

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 安道麦 A (000553.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.10.31

#### 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 行业分析师

执业编号: S1500518090002

联系电话: +86 10 83326705

邮箱: geshaofeng@cindasc.com

#### 相关研究

《销售额稳步增长, 产品继续向差异化迈进》

2018.05

《市场份额稳步提升, 欧元套保损失小幅拖累公司业绩》2018.08

《欧洲极端天气拖累公司短期业绩, 市场份额稳步提升》2018.10

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

## 销售额及利润指标预计将创历史新高, 拟收购辉丰农化资产

2019年01月30日

### 事件:

公司发布业绩预告, 预计2018年将实现归属于上市公司股东的净利润23.67-25.06亿元, 同比增加53.15%-62.10%。

此外, 公司近期发布公告, 与辉丰股份签署《有关资产收购的谅解备忘录》, 就潜在收购事宜达成初步意向。

### 点评:

➤ **四季度销售额创历史新高, 实现双位数增长。**第四季度, 公司在巴西、北美以及印度、中东及非洲区域的销售业绩均实现强劲增长。其中, 受益于公司新推出的差异化三元复配杀菌剂 CRONNOS® 的销售推动, 公司在巴西的销售业绩尤为突出; 欧洲地区由于农业季节启动延缓加之第三季度遭遇极端旱情, 前三季度销售额同比下降 2.6% 至 8.69 亿美元, 但得益于第四季度销售额同比大幅增长, 欧洲全年销售额与去年基本持平; 此外, 自有品牌下的中国制剂业务以及全球其他大多数地区的销售额均实现双位数的强劲增长。公司产品销售价格的提升和产品组合的持续改善, 抵消了采购成本上升及汇率波动产生的负面影响, 使得公司四季度毛利润实现双位数增长。基于第四季度销售业绩的靓丽表现, 公司预计 2018 年全年销售额及调整后的利润指标有望全面超越 2017 年创下的历史最高值, 营业利润和税前利润相对于 2017 年均实现小幅增长, 但由于 2017 年确认了递延所得税资产, 使得当年税项费用相对较低, 公司预计剔除一次性收益调整后的净利润 (扣除不影响公司日常经营业绩的一次性或非现金/非经营性科目) 预计在 15.311 至 16.695 亿元 (即 2.347 亿美元至 2.547 亿美元), 略低于 2017 年调整后净利润 19.093 亿元 (即 2.801 亿美元)。

➤ **完成更名再踏征程, 与辉丰签署资产收购谅解备忘录。**公司于近期完成更名, 名称由“湖北沙隆达股份有限公司”变更为“安道麦股份有限公司”, “安道麦”(ADAMA)在希伯来语中意指“土地”或“土壤”, 反映了公司以农民为中心、致力于在全球各个市场推动农业发展的承诺。此外, 公司近期与辉丰股份签署《有关资产收购的谅解备忘录》, 拟收购辉丰股份所持有或控制的与农用化学品或农化中间产品的研发、生产、制剂、销售以及市场营销相关的资产。辉丰股份拥有 6800 吨/年咪鲜胺原药、7000 吨/辛酰溴苯腈原药、1200 吨/年氟环唑原药产能, 还具备 30000 吨/年农药制剂产能, 已形成“原料-中间体-原药-制剂”完整的产业链, 其咪鲜胺产能全球第一, 辛酰溴苯腈、氟环唑产能国内最大。辉丰股份为公司重要供应商, 产品业务与公司高度互补, 公司收购辉丰原药资产, 可以进一步提升公司成本优势, 提高公司原材料供应稳定性。同时, 辉丰产品登记资源丰富, 拥有 150 余种产品登记证, 可与公司的登记资源形成互补, 从而增强公司在中国市场的地位、扩大产品资源, 大大提升公司在国内的业务发展速度。公司完成对辉丰相关资产收购的前提之

一为辉丰环保问题完全解决，相关生产设施全面复产，目前辉丰所有制剂产线和 8 条原药产线已经复产，公司将在谅解备忘录签署后开始尽职调查、审计及正式的估值工作。

- **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 5600 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 年的归母净利润分别达到 245.90 亿元、199.77 亿元和 243.61 亿元，同比增长 59.07%、-18.76%和 21.95%，EPS 分别达到 1.01 元、0.82 元和 1.00 元，对应 2019 年 1 月 29 日收盘价（9.88 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	26,242.28	28,918.76	31,488.59
增长率 YoY %	-14.53%	1184.26%	10.17%	10.20%	8.89%
归属母公司净利润(百万元)	-74.49	1,545.88	2,458.99	1,997.66	2,436.12
增长率 YoY%	-152.52%	-	59.07%	-18.76%	21.95%
毛利率%	13.67%	35.33%	32.73%	35.00%	36.00%
净资产收益率 ROE%	-3.63%	14.88%	12.34%	9.05%	10.03%
每股收益 EPS(元)(摊薄)	-	0.63	1.01	0.82	1.00
市盈率 P/E(倍)	-	16	10	12	10
市净率 P/B(倍)	12.06	1.29	1.15	1.05	0.95

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 1 月 29 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
<b>流动资产</b>	1,091.58	23,330.34	25,546.65	28,192.00	31,207.99
货币资金	547.27	7,868.86	9,288.14	10,773.78	12,548.04
应收票据	91.78	180.03	198.34	218.57	237.99
应收账款	208.61	5,056.85	5,571.19	6,139.40	6,684.97
预付账款	42.01	202.11	231.62	246.63	264.42
存货	173.64	7,488.24	8,581.55	9,137.81	9,796.76
其他	28.27	2,534.26	1,675.81	1,675.81	1,675.81
<b>非流动资产</b>	1,893.30	16,283.58	15,655.14	15,394.72	15,257.03
长期投资	0.00	102.38	102.38	102.38	102.38
固定资产	1,604.37	6,141.49	6,818.20	7,869.68	8,630.70
无形资产	207.76	4,036.59	3,024.41	2,012.22	1,000.04
其他	81.16	6,003.12	5,710.15	5,410.43	5,523.90
<b>资产总计</b>	2,984.88	39,613.92	41,201.79	43,586.72	46,465.01
<b>流动负债</b>	588.90	11,295.44	11,189.17	11,576.44	12,018.61
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	4,476.84	4,767.04	5,110.80
其他	419.72	5,108.05	4,431.41	4,528.49	4,626.90
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	979.83	20,835.91	20,118.92	20,506.19	20,948.36
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	21,082.87	23,080.53	25,516.66
<b>负债和股东权益</b>	2984.88	39613.92	41201.79	43586.72	46465.01

**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	26,242.28	28,918.76	31,488.59
同比	-14.53%	1184.26%	10.17%	10.20%	8.89%
归属母公司净利润	-74.49	1,545.88	2,458.99	1,997.66	2,436.12
同比	-152.52%	-	59.07%	-18.76%	21.95%
毛利率	13.67%	35.33%	32.73%	35.00%	36.00%
ROE	-3.63%	14.88%	12.34%	9.05%	10.03%
每股收益EPS(元)(摊薄)	-	0.63	1.01	0.82	1.00
P/E	-	16	10	12	10
P/B	12.06	1.29	1.15	1.05	0.95
EV/EBITDA	37.75	7.42	5.65	6.02	5.28

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1,854.73	23,819.57	26,242.28	28,918.76	31,488.59
营业成本	1,601.17	15,403.89	17,652.92	18,797.19	20,152.70
营业税金及附加	14.60	74.76	82.36	90.76	98.83
营业费用	89.53	4,280.34	4,715.69	5,196.65	5,658.44
管理费用	224.18	1,401.77	1,312.11	1,445.94	1,574.43
财务费用	-4.34	1,205.29	588.20	534.10	577.76
资产减值损失	54.53	173.33	205.21	220.86	212.13
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
<b>营业利润</b>	-120.43	1,678.57	1,712.42	2,668.23	3,259.46
营业外收入	23.47	34.10	1,581.15	15.19	15.19
营业外支出	0.03	44.67	14.92	19.87	26.49
<b>利润总额</b>	-96.98	1,668.00	3,278.66	2,663.55	3,248.17
所得税	-22.49	122.12	819.66	665.89	812.04
<b>净利润</b>	-74.49	1,545.88	2,458.99	1,997.66	2,436.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	-74.49	1,545.88	2,458.99	1,997.66	2,436.12
EBITDA	164.53	4,745.05	6,233.64	5,843.60	6,668.96
EPS	-0.13	0.63	1.01	0.82	1.00

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	268.37	3,958.39	2,548.48	4,315.09	4,959.18
净利润	-74.49	1,545.88	2,458.99	1,997.66	2,436.12
折旧摊销	238.48	1,668.19	2,206.52	2,378.06	2,567.40
财务费用	23.03	1,408.86	748.46	801.99	853.39
投资损失	-4.41	-73.86	-26.64	-34.97	-45.16
营运资金变动	77.49	-152.56	-1,177.91	-993.30	-1,011.69
其它	8.26	-438.13	-1,660.95	165.65	159.10
<b>投资活动现金流</b>	-105.42	-1,287.74	-226.60	-2,027.46	-2,331.53
资本支出	-107.48	-1,405.97	-253.24	-2,062.43	-2,376.69
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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	133.37	4030.51	1419.28	1485.64	1774.26

## 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。

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，化工行业分析师，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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。