

受天气及供应短缺影响，上半年净利润下滑 75%

——安道麦 A (000553.SZ) 2019 年中报点评

公司简报

◆事件：8月21日，公司披露2019年中报。报告显示公司2019年上半年实现营业收入136.16亿元，同比下降0.17%；归属于母公司所有者的净利润5.89亿元，同比下降75.36%。

◆点评：

(1) 天气和供应短缺导致销售延迟，公司上半年盈利下滑

2019年上半年公司营业收入和净利润较去年同期下降。一方面，上半年北美寒冷潮湿的天气情况多于往年，而欧洲、印度及亚太部分地区同时出现极端干旱，导致作物保护产品的施用时间延迟，用量减少。另一方面，由于国内环保政策趋紧，公司荆州基地老厂区于三月末被许可复产后，升级改造尚未结束，需求强劲的重点产品供应仍呈紧张态势，上半年销售额及毛利率因此损失1亿美元及3500万美元。

(2) 两次并购提升公司核心竞争力，销售额增长空间广阔

2019年1月，公司收购美国Bonide公司。该公司是美国消费者家庭与园艺市场害虫控制解决方案的提供商，拥有覆盖全美的经销网络，2018年实现销售额7000万美元，市场空间高达15亿美元；2019年3月，公司收购安邦电化，其农化产品通过安道麦在国内及全球的分销渠道和网络销售，能产生高度的协同效应。

(3) 南美下半年迎来旺季及老厂复产，公司作为行业龙头有望长期受益

2019年上半年，全球作物价格（除玉米外）仍然普遍低迷，导致市场对作物保护产品的需求难以提振。但是随着下半年开始，南半球市场进入旺季，以及印度季风的积极影响，农化产品需求情况有望逐步改善；此外，荆州基地老厂区逐步恢复生产后，供应紧张状态有望缓解，且在环保监管趋严的背景下，公司作为龙头企业有望长期受益。

◆盈利预测及投资建议：受天气因素影响，今年上半年公司业绩不及预期，加之考虑到天气异常因素导致未来下游消费的不确定，我们下调对公司的盈利预测，预计2019-2021年净利润为10.31、13.79、16.80亿元，对应EPS分别为0.42、0.56、0.69元。我们参照申万化工行业2019年平均PE27倍，给予公司19年27倍PE，与行业平均水平持平，对应目标价为11.38元，维持“买入”评级。

◆风险因素：全球农化行业复苏不及预期、公司并购后业绩不及预期、汇率波动风险。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,820	25,615	26,127	26,911	28,257
营业收入增长率	1184.26%	7.54%	2.00%	3.00%	5.00%
净利润(百万元)	1,546	2,402	1,031	1,379	1,680
净利润增长率	-2175.28%	55.41%	-57.09%	33.76%	21.86%
EPS(元)	0.63	0.98	0.42	0.56	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.23%	10.78%	4.47%	5.66%	6.49%
P/E	15	10	22	17	14
P/B	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月22日

买入（维持）

当前价/目标价：9.35元/11.38元

分析师

裴孝锋

021-52523535

qiuxf@ebsecn.com

执业证书编号：S0930517050001

赵乃迪

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

执业证书编号：S0930517050005

市场数据

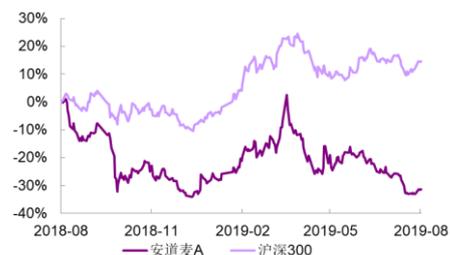
总股本(亿股)：24.47

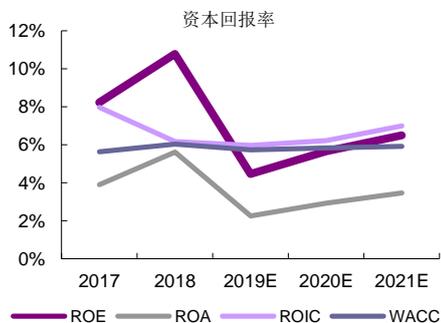
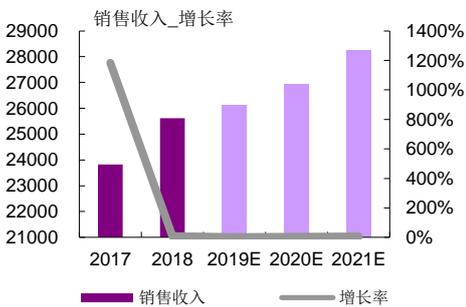
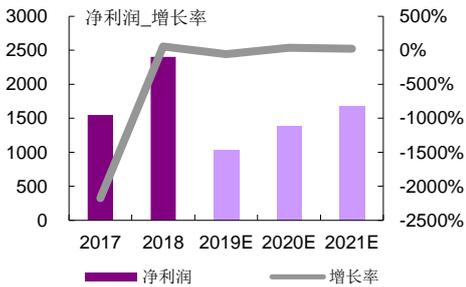
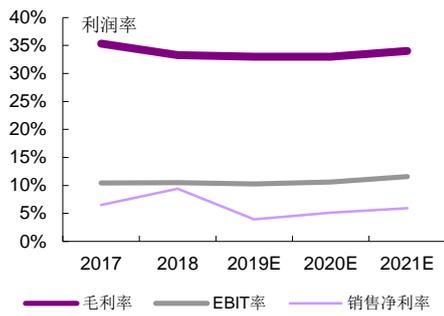
总市值(亿元)：228.75

