



Research and
Development Center

一览众山小，全球第一大非专利农药公司登陆 A 股

—— 沙隆达 A (000553.SZ) 首次覆盖报告

2018 年 03 月 14 日

郭荆璞 化工行业首席分析师

张燕生 行业分析师

刘 栋 行业分析师

一览众山小，全球第一大非专利农药公司登陆 A 股

2018 年 03 月 14 日

本期内容提要：

- ◆ **老牌农药企业底蕴仍存。**沙隆达作为国内农药行业第一个上市公司，多年来管理得当，取得了非常大的增长，2016 年在中国农药行业百强榜中排名第六位。虽然自 2015 年以来，受农药行业景气度下滑影响，公司业绩出现了较大幅度的负增长，但公司仍然获得了一定的盈利。从职工数量变化趋势可以明显看出，公司并无特别重的历史包袱和人员负担，与安道麦的整合态势良好。
- ◆ **装入安道麦，农药第一股王者归来。**全球第七大农药公司，也是第一大非专利农药公司，马克西姆阿甘被中国化工收购后，将其更名安道麦（安道麦），其 2016 年的收入规模超过中国农药工业协会榜单前五名的总和。沙隆达 A 采用发行股份方式购买安道麦 100% 的股权，二者在业务上具有极大的协同性，整合完毕后，公司成为国内农药行业领头羊。与国内农药企业相比，安道麦优势明显，最突出的是其渠道能力。安道麦在全球共取得超过 5000 个登记，每年新引入的登记证在 200-300 张左右，2016 年新增登记 240 个，超过国内大多数农药企业拥有的全部登记数量。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司合并报表 2017 至 2019 年营业收入分别为 233.4、247.1 和 263.5 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 17.8、21.1 和 26.1 亿元，按照公司当前股本 24.5 亿股计算，对应 2017-2019 年摊薄 EPS 分别为 0.73、0.86、1.07 元/股。考虑到公司为全球非专利农药生产厂领军企业，拥有全球最广泛的产品组合和销售渠道，研发能力突出，并具有较强的品牌优势，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**原油价格上涨带动农作物价格上涨；农药价格上涨；大型农化企业因不可抗力停工等。
- ◆ **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。

证券研究报告

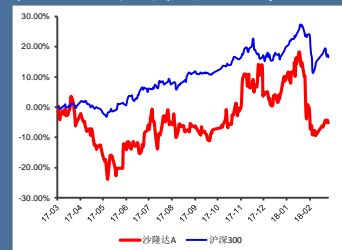
公司研究——首次覆盖

沙隆达 A (000553.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

沙隆达 A 相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师
执业编号：S1500510120013
联系电话：+86 10 83326789
邮箱：guojingpu@cindasc.com

张燕生 行业分析师
执业编号：S1500517050001
联系电话：+86 10 83326708
邮箱：zhangyansheng@cindasc.com

刘栋 行业分析师
执业编号：S1500517060001
联系电话：+86 10 83326796
邮箱：liudong@cindasc.com

公司主要数据 (2018.03.13)

收盘价(元)	14.76
52 周内股价波动区间(元)	11.11-18.09
最近一月涨跌幅(%)	9.24%
总股本(亿股)	24.47
流通 A 股比例(%)	21.70
总市值(亿元)	361.1

资料来源：信达证券研发中心

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

沙隆达与安道麦合并报表损益预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
沙隆达归母净利润 (百万元)	141.84	-74.49	220.4	288.5	360.3
安道麦归母净利润 (百万美元)	109.8	164.7	236.1	275.6	341.2
合并归母净利润 (百万元)	--	--	1781.2	2110.5	2615.6
归母净利润增速	--	--	--	18.5%	24.0%
EPS (元/股)	--	--	0.73	0.86	1.07
PE	--	--	20.2	17.2	13.8

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 3 月 13 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
一、回首过去——农药第一股老骥伏枥	2
1、沙隆达历史简介	2
2、沙隆达原有业务	3
3、员工情况	5
4、研发投入	6
二、再踏征程——装入安道麦，公司成长为国内农药行业领头羊	6
1、交易概述	6
2、股本结构	7
3、安道麦简介	7
4、产品结构	9
5、安道麦经营状况	10
6、安道麦优势及未来发展	14
三、旗开得胜——携手共谱新篇章	18
四、盈利预测、估值与投资评级	20
1、公司原有业务盈利预测	20
2、安道麦原有业务盈利预测	22
3、合并报表盈利预测	24
4、估值及投资评级	25
五、风险因素	26
六、信息披露	26

表 目 录

沙隆达与安道麦合并报表损益预测	2
表 1: 安道麦近 5 年来的并购活动	8
表 2: 安道麦 2016 年分产品销售收入	9
表 3: 2016 年安道麦及全行业分地区销售收入情况	12
表 4: 2017 年前三季度安道麦分地区销售收入情况	13
表 5: 安道麦员工构成情况	13
表 6: 安道麦财务指标	14
表 7: 专利药和仿制药对比	14
表 8: 沙隆达原有业务收入预测 (万元)	21
表 9: 沙隆达原有业务损益预测 (百万元)	22
表 10: 安道麦原有业务损益预测 (百万元)	23
表 11: 沙隆达合并报表损益预测 (百万元)	24
表 12: 可比公司市盈率(2018-3-13)	25

图 目 录

图 1: 沙隆达营业收入 (亿元) 及增长情况	2
图 2: 沙隆达归母净利润 (亿元) 及增长情况	2
图 3: 沙隆达近年来毛利率及净利率情况 (%)	2
图 4: 沙隆达及同行业公司销售毛利率 (%)	2
图 5: 2017 年上半年沙隆达分行业主营构成	3
图 6: 2017 年上半年沙隆达分行业毛利润构成	3
图 7: 沙隆达农化产品营业收入	4
图 8: 沙隆达农化产品毛利率	4
图 9: 沙隆达基础化工产品营业收入	4
图 10: 沙隆达基础化工产品毛利率	4
图 11: 沙隆达员工组成	5
图 12: 沙隆达员工人数及平均薪酬	5
图 13: 沙隆达研发费用及占营收比例	6
图 14: 沙隆达与可比公司研发费用及占营收比例	6
图 15: 公司股权结构图 (截止到 2018-1-2)	7
图 16: 安道麦发展历程	8
图 17: 安道麦产品结构	10
图 18: 安道麦近年来毛利率及净利率	10
图 19: 安道麦销售收入及同比增长情况	11
图 20: 安道麦 EBITDA 及同比增长情况	11
图 21: 2015 年作物保护领域全球前 20 大市场 (十亿美元)	11
图 22: 安道麦不同区域营业收入 (百万美元)	11
图 23: 农化市场总销售额及专利产品销售额	15
图 24: 专利农药、专利技术农药和仿制农药市场份额	15
图 25: 2016 年全球主要作物保护公司产品销售额 (亿美元)	16
图 26: 全球主要公司作物保护市场占有率	16
图 27: 六大专利农药巨头年销售额 (百万美元) 及占有率	16
图 28: 安道麦销售额及作保市场增速 (基准指数 1998=100)	16
图 29: 截止 2015 年主要农化企业农药登记数量统计	17
图 30: 全球领先农化企业原药品种注册数量	17
图 31: 安道麦产品目前分销路线	18
图 32: 安道麦产品未来分销路线	18
图 33: 合并后的沙隆达 2017 年三季度业绩情况	19
图 34: 合并后的沙隆达 2017 年前三季度业绩情况	19
图 35: 合并后的沙隆达 2017 年前九个月各区域销售额同比变动	19
图 36: 合并后的沙隆达前九个月销售额同比变动因素分析	19
图 37: 合并后的沙隆达 2017 年前九个月毛利同比变动因素分析	19
图 38: 合并后的沙隆达 2017 年前九个月 EBITDA 同比变动因素分析	19

投资聚焦

沙隆达，作为国内 A 股上市平台，装入全球第一大非专利农药公司安道麦 100%的股权，继蓝星新材装入安迪苏、风神股份装入倍耐力之后，成为中国化工集团海外收购大故事的又一篇章。2011 年，中国化工集团收购了这家以色列上市公司 60%的股权并将其退市；2016 年 7 月 22 日，中化工向以色列投资公司 KOOR 发出正式要约收购安道麦剩余 40%的股权，KOOR 接受该要约。2017 年 7 月 4 日，沙隆达完成了安道麦的 100%股权过户的相关手续，原中国农化持有的安道麦的 100%股权已过户至沙隆达名下。我们认为这次重大资产重组让沙隆达成为了非常值得推荐和关注的一个优良标的，核心逻辑主要有以下三点：

- 1、整合毋庸置疑。**自上个世纪 40、50 年代成立以来，安道麦的发展历程就是一部收购与整合的历史，被中国化工收购后，安道麦也并没有放慢在全球收购整合的步伐，为了扩大安道麦在当地的市场份额，相继在拉美和欧洲多地收购多家当地公司。中国化工的安排是通过基于安道麦全球管理层与中国团队一同管理合并后的中国业务，包括沙隆达、安邦、麦道等，不断完善公司治理、加强内部控制。而沙隆达虽然是老牌国企，但历史包袱并不重，人员数量连年下降，近年来员工待遇有较大幅度提高，整合起来难度不大。两个公司在业务上有非常大的协同，未来发展值得期待。沙隆达向安道麦及其下属子公司销售农药，2013~2016 年，相关交易金额分别为 2,852.18 万元、5,110.43 万元、9,818.73 万元及 15,665.99 万元，占沙隆达同期营业收入的比例分别为 0.93%、1.63%、4.52%及 8.45%。目前，关联销售金额还比较小，占营业收入的比例也较低，但近四年已呈现出逐步上升的趋势。
- 2、安道麦经营得当、发展良好。**虽然 2015 年、2016 年世界农药行业整体下滑，但安道麦业绩仍有较多亮点。2016 年，安道麦全年销售收入高达 30.7 亿美元，与 2015 年相比，以固定汇率计算同比增长 3.2%，而全球作物用农药市场则下滑了 2.5%。从历史数据来看，安道麦增长速度一直快于行业平均，2011~2016 年间，安道麦销售收入年均复合增长率为 4.47%，高于行业平均 1.3%的复合增长率。此外，更值得关注的是安道麦的渠道优势明显，安道麦在全球共取得超过 5000 个登记证，并每年新引入 200-300 张左右的登记证。2016 年安道麦新增登记证 240 个，超过国内大多数农药企业拥有的全部登记数量。
- 3、安道麦在国内的发展值得期待。**安道麦作为一家制剂药企业，需要采购原药加工成制剂再次销售。国内原药有成本优势，自 2013 年以来，安道麦就致力于整合全球与中国供应链。中国农化市场未来增速仍将高于全球行业平均水平，根据 Phillips McDougall 2016 年的预测，到 2020 年，中国作物保护用农药的市场规模将达到 67.54 亿美元，年均复合增长率 4.7%，近 2 倍于全球增长速度。同时，由于中国市场的碎片化，前五大生产商行业集中度只有 24%，前十大也只有 39%，行业整合的时机逐渐成熟。同时，安道麦正在江苏南京设立新的全球研发中心和在江苏淮安建设合成中心，此举将提升其供应链效率和灵活性，具体体现在：缩短全球供应链、存货周转速度加快、客户服务质量提升、营运资金需求减少、资产成本更低、运输成本减少等。

