

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 安道麦 A (000553.SZ)

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级: 买入, 2019.01.30

#### 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

《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》2019.01

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

## 砥砺前行, 销售额再创历史新高

2019年03月21日

#### 事件:

公司发布 2018 年报, 全年实现营业收入 256.2 亿元, 同比增加 7.5%, 归母净利润 24 亿元, 同比增加 55.4%, 折合 EPS 0.98 元/股, 同比增加 48.77%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.97 元 (含税)。

#### 点评:

- **四季度表现卓越, 全年销售额再创新高。**虽然受到欧洲恶劣天气条件的不利影响, 但 2018 年公司仍然保持了稳健的增长势头, 全年实现销售额 38.8 亿美元, 同比增加 10%, 再创历史新高, 日益差异化的产品线带动公司产品销量同比增长 8.1%, 推动公司市场份额稳步提升; 实现毛利润 12.9 亿美元, 同比增加 4%, 受原材料上涨影响, 毛利率同比小幅下降 1.8 ppt.至 33.3%; 公司 2018 年营业利润和税前利润相对于 2017 年均实现小幅增长, 但由于 2018 年税费高于 2017 年, 使得公司净利润同比下降 11%至为 2.5 亿美元, 净利率同比下降 1.6 ppt.至 6.4%。公司四季度的业绩表现尤为强劲, 销量同比增长 16%, 加之销售价格的上调, 使得销售额同比增长 17.3%至 9.63 亿美元, 产品组合日益差异化和售价的上调抵消了原药成本上涨的压力, 使得公司维持了 32.4%的毛利率, 实现毛利润 3.12 亿美元, 同比增长 17.6%, 净利润 4600 万美元, 同比增长 79%, 创历史新高。
- **欧洲、美洲市场销售额增长强劲。**第四季度, 公司在欧洲市场共实现销售额 1.88 亿美元 (YoY +24.1%, 固定汇率, 下同)。尽管遭遇了严重干旱的极端天气、原药供应短缺等种种挑战, 但得益于四季度的强劲业绩, 欧洲市场全年销售与去年基本持平, 由于欧洲市场整体下滑, 公司在欧洲的市场份额继续提升; 北美市场对差异化的产品组合需求强劲, 加之定价环境的走强, 使得北美市场表现亮眼, 第四季度实现销售额 2.04 亿美元 (YoY 28.4%); 得益于差异化产品的不断推出, 南美市场第四季度实现销售额 3.47 亿美元 (YoY 48.9%); 印度、非洲及中东地区四季度实现销售额 1.00 亿美元 (YoY -11.4%), 主要由印度与南非第四季度遭遇极端旱情所致; 亚太区总体表现强劲, 但由于中国区业务正在进行调整, 由面向中间商销售低毛利的原药转变为通过公司全球网络销售高毛利的制剂, 导致中国区销售出现暂时下滑, 实现销售额 4300 万美元 (YoY -33.6%), 目前转型已初见成效, 公司在国内自有品牌的制剂销售同比增长 40%。受中国区销售下滑影响, 亚太地区四季度实现销售额 1.24 亿美元 (YoY -9.6%)。
- **与辉丰签署资产收购谅解备忘录。**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2019-2021年的归母净利润分别达到21.65亿元、26.72亿元和32.36亿元，同比增长-9.9%、23.4%和21.1%，以公司当前股本计算摊薄EPS分别达到0.88元、1.09元和1.32元，对应2019年3月21日收盘价（11.48元/股）的动态PE分别为13倍、11倍和9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。



|               | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入(百万元)    | 23,819.57 | 25,615.12 | 29,461.41 | 33,347.08 | 38,004.05 |
| 增长率 YoY %     | 1184.26%  | 7.54%     | 15.02%    | 13.19%    | 13.97%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,545.88  | 2,402.46  | 2,164.73  | 2,671.89  | 3,235.90  |
| 增长率 YoY%      | -2175.28% | 55.41%    | -9.90%    | 23.43%    | 21.11%    |
| 毛利率%          | 35.33%    | 33.30%    | 34.50%    | 35.50%    | 36.00%    |
| 净资产收益率 ROE%   | 14.88%    | 11.70%    | 9.31%     | 10.46%    | 11.36%    |
| EPS(摊薄)(元)    | 0.63      | 0.98      | 0.88      | 1.09      | 1.32      |
| 市盈率 P/E(倍)    | 18        | 12        | 13        | 11        | 9         |
| 市净率 P/B(倍)    | 1.50      | 1.26      | 1.16      | 1.04      | 0.93      |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2019年3月21日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>流动资产</b>    | 23,330.34 | 24,689.49 | 24,095.77 | 25,228.61 | 27,280.23 |
| 货币资金           | 7,868.86  | 6,233.09  | 3,408.31  | 2,300.34  | 1,574.69  |
| 应收票据           | 180.03    | 60.49     | 69.57     | 78.74     | 89.74     |
| 应收账款           | 5,056.85  | 6,516.91  | 7,495.47  | 8,484.05  | 9,668.86  |
| 预付账款           | 202.11    | 355.29    | 401.29    | 447.29    | 505.80    |
| 存货             | 7,488.24  | 9,247.34  | 10,444.76 | 11,641.82 | 13,164.77 |
| 其他             | 2,534.26  | 2,276.37  | 2,276.37  | 2,276.37  | 2,276.37  |
| <b>非流动资产</b>   | 16,283.58 | 18,123.02 | 21,384.57 | 23,664.79 | 25,785.26 |
| 长期股权投资         | 102.38    | 108.35    | 108.35    | 108.35    | 108.35    |
| 固定资产(合计)       | 6,141.49  | 6,629.62  | 6,836.26  | 7,042.58  | 7,034.95  |
| 无形资产           | 4,036.59  | 5,677.39  | 8,095.34  | 10,342.48 | 12,423.36 |
| 其他             | 6,003.12  | 5,707.66  | 6,344.63  | 6,171.37  | 6,218.60  |
| <b>资产总计</b>    | 39,613.92 | 42,812.51 | 45,480.35 | 48,893.40 | 53,065.50 |
| <b>流动负债</b>    | 11,295.44 | 11,339.17 | 12,079.59 | 12,820.76 | 13,756.95 |
| 短期借款           | 2,280.91  | 572.77    | 572.77    | 572.77    | 572.77    |
| 应付票据           | 311.56    | 445.53    | 503.22    | 560.90    | 634.27    |
| 应付账款           | 3,906.48  | 4,573.78  | 5,166.03  | 5,758.10  | 6,511.36  |
| 其他             | 4,796.49  | 5,747.08  | 5,837.57  | 5,928.98  | 6,038.54  |
| <b>非流动负债</b>   | 9,540.47  | 9,193.21  | 9,193.21  | 9,193.21  | 9,193.21  |
| 长期借款           | 514.32    | 235.82    | 235.82    | 235.82    | 235.82    |
| 其他             | 9,026.15  | 8,957.39  | 8,957.39  | 8,957.39  | 8,957.39  |
| <b>负债合计</b>    | 20,835.91 | 20,532.38 | 21,272.81 | 22,013.97 | 22,950.17 |
| 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      | 18,778.01 | 22,280.13 | 24,207.54 | 26,879.43 | 30,115.33 |
| <b>负债和股东权益</b> | 39,613.92 | 42,812.51 | 45,480.35 | 48,893.40 | 53,065.50 |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 会计年度       | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入      | 23,819.57 | 25,615.12 | 29,461.41 | 33,347.08 | 38,004.05 |
| 同比(%)      | 1184.26%  | 7.54%     | 15.02%    | 13.19%    | 13.97%    |
| 归属母公司净利润   | 1,545.88  | 2,402.46  | 2,164.73  | 2,671.89  | 3,235.90  |
| 同比(%)      | -2175.28% | 55.41%    | -9.90%    | 23.43%    | 21.11%    |
| 毛利率(%)     | 35.33%    | 33.30%    | 34.50%    | 35.50%    | 36.00%    |
| ROE%       | 14.88%    | 11.70%    | 9.31%     | 10.46%    | 11.36%    |
| EPS(摊薄)(元) | 0.63      | 0.98      | 0.88      | 1.09      | 1.32      |
| P/E        | 18        | 12        | 13        | 11        | 9         |
| P/B        | 1.50      | 1.26      | 1.16      | 1.04      | 0.93      |
| EV/EBITDA  | 8.24      | 7.07      | 8.11      | 6.86      | 5.85      |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>营业总收入</b>    | 23,819.57 | 25,615.12 | 29,461.41 | 33,347.08 | 38,004.05 |
| 营业成本            | 15,403.89 | 17,084.94 | 19,297.23 | 21,508.87 | 24,322.59 |
| 营业税金及附加         | 74.76     | 90.49     | 104.08    | 117.81    | 134.26    |
| 销售费用            | 4,280.34  | 4,630.12  | 5,325.36  | 6,027.72  | 6,869.51  |
| 管理费用            | 1,401.77  | 893.11    | 1,027.21  | 1,162.69  | 1,325.06  |
| 研发费用            | 0.00      | 441.90    | 508.25    | 575.28    | 655.62    |
| 财务费用            | 1,205.29  | 552.71    | 324.92    | 489.58    | 532.83    |
| 减值损失合计          | 173.33    | 281.37    | 221.08    | 203.71    | 233.24    |
| 投资净收益           | 73.86     | 628.26    | 235.51    | 312.54    | 392.10    |
| 其他              | 324.51    | 987.28    | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| <b>营业利润</b>     | 1,678.57  | 3,256.02  | 2,888.79  | 3,573.95  | 4,323.03  |
| 营业外收支           | -10.57    | -20.31    | -2.48     | -11.43    | -8.49     |
| <b>利润总额</b>     | 1,668.00  | 3,235.71  | 2,886.31  | 3,562.52  | 4,314.54  |
| 所得税             | 122.12    | 833.25    | 721.58    | 890.63    | 1,078.63  |
| <b>净利润</b>      | 1,545.88  | 2,402.46  | 2,164.73  | 2,671.89  | 3,235.90  |
| 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> | 1,545.88  | 2,402.46  | 2,164.73  | 2,671.89  | 3,235.90  |
| EBITDA          | 4,745.05  | 5,211.85  | 4,545.80  | 5,367.68  | 6,295.31  |
| EPS(当年)(元)      | 0.63      | 0.98      | 0.88      | 1.09      | 1.32      |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2017A     | 2018A     | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 3,958.39  | 2,002.14  | 1,242.49  | 2,620.87  | 2,937.77  |
| 净利润            | 1,545.88  | 2,402.46  | 2,164.73  | 2,671.89  | 3,235.90  |
| 折旧摊销           | 1,668.19  | 1,945.77  | 1,348.20  | 1,518.22  | 1,681.65  |
| 财务费用           | 1,408.86  | 30.37     | 311.30    | 286.94    | 299.12    |
| 投资损失           | -73.86    | -628.26   | -235.51   | -312.54   | -392.10   |
| 营运资金变动         | -152.56   | -1,282.27 | -1,711.76 | -1,703.42 | -2,074.40 |
| 其它             | -438.13   | -465.94   | -634.47   | 159.78    | 187.59    |
| <b>投资活动现金流</b> | -1,287.74 | -954.12   | -3,518.65 | -3,441.91 | -3,364.29 |
| 资本支出           | -1,405.97 | -954.48   | -3,754.15 | -3,754.45 | -3,756.40 |
| 长期投资           | 37.80     | 6.51      | 235.51    | 312.54    | 392.10    |
| 其他             | 80.43     | -6.16     | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1,636.12  | -2,891.53 | -548.62   | -286.94   | -299.12   |
| 吸收投资           | 1,531.92  | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 借款             | 965.04    | -2,118.25 | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 支付利息或股息        | 764.04    | 716.33    | 548.62    | 286.94    | 299.12    |
| <b>现金流净增加额</b> | 4,030.51  | -1,684.11 | -2,824.78 | -1,107.97 | -725.65   |

## 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）；<br>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。