

公司研究

收购 Agrinova 公司实现业务互补，大力拓展海外布局

——安道麦 A (000553.SZ) 公告点评

要点

事件：12月5日，公司间接持股的全资子公司 Adama New Zealand Ltd.与 George William McHardy、Iain Stuart Latter、Toddington Investments Limited 及 Farm Road Trust 签署了《股权购买协议》，拟收购其共同持有的 Agrinova New Zealand Limited 100% 股权，预估购买价款为 3,750 万新西兰元（折合人民币 1.6887 亿元，按照 22 年 12 月 5 日汇率计算，下同）。

Agrinova 的产品组合集中在园艺市场，与公司大田和饲料作物业务实现高度互补。 Agrinova 在 21 年、22 年 4-9 月分别实现营业收入 2279.0、1622.3 万新西兰元（折合人民币分别约为 1.03、0.73 亿元），实现净利润 488.3、333.3 万新西兰元（折合人民币分别约为 0.22、0.15 亿元）。本次收购完成后有望为公司带来较好的业绩增量，且公司能够充分享受 Agrinova 的登记证、现有客户/供应商关系、以及 GroChem 在新西兰市场的品牌价值等的诸多益处。此外，Agrinova 的业务集中在园艺领域，而公司在新西兰市场的业务集中于大田作物和饲料作物，双方业务互补性高，且 Agrinova 在当地的认可度高。本次交易能够帮助公司增加在新西兰市场的产品组合并在当地打开新的重要细分市场，为公司在互补性高的生物制品、植物营养素及植物生长调节剂市场扩展业务奠定基础。同时，Agrinova 在生物植物营养素及植物生长调节剂的专业储备与公司计划拓展新兴生物产品市场的目标相统一，将提升公司对于可持续粮食生产的产品支撑。

公司作为全球非专利农药龙头竞争优势显著，22Q3 拉美和亚太市场销售额大增。 公司竞争优势显著，其产品高度多样化，产品组合包括 200 多种集中管理的原药及 1475 款复配产品及制剂，且具备一定的规模优势。此外，公司具备在一百多个国家和地区完成本地登记的实力。目前公司在国内的各生产基地运行顺利，其中荆州基地当前产能处于高水平运行的状态，安邦基地的搬迁项目正常推进，安道麦辉丰的运营基本恢复，部分原药仍处于爬产阶段。22Q3，在以美元计量的前提下，公司在拉美和亚太市场的销售增速较快，分别同比增长 47.3% 和 22.4%。由于 Q4 种植旺季即将到来，以巴西为首的拉美市场对植保产品需求大幅提升，拉美市场的销售额增长占公司全球增长量的 83%；亚太市场方面，中国市场销售额的增长贡献了主要增量，22Q3 同比增长约 3500 万美元，精细化化工产品为主要驱动力。

盈利预测、估值与评级：由于收购暂未完成，我们暂不考虑收购 Agrinova 对公司业绩的影响，故我们维持公司 22-24 年的盈利预测，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 10.26/11.98/13.99 亿元。我们持续看好公司作为全球非专利农药制剂龙头的后续经营表现，维持公司“买入”评级。

风险提示：原料及运输成本波动，下游需求不及预期，环保及安全生产风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,445	31,039	35,005	38,568	42,881
营业收入增长率	3.20%	9.12%	12.78%	10.18%	11.18%
净利润(百万元)	353	157	1,026	1,198	1,399
净利润增长率	27.33%	-55.38%	551.82%	16.80%	16.73%
EPS(元)	0.15	0.07	0.44	0.51	0.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.65%	0.75%	4.65%	5.17%	5.73%
P/E	66	147	23	19	17
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-06。注 1：2020 年年末总股本为 23.44 亿股，2021 年及以后总股本为 23.30 亿股；注 2：上表中 2021 年财务数据为追溯调整前数据；注 3：2022 年 12 月 5 日新西兰:人民币的汇率为 1:4.5031。

买入（维持）

当前价：9.96 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

联系人：胡星月

010-58452014

huxingyue@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.30
总市值(亿元)	232.05
一年最低/最高(元)	7.29/13.12
近 3 月换手率	14.58%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.85	-6.80	42.62
绝对	5.96	-8.87	23.83

资料来源：Wind

相关研报

需求及成本双重推动，植保产品量价稳升——安道麦 A (000553.SZ) 2022 年三季度报点评 (2022-10-26)

植保产品价格同比增长显著，22Q2 业绩超预期——安道麦 A (000553.SZ) 2022 年半年报点评 (2022-08-30)