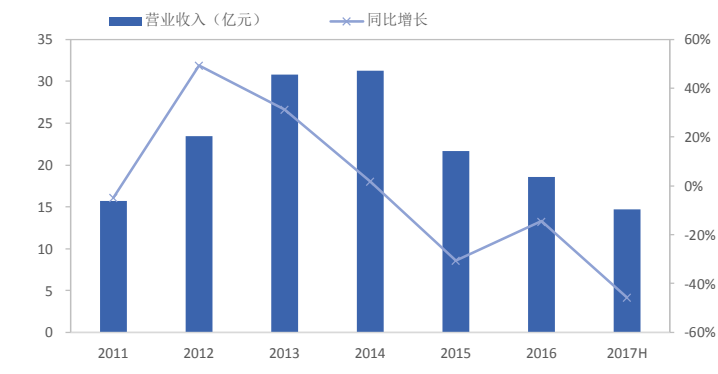
一、回首过去——农药第一股老骥伏枥

1、沙隆达历史简介

湖北沙隆达股份有限公司（简称“沙隆达 A”），前身为湖北省沙市农药厂，1993 年 A 股上市，1997 年 B 股上市，是中国农药行业第一股。2005 年，公司控股股东沙隆达集团公司加入中国化工集团公司，成为中国化工农化总公司的全资子公司。公司以盐化工为基础、农用化工为主体、精细化工为特色，拥有“国家级企业技术中心”和“微生物农药国家工程研究中心验证基地”，现有主要装置年生产能力（折百）为：农药 9 万吨，烧碱 14 万吨，自采盐矿 30 万吨，有机化工原料及中间体 20 万吨。

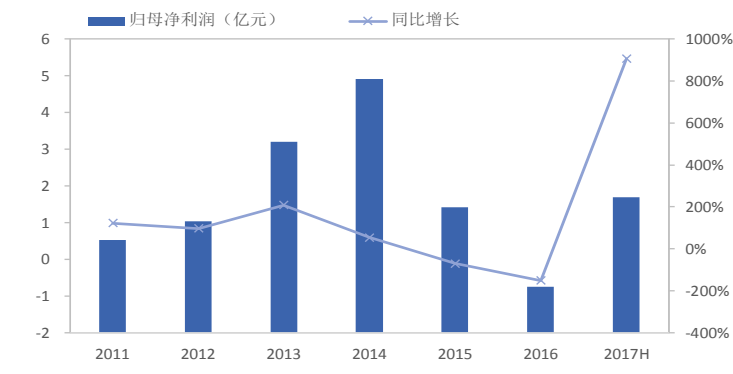
2011-2014 年，公司营业收入由 15.70 亿元稳步增长到 31.31 亿元，年均复合增长率 18.84%；归母净利润由 0.24 亿元稳步增长到 4.92 亿元，年均复合增长率 113.19%。在 2015 年之后，公司所在的农化行业产能严重过剩，市场低迷，产品价格持续下滑并维持低位运行；公司业绩受农化行业景气程度、大宗原料及农药价格影响较大。2017 年上半年，公司实现营业收入 14.66 亿元，同比增长 45.74%，归属于上市公司股东的净利润 1.69 亿元，同比增长 906.64%。

图 1：沙隆达营业收入（亿元）及增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

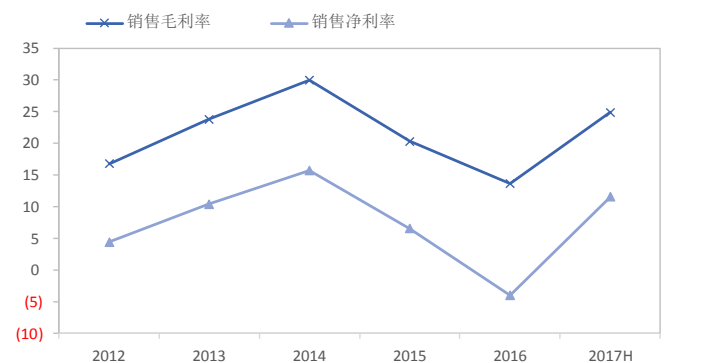
图 2：沙隆达归母净利润（亿元）及增长情况



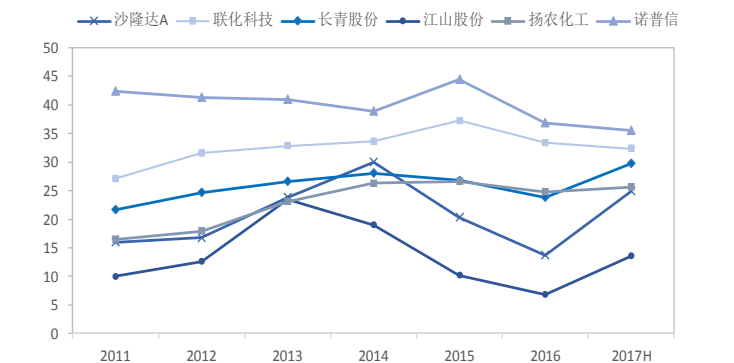
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：沙隆达近年来毛利率及净利率情况 (%)

图 4：沙隆达及同行业公司销售毛利率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

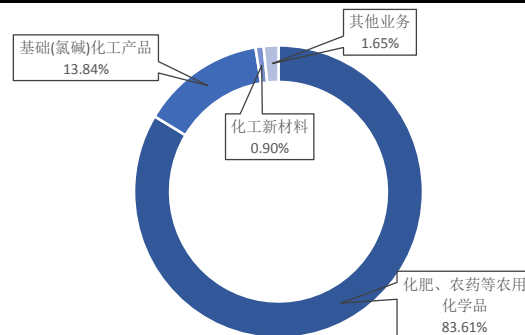


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、沙隆达原有业务

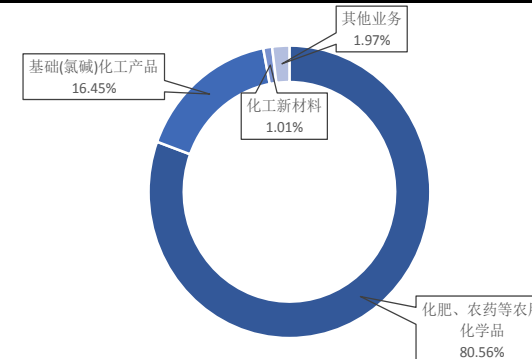
公司主要从事的业务为: 农药、化工产品及其中间体的制造、销售和进出口贸易。公司的农药产品主要用途为植物保护: 除草剂系列主要有草甘膦、百草枯、2,4-D等; 杀虫剂系列主要有乙酰甲胺磷、敌敌畏、敌百虫、克百威、灭多威、三唑磷等; 农药中间体系列主要有精胺、双甘膦、吡啶等。公司的基础(氯碱)化工产品有烧碱、液氯、盐酸、甲醛等。

图 5: 2017 年上半年沙隆达分行业主营构成



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 2017 年上半年沙隆达分行业毛利润构成



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

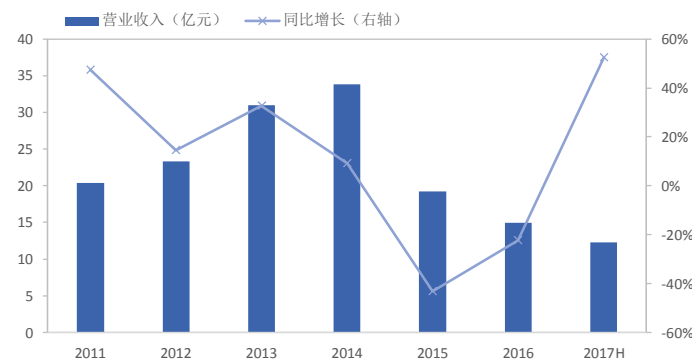
(1) 农化产品:

公司所在的农化行业, 周期性明显, 2015 年以来, 农药化工产能严重过剩, 市场低迷, 产品价格持续下滑并维持低位运行,

农药行业已进入微利期。公司业绩受农化行业景气程度、大宗原料及农药价格影响较大。另外，随着新《安全生产法》、《环境保护法》的实施，农药化工企业安全环保监管越来越严，农药行业优胜劣汰将更加激烈，行业竞争格局将发生变化，部分优势企业将迎来新的发展机遇。

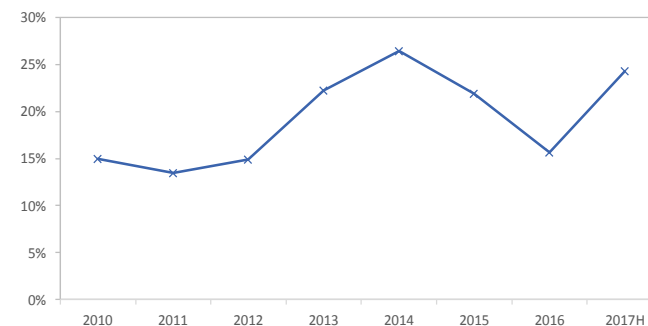
公司精胺、乙酰甲胺磷继续保持行业领先地位，百草枯成本进一步下降，灭多威产品质量进一步提高，吡啶装置实现连续化生产，达到设计水平。在市场方面，公司较早进入国际市场，具有明显的出口优势，产品出口欧洲、美国、巴西、东南亚、台湾等几十个国家及地区，主要客户为行业内知名农化企业，并建立了长期稳定的合作关系，公司产品品质和服务在各地客户中拥有良好的信誉。

