

立足中国, 联通世界

投资要点

- **公司是全球第一大非专利类农作物保护综合解决方案提供商, 登记证壁垒突出。**2017年沙隆达与安道麦完成合并后, 公司成为全球农化市场第一的非专利类农作物保护综合解决方案提供商, 原药自给率提升至40%, 手握超过5600张的农药登记证, 遥遥领先于其他对手, 且每年登记证增长数目超过200张, 在各国登记成本日益高企的今天, 公司的登记证比例突出, 护城河较深。
- **中国市场空间巨大, 北极星战略有望给公司带来高成长。**中国是全球第三大作物保护市场, 也是增长最快的市场, 2016年中国农药市场为48亿美元, 市场的特征主要是市场高度分散化、渗透率低, 其中无一家企业市占率超过10%, 跨国公司的市占率合计只有23%。对于安道麦而言, 将一流的质量和服务引入广阔且增长的市场, 是最正确的选择。公司产品组合丰富, 而且在类似的印度市场, 公司在6年的时间内市场开拓取得了巨大成功, 从0成为第3, 我们认为, 公司在印度的成功经验有望在中国得到复制。
- **若成功收购辉丰, 将提升安道麦在中国区域的竞争力。**2019年初, 公司公告与辉丰签署《有关资产收购的两届备忘录》, 对双方潜在收购事宜达成初步意向。若本次收购成功, 公司将大幅提高其全球及中国的业务。全球范围内, 公司将获得关键分子的后向整合及竞争地位, 并拟通过其全球市场触角推动实现显著增长。在中国, 辉丰股份拥有强大的商业存在和广泛的产品注册组合, 这些均构成对公司的补充, 缩短安道麦的供应链条, 增加销售网络, 从而将巩固公司在关键市场的地位和发售, 有利于公司在中国市场份额的迅速提升。而中国市场也是安道麦目前较为薄弱的区域, 是未来发展的重中之重。
- **盈利预测与评级。**暂不考虑辉丰收购的因素, 由于公司在2018年第一季度资产处置收益20亿元, 故预计公司2018-2020年归母净利润分别为25.5亿、14.4亿、15.4亿, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**商誉减值的风险, 业务整合不达预期的风险, 下游需求疲软的风险, 安全环保风险, 新项目建成及投产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	23819.57	24754.91	26189.80	27707.19
增长率	1184.26%	3.93%	5.80%	5.79%
归属母公司净利润(百万元)	1545.88	2554.27	1440.91	1540.09
增长率	2175.28%	65.23%	-43.59%	6.88%
每股收益EPS(元)	0.63	1.04	0.59	0.63
净资产收益率ROE	8.23%	12.07%	6.52%	6.60%
PE	16	10	17	16
PB	1.30	1.15	1.10	1.04

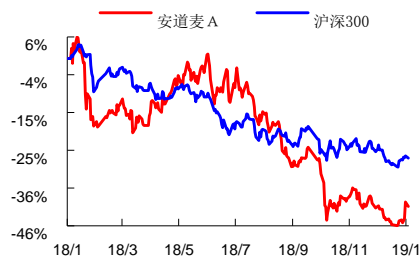
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.47
流通A股(亿股)	2.44
52周内股价区间(元)	9.08-17.9
总市值(亿元)	243.19
总资产(亿元)	426.28
每股净资产(元)	9.17

相关研究

1. 安道麦 A (000553): 拟收购辉丰相关资产, 提升中国市场竞争力 (2019-01-11)
2. 沙隆达 A (000553): 业绩高增长, 看好未来成长性 (2018-03-29)

目 录

1 公司概况：Adama、沙隆达完成合并，强强联合	1
2 行业分析：农药市场空间大，行业需求有增长	5
3 公司分析：立足中国，联通世界	8
3.1 安道麦的历史，是一部农药行业并购史	8
3.2 公司的核心竞争力和壁垒在于登记证数目	10
3.3 北极星战略：立足中国，向前发展；服务大众；提供多样化产品组合	12
3.4 立足中国，继续发展	12
4 盈利预测与估值	13
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 湖北沙隆达近年收入和归母净利润 (单位: 百万元)	1
图 2: 湖北沙隆达的产品结构 (2016 年)	1
图 3: Adama 历史发展历程.....	2
图 4: 安道麦的营业收入结构 (2018 年上半年)	3
图 5: 安道麦的毛利结构 (2018 年上半年)	3
图 6: 安道麦的营业收入情况	3
图 7: 安道麦的归母净利润情况	3
图 8: 安道麦的营业收入区域结构 (2018 年 Q1-Q3)	3
图 9: 安道麦长期持续保持高于行业水平的业绩增长	4
图 10: 沙隆达和 ADAMA 整合前后, 公司股权结构的变化.....	4
图 11: 不使用农药时作物因病虫害导致的减产率 (%)	6
图 12: 不使用农药时作物因杂草导致的减产率 (%)	6
图 13: 全球农药市场规模变化	6
图 14: 全球农药市场变化 (单位: 亿美元)	7
图 15: 各类农作物农药用药规模	7
图 16: 2000-2018 年全球玉米、大豆产量	8
图 17: 2000-2018 年全球油料、大米产量	8
图 18: 2018 年全球玉米库存水平大幅下降	8
图 19: 公司每年新增产品登记证数目	10

表 目 录

表 1: 公司主要子公司的业务情况	1
表 2: 公司募投项目	5
表 3: 公司主要子公司的业务情况	5
表 4: ADAMA 股权和业务并购概况	8
表 5: 分业务收入及毛利率	13
表 6: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：Adama、沙隆达完成合并，强强联合

2017年7月4日，Adama Solutions 与湖北沙隆达成功完成合并。沙隆达向农化公司发行股份购买其持有的 Adama Solutions 的全部股权，增发股份于 2017 年 8 月 2 日在深交所登记上市。合并完成后，沙隆达自 2017 年第三季度将 Adama Solutions 的财务报表并入公司财务报表。2017 年 9 月 29 日，合并后公司任命新的董事会成员。另外，Adama Solutions 的全球管理层负责管理合并后公司，同时，合并后公司将以前安道麦的名称和品牌运营。另外，公司 2017 年年底完成配套 15.6 亿元资金的募集。

