

证券研究报告

公司研究——中报点评

沙隆达 A (000553.SZ)



上次评级: 买入, 2018.05.02

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

葛韶峰 研究助理

联系电话: +86 10 83326705

邮箱: geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《沙隆达 A (000553): 一览众山小, 全球第一大非专利农药公司登陆 A 股》2018.03

《拨云见日, 四季度业绩依然保持强劲增长》2018.03

《销售额稳步增长, 产品继续向差异化迈进》2018.05

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编: 100031

市场份额稳步提升, 欧元套保损失小幅拖累公司业绩

2018 年 08 月 29 日

事件:

公司发布 2018 年半年报。2018 年上半年, 公司实现营业收入 130.26 亿元, 同比增长 2.01%, 实现归属于上市公司股东的净利润 23.63 亿元, 同比增长 79.41%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.90 亿元, 同比增加 373.08%, 折合基本每股收益 0.97 元, 同比增长 71.73%。

其中, 公司二季度实现营业收入 65.27 亿元, 同比增加 1.56%, 实现归属于上市公司股东的净利润 3.31 亿元, 同比下降 40.33%, 折合基本每股收益 0.135 元, 同比下降 27.42%。

点评:

- **市场份额稳步提升, 欧元套保损失小幅拖累公司业绩。**公司二季度实现销售额 10.23 亿美元, 同比增长 9.2%, 销量同比增加 6%, 产品销售价格同比增加 3%, 销售额增速继续保持行业领先水平, 推动公司全球市场份额相比上年同期提升约 2 ppt。受原药价格走高带来的成本提升影响, 公司二季度毛利润同比增长 2.4%至 3.42 亿美元, 毛利率为 33.4%, 同比下降 2.2 ppt., 营业利润为 1.36 亿美元, 同比下降 2.2%。受巴西雷亚尔贬值带来的税项资产贬值影响, 公司第二季度税项费用净额为 3100 万美元, 同比增加 82.35%, 导致公司净利润同比下降 11.2%至 7200 万美元, 净利率同比下滑 1.6 ppt. 至 7.1%。为对冲欧元汇率波动对公司业绩带来的风险, 公司针对欧元进行套期保值, 二季度欧元对美元的快速贬值, 给公司带来 1300 万美元的套保损失, 排除该影响, 公司二季度实现销售额 10.36 亿美元, 同比增长 10.6%, 毛利润 3.54 亿美元, 同比增长 6.3%, 毛利率同比下降 1.4 ppt. 至 34.2%, 净利润 8500 万美元, 同比增加 4.9%, 净利率同比下降 0.5 ppt. 至 8.2%, 业绩依然保持稳健增长态势。
- **除亚太地区外, 各市场销售额增长强劲。**欧洲市场第二季度的业务复苏几乎完全弥补了冬季延长造成的第一季度销售季节启动延缓的结果, 使得上半年销售额与去年同期持平, 二季度共实现销售额 3.09 亿美元 (YoY +5.4%, 固定汇率, 下同), 如果排除欧元套保影响, 第二季度销售额同比增长 12.0%至 3.22 亿美元; 北美及南美销售额分别实现销售额 2.13 亿美元 (YoY 10.4%) 和 1.72 亿美元 (YoY 22.5%); 印度、非洲及中东地区实现销售额 1.62 亿美元 (YoY 20.8%), 其中印度市场表现优于, 同比增长 35%; 受印度尼西亚和澳大利亚遭遇严重干旱影响, 亚太地区二季度销售额 1.68 亿美元 (YoY -5.7%), 其中, 中国区业务整合成效显著, 实现销售额 8800 万美元 (YoY 12.0%), 安道麦自有品牌的制剂销售额增长超过两倍。