图 7：沙隆达农化产品营业收入



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：沙隆达农化产品毛利率



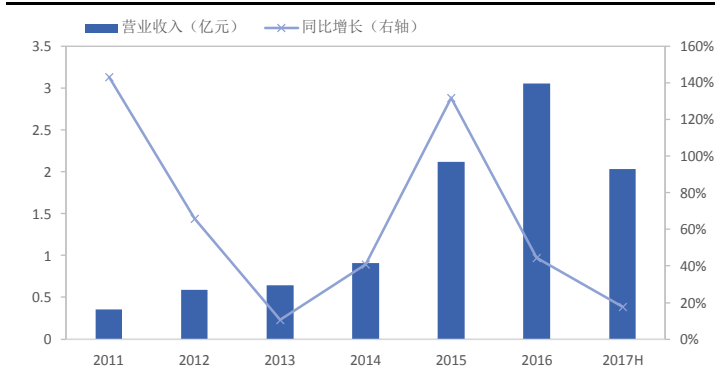
资料来源：Wind，信达证券研发中心

(2) 基础（氯碱）化工产品：

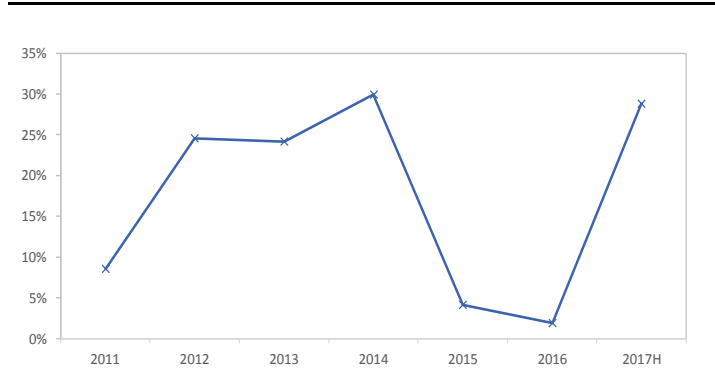
随着化工新区建设的逐步推进，新的离子膜烧碱和盐硝装置投入生产，老区运行几十年的隔膜烧碱装置停产，公司 2015 年及 2016 年氯碱产品营业收入分别大幅增长 131.75%和 44.34%。虽然由于市场原因导致装置运行负荷高低不一，部分装置出现间歇运行的状况，公司坚持以月计划为主线，加强产供销协调，根据销售需求及时调整生产计划，动态跟踪急需产品生产，合理调配资源，全面调控氯气、蒸汽、供冷等，保证生产平衡。

图 9：沙隆达基础化工产品营业收入

图 10：沙隆达基础化工产品毛利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

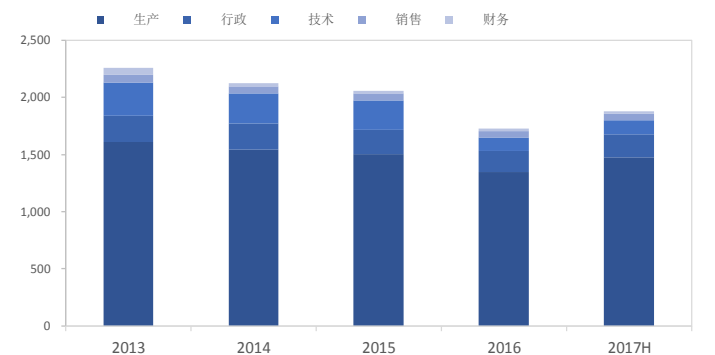


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3、员工情况

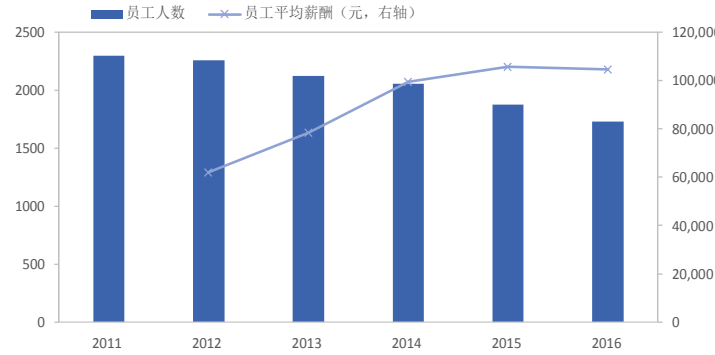
公司虽身为老牌国企，但管理优良，公司核心管理团队、关键技术人员比较稳定，且并无特别重的历史包袱和人员负担。自 2008 年以来，公司员工人数连年下降，从 4095 人下降到 2016 年的 1728 人，而同期营业收入则从 22.17 亿元增加到 2014 年的 31.31 亿元，由于全行业不景气，2015 年销售收入下降到 21.70 亿元，2016 年销售收入下降到 18.55 亿元。我们通过计算公司的员工平均薪酬，可知 2012~2016 年，员工年平均薪酬从 5.33 万元增加到 11.53 万元，年均复合增长率 21.25%，优厚的薪酬待遇会带动员工的工作积极性与上进心，带动公司经营效率的持续改进。

图 11: 沙隆达员工组成



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 沙隆达员工人数及平均薪酬

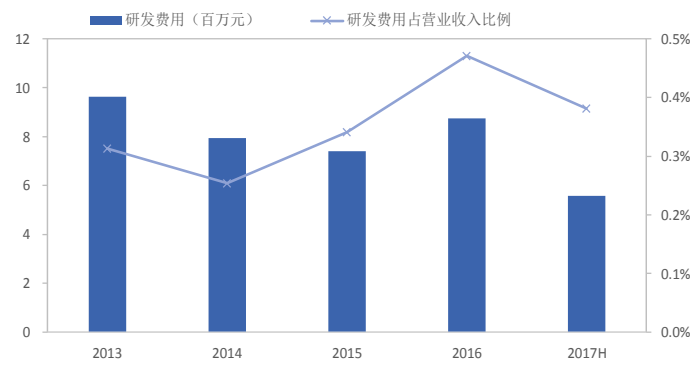


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4、研发投入

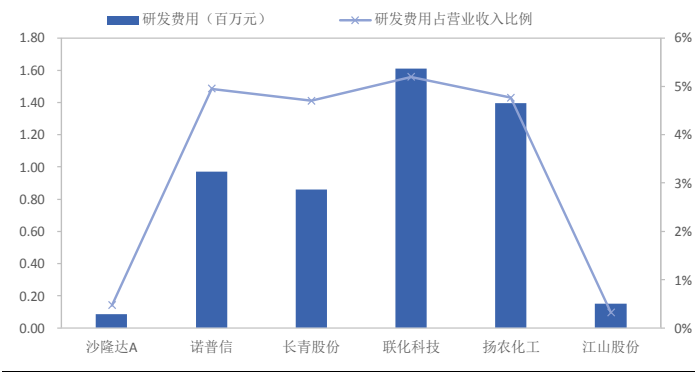
沙隆达并非研发型农化企业，研发投入一直占比不大，占营业收入比例很低的研发投入主要是为提升产品品质，降低生产成本，增强市场竞争力和盈利能力。在专利方面，2016年公司在主导产品杀虫剂、除草剂上申请发明专利6项，获得授权专利4项；截止2016年底，拥有发明专利共24项。

图 13：沙隆达研发费用及占营收比例



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：沙隆达与可比公司研发费用及占营收比例



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、再踏征程——装入安道麦，公司成长为国内农药行业领头羊

1、交易概述

2011年，中国化工集团公司下属全资子公司中国化工农化总公司通过下属子公司 CNAC INTERNATIONAL PTE. LTD.（简称“农化新加坡”）收购了以色列农化产品生产商 Makhteshim Agan Industries（简称“MAI”，安道麦公司的前身）60%股权。收购完成后，安道麦原第一大股东 KOOR 持有剩余 40% 的股份，随后 MAI 从以色列特拉维夫证券交易所退市。

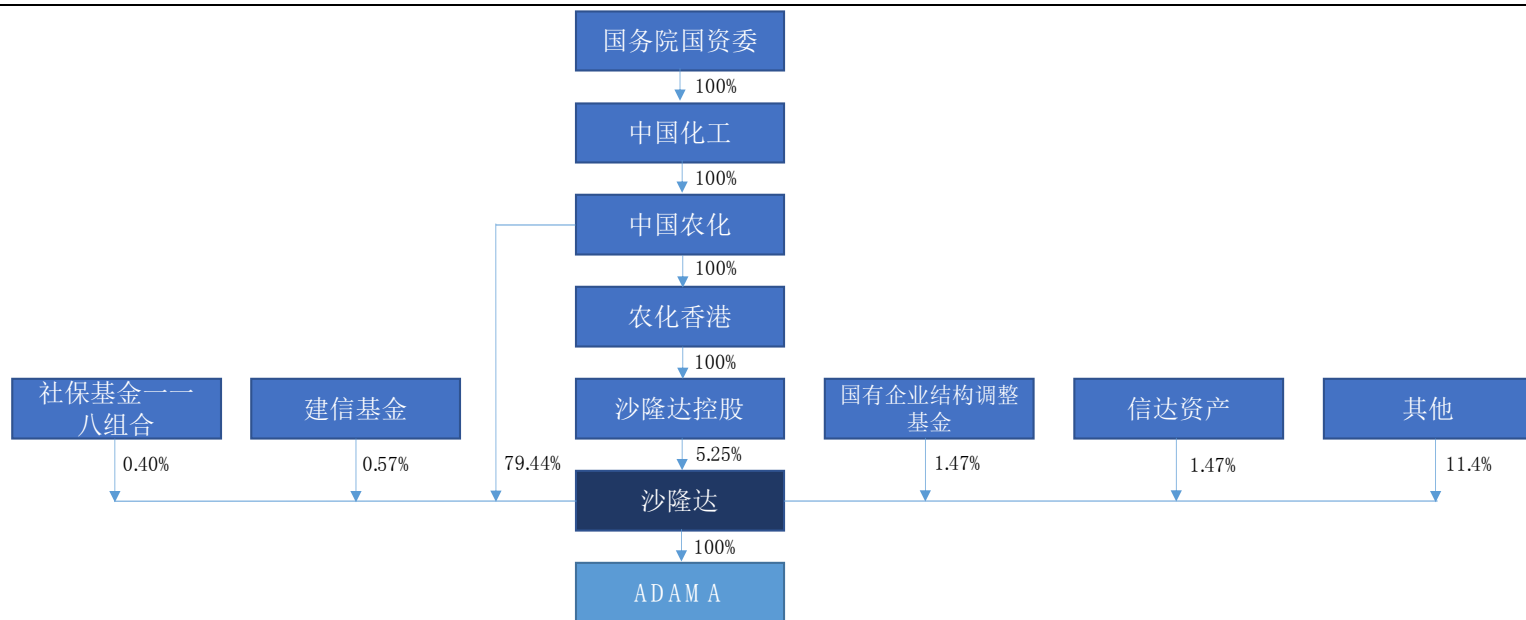
2017年7月，沙隆达以 10.20 元/股价格向中国化工农化总公司发行人民币普通股 1,810,883,039 股购买安道麦 100% 股权。为避免交易后上市公司与下属子公司交叉持股情形，随后公司向安道麦间接持股 100% 的下属子公司 Celsius 回购其持有的沙隆达 62,950,659 股 B 股股份并予以注销，并于 2018 年 1 月份以 14.90 元/股价格，向中国信达资产管理股份有限公司、建信基金管理有限责任公司、兴全基金管理有限公司、鹏华基金管理有限公司、中国国有企业结构调整基金股份有限公司和财通基金管理有限公司合计 6 名发行对象发行股份 104,697,982 股，募集资金总额为 15.60 亿元，用于安道麦主营业务相关的项目建设、农药产品开发和注册登记以及本次重组交易相关的中介费用和交易税费。