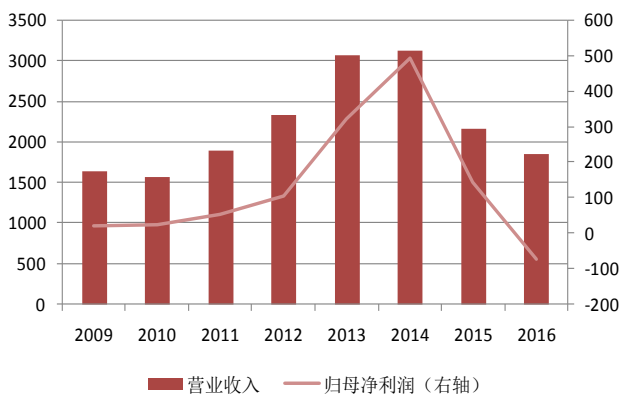
湖北沙隆达是国内最大的有机磷杀虫剂企业，其精胺-乙酰甲胺磷产品组合处于国内市场龙头位置。湖北沙隆达股份有限公司位于湖北省荆州市，前身为国营湖北省沙市农药厂，始建于 1958 年，是我国老牌重点农药企业之一。公司以氯碱化工为基础、农用化工为主题、精细化工为特色，拥有“国家级企业技术中心”和“微生物农药国家工程研究中心验证基地”，是我国农药行业守正出新的龙头企业。2005 年，沙隆达 A 成为中国化工农化总公司的全资子公司。公司现有主要装置年生产能力（折百）为：农药 9 万吨，烧碱 14 万吨，自采盐矿 25 万吨，有机化工原料及中间体 20 万吨。

表 1：公司主要子公司的业务情况

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

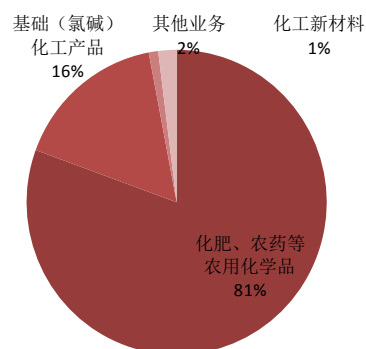
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 1：湖北沙隆达近年收入和归母净利润（单位：百万元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：湖北沙隆达的产品结构（2016 年）

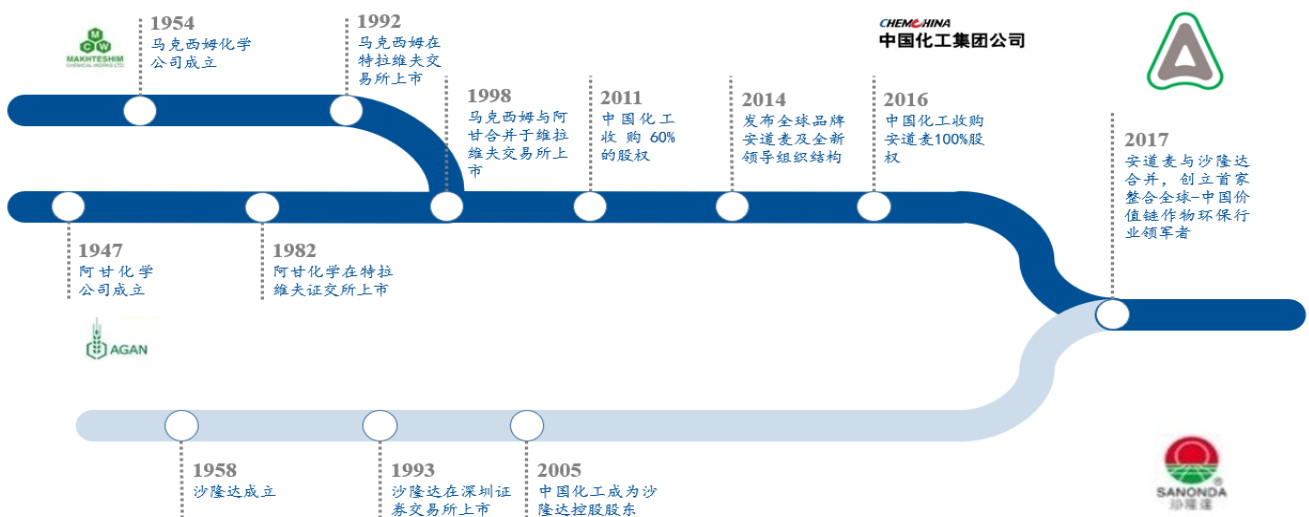


数据来源：wind，西南证券整理

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 经营的战略是“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。

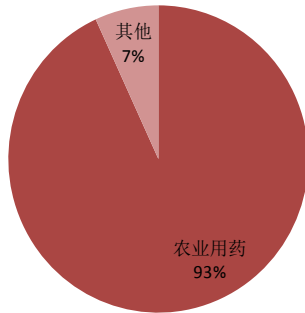
图 3：Adama 历史发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

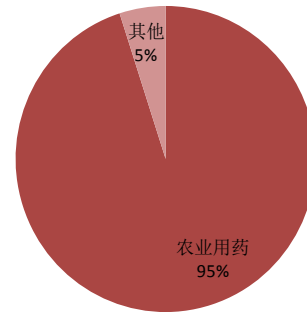
作为非专利市场的成功领军企业，Adama 积累了全球最广泛的非专利产品资源以及广博的登记实力，从而为全球各地的农民提供具有附加价值的高效解决方案，覆盖各种主要作物。得益于丰富的产品种类（没有一种单一原药占集团 2017 年销售额 6% 以上）、以及广泛的地域覆盖，集团的业务布局更加多元化，提高了业务稳定性。集团产品销往全球 100 多个国家，地域覆盖广泛分散，区域占比平衡。Adama 主要从事非专利作物保护产品的开发、生产及销售，主要包括除草剂、杀菌剂和杀虫剂；同时发展在其他包括食品添加剂，香精类产品和工业类产品等非农领域产品的业务。主营产品种类分为以除草剂为主的作物保护产品和其他如产品添加剂等非农领域产品。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：安道麦的营业收入结构（2018 年上半年）



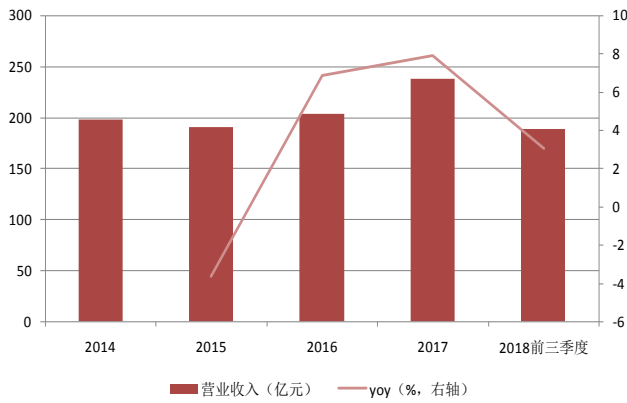
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：安道麦的毛利结构（2018 年上半年）



