

公司研究/中报点评

2019年08月22日

基础化工/化学制品 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 9.32
合理价格区间(元): 11.21~12.98

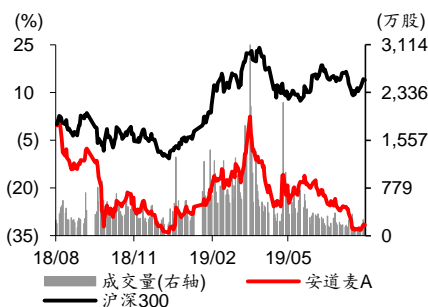
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

钱晟 联系人 qiancheng013578@htsc.com

相关研究

1 《安道麦 A(000553,增持): 依托中国优势, 非专利农药龙头再出发》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

非经常因素影响业绩, 关注产业链整合进展

安道麦 A(000553)

2019H1 调整后净利同比降 11%, 符合市场预期

安道麦于 8 月 21 日发布中报, 2019H1 公司实现营业收入 136.2 亿元, 同比下降 0.2%, 净利润 5.89 亿元, 同比降 75.4%, 业绩处于前期预告的 5.42-6.10 亿元范围内, 符合市场预期。按 24.47 亿股的最新股本计算, 对应 EPS 为 0.24 元。其中 2019Q2 营收 68.3 亿元, 同比增 4.6%, 净利润 1.24 亿元, 同比降 32.9%。若剔除一次性、非现金及非经营性项目影响, 2019H1 调整后净利润为 8.87 亿元, 同比降 11.3%, 其中 Q2 净利润为 3.47 亿元, 同比降 25.5%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.59/0.68/0.85 元, 维持“增持”评级。

非经常性损益影响表现增速

2018H1 公司剥离产品登记证 (中国化工收购先正达相关), 获得资产处置收益 19.97 亿元, 而 2019H1 该项收益仅为 1.16 亿元, 基数因素导致业绩表现增速大幅下滑。报告期内, 公司产品平均售价持续提升(Q1/Q2 环比分别提升 2%/3%), 但由于原药价格涨幅较大, 综合毛利率同比下滑 0.5pct 至 33.7%, 其中 Q2 毛利率环比下滑 1.5pct 至 33.0%。

荆州老厂区停产拖累业绩

荆州基地老厂区由于环保问题于 1 月底停产, 3 月末复产后升级改造仍在进行中, 期间影响销售额/毛利 1/0.35 亿美元, 并产生 2000 万美元停工费用, 导致管理费用率同比升 1.2pct 至 4.6%。公司财务费用 (含套保相关收益) 同比增 20% 至 8400 万美元, 主要是由于以色列 CPI 走高对公司债券的影响以及套期成本增加。

拉丁美洲销售增长较快, 国内市场平稳增长

分区域而言, 受极端气候条件影响, 2019H1 欧洲/北美销售额 (以固定汇率计) 同比分别下滑 14%/1% 至 6.28/4.00 亿美元, 而拉美/亚太/印度、中东及非洲需求良好, 销售额分别提升 23%/5%/6% 至 3.55/3.58/2.67 亿美元, 其中国内市场受益于较强的差异化品牌制剂需求, 销售额同比提升 8% 至 1.79 亿美元。伴随表现较好的南半球市场进入销售旺季, 以及印度季风带动作物种植, 公司预计 2019H2 销售增速有望维持。

产业链整合优势有望逐步显现

公司于 2019 年 3 月完成对中国化工旗下安邦电化的全资收购, 交易对价 4.15 亿元, 标的公司生产乙烯利、吡蚜酮、噻嗪酮等原药产品, 并具备氯碱及多种中间体配套。公司还于 19 年 1 月公告拟收购辉丰原药相关资产, 若交易后续顺利达成, 公司原药配套增强, 产业链整合优势有望逐步显现。

维持“增持”评级

安道麦是全球非专利农药龙头企业, 受益于非专利药市场份额提升和自身产品结构优化, 通过对安邦电化等标的并购, 产业链整合优势有望逐步显现。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.59/0.68/0.85 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险, 原料价格大幅波动风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,447
流通 A 股 (百万股)	468.62
52 周内股价区间 (元)	9.08-14.11
总市值 (百万元)	22,802
总资产 (百万元)	45,810
每股净资产 (元)	9.19

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	23,820	25,615	27,751	29,346	31,431
+/-%	7.93	7.54	8.34	5.75	7.10
归属母公司净利润 (百万元)	1,546	2,402	1,437	1,658	2,078
+/-%	318.85	55.41	(40.19)	15.37	25.32
EPS (元, 最新摊薄)	0.63	0.98	0.59	0.68	0.85
PE (倍)	14.75	9.49	15.87	13.75	10.98

