

# 安道麦A (000553): 销售额稳步增长, 差异化产品组合及先正达集团内部协同驱动长期发展

2022年4月1日

强烈推荐/维持

安道麦 A 公司报告

**安道麦发布 2021 年年报:** 全年实现营业收入为 310.39 亿元, YoY+9.12%, 归母净利润为 1.57 亿元, YoY-55.38%。

**销量强劲增长及价格上涨推动全年销售额稳步增长, 创历史新高。**按照美元计价, 公司 2021 年销售额同比增长 17% 达到 48 亿美元, 创历史新高, 主要受到销量增长 12% 和价格上涨 4% 的推动, 汇率影响有利, 其中第 4 季度公司产品均价大幅调涨 14%。**成本上升导致利润增速下降。**由于来自国内的农药中间体和原药价格上涨、全球能源成本高企、全球海运和物流成本保持高位, 公司毛利率下滑近 5 个百分点至 24.57%, 公司按美元计价的 EBITDA 同比增长 7% 至 6.71 亿美元, 经公司调整后的净利润同比下滑 21% 至 1.39 亿美元 (调整后的业绩剔除了非经常性、非经营性项目的影响)。

**分区域来看, 中国地区、北美地区、拉美地区销售增速较高, 农产品价格上涨助推农药需求强劲。**按照美元计价, 中国地区销售额全年大幅增长 59%, 区域内品牌制剂产品线持续增长, 年内收购辉丰发挥促进作用; 北美地区农业市场的季前需求旺盛, 农民提前采购意愿较强, 带动该地区销售额增长 18%; 拉美地区整体销售额增长 17%, 巴西地区农药需求强劲, 公司调涨产品价格。此外, 除中国外的亚太地区销售额增长 16%、欧洲地区销售额增长 4%。

**差异化的产品组合策略有助于继续推动业务增长。**公司在将现有登记产品扩展到其他作物和地区的同时, 也在推动产品组合向附加值更高的差异化方向发展。更高附加值的差异化产品组合包括高毛利、高价值、工艺复杂的非专利产品, 也包括独特的复配混剂和制剂, 以及受专利和其他知识产权保护的创新型新产品。我们预计公司通过实施以上产品策略, 有望夯实双重竞争优势, 一是在原药专利到期后实现市场首发上市, 二是利用全球化布局实现成本竞争力, 持续推动业务增长。

**有望受益先正达集团内部协同。**公司作为全球非专利农药龙头企业, 是先正达集团旗下的独特成员, 目前双方就产成品销售及分销、原料供应、以及采购、物流、生产、供应链、研发和产品登记合作领域签署了一系列合作协议, 以期降低成本、改善工艺流程、并提高公司销售。我们认为这些内部协作项目有望继续为公司创造额外收入, 并提升生产率。

**公司盈利预测及投资评级:** 公司作为全球非专利农药龙头企业, 差异化的产品组合助推业务增长, 并受益先正达集团内部协同, 我们预期公司未来有望持续增长。基于公司 2021 年年报, 我们相应调整公司 2022-2024 年盈利预测。我们预测公司 2022-2024 年净利润分别为 5.67、6.94 和 8.37 亿元, 对应 EPS 分别为 0.24、0.33 和 0.36 元, 当前股价对应 P/E 值分别为 33、27 和 22 倍。维持“强烈推荐”评级。

## 公司简介:

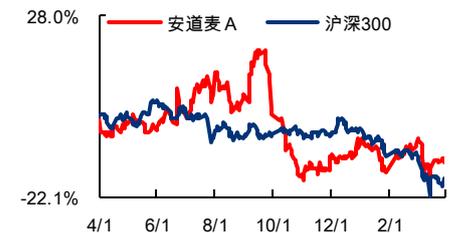
公司前身沙隆达是国内重要的农药原药生产企业, 2017 年公司通过收购控股股东中国化工集团旗下的 ADAMA Solutions, 一跃成为全球非专利农药龙头企业。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	10.7-7.44
总市值 (亿元)	186.62
流通市值 (亿元)	174.38
总股本/流通 A 股 (万股)	232,981/217,707
流通 B 股/H 股 (万股)	15,274/-
52 周日均换手率	1.93

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

**风险提示：**农产品价格大幅下滑；新产品注册登记进展不及预期。

### 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,445	31,039	34,239	37,981	42,375
增长率(%)	3.20%	9.12%	10.31%	10.93%	11.57%
归母净利润(百万元)	353	157	567	694	837
增长率(%)	27.33%	-55.38%	260.12%	22.44%	20.60%
净资产收益率(%)	1.65%	0.75%	2.62%	3.12%	3.64%
每股收益(元)	0.15	0.07	0.24	0.30	0.36
PE	53	119	33	27	22
PB	0.87	0.89	0.86	0.84	0.81

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>流动资产合计</b>	27228	28389	29687	33447	38361	<b>营业收入</b>	28445	31039	34239	37981	42375		
货币资金	3864	5819	5272	6650	8796	<b>营业成本</b>	20071	23413	25337	28030	31146		
应收账款	8767	8362	9225	10233	11417	营业税金及附加	89	106	117	130	145		
其他应收款	1412	774	760	739	708	营业费用	4945	4019	4434	4918	5487		
预付款项	406	380	411	455	505	管理费用	1044	1090	1202	1333	1488		
存货	10338	11750	12716	14068	15631	财务费用	1847	1939	669	595	580		
其他流动资产	2441	1303	1303	1303	1303	资产减值损失	164	70	40	50	58		
<b>非流动资产合计</b>	19573	21847	20102	18320	16313	公允价值变动收益	541	-321	0	0	0		
长期股权投资	14	15	15	15	15	投资净收益	207	929	0	0	0		
固定资产	7981	10192	9416	8603	7565	<b>营业利润</b>	538	516	1887	2311	2787		
无形资产	5226	5326	4357	3388	2419	营业外收入	77	65	0	0	0		
其他非流动资产	6351	6313	6313	6313	6313	营业外支出	40	37	0	0	0		
<b>资产总计</b>	46801	50235	49789	51767	54674	<b>利润总额</b>	575	544	1887	2311	2787		
<b>流动负债合计</b>	12920	14387	13393	14744	16896	所得税	222	380	1321	1617	1950		
短期借款	1205	875	875	875	875	<b>净利润</b>	353	163	567	694	837		
应付账款	4557	6294	6811	7536	8800	少数股东损益	0	6	0	0	0		
预收款项	0	0	0	0	232	归属母公司净利润	353	157	567	694	837		
一年内到期的非流动负债	1273	1796	0	0	0	EBITDA	4516	4256	4501	4888	5374		
<b>非流动负债合计</b>	12447	14773	14773	14773	14773	<b>EPS (元)</b>	0.15	0.07	0.24	0.30	0.36		
长期借款	2388	3499	3499	3499	3499	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	8078	7797	7797	7797	7797		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>负债合计</b>	25367	29160	28165	29517	31669	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	80	0	0	0	0	营业收入增长	3%	9%	10%	11%	12%		
实收资本(或股本)	2344	2330	2330	2330	2330	营业利润增长	2%	-4%	266%	22%	21%		
资本公积	13023	12977	12977	12977	12977	归属于母公司净利润增长	27%	-55%	260%	22%	21%		
未分配利润	5863	5940	6432	6989	7660	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	21354	21075	21623	22250	23005	毛利率(%)	29%	25%	26%	26%	27%		
<b>负债和所有者权益</b>	46801	50235	49789	51767	54674	净利率(%)	1%	1%	2%	2%	2%		
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>							
单位: 百万元						ROE(%)							
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2%	1%	3%	3%	4%		
<b>经营活动现金流</b>	2023	4562	2137	2240	2809	<b>偿债能力</b>							
净利润	353	157	567	694	837	资产负债率(%)	54%	58%	57%	57%	58%		
折旧摊销	2093	1779	1945	1982	2007	流动比率	2.11	1.97	2.22	2.27	2.27		
财务费用	1847	1939	669	595	580	速动比率	1.31	1.16	1.27	1.31	1.35		
应收帐款减少	-763	404	-862	-1008	-1184	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	0	0	0	0	232	总资产周转率	0.62	0.64	0.68	0.75	0.80		
<b>投资活动现金流</b>	-2332	-3383	-200	-200	0	应收账款周转率	3.39	3.62	3.89	3.90	3.91		
公允价值变动收益	541	-321	0	0	0	应付账款周转率	6.49	5.72	5.23	5.29	5.19		
长期投资减少	119	-1	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	207	929	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.07	0.24	0.30	0.36		
<b>筹资活动现金流</b>	143	837	-2484	-662	-662	每股净现金流(最新摊薄)	-0.21	0.83	-0.23	0.59	0.92		
应付债券增加	112	-281	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.17	9.05	9.28	9.55	9.87		
长期借款增加	1460	1111	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	-102	-14	0	0	0	P/E	52.90	118.57	32.92	26.89	22.30		
资本公积增加	120	-46	0	0	0	P/B	0.87	0.89	0.86	0.84	0.81		
<b>现金净增加额</b>	-485	1924	-547	1378	2146	EV/EBITDA	6.17	6.30	5.68	4.95	4.10		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘宇卓

8 年化工行业研究经验。曾就职于中金公司研究部, 从业期间获得多项荣誉, 包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名, 2016、2018 年水晶球公募榜入围, 2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526