

公司研究

全球农化市场复苏助业绩上升，战略收购产业协同共促长远发展

——安道麦 A (000553.SZ) 2020 年年度报告点评

要点

事件： 3月30日，公司发布2020年年度报告。2020年，公司实现营业总收入284.45亿元，同比增长3.20%；归母净利润为3.53亿元，同比增长27.33%。

农化行业下游需求复苏，四季度各区域销售强劲助推公司业绩上升。 2020年上半年，由于受疫情爆发影响，全球经济社会活动普遍停滞，市场对玉米、棉花等农作物产品的需求出现萎缩，大部分农作物价格下滑。2020年下半年，疫情引发的粮食安全担忧、油价上涨以及纺织行业需求的复苏助推市场对农作物的需求复苏，农作物价格显著回升。公司四季度在所有关键市场均实现了强劲的两位数增长，北美区四季度摆脱了年初恶劣天气和其它挑战造成的负面影响；欧洲区农民用药需求旺盛；亚太区四季度的有利天气条件促进了整个区域的业绩增长；印度、中东及非洲区区域内季节性天气条件也对公司销量贡献良多。

战略收购提高公司竞争力，未来发展空间广阔。 公司于2020年10月28日与江苏辉丰签订《股权购买协议》，在本次交易完成后，公司将持有江苏辉丰以重组之目的成立的全资子公司科利农 51%的股权。此次《股权购买协议》还包括有上海迪拜 1%股权的收购，叠加2019年11月签订的上海迪拜 50%股权购买协议，公司共将持有上海迪拜 51%的股权。上海迪拜 51%股权已于2020年12月31日完成交割。科利农承接了江苏辉丰化学农药、农药中间体、制剂产品的开发、生产、销售和市场营销等业务的全部资产；上海迪拜原是辉丰的全资子公司，拥有独具特色的植保制剂产品线以及活跃于全国各地市场的销售团队。此次收购将使公司夯实重点产品竞争优势，打通中国及全球市场的供应保障渠道。

加入先正达集团，协同效应促企业双赢。 2020年6月，安道麦集团加入新成立的先正达集团。作为全球农化行业翘楚，先正达集团的业务范围涵盖了植保、种子、化肥及其它农业与数字技术，此外先正达在中国地区还建立了十分先进的分销网络。加入先正达后，安道麦将受益于先正达农化产业链的整合，安道麦的全球化产业布局也可助力先正达在全球市场的网络布局，协同效应共促企业双赢。

盈利预测、估值与评级： 考虑到部分原药价格低位以及全球疫情影响仍存，我们下调了公司2021-2022年盈利预测，并新增公司2023年盈利预测，预计2021-2023年的归母净利润分别为7.9（下调30.4%）、10.5（下调21.8%）、12.5亿元，折算EPS分别为0.34、0.45、0.53元/股。公司战略收购夯实自身产品优势，加入先正达后协同效应促进公司长远发展，仍维持公司“买入”评级。

风险提示： 疫情发展不确定性风险，下游需求波动风险，农产品价格下跌风险，各区域市场气候波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,563.24	28,444.83	30,535.24	31,201.74	32,886.89
营业收入增长率	7.61%	3.20%	7.35%	2.18%	5.40%
净利润（百万元）	277	353	791	1,054	1,247
净利润增长率	-88.47%	27.33%	124.35%	33.18%	18.29%
EPS（元）	0.11	0.15	0.34	0.45	0.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.24%	1.65%	3.57%	4.57%	5.16%
P/E	76	57	26	19	16
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-02，2019年总股本为24.46亿股，2020年回购后为23.44亿股

买入（维持）

当前价：8.65元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

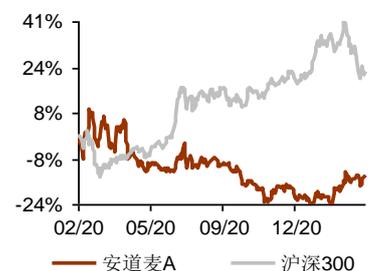
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.44
总市值(亿元)	194.37
一年最低/最高(元)	7.76/11.14
近3月换手率	9.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.66	13.02	-56.25
绝对	0.68	12.65	-17.59

资料来源：Wind

相关研报

疫情及计提致短期业绩承压，长期有望逐步改善——安道麦 A (000553.SZ) 2019 年年报及 2020 年一季报点评 (2020-05-06)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,563	28,445	30,535	31,202	32,887
营业成本	18,680	20,071	21,783	21,928	22,918
折旧和摊销	2,176	2,093	1,968	2,007	2,049
税金及附加	84	89	95	97	102
销售费用	4,873	4,945	5,309	5,425	5,718
管理费用	1,562	1,044	1,120	1,145	1,207
研发费用	436	479	514	525	554
财务费用	1,666	1,847	274	388	392
投资收益	-231	207	0	0	0
营业利润	530	538	1,311	1,739	2,034
利润总额	452	575	1,290	1,718	2,033
所得税	175	222	499	664	786
净利润	277	353	791	1,054	1,247
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	277	353	791	1,054	1,247
EPS(元)	0.11	0.15	0.34	0.45	0.53

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	843	2,023	968	3,286	3,348
净利润	277	353	791	1,054	1,247
折旧摊销	2,176	2,093	1,968	2,007	2,049
净营运资金增加	4,562	220	4,237	430	922
其他	-6,171	-643	-6,029	-205	-870
投资活动产生现金流	-2,679	-2,332	-1,903	-2,025	-2,000
净资本支出	-1,573	-1,947	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	-25	119	0	0	0
其他资产变化	-1,080	-504	97	-25	0
融资活动现金流	-212	143	6,232	-1,061	-843
股本变化	0	-102	0	0	0
债务净变化	3,210	975	6,505	-554	-293
无息负债变化	-825	1,475	-1,805	16	713
净现金流	-2,026	-485	5,297	200	506

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.2%	29.4%	28.7%	29.7%	30.3%
EBITDA 率	16.4%	14.3%	13.3%	14.3%	14.7%
EBIT 率	8.5%	7.0%	6.8%	7.9%	8.4%
税前净利润率	1.6%	2.0%	4.2%	5.5%	6.2%
归母净利润率	1.0%	1.2%	2.6%	3.4%	3.8%
ROA	0.6%	0.8%	1.5%	2.0%	2.3%
ROE (摊薄)	1.2%	1.7%	3.6%	4.6%	5.2%
经营性 ROIC	3.8%	3.3%	3.1%	3.6%	4.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	51%	54%	57%	56%	55%
流动比率	2.10	2.11	1.86	1.94	1.99
速动比率	1.27	1.31	1.20	1.26	1.30
归母权益/有息债务	1.87	1.65	1.14	1.22	1.30
有形资产/有息债务	2.85	2.80	2.15	2.23	2.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	45,289	46,801	52,293	52,690	54,199
货币资金	4,349	3,864	9,161	9,361	9,866
交易性金融资产	30	1	1	1	1
应收帐款	8,004	8,767	8,898	9,092	9,583
应收票据	26	102	232	237	250
其他应收款 (合计)	1,195	1,310	1,394	1,424	1,501
存货	9,933	10,338	11,660	11,639	12,084
其他流动资产	738	879	984	1,017	1,101
流动资产合计	25,142	27,228	32,770	33,215	34,850
其他权益工具	155	152	152	152	152
长期股权投资	133	14	14	14	14
固定资产	6,940	6,576	6,289	6,003	5,706
在建工程	788	1,405	1,579	1,709	1,807
无形资产	5,836	5,226	5,212	5,200	5,190
商誉	4,511	4,584	4,584	4,584	4,584
其他非流动资产	782	741	741	741	741
非流动资产合计	20,147	19,573	19,524	19,475	19,348
总负债	22,917	25,367	30,068	29,529	29,950
短期借款	2,010	1,205	7,711	8,429	8,136
应付账款	4,206	4,557	5,446	5,482	5,730
应付票据	322	370	436	439	458
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,228	152	361	428	597
流动负债合计	11,945	12,920	17,621	17,082	17,502
长期借款	927	2,388	2,388	2,388	2,388
应付债券	7,966	8,078	8,078	8,078	8,078
其他非流动负债	1,756	1,650	1,650	1,650	1,650
非流动负债合计	10,972	12,447	12,447	12,447	12,447
股东权益	22,372	21,434	22,225	23,161	24,249
股本	2,447	2,344	2,344	2,344	2,344
公积金	13,143	13,263	13,343	13,448	13,573
未分配利润	5,574	5,863	6,575	7,405	8,369
归属母公司权益	22,372	21,354	22,145	23,080	24,169
少数股东权益	0	80	80	80	80

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	18%	17%	17%	17%	17%
管理费用率	6%	4%	4%	4%	4%
财务费用率	6%	6%	1%	1%	1%
研发费用率	2%	2%	2%	2%	2%
所得税率	39%	39%	39%	39%	39%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.01	0.00	0.05	0.07	0.08
每股经营现金流	0.34	0.86	0.41	1.40	1.43
每股净资产	9.14	9.11	9.45	9.85	10.31
每股销售收入	11.27	12.13	13.03	13.31	14.03

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	76	57	26	19	16
PB	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8	9	10	9	8
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE