

沙隆达 A (000553)

公司研究/深度报告

全球农药行业复苏，公司业绩持续增长

—沙隆达 A (000553) 深度报告

深度研究报告/基础化工

2018 年 08 月 02 日

报告摘要：

● 公司收购全球非专利农药巨头安道麦，业绩创新高

安道麦是全球第六大农化公司，作为全球非专利作物保护市场的领军企业，拥有丰富的多元化、差异化的产品组合，包括 120 多种集中管理的原药和 1000 多种复配产品及制剂。2017 年 7 月，安道麦与沙隆达正式合并报表，业绩创新高。合并后，协同效应初显，于 2018 第一季度实现业绩 65.0 亿元，同比增长 2.46%，安道麦旗下制剂品牌销售额翻了三倍以上。区域业绩中，拉美、北美、亚太以及 IMA 地区销售额分别同比增长 21.1%、15.9%、19.7%、30.9%。其中中国区业绩大幅增长，总销售额增速达 36.6%。

● 立足中国，联通世界

合并后，公司成为了整合全球-中国一体化价值链的企业。通过对原有供应链线路的优化，充分利用中国作为全球最大的原药基地的优势，以荆州为运营中心，南京为研发中心，淮安为制剂中心，将原有“中国生产-以色列包装-分销”路径，优化为直接由中国采购、生产、包装并分销直运到各地。优化运营，提升自给率，节约成本的同时，提升了供应链的灵活性和效率。实现了端到端的价值链整合。借助安道麦在全球广泛覆盖的销售网络，公司在全球化战略中，优势愈加完善。

● 全球农化市场景气复苏，助力公司业绩增长

在经历了 2015-2017 年两年的农化市场低迷景象，2018 年全球农化市场逐渐企稳复苏。原因之一是原油价格回升，提高农需产品成本及操作费用，同时拉动生物燃料的使用，推高了农产品价格。另一方面全球农药库存降低，农产品价格触底反弹，农作物种植面积的增加，农药市场整体进入新一轮景气周期。

● 盈利预测与投资建议

我们看好公司“立足中国，联通世界”的战略，打造农药产业链一体化，预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 1.04、0.81 和 0.86，对应当前 PE 分别为 14.1X、18.1X 和 17.0X，当前申万化工行业动态 PE 为 20 倍左右，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

农药行业复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	23,820	25,725	27,783	29,450
增长率 (%)	1184.3%	8.0%	8.0%	6.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,546	2,555	1,971	2,096
增长率 (%)	2175.3%	65.3%	-22.9%	6.3%
每股收益 (元)	0.66	1.04	0.81	0.86
PE (现价)	22.2	14.1	18.1	17.0
PB	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

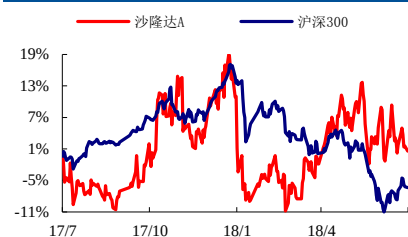
谨慎推荐 首次评级

当前价格： 14.65 元

交易数据 2018-8-1

近 12 个月最高/最低	14.65
总股本 (百万股)	17.9/13.44
流通股本 (百万股)	2,342
流通股比例 (%)	364
总市值 (亿元)	15.54
流通市值 (亿元)	53

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨林

执业证号： S0100517050001
电话： 13621397096
邮箱： yanglin@mszq.com

研究助理：曹莉莉

执业证号： S0100117100029
电话： 18701586180
邮箱： caolili@mszq.com

研究助理：薛聪

执业证号： S0100118060011
电话： 17698099528
邮箱： xuecong@mszq.com

相关研究

- 1.民生化工周报 20171225：聚氨酯板块大涨，气荒继续推动合成气产业链
- 2.民生化工周报 20171120：继续推荐漆

目录

一、沙隆达收购安道麦，跻身全球非专利农药市场	3
(一) 沙隆达：中国老牌大型原药企业，国内根基深厚	3
(二) ADAMA：全球非专利农药领导企业，国际知名	4
(三) 沙隆达收购 ADAMA，国际农化巨头花落中国	6
二、立足中国，放眼世界——非专利农药巨头的新生	7
(一) 公司整合“全球-中国”一体化产业链，优化供应链格局	7
(二) 多样化产品组合为公司强大的解决方案能力提供基石	9
(三) 合并重组后实现历史最佳业绩	10
(四) 独有的中国机遇助力公司未来发展	11
三、全球农化市场复苏，公司未来业绩可期	13
(一) 作物保护市场经历两年低潮有复苏趋势	13
(二) 油价中枢上行，农产品价格回升，有望促进农药市场复苏	14
1、油价上升，影响农产品价格抬升，促进农药市场复苏	14
2、环保政策趋严，库存收紧，农药供给端开始紧张	16
(三) 非专利农药市场份额提升是未来发展趋势，直接利好公司	17
四、投资建议	18
五、风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

一、沙隆达收购安道麦，跻身全球非专利农药市场

2011 年 10 月，中国化工农化总公司下属子公司农化新加坡 (CNACI INTERNATIONAL PTE.LTD.) 完成对以色列农药公司 MAI (马克西姆阿甘，安道麦的前身) 60% 的股权的收购，成为 MAI 的最大股东，随后 MAI 在以色列特拉维夫证券交易所退市。2016 年 7 月，农化新加坡收购 KOOR 所持有的安道麦 40% 的股权后，将其持有的 100% 安道麦股权转让给中国农化。为避免交易后上市公司与下属子公司交叉持股，公司向安道麦简介持股 100% 的下属子公司 Celsius 定向回购持有的沙隆达 B 股，10.60% 的股份并予以注销。

2017 年 7 月，中国化工农化总公司 (以下简称“中国农化”) 完成对 ADAMA AGRICULTURAL SOLUTIONS LTD. (以下简称“安道麦”或“ADAMA”) 100% 股权过户相关手续，将安道麦整体注入沙隆达，实现农化业务的整合，安道麦自此成为沙隆达的全资下属公司，并由沙隆达持有其 100% 股权，强强联合，整合后成为全球排名第四的农化上市公司，共同打造“立足中国、联通世界”的全球跨国作物保护领军企业。

(一) 沙隆达：中国老牌大型原药企业，国内根基深厚

沙隆达主要从事农药、化工产品及其中间体的制造、销售及进出口贸易。湖北沙隆达股份有限公司位于湖北省荆州市，前身为国营湖北省沙市农药厂，始建于 1958 年，是我国老牌重点农药企业之一。公司以氯碱化工为基础、农用化工为主题、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”，是我国农药行业守正出新的龙头企业。2005 年，沙隆达 A 成为中国化工农化总公司的全资子公司。公司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 25 万吨，有机化工原料及中间体 20 万吨。沙隆达近几年在农药产销量和出口量名列前茅，位列农业行业前三甲，是中国化工旗下盈利能力最强的上市公司之一。公司通过收购交易标的股权的方式，不断优化产品结构，整合产业链。2012 年公司通过收购江苏安邦和江苏淮化股权后，拥有了从原料到中间体及下游农药产品的一体化生产、销售的能力。另一方面，公司坚持以市场为导向，不断扩大其在国内外的知名度。与 20 多个国家和地区建议贸易关系并登记了 120 多个品牌，产品远销欧洲，中南美，东南亚，大洋洲等多个地区，拥有了强大的销售网络，农药出口量达 1 万吨/年，年创汇额近 3000 万美元，盈利水平不断增强。

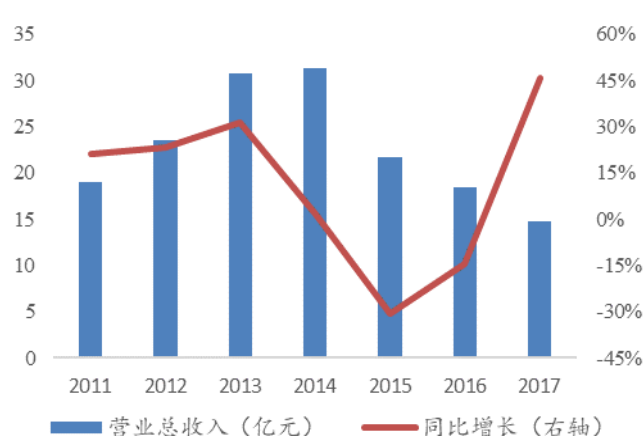
表 1：沙隆达主要产品及产能

中间体	产能 (万吨)	农药品种	产能 (万吨)
精胺	4	乙酰甲胺磷	2
双甘膦	5	草甘膦	2
吡啶	1	百草枯	0.8
		敌敌畏	2
		2,4-D	2
		氨基甲酸酯系列	1
		烧碱	13