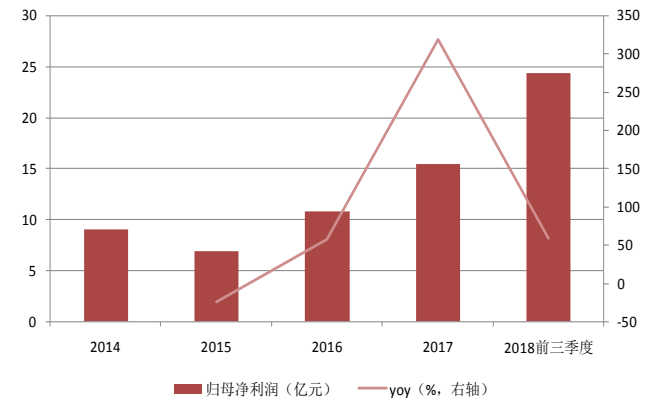
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：安道麦的营业收入情况



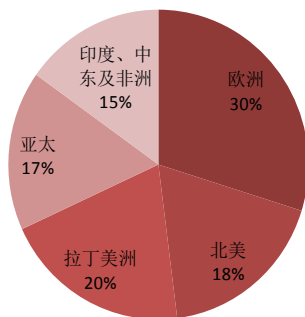
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：安道麦的归母净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

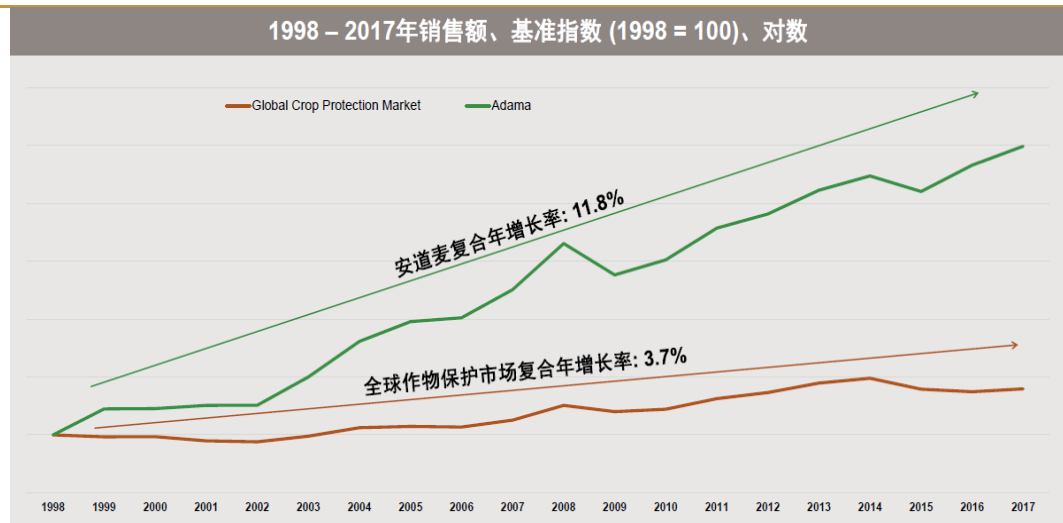
图 8：安道麦的营业收入区域结构（2018 年 Q1-Q3）



数据来源：wind，西南证券整理

从历史数据来看，Adama 的收入增长持续高于行业的平均值，表现出较好的成长性。

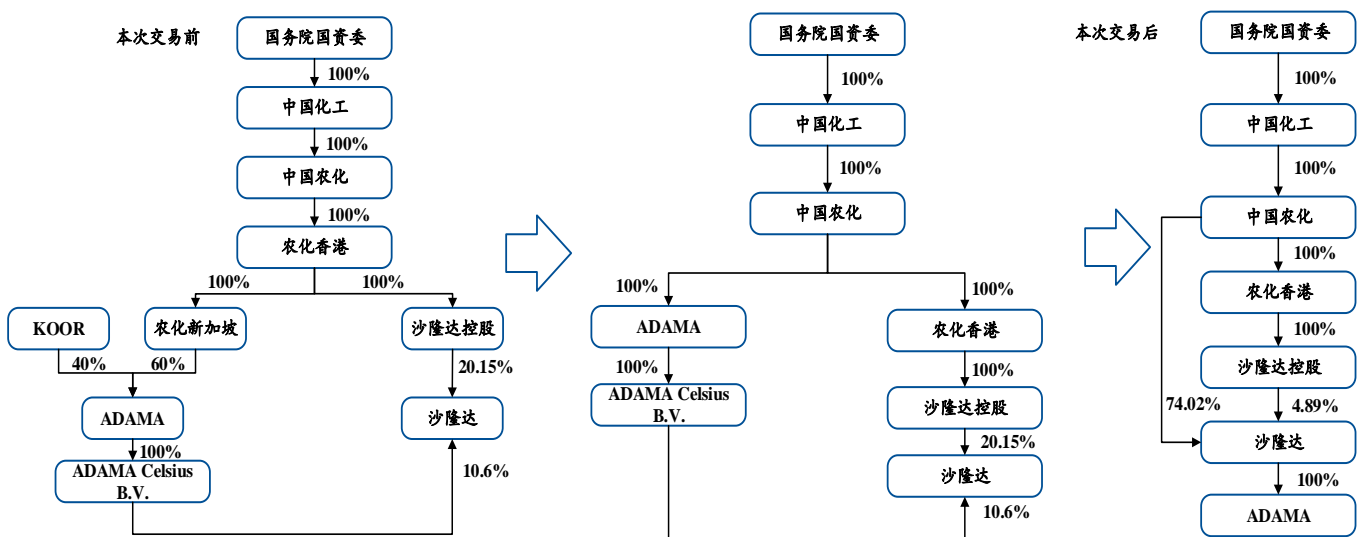
图 9：安道麦长期持续保持高于行业水平的业绩增长



数据来源: wind, 西南证券整理

2017 年，沙隆达和 Adama 完成合并，公司名称改为“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 10：沙隆达和 ADAMA 整合前后，公司股权结构的变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

