



Research and
Development Center

寻钾十载疑路尽，守得云开见月明！

—— 东凌国际（000893.SZ）深度报告

2020年7月9日

张燕生 化工行业首席分析师

洪英东 研究助理

寻钾十载疑路尽，守得云开见月明！

2020年7月9日

本期内容提要：

- ◆ **涅槃重生，专注于钾肥业务。** 公司前身为广州植之元油脂有限公司，经历了三个发展阶段，第一阶段主营业务为油脂，第二阶段2010年-2014年，主营业务为油脂和海运，2015年通过收购中农国际购入老挝钾肥资产，进军钾盐开采和钾肥行业。2015年-2019年，公司一方面逐渐控制缩减盈利能力较差的海运和谷物业务规模，一方面钾肥产量逐步提升，2019年，公司钾肥业务占比已经达到70%，净利润同比增长超900%。2020年开始，公司将彻底剥离非钾肥业务，成功转型为拥有百万吨产能的钾肥企业！
- ◆ **钾肥入商储，稀缺性进一步凸显。** 钾是植物三大必须元素之一，全球钾盐5%应用在工业上，95%作为肥料应用在农业上。相比于氮肥和磷肥，全球钾盐分布相对不均，可开采储量集中在少数国家，其中加拿大、俄罗斯和白俄罗斯为全球储量最高的3个国家占比超过60%，我国作为储量第4的国家，占比不足6%，且按当前产能可开采不超过30年。尽管国际钾肥联盟破裂后，国际钾肥价格整体下行，但钾肥巨头（前7企业）占全球产能比例仍超过70%。2020年4月23日，国家发改委发布《国家化肥商业储备管理办法（征求意见稿）》，办法规定钾肥储备进口肥占比不低于80%，且钾肥实行全年储备，凸显了钾肥资源的稀缺性。我国目前钾肥高度集中于青海盐湖地区，目前年产量在600万吨附近，占我国钾肥需求的近50%，但盐湖钾肥面临过度开采产量下降的风险，这将不利于我国在谈判国际钾肥大合同中的议价权。因此当务之急，一方面是加大进口储备保护我国钾肥资源，另一方面长期而言需要在海外获取钾肥资源。
- ◆ **老挝钾肥获盐湖总裁助力，产量有望快速释放。** 公司钾盐开发有限公司拥有老挝甘蒙省35平方公里的钾盐采矿权，钾盐矿总储量10.02亿吨，折纯氯化钾1.52亿吨，产能最高可达300万吨/年。目前，公司实际开发产能仅为25万吨。从区位上而言，公司钾矿辐射东南亚地区，东南亚国家2019年钾肥进口量达到600万吨，市场需求巨大，且东南亚钾肥价格较中国、以色列等地区价格较高。2020年，公司与盐湖总工程师李小松团队签署合作协议，正式推进100万吨钾肥扩产项目，预计2021年达产。在李小松团队的助力下，公司的产能有望快速释放！
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司2020-2022年营业收入分别达到8.07、15.53、28.12亿元，同比增长33.45%、92.29%、81.05%，归属母公司股东的净利润分别为1.64、4.17、8.46亿元，同比增长297%、153%、102%，2020-2022年摊薄EPS分别达到0.22元，0.55元和1.12元。对应2020年的PE为27倍、2021年PE为11倍，由于2020年公司产能尚未释放，以2021年进行估值，公司合理估值11元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：** 1、在建产能投产进度不及预期的风险；2、国际钾肥价格大幅下跌的风险；3、公司诉讼无法有效解决的风险。

证券研究报告

公司研究——深度报告

东凌国际（000893.SZ）

买入 增持 持有 卖出



东凌国际相对沪深300表现

资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2020.7.8）

收盘价(元)	5.88
52周内股价波动区间(元)	5.32-8.14
最近一月涨跌幅(%)	2.98%
总股本(亿股)	7.57
流通A股比例(%)	52.94
总市值(亿元)	45.51

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

张燕生 化工行业首席分析师
 执业编号：S1500517050001
 联系电话：+86 10 83326847
 邮箱：zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 研究助理
 联系电话：+86 10 83326848
 邮箱：hongyingdong@cindasc.com

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	421.02	605.44	807.96	1,553.64	2,812.90
增长率 YoY %	-72.59%	43.80%	33.45%	92.29%	81.05%
归属母公司净利润(百万元)	4.00	41.44	164.59	417.01	846.35
增长率 YoY%	-100.17%	935.13%	297.23%	153.36%	102.96%
毛利率%	35.61%	40.76%	52.99%	58.97%	63.79%
净资产收益率 ROE%	0.15%	1.14%	4.77%	12.06%	20.70%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.05	0.22	0.55	1.12
市盈率 P/E(倍)	1,112	107	27	11	5
市净率 P/B(倍)	1.23	1.22	1.37	1.21	0.99

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

目录

投资聚焦	1
一、涅槃重生，十年寻钾见月明！	2
(一) 公司简介	2
(二) 公司经营况况	3
二、钾肥入商业储备，稀缺资源重要性进一步凸显！	6
(一) 钾：一半仍依赖进口！	6
(二) 钾肥入商储，稀缺性进一步凸显！	10
三、技术团队加盟，产量提升指日可待！	12
(一) 公司钾肥资源介绍	12
(二) 老挝钾肥的优势	13
(三) 盐湖总裁李小松团队助力，提质增效有保障	15
四、盈利预测、估值与投资评级	16
(一) 盈利假设	16
(二) 公司估值及评级	17
五、风险因素	18

表目录

表 1 全球主要国家钾盐产量和储量 (万吨)	6
表 2 中国历年钾肥大合同价格和国外价格对比	11
表 3 2019 年东南亚各国钾肥进口量	13
表 4 2020-2022 年公司钾肥业务产能及业务收入预测 (万元)	17
表 5 公司盈利预测 (百万元)	17

图目录

图 1 公司历史沿革	3
图 2 公司营业收入及同比增速 (百万元, %)	4
图 3 公司归母净利润及同比增速 (百万元)	4
图 4 公司主营业务收入 (万元)	4
图 5 公司主营业务收入占比 (%)	4
图 6 公司毛利率和净利率 (%)	5
图 7 公司各项业务毛利率 (%)	5
图 8 全球龙头企业钾肥产能占比 (%)	7
图 9 全球钾肥需求 (万吨)	8
图 10 中国单质肥施用量 (万吨)	8
图 11 中国钾肥 (氯化钾) 产量、进口量及进口依赖度 (万吨, %)	9
图 12 中国氯化钾生产企业产能占比 (%)	10
图 13 中国硫酸钾产能占比 (%)	10
图 14 青海察尔汗产量 (万吨)	11
图 15 公司钾肥产量及同比增速 (万吨, %)	13
图 16 不同地区氯化钾价格 (美元/吨)	14
图 17 不同地区矿层深度 (米)	15