一年最低/最高(元)：8.86/13.97

近3月换手率：42.01%

股价表现(一年)





利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,820	25,615	26,127	26,911	28,257
营业成本	15,404	17,085	17,505	18,031	18,649
折旧和摊销	1,668	1,946	2,049	2,271	2,484
营业税费	75	90	91	94	99
销售费用	4,280	4,630	4,703	4,844	5,086
管理费用	1,402	893	1,045	1,076	1,130
财务费用	1,205	553	1,090	1,190	1,199
资产减值损失	173	231	100	13	22
公允价值变动损益	269	-979	0	0	0
投资收益	74	628	-200	200	200
营业利润	1,679	3,256	1,393	1,863	2,271
利润总额	1,668	3,236	1,393	1,863	2,271
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,546	2,402	1,031	1,379	1,680

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	39,614	42,813	45,849	47,092	48,622
流动资产	23,330	24,689	27,059	27,891	29,593
货币资金	7,869	6,233	7,838	8,073	8,917
交易型金融资产	23	46	40	40	40
应收帐款	5,057	6,517	6,631	6,830	7,172
应收票据	180	60	65	67	71
其他应收款	1,038	1,046	1,138	1,173	1,231
存货	7,488	9,247	9,778	10,077	10,430
非流动资产	16,284	18,123	18,790	19,201	19,029
可供出售投资	20	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	102	108	141	141	141
固定资产	6,141	6,630	6,951	7,122	7,131
无形资产	4,037	5,677	5,856	6,026	5,725
总负债	20,836	20,532	22,775	22,741	22,728
无息负债	9,815	11,773	12,343	12,910	13,372
有息负债	11,021	8,760	10,432	9,831	9,356
股东权益	18,778	22,280	23,074	24,351	25,895
股本	2,447	2,447	2,447	2,447	2,447
公积金	13,190	13,216	13,319	13,457	13,625
未分配利润	3,287	5,513	6,204	7,343	8,719
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,958	2,002	4,159	4,571	4,701
净利润	1,546	2,402	1,031	1,379	1,680
折旧摊销	1,668	1,946	2,049	2,271	2,484
净营运资金增加	13,359	1,612	333	296	854
其他	-12,615	-3,958	746	626	-317
投资活动产生现金流	-1,288	-954	-2,921	-2,475	-2,100
净资本支出	-1,406	-954	-2,689	-2,675	-2,300
长期投资变化	102	108	-33	0	0
其他资产变化	16	-108	-199	200	200
融资活动现金流	1,636	-2,892	367	-1,861	-1,757
股本变化	1,853	0	0	0	0
债务净变化	10,678	-2,262	1,673	-601	-475
无息负债变化	9,179	1,958	570	567	462
净现金流	4,031	-1,684	1,605	235	844

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1184.26%	7.54%	2.00%	3.00%	5.00%
净利润增长率	-2175.28%	55.41%	-57.09%	33.76%	21.86%
EBITDA 增长率	3703.49%	11.50%	2.16%	8.29%	12.29%
EBIT 增长率	-2022.65%	8.05%	-0.10%	6.35%	14.60%
估值指标					
PE	14.80	9.52	22.19	16.59	13.61
PB	1.22	1.03	0.99	0.94	0.88
EV/EBITDA	8	7	7	6	5
EV/EBIT	13	12	12	11	10
EV/NOPLAT	14	17	17	15	13
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	35.33%	33.30%	33.00%	33.00%	34.00%
EBITDA 率	17.44%	18.08%	18.11%	19.04%	20.36%
EBIT 率	10.43%	10.48%	10.27%	10.60%	11.57%
税前净利润率	7.00%	12.63%	5.33%	6.92%	8.04%
税后净利润率 (归属母公司)	6.49%	9.38%	3.95%	5.12%	5.95%
ROA	3.90%	5.61%	2.25%	2.93%	3.46%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.23%	10.78%	4.47%	5.66%	6.49%
经营性 ROIC	7.96%	6.17%	5.96%	6.21%	6.99%
偿债能力					
流动比率	2.07	2.18	2.16	2.23	2.38
速动比率	1.40	1.36	1.38	1.43	1.54
归属母公司权益/有息债务	1.70	2.54	2.21	2.48	2.77
有形资产/有息债务	2.79	3.69	3.35	3.66	4.04
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.63	0.98	0.42	0.56	0.69
每股红利	0.06	0.10	0.04	0.06	0.07
每股经营现金流	1.62	0.82	1.70	1.87	1.92
每股自由现金流(FCFF)	-4.34	0.66	0.45	0.58	0.72
每股净资产	7.68	9.11	9.43	9.95	10.58
每股销售收入	9.74	10.47	10.68	11.00	11.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