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

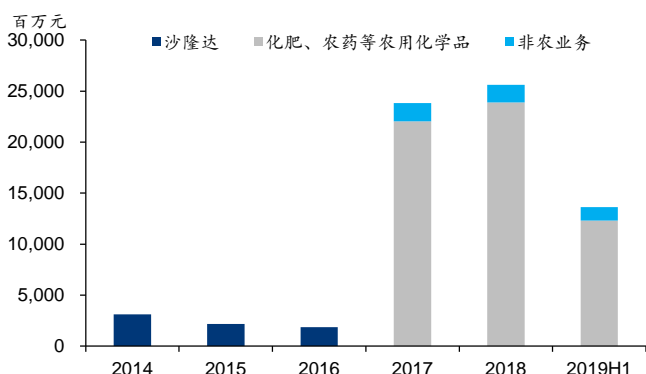
图表1: 可比公司估值情况

上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
扬农化工	54.80	3.48	4.07	16	13	16.0	3.4
利尔化学	12.01	0.91	1.24	13	10	5.7	2.1
诺普信	6.32	0.46	0.56	14	11	2.4	2.6
平均				14	11		2.7

备注: 股价为8月21日收盘价, 所有公司EPS均来自Wind一致预期, 利尔化学BPS截至2019年6月30日, 其余公司BPS截至2019年3月31日;

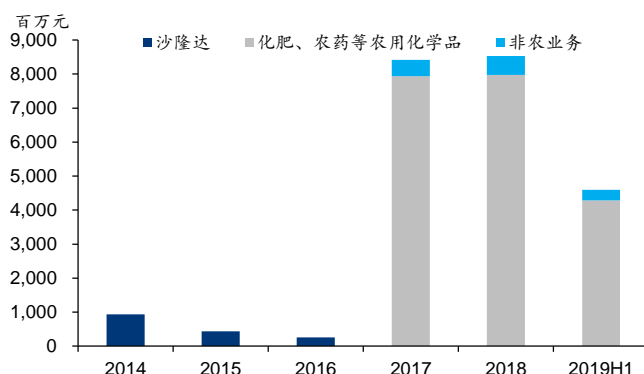
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司分业务营收变化情况



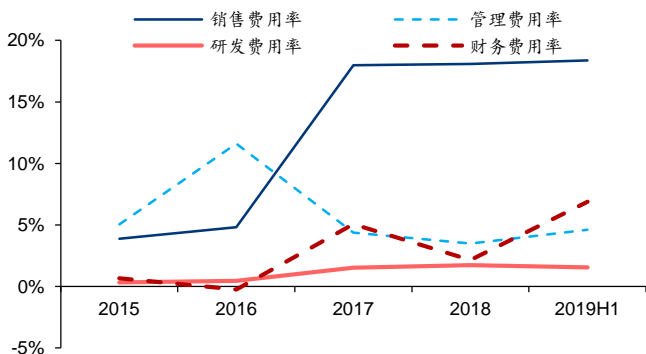
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司分业务毛利变化情况



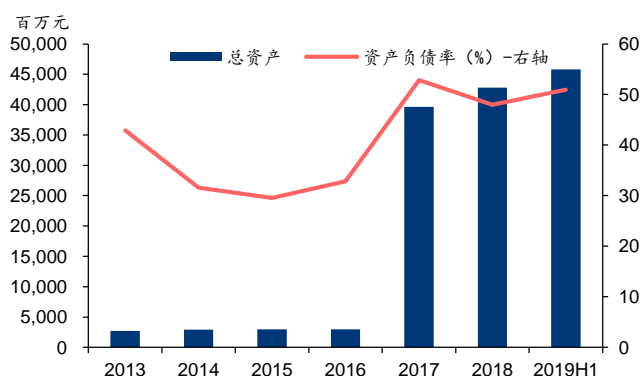
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

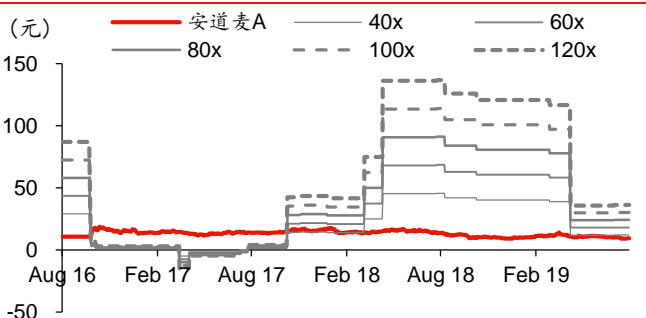
图表5: 公司资产负债率变化情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