投资聚焦

与市场主流认识的不同

公司已经从粮油公司彻底转型为以钾肥业务为主的公司。市场目前仍把公司当做粮油、谷物贸易及钾肥综合型企业，而从 2019 年开始，公司钾肥已经占比超过 70%，2020 年，非钾肥业务将会彻底暂停。钾肥作为稀缺性资源，一直以来，不管是从国际还是国内市场，都处于高度垄断的地位，拥有优质钾盐资源的企业的盈利能力已经经过市场验证。公司从粮油企业转型为钾肥企业，经历了漫长的探索，2020 年，公司非钾肥业务彻底暂停，在盐湖总裁的助力下，将是守得云开见月明的时刻！

钾肥价格短期下行不影响公司盈利。2020 年，钾肥大合同谈判价格在 220 美金/吨，国际钾肥价格进一步下降。我们认为，尽管钾肥价格下降，但由于钾肥的开采具有高度垄断性，相比于成本，钾肥开采企业的盈利能力仍有足够的保障。尤其是随着公司钾肥产能的扩张，公司钾肥生产成本有望进一步下降，公司钾肥毛利率有望进一步提高。

核心推荐逻辑

钾肥入商储，稀缺性进一步凸显，公司老挝钾肥将受益。全球钾盐分布相对不均，可开采储量集中在少数国家，我国占比不足 6%，且按当前产能可开采不超过 30 年。2020 年 4 月 23 日，国家发改委发布《国家化肥商业储备管理办法（征求意见稿）》，办法规定钾肥储备进口肥占比不低于 80%，凸显了钾肥资源的稀缺性。公司在老挝具有钾肥资源将直接受益。

老挝钾肥获盐湖总裁助力，产量有望快速释放。公司钾盐产能最高可达 300 万吨/年。目前，公司实际开发产能仅为 25 万吨。从区位上而言，公司钾矿辐射东南亚地区，东南亚国家 2019 年钾肥进口量达到 600 万吨，市场需求巨大。2020 年，公司与盐湖总工程师李小松团队签署合作协议，推进 100 万吨钾肥扩产项目，预计 2021 年达产，公司的产能有望快速释放！

一、涅槃重生，十年寻钾见月明！

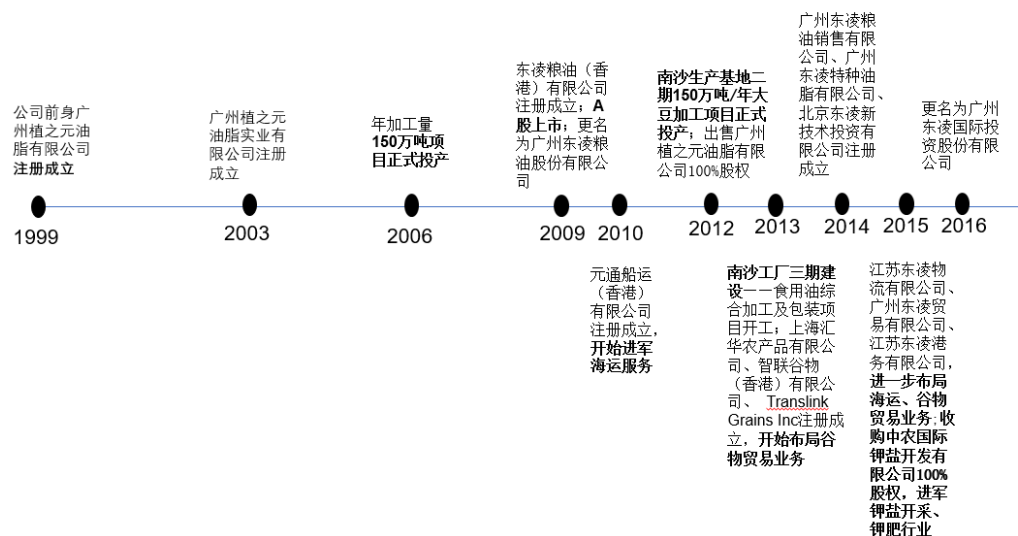
（一）公司简介

广州东凌国际投资股份有限公司前身为广州植之元油脂有限公司，于1999年12月注册成立。公司发展历史大致可以分为三个阶段：

第一阶段 1999年—2009年：以油脂业务为主。2003年11月，广州植之元油脂实业有限公司注册成立。2006年9月，广州植之元油脂实业有限公司年加工量150万吨项目正式投产。2009年6月，东凌粮油（香港）有限公司注册成立。2009年10月，成功登陆深圳A股主板市场。2009年12月，公司更名为广州东凌粮油股份有限公司。

第二阶段：2010年—2014年：公司进军海运服务，形成油脂和海运服务两大业务板块，但油脂业务营收占比仍达90%以上。2010年10月，元通船运（香港）有限公司注册成立，开始进军海运服务。2012年8月，南沙生产基地二期150万吨/年大豆加工项目正式投产。2012年12月，出售广州植之元油脂有限公司100%股权。2013年3月，南沙工厂三期建设——食用油综合加工及包装项目开工。紧接着上海汇华农产品有限公司、智联谷物（香港）有限公司、Translink Grains Inc（美国注册）先后注册成立，公司开始布局谷物贸易业务。2014年，广州东凌粮油销售有限公司、广州东凌特种油脂有限公司和北京东凌新技术投资有限公司先后注册成立。2015年，江苏东凌物流有限公司、广州东凌贸易有限公司和江苏东凌港务有限公司注册成立，进一步深化布局海运、谷物贸易业务。

第三阶段 2015年至今：以钾肥业务为主，营收占比70%以上，谷物贸易、航运业务为辅，未来会进一步削减剥离非钾肥业务，转型为纯钾肥生产企业。2015年9月，公司成功收购中农国际钾盐开发有限公司100%股权，成功进军钾盐开采、钾肥行业。同年12月，出售广州植之元油脂实业有限公司、广州东凌粮油销售有限公司。2016年3月，广州东凌粮油有限公司更名为广州东凌国际投资股份有限公司。公司先行实施的10万吨/年钾肥验证项目已在世界钾镁盐固体光卤石开采领域取得了突破性的成功，成为全球新生钾盐区域首家实现工业化量产并实现经济效益的企业，在业内保持领先地位，目前第一期50万吨/年钾肥扩建项目的建设已启动，未来将实现100万吨/年钾肥生产规模。