目前，安道麦仍然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。

2017 年 12 月，公司在境内非公开发行 1.1 亿股，募集资金 15.6 亿元，用于 ADAMA 主营业务相关的项目建设、农药产品开发和注册登记以及公司重组交易相关的中介费用和交易税费。公司实际募资金额与拟募集资金上限缺口部分，由公司自筹资金解决。

表 2：公司募投项目

序号	项目名称	拟投入募集资金 (万元)
1	淮安农药制剂中心项目	24980
2	产品开发和注册登记项目	93507
3	ADAMA 固定资产投资项目	66204
4	相关中介费用和交易税费	13600
	合计	198291

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：农药市场空间大，行业需求有增长

农药是指用于预防、控制危害农业、林业的病、虫、草、鼠和其他有害生物以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学合成或者来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。

按防治对象，农药可分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂、杀螨剂、杀线虫剂、杀鼠剂、植物生长调节剂等，其中除草剂、杀虫剂和杀菌剂占比较高。

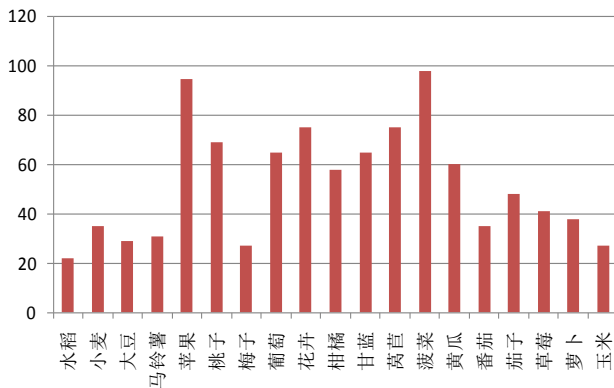
表 3：公司主要子公司的业务情况

按防治对象分类	按化学结构分小类
除草剂	氨基酸类、磺酰胺类、咪唑啉酮类、嘧啶并三唑类、三嗪类、酰胺类、脲类、氨基甲酸酯类、吡啶类、苯氧乙酸类、二硝基苯胺类、芳氧苯氧丙酸酯类、二苯醚类、环己二酮类、羟基苯腈类、哒嗪类、其他结构类
杀虫剂	有机磷类、拟除虫菊酯类、氨基甲酸酯类、烟碱类、杀螨剂类、天然产物类、苯甲酰胺类、其他昆虫生长调节剂类、有机氯类、其他结构类
杀菌剂	三唑类、其他唑类、其他甾醇抑制剂类、吗啉类、二硫代氨基甲酸酯类、无机类、酞酰亚胺及苯腈类、其他多作用位点类、甲氧基丙烯酸酯类、苯并咪唑类、苯酰胺类、二甲酰胺类、酰胺类、嘧啶胺类、其他结构类
其他	植物生长调节剂、熏蒸剂

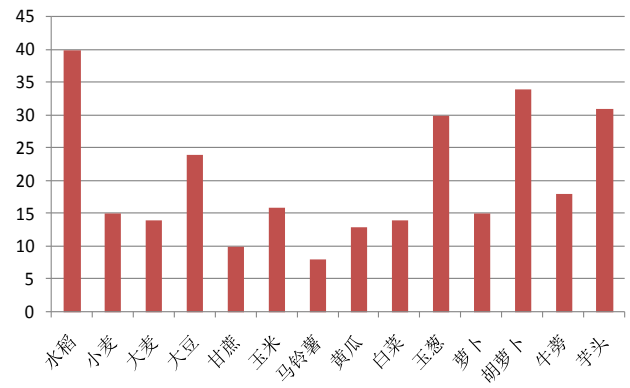
数据来源：公司公告，西南证券整理

根据统计，农林作物在不使用农药时候受到病虫害的影响减产明显。德国的 Oerke 博士曾经对世界农业统计中的八种主要作物因病虫害引起的损失进行分析，结果令人吃惊，农作物因病虫害，经济损失最高可达 70%¹。

¹ 数据来源：《世界农药进展（二）》，张一宾、张悱、伍贤英，化学工业出版社 2010 年版

图 11: 不使用农药时作物因病虫害导致的减产率 (%)


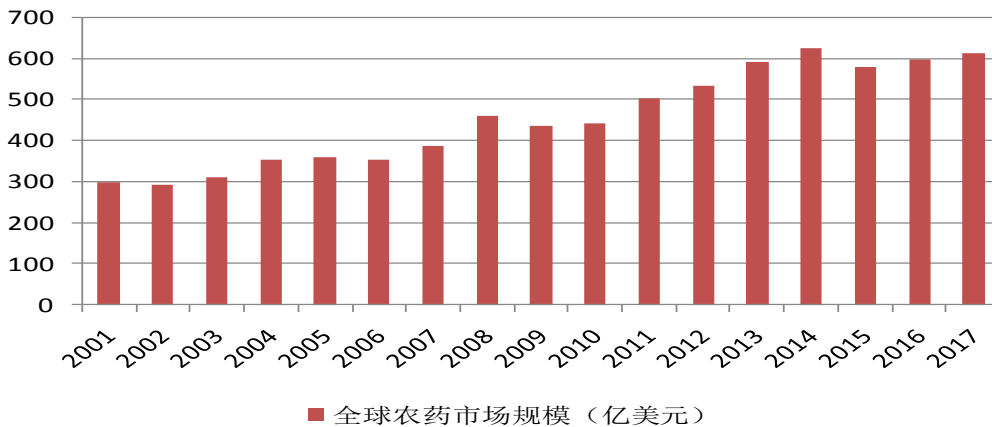
数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 不使用农药时作物因杂草导致的减产率 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