以色列当地时间 2017 年 7 月 4 日，中国农化完成了安道麦的 100% 股权过户的相关手续，沙隆达取得安道麦的 100% 股权对应的股权凭证，原中国农化持有的安道麦的 100% 股权已过户至沙隆达名下，沙隆达持有安道麦的 100% 股权。自此，沙隆达涅槃重生，开始谱写发展的新篇章。

2、股本结构

截止 2018 年 1 月 17 日，公司总股本 24.47 亿股，第一大股东为中国农化，持股比例 79.44%；第二大股东为沙隆达控股，持股比例为 5.25%。

图 15：公司股权结构图（截止到 2018-1-2）



资料来源：发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易实施情况暨新增股份上市公告书，信达证券研发中心

3、安道麦简介

安道麦农业解决方案有限公司 (ADAMA Agricultural Solutions Ltd, 以下简称“安道麦”)，即原以色列马克西姆阿甘工业公司，创建于 1940/50s，目前是世界农化产业第七大公司、非专利作物保护产品生产和销售商的领军者。安道麦自成立以来，前后经历多次并购，保持了较高速度的成长。目前，安道麦与中化工农化板块旗下公司的商业合作已全面展开，2015 年 12

月，与中化工旗下几家农化公司签订了商业合作协议，安道麦将逐步成为这些合作公司配方农化产品在我国的独家经销商。

安道麦遵循的理念是以服务农民为核心，以“创造农业简单化”为宗旨提供简便有效的作物保护产品组合和解决方案，且以高性价比的产品和有力的技术服务为基础，研究发展具有针对性的创新产品，为规模化农业量身定制产品和解决方案。

表 1: 安道麦近 5 年来的并购活动

日期	国家/地区	所收购公司	收购比例	收购目的
2011.06	墨西哥	Companies of the Bravo AG group	100%	扩展安道麦在墨西哥的分销、生产和合成能力
2011.06	哥伦比亚	Proficol Andina B.V	17.5% (原持有 57.5%)	扩展安道麦在哥伦比亚的合成和分销能力
2013.07	智利	Chile Agro Solutions S.A.	60%	提升安道麦在智利的销售额
2013.12	斯洛伐克	Agrovita spol. Sr.o	100%	提升安道麦在斯洛伐克的销售额
2013.11	中国	沙隆达	10.60%	逐步完成在中国业务的整合
2014.05	哥伦比亚	Proficol Andina B.V	25%	完成对该 Proficol Andina B.V 100%的收购

资料来源: 安道麦年报, 信达证券研发中心整理

图 16: 安道麦发展历程



资料来源: 安道麦投资者交流会资料, 信达证券研发中心

4、产品结构

与先正达、孟山都等跨国农化巨头不同，安道麦并不进行专利药的开发，主要生产和销售非专利期原药复配而形成的制剂，为全球最大的非专利农药企业。安道麦产品多样化，拥有综合全面的产品线，截至2014年12月31日，安道麦拥有约1,600种产品，包括全球范围内合计340种有效成份（其中包括120种核心控制原药）和1,400种成品，无任何一种产品销售额超过总收入的10%。安道麦产品主要可以分为两大类：作物保护产品和其他。目前，安道麦销售收入仍以作物保护产品为主，2016年销售额高达28.77亿美元，占总销售收入比例为93.7%。作物保护产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂、生长调节剂、种衣剂等，这些产品既可以用于农业生产领域，也可以用于非农业领域，如公园草坪、家庭庭院、森林的除草、杀虫和杀菌等。

除草剂目前仍是作物保护领域的第一大产品，根据Phillips McDougall的数据，2016年除草剂市场占比42%、杀虫剂占比28%、杀菌剂占比27%。2016年，安道麦除草剂营业收入15.13亿美元，占总营收的49.3%，为安道麦主要盈利来源，安道麦销售选择性和非选择性除草剂。安道麦最畅销的除草剂专用于保护大豆、玉米、谷类、大米和棉花等农作物；安道麦杀菌剂营收占比为23.6%，最畅销的杀菌剂专用于保护粮食、水果、蔬菜、大豆、葡萄和水稻；杀虫剂营收占比为20.8%，其中最畅销的杀虫剂专用于保护水果、蔬菜、玉米、棉花和大豆等农作物。此外，安道麦开发和修改用于农作物用途之外的类似产品，例如：路旁、森林、草地、公园、机关、木材和油漆行业、私人设施、住宅和花园内杂草、害虫和疾病防控。2016年，安道麦其他产品营业收入1.93亿美元，占总营业收入比例为6.3%，产品主要包括食品添加剂、香味剂、工业产品和附加产品等。目前，这些产品尚不能对其销售收入和利润带来太大的影响。

表 2: 安道麦 2016 年分产品销售收入

分产品	营业收入（百万美元）	收入占比
除草剂	1,513	49.3 %
杀菌剂	724	23.6 %
杀虫剂	640	20.8 %
其他	193	6.3 %
总计	3,070	100.00%

资料来源：安道麦年报，信达证券研发中心整理

为了更好地为客户管理产品价值，以及专注于更加独特和与众不同的产品，安道麦进一步将农作物保护产品划分为四个产品组合，这些组合共同构成其“混合型产品组合”：

(1) 高销量非专利产品，安道麦将其视为农作物保护市场内最基本产品，具有下面特点：进入门槛低、卖家多、价格由市场

力量决定、利润通常较低;

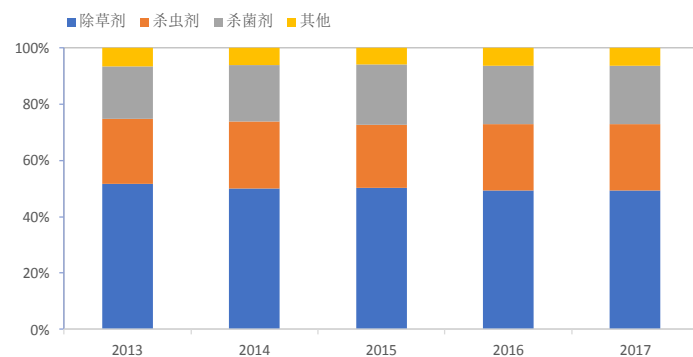
(2) 复杂的高价值非专利产品, 安道麦将其视为更复杂的产品, 由于构成这类产品的分子较复杂, 因而生产商较少。这些产品的价格往往高于农作物保护市场上的其他产品, 而且由于这种复杂性或其他市场力量, 生产商对定价和利润更具控制权;

(3) 独特混合物和制剂, 安道麦将其视为多种原药的混合物或者市场内独一无二但缺乏知识产权保护的制剂;

(4) 创新性和新型产品, 安道麦将其视为仅可以向其采购的专利产品。目前不生产或销售这类产品, 但已着手制造这类产品的研究和开发活动。

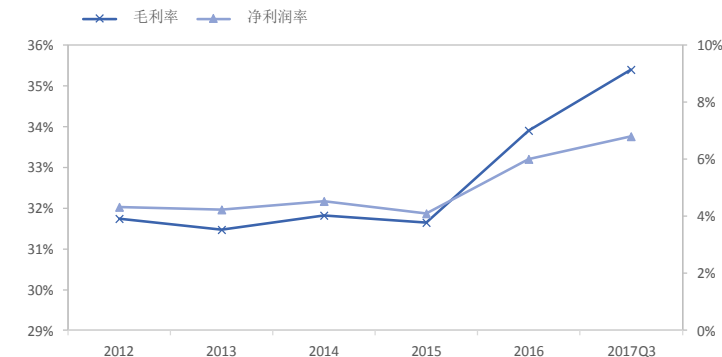
近年来, 安道麦尝试将产品组合转向更为多样化的混合产品, 积极采取措施改善产品结构, 增加各类高附加值的差异化产品比例, 毛利率得到显著提高。

图 17: 安道麦产品结构



资料来源: 安道麦年报, 信达证券研发中心

图 18: 安道麦历年来毛利率及净利率



资料来源: 安道麦年报, 信达证券研发中心

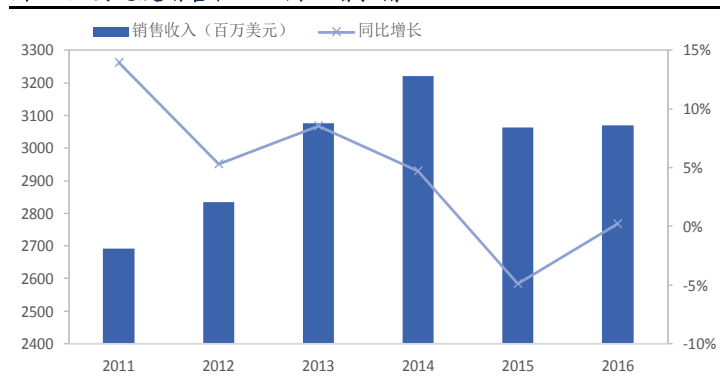
5、安道麦经营状况

2016 年, 安道麦全年销售收入高达 30.7 亿美元, 与 2015 年相比, 以固定汇率计算同比增长 3.2%, 但由于美元的升值, 以实际汇率计算, 同比增长 0.2%。安道麦净利润为 1.83 亿美元, 同比增长 46.8%; EBITDA 为 5.24 亿美元, 同比增长 10.6 %。

2011-2016 年间, 安道麦销售收入年均复合增长率为 4.47%, 高于行业平均 1.3%的复合增长率; EBITDA 年均复合增长率高达 15.93%, 充分显示了安道麦非常强的经营管理能力。安道麦销售收入和 EBITDA 均在 2015 年触底后反弹, 反应安道麦的经营状况开始转优。驱动安道麦营业收入增长的动力来源主要包括其在高速增长市场的销售额增加和在其他地区的扩张。尽管 2016 年全球农化产品市场持续萎靡不景气, 安道麦产品销售量仍然增长了 0.21%, 产品平均单价以当地货币计算同样也有