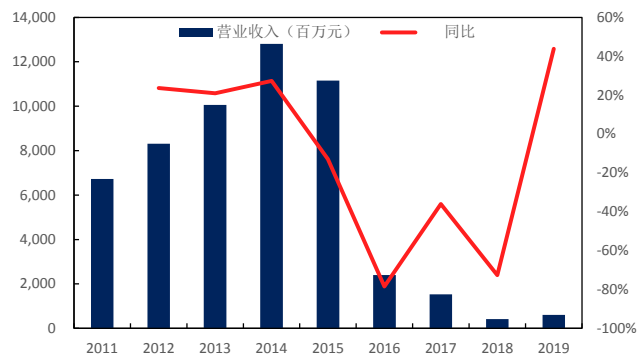
图1 公司历史沿革


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

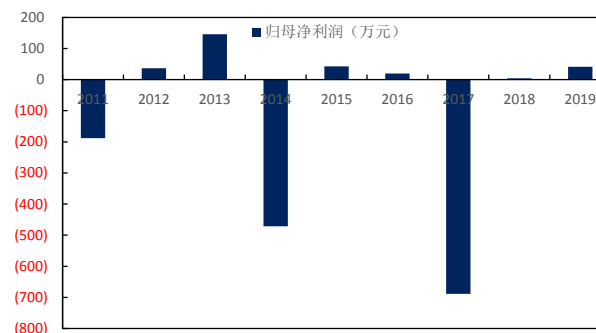
(二) 公司经营状况

从公司的营业收入净利润来看, 在公司发展的第二阶段, 即 2015 年以前, 公司整体的营收保持稳定增长, 但归母净利润波动较大。2014 年, 公司营业收入达到 128 亿的规模, 整体而言, 2013-2015 年, 营收整体保持在百亿规模, 但归母净利润也在 2014 年营收达到高点时出现了近 5 亿元的大额亏损。主要是由于公司从事的豆粕出现了较大程度的亏损, 而新增的海运业务盈利能力也较差。

2015 年之后, 公司出售了油脂业务, 并通过收购中农国际进军钾肥行业。从营收来看, 在公司业务转型的过程中, 2016-2018 年, 公司营业收入持续下滑, 主要是因为公司在逐步控制并暂停原有的盈利能力较差的海运业务, 海运业务的规模从 2016 年的 14 亿下降至 2018 年的 2000 万, 2019 年进一步下降至 87 万, 海运业务已经基本暂停。钾肥业务处于持续的增长过程中, 从 2015 年正式并表开始, 从 2015 年的 6730 万逐步增长至 2019 年的 4.4 亿元。随着公司海运业务的暂停, 公司营收和归母净利润均在 2019 年实现大幅增长, 营业收入同比增长 43.8%, 归母净利润同比大幅增长 935%。公司已经成功转型为一家拥有海外钾肥资源的纯钾肥生产企业。

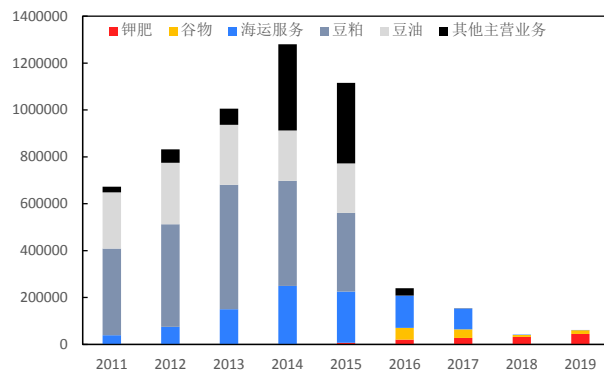
图2 公司营业收入及同比增速 (百万元, %)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

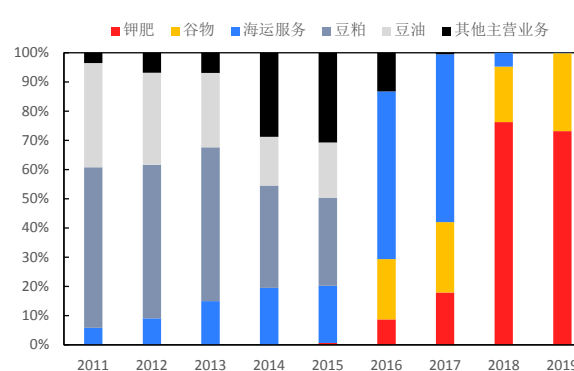
图3 公司归母净利润及同比增速 (百万元)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

从公司主营业务收入占比来看，2015年以前，油脂业务(豆粕+豆油)占比超过60%，同时，海运业务占比逐渐提高，从2011年5%提高至2015年的19%。2015年之后，公司进军钾肥领域，钾肥收入占比逐渐提升，从2015年的0.6%提升至2019年的73.18%，未来随着其他业务的剥离，钾肥将成为公司最主要和最重要的收入和利润来源。在转型的过程中，由于前期钾肥产销规模较小，且和原有的海运业务规模有一定差距，导致海运业务在2016-2017年的过程中占比达到57%。

图4 公司主营业务收入 (万元)


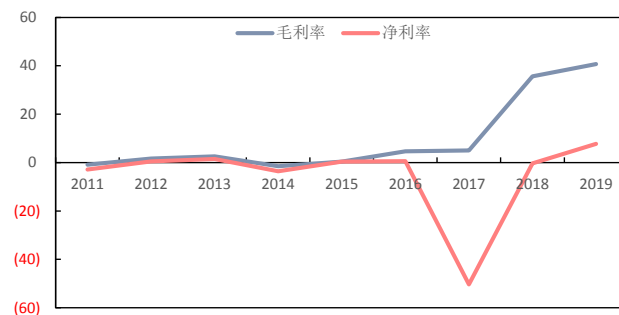
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图5 公司主营业务收入占比 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

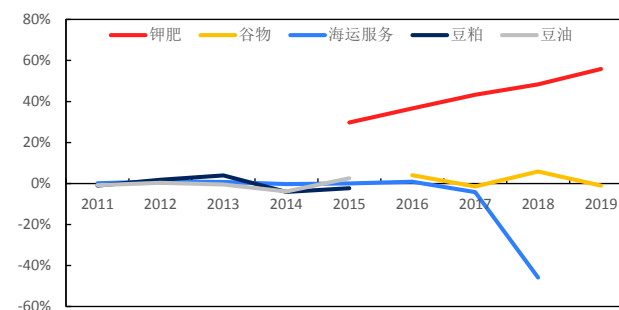
从公司的销售毛利率和净利率来看，2015 年以前，公司的毛利率持续处于 5% 以下，这也导致公司净利润持续处于盈亏之间波动；随着 2015 年之后公司转型钾肥业务，公司的毛利率逐步改善提升。从各项业务的毛利率来看，钾肥业务 30% 以上的毛利率显著高于公司的其他业务，且钾肥业务的毛利率随着钾肥产量的提升得到显著改善，2019 年，钾肥业务在产量创新高的同时毛利率也达到 56%。

图 6 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7 公司各项业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2018 年 5 月 3 日，由于公司 2017 年度经审计的净利润为负值，且公司 2017 年度财务报告被中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）出具无法表示意见的审计报告，公司股票自 2018 年 5 月 3 日起实行退市风险警示。根据公司 2019 年 9 月 30 日公告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）于 2019 年 4 月 22 日对公司调整后的 2017 年度财务报告重新出具了标准无保留意见的审计报告，公司 2017 年度审计报告无法表示意见所涉及事项的重大影响已消除且 2018 年度经审计的净利润、期末净资产均为正值，已符合申请撤销退市风险警示的条件，2019 年 4 月 30 日公司提交了撤销退市风险警示的申请，2019 年 9 月 28 日公司提交的撤销退市风险警示的申请获得深圳证券交易所审核通过。

公司退市风险消除，摘牌涅槃重生，同时钾肥业务逐渐步入正轨，正引领公司向新的、充满成长性的领域进军！

二、钾肥入商业储备，稀缺资源重要性进一步凸显！

（一）钾：一半仍依赖进口！

全球钾盐 5%应用在工业上， 95%作为肥料应用在农业上。钾是植物生长发育所必须的的三大营养元素之一，对于植物的生长具有不可替代的作用。钾在植物体内一般占干物质重的 0.2%~4.1%，仅次于氮元素。

相比于氮肥和磷肥，全球钾盐分布相对不均，可开采储量集中在少数国家，其中加拿大、俄罗斯和白俄罗斯为全球储量最高的 3 个国家，根据美国国家地质调查局《世界矿产品摘要 2019》，2018 年，这 3 个国家钾盐储量分别为加拿大（25.64%）、白俄罗斯（19.23%）、俄罗斯（12.82%），合计占全球 60%以上的钾盐储量。而我国钾盐可采储量仅仅为 3.5 亿吨（折 K_2O ），位居全球第 4，但按目前我国每年产能规模估算我国钾盐可采储量仅够开采 20~30 年，如果考虑到经济性可开采时间将会更短。

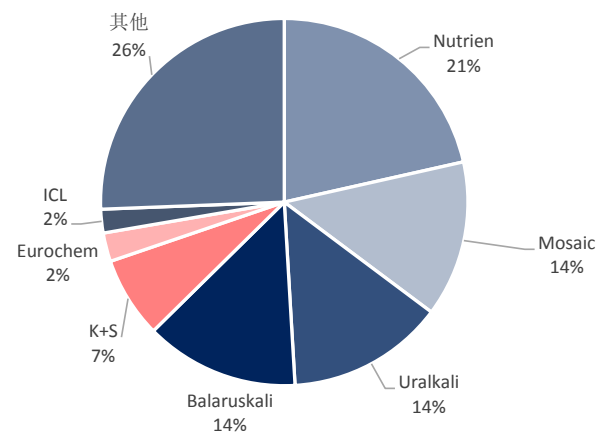
表 1 全球主要国家钾盐产量和储量（万吨）

企业	产量（折纯 K_2O ，万吨）			储量（万吨）	
	2016	2017	2018	可开采储量	K_2O 当量
加拿大	1080	1220	1200	490000	120000
白俄罗斯	618	710	710	330000	75000
俄罗斯	648	730	750		200000
中国	620	551	550		35000
以色列	205	200	200		27000
约旦	120	139	140		27000
美国	50	48	50	97000	22000
智利	120	110	100		10000
德国	280	270	290		15000
西班牙	67	61	56		4100
英国	45	25	19		17000
巴西	30	29	30	31000	2400
其他	48	50	60	150000	28000
全球总计	3931	4143	4155		582500

资料来源：美国国家地质调查局，信达证券研发中心

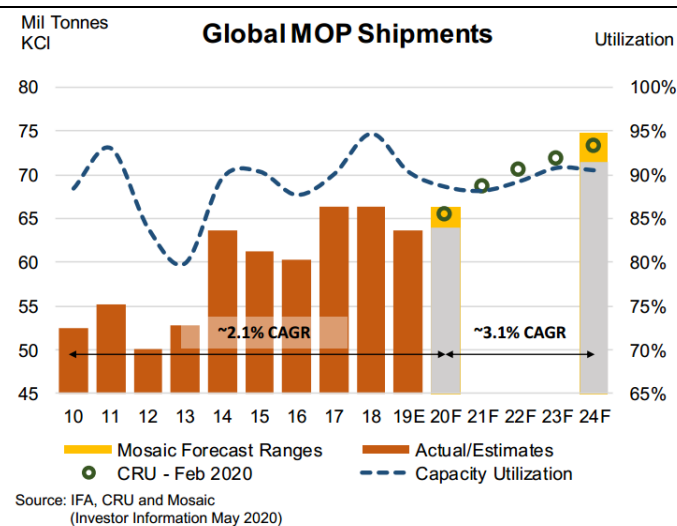
全球钾盐资源分布的集中也导致了全球钾肥行业的高度垄断。2013 年 BPC 破裂之前，国际钾肥行业分为三大联盟：加钾、美盛和加阳组成的 Canpotex；白俄罗斯钾肥和乌拉尔钾肥组成的 BPC；此外还有以色列 ICL 与约旦 APC 的合作组织。2013 年之前，国际钾肥价格被 BPC 和 Canpotex 联盟的定价高度垄断，2013 年乌钾退出 BPC 以后，钾肥价格下跌进入相对低迷。但从产能占比来看，截止 2018 年底，Nutrien（加钾和加阳合并）、美盛、白俄罗斯钾肥、乌钾、K+S 和 ICL 七家国际巨头的产能合计仍达到 7140 万吨，占全球钾肥产能的 74%。

图 8 全球龙头企业钾肥产能占比 (%)



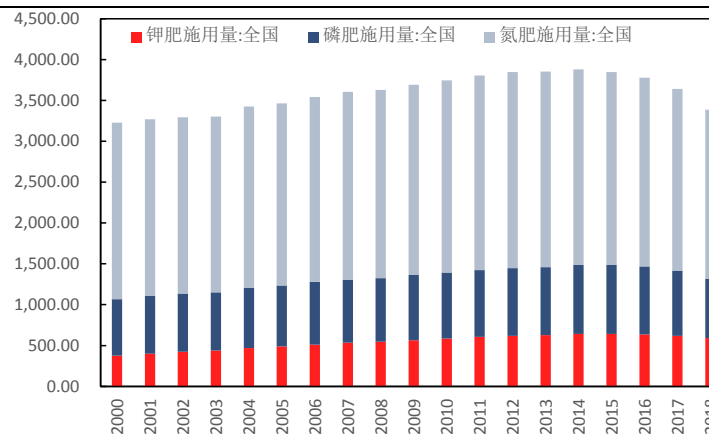
资料来源: Nutrien, 信达证券研发中心

从需求来看，由于钾肥的主要需求在粮食种植，与世界人口、新兴市场消费升级等有较为密切的关系，且具有一定的需求刚性。根据美盛的预测，全球钾肥的需求从 2020 至 2024 年仍将保持年均 3.1% 的增长。