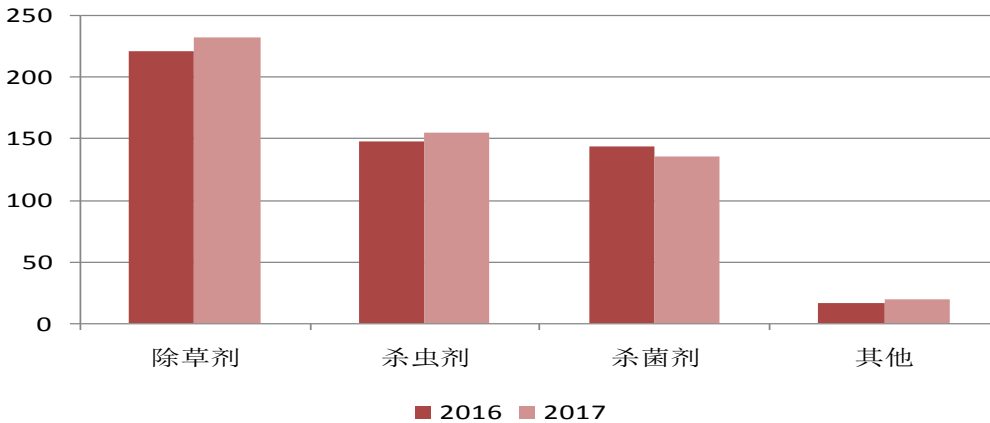
虽然全球范围内各国政府都在积极推动国家的经济结构调整, 但是以农业为主的第一产业的发展是其余产业发展的重要支撑和动力保障。而农药作为农业生产过程中提高生产效率、增加产量的重要保障, 其总体销售规模表现为五年为一个周期。现阶段, 全球农药发展正处在发展上升期。

从 2001 年-2017 年, 全球农药市场规模基本呈现上升趋势。根据 Phillips McDougall 公司的统计数据, 2017 年, 全球农药销售额达 615.30 亿美元, 同比增长 2.6%。其中, 非作物用农药的销售额为 73.11 亿美元, 同比增长 2.9%。

图 13: 全球农药市场规模变化


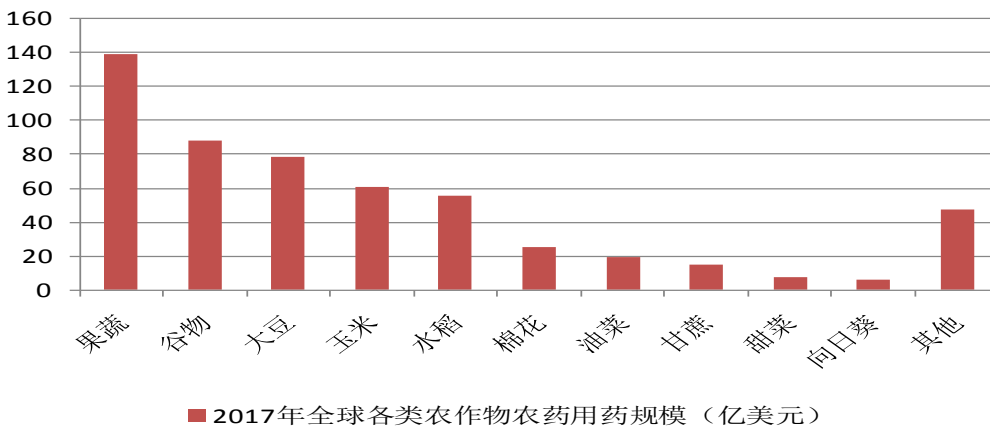
数据来源: wind, 西南证券整理

农药主要分为化学农药和生物农药两种, 化学农药中以除草剂、杀虫剂、除菌剂等有机农药为主。近年来, 全球农药行业发展处在规模增加扩张阶段, 2017 年, 除草剂仍为全球第一大产品类型, 其销售额为 232.30 亿美元, 同比增长 3.2%, 占全球作物用农药市场的 42.9%。杀菌剂的销售额为 154.87 亿美元, 同比下降 0.7%, 占全球作物用农药市场的 28.6%。杀虫剂的销售额为 135.23 亿美元, 同比增长 4.3%, 占全球作物用农药市场的 24.9%。

图 14: 全球农药市场变化 (单位: 亿美元)


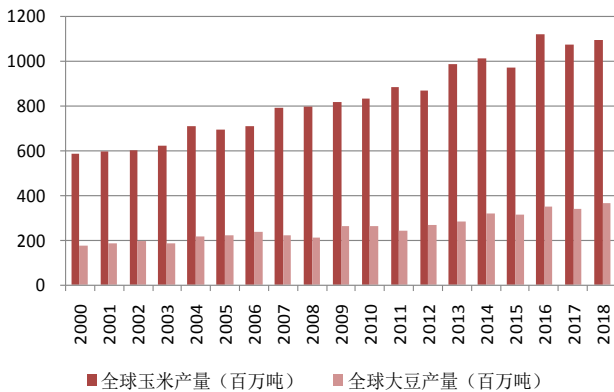
数据来源: wind, 西南证券整理

从各农产品对农药需求情况看, 以果蔬、谷物、大豆和玉米等农作物对农药的需求量最大。2017 年果蔬对农药需求量规模最高为 139.34 亿美元, 占当年全球作物保护农药销售额的 25.70%, 而谷物、大豆、玉米和水稻等粮食作物对农药的销售额分别为 87.83 亿美元、78.62 亿美元、60.73 亿美元和 55.3 亿美元, 其占全球作物保护类农药销售总额的 10% 以上。其余农作物的销售额占比低于 10%。