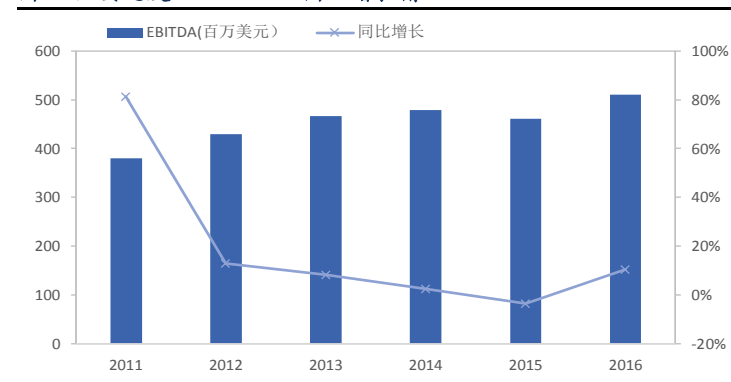
小幅增长。

图 19: 安道麦销售收入及同比增长情况



资料来源: 安道麦年报, 信达证券研发中心

图 20: 安道麦 EBITDA 及同比增长情况



资料来源: 安道麦年报, 信达证券研发中心

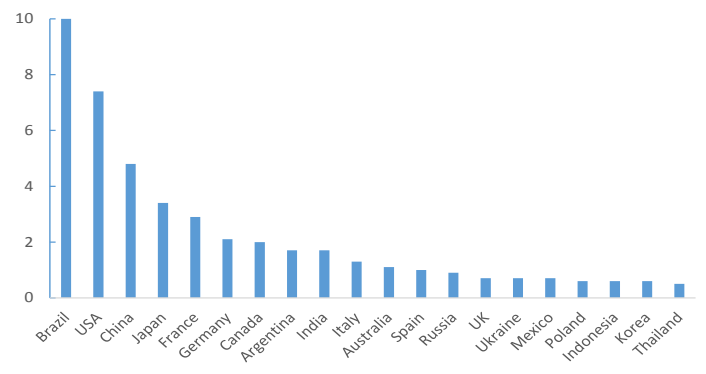
此外, 与 2015 年相比, 安道麦 2016 年存货和应收账款都有所下降, 主要原因在于安道麦在供应链和账款回收管理上的持续改善, 同时由于巴西等国政治和经济上均出现了一系列危机, 安道麦收紧了信用风险控制。

分地区分析安道麦经营情况:

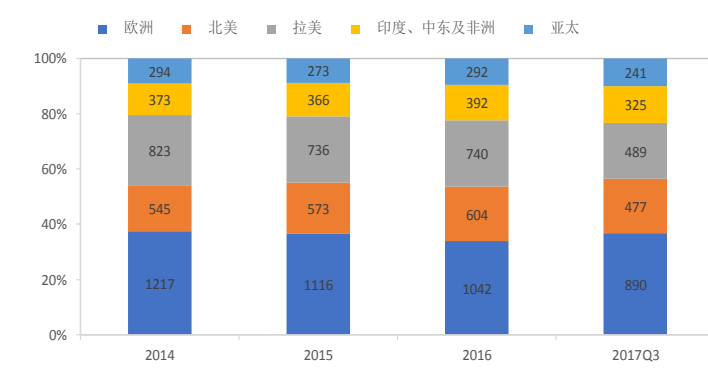
安道麦在全球近 45 个国家和地区设置有 60 多个分支机构, 产品销售分布在 120 多个国家, 但销售市场均匀分部, 对单一客户依赖行较小, 2015 年没有任何一家客户销售占比超过 5%, 几乎不存在对于特定地区市场或单一渠道的依赖性。安道麦直接参与全球前 20 大市场 (构成全球市场的 3/4), 全球农化市场占有率约 5%。此外, 安道麦将近半数的销售收入是在快速增长市场实现的, 通过与当地农民建立直接沟通的管道, 给安道麦未来增长带来持续强劲的动力。

图 21: 2015 年作物保护领域全球前 20 大市场 (十亿美元)

图 22: 安道麦不同区域营业收入 (百万美元)



资料来源: Phillips McDougall, 信达证券研发中心



资料来源: 安道麦年报, 信达证券研发中心

近年来, 亚太、印度、中东及非洲区域成为安道麦发展的亮点。

亚太地区, 由于安道麦新产品上市、产品组合改善以及与农民的合作增加, 加之天气条件总体良好 (澳大利亚除外), 2017年前三季度亚太地区销售量显著增长 (主要在亚太、中国和东南亚部分地区), 前九个月销售额同比增长 18%, 其中第三季度销售额同比增长 22%。

而安道麦近年来在印度市场的开拓也取得了显著效果。针对印度碎片化的市场结构, 安道麦在印度当地建立了多达数百人的销售团队, 覆盖了全部关键的农业大省, 下沉渠道与农民近距离接触, 提供专业化服务, 并针对印度市场进行产品的定制与登记。2017年前三季度, 不考虑印度税收体系变化带来的负面影响, 得益于销售量的稳健增长, 印度、中东及非洲区域调整后的销售额前九个月同比增长 13%, 其中第三季度同比增长 12%。

2017年前三季度, 如以固定汇率计算, 安道麦在欧洲的销售额同比减少了 0.7%, 这源于欧洲渠道库存水平维持高位, 导致欧洲作物保护市场需求减少, 但尽管市场条件充满挑战, 安道麦依然实现了销量的增长; 北美地区方面, 以固定汇率计算销售额实现了 6.2% 的增长, 尽管美国南部第三季度遭受到强烈飓风天气的影响, 安道麦的销售量依然保持了增长, 尤其是得益于种植面积的增加, 棉花用产品组合持续保持强劲业绩; 在拉丁美洲, 安道麦 17 年前三季度销售额同比减少 3.5%, 其中第三季度同比增加 5.1%, 虽然拉丁美洲遭遇极端天气, 安道麦销售量依然取得了增长, 产品组合进一步完善。

表 3: 2016 年安道麦及全行业分地区销售收入情况

	销售额 (百万美元)	同比增长	行业增长
Europe	1,042	-6.0%	-15.6%
North America	604	5.2%	-4.4%

Latin America	739	-10.5%	-10.3%
Asia Pacific	292	-7.0%	-3.7%
India, Middle East and Africa	393	-2.1%	-0.2%
Of which, Israel	98	-8.6%	
总计	3,070	-4.90%	-8.5%

资料来源: 安道麦年报, Phillips McDougall, 信达证券研发中心整理

表 4: 2017 年前三季度安道麦分地区销售收入情况

	2017 三季度	2016 三季度	同比变动%	同比变动%	2017 前九个月	2016 前九个月	同比变动%	同比变动%
	百万美元	百万美元	美元	固定汇率	百万美元	百万美元	美元	固定汇率
欧洲	206	210	-1.9%	-3.6%	893	918	-2.8%	-0.7%
北美	125	117	+7.1%	+7.0%	486	458	+6.1%	+6.2%
拉丁美洲	231	218	+5.8%	+5.1%	497	496	+0.2%	-3.5%
印度、中东及非洲	157	153	+2.8%	-0.8%	383	358	+7.2%	+5.4%
亚太	125	102	+21.7%	+20.0%	444	375	+18.1%	+18.7%
其中, 中国	61	36	+67.9%	+67.9%	187	138	+36.0%	+39.7%
总计	844	800	+5.4%	+3.9%	2,702	2,605	+3.7%	+3.6%

资料来源: 安道麦年报, Phillips McDougall, 信达证券研发中心整理

截止 2016 年 12 月 31 日, 安道麦共雇佣员工 4955 人, 其中生产人员 1954 人, 研发人员 220 人, 销售及产品登记人员 2334 人, 管理人员 447 人。根据安道麦年报披露的信息, 其中, 大约 37% 的员工是通过工会与资方签订的劳动合同。

表 5: 安道麦员工构成情况

	2016	2015
Production	1,954	1,946
R&D	220	232
Sales and Registration	2,334	2,236
Management & Administration	447	450
TOTAL	4,955	4,864

资料来源: 安道麦年报, 信达证券研发中心整理

截止 2017 年 9 月 30 日，安道麦总资产 46.31 亿美元，总负债 27.93 亿美元，资产负债率 60.30%，速动比率 2.03，流动比率 1.30，财务稳健向好。

表 6: 安道麦财务指标

	2017/9/30	2016/12/31	2015/12/31
流动比率	2.03	1.93	1.93
速动比率	1.30	1.15	1.15
资产负债率	60.30%	61.41%	63.83%

资料来源：安道麦年报，信达证券研发中心整理

6、安道麦优势及未来发展

非专利农药市场增长强劲

农药行业是高度竞争和市场分化的，具体可细分为专利产品和非专利产品两大类市场。

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。2015 农药行业超过 60% 的市场份额被六大专利性跨国公司占据，分别是巴斯夫（BASF）、贝尔（Bayer）、陶氏（Dow）、杜邦（DuPont）、孟山都（Monsanto）和先正达（Syngenta）。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，每年一定收入比例投入产品研发、专利开发。

农药新产品开发难度和风险较大，周期也较长。目前一个达到首次销售标准的新农药，累积总成本通常高达 2 亿美元，耗时 8-9 年。陶氏、先正达、孟山都、杜邦、拜耳等一些国际性农药公司，每年的技术创新投入都在 5 亿美元以上，占销售收入的比例高达 10% 左右。

非专利产品市场呈现高度的分散性，由安道麦领军，其余还有澳大利亚 Nufarm，丹麦 Cheminova，印度 United Phosphorus、Gharda、Rallis，美国 Griffin，意大利 Sipcam-Oxon、Finagro 集团，法国 CFPI，匈牙利 Chinoin 公司及 Nitrokemia 公司等。同类非专利产品公司在产业链研发、生产、分销和市场推广等各环节各有侧重，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。

表 7: 专利药和仿制药对比

创制药	农药新品种创制难度很大，对技术储备和研发投入要求较高，但新药在专利保护期内的利润率极高。因此，农药新品种的开发基本由世界跨国农药巨头垄断，其所获得巨额利润为研发再投入提供了保障。
	全新农药活性成分化合物开发成本巨大、周期长。根据 Phillips McDougall 的统计，研制一种农药新的活性成分，从开始研发到实现产业化，平均时

间需要 9.1 年，研发费用达到 2.1 亿美元。由于农药新品种的研发门槛较高，在专利保护期间利润率极高，因此农药创制企业占据了行业价值链的顶端，先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏益农、孟山都和杜邦等农药创制企业已成为农药行业“第一集团”。在该集团内部，彼此之间的竞争有序进行，竞争程度较低，竞争领域主要集中在新型农药研发能力等方面，其他农药企业很难对创制企业造成威胁。

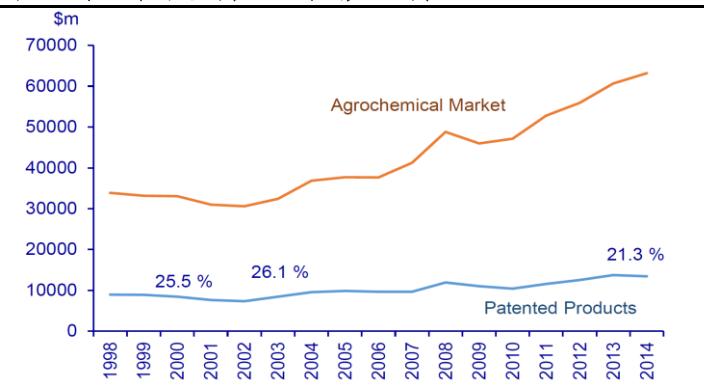
仿制药 仿制药企业主要生产专利到期农药和无专利农药，以生产能力和成本控制为依托，不断通过新生产设备的投入和生产工艺的优化来占领相应农药品种因专利到期后价格下降而急剧扩大的市场，强大的研发能力、优良的产品品质、创新的生产管理、持续的工艺改进和良好的成本控制等是企业成功占领非专利农药广大市场的关键因素。