- **产品继续向差异化方向转型，巴西市场将推出重磅产品。**公司在各个市场持续推出高毛利的差异化产品，数款差异化产品在第二季度获得登记证。其中，公司于第二季度在巴西市场推出 CRONNOS TOV[®]。由于气候湿热，巴西深受大豆锈病的侵扰，当地针对大豆锈病的作物保护市场规模达 20 亿美元，占巴西作保市场总规模的 20% 左右，但由于抗性的发展，目前巴西大量杀菌剂已逐步失效，CRONNOS TOV[®]的推出将为当地农民有效解决这一难题。此外，巴西为杀线虫剂第一大市场，杀线虫剂 NIMITZ[®]和大豆锈病杀菌剂 CRONNOS[®]将帮助公司进一步增加巴西市场的渗透率，推动公司销量增长。
- **公司拥有全球最广泛的产品组合和分销渠道。**公司具有强大的产品登记能力，在全球近 120 个国家拥有约 5000 项注册登记产品及 6000 余个商标，每年新注册产品数在 200-300 之间，随着全球监管要求日益趋严，这些登记证为公司筑起牢固的护城河。目前，全球包括杀虫剂、杀菌剂和除草剂在内共有约 550 种原药，而公司已经取了其中 270 种原药的登记证，原药品种注册数量行业领先，基于这些原药，公司已经开发出 1000 多种复配产品及制剂，使得公司可以不断提供多元差异化的产品，满足全球客户的独特需求。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别达到 254.04 亿元、273.66 亿元和 298.18 亿元，同比增长 6.65%、7.72%和 8.96%，归母净利润分别达到 34.16 亿元、27.21 亿元和 32.13 亿元，同比增长 121.00%、-20.36%和 18.08%，EPS 分别达到 1.40 元、1.11 元和 1.31 元，对应 2018 年 08 月 28 日收盘价（13.74 元/股）的动态 PE 分别为 10 倍、12 倍和 10 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**粮食价格持续低迷影响农药需求；农药渠道库存去化进度不达预期；环保政策变化；汇率波动；所得税波动。
- **信息披露：**根据公司公告，信达证券股份有限公司控股股东信达资产管理股份有限公司于 2017 年 12 月参与沙隆达 A（000553.SZ）非公开发行股票募集配套资金项目，认购股份 33,557,046 股，占公司目前总股本的 1.3716%，为公司第三大股东，敬请投资者注意。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,854.73	23,819.57	25,404.27	27,366.13	29,817.59
增长率 YoY %	-14.53%	1184.26%	6.65%	7.72%	8.96%
归属母公司净利润(百万元)	-74.49	1,545.88	3,416.39	2,720.67	3,212.56
增长率 YoY%	-152.52%	-2175.28%	121.00%	-20.36%	18.08%
毛利率%	13.67%	35.33%	36.00%	38.00%	39.00%
净资产收益率 ROE%	-3.63%	14.88%	16.74%	11.63%	12.18%
每股收益 EPS(元)(摊薄)	-	0.63	1.40	1.11	1.31
市盈率 P/E(倍)	-	22	10	12	10
市净率 P/B(倍)	16.77	1.79	1.53	1.36	1.20

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 08 月 28 日收盘价

注: 2016 年为重述前财务数据

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,091.58	23,330.34	26,173.91	29,573.47	33,598.34
货币资金	547.27	7,868.86	10,795.69	13,410.32	16,286.28
应收票据	91.78	180.03	192.01	206.84	225.36
应收账款	208.61	5,056.85	5,393.28	5,809.78	6,330.22
预付账款	42.01	202.11	213.33	222.62	238.65
存货	173.64	7,488.24	7,903.80	8,248.11	8,842.03
其他	28.27	2,534.26	1,675.81	1,675.81	1,675.81
非流动资产	1,893.30	16,283.58	15,580.36	15,149.61	14,739.57
长期投资	0.00	102.38	102.38	102.38	102.38
固定资产	1,604.37	6,141.49	6,668.72	7,204.98	7,354.96
无形资产	207.76	4,036.59	3,403.97	2,771.36	2,138.75
其他	81.16	6,003.12	5,405.29	5,070.89	5,143.48
资产总计	2,984.88	39,613.92	41,754.27	44,723.08	48,337.91
流动负债	588.90	11,295.44	10,784.25	11,032.39	11,434.65
短期借款	0.00	2,280.91	2,280.91	2,280.91	2,280.91
应付账款	169.18	3,906.48	4,123.27	4,302.89	4,612.73
其他	419.72	5,108.05	4,380.07	4,448.59	4,541.01
非流动负债	390.93	9,540.47	8,929.75	8,929.75	8,929.75
长期借款	196.59	514.32	514.32	514.32	514.32
其他	194.34	9,026.15	8,415.43	8,415.43	8,415.43
负债合计	979.83	20,835.91	19,714.00	19,962.14	20,364.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2,005.06	18,778.01	22,040.27	24,760.94	27,973.51
负债和股东权益	2984.88	39613.92	41754.27	44723.08	48337.91