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司业绩受农化行业周期性特点影响显著。2011-2014 年，公司营业收入：15.70~31.31 亿元，年均复合增长率：18.84%；归母净利润：0.24 亿元~4.92 亿元，113.19%。2015 年，自 2015 年开始，农化市场低迷，公司业绩下滑。2016 年开始，市场逐渐回暖。在 2017 年上半年，公司实现营收：14.66 亿元，同比增长 45.74%，归母净利润 1.69 亿元，同比增长 906.64%。

图 1：沙隆达营业收入情况/亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：沙隆达净利润情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

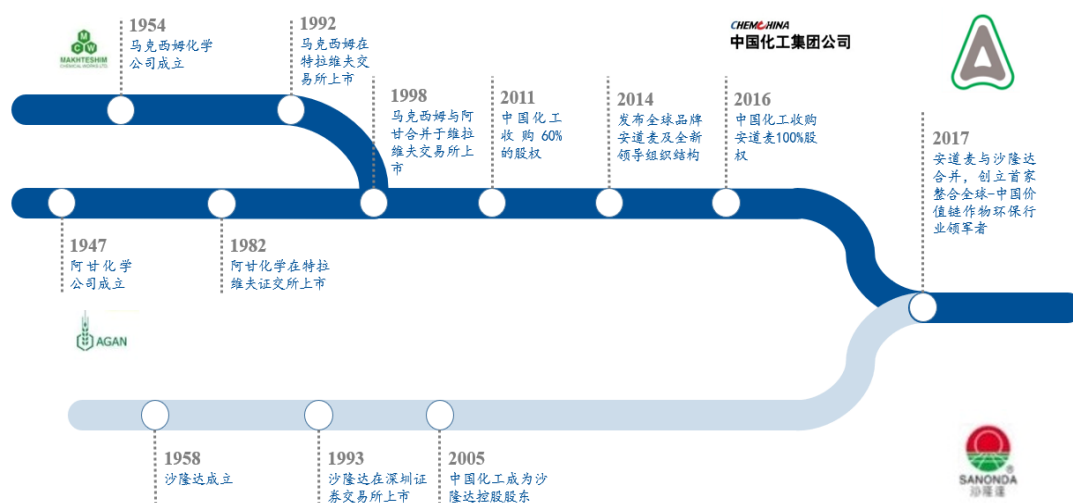
沙隆达依靠科技，不断改进生产工艺，开发改进产品，对科研的投入虽所占比例不大，但意在提升产品品质，降低生产成本，增强市场竞争力和盈利能力。公司重点研究双甘膦清洁生产连续化和草甘膦连续氧化等新工艺均进展顺利。专利方面，2016 年公司获得 4 项专利授权，截止 2016 年底，拥有 24 项发明专利。

（二）Adama：全球非专利农药领导企业，国际知名

Adama 是全球第一位非专利作物保护产品领域领导者，全球第六大农化公司，主要从事非专利作物保护产品的开发、生产和销售。其年销售额\$34 亿，市场规模达\$600 亿，凭借其广泛多元的产品和综合全面的产品线，Adama 业务网络遍布全球，在 45 个国家拥有约 60 多家子公司，4 个研发中心，8 个产品及开发注册中心，公司具有显著的竞争优势。

Adama 原在以色列上市，是全球最大的非专利农药企业，前身是 1998 年由两大以色列老牌化工公司阿甘化学（1947 年成立）和马克西姆化学公司（1954 年成立）合并成立的马克西姆阿甘工业公司。经历了 70 多年的发展，公司在以色列市场取得的成功，使之萌发了为全球农民提供优质、高校的作物保护产品的远景。公司经历了多次并购，不断在全球市场扩大业务，现已发展成为全球农化领军企业，业务遍布全球 100 多个国家，长期保持高于行业水平的业绩增长。合并后，其业务板块进一步拓展，打造首家“立足中国、联通世界”的跨国作物保护领军公司。Adama 经营战略是“立足中国向前发展，提供多样化的产品组合和服务大众”的北极星战略。通过对话农民了解需求，以“创造农业简单化”不断开发创新多样化产品，为满足全球农业需求提供助力，渐变农民的农作生活。

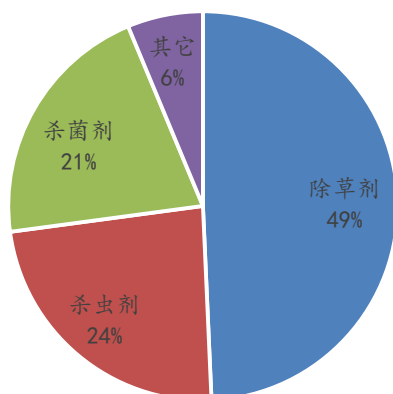
图 3: Adama 历史发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

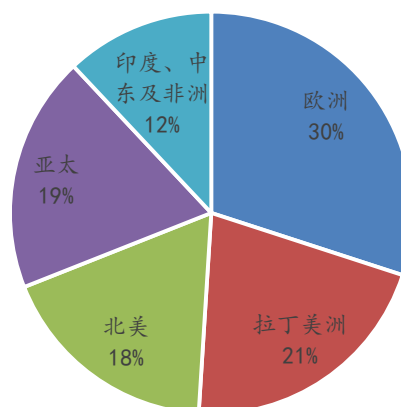
作为非专利市场的成功领军企业，Adama 积累了全球最广泛的非专利产品资源以及广博的登记实力，从而为全球各地的农民提供具有附加价值的高效解决方案，覆盖各种主要作物。得益于丰富的产品种类（没有一种单一原药占集团 2017 年销售额 6% 以上）、以及广泛的地域覆盖，集团的业务布局更加多元化，提高了业务稳定性。集团产品销往全球 100 多个国家，地域覆盖广泛分散，区域占比平衡。Adama 主要从事非专利作物保护产品的开发、生产及销售，主要包括除草剂、杀菌剂和杀虫剂；同时发展在其他包括食品添加剂，香精类产品和工业类产品等非农领域产品的业务。主营产品种类分为以除草剂为主的作物保护产品和其他如产品添加剂等非农领域产品。作物保护产品作为公司的主要经营类产品，主要包括除草剂，杀虫剂，杀菌剂，生长调节剂，种衣剂等，这些产品不仅广泛应用于农业领域，也可用于如公园，家庭等非农业领域。其他类产品，包括食品添加剂，香味剂，工业产品和附加产品等营业收入仅占 6.3%。

图 4: Adama 营业收入结构（按产品种类）



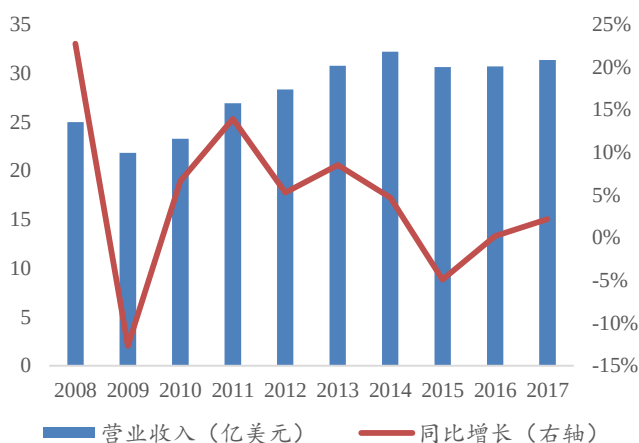
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5: Adama 营业收入结构（按销售地区）

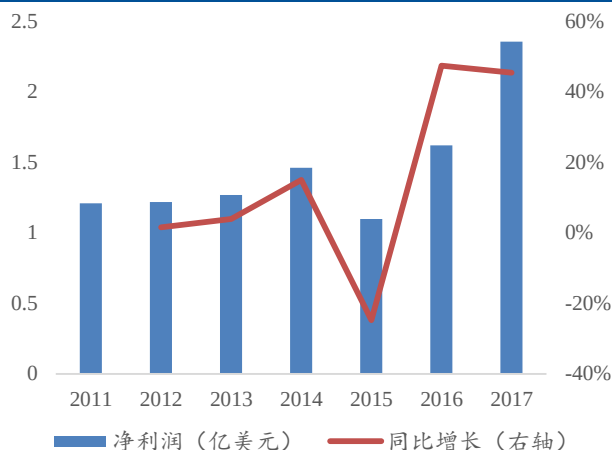


资料来源：公司公告，民生证券研究院

Adama 的业绩维持稳定增长。由于公司业务的分散化,包括产品的分散化和销售地区的分散化,使得公司业绩能保持相对稳定的增长而不受单一产品价格波动影响太大。即使受农药行业需求低迷及农药库存处于高位的影响,2016 年农药整体行业不景气,Adama 仍实现营收小幅增长,全年营收 30.70 亿美元,同比增长 0.2%。2017 年随着国际油价中枢上行,国际农药行业有探底趋势,Adama 率先走出低迷的市场环境,全年营收 31.37 亿美元,同比增长 2.2%;净利润 2.36 亿美元,同比增长 45.4%。