虽然专利过期产品已不再受专利保护，理论上所有企业都能自由仿制，但是能开发出合适的工艺路线并实现工业化生产只有拥有较高技术水平和丰富研发经验的企业才能完成。该类企业需不断进行技术创新，持续优化改进合成生产工艺，提高收率；降低原材料和能源的消耗，提高生产效率；不断改进三废处理工艺方案，减少三废产生；不断开发产品应用新技术，开发新剂型，提升现有剂型的环保性能和药效等等。通过不断开发、仿制新的专利过期产品，丰富产品线，创造新的业务增长点，支撑企业的持续成长。

资料来源：信达证券研发中心

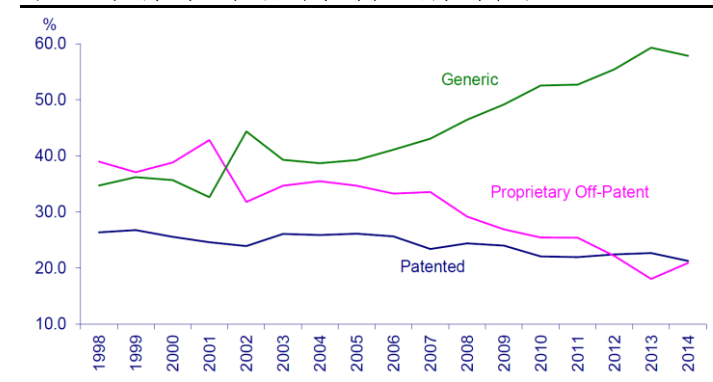
专利产品的过期带来非专利产品份额增长强劲。近年来，由于更严格的监管标准导致的研发投入增加和周期拉长，使得新型研发有效成分投放市场数量有递减趋势，非专利产品的市场份额正在逐渐提高。据 Phillips McDougall 统计，2014 年专利到期产品占据了农用化学品市场总量的 78.7%。

图 23: 农化市场总销售额及专利产品销售额



资料来源：Phillips McDougall, 信达证券研发中心

图 24: 专利农药、专利技术农药和仿制农药市场份额



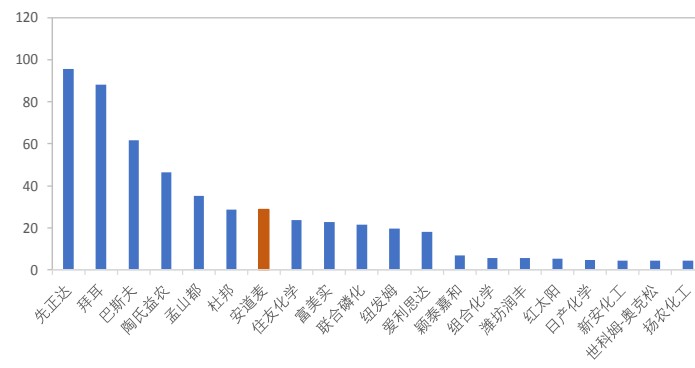
资料来源：Phillips McDougall, 信达证券研发中心

安道麦为全球非专利农药市场领军企业

安道麦是全球领先的非专利农作物保护解决方案公司，是全球第七大农药生产商（不考虑陶氏杜邦的合并）、第一大非专利农药生产商，占包括六大专利化工巨头在内的全球农药市场份额的 5%，相当于我国农药净出口总额，规模在全球非专利农药企

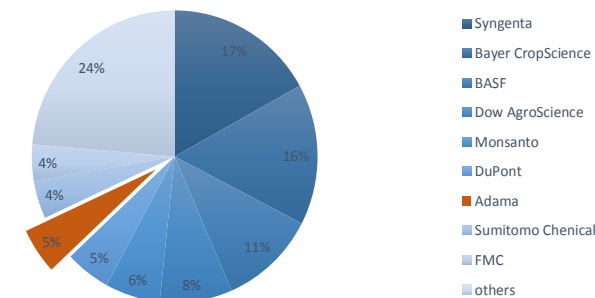
业中遥遥领先。

图 25: 2016 年全球主要作物保护公司产品销售额 (亿美元)



资料来源: Phillips McDougall, 信达证券研发中心

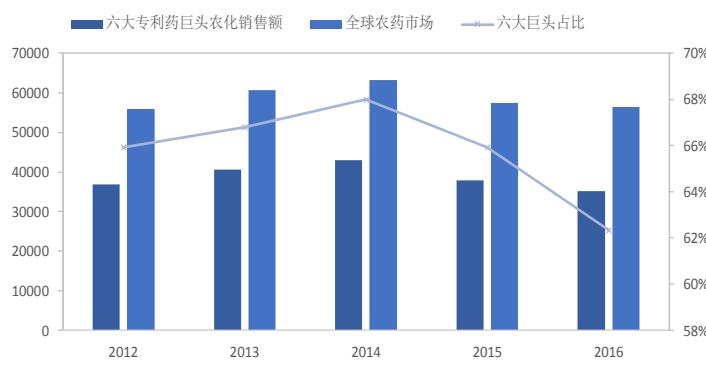
图 26: 全球主要公司作物保护市场占有率



资料来源: 安道麦年报, 信达证券研发中心

随着时间的推移, 农药产品的专利期过后, 依靠生产专利农药为主的企业如果研发进度出现迟滞, 其经营水平将会受到影响, 以生产非专利农药为主的企业发展前景向好。根据 Phillips McDougall 统计, 2016 年世界六强大专利农药巨头的销售业绩全线下跌, 市场份额进一步下降, 而安道麦市场份额则随之扩大。1998-2016 年, 安道麦销售额复合增长率高达 10%, 远高于同期作物保护市场复合增长率 3%。

图 27: 六大专利农药巨头年销售额 (百万美元) 及占有率



资料来源: Bloomberg, Phillips McDougall, 信达证券研发中心

图 28: 安道麦销售额及作保市场增速 (基准指数 1998=100)



资料来源: 安道麦投资者交流会资料, 信达证券研发中心

安道麦拥有全球最广泛的产品组合和分销渠道

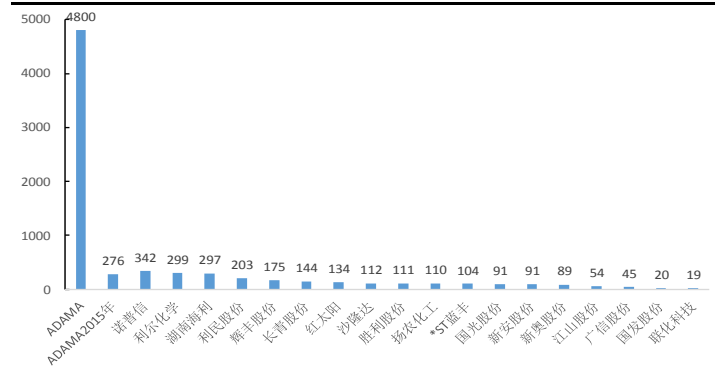
农药行业的特殊性很大一部分在于农药登记制度，目前，在世界上几乎所有的国家生产和销售农药都要受到当地政府的严格监管，登记要求也在实时变化之中，整体趋势是愈加严格。因此，在这种情况下，产品登记就构成了农药行业的一个进入壁垒。安道麦公司成功之处就在于全球强大的产品登记能力，安道麦在欧洲、以色列、拉丁美洲（巴西）、美国和亚洲等地设有发展和授权中心，在全球近 120 个国家拥有约 5,000 项注册登记产品及 6,000 余个商标，每年新注册产品数在 200-300 之间。安道麦雇佣了大约 170 名专业的产品登记人员，其中大部分是研究员、工程师和化工、农业、生物及生命科学等领域的技术人员，同时还雇佣了外部承包商来开发登记数据。仅 2016 年，安道麦用于产品登记的费用为 97 百万美元，占安道麦年收入的 3.2%，共获得 240 种新的产品登记许可。

由中国农药信息网检索得到数据，国内企业取得登记最多的诺普信在国内取得登记 342 个（包括目前已经过期的），当然国内公司也持有国外登记，但诺普信绝大部分收入来自国内。安道麦 2016 年在全球取得的新登记 240 个，累计共取得登记超过 5000 个，在市场渠道方面，无疑是国内农药行业的领头羊，且优势巨大。

庞大的登记证数量使公司拥有全球最广泛的产品组合。

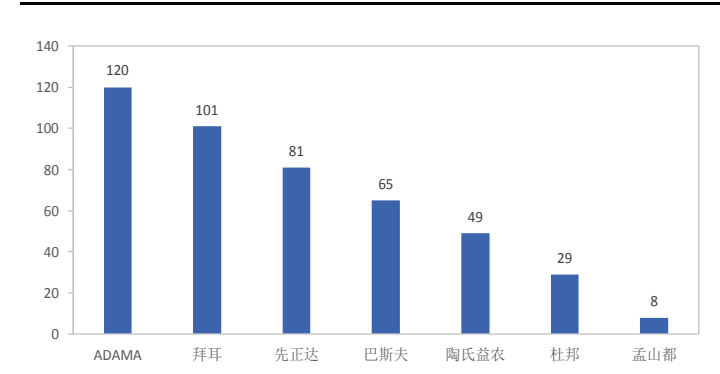
目前，包括杀虫剂、杀菌剂和除草剂在内的全球农化行业目前一共有约 550 种原药，而安道麦已经取了其中 270 种原药的登记证，原药品种注册数量行业领先，这为安道麦提供了一个巨大的宝库，为其开发差异化产品组合奠定了良好的基础。基于这些原药，安道麦已复配开发出超过 1000 多种制剂产品。

图 29: 截止 2015 年主要农化企业农药登记数量统计



资料来源: Bloomberg, Phillips McDougall, 信达证券研发中心

图 30: 全球领先农化企业原药品种注册数量



资料来源: 安道麦投资者交流会资料, 信达证券研发中心

安道麦与沙隆达协同效应显著

自 2013 年以来，安道麦聚焦中国发展，致力于成为唯一一家供应链整合了全球与中国优势的公司，抓住中国机遇，以此打造无可匹敌的非专利竞争领导力。

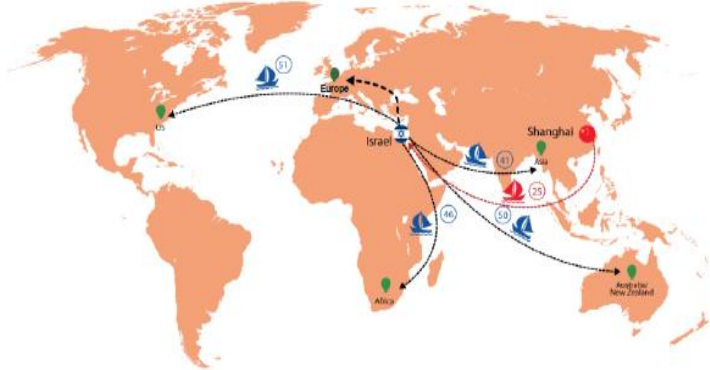
中国农化市场未来增速仍将快于全球行业平均水平，根据 Phillips McDougall 2016 年的预测，到 2020 年，中国作物保护用农药的市场规模将达到 67.54 亿美元，年均复合增长率 4.7%，近 2 倍于全球增长速度。同时，由于中国市场的碎片化，前五大生产商行业集中度只有 24%，前十大也只有 39%，行业整合的时机逐渐成熟。