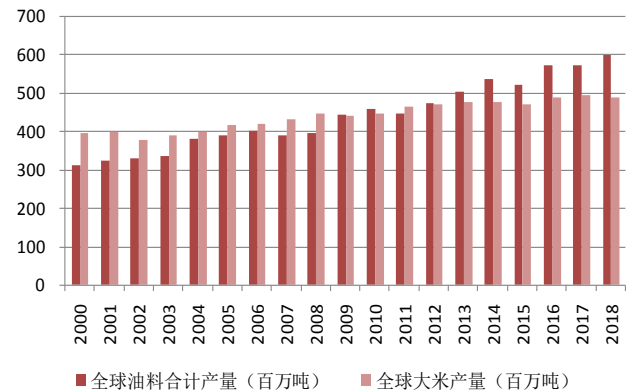
图 15: 各类农作物农药用药规模


数据来源: wind, 西南证券整理

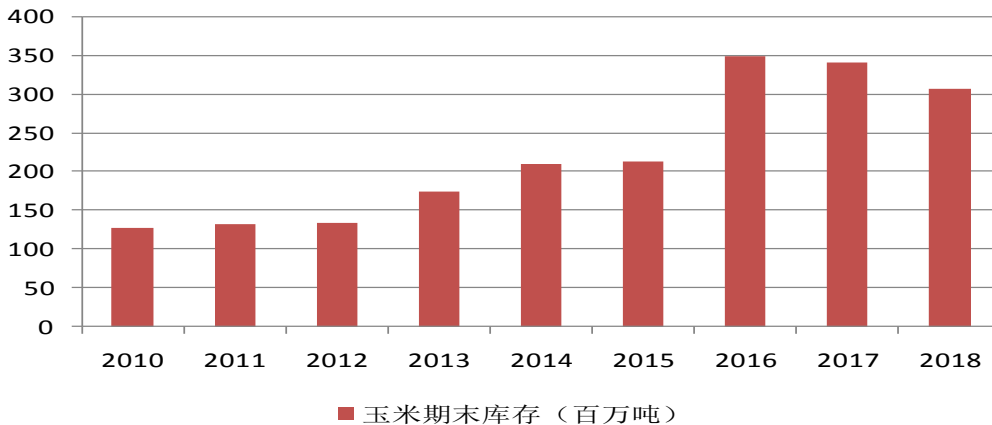
各类农作物近几年的产量仍然在持续增长, 对农药的需求仍然存在。2018 年, 全球玉米、大豆、油料作物等产量仍然处于增长趋势, 而另一方面, 相关产品的期末库存仍然处于合理位置, 玉米的库存得到了大幅的降低, 故我们预计各类农作物未来几年的种植面积将会继续增长, 农药的需求未来有望继续增长。

图 16: 2000-2018 年全球玉米、大豆产量


数据来源: wind, 西南证券整理

图 17: 2000-2018 年全球油料、大米产量


数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 2018 年全球玉米库存水平大幅下降


数据来源: wind, 西南证券整理

3 公司分析: 立足中国, 联通世界

3.1 安道麦的历史, 是一部农药行业并购史

纵观 ADAMA 的历史, 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, 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。

表 4: ADAMA 股权和业务并购概况

年份	事件	内容
1996	收购	收购 Aragonesas 股权的 49%
1996	收购	收购 Defenpar 股权的 83%
1996	新建	成立阿根廷子公司 Magan
1997	收购	持有 Herbitecnica 的股权上升至 65.8%
1997	收购	收购 Aragonesas 其余的 51% 股权
1997	收购	增持 Defenpar 股权至 91%

年份	事件	内容
1998	合并	Defenpar 和 Herbitecnica 合并为 Milenia
1998	收购	收购哥伦比亚 Proficol 股权的 45%
1998	合并	马克西姆与阿甘合并为 MAI
1999	合资公司	巴拉圭的 Milenia 与 Kasba 成立惠州公司, 股份占 60%
2000	收购	收购 Novartis 在斯堪的纳维亚的谷类食品杀菌剂生产线
2000	收购	进一步收购 Proficol 股权的 12.5%
2000	收购	达成协议购买 Milenia 剩余的股份
2001	收购	从 Aventis 购买两种活性成分
2002	收购	从 Syngenta 购买除草剂氟咯草酮
2002	收购	收购德国的农化公司 FeinChemie Schwebda
2003	收购	从 Bayer 收购一系列产品许可和权力
2004	收购	收购美国公司 FarmSsaverSolutions 股权的 45%
2004	收购	收购美国非农作物公司 Control
2004	收购	收购澳大利亚农化公司 Farnoz
2004	收购	LLC 旗下 RiceCo 股权的 10%
2005	收购	收购荷兰经销商 Mabeno 股权的 49%
2005	收购	收购匈牙利经销商 Biomark 股权的 70%
2006	收购	持有 Control Solutions 的股权升至 60%
2006	收购	收购 Aligare 股权的 30%
2006	收购	收购捷克经销商 Agrovita 股权的 75%
2006	收购	收购意大利公司 Kollant 股权的 60%
2006	收购	增持 Mebeno 的股权至 55%
2007	收购	增持 Biomark 的股权至 100%
2007	收购	从 Bayer CropScience 购买甲基谷硫磷的销售权
2007	收购	Proficol 收购 Agroproteccion 与 Agromedio
2007	收购	从杜邦购买在北美的伏草隆销售权
2007	剥离	对 RiceCo 的持股出售给 Westrade Group
2008	收购	增持 Alligare 股份, 增持后控股
2008	收购	增持 Kollant 的股份至 100%
2008	收购	从 Chemtura 购买美国的氟酰胺销售权
2008	收购	收购波兰农化公司 Rokita Agro 股权的 90%
2008	收购	收购塞尔维亚农化经销商 Magan Yu
2009	收购	收购农化配方设计商 Bold Formulators
2009	收购	增持 Agrovita 的股权至 100%
2010	收购	从 Formuchem 购买植物生长调节剂的销售权
2010	收购	收购韩国农化公司 JK Inc.
2010	收购	收购 Ingenieria Industrial(BravoAg 公司)
2011	收购	收购杜邦的全球非混配敌草隆业务
2011	收购	中国化工完成对 MAI 的收购

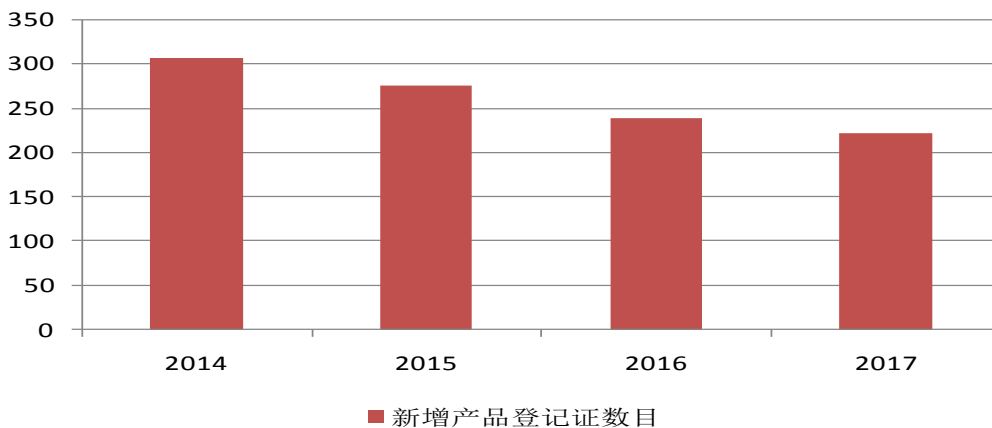
年份	事件	内容
2011	收购	增持 Proficol Adina BV 的股权至 75%
2013	收购	收购智利公司 ChileAgro 的大部分股权
2013	收购	收购沙隆达 10.60% 股权
2013	收购	收购 Agrovita spol s.r.o 100% 股权
2014	收购	增持 Proficol Adina BV 至 100%
2019	收购	拟收购江苏安邦电化 100% 股权
2019	收购	拟收购辉丰相关的农化资产