图 6: Adama 营业收入情况/亿美元


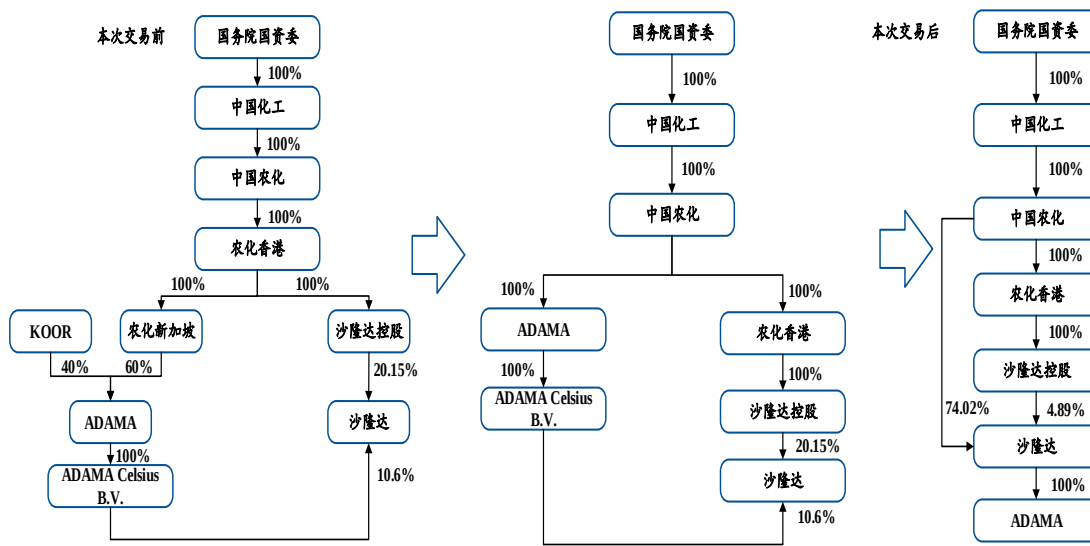
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图 7: Adama 净利润 (亿美元) 及同比增长情况


资料来源:公司公告,民生证券研究院

(三) 沙隆达收购 Adama, 国际农化巨头花落中国

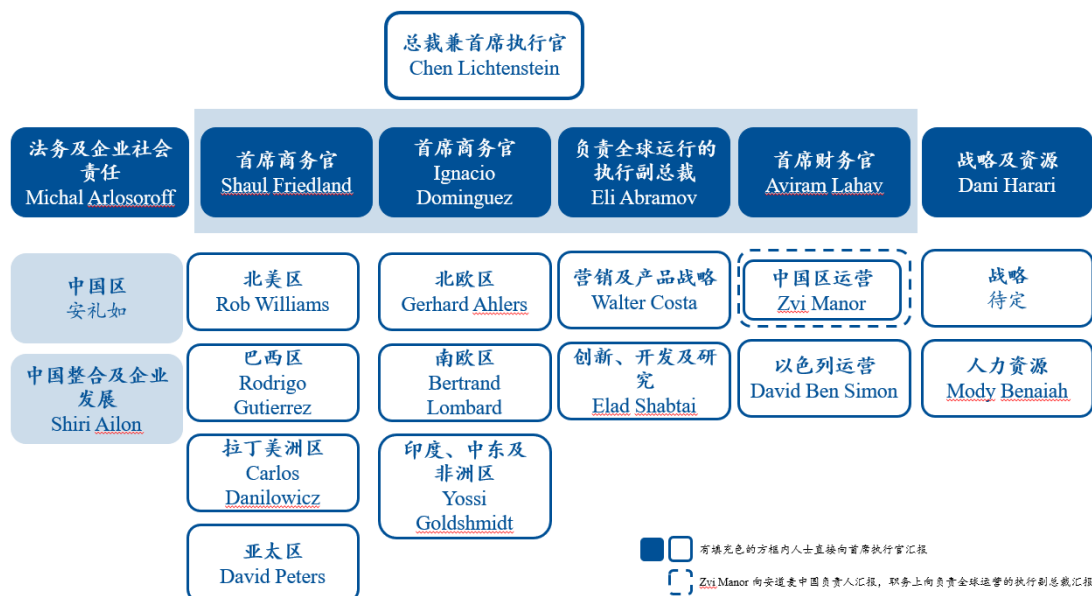
2017 年,沙隆达和 Adama 完成合并,公司拟名“安道麦”。本次交易前后,未导致公司的控制权发生变更,公司实际控制人均为国务院国资委,由中国农化直接持股 70.11%成为上市公司的控股股东。合并完成后,公司自 2017 年第三季度将 Adama Solutions 的财务报表并入公司财务报表。

图 8: 沙隆达 A 交易前后股权结构的变化


资料来源:公司公告,民生证券研究院

公司被收购后，仍为跨国公司，管理层没有进行大规模整合的同时保留了原来的管理模式，最大限度保留企业优秀的管理制度。

图 9：安道麦全球管理层结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、立足中国，放眼世界——非专利农药巨头的新生

Adama 与沙隆达合并之后，定名安道麦（以下称为公司）。虽然名称并未发生改变，实质上安道麦从产品组合到供应链都发生了不一样的变化，同时立足中国这个农药市场，给了公司很好的机遇。

（一）公司整合“全球-中国”一体化产业链，优化供应链格局

公司拥有唯一整合全球-中国价值链。中国作为全球最大的原药基地，主要为全球农药产业链提供原药及部分制剂，拥有完整的上游产业链，在物流、时效、人力等方面都具有低成本优势，在整个全球农药市场供应链中占有至关重要的地位。公司在南京建有的全球研发中心及拥有全球顶尖技术的淮安全球制剂中心将于今年底前启动。利用国内的差异化产品的发布平台，为不断开发满足不同需求的多元化产品组合提供支撑。

荆州运营中心合并后成为公司的主要原药生产基地，与以色列的运营中心共同成为全球运营布局的关键组成；**南京研发中心**主要职能包括研发差异化新产品及新型制剂，通过优化生产工艺为公司的其他产品登记、市场、销售等部门提供支持。**淮安制剂中心**，作为公司在建的全球制剂中心，位于我国全球前沿化学研发和生产重要基地-江苏省，毗邻原料及中间体供应来源，具有明显的地理优势，未来将为公司更高效地提供差异化解决方案提供有力支持，是安道麦发展的重要里程碑。

公司合并后，对供应路线的大幅优化，改变原有的供应路线：从中国采购原药再由以色列重新包装进行转运的销往其他地区。优化为，由中国直接生产并直运世界各国/地区，从而提升本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

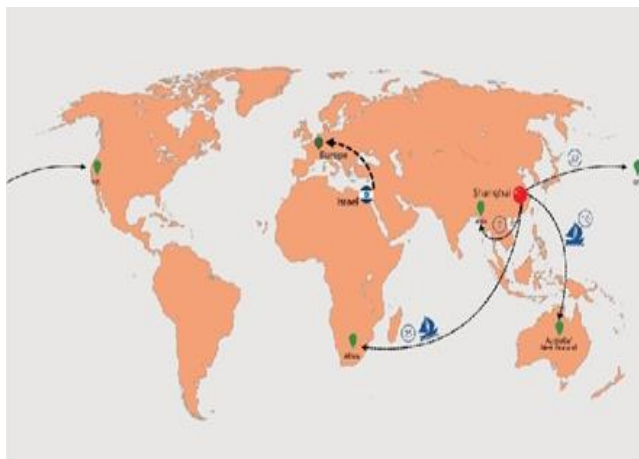
升供应链的灵活性和效率，为公司节省大量运营资金。整合后，公司充分利用原有优势，实现从原料到中间产品的部分自给及分销进一步优化供应链从采购到生产再到销售的流程，产品线上下游协同效应明显。