安道麦将在江苏南京设立新的全球研发中心，配套现代化的合成装置，打造先进非专利作物保护产品的研发平台，部分职能将是引进国内外先进的技术，提供有成本竞争力的作物保护方案。

安道麦在江苏淮安设立的作物保护产品生产中心，座落于新工业园区，采用向后整合的制造设备，配套拥有两个盐矿、氯碱膜分离技术和独立的电站，杀虫灵、草甘膦、百草枯、2,4-D、乙炔威、吡蚜酮和乙烯利等主要产品将具有成本竞争能力，满足中国乃至全球的产品需求。

安道麦中国战略还将优化公司经营，提升供应链效率和灵活性，具体体现在：缩短全球供应链、存货周转速度加快、客户服务质量提升、营运资金需求减少、资产成本更低、运输成本减少等。

图 31：安道麦产品目前分销路线



资料来源：安道麦网站，信达证券研发中心

图 32：安道麦产品未来分销路线



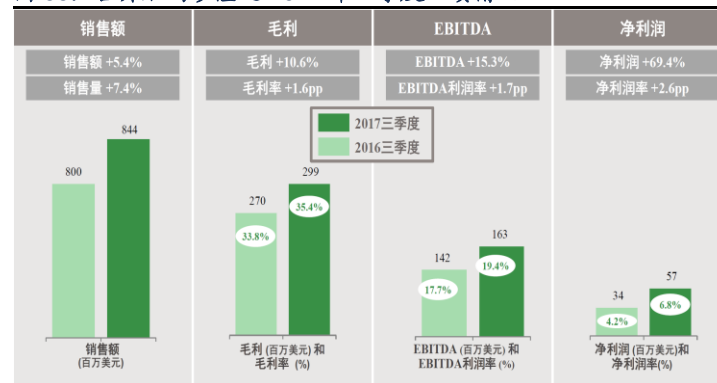
资料来源：安道麦网站，信达证券研发中心

三、旗开得胜——携手共谱新篇章

得益于沙隆达和安道麦各自强劲的业绩表现，合并后公司首个季度的合并业绩取得强劲增长，创历史新高。

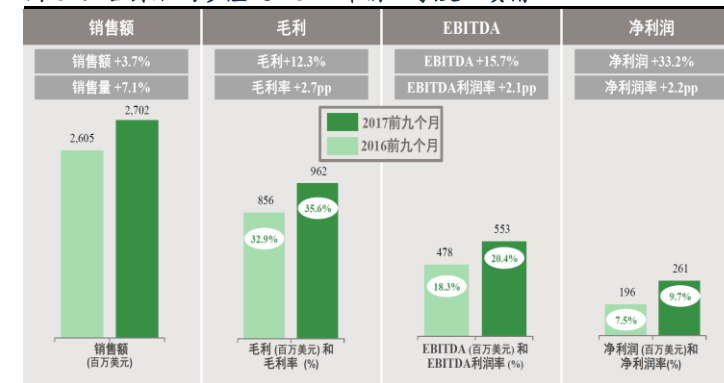
受差异化产品地销售量增长强劲影响，合并后的沙隆达前九个月销售量同比增长 7.1%，其中三季度销售量同比增长 7.4%，前九个月销售收入同比增长 3.7%，达 27.02 亿美元，净利润同比增长 33.2%，达 2.61 亿美元，净利率同比上升 2.2 个百分点至 9.7%，其中三季度净利润达 5700 万美元，同比大幅增长 70%。

图 33: 合并后的沙隆达 2017 年三季度业绩情况



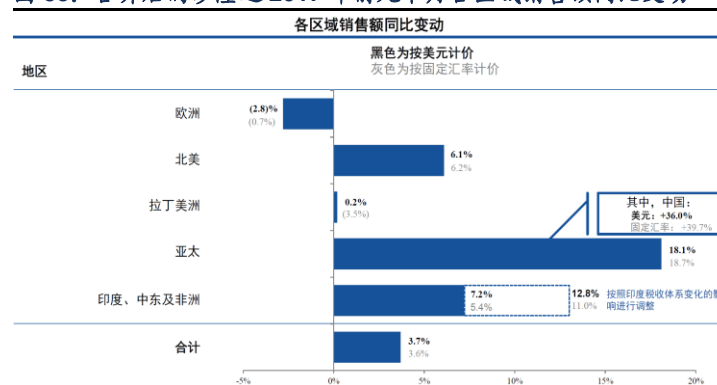
资料来源: 安道麦 2017Q3 经营业绩介绍, 信达证券研发中心

图 34: 合并后的沙隆达 2017 年前三季度业绩情况



资料来源: 安道麦 2017Q3 经营业绩介绍, 信达证券研发中心

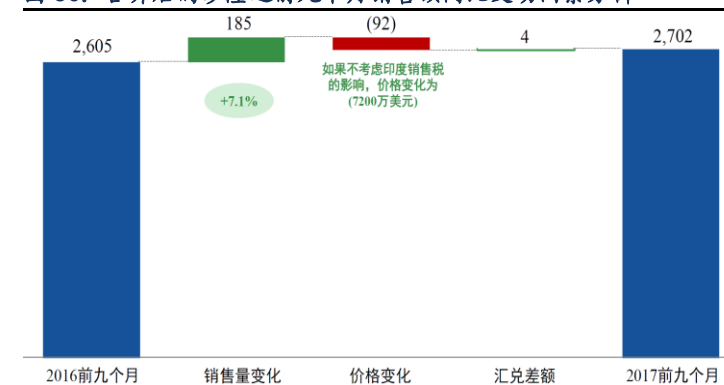
图 35: 合并后的沙隆达 2017 年前三季度各区域销售额同比变动



资料来源: 安道麦 2017Q3 经营业绩介绍, 信达证券研发中心

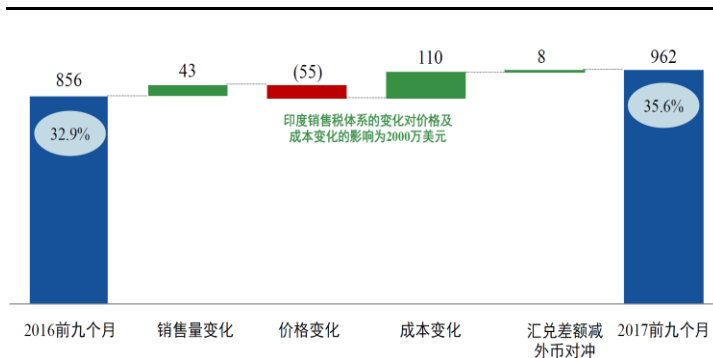
图 37: 合并后的沙隆达 2017 年前三季度毛利同比变动因素分析

图 36: 合并后的沙隆达前九个月销售额同比变动因素分析

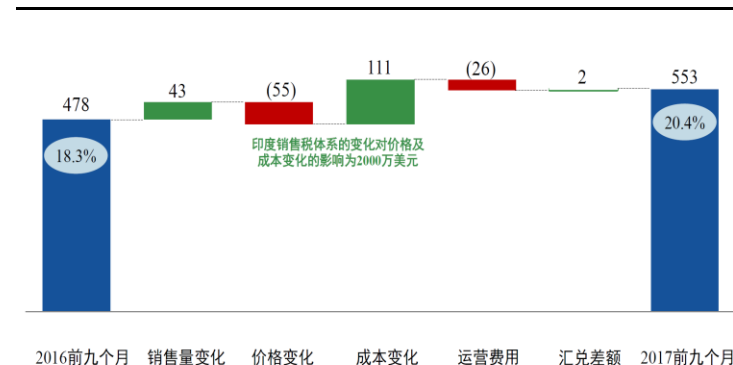


资料来源: 安道麦 2017Q3 经营业绩介绍, 信达证券研发中心

图 38: 合并后的沙隆达 2017 年前三季度 EBITDA 同比变动因素分析



资料来源：安道麦 2017Q3 经营业绩介绍，信达证券研发中心



资料来源：安道麦 2017Q3 经营业绩介绍，信达证券研发中心

我们预计 2018-2019 年，随着巴西及欧洲农药渠道库存完成去化过程，全球农化市场将重拾增长，公司或将继续延续过去数十年的增势，取得超越行业的业绩增速。不同的是，随着安道麦注入沙隆达并完成整合，近年来大力开拓亚太市场的安道麦将如虎添翼，两者之间的协同优势将助力合并后的沙隆达谱写新的篇章。

四、盈利预测、估值与投资评级

1、公司原有业务盈利预测

主要假设：

- （1）公司现有化肥、农药等农用化学品业务受经济形势影响在 2015、2016 年出现了一定程度的下滑，17 年以来，环保约束下，国内农药供应紧张，包括草甘膦、百草枯在内的大部分农药产品及氮肥、磷复肥等化肥产品价格步入上涨通道。假设 2017-2019 年沙隆达原有农化业务收入增长速度分别为 52.3%、15%、10%；基础氯碱化工收入增长速度分别为 17.6%、0%、0%；化工新材料收入增长速度分别为 18.2%、0%、0%；其他收入保持不变。
- （2）随着供给侧改革的推进和环保监管趋严，大量不符合监管要求的中小企业将退出市场，预计农化业务毛利率将逐渐提升，假设 2017-2019 年农化业务收入毛利率分别为 28.0%、30%、32%；基础氯碱化工毛利率分别为 30%、25%、25%；化工新材料毛利率维持稳定，分别为 52.8%、52.8%、52.8%；其他业务毛利率保持不变。
- （3）公司销售费用率、管理费用率基本稳定。

表 8: 沙隆达原有业务收入预测 (万元)