农化高景气植保产品量价齐升，公司 22Q1 业绩超预期——安道麦 A (000553.SZ) 2022 年一季度报点评 (2022-04-28)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	28,445	31,039	35,005	38,568	42,881
营业成本	20,071	23,413	25,617	28,459	31,551
折旧和摊销	2,093	1,779	1,888	1,850	1,825
税金及附加	89	106	120	132	147
销售费用	4,945	4,019	4,533	4,994	5,553
管理费用	1,044	1,090	1,229	1,354	1,505
研发费用	479	501	565	623	693
财务费用	1,847	1,939	1,087	1,117	1,169
投资收益	207	929	200	150	100
营业利润	538	516	1,583	1,823	2,137
利润总额	575	544	1,578	1,844	2,152
所得税	222	380	552	645	753
净利润	353	163	1,026	1,198	1,399
少数股东损益	0	6	0	0	0
归属母公司净利润	353	157	1,026	1,198	1,399
EPS(元)	0.15	0.07	0.44	0.51	0.60

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,023	4,562	3,820	3,081	3,073
净利润	353	157	1,026	1,198	1,399
折旧摊销	2,093	1,779	1,888	1,850	1,825
净营运资金增加	88	-363	852	1,564	1,969
其他	-511	2,989	53	-1,531	-2,120
投资活动产生现金流	-2,332	-3,383	-1,233	-1,375	-1,400
净资本支出	-1,947	-2,562	-1,500	-1,500	-1,500
长期投资变化	119	-1	0	0	0
其他资产变化	-504	-820	267	125	100
融资活动现金流	143	837	-980	-2,030	-305
股本变化	-102	-14	0	0	0
债务净变化	975	1,023	125	-796	1,000
无息负债变化	1,475	2,770	192	1,385	1,448
净现金流	-485	1,924	1,607	-324	1,368

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.4%	24.6%	26.8%	26.2%	26.4%
EBITDA 率	14.3%	12.1%	14.3%	13.0%	12.6%
EBIT 率	7.0%	6.4%	8.9%	8.2%	8.4%
税前净利润率	2.0%	1.8%	4.5%	4.8%	5.0%
归母净利润率	1.2%	0.5%	2.9%	3.1%	3.3%
ROA	0.8%	0.3%	2.0%	2.3%	2.5%
ROE (摊薄)	1.7%	0.7%	4.6%	5.2%	5.7%
经营性 ROIC	3.7%	1.8%	6.0%	5.9%	6.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	54%	58%	57%	56%	57%
流动比率	2.11	1.97	2.20	2.43	2.47
速动比率	1.31	1.16	1.33	1.43	1.48
归母权益/有息债务	1.65	1.51	1.57	1.74	1.71
有形资产/有息债务	2.80	2.85	2.95	3.28	3.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	46,801	50,235	51,560	53,230	56,941
货币资金	3,864	5,819	7,425	7,102	8,469
交易性金融资产	1	1	1	1	1
应收账款	8,767	8,362	8,226	9,063	10,077
应收票据	102	82	109	120	134
其他应收款 (合计)	1,310	692	765	842	937
存货	10,338	11,750	12,002	13,266	14,650
其他流动资产	879	1,059	1,257	1,435	1,651
流动资产合计	27,228	28,389	30,201	32,292	36,431
其他权益工具	152	152	152	152	152
长期股权投资	14	15	15	15	15
固定资产	6,576	8,048	8,000	7,906	7,767
在建工程	1,405	2,143	2,133	2,124	2,118
无形资产	5,226	5,326	4,837	4,429	4,089
商誉	4,584	4,410	4,410	4,410	4,410
其他非流动资产	741	969	969	969	969
非流动资产合计	19,573	21,847	21,359	20,938	20,510
总负债	25,367	29,160	29,478	30,067	32,515
短期借款	1,205	875	0	0	0
应付账款	4,557	6,294	6,404	7,115	7,888
应付票据	370	493	512	569	631
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	152	226	623	979	1,411
流动负债合计	12,920	14,387	13,705	13,294	14,742
长期借款	2,388	3,499	4,499	5,499	6,499
应付债券	8,078	7,797	7,797	7,797	7,797
其他非流动负债	1,650	3,097	3,097	3,097	3,097
非流动负债合计	12,447	14,773	15,773	16,773	17,773
股东权益	21,434	21,075	22,082	23,164	24,426
股本	2,344	2,330	2,330	2,330	2,330
公积金	13,263	13,217	13,320	13,440	13,580
未分配利润	5,863	5,940	6,845	7,807	8,929
归属母公司权益	21,354	21,075	22,082	23,164	24,426
少数股东权益	80	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	17.39%	12.95%	12.95%	12.95%	12.95%
管理费用率	3.67%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%
财务费用率	6.49%	6.25%	3.11%	2.90%	2.73%
研发费用率	1.68%	1.62%	1.62%	1.62%	1.62%
所得税率	39%	70%	35%	35%	35%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.02	0.01	0.05	0.06	0.07
每股经营现金流	0.86	1.96	1.64	1.32	1.32
每股净资产	9.11	9.05	9.48	9.94	10.48
每股销售收入	12.13	13.32	15.03	16.55	18.41

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	66	147	23	19	17
PB	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.0	9.6	7.0	7.0	6.5
股息率	0.2%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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