作物更容易被病虫害袭击，为了应对人类的需要、保持高水平的粮食产出，就需要持续进行作物保护。

3、环保要求的提高，新型低毒、高效农药的上市将陆续替代前期的高毒农药市场世界农药产品总的发展趋势是开发高活性、高安全性、高效益和环境友好的品种。近年来各国都加强了对农药行业的环保要求，比如印度农业部要求 2018 年 1 月 1 日起完全禁止苯菌灵等 12 种农药、韩国食品医药品安全厅将使用农药残留肯定列表制度、巴西环保署于 2017 年 2 月在联邦官方公报上发表了《第 2 号规范化指令》、乌

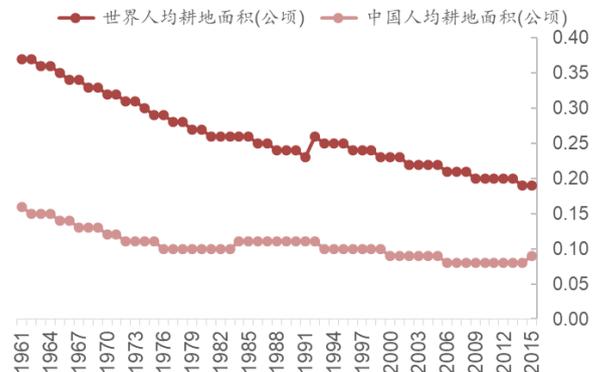
拉圭牧农渔业部宣布禁止使用甲基谷硫磷等四种高毒产品、我国于2017年2月通过了《农药管理条例（修订草案）》等。日益严格的农药政策要求全球的农药公司都必须不断开发新型低毒、高效农药，预计将带来新的增长点。

图表 12：全球人口数持续增长（亿人）



来源：世界银行，国联证券研究所

图表 13：全球人均可耕地面积逐步减少

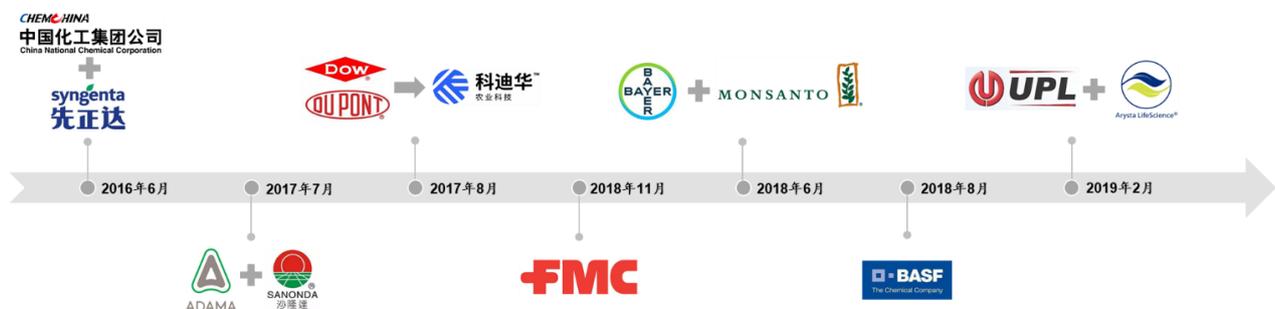


来源：世界银行，国联证券研究所

2.2. 全球农化阶段性并购潮进入尾声，“马太效应”将逐步显现

自2014年起，受气候变化、农作物价格下跌、汇率波动、全球农业经济疲软等因素的影响，全球农化巨头掀起了新一轮的并购浪潮。在此期间，陶氏杜邦率先完成合并，并将其农业事业部命名为科迪农业科技；中国化工集团业已完成对先正达的收购；拜耳也将孟山都收入囊中；巴斯夫完成了对拜耳系列业务及资产收购，正式进入种子、非选择性除草剂等专业领域，并将其作物保护部更名为农业解决方案部；以及印度UPL对爱利思达的收购。为此，此轮历时近5年的农业投入品行业的规模化并购即将画上阶段性句号。通过并购，企业将自身业务向上下游或其他领域进行延伸，形成较好的产业链协同效应与多元化业务发展，增强盈利能力。

图表 14：2014 年~2019 年全球农化行业并购事件

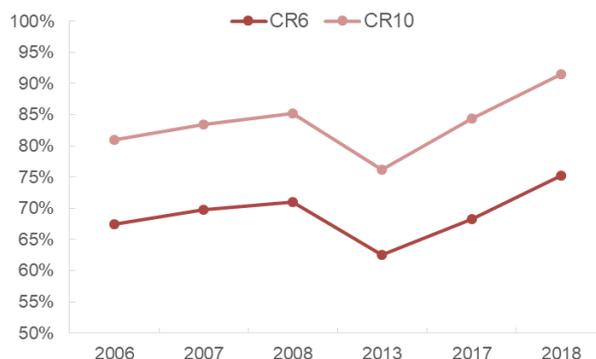


- 2016年6月：中国化工宣布完成对瑞士先正达94.7%股份的收购的，最终花费490亿美元
- 2017年7月：沙隆达通过非公开发行股票18.1亿股作价185.7亿元收购ADAMA 100%股权
- 2017年8月：陶氏化学与杜邦公司完成总市值为1300亿美元的对等合并
- 2017年11月：富美实完成12亿美元对杜邦部分重要业务的收购
- 2018年6月：拜耳完成价值630亿美元对孟山都的收购
- 2018年8月：巴斯夫完成价值88亿美元对拜耳剥离业务的收购
- 2019年2月：印度联合磷化以42亿美元完成对PSP公司旗下爱利思达生命科学的收购

来源：国联证券研究所

随着并购公司间业务交割的完成以及对相关业务的优化重组，全球农化行业集中度得到再次提升，全球 CR6 由 2006 年的 67.4% 提升至 2018 年的 75.2%，CR10 由 2006 年的 80.9% 提升至 2018 年的 91.5%。由此所带来的“马太效应”将日益凸显，行业竞争壁垒被再次推高，产业链利润端重心向这些头部企业集中。

图表 15：全球植保行业集中度持续提升



来源：国联证券研究所

3. 非专利农药为发展趋势

农药行业是高度竞争和市场化的，具体可细分为专利产品和非专利产品两大类市场：(1) 专利产品市场呈高集中度和垄断态势，主要由专利性公司占据，根据 Phillips McDougall 统计，2018 年全球前四大跨国公司占据了农化行业 61.5% 的市场份额，作为专利性公司，它们拥有从产品研发、生产到市场终端投放的完整产业链，同时在创新型农药专利上保持壁垒，每年收入比例投入产品研发、专利开发，它们占据了占据了行业生态链的顶端。(2) 非专利产品市场则呈现高度的分散性。非专利产品公司主要针对专利性公司专利产品进行改造和非专利活性成分原药产品进行生产投放。随着专利性公司专利过期，非专利产品市场份额逐步增加。

3.1. 全球农药市场逐步演变为非专利期农药占主导

为了研究专利型农药市场与非专利型农药市场的发展变化及趋势，我们以研发创新能力和市场规模为指标，将世界农药公司划分为四个方阵，并统计了 2003 年至 2017 年全球代表性农药企业的销售数据及市场份额情况：

“第一方阵”：由先前 6 大公司包括拜耳、先正达、巴斯夫、孟山都、陶氏益农、杜邦构成。这些公司的共同特点是以研发和创制为基础，拥有原创性专利技术和强大的品牌及市场营销渠道，具有种子、农药等多产品线。2003-2010 年，“第一方阵”的销售额始终占世界农药市场的 70% 以上，随着新农药研发上市难度加大，以及一批当家农药品种的专利到期，2010 年后“第一方阵”占世界农药市场的份额逐年下滑，并在 2017 年降至 56.1%，比最高峰时下降 17 个百分点。“第一方阵”2010 年后业绩的持续下滑，引发了资本市场对农药行业进行新一轮并购重组。2018 年 6 月，以拜耳

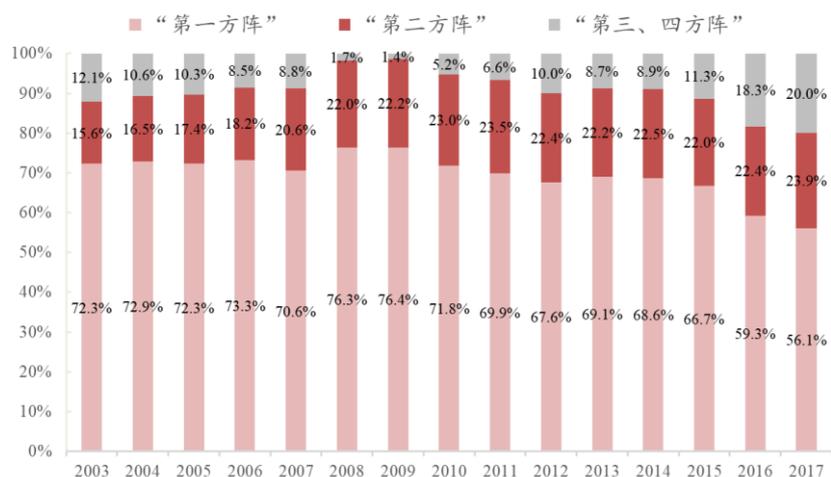
完成孟山都收购为标志，世界农药行业“三国四大”，即中国、美国、德国三国鼎立，中国化工（先正达）、拜耳、科迪华、巴斯夫四强争雄的新格局正式确立。

“第二方阵”：由位列世界农药销售排行榜 7-13 位的安道麦、富美实、住友化学、联合磷化、纽发姆和爱利思达 6 家公司构成。这一方阵以大型仿制型企业为主，与第一方阵的创制型企业相比具有更低的成本优势；同时，也包括住友化学这样的创制型企业。“第二方阵”组成公司的农药年销售额大致在 20-30 亿美元水平。与“第一方阵”市场份额的下滑趋势相反，2003 年“第二方阵”占世界农药市场的 15.6%，2017 年达到 24.9%。

“第三方阵”：由曾经进入世界农药销售排行榜 14-20 位的公司构成。主要包括中国的颖泰嘉和、山东润丰、南京红太阳、四川福华通达、江苏扬农、江苏辉丰、浙江新安化工，日本的组合化学、日产化学、三井化学、石原产业、日本曹达、日本农药，以及意大利的世科姆等公司。此方阵内的农药公司年销售额在 5 亿~10 亿美元，占世界农药市场的 10% 左右。

“第四方阵”：这一方阵由几千家小型农药企业组成，分割剩余 10% 的世界农药份额。

图表 16：不同规模农药企业市场份额变化



来源：国联证券研究所

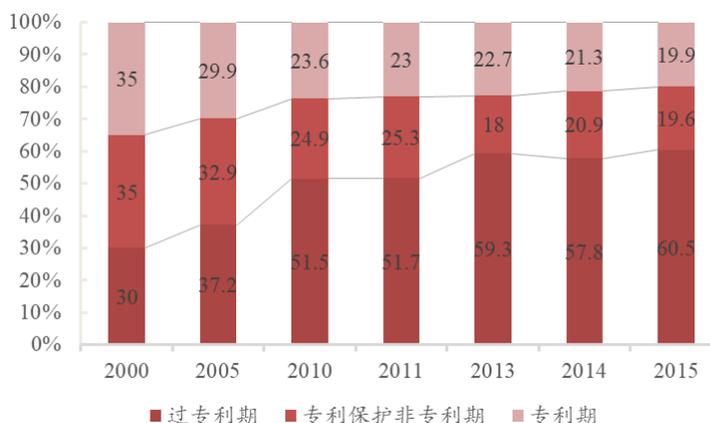
注：“第一方阵”采集的样本农药企业包括拜耳、先正达、巴斯夫、孟山都、陶氏益农、杜邦；“第二方阵”采集的样本农药企业包括安道麦、富美实、住友化学、联合磷化、纽发姆、爱利思达

回顾 2003 年至 2017 年世界农药销售前 20 名公司的排名变化及市场份额变化，以专利农药研发销售为主导的“第一方阵”企业全球市场份额呈现递减趋势，由 2003 年 72.3% 降至 2017 年的 56.1%；而以仿制药为主的“第二方阵”企业全球市场份额则总体呈上升趋势，由 2003 年 15.6% 上升至 2017 年 23.9%；而“第三、四方阵”则是由于以中国和印度为首，承接了全球主要农药品种原药及中间体生产能力的转移，带动了该区域农药企业市场份额的扩大。

全球农药市场已经逐步演变成为非专利期农药占主导。2000 年，非专利期农药仅占农药整体市场的 30% 左右，而至 2015 年，非专利农药已经占据了 60% 以上的

市场份额，2015年后随着吡唑醚菌酯、丙硫菌唑、五氟磺草胺等重磅专利农药的到期，非专利农药份额有望进一步提升。虽然在专利品种到期后，专利农药企业仍通过登记资料保护、开发特殊剂型、与新专利品种复配等方式维护其市场份额，但专利过期品种占比的提升有利于非专利药企业开发新制剂。

图表 17: 专利产品及非专利产品结构



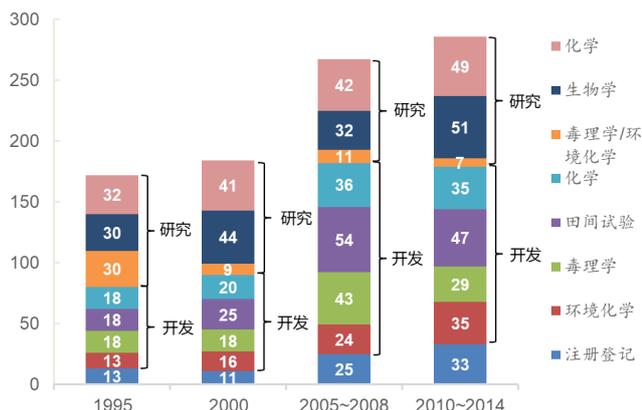
来源: UPL, 国联证券研究所

非专利农药产品之所以占据绝对的市场优势，主要是因为：大多非专利农药产品已经问世几十年，它们的药效、使用方法等已为人们所熟知，市场基本稳定；非专利农药产品经历十几年甚至几十年的生产实践，生产难度也相对简单，且通过不断改进，生产工艺相对成熟，原料供应链也已稳定；非专利农药产品的化学结构较简单，故投入少，且申请、登记成本也低，项目建设周期也较短，适合于实力相对较弱的中小型农药企业。

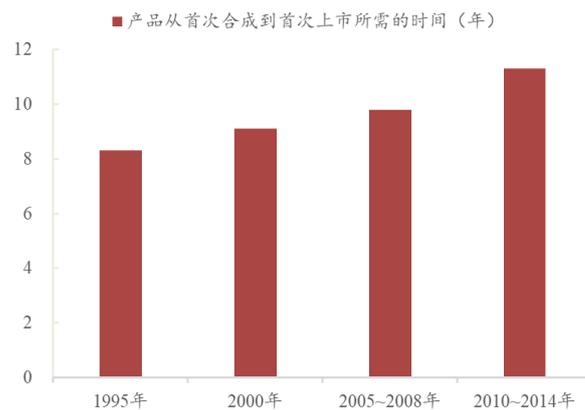
新药开发成本及周期递增，研发难度的加剧也使得非专利仿制药的应用逐步扩大。农药的开发具有高风险、高投入和周期长等特点，实力较弱的公司无法承担。主要跨国公司由此形成了“新农药独占市场-丰厚利润-巨额研发投入-新农药独占市场”的良性循环，但近几年新药研发的成本不断上升，Phillips McDougall 公司的研究显示，上市 1 个新农药平均筛选化合物个数由 1995 年的 5.25 万个上升至 15.96 万个，发现、开发和登记 1 个农药有效成分的平均研发成本呈不断上升的趋势，1995 年、2000 年、2005~2008 年和 2010~2014 年间分别为 1.52 亿美元、1.84 亿美元、2.56 亿美元和 2.86 亿美元。此外，因登记部门对资料的要求更加复杂，1 个新有效成分的首次合成到其首次上市的时间也在延长，1995 年为 8.3 年，至 2010~2014 年上升至 11.3 年。新药开发成本及周期的逐年递增，新药的研发难度，而农药的抗性问题的日益突出，若仅靠新药的投入使用将无法维系植保市场的平衡发展，因此利用非专利期农药的复配成为了植保领域的主流解决方案。

图表 18: 单品新药研发投入

图表 19: 产品从首次合成到首次上市所需时间



来源: Phillips McDougall, 国联证券研究所



来源: Phillips McDougall, 国联证券研究所

3.2.ADAMA 非专利药差异化路线持续提升在全球农药市场的份额

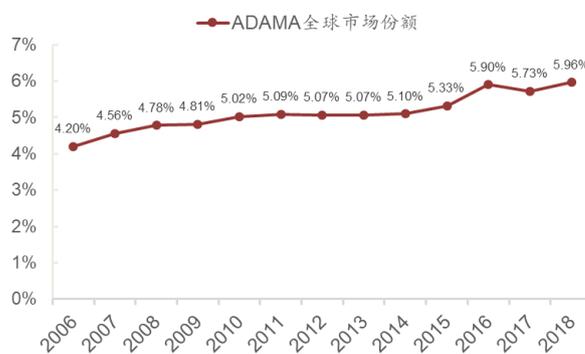
ADAMA 是全球领先的非专利农作物保护解决方案公司, 规模在全球非专利农药中遥遥领先。公司在全球拥有超过 7000 名员工, 建有 3 大化学研发中心、5 座制剂实验室, 在全球建有 6 大合成生产基地, 16 座制剂生产厂, 且具备超过 100 个国家具备登记能力, 产品销往全球 100 多个国家。得益于公司完善的供应链体系、多元化的非专利品种开发生产以及全球化的销售渠, 公司在全球植保市场的地位持续提升, 份额由 2006 年的 4.2% 提升至 2018 年的 5.96%。

图表 20: 公司分布于全球的原药及制剂工厂



来源: 公司宣传资料, 国联证券研究所

图表 21: ADAMA 全球市场份额逐年提升



来源: 公司公告, 国联证券研究所

ADAMA 可提供多元差异化的产品供应, 并且持续向差异化、高毛利的产品组合转型, 不断强化产品混合组合策略。公司拥有超过 270 种原药和 1000 种终端产品, 拥有丰富且多元化的优质产品线, 可提供高价值差异化的产品、大宗型非专利产品、以及越来越多的独特复配产品和制剂。公司产品结构中差异化产品及创新型产品 2012 年度占总体产品收入的 15%, 而到 2016 年该类产品占总体收入已增长到 23%, 预计至 2021 年新颖/创新型产品、差异化产品等产品组合对收入的贡献将分别达 14% 和 19%, 从而推动业务收入的增长。差异化特有产品的结构调整有效地提升了整体毛利率, 也加强了产品市场综合竞争力。(新颖/创新型产品, 指具有创新分子、创新制剂、独特化学成分、受保护的知识产权以及创新服务等)的产品, 一般呈现出差异化、

高毛利率、高附加值、市场首例等特点；差异化产品，指具有注册优势、独特的农业实践、独有市场、产品品牌价值等的产品，一般呈现出差异化、高毛利率、高附加值等特征；高端非专利产品，指非差异化、产品毛利率超过 40%、产品价格具有竞争力的产品；低端非专利产品，指非差异化、产品毛利率较低的产品。）

图表 22：公司 12~16 年产品结构（差异化提升）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 23：公司差异化除草剂产品 TRINITY™



来源：公司公告，国联证券研究所

4. 立足中国，联通世界

ADAMA 于 2011 年被农化新加坡收购，从而成为中国农化的控股子公司，2014 年进入中国市场，2017 年 ADAMA 正式与国内原药企业沙隆达实现合并并更名上市，安道麦中国以此便背负两大使命，第一大使命就是充分利用国内碎片化市场，成为中国植保市场领头羊，第二大使命是在中国借助强大的运营基地，推动中国成为全球植保领先者。

4.1. 把握中国市场机遇，成为中国植保市场领头羊

中国是农药需求大国，但高度分散。我国是农业大国，对农药的需求位居世界前列，2010 年我国作物保护市场销售额约 32 亿美金，是全球第四大农药市场。同时，我国也是增速最快的农药市场之一，2015 年我国作物保护市场销售额已达 54 亿美金，预计至 2020 年，市场仍将以 8% 左右的复合增速增长，至 2020 年达 68 亿美金。

但我国的农药市场非常分散，单一外资和本地农药企业的市场均未超过 10%，中国农化公司加起来的总和比全球其他国家的农化企业加起来还要多，这些中国农化企业普遍在国外没有自己的经销渠道和登记证，在国际市场没有自己的品牌和话语权，许多中国企业扮演着跨国公司原药产品的廉价供应商或产品加工基地。虽然国内农化行业在经历了长达数年的安全环保整治后，集中度及行业竞争环境有了明显改善，但整体竞争格局依然较为分散，还未形成“一超多强”的竞争格局，且国内农化企业在原药制剂的研发、创新及应用的实力仍然较“一二梯队”跨国企业有着明显的差距。