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 公司的核心竞争力和壁垒在于登记证数目

农药制剂从田间实验、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的政府许可，通常情况下在大多数国家和地区，相关的政府主管部门机构为农业部门、卫生部门或环境保护部门负责，各监管政策形成较强的行业准入条件壁垒，由于各国家地区监管标准的差异和变化，制剂实验检测和注册登记会带来相应的合规性成本。截至 2016 年 12 月 31 日，ADAMA 全球约有 190 名员工专门负责管理和执行公司的全球产品注册登记相关工作，其中大部分都是化学、农学、生物学和其他生命科学相关专业的工程师和技术人员；同时，ADAMA 也通过外部合同商提供相关产品注册登记所需的数据和资料。2016 年，ADAMA 除去原有农药产品注册的更新共获得 240 项新的产品注册，相关注册登记费用（包括摊销）达到 9700 万美元，约占总收入 3.2%。2017 年，ADAMA 获得 223 张产品登记证，包括在全球市场引入 22 款新产品。

图 19：公司每年新增产品登记证数目



数据来源：wind，西南证券整理

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。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，增加注册成本。农药产品若要获得注册，必须满足安全和环境标准要求。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。例如，一些国家或地区注册可能不存在有效期限制，但是可能需要进行各种后续测试以及承担监测义务，而一些国家地区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。

此外, ADAMA 经常需要进行适当的调整来保证满足某个国家或地区和相关产品的注册要求。为了满足这些要求, ADAMA 不断地对销售产品所在的不同国家的执行标准进行评估, 并不断地根据监管标准对注册信息进行修订, 因此 ADAMA 不断对在不同司法辖区销售的注册产品提出修订要求, 其中一些产品的注册修订要求已经获得批准, 其他仍在审核过程中, 有时审核过程可能需要几年的时间。

一般而言, 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。目前, 其他国家也在逐步地调整本国的标准趋同于美国、日本、巴西和欧盟的标准。

(1) 美国的监管情况

在美国, 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。主要有两种方法进行联邦注册:

提交新产品注册——对于含有新型原药的产品, 申请者必须提交完整的申请, 附上信息文件和通常需要花费四年至五年时间完成的调研结果。环境保护署通常会再花费两年到四年的时间对这种类型的申请进行审核。

提交非专利产品——对于非专利产品的注册, 如果一家非专利公司能够证明需要注册的原药的化学特性与已经取得注册至少十年的原药相似, 那么它就可以利用与原始开发注册者相关的全部现有数据和信息申请注册。采用这种方法时, 非专利公司须向获得原始注册的开发商做出一定金额的补偿, 补偿金额双方协商决定, 具体取决于所获信息的价值、原始注册成本以及加快注册进程而节省的时间所产生的价值。如果非专利公司和原始开发者未能就补偿金额达成协议, 那么具体补偿事宜需要通过仲裁来决定。整个过程通常需要九至十二个月的时间完成。在产品注册期限达到 15 年之后, 其取得原始注册时所采用的数据和信息就会被公开, 非专利公司就不再需要因为使用这些信息而对原始开发者做出补偿。

(2) 欧洲的监管情况

在欧洲, 近年来欧盟成员国的注册程序进行了趋同, 逐步形成新的农药行业监管体系。尽管监管法规进行了趋同, 但在注册时, 不同国家仍要求提交相应的附加数据。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。根据现有立法的规定, 与世界大多数国家和地区的风险导向监管原则不同, 欧盟以产品危害性作为监管判断原则, 在风险导向原则下, 只要能证明产品对实际环境不产生危害的风险或能通过科技防护措施控制危害性扩散和对环境造成负面影响的风险; 而以危害性有毒性作为判断原则时, 则欧盟监管机构认为如果产品存在任何客观的毒害性质, 无论是否证明存在有效防护或减缓措施, 都可以依此驳回和否决该产品的注册申请。ADAMA 定期与其他公司展开合作, 以便共享经营资源、分担注册成本, 这种做法也具有较强的商业意义。

此外，2006 年 12 月，欧洲议会和内阁通过了《化学物质注册、评估和批准框架法案》(REACH)。这一方案适用于已有的化学物质以及在欧洲生产或者进口到欧洲的新型化学物质。《化学物质注册、评估和批准框架法案》(REACH) 正逐步得以实施，将在 2018 年完全生效，并受到欧洲化学品管理局的执行监督。

(3) 巴西的监管情况

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，具体的审查期将受到诸如当期注册申请数量、监管部门审查进度等多种因素综合影响。

3.3 北极星战略：立足中国，向前发展；服务大众；提供多样化产品组合

公司的北极星战略主要内容有三点：

1) 立足中国，向前发展，即进入中国这个碎片化又在增长的市场，依托中国的原药资源，充实自身产业链。

2) 服务大众，即以覆盖全球市场，与农民直接交流。公司在排名前二十、市场份额总和占全球市场 80% 以上的所有国家均有产品直接销售。公司以农民为中心制定市场途径和产品供应方式，利用高科技手段占据增长但又碎片化的市场（如中国和印度），将创新农业科技及数字解决方案引入全球市场，目前公司已经向 11 个国家引入 20 多项解决方案。

3) 提供多样化的产品组合，即涵盖所有市场、所有主要作物和所有需求，提供全行业最广泛的产品组合。公司向农民提供丰富的差异化产品组合。

3.4 立足中国，继续发展

安道麦和中国化工在 2010 年签署协议，2011 年完成交割，2017 年完成整合上市（与沙隆达合并）。通过整合和上市，安道麦成为中国农药行业收入最大的公司（根据 2017 年农药行业协会统计数据），成为唯一一家“立足中国、联通世界”的跨国作物保护公司。

中国是全球第三大作物保护市场，也是增长最快的市场，2016 年中国市场的份额为 48 亿美元，市场的特征主要是市场高度分散化、渗透率低，其中无一家企业市占率超过 10%，跨国公司的市占率合计只有 23%。

对于安道麦而言，将一流的质量和服务引入广阔且增长的市场，是最正确的选择。

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 公司在 2018 年第一季度资产处置收益 20 亿, 后续未有大额资产处置收益;

假设 2: 公司在亚太市场, 特别是中国市场开拓顺利, 收入增长;