图 10: Adama 原供应链体系



资料来源：公司公告，民生证券研究院

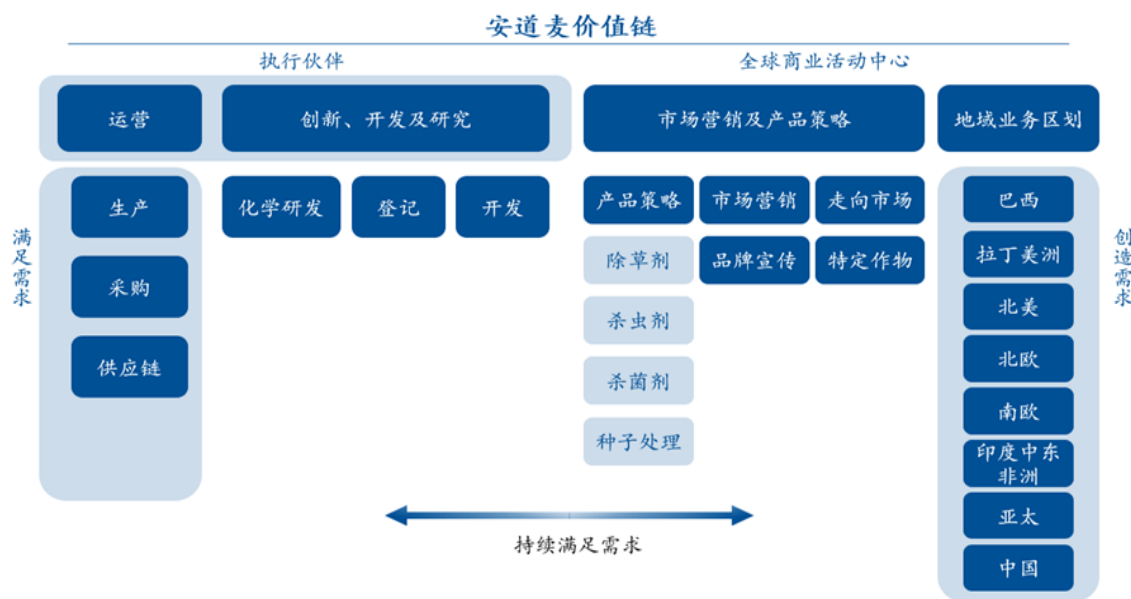
图 11: 公司现供应链体系



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司业务纵向贯穿全球，从全球营销、销售及分销、产品登记、生产和研发，坚持以农民为中心，通过不断整合优化提升自身优势。拥有独特的端到端能力，涵盖产品登记、化学研发、制剂生产、原药合成及采购。公司精良的创新研发团队和世界一流的设备科技，为公司提供独有的差异化产品发布平台。从而抓住价值链各个节点产生的价值，实现终端直接面向终端的一体化产业链，为客户提供解决方案，持续满足需求。

图 12: 公司价值链

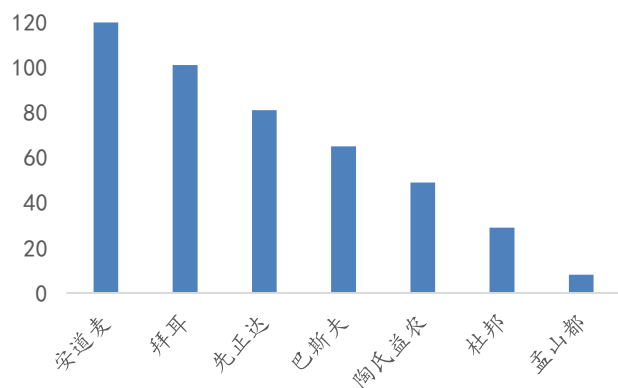


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 多样化产品组合为公司强大的解决方案能力提供基石

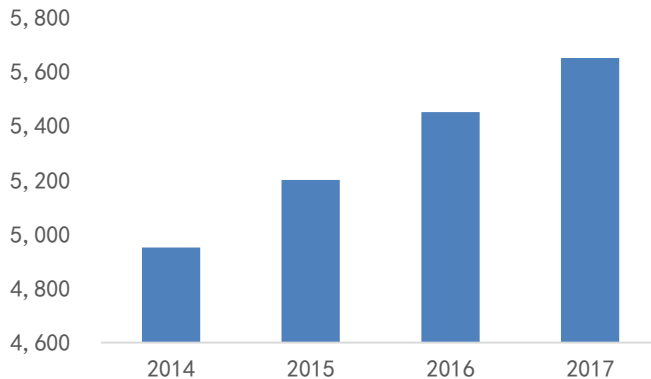
公司拥有全球最丰富的原药种类和行业领先的非专利药登记能力。公司在全球拥有超过 270 种原药和 1000 多种终端产品，与先正达、孟山都等跨国农化巨头不同，公司不进行专利药开发，而是复配非专利期原药而形成的制剂，是全球最大的非专利农药企业。登记证是农药产品销售的壁垒，在世界大部分国家获取登记证的时间需要 3-5 年，登记证会详细规定产品混配的品种，原产地等信息，确保产品的可追溯性和安全性。公司在全球已注册 5000 多张登记证，其中仅 2017 年就新增 200 多张登记证，这一实力在全球大多数国家监管日益趋严的情况下显得尤为重要。以“创造农业简单化”为宗旨，针对不同的需求想全球 100 多个国家的农民提供解决方案，引入差异化产品。为全球各地农民提供差异化，混合多元化的产品组合和高效解决方案。

图 13：全球农化巨头原药注册数量/项



资料来源：公司公告，民生证券研究院

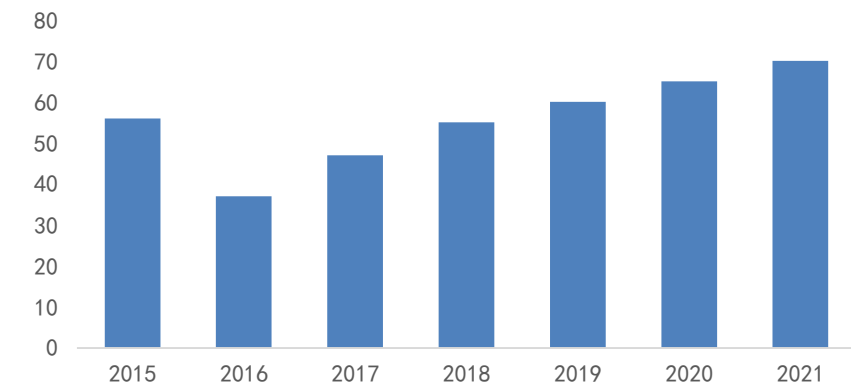
图 14：公司全球登记证数量/项



资料来源：公司公告，民生证券研究院

Adama 自 2011 年被中国化工收购之后，就开始加速了中国的布局，最先需要做的事情就是获取产品登记证，2013 年以来公司在中国开始布局登记证，拟办理登记证数量逐年上升，在中国的业务产品布局将打开新的格局。

图 15：公司在中国拟办理登记证数/个

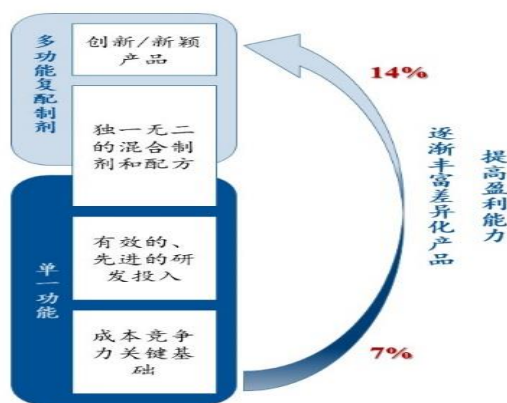


资料来源：公司公告，民生证券研究院

近年来，公司通过不断尝试推出更多元化的产品组合，改善产品结构，进一步提供多元化产品解决方案，不断提升自身的竞争力。进一步划分推出 4 种“混合型产品组合”：（1）高销量非

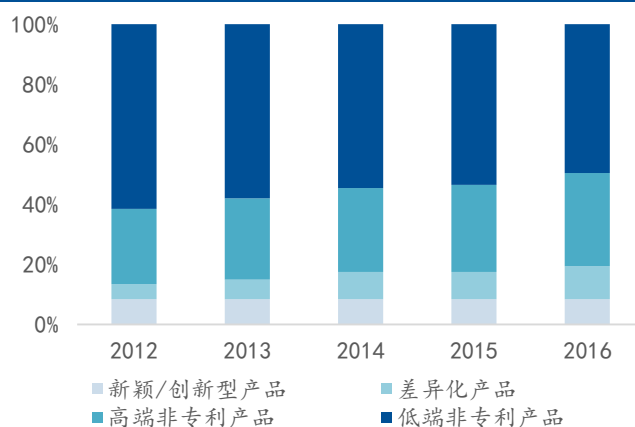
专利产品 (2) 复杂的高价值非专利产品 (3) 独特混合物和制剂 (4) 创新性和新型产品, 针对各地域市场及各类农作物的需求, 公司以差异化的复配制剂及独特的原药为基础, 公司不断提升创新型解决方案的比重, 为农民提供更加差异化、混合多元的产品组合。包括高价值非专利产品。大宗型非专利产品。以及各种独特的复配和制剂。农民为了节约时间会混合喷洒不同的农药产品, 然而不同的产品间未必能混合喷洒。公司针对农民的需求制造混配产品, 一方面可以帮助农民进行专业地复配制剂, 另一方面由公司承担对混配农药的毒理性检测和实验, 降低农民风险。

图 16: 公司产品组合演变进程



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 17: 公司产品组合结构情况

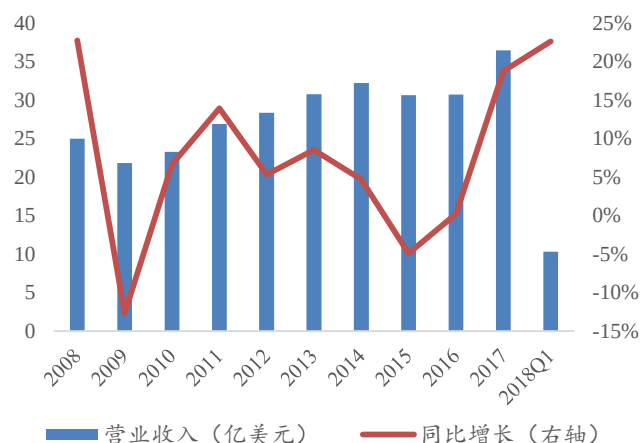


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(三) 合并重组后实现历史最佳业绩

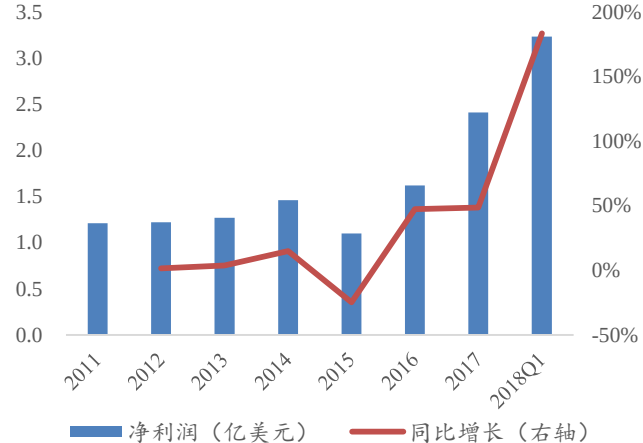
2017 年公司在合并后实现历史最佳业绩。2017 全年营业总收入达 238.20 亿元人民币, 同比增长 7.93%, 销售同比增长 13%, 全年总销售额超过 35 亿美元, 同比增长 5.8%, 归属母公司股东降低净利润达 15.5 亿元, 同比增长 318.85%, 净利润同比增长 44%, EBIT 同比增长 14.8%, EBITDA 同比增长 15%, 达 6.46 亿美元, 杠杆水平显著降低, 现金流推动公司负债相比同期降低近 50%。

图 18: 公司并表后营业收入情况/亿美元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 19: 公司并表后净利润情况/亿美元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司于2018年4月27日披露2018年第一季度报告,公司在本季度实现营业收入65.0亿元,同比增长2.46%,归属母公司股东的净利润为20.32亿元,同比增长166.42%。预计公司2018年年末总营收将达到260.48亿元,归属母公司的净利润将达到25.91亿元。安道麦本身销售额达10.22亿美元,同比增长10.9%,各区域销售额分别同比增长拉美21.1%、北美15.9%、亚太19.7%、IMA(印度、中东及非洲)30.9%,其中,欧洲由于天气原因区域销售下滑1.7%

欧洲市场 2017年第四季度销售额同比减少0.2%(以美元固定汇率折算),这是由于欧洲的冬季延长,恶劣天气条件影响了整体的需求,导致第一季度欧洲农业启动较缓,区域销售下滑,由于欧洲区域整体占比较大(30%),一定程度影响了公司整体的利润表现。尽管欧洲整体气候严峻,农业市场持续低迷,安道麦通过不断推出新产品及差异化产品,在大部分的欧洲市场上仍保持行业领先地位。

拉美市场按固定汇率计算,2017年第四季度销售额与同期相比缩减了4.7%,全年提高了0.4%。高利润率产品的销售量上升部分抵消销售价格下跌的负面影响,使销售额得以提振。巴西虫害压力缓解,整个地区库存水平维持高位,公司在巴西市场数个产品业绩优异,营业结果尤为亮眼,即使在考虑巴西农用化学品整体衰退的市场环境下,公司在该国的销售额仍持续增长。不过,另一方面阿根廷及中美洲遭遇干旱,阿根廷艰难的市场环境及恶劣天气条件影响整个地区的业绩水平。

北美市场在加拿大保持了良好的业绩,在客户和专业解决方案表现强劲。重点关注、提升品牌意识并加深与农民的关系。按固定汇率计算,北美第四季度销售额同比增长1.4%,全年销售额同比增长5.9%。在定价市场疲软环境下,销售额主要受到高利率产品,销量取得进一步增长。而美国南部第三季度的飓风天气,对当地农民及本土供应商的供应造成严重影响,加剧了全球中间体的短缺。

亚太市场全年共推出40个全新产品,数款差异化产品获得登记证,销售价格和销量均录得显著增长,按固定汇率计算,第四季度销售额与同期相比增长8.7%,全年销售额同比增长10.1%。尽管本年度前三个季度气候不利,不良气候及灾害较多(澳大利亚虫灾和越南的洪灾,新西兰,印尼,菲律宾的历史性干旱气候),澳大利亚和新西兰全年业绩以及东南亚部分地区第四季度业绩仍表现强劲抵消利空因素带来的影响。

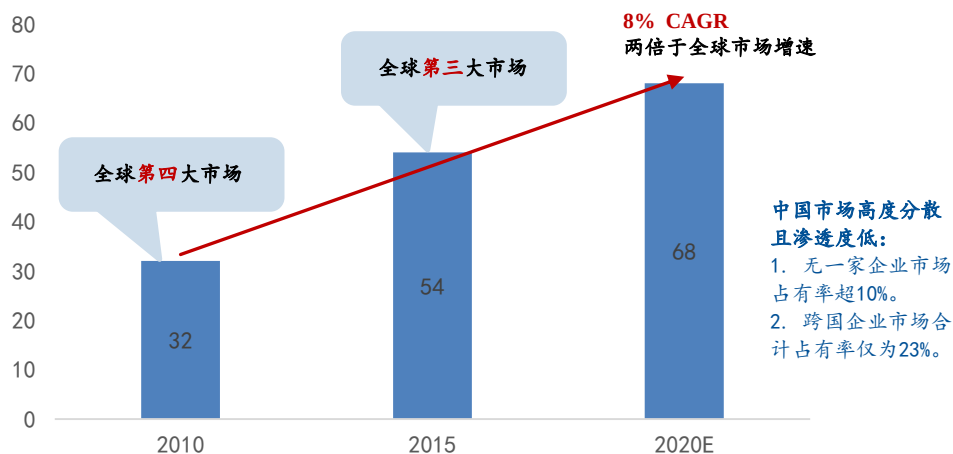
印度、中东和非洲(IMA)销售额取得大幅增涨,按固定汇率折算,第四季度销售额提高5.0%,全年增长11.4%。公司通过资产组合的不断优化,在该地区推出新产品和差异化产品,使销量的大幅提高并推动业绩大幅增长,其中印度、南非和土耳其市场业绩表现较为明显。但印度的不稳定季风天气,南非的干旱以及印度卢比、南非兰特和土耳其里拉等币种贬值部分抵消上述效果。

(四) 独有的中国机遇助力公司未来发展

我国是全球第三大作物保护市场,最大的原药生产供应国,也是增速最快的农业市场之一。安道麦依靠控股股东中国化工的高度影响力,在渗透国内市场具有显著优势,成为唯一整合中国-全球价值链的作物保护公司。利用国内的基础设施和关系优势,公司日益建立起在国内作物保

护市场的领导地位，凭借自身的优势，在中国快速增长的巨大市场中不断扩大覆盖面积。

图 20：中国作物保护市场规模/亿美元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

合并后，公司拥有超过 200 人的销售团队，并且将与农民互动的模式引入中国，由曾负责搭建印度市场的负责人，直接接手中国区域业务板块。2017 年三季度中国去销售收入同比增长 68%，虽然销售收入总体比较疲弱，但仍保持增长的趋势。

立足中国，公司独具抓住中国国内市场机遇的优势，在中国建立研发和生产平台，不断推出先进产品，销往全球。同时，公司也将其国际优势带进中国，从而弥补中国农化企业在全中国登记证、销售渠道以及全面的产品组合等方面的不足，不断优化整合，立足中国向前发展，将国际优势带进中国，成为全球唯一一家“立足中国、联通世界”的作物保护企业，公司未来发展大放光明。

图 21：公司全球产业链布局一览



资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、全球农化市场复苏，公司未来业绩可期

(一) 作物保护市场经历两年低潮有复苏趋势

回顾作物保护市场的发展历史，得益于石油价格的上涨，2008 年植保产业实际增长率 9%，之后随着世界整体宏观环境的低迷，行业整体调整了两年。2011 年以后，农民收入上升伴随着供应相对缺乏，大宗商品农作物及石油价格强劲价格，行业进入快速增长阶段。2015 年开始，受油价影响及之前几年高速增长导致的库存积压，草甘膦价格疲软，市场景气度持续下降。2017 年开始作物保护行业略有复苏，行业库存开始下降，虽然受到天气影响以粮食作物为主的市场农业经济疲软，但是行业下行趋势已止住，有回升的趋势。

图 22：全球植保行业规模/百万美元



资料来源：AgbioInvestor，民生证券研究院

从原药的主要生产国中国的情况来看，原药的进出口量和进出口金额都有回暖迹象。2017 年我国农药进出口金额达到 71.71 亿美元，同比增长 18.6%；进出口量为 150.84 万吨，同比增长 6.9%。贸易顺差 63.5 亿美元，同比增长 22.4%。农药进出口结束持续两年的下降态势，不但实现进出口数量和金额的双增长，而且呈现了进出口额增长速度明显高于进出口数量增长速度的良好态势。作为农药生产大国，我国农药出口呈现回暖迹象可以从侧面证明全球农药市场在逐步回暖。

图 23：我国农药进出口数量/万吨

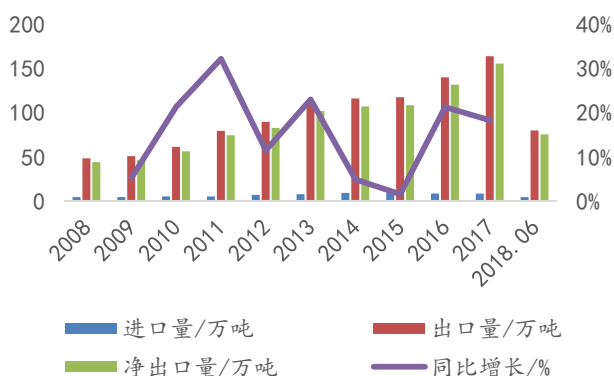
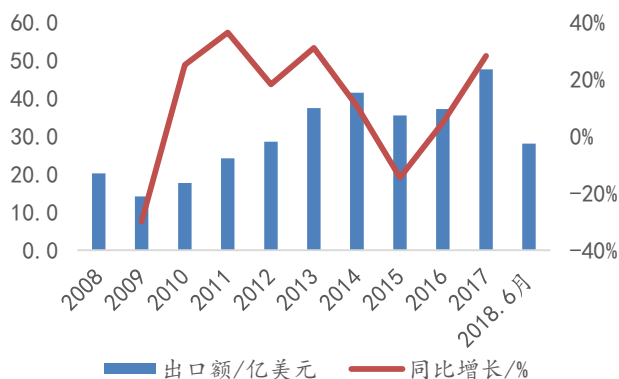


图 24：我国农药出口金额/亿美元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

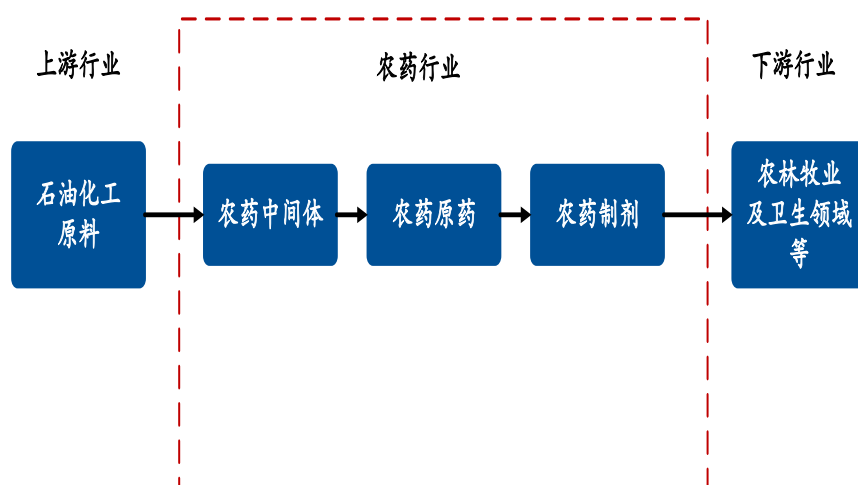
(二) 油价中枢上行，农产品价格回升，有望促进农药市场复苏

植物保护行业可分为植保化学品、农药、种子及转基因作物市场。其中作为植物保护市场最重要的部分，植保化学品通常被称为一般可细分为除草剂、杀菌剂、杀虫剂、生物农药及助剂等。随着全球人口的快速增长，人均粮食需求量不断增长，未来粮食生产需要增长约 60%。人均可用耕地的退化和水资源的减少，资源和需求的矛盾日益严峻，利用有限的资源获得更多的粮食，植保行业具有至关重要的作用。

1、油价上升，影响农产品价格抬升，促进农药市场复苏

原油价格提升推动农产品价格提升。农业农药产业链主要由以石油产品的下游产品：苯、烯烃、醇、酯类等为上游有机原料，通过合成加工成为中游的农药中间体、农药原药和制剂，最终应用于下游的农林牧业等领域。原油对于农业产业链的影响主要体现在 3 个方面：第一，作为农药的直接原料，原油价格上升直接推动了农药成本上涨；第二，原油价格抬升促进了生物能源的使用，推高生物能源的原料农作物产品价格的提升；第三，原油价格提升提高了农机的使用成本，变相增加了农作物的成本，影响到农作物价格。

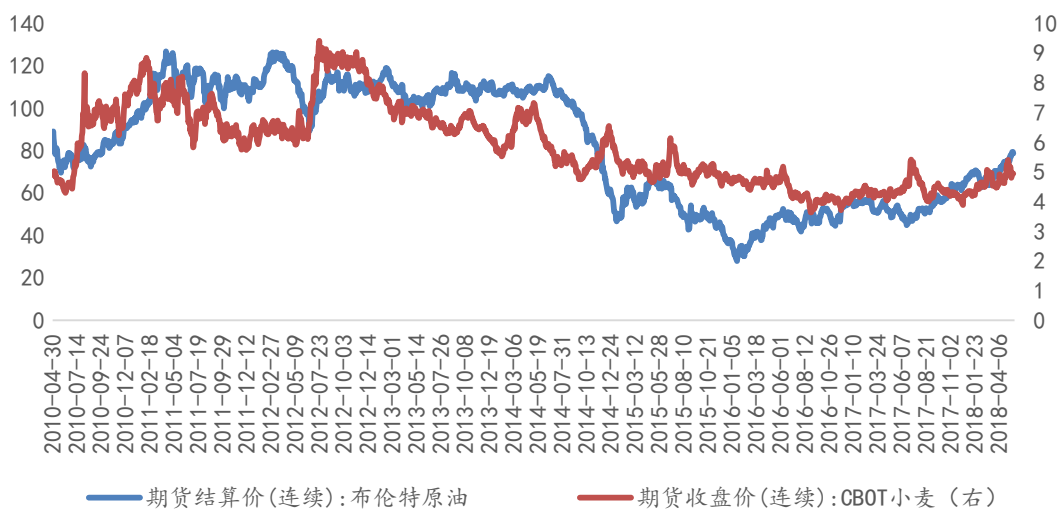
图 25：全球农药行业产业链



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

原油价格与农作物价格具有一定相关性。以小麦为例，在过去的 8 年里，原油期货价格和小麦期货价格表现几乎一致的涨跌趋势。目前，原油价格攀升至 80 美元/桶，农作物价格也有会涨趋势，农产品价格的提升在一定程度上可调动农民的种植积极性，同时农作物价格提升也可以提高农民对农药价格的接受度和使用量，促进农药市场回暖

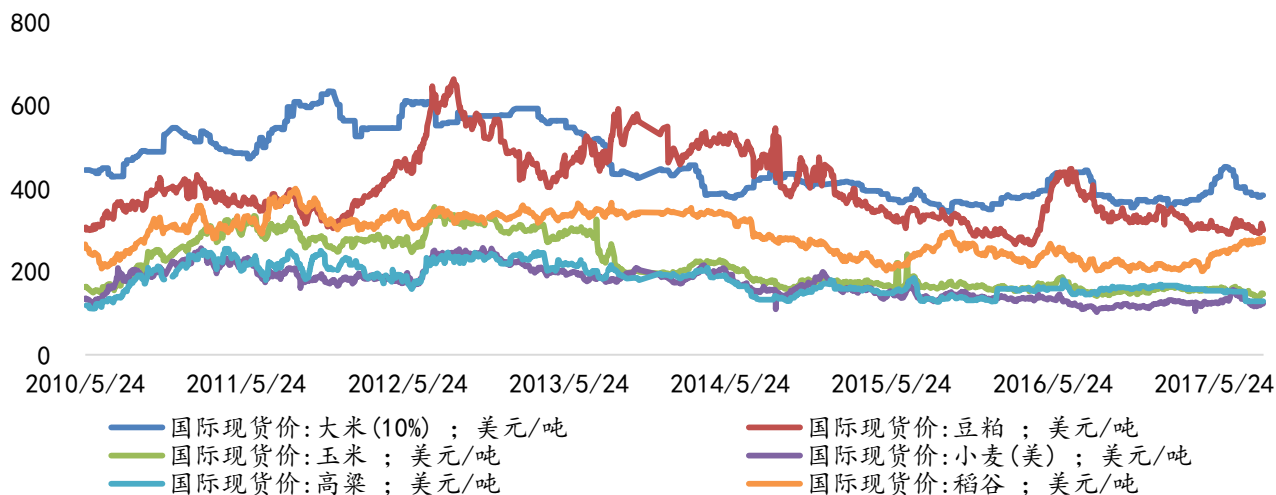
图 26: 原油价格与小麦价格联动效应趋势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