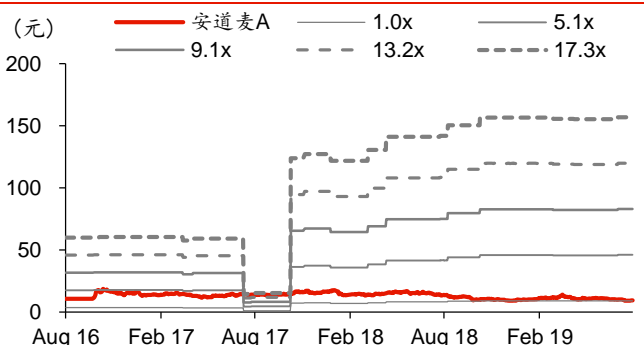
PE/PB - Bands

图表6: 安道麦 A 历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 安道麦 A 历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	23,330	24,689	24,678	26,472	27,540
现金	7,869	6,233	4,913	6,099	6,284
应收账款	5,057	6,517	7,043	7,448	7,977
其他应收账款	1,038	1,052	1,110	1,174	1,257
预付账款	202.11	355.29	369.09	387.37	414.89
存货	7,488	9,247	9,585	9,680	9,961
其他流动资产	1,676	1,285	1,657	1,684	1,645
非流动资产	16,284	18,123	18,275	18,203	18,444
长期投资	102.38	108.35	110.00	110.00	110.00
固定资产投资	6,141	6,630	6,786	7,013	7,245
无形资产	4,037	5,677	5,277	4,827	4,727
其他非流动资产	6,003	5,708	6,101	6,253	6,362
资产总计	39,614	42,813	42,952	44,675	45,984
流动负债	11,295	11,339	11,253	11,480	11,879
短期借款	2,281	572.77	800.00	800.00	800.00
应付账款	4,218	5,019	5,352	5,423	5,601
其他流动负债	4,796	5,747	5,101	5,257	5,478
非流动负债	9,540	9,193	9,324	9,306	8,304
长期借款	514.32	235.82	235.82	235.82	(764.18)
其他非流动负债	9,026	8,957	9,088	9,070	9,068
负债合计	20,836	20,532	20,577	20,786	20,183
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,447	2,447	2,447	2,447	2,447
资本公积	12,982	12,975	12,975	12,975	12,975
留存公积	3,495	5,754	6,953	8,467	10,379
归属母公司股东权益	18,778	22,280	22,375	23,889	25,801
负债和股东权益	39,614	42,813	42,952	44,675	45,984

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,958	2,002	2,168	3,843	3,980
净利润	1,546	2,402	1,437	1,658	2,078
折旧摊销	1,668	1,946	2,011	2,232	2,072
财务费用	1,205	552.71	411.54	413.70	378.67
投资损失	(73.86)	(628.26)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(152.56)	(1,282)	(1,671)	(409.79)	(522.57)
其他经营现金	(234.55)	(988.28)	(20.26)	(50.78)	(26.05)
投资活动现金	(1,288)	(954.12)	(2,064)	(2,100)	(2,250)
资本支出	1,503	3,376	1,200	1,300	1,400
长期投资	(37.80)	(4.93)	1.56	0.00	0.00
其他投资现金	177.81	2,417	(862.67)	(800.00)	(850.00)
筹资活动现金	1,636	(2,892)	(1,424)	(557.40)	(1,544)
短期借款	1,533	(1,708)	227.23	0.00	0.00
长期借款	(487.86)	(278.50)	0.00	0.00	(1,000)
普通股增加	1,853	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(678.55)	(6.82)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(582.85)	(898.07)	(1,651)	(557.40)	(544.44)
现金净增加额	4,031	(1,684)	(1,320)	1,185	185.29

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,820	25,615	27,751	29,346	31,431
营业成本	15,404	17,085	18,454	19,369	20,744
营业税金及附加	74.76	90.49	97.13	102.71	110.01
营业费用	4,280	4,630	4,995	5,282	5,343
管理费用	1,041	893.11	1,249	1,321	1,414
财务费用	1,205	552.71	411.54	413.70	378.67
资产减值损失	173.33	231.00	208.36	210.07	212.99
公允价值变动收益	269.35	(979.33)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	73.86	628.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,679	3,256	1,926	2,220	2,780
营业外收入	34.10	15.65	20.00	20.00	20.00
营业外支出	44.67	35.97	30.00	30.00	30.00
利润总额	1,668	3,236	1,916	2,210	2,770
所得税	122.12	833.25	479.00	552.60	692.53
净利润	1,546	2,402	1,437	1,658	2,078
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,546	2,402	1,437	1,658	2,078
EBITDA	4,552	5,755	4,348	4,866	5,231
EPS (元, 基本)	0.63	0.98	0.59	0.68	0.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.93	7.54	8.34	5.75	7.10
营业利润	101.53	93.98	(40.85)	15.29	25.21
归属母公司净利润	318.85	55.41	(40.19)	15.37	25.32
获利能力 (%)					
毛利率	35.33	33.30	33.50	34.00	34.00
净利率	6.49	9.38	5.18	5.65	6.61
ROE	8.23	10.78	6.42	6.94	8.05
ROIC	12.38	11.39	6.60	7.35	8.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.60	47.96	47.91	46.53	43.89
净负债比率 (%)	15.57	5.41	6.73	6.67	1.91
流动比率	2.07	2.18	2.19	2.31	2.32
速动比率	1.39	1.35	1.32	1.45	1.46
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.62	0.65	0.67	0.69
应收账款周转率	4.36	4.14	3.85	3.81	3.83
应付账款周转率	4.01	3.70	3.56	3.60	3.76
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.98	0.59	0.68	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	0.82	0.89	1.57	1.63
每股净资产(最新摊薄)	7.68	9.11	9.15	9.76	10.55
估值比率					
PE (倍)	14.75	9.49	15.87	13.75	10.98
PB (倍)	1.21	1.02	1.02	0.95	0.88
EV_EBITDA (倍)	5.48	4.34	5.74	5.13	4.77

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com