图9 全球钾肥需求 (万吨)


资料来源: 美盛, 信达证券研发中心

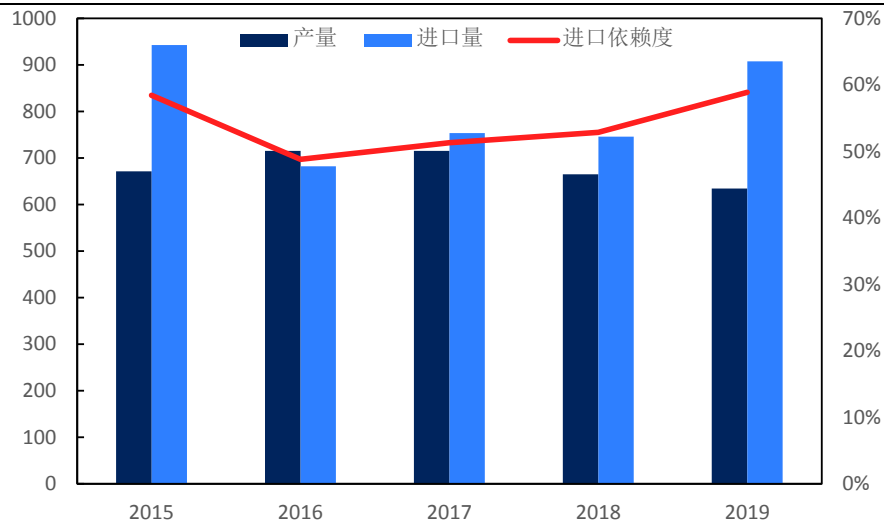
从我国的钾肥供需来看, 尽管受到农药化肥零增长政策的影响, 我国化肥施用量自 2015 年以来整体呈现逐步下降的趋势, 但从钾肥 (单质肥) 施用量来看, 仍维持在 600 万吨左右的水平。

图10 中国单质肥施用量 (万吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

而从产量来看，我国钾肥（氯化钾）产量最近3年也呈现逐渐下降的趋势，进口依赖度进一步提高。2019年，我国氯化钾产量634万吨，而进口量达到907万吨，进口依赖度达到58.8%。

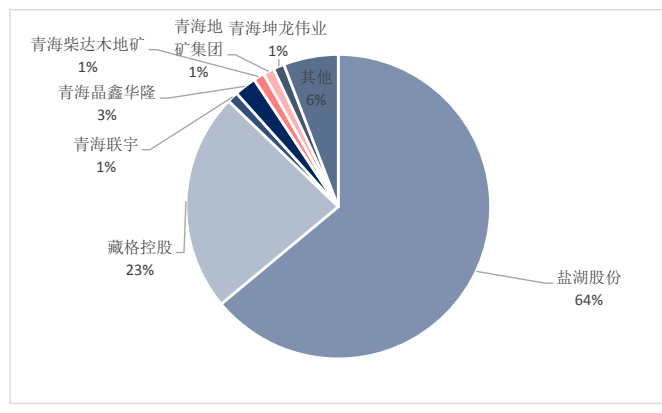
图 11 中国钾肥（氯化钾）产量、进口量及进口依赖度（万吨，%）



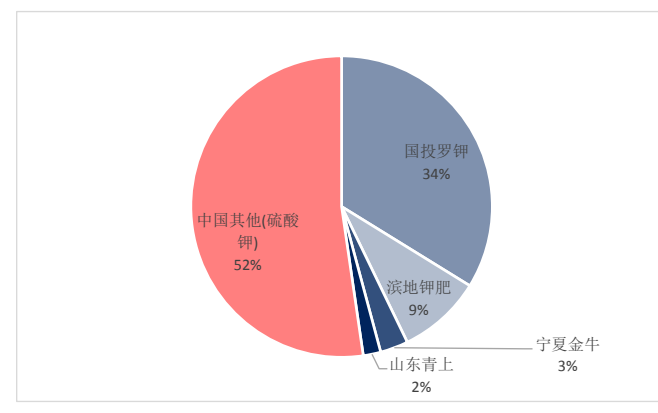
资料来源：百川，信达证券研发中心

我国的钾肥产能高度集中，主要分布在青海、新疆和四川。我国的钾盐资源可以分为盐湖型钾盐矿床、地下卤水型钾盐矿床和沉积型钾盐矿床。尽管国内地矿行业在钾盐勘探领域投入较大，但目前具备开采潜力的查明矿区仍集中在青海察尔汗盐湖和新疆罗布泊现代盐湖地区，以现代盐湖型钾矿为主。

其中青海格尔木地区占我国氯化钾产能超过85%，且其余小的氯化钾产能也主要集中在青海。而从硫酸钾来看，国投罗钾（新疆罗布泊）占中国硫酸钾产能的52%，其接近200万吨的产能远超其他小的硫酸钾企业。

图 12 中国氯化钾生产企业产能占比 (%)


资料来源：百川，信达证券研发中心

图 13 中国硫酸钾产能占比 (%)


资料来源：百川，信达证券研发中心

(二) 钾肥入商储，稀缺性进一步凸显！

1. 钾肥入储，减少国内资源消耗

2020年4月23日，国家发改委发布《国家化肥商业储备管理办法（征求意见稿）》。办法规定，为保障春耕期间化肥供应与价格基本稳定，**减少国内钾肥资源消耗**、满足国内钾肥需要，特制定办法。

国家化肥商业储备分为钾肥、救灾肥、春耕肥三部分。

对于储备规模，钾肥储备规模随着救灾肥、春耕肥储备规模的减少，逐步增至一定规模并保持稳定。**钾肥储备进口肥占比不低于 80%，且钾肥实行全年储备。**

对于钾肥承储企业，中国农业发展银行对钾肥、救灾肥承储企业，提供政策性信贷支持。对钾肥承储企业给予固定金额补助，补贴标准按照中标企业中的最低报价确定且不高于现有水平。