农作物播种面积的变化影响农产品的产量, 影响农产品价格从而间接对农药需求端产生影响。在过去的十年中, 全球主要农产品的种植面积相对稳定, 增速约在 1% 左右。在农药需求量基本稳定的情况下, 作物价格仍是影响行业景气度回升的主要原因。2016 年, 全球主要粮食 (大米、豆粕、玉米、小麦、高粱、稻谷) 价格基本上处于行业大周期底部, 并开始逐渐出现反弹迹象, 并在 2017 年有所回升, 农药需求也随之增加, 促进农药行业景气度回暖。

图 27: 全球主要农作物价格趋势



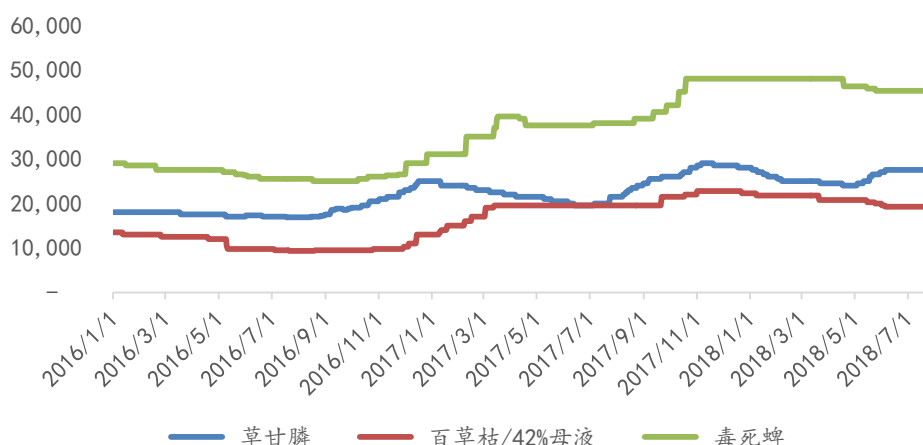
资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究院

2018 年, 全球农化市场逐渐脱离下行趋势, 企稳回暖。需求端方面, 全球农产品价格触底反弹, 有助于提升农民信心, 从而一定程度提高农产品产量及种植面积。国际农化巨头库存经历两年的高企后接近尾声, 需求量恢复性增长。供应端方面, 中国受政府控制, 产能持续收缩, 农药价格整体呈上升趋势。而成本方面, 伴随油价的上涨, 产业上游基础化工产品价格呈上涨趋势, 行业景气度逐渐提升, 行业逐渐恢复。

2、环保政策趋严，库存收紧，农药供给端开始紧张

环保问题无法回避，且为农药行业发展中的关键问题之一。公司所处农化行业具有周期性并受到国家环保政策的影响。近年来，随着化工事故的频繁发生及农药行业国家颁布的新《安全生产法》、《环境保护法》、《大气污染防治法》的实施，农药化工行业管理整体趋严，中央环保督察力度加大，给农药行业发展带来严峻挑战，许多不达标企业纷纷停业停产，导致农药供给侧产能受限，原药价格大涨。

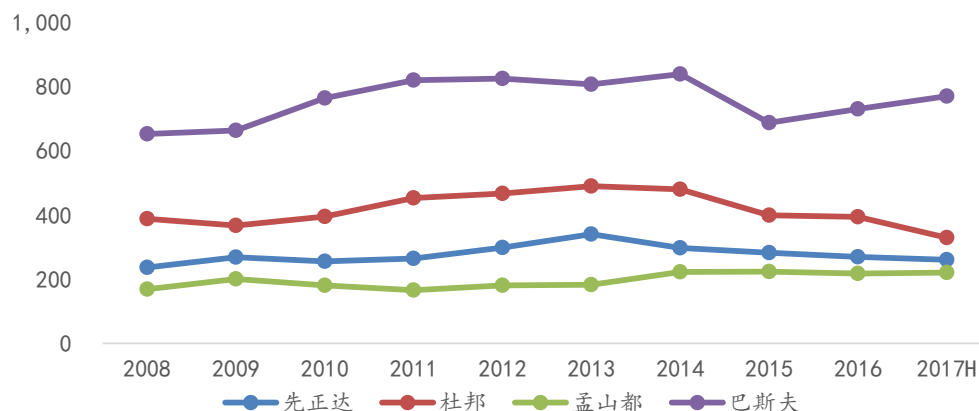
图 28：农药价格走势示意图/（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

自 2014 年下半年开始，原油价格下跌带动农药行业下游成本端价格持续下滑，需求转弱。农化巨头库存值在 2013 年到 2014 年期间出现周期高点后开始下降，直到 2016 年，农药行业进入到渠道库存过剩，产品价格低迷的去库存阶段。通过两年的调整，2017 年农药市场开始逐渐回暖，农化巨头的业绩和库存均有所回升，行业进入新一轮补库存周期，拉动需求转弱走强。其中，先正达在 2014-2016 年的库存值连续三年录得下滑，而 2017 年有所回升，同比增长 7.5%。补库存周期通常持续 2-3 年，农化行业在近两年内，将持续拉动需求，逐渐回暖，带动企业业绩好转。

图 29：全球农化四大巨头存货值/亿元

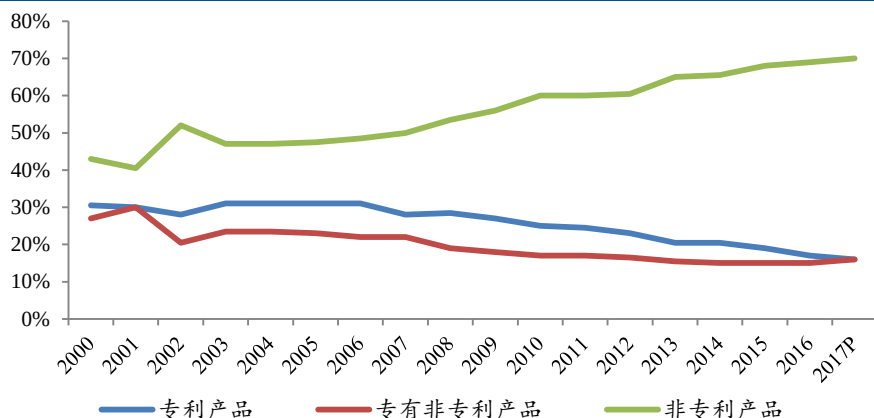


资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 非专利农药市场份额提升是未来发展趋势，直接利好公司

非专利农药市场份额提升是未来发展趋势。专利农药研发周期长，投入成本高，因此在全球范围内也仅有 6 家农化巨头在做专利农药的研发。由于专利药的性质，决定了在专利保护期内专利药的售价相对较高。在过去的十年时间里，非专利药份额逐渐上升已成为一个趋势，因为越来越多的专利药过期，给非专利药的混配研发提供了可能。此趋势在农作物市场低迷的时期更被人们注意到，在农业市场低迷的时候，能达到差不多效果的情况下，消费者会更多倾向于去消费较为便宜的非专利农药。非专利药未来的份额还有进一步提升的趋势。

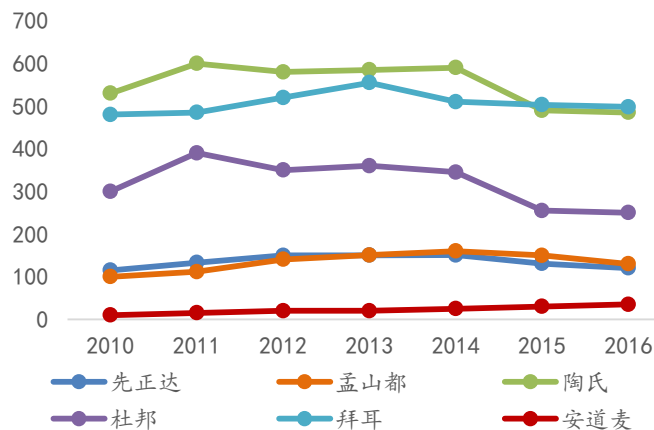
图 30：农药市场结构示意图



资料来源：Wind，民生证券研究

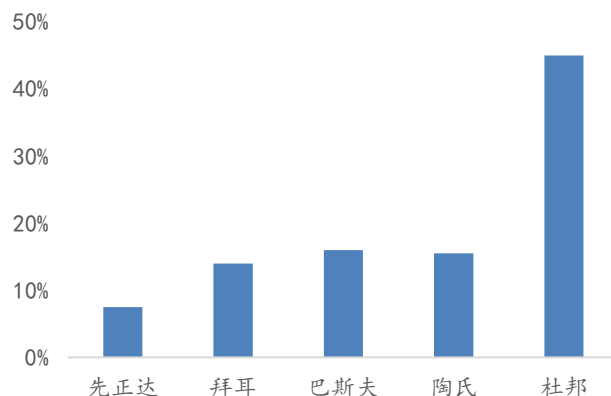
专利药巨头业绩下滑，并购整合成为近年来行业发展的主流趋势。专利农药巨头的业绩下滑也能印证非专利农药份额提升是未来的趋势。据 Phillips McDougall 统计，2015 年全球作物保护用农药销售额为 518.35 亿美元，同比减少 8.5%。2016 年农药销售额为 499.85 亿美元，同比下降 2.4%。先正达、孟山都、陶氏、杜邦和拜耳在 2015 年-2016 年的业绩都有不同程度的下滑，而非专农药公司安道麦的业绩反而略有上升。在业绩压力之下，外部并购整合成为专利农药巨头们寻找的出路。2017 年中国化工集团率先收购全球农化巨头之一先正达，随后杜邦和陶氏于 2017 年成功合并，而拜耳对孟山都的收购已获得欧盟的批准。

图 31：全球农化企业销售额/亿美元



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

图 32：各巨头企业主流专利产品销售额占比

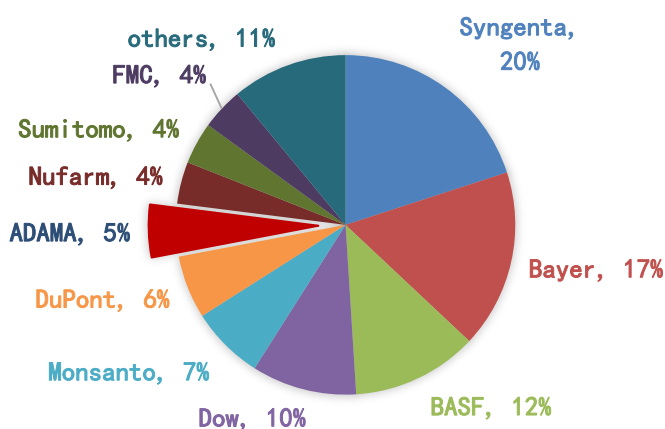


资料来源：《市场纵横》，民生证券研究院

全球农化市场形成以“中化-先正达”、“拜耳-孟山都”、“陶氏-杜邦”、“巴斯夫”的第一梯队“农化四巨头”的竞争格局，并占据全球作物保护市场份额的 72%。作为第二梯队的全球领先作物保护解决方案公司，公司位居行业第五。

公司作为全球领先的非专利作物保护领军企业，第一大非专利农药生产商，在全球作物保护市场中占有 5% 的份额，其规模在全球非专利农药市场中处于领先地位。近年来，随着全球监管趋严，专利农药的研发成本不断提高，研发时长不断增加，各企业逐渐开始向产品服务，作物保护解决方案的转型，使得非专利产品市场份额逐渐提高。目前专利药产品仅占市场份额的 25%，并且随着各大企业的主流产品专利逐渐过期，非专利市场未来将占据农药行业的主要市场份额。

图 33：全球作物保护公司市场份额



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

四、投资建议

我们看好公司“立足中国，联通世界”的战略，打造农药产业链一体化，预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 1.04、0.81 和 0.86，对应当前 PE 分别为 14.1X、18.1X 和 17.0X，当前申万化工行业动态 PE 为 20 倍左右，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级

五、风险提示

农药行业复苏不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	23,820	25,725	27,783	29,450
营业成本	15,404	17,791	20,104	21,210
营业税金及附加	75	138	140	143
销售费用	4,280	2,892	3,449	3,814
管理费用	1,402	2,024	2,198	2,226
EBIT	2,659	2,879	1,891	2,058
财务费用	1,205	(104)	(355)	(315)
资产减值损失	173	0	0	0
投资收益	74	39	45	48
营业利润	1,679	3,022	2,291	2,421
营业外收支	(11)	3	2	1
利润总额	1,668	3,025	2,294	2,421
所得税	122	470	323	325
净利润	1,546	2,555	1,971	2,096
归属于母公司净利润	1,546	2,555	1,971	2,096
EBITDA	4,327	4,849	4,609	5,508

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7869	14150	13155	12686
应收账款及票据	5237	3282	3581	3730
预付款项	202	307	349	353
存货	7488	3597	4182	4515
其他流动资产	1473	1473	1473	1473
流动资产合计	23330	23198	23193	23255
长期股权投资	102	102	102	102
固定资产	6141	8456	11112	13968
无形资产	4037	5150	6249	7231
非流动资产合计	16284	16919	19824	22226
资产合计	39614	40117	43018	45481
短期借款	2281	2281	2281	2281
应付账款及票据	4218	2316	2703	2885
其他流动负债	1318	1318	1318	1318
流动负债合计	11295	9244	10173	10541
长期借款	514	514	514	514
其他长期负债	9026	9026	9026	9026
非流动负债合计	9540	9540	9540	9540
负债合计	20836	18784	19714	20081
股本	2447	2447	2447	2447
少数股东权益	0	0	1	1
股东权益合计	18778	21333	23304	25400
负债和股东权益合计	39614	40117	43018	45481

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	1184.3%	8.0%	8.0%	6.0%
EBIT 增长率	3657.3%	8.3%	-34.3%	8.8%
净利润增长率	2175.3%	65.3%	-22.9%	6.3%
盈利能力				
毛利率	35.3%	30.8%	27.6%	28.0%
净利润率	6.5%	9.9%	7.1%	7.1%
总资产收益率 ROA	3.9%	6.4%	4.6%	4.6%
净资产收益率 ROE	8.2%	12.0%	8.5%	8.3%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.5	2.3	2.2
速动比率	1.4	2.1	1.9	1.8
现金比率	0.7	1.5	1.3	1.2
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	40.3	38.2	38.9	38.9
存货周转天数	90.8	73.8	75.9	77.7
总资产周转率	1.1	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	1.0	0.8	0.9
每股净资产	7.7	8.7	9.5	10.4
每股经营现金流	1.6	3.7	2.0	2.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	22.2	14.1	18.1	17.0
PB	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.3	7.0	7.6	6.4
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,546	2,555	1,971	2,096
折旧和摊销	1,842	1,970	2,717	3,451
营运资金变动	(153)	4,362	(61)	(163)
经营活动现金流	3,958	9,056	4,791	5,546
资本开支	1,406	2,602	5,620	5,852
投资	138	0	0	0
投资活动现金流	(1,288)	(2,564)	(5,576)	(5,805)
股权募资	1,532	0	0	0
债务募资	965	0	0	0
筹资活动现金流	1,636	(211)	(211)	(211)
现金净流量	4,307	6,281	(995)	(470)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 沙隆达营业收入情况/亿元	4
图 2: 沙隆达净利润情况	4
图 3: Adama 历史发展历程	5
图 4: Adama 营业收入结构 (按产品种类)	5
图 5: Adama 营业收入结构 (按销售地区)	5
图 6: Adama 营业收入情况/亿美元	6
图 7: Adama 净利润 (亿美元) 及同比增长情况	6
图 8: 沙隆达 A 交易前后股权结构的变化	6
图 9: 安道麦全球管理层结构图	7
图 10: Adama 原供应链体系	8
图 11: 公司现供应链体系	8
图 12: 公司价值链	8
图 13: 全球农化巨头原药注册数量/项	9
图 14: 公司全球登记证数量/项	9
图 15: 公司在中国拟办理登记证数/个	9
图 16: 公司产品组合演变进程	10
图 17: 公司产品组合结构情况	10
图 18: 公司并表后营业收入情况/亿美元	10
图 19: 公司并表后净利润情况/亿美元	10
图 20: 中国作物保护市场规模/亿美元	12
图 21: 公司全球产业链布局一览	12
图 22: 全球植保行业规模/百万美元	13
图 23: 我国农药进出口数量/万吨	13
图 24: 我国农药出口金额/亿美元	13
图 25: 全球农药行业产业链	14
图 26: 原油价格与小麦价格联动效应趋势	15
图 27: 全球主要农作物价格趋势	15
图 28: 农药价格走势示意图/(元/吨)	16
图 29: 全球农化四大巨头存货值/亿元	16
图 30: 农药市场结构示意图	17
图 31: 全球农化企业销售额/亿美元	17
图 32: 各巨头企业主流专利产品销售额占比	17
图 33: 全球作物保护公司市场份额	18

表格目录

表 1: 沙隆达主要产品及产能	3
-----------------------	---

分析师与研究助理简介

杨林，化学工程与技术硕士，中国注册会计师，化工行业首席分析师，周期组组长，曾任职于普华永道会计师事务所，及太平洋证券研究院化工行业组长，第一作者在国际著名学术SCI期刊发表论文2篇。

曹莉莉，中山大学应用化学理学学士，杜克大学工程管理硕士，2017年9月加入民生证券化工团队。

薛聪，清华大学化学专业硕士，2018年5月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。