整合国内碎片化市场，快速发展中国区业务。ADAMA 于 2014 年进入中国市场，近年来业务发展迅速。目前公司在中国地区战略布局了 29 个省，组建了 200 多人的销售团队，可提供超过 200 种先进的差异化产品及基础型产品。ADAMA 在中国市场的销售重心已由以往的原药产品转向自有品牌的制剂产品，2018 年安道麦在中国区

域的销售额为 2.75 亿美元，同比增长 8.5%，其中自有品牌制剂产品增长 40%。2019 年前三季度，公司在中国区域的销售额为 2.55 亿美元，同比增长 5.6%，其中除荆州基地产品之外的自有品牌制剂业务增长继续保持 20% 以上增幅增长。

图表 24: ADAMA 业务基本覆盖全中国



来源: ADAMA, 国联证券研究所

图表 25: ADAMA 国内市场销售情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

4.2. 整合国内优质资产，推动中国成为全球植保领先者

为提升中国农化企业在全球价值链中的地位及重要性，ADAMA 除了在强化自身产品应用解决能力外，更多的是要担当国内农化行业整合者及供应链桥梁的角色，从而把全球更先进的产品带给中国，也为全球引入更多的中国产品，推动中国成为全球植保领域的领先者。为此，ADAMA 实施了一系列的战略布局，包括荆州基地的升级改造、新建淮安农药制剂生产基地与南京研发中心、收购安邦电化及辉丰股份农化业务等。

荆州基地升级改造。荆州基地是安道麦在中国最重要的生产基地。对于安道麦荆州基地未来的发展，企业内部非常重视，将引入全球最先进的数字智能化管理系统、废水废气处理工艺；同时，企业将借助搬迁之机，提高产能，进一步升级生产工艺，引入新的先进产品，致力于将荆州基地打造成行业内的领先企业，让荆州基地不仅成为荆州的骄傲，也是全球农化领域的领军者。目前，安道麦已投入 12 亿元进行厂区搬迁改造工作，计划在 2020 年底基本完成荆州基地的搬迁工作，腾退老厂区，在新厂区优化生产成本、提升运营效率。改造升级后的新厂区的盈利水平将得到提升，在公司产品线研发持续壮大的过程中做好承接更多新产品的准备。

淮安农药制剂中心项目。该项目为在江苏省淮安市盐化新材料产业园区新建最大规模年产 6 万吨（公司预计第一阶段为 4.5 万吨）的农药制剂项目。项目建设内容主要包括 5 套生产装置及 2 套配套的包装装置，生产的产品有除草剂（四种剂型）、杀虫/菌剂（两种剂型）两大类。淮安制剂中心临近原材料及中间体供应来源，享有缩短供应线路带来的地理优势，未来将与荆州生产基地共同组成安道麦在中国的运营中心。

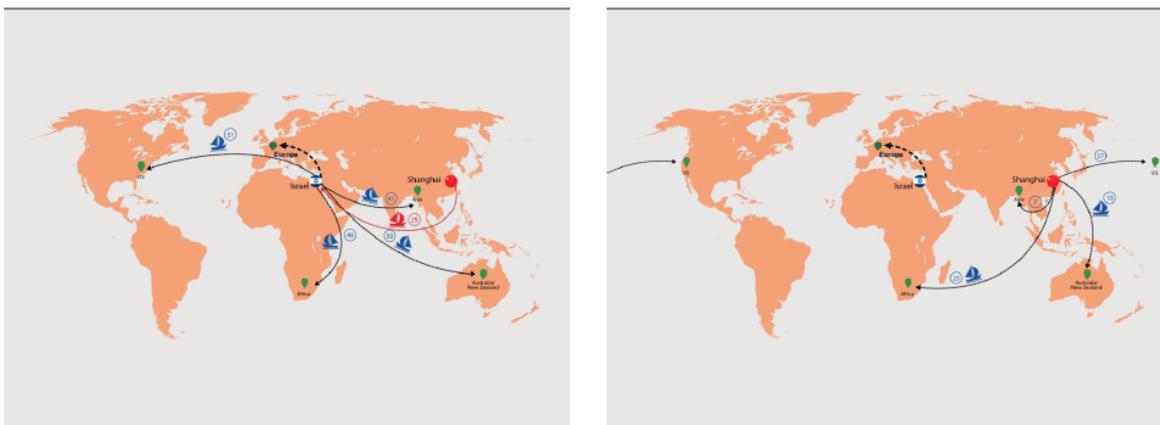
收购中化旗下安邦电化。安邦电化为控股股东中国化工全资子公司，重点产品包括乙烯利、噻嗪酮等，2018 年销售额约 2.3 亿美元，此交易亦是 ADAMA 注入时中国化工所做的解决同业竞争承诺的一部分。2019 年 3 月 29 日，此次收购完成交割。除安邦电化外，中国化工对控股的安徽石油化工集团公司及佳木斯黑龙江农药公司亦有

在 2021 年前解决同业竞争的承诺。

拟收购辉丰股份农化业务。辉丰股份是国内农药原药及制剂行业龙头企业，主打产品包括咪鲜胺、联苯菊酯、草铵膦等，原药合成及制剂加工的总产能达数十万吨级别，2017 年辉丰股份农化业务实现营收 34.2 亿元，毛利润 8.9 亿元。2018 年 3 月受环保因素影响，其农化相关业务停产整改，2018 年 9 月以来部分制剂及原药车间逐步复产，但全年仍然亏损 5.5 亿元。辉丰股份在国内具备 150 种制剂产品登记证，若收购成功将助力公司中国区业务快速增长。

上述项目投产后，ADAMA 可充分整合国内原药资源优势，就近采购原药然后直接销往全球，使公司业务在各方面得到优化——全球供应链条的缩短、库存快速周转、客户服务的改善、减少现有的运输成本。在此之前，ADAMA 有一部分农药业务是在中国采购原药，但最主要的生产加工工厂则分布在以色列，因此需要先将原药运输至以色列、生产成制剂后再运输至亚太地区销售，故历史年度运输成本相对较高、不利于市场竞争。

图表 26：公司物流优化



来源：公司公告，国联证券研究所

5. 延登记路线，强化护城河

5.1. 农药产品的登记注册是行业的核心准入壁垒

农药产品的销售受到每个国家和地区监管当局的严格监管，注册登记程序是农化行业主要特点，并且构成了该行业的市场准入壁垒。农药产品从田间实验、残留实验到注册、生产、销售和市场投放使用均受到严格的法律监管，需要通过登记注册获得各国家地区政府相关部门许可才可以开展生产和销售活动。

不同的司法管辖区的产品注册费用、周期以及有效期限都有很大差异，且适用的监管要求经常发生变化。近年来某些关键市场的监管要求趋向于更加严格，增加了注册成本。美国、日本、巴西和欧盟国家的注册标准最为苛刻。注册一种产品的费用通常高达数十万美元，在美国和日本有些甚至高达几百万美元。而一款农药产品注册有效期可能限于 7 年至 15 年，期满后需要对注册进行更新，同时需要进行附加的测试，并满足相关要求。然而，即使是在注册之后，产品也有可能因为种种原因而接受审查

和禁止。满足注册要求合规所需的相关成本和知识管理，会随着司法管辖区的不同而变化，在某些情况下，完成这些工作和知识储备可能需要多年的时间。

图表 27：部分区域农药登记政策概况

| 区域 | 所需时间 | 登记政策概况 |
|----|---------------------|---|
| 欧盟 | 4~5 年 | 欧盟国家的农药产品注册过程非常严格，通常分为两个阶段：第一阶段要求注册者申请注册的农药所涉及的原药已列入欧盟国家允许使用的原药清单；第二阶段要求对最终投放欧盟各成员国市场使用的产品进行注册。 |
| 美国 | 原药 6~9 年；非专利 9~12 月 | 注册程序包括在美国环境保护署（EPA）取得农药原药和制剂的终端产品销售的联邦注册。此外，一些州对于不同的制剂和原药，除了要求取得联邦注册，还需依据州内标准取得特许和注册。 |
| 巴西 | 4~5 年 | 非专利产品注册流程以药物的化学属性作为判断标准。一般情况下，如果注册申请者可以证明相关化学属性以及提交包括毒物残留、药效等注册相关的实验数据，巴西国家卫生监督局（Anvisa）及巴西环保署（IBAMA）将进行为期四到五年期不等的注册审查， |
| 日本 | 8~9 年 | 按日本农药登记严格遵守《农药取缔法》（Agricultural Chemicals Regulation Law）规定，农药在销售和使用前，农药生产者需要到日本农林水产省的农药检查部申请登记，企业需要提交毒性资料、环境资料、产品化学资料、生测资料、残留资料及对有益生物的安全性资料等。 |
| 中国 | 原药 6~7 年；制剂 3~4 年 | 农药监管体系主要由行业进入许可制度、产品登记制度、产品生产许可制度、质量标准化管理制度以及产品进出口管理制度所构成。制剂注册申请人需要提交包括活性成分的五批量分析（5-batch Analysis），化学数据，短期毒性研究，以及终端产品的化学数据和短期毒性研究的基本材料。并且申请人需要在中国进行一系列的终端产品的实验研究，包括物理化学实验室调研，生态毒性实验，为期两年的野外实验。整个从本地调研开始到注册授予的过程需要三年半左右的时间。 |

来源：公司公告 UPL 世界农化网 国联证券研究所

5.2. ADAMA 具备注册登记优势，掌握非专利药话语权

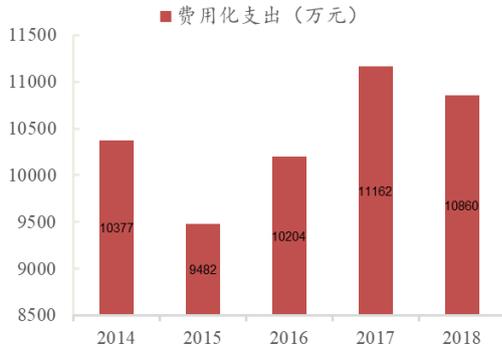
由于进入者增多，过期专利药的盈利性虽有波动，但一般是长期下降趋势。因此，过度依赖单一产品的企业经营容易陷入困境，产品储备多，能够把握专利过期后的产品销量上升周期的企业抗风险能力强。因此规模较大、登记数量多的原药企业在竞争中会占有优势。

ADAMA 的竞争优势在于分布在全球的产品开发和注册登记，尤其是在专利产品专利到期后，具备着能够尽快将专利保护到期的产品投放市场的专门知识和能力。在全球各主要市场地区针对产品开发和注册登记进行持续性投入，拥有广泛多样的非专利产品组合及相关注册登记能力，使得 ADAMA 的销售和分销网络能遍布于 100 多个国家和地区。

为在世界范围内取得产品登记，ADAMA 在欧洲，以色列，拉丁美洲，美国和亚洲拥有七个产品开发注册中心，具备在全球 100 多个国家拥有在当地进行产品注册登记的能力。安道麦持有的登记证数量平均每年以 200~300 张的速度不断增加，在过去 5 年时间里，公司累计获取 1291 张新产品登记证。截止 2018 年，公司在全球范围内总共推进了 5200 多项产品注册登记，远高于其他主营非专利农药企业。未来

ADAMA 将继续在杀虫剂、除草剂和杀菌剂三类产品上的加大开发和注册的资本化支出，保障公司未来产品竞争力。

图表 28：产品注册登记费用化支出（万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

注：此项费用不包含无形资产资本化支出

图表 29：新增的产品注册数目（个）



来源：公司公告，国联证券研究所

6. 盈利预测及评级

安道麦的主体业务为作物保护类产品，其中农用化学品业务占比超过 90%。我们预计 2019 年~2021 年全球农药行业仍处于弱复苏态势，营业收入增速稳步修复。考虑到安道麦在全球各大种植区均有产品销售，因此我们分区块对公司收入进行拆分：

1、欧洲地区：2019 年上半年受中国原药供应紧张以及欧洲区连续两年遭遇罕见干旱，导致农药需求下滑，部分产品在重点市场的销售受阻，库存积压，虽然三季度出现修复，但全年营收预计仍将承压，预计 2019 年增速为-2%，2020 年及 2021 年在不考虑极端灾害情况下将逐步复苏，营收增速分别为 3.0%、3.0%。

2、北美地区：2019 年上半年遭遇严寒天气，后又遇洪水侵袭，导致播种季延后，且荆州厂区开工下滑，北美发货下降，但三季度出现大幅修复，扭转前三季度颓势，此外公司收购的 Bonide 开始并表贡献业绩，我们预计 2019-2021 年营收增速分别为 10.0%、8.0%、8.0%。

3、拉丁美洲：得益于公司所推出的差异化产品组合以及近年推出的数款重点产品需求旺盛，南美市场市占率仍将继续向上突破，我们预计 2019~2021 年营收增速分别为 10.0%、8.0%、8.0%。且暂不考虑公司 10 月收购秘鲁作物保护公司 AgroKlinge 对公司业绩贡献影响。

4、亚太地区：公司在中国区继续扩大差异化产品销售，保持两位数增长，但荆州厂区的改造升级仍在进行中，预计将持续至 2020 年底，我们预计 2019~2021 年中国区营收增速分别为 10.0%、10.0%、15.0%，除中国外亚太区营收增速维持 3% 水平。

5、印度、中东及非洲：公司在印度市场近年来发展迅速市场份额显著增加，同时 2019 年以来，土耳其市场亦逐步开拓，而南非旱情对营收造成了下滑，此外荆州老厂区也影响了重点产品供应，但我们预计整体增长趋势保持，2019-2021 年营收增

速分别为 5.0%、5.0%、10.0%。

毛利率方面。2018 年因中国环保因素导致原药大幅涨价，影响毛利率，考虑到未来中国原药环保收缩供应边际影响削弱，且公司扩大自产比例，提升采购灵活性，我们预计毛利率有望回升，2019-2021 年毛利率均为 31%、32%、33%。

汇率方面。假设 2019 年~2021 年美元兑人民币汇率分别为 6.8、6.7、6.6。

图表 30：安道麦盈利拆分

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 欧洲 | | | | | |
| 销售收入（百万美元） | 1046 | 1058 | 1037 | 1068 | 1100 |
| 增长率 | | 1.15% | -2.00% | 3.00% | 3.00% |
| 拉丁美洲 | | | | | |
| 销售收入（百万美元） | 751 | 935 | 1029 | 1111 | 1200 |
| 增长率 | | 24.50% | 10.00% | 8.00% | 8.00% |
| 北美 | | | | | |
| 销售收入（百万美元） | 646 | 735 | 809 | 873 | 943 |
| 增长率 | | 13.78% | 10.00% | 8.00% | 8.00% |
| 亚太-中国外 | | | | | |
| 销售收入（百万美元） | 329 | 335 | 345 | 355 | 366 |
| 增长率 | | 1.82% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 中国 | | | | | |
| 销售收入（百万美元） | 255 | 275 | 303 | 333 | 366 |
| 增长率 | | 7.84% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 印度、中东及其他 | | | | | |
| 销售收入（百万美元） | 496 | 543 | 570 | 599 | 659 |
| 增长率 | | 9.48% | 5.00% | 5.00% | 10.00% |
| 合计： | | | | | |
| 销售收入（百万美元） | 3523 | 3881 | 4092 | 4339 | 4633 |
| 毛利率 | 35.10% | 33.30% | 31.00% | 32.00% | 33.00% |
| 汇率（全年平均） | 6.755 | 6.612 | 6.8 | 6.7 | 6.6 |

来源：公司公告，国联证券研究所

预计公司 2019 年~2021 年归母净利润（以人民币计算）分别为 10.5 亿、12.0 亿、13.8 亿，对应 EPS 分别为 0.43 元、0.49 元、0.56 元，对应 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍，维持“推荐”评级。

7. 风险提示

全球农化行业复苏不及预期；汇率大幅波动

图表 31：财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 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 | 7,644.90 | 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 | 34,181.9 | 财务费用 | 1,205.29 | 552.71 | 1,010.00 | 1,180.62 | 1,370.38 |
| 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 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 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 | 722.75 | 929.44 | 1,165.49 |
| 非流动资产合计 | 16,283.5 | 18,123.0 | 15,167.4 | 12,567.7 | 13,487.5 | 营业外净收益 | 96.21 | -10.57 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 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 | 722.75 | 929.44 | 1,165.49 |
| 短期借款 | 2,280.91 | 572.77 | 359.26 | 2,096.22 | 257.43 | 所得税 | 114.05 | 833.25 | -325.75 | -274.07 | -215.06 |
| 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 | 1,048.50 | 1,203.51 | 1,380.55 |
| 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 | 8,169.68 | 10,363.2 | 9,089.17 | 归属于母公司净利润 | 1,545.88 | 2,402.46 | 1,048.50 | 1,203.51 | 1,380.55 |
| 长期带息负债 | 8,291.73 | 7,884.92 | 7,884.92 | 7,884.92 | 7,884.92 | | | | | | |
| 长期应付款 | 24.20 | 25.11 | 25.11 | 25.11 | 25.11 | | | | | | |
| 其他 | 1,224.53 | 1,283.19 | 341.47 | 361.95 | 387.29 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 9,540.46 | 9,193.21 | 8,251.49 | 8,271.98 | 8,297.31 | | | | | | |
| 负债合计 | 20,835.9 | 20,532.3 | 16,421.1 | 18,635.2 | 17,386.4 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 股本 | 2,446.55 | 2,446.55 | 2,446.55 | 2,446.55 | 2,446.55 | | | | | | |
| 资本公积 | 12,982.2 | 12,975.4 | 12,975.4 | 12,975.4 | 12,975.4 | | | | | | |
| 留存收益 | 3,349.18 | 6,858.12 | 7,906.61 | 9,110.13 | 10,490.6 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 18,778.0 | 22,280.1 | 23,328.6 | 24,532.1 | 25,912.6 | | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 39,613.9 | 42,812.5 | 41,839.9 | 44,638.6 | 47,669.4 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|
| 单位:百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 1,147.51 | 786.92 | 542.06 | 697.08 | 874.12 |
| 折旧摊销 | 1,668.19 | 1,945.77 | 1,792.08 | 1,792.08 | 1,792.08 |
| 财务费用 | 1,408.86 | 30.37 | 175.32 | 163.19 | 147.19 |
| 存货减少 | -431.23 | -1,572.73 | -924.73 | -610.32 | -754.77 |
| 营运资金变动 | 278.67 | 290.46 | 27.86 | -4,020.59 | -413.99 |
| 其它 | 647.64 | 519.49 | 195.29 | 196.89 | 196.16 |
| 经营活动现金流 | 4,719.64 | 2,000.29 | 1,807.88 | -1,781.67 | 1,840.79 |
| 资本支出 | 1,503.34 | 3,375.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 49.51 | 19.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 265.11 | 2,441.67 | 532.52 | 519.63 | 522.75 |
| 投资活动现金流 | -1,287.74 | -954.12 | 532.52 | 519.63 | 522.75 |
| 债权融资 | 965.04 | -2,118.25 | -213.51 | 1,736.96 | -1,838.80 |
| 股权融资 | 1,531.92 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -860.84 | -773.28 | -175.32 | -163.19 | -147.19 |
| 筹资活动现金流 | 1,636.12 | -2,891.53 | -388.84 | 1,573.77 | -1,985.99 |
| 现金净增加额 | 4,791.77 | -1,685.96 | 5,004.05 | 6,955.62 | 7,267.35 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|-----------|---------|---------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 1,184.26% | 7.54% | 8.62% | 4.48% | 5.20% |
| EBIT | 2,757.65% | -13.79% | -49.36% | 21.66% | 20.14% |
| EBITDA | 2,212.46% | -0.16% | -27.67% | 7.23% | 7.63% |
| 归属于母公司净利润 | -152.52% | 55.41% | -56.36% | 14.78% | 14.71% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 35.33% | 33.30% | 31.00% | 32.00% | 33.00% |
| 净利率 | 6.49% | 9.38% | 3.77% | 4.14% | 4.51% |
| ROE | 8.23% | 10.78% | 4.49% | 4.91% | 5.33% |
| ROIC | 75.53% | 13.39% | 3.84% | 4.20% | 4.32% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债 | 52.60% | 47.96% | 39.10% | 41.04% | 38.18% |
| 流动比率 | 2.07 | 2.18 | 3.26 | 3.09 | 3.76 |
| 速动比率 | 1.35 | 1.30 | 1.93 | 1.98 | 2.40 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.55 | 3.89 | 3.85 | 2.51 | 2.47 |
| 存货周转率 | 2.06 | 1.85 | 1.89 | 1.83 | 1.78 |
| 总资产周转率 | 0.60 | 0.60 | 0.66 | 0.64 | 0.67 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.63 | 0.98 | 0.43 | 0.49 | 0.56 |
| 每股经营现金流 | 1.93 | 0.82 | 0.74 | -0.73 | 0.75 |
| 每股净资产 | 7.68 | 9.11 | 9.54 | 10.03 | 10.59 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 14.69 | 9.45 | 21.65 | 18.86 | 16.45 |
| 市净率 | 1.21 | 1.02 | 0.97 | 0.93 | 0.88 |
| EV/EBITDA | 8.62 | 8.37 | 11.49 | 11.32 | 9.92 |
| EV/EBIT | 15.62 | 17.55 | 34.42 | 29.88 | 23.47 |

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/或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/或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 |