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
合计						
收入	3,131.2	2,169.9	1,854.7	2707.58	3049.01	3310.78
收入增速	1.71%	-30.70%	-14.53%	46.0%	12.6%	8.6%
成本	2,192.28	1,729.42	1,601.18	1948.20	2141.68	2267.33
毛利	938.9	440.5	253.6	759.37	889.38	1025.50
毛利率	30.0%	20.3%	13.7%	28.05%	29.17%	30.97%
化肥、农药等农用化学品						
收入	3,382.55	1,922.18	1,494.19	2276.2	2617.7	2879.4
收入增速	9.21%	-43.17%	-22.27%	52.3%	15%	10%
成本	2,488.72	1,501.43	1,260.33	1638.89	1832.37	1958.02
毛利	893.84	420.76	233.86	637.35	785.30	921.42
毛利率(%)	26.42	21.89	15.65	28.00	30.00	32.00
基础(氯碱)化工产品						
收入	91.22	211.40	305.14	358.90	358.90	358.90
收入增速	40.99%	131.75%	44.34%	17.6%	0.0%	0.0%
成本	63.89	202.60	299.43	251.23	251.23	251.23
毛利	27.32	8.80	5.71	107.67	89.73	89.73
毛利率(%)	29.95	4.16	1.87	30.00	25.00	25.00
化工新材料						
收入	15.45	18.24	18.82	22.24	22.24	22.24
收入增速	2.66%	18.06%	3.18%	18.2%	0.0%	0.0%
成本	10.13	11.11	10.06	10.50	10.50	10.50
毛利	5.33	7.13	8.77	11.75	11.75	11.75
毛利率(%)	34.48	39.08	46.58	52.81	52.81	52.81
其他业务						
收入	27.23	18.11	36.58	50.20	50.20	50.20
收入增速	-40.21%	-33.49%	101.99%	37.2%	0.0%	0.0%
成本	14.81	14.28	31.36	47.59	47.59	47.59
毛利	12.42	3.83	5.23	2.61	2.61	2.61

毛利率(%)	45.62	21.15	14.29	5.20	5.20	5.20
--------	-------	-------	-------	------	------	------

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

表 9: 沙隆达原有业务损益预测 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,169.94	1,854.73	2,707.58	3,049.01	3,310.78
减: 营业成本	1,729.42	1,601.17	1,948.21	2,141.69	2,267.33
营业税金及附加	15.43	14.60	21.31	24.00	26.06
销售费用	84.15	89.53	130.70	147.18	159.81
管理费用	116.92	224.18	327.26	368.53	400.17
财务费用	14.21	-4.34	-18.49	-20.63	-25.24
资产减值损失	28.16	54.53	16.70	18.37	19.46
加: 投资净收益	1.72	1.67	1.69	1.69	1.68
二、营业利润	666.92	183.32	43.94	54.25	56.09
加: 营业外收入	1.67	4.41	1.62	1.59	1.56
减: 营业外支出	183.32	-120.43	283.51	371.47	464.75
三、利润总额	5.77	23.47	11.36	13.53	16.12
减: 所得税	0.07	0.03	1.06	0.38	0.49
四、净利润	189.03	-96.98	293.81	384.62	480.38
归属于母公司所有者的净利润	141.84	-74.49	220.35	288.46	360.28

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

2、安道麦原有业务盈利预测

主要假设:

(1) 主营业务收入预测:

我们认为, 随着全球尤其是巴西市场农药渠道库存去化接近尾声, 在没有厄尔尼诺等极端天气出现的情况下, 18、19 年全球农化市场大概率将步入景气周期, 农化产品需求量及价格将同步回升。

基于以上判断, 我们假设, 欧洲 18 年农药渠道库存去化接近尾声, 农药市场即将恢复增长, 17-19 年欧洲地区营收增

速分别为-2.3%、2.0%、4.0%；受益于种植面积稳定增长，17-19年北美地区营业收入增速分别为4.9%、5.2%、5.0%；巴西市场19年渠道库存去化接近尾声，营业收入增速逐渐恢复，17-19年增速分别为1.4%、5.0%、7.0%；印度、中东及非洲市场，由于安道麦持续进行市场开拓，仍将保持较高速度增长，17-19年增速分别为6.3%、10.0%、10.0%；而随着安道麦与沙隆达业务整合的进行，安道麦在亚太市场的占有率将逐步提升，17-19年增速分别为5.2%、8.0%、10.0%。

(2) 毛利率预测:

我们认为：随着农化市场步入景气周期，全球农化产品平均价格将触底反弹；随着沙隆达与安道麦整合的进行，两者协同效应逐渐显现，淮安制剂中心的启用将降低公司制剂产品生产成本、缩短安道麦全球供应链、降低物流成本，公司成本将逐步降低；公司将持续优化产品结构，差异化、高毛利率、高附加值产品占比将继续稳步提升。

基于以上假设，我们预计2017~2019年，公司毛利率分别为35.6%、37.6%、39.6%。

(3) 随着安道麦不断开拓亚太地区和印度市场，预计安道麦销售费用率将小幅上升。研发费用率及管理费用率较为稳定。

(4) 2017-2019年所得税率分别为13.14%、25.0%、25.0%。

表 10: 安道麦原有业务损益预测 (百万美元)

单位: 百万美元	2014	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4(E)	2017(E)	2018(E)	2019(E)
主营业务收入	3221	3064	3070	843	830	749	703	3126	3282	3491
营收增速	4.7%	-4.9%	0.2%	-1.2%	2.8%	1.1%	5.3%	1.8%	5.01%	6.37%
其中:欧洲	1217	1116	1042	398	286	205	129	1018	1038	1080
北美	545	573	604	169	190	118	156	633	666	700
拉美	823	736	740	115	147	228	260	750	788	843
印度、中东及非洲	373	366	392	74	116	136	91	417	459	504
亚太	294	273	292	87	91	62	67	307	332	365
营业成本	2196	2094	2037	532	530	479	471	2012	2048	2109
营业成本增速	4.2%	-4.6%	-2.7%	-4.5%	-1.3%	-0.5%	2.0%	-1.2%	1.8%	3.0%
毛利润	1025	970	1033	311	300	270	232	1114	1234	1383
毛利增速	5.9%	-5.4%	6.6%	5.1%	10.9%	3.9%	12.6%	7.8%	10.8%	12.0%
毛利率	31.8%	31.6%	33.7%	36.9%	36.2%	36.1%	33.0%	35.6%	37.6%	39.6%
毛利率同比	0.4%	-0.2%	2.0%	2.2%	2.6%	1.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%

其他收入	-5	-14	-10	-1	-11	-2	0	-14	-9	0
销售费用	571	534	550	136	144	136	152	567	604	646
销售费用率	17.7%	17.4%	17.9%	16.1%	17.3%	18.2%	21.6%	18.2%	18.4%	18.5%
管理费用	112	103	112	30	30	39	34	133	117	124
管理费用率	3.5%	3.3%	3.6%	3.5%	3.6%	5.2%	4.8%	4.2%	3.6%	3.6%
研发费用	34	30	33	9	9	10	9	37	34	37
研发费用率	1.04%	0.99%	1.06%	1.13%	1.09%	1.28%	1.28%	1.19%	1.0%	1.0%
其他费用	3	17	5	1	4	0	0	5	5.9	5.9
费用及其他收入合计	714	669	689	175	175	183	195	728	752	812
营业利润 (EBIT)	311	300	344	136	125	87	37	386	482	570
财务费用 (净值)	124	140	140	19	37	30	30	117	115	115
财务费用比率	3.8%	4.6%	4.6%	2.3%	4.5%	4.0%	4.3%	3.7%	3.5%	3.3%
投资收益	6	-1	-17	0	2	0	0	0	0	0
税前利润	193	159	187	117	90	57	7	272	368	455
所得税	47	49	23	3	15	15	2	36	92	114
税率	24.3%	31.0%	12.0%	2.6%	16.6%	27.1%	30.0%	13.14%	25.0%	25.0%
净利润	146	110	165	114	75	42	5	236	276	341
净利润增速	12.1%	-24.8%	50.0%	7.2%	31.8%	25.6%	116.1%	43.4%	16.7%	23.8%
净利润率	4.5%	3.6%	8.1%	13.6%	9.0%	5.6%	0.7%	11.7%	8.4%	9.8%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

3、合并报表盈利预测

表 11: 沙隆达合并报表损益预测 (百万元)

	2017E	2018E	2019E
营业收入			
沙隆达 (百万元)	2707.6	3049.0	3310.8
安道麦(百万美元)	3125.9	3282.5	3491.5
汇率 (美元/人民币)	6.6	6.6	6.6
安道麦(百万元)	20,630.9	21,664.5	23,043.9
合并营业收入 (百万元)	23,338.5	24,713.5	26,354.7

合并营业收入增长 (%)	--	5.9%	6.6%
归母净利润			
沙隆达 (百万元)	220.4	288.5	360.3
安道麦(百万美元)	236.1	275.6	341.2
汇率 (美元/人民币)	6.6	6.6	6.6
安道麦(百万元)	1,558.3	1,819.0	2,251.9
合并归母净利润 (百万元)	1,778.6	2,107.4	2,612.2
合并归母净利润增长 (%)	--	18.5%	24.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

根据以上假设条件, 我们预计沙隆达 2017-2019 年合并报表营业收入分别为 233.4、247.1 和 263.5 亿元, 归属母公司所有者净利润分别为 17.8、21.1 和 26.1 亿元, 按照公司当前股本 24.5 亿股计算, 对应 2017-2019 年摊薄 EPS 分别为 0.73、0.86、1.07 元/股。

4、估值及投资评级

考虑沙隆达和安道麦主营业务均为农药行业, 选取了 A 股 19 家上市农药公司作为可比公司, 计算市盈率 P/E。

表 12: 可比公司市盈率(2018-3-13)

证券代码	证券简称	P/E		
		TTM	2018E	2019E
000525	红太阳	19.69	14.30	12.27
002157	正邦科技	21.93	12.34	9.48
002215	诺普信	21.45	17.36	13.17
002250	联化科技	50.86	24.44	15.90
002258	利尔化学	28.24	19.78	15.45
002391	长青股份	23.93	17.27	13.87
002496	辉丰股份	17.81	13.53	11.75
002513	*ST 蓝丰	39.66	24.30	20.28
002734	利民股份	28.51	19.55	17.08

002749	国光股份	25.87	19.35	14.29
300261	雅本化学	75.63	33.76	25.16
600141	兴发集团	37.74	27.63	21.69
600389	江山股份	42.44	25.71	15.82
600486	扬农化工	30.12	28.41	21.44
600500	中化国际	74.84	25.85	17.61
600731	湖南海利	104.44	107.17	61.13
600803	新奥股份	21.20	19.61	10.63
603077	和邦生物	36.69	23.85	20.74
603599	广信股份	24.61	21.41	17.48
中值		28.51	21.41	15.90

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注:2018、2019 年预期市盈率为 Wind 一致预测;

公司当前市盈率 PE(TTM) 24X, 低于行业平均, 考虑到公司为全球非专利农药生产厂领军企业, 拥有全球最广泛的产品组合和销售渠道, 研发能力突出, 并具有较强的品牌优势, 首次覆盖给予“买入”评级。

五、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。

六、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, 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。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

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。

刘 栋，清华大学工学博士，中国人民大学经济学硕士，2年民航咨询从业经验，现从事能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	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。