假设 3: 由于 2018 年油价上涨后又下跌, 预计 2019-2020 年油价平稳, 故预计公司农业用药 2018-2020 年毛利率分别为 32%、34%、34%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	23819.57	24754.91	26189.80	27707.19
	增速	1184.3%	3.9%	5.8%	5.8%
	成本	15403.89	16925.34	17418.27	18423.94
	毛利率	35.3%	31.6%	33.5%	33.5%
农业用药	收入	22033.56	22914.91	24289.80	25747.19
	增速		4.0%	6.0%	6.0%
	成本	14096.96	15582.14	16031.27	16993.14
	毛利率	36.0%	32.0%	34.0%	34.0%
非农业业务	收入	1786.00	1840.00	1900.00	1960.00
	增速		3.0%	3.3%	3.2%
	成本	1306.93	1343.20	1387.00	1430.80
	毛利率	26.8%	27.0%	27.0%	27.0%

数据来源: Wind, 西南证券

表 6: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002215.SZ	诺普信	6.81	0.34	0.41	0.52	0.64	21.60	16.47	12.99	10.63
002942.SZ	新农股份	31.66	0.84	1.05	1.22	1.550	-	30.27	25.88	21.13
002470.SZ	金正大	6.80	0.23	0.29	0.39	0.50	40.38	23.27	17.22	13.55
平均值							-	23.33	18.70	15.10

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

商誉减值的风险, 业务整合不达预期的风险, 下游需求疲软的风险, 安全环保风险, 新项目建成及投产进度或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	23819.57	24754.91	26189.80	27707.19	净利润	1545.88	2554.27	1440.91	1540.09
营业成本	15403.89	16925.34	17418.27	18423.94	折旧与摊销	1668.19	1146.10	1318.54	1465.54
营业税金及附加	74.76	74.26	78.57	83.12	财务费用	1205.29	1003.41	1002.23	1042.32
销售费用	4280.34	4406.37	4661.78	4931.88	资产减值损失	173.33	20.00	20.00	20.00
管理费用	1401.77	1212.99	1257.11	1329.95	经营营运资本变动	-6934.00	4215.00	-785.25	-446.24
财务费用	1205.29	1003.41	1002.23	1042.32	其他	6299.71	-2097.70	-104.80	36.02
资产减值损失	173.33	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	3958.39	6841.07	2891.64	3657.72
投资收益	73.86	1996.00	0.00	0.00	资本支出	-9255.28	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	269.35	0.00	0.00	0.00	其他	7967.54	1996.05	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1287.74	1696.05	-300.00	-300.00
营业利润	1678.57	3108.54	1751.84	1875.98	短期借款	2280.91	-2280.91	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.57	6.43	5.37	2.18	长期借款	317.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	1668.00	3114.97	1757.21	1878.16	股权融资	14571.84	0.00	0.00	0.00
所得税	122.12	560.69	316.30	338.07	支付股利	0.00	-309.18	-510.85	-288.18
净利润	1545.88	2554.27	1440.91	1540.09	其他	-15534.37	-1306.56	-1002.23	-1042.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1636.12	-3896.65	-1513.09	-1330.50
归属母公司股东净利润	1545.88	2554.27	1440.91	1540.09	现金流量净额	4030.51	4640.47	1078.55	2027.22
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7868.86	12509.33	13587.88	15615.10	成长能力				
应收和预付款项	6476.83	4996.82	5619.56	6099.47	销售收入增长率	1184.26%	3.93%	5.80%	5.79%
存货	7488.24	3460.64	3990.20	4426.99	营业利润增长率	1493.83%	85.19%	-43.64%	7.09%
其他流动资产	1496.42	662.07	699.11	738.29	净利润增长率	2175.28%	65.23%	-43.59%	6.88%
长期股权投资	102.38	102.38	102.38	102.38	EBITDA 增长率	3903.30%	15.51%	-22.55%	7.64%
投资性房地产	4.41	4.41	4.41	4.41	获利能力				
固定资产和在建工程	6944.91	6336.33	5683.31	5011.29	毛利率	35.33%	31.63%	33.49%	33.50%
无形资产和开发支出	7926.69	7689.16	7451.64	7214.12	三费率	28.91%	26.75%	26.43%	26.36%
其他非流动资产	1305.19	1561.19	1689.19	1433.19	净利率	6.49%	10.32%	5.50%	5.56%
资产总计	39613.92	37322.34	38827.69	40645.26	ROE	8.23%	12.07%	6.52%	6.60%
短期借款	2280.91	0.00	0.00	0.00	ROA	3.90%	6.84%	3.71%	3.79%
应付和预收款项	5871.66	4519.91	5034.24	5475.49	ROIC	21.55%	16.50%	12.51%	13.35%
长期借款	514.32	514.32	514.32	514.32	EBITDA/销售收入	19.11%	21.24%	15.55%	15.82%
其他负债	12169.02	11119.65	11180.62	11305.01	营运能力				
负债合计	20835.91	16153.88	16729.18	17294.83	总资产周转率	1.12	0.64	0.69	0.70
股本	2446.55	2446.55	2446.55	2446.55	固定资产周转率	6.15	3.97	4.36	5.18
资本公积	12982.28	12982.28	12982.28	12982.28	应收账款周转率	9.05	5.53	6.31	6.04
留存收益	3494.53	5739.63	6669.69	7921.60	存货周转率	3.93	3.02	4.62	4.35
归属母公司股东权益	18778.01	21168.46	22098.52	23350.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	18778.01	21168.46	22098.52	23350.43	资产负债率	52.60%	43.28%	43.09%	42.55%
负债和股东权益合计	39613.92	37322.34	38827.69	40645.26	带息债务/总负债	50.74%	51.33%	49.56%	47.94%
					流动比率	2.07	3.27	3.32	3.47
					速动比率	1.40	2.75	2.77	2.90
					股利支付率	0.00%	12.10%	35.45%	18.71%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	4552.05	5258.04	4072.61	4383.84	每股收益	0.63	1.04	0.59	0.63
PE	15.78	9.55	16.93	15.84	每股净资产	7.68	8.65	9.03	9.54
PB	1.30	1.15	1.10	1.04	每股经营现金	1.62	2.80	1.18	1.50
PS	1.02	0.99	0.93	0.88	每股股利	0.00	0.13	0.21	0.12
EV/EBITDA	5.76	3.58	4.36	3.59					
股息率	0.00%	1.27%	2.09%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn