

安道麦 A (000553)

证券研究报告

2021年03月31日

全年业绩实现增长，加入先正达助力公司再攀高峰

事件：安道麦 A 发布 2020 年年报，实现营业收入 284.45 亿元，同比增长 3.2%；归属于上市公司股东的净利润 3.53 亿元，同比增长 27.33%。按 23.44 亿股的总股本，实现摊薄每股收益 0.15 元，每股经营现金流为 0.86 元。其中第四季度实现营业收入 75.55 亿元，同比增长 3.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.28 亿元，同比增长 124.67%；单季度 EPS 0.05 元。

销量强势助推全年业绩实现增长，四季度销售额创历史新高

公司全年营业收入同比增长 3.2%，但若按固定汇率计算则同比增长 11%，同时全年销量同比增长 10%，销售均价亦实现增长，但由于汇率因素使得公司人民币报表收入增速收窄。

分地区看，欧洲/北美/拉美/亚太/印度、中东与非洲分别 yoy+1.1%/-1.6%/5.3%/4.2%/9.2%，但若按固定汇率计算则 yoy+1.7%/-0.9%/29.9%/5.4%/13.9%。其中拉美地区表现最为亮眼，主要受益于公司在巴西的市场份额持续扩大，同时在哥伦比亚、智利和秘鲁均实现了强势增长。印度、中东与非洲区域销售额亦大幅增长，主要得益于公司把握住印度理想的季风气候和南非有利的季节条件推动销量大幅增长。亚太地区销售额也实现稳健增长，其中四季度销量大幅增长主要得益于澳大利亚、日本以及整个东南亚有利的天气条件，同时中国销量增速达到两位数。欧洲地区保持平稳，主要系农民在谷物上的除草剂的用药旺盛需求以及德国、波兰和乌克兰市场市占率的提高，但由于地区定价环境疲软导致部分增量被抵消。仅北美地区销售额下降，虽然四季度美国和加拿大对植保产品需求旺盛但并未完全克服全年不利天气和新冠疫情带来的负面影响。

毛利率小幅下跌，汇率因素对公司业绩影响负面

2020 年公司综合毛利率为 29.4%，同比下跌 2.8pcts，销量的大幅增长和采购成本的降低仍未能完全抵消汇率波动带来的不利影响。

公司期间费用 yoy-2.23 亿元，其中管理费用 yoy-5.18 亿元，主要由于全球多国货币兑美元疲软以及为防控新冠疫情实施的各种限制措施也间接减省了某些费用。财务费用 yoy+1.81 亿元，主要系汇兑损益影响但公司通过套期保值对公允价值变动损益与投资收益实现了 6.81 亿元的净收益，一定程度抵消了汇率的负面影响。同时，销售费用和研发费用基本维持稳定，yoy+0.72/+0.43 亿元。

基地搬迁与并购项目稳步推进，和先正达协同效应显著

公司荆州基地搬迁有望于数月内投产，淮安基地搬迁项目的第一阶段预计将于 2022 年底完成。同时，公司已完成收购上海迪拜（江苏辉丰在中国国内的植保经销公司）的多数股权并向完成第二阶段交易继续推进，尚待辉丰达成交割所需的复产。另一方面，公司加入先正达集团后协同增效显著，不仅丰富了产品线，获得新的原药品种，同时亦提升了运营效率，优化供应链。

盈利预测与估值：根据公司销售情况同时结合汇率因素，我们调整 2021-2023 年净利润分别为 4.96/7.48/11.08 亿元（2021/2022 前值为 7.56/10.56 亿元），维持“持有”的投资评级。

风险提示：汇率波动风险，农药景气下行风险，产品及原料价格大幅波动风险，基地项目及产品推进不及预期风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,563.24	28,444.83	29,881.30	31,823.58	34,051.23
增长率(%)	7.61	3.20	5.05	6.50	7.00
EBITDA(百万元)	5,547.63	5,300.98	4,008.85	4,166.11	4,466.13
净利润(百万元)	277.04	352.75	496.43	747.61	1,107.70
增长率(%)	(88.47)	27.33	40.73	50.60	48.17
EPS(元/股)	0.12	0.15	0.21	0.32	0.47
市盈率(P/E)	74.54	58.54	41.60	27.62	18.64
市净率(P/B)	0.92	0.97	0.94	0.91	0.88
市销率(P/S)	0.75	0.73	0.69	0.65	0.61
EV/EBITDA	5.43	4.85	6.43	5.49	4.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	持有（维持评级）
当前价格	8.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,177.07
流通 A 股股本(百万股)	2,177.07
A 股总市值(百万元)	19,180.00
流通 A 股市值(百万元)	19,179.96
每股净资产(元)	9.11
资产负债率(%)	54.20
一年内最高/最低(元)	11.15/7.76

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《安道麦 A-半年报点评:二季度销售情况良好，业绩实现强劲恢复》 2020-08-21
- 《安道麦 A-年报点评报告:克服不利因素，维持销售规模》 2020-04-30
- 《沙隆达 A-季报点评:欧洲极端天气，巴西货币贬值，18Q3 业绩略低于预期》 2018-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,348.59	3,863.89	5,077.43	8,132.05	11,455.11
应收票据及应收账款	8,030.16	8,868.95	8,727.81	7,183.98	8,517.42
预付账款	377.81	406.01	404.87	452.87	244.23
存货	9,932.65	10,338.27	11,671.29	10,962.62	10,584.24
其他	2,453.02	3,751.19	2,821.25	3,269.60	3,112.99
流动资产合计	25,142.23	27,228.31	28,702.67	30,001.11	33,914.00
长期股权投资	133.10	14.08	14.08	14.08	14.08
固定资产	6,939.61	6,576.12	6,877.16	6,998.89	7,007.03
在建工程	788.39	1,405.33	1,023.20	793.92	656.35
无形资产	5,835.79	5,226.46	3,974.07	2,721.68	1,469.29
其他	6,449.84	6,350.74	6,215.54	6,363.25	6,309.84
非流动资产合计	20,146.71	19,572.72	18,104.05	16,891.81	15,456.59
资产总计	45,288.94	46,801.03	46,806.73	46,892.93	49,370.60
短期借款	2,009.88	1,205.50	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	4,527.58	4,926.80	5,657.30	5,246.71	5,972.06
其他	5,407.53	6,787.59	6,464.90	6,045.51	6,839.05
流动负债合计	11,944.99	12,919.88	13,122.20	12,292.22	13,811.10
长期借款	927.16	2,387.63	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	7,965.94	8,078.11	7,897.72	7,980.59	7,985.47
其他	2,079.18	1,981.50	1,789.66	1,950.11	1,907.09
非流动负债合计	10,972.28	12,447.24	11,687.38	11,930.70	11,892.56
负债合计	22,917.28	25,367.12	24,809.58	24,222.93	25,703.66
少数股东权益	0.00	80.16	80.16	80.16	80.16
股本	2,446.55	2,344.12	2,344.12	2,344.12	2,344.12
资本公积	12,903.17	13,023.22	13,023.22	13,023.22	13,023.22
留存收益	18,717.50	19,126.08	19,572.87	20,245.72	21,242.65
其他	(11,695.56)	(13,139.67)	(13,023.22)	(13,023.22)	(13,023.22)
股东权益合计	22,371.67	21,433.92	21,997.15	22,670.00	23,666.93
负债和股东权益总	45,288.94	46,801.03	46,806.73	46,892.93	49,370.60

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	277.04	352.75	496.43	747.61	1,107.70
折旧摊销	2,175.75	2,093.47	1,633.48	1,659.94	1,681.82
财务费用	1,325.88	1,398.81	1,598.69	1,294.73	1,031.68
投资损失	(51.37)	(286.93)	(201.18)	(201.18)	(201.18)
营运资金变动	(3,554.15)	(1,305.63)	507.11	739.31	933.61
其它	670.34	(229.45)	24.37	(6.83)	(3.57)
经营活动现金流	843.49	2,023.02	4,058.88	4,233.58	4,550.05
资本支出	2,677.85	1,789.29	491.84	139.55	343.02
长期投资	24.75	(119.02)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,381.12)	(4,002.24)	(639.40)	(224.70)	(434.70)
投资活动现金流	(2,678.52)	(2,331.97)	(147.56)	(85.15)	(91.67)
债权融资	11,969.23	12,943.82	11,777.93	12,053.60	12,060.74
股权融资	(1,634.80)	(3,153.38)	(1,481.99)	(1,294.48)	(1,031.43)
其他	(10,546.45)	(9,647.39)	(12,993.71)	(11,852.94)	(12,164.62)
筹资活动现金流	(212.03)	143.05	(2,697.77)	(1,093.82)	(1,135.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,047.06)	(165.90)	1,213.55	3,054.61	3,323.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,563.24	28,444.83	29,881.30	31,823.58	34,051.23
营业成本	18,679.51	20,071.04	20,851.17	21,958.27	22,814.33
营业税金及附加	84.40	88.59	96.71	99.85	107.70
营业费用	4,873.26	4,945.35	5,259.11	5,586.74	6,129.22
管理费用	1,562.32	1,043.71	1,277.33	1,443.94	1,906.87
研发费用	436.33	478.78	497.16	522.96	566.42
财务费用	1,665.89	1,847.19	1,598.69	1,294.73	1,031.68
资产减值损失	(413.82)	(164.15)	(250.00)	(100.00)	(60.00)
公允价值变动收益	825.51	540.70	24.37	(6.83)	(3.57)
投资净收益	(231.21)	206.50	201.18	201.18	201.18
其他	(448.65)	(1,150.89)	(451.10)	(388.72)	(395.23)
营业利润	529.70	538.03	776.69	1,211.45	1,752.64
营业外收入	25.73	77.03	39.47	47.41	54.63
营业外支出	103.85	39.85	59.89	67.86	55.87
利润总额	451.57	575.21	756.27	1,190.99	1,751.40
所得税	174.53	222.46	259.84	443.38	643.70
净利润	277.04	352.75	496.43	747.61	1,107.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	277.04	352.75	496.43	747.61	1,107.70
每股收益(元)	0.12	0.15	0.21	0.32	0.47

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.61%	3.20%	5.05%	6.50%	7.00%
营业利润	-83.73%	1.57%	44.36%	55.98%	44.67%
归属于母公司净利润	-88.47%	27.33%	40.73%	50.60%	48.17%
获利能力					
毛利率	32.23%	29.44%	30.22%	31.00%	33.00%
净利率	1.01%	1.24%	1.66%	2.35%	3.25%
ROE	1.24%	1.65%	2.27%	3.31%	4.70%
ROIC	5.71%	5.22%	5.42%	5.82%	7.10%
偿债能力					
资产负债率	50.60%	54.20%	53.00%	51.66%	52.06%
净负债率	34.06%	42.36%	30.46%	17.30%	2.56%
流动比率	2.10	2.11	2.19	2.44	2.46
速动比率	1.27	1.31	1.30	1.55	1.69
营运能力					
应收账款周转率	3.77	3.37	3.40	4.00	4.34
存货周转率	2.87	2.81	2.72	2.81	3.16
总资产周转率	0.63	0.62	0.64	0.68	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.15	0.21	0.32	0.47
每股经营现金流	0.36	0.86	1.73	1.81	1.94
每股净资产	9.54	9.11	9.35	9.64	10.06
估值比率					
市盈率	74.54	58.54	41.60	27.62	18.64
市净率	0.92	0.97	0.94	0.91	0.88
EV/EBITDA	5.43	4.85	6.43	5.49	4.39
EV/EBIT	8.93	8.02	10.85	9.12	7.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com