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,854.73	23,819.57	25,404.27	27,366.13	29,817.59
同比	-14.53%	1184.26%	6.65%	7.72%	8.96%
归属母公司净利润	-74.49	1,545.88	3,416.39	2,720.67	3,212.56
同比	-152.52%	-2175.28%	121.00%	-20.36%	18.08%
毛利率	13.67%	35.33%	36.00%	38.00%	39.00%
ROE	-3.63%	14.88%	16.74%	11.63%	12.18%
每股收益EPS(元)(摊薄)	-0.03	0.63	1.40	1.11	1.31
P/E	-	22	10	12	10
P/B	16.77	1.79	1.53	1.36	1.20
EV/EBITDA	51.69	9.41	7.03	8.12	7.17

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,854.73	23,819.57	25,404.27	27,366.13	29,817.59
营业成本	1,601.17	15,403.89	16,258.73	16,967.00	18,188.73
营业税金及附加	14.60	74.76	79.73	85.89	93.58
营业费用	89.53	4,280.34	4,565.10	4,917.65	5,358.17
管理费用	224.18	1,401.77	1,016.17	1,094.65	1,192.70
财务费用	-4.34	1,205.29	569.02	434.42	444.48
资产减值损失	54.53	173.33	385.12	269.26	290.36
公允价值变动收益	0.09	269.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.41	73.86	26.64	34.97	45.16
营业利润	-120.43	1,678.57	2,557.03	3,632.24	4,294.72
营业外收入	23.47	34.10	2,013.08	15.19	15.19
营业外支出	0.03	44.67	14.92	19.87	26.49
利润总额	-96.98	1,668.00	4,555.19	3,627.56	4,283.42
所得税	-22.49	122.12	1,138.80	906.89	1,070.85
净利润	-74.49	1,545.88	3,416.39	2,720.67	3,212.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-74.49	1,545.88	3,416.39	2,720.67	3,212.56
EBITDA	164.53	4,745.05	6,353.74	5,494.77	6,224.23
EPS	-0.13	0.63	1.40	1.11	1.31

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	268.37	3,958.39	2,347.91	3,948.81	4,288.98
净利润	-74.49	1,545.88	3,416.39	2,720.67	3,212.56
折旧摊销	238.48	1,668.19	1,066.85	1,096.27	1,120.84
财务费用	23.03	1,408.86	731.70	770.94	819.97
投资损失	-4.41	-73.86	-26.64	-34.97	-45.16
营运资金变动	77.49	-152.56	-882.45	-806.05	-1,037.02
其它	8.26	-438.13	-1,957.94	201.95	217.78
投资活动现金流	-105.42	-1,287.74	1,464.76	-563.25	-593.06
资本支出	-107.48	-1,405.97	1,438.12	-598.21	-638.21
长期投资	2.06	37.80	26.64	34.97	45.16
其他	0.00	80.43	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-40.91	1,636.12	-377.75	-223.62	-223.62
吸收投资	0.00	1,531.92	0.00	0.00	0.00
借款	-264.00	965.04	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	40.89	764.04	377.75	223.62	223.62
现金净增加额	133.37	4030.51	2926.83	2614.63	2875.96

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。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

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

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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