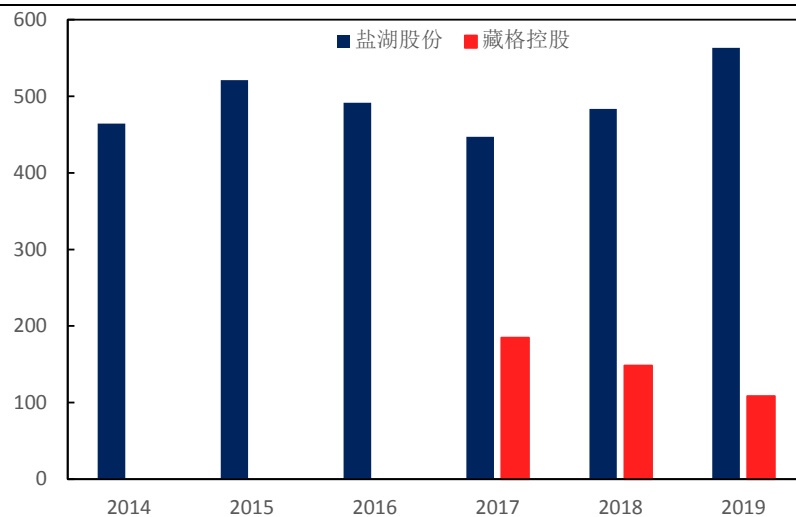
钾肥入储，进一步凸显了钾肥对于我国而言的资源稀缺性。

根据中国矿业联合会的报告：到 2020 年中国所需的 45 种主要矿产可以基本划分为可以保证（煤、钨等 24 种）、基本保证（钛、硫 2 种）、短缺（石油、铁等 10 种）、严重短缺（钾、钴等 9 种）四类，其中严重短缺的 9 种矿产为：钾、钴、铬、铜、锌、锑、硼、金刚石、铂族元素。此外，自然资源部经国务院批准发布的《全国矿产资源规划》中，也将钾盐列为 24 种战略性矿产资源之一。

2. 钾肥面临过度开采风险，大合同谈判地位或受影响

除此以外，从我国的钾肥实际产量来看，以氯化钾产量最大的两家企业来看，2015年-2017年，盐湖股份的产量出现连续下降。2018年-2019年，盐湖股份的产量逐渐上升，但藏格控股的产量从2017年的184万吨显著下降至2019年104万吨。尽管察尔汗盐湖总产量（青海盐湖+藏格控股）近3年保持在630万吨左右的水平，但藏格控股的产量持续性下降及盐湖开采难度的加大，仍使得我国钾肥产量面临过度开采最终产量下降的风险。

图 14 青海察尔汗产量（万吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

一直以来，由于中国是全球最大的钾肥进口国，同时中国能够通过自产钾肥满足约 50% 的需求，使得中国成为全球钾肥的价格洼地。2020 年 4 月 30 日，由中化、中农和中海化学组成的中方钾肥谈判小组在国家相关部门的全力支持下，与世界钾肥最大的生产商之一白俄罗斯钾肥公司（BPC）就 2020 年钾肥海运进口合同达成一致，合同价格为 CFR 220 美元/吨，较 2018 年合同价格下降 70 美元/吨，继续保持全球钾肥价格标杆地位。中国钾肥大合同谈判价从历年价格来看，与东南亚 CFR 现货价的价差在 20-30 美金/吨左右。

如果未来中国钾肥产量下降，则有可能使得大合同谈判受到影响。因此，增加钾肥进口储备成为当务之急，另外，在国内钾矿资源匮乏的情况下，投资海外钾矿资源则是长久之计。

表 2 中国历年钾肥大合同价格和国外价格对比

年份	签订时间	合同价格(美元/	CFR 东南亚现	CFR 巴西现货	中国大合同和
----	------	----------	----------	----------	--------

		吨)	货 (美元/吨)	(美元/吨)	CFR 东南亚现 货价差
2010 年	2009 年 12 月 21 日	350	385-440	400	35 ~ 90
2011 年上	2011 年 1 月 13 日	400	430-450	440-450	30 ~ 50
2011 年下	2011 年 6 月底	470	500-510	550-560	30 ~ 40
2012 年	2012 年 3 月 20 日	470	535	515-525	65
2013 年	2013 年 1 月 4 日	400	420-450	460-470	20 ~ 50
2014 年	2014 年 1 月 20 日	305	300-350	310-325	5 ~ 45
2015 年	2015 年 3 月 19 日	315	310-335	335-350	5 ~ 20
2016 年	2016 年 7 月 14 日	219	220-250	215-230	1 ~ 30
2017 年	2017 年 7 月 13 日	230	240-260	260-275	10 ~ 30
2018 年	2018 年 9 月 17 日	290	280-300	305-330	-10 ~ 10
2019 年		无			
2020 年	2020 年 4 月 30 日	220	230-262	230-270	10 ~ 40

资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

三、盐湖总裁助力，产量提升指日可待！

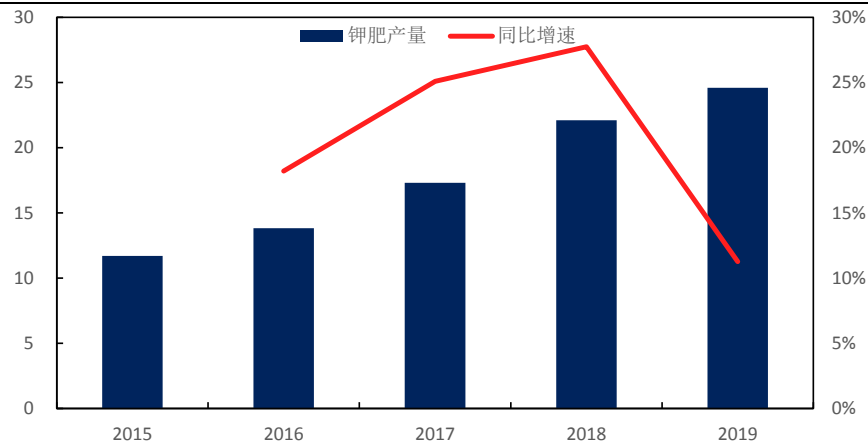
2015 年 9 月，公司成功收购中农国际钾盐开发有限公司 100% 股权，成功进军钾盐开采、钾肥行业。

(一) 公司钾肥资源介绍

中农国际钾盐开发有限公司拥有老挝甘蒙省 35 平方公里的钾盐采矿权，钾盐矿总储量 10.02 亿吨，折纯氯化钾 1.52 亿吨，是老挝第一家实现钾肥工业化生产的企业，已形成全面机械化的开采系统、低耗高效的选矿系统及工业化充填系统。2019 年全年生产合格钾肥产品 24.69 万吨，销售钾肥 24.59 万吨。

公司自 2015 年收购中农国际以来，钾肥产量保持持续增长，钾肥生产规模从 10 万吨逐步向 20 万吨跨进，产量增速保持在 10% 以上。在公司募集资金出现一定障碍的情况下，钾肥产能扩建项目遇到一定的阻碍，但公司仍然通过技术改进等方式，通过少量的资金投入实现了产量的连续增长。

2020 年，公司积极推进 100 万吨/年钾盐开采加工项目的建设，项目建成投产后将进一步提高钾肥业务板块的盈利能力及核心竞争力。

图 15 公司钾肥产量及同比增速 (万吨, %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

(二) 老挝钾肥的优势

1、区位优势

公司的钾肥资源位于“一带一路”沿线国家的老挝,东连越南、南接柬埔寨、西邻泰国、北靠中国,隔海马来西亚、印尼等缺钾国家,依托区位优势,公司老挝钾肥的目标市场为东南亚地区。东南亚国家基本为农业国家,目前除老挝外,东南亚各国钾肥消费完全依赖进口,钾肥需求非常可观,市场潜力巨大。

根据公司年报统计,东南亚地区国家 2019 年钾肥进口量达到 600 万吨,公司未来的新增产能和产量可以有效覆盖东南亚市场。

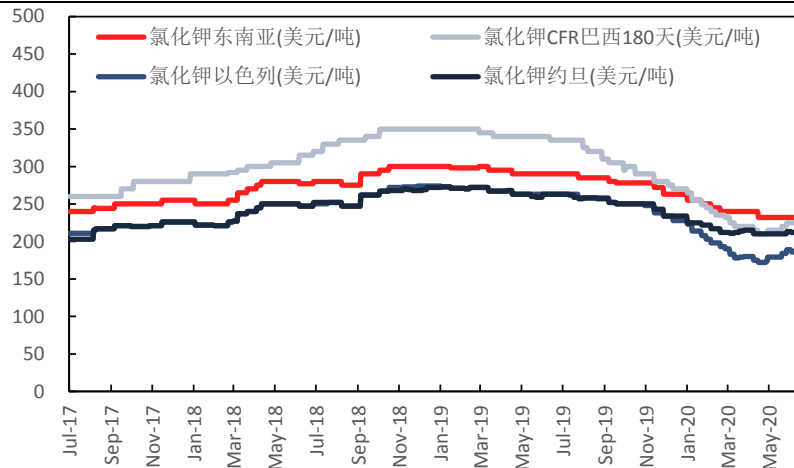
表 3 2019 年东南亚各国钾肥进口量

国家/年份	越南	印度尼西亚	泰国	马来西亚	菲律宾	老挝	柬埔寨	缅甸
2019 年进口量 (万吨)	85	307	68	113	25	2	1	2

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

从价格上来看，东南亚的钾肥价格无论是相较于中国还是相较于约旦、以色列，由于完全依赖进口，价格都相对较高，因此公司可以获得更高的销售价格。

图 16 不同地区氯化钾价格 (美元/吨)



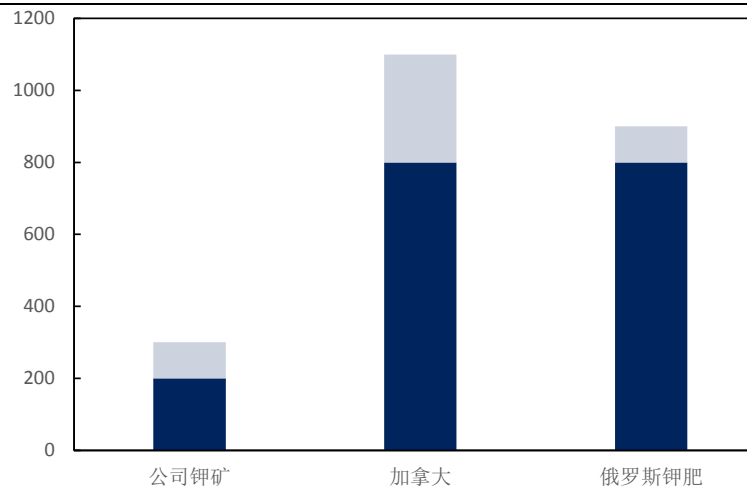
资料来源：百川资讯，信达证券研发中心

根据中国无机盐协会统计,中资企业在海外投资的钾肥项目共有 34 个,分布于 12 个国家。其中,位于老挝的项目占 11 个。值得注意的是,在这 34 个项目中,仅有位于老挝的两家企业项目成功实现了规模化生产,进一步凸显了老挝的区位优势。

2、矿产优势

与加钾和俄钾等矿产资源相比，公司钾盐矿层分布连续、范围广，产状相对平缓、厚实，矿床埋藏较浅，使得矿石的易采性良好，具有适合机械化、规模化开采的开采优势。

图 17 不同地区矿层深度（米）



资料来源：美国矿产资源协会，公司公告，信达证券研发中心

3、交通优势

公司矿区东侧有连接柬埔寨和越南的重要交通干线 13 号公路，正在实施建设的中老铁路未来将可贯穿矿区，正在规划的泛亚铁路网也与矿区临近，未来铁路投入运营后，将为产品陆路运输提供更多便捷。

（三）盐湖总裁李小松团队助力，提质增效有保障

根据公司 2020 年 4 月 27 日公告，公司于当天召开的第七届董事会第四次会议审议通过了《关于签署技术服务合同的议案》。

为保障公司老挝钾矿项目现有生产线通过技术改进及优化，提升产能和产品品质，增加产品附加值和产品国际市场竞争力，以达到扩产增效提高钾肥经营业绩，增强上市公司盈利能力，公司全资子公司中农国际钾盐开发有限公司控股下属公司中农钾肥有限公司拟与 PLT 工程有限公司签署《关于中农钾肥有限公司的技术服务合同》，以确保钾盐项目 25 万吨/年产能装置完成提质改造，增加钾肥产品附加值，增强产品竞争力及盈利能力。

根据《技术服务合同》，PLT 工程有限公司将依托自身技术优势及丰富的项目建设生产组织经验，为中农钾肥有限公司提供项目技术服务。PLT 工程有限公司将不单独收取技术服务费，以技术服务费补偿的方式获取收益。也即“先见效、后付费”，在实现公司 2020 年氯化钾产品产量提高、成本降低以及提高产品质量和售价的前提下，以技术服务费补偿的方式向

PLT 公司支付服务报酬，彰显了技术团队的信心！

PLT 工程是一家由钾盐行业领军人物李小松博士作为主要发起人，专门为东凌国际钾盐项目而成立的技术工程公司。李小松团队汇聚了一批从事盐湖钾资源开发 30 年以上经验的行业资深专家，在钾盐、锂盐、镁盐、钠盐开采加工以及溴素提取等方面拥有丰富的工程经验和专有技术。团队拥有目前全国唯一的地下开采光卤石矿生产结晶状 KCl 生产技术，在国际盐化工领域也具有非常显著的合成技术、应用技术和技术创新等竞争优势。团队多数成员参加过国家重点工程项目建设，在无机盐矿床资源开发、矿山开采加工技术研发、独有的充填技术及独有的井下透水堵漏技术、生产管理、工程设计、专有技术的非标设备设计制造、项目建设管理、工程监理和工厂运营等方面有数十年工作经历和丰富的工程经验。

李小松博士曾任青海盐湖集团公司总经理兼总工程师、青海盐湖总裁；长期奋斗在生产第一线，致力于盐湖资源开发(包括卤水开采、盐田技术、化工生产及工程设备)的实际工作和多个国家重大科研项目及生产单位的科研工作，为青海盐湖钾资源的开发解决了众多的理论和实际的技术难题，李小松博士主持参与 20 项国家及省部级科研项目，获 11 项国家省部级科技奖励，其中三次荣获国家科技进步二等奖，有 3 项国家发明专利，其中一项获世界知识产权组织和国家知识产权局联合颁发的年度发明专利金奖。

公司目前老挝钾肥只能生产低价的“粉钾”，与结晶钾每吨价格相差 20-30 美元，通过李小松团队的技术，有望实现产品品质的提升，从而提升盈利能力。

四、盈利预测、估值与投资评级

(一) 盈利假设

(1) 根据公司《关于老挝甘蒙省东泰矿区 100 万吨/年钾盐开采加工项目实施方案的议案》，老挝甘蒙省东泰矿区 100 万吨/年钾盐开采加工项目由 25 万吨钾盐提质增效技改和 75 万吨钾盐扩建改造组成，预计将于 2021 年 7 月完工。我们预计公司 2020 年底产能达到 50 万吨，2021 年 7 月达到 100 万吨。由于公司东泰矿区最大可开采能力可达 300 万吨，我们假设公司在 2021 年扩产 100 万吨后，继续扩产，3 年扩产至 300 万吨。

(2) 2020 年钾肥价格参考 2020 年上半年东南亚钾肥价格，我们认为，随着世界经济受新冠肺炎疫情影响减弱，钾肥需求恢复，2021 年和 2022 年，钾肥价格略有上涨。

(3) 生产成本：随着公司钾肥生产规模的扩大，公司单位钾肥的生产成本呈现逐年下降的趋势，我们预计在李小松团队的带领下，公司的钾肥生产成本可以进一步下降。

(4) 根据公司公告，公司未来将剥离谷物和海运业务，全部收入来自钾肥。

表 4 2020-2022 年公司钾肥业务产能及业务收入预测 (万元)

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020E	2021E	2022E
收入	20,764.52	27,452.36	32,097.59	44,303.97	80795.21	155363.00	281287.88
成本	13,164.56	15,562.13	16,579.81	19,540.28	37978.20	63750.00	101850.00
产能	10.00	15.00	20.00	20.00	50.00	100.00	165.00
产量	13.83	17.3	22.1	24.69	48.69	85.00	145.50
销量	13.42	19.13	19.12	24.59	48.69	85.00	145.50
单位均价(元/吨)	1,547.28	1,435.04	1,678.74	1,801.71	1659.38	1827.80	1933.25
东南亚(美元/吨)	235.00	250.00	290.00	287.00	246.00	260.00	275.00
美元汇率	6.64	6.75	6.62	6.90	7.03	7.03	7.03
东南亚(元/吨)	1560.40	1687.50	1919.80	1980.30	1729.38	1827.80	1933.25
价差	13.12	252.46	241.06	178.59	70.00	0.00	0.00
单位成本(元/吨)	980.97	813.49	867.14	794.64	780.00	750.00	700.00
毛利	7,599.96	11,890.23	15,517.78	24,763.69	42,817.01	91,613.00	179,437.88
毛利率(%)	36.60%	43.31%	48.35%	55.89%	52.99%	58.97%	63.79%

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

(二) 公司估值及评级

我们采用相对估值法对公司进行估值。

表 5 公司盈利预测 (百万元)

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	421.02	605.44	807.96	1,553.64	2,812.90
增长率 YoY %	-72.59%	43.80%	33.45%	92.29%	81.05%
归属母公司净利润(百万元)	4.00	41.44	164.59	417.01	846.35
增长率 YoY%	-100.17%	935.13%	297.23%	153.36%	102.96%

毛利率%	35.61%	40.76%	52.99%	58.97%	63.79%
净资产收益率 ROE%	0.15%	1.14%	4.77%	12.06%	20.70%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.05	0.22	0.55	1.12
市盈率 P/E(倍)	1,112	107	27	11	5
市净率 P/B(倍)	1.23	1.22	1.37	1.21	0.99

资料来源：公司年报，信达证券研发中心，以2020年7月8日收盘价

由于目前在 A 股市场上市的钾肥龙头青海盐湖和藏格控股一个处于退市状态，一个处于退市预警状态。我们以两家企业稳定运营期间的估值进行参考。由于青海盐湖自 2017 年开始化工项目导致公司处于持续亏损状态，PE 不具备参考价值，因此以其 2014-2016 年的平均 PE 进行参考，其平均 PE 为 42；而藏格控股 2017 年借壳上市，我们选取 2018-2020 年 4 月 30 日之前的平均 PE 进行参考，其平均 PE 为 22。综合，我们认为 PE 在 20 倍左右为相对合理估值。

盈利预测与评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别达到 8.07、15.53、28.12 亿元，同比增长 33.45%、92.29%、81.05%，归属母公司股东的净利润分别为 1.64、4.17、8.46 亿元，同比增长 297%、153%、102%，2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.22 元，0.55 元和 1.12 元。对应 2020 年的 PE 为 27 倍、2021 年 PE 为 11 倍，由于 2020 年公司产能尚未释放，以 2021 年进行估值，公司合理估值 11 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险因素

- 1、在建产能投产进度不及预期的风险。。
- 2、国际钾肥价格大幅下跌的风险。
- 3、公司诉讼不能得到有效解决的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	629.32	625.86	238.98	854.32	2,049.49
货币资金	124.60	445.74	32.63	513.21	1,490.50
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	11.04	61.05	81.46	156.65	283.62
预付账款	14.48	15.05	15.93	26.74	42.73
存货	86.32	63.71	67.46	113.24	180.91
其他	392.87	40.31	41.48	44.49	51.73
非流动资产	3,594.60	3,593.14	3,624.70	3,658.77	3,697.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	768.36	770.09	817.37	878.54	927.17
无形资产	2,776.94	2,765.57	2,754.19	2,742.81	2,731.43
其他	49.30	57.48	53.15	37.42	39.33
资产总计	4,223.92	4,219.00	3,863.68	4,513.09	5,747.41
流动负债	344.26	239.74	268.49	448.53	730.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	231.78	147.79	156.49	262.68	419.67
其他	112.47	91.94	112.00	185.85	310.55
非流动负债	0.00	53.47	53.47	53.47	53.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	53.47	53.47	53.47	53.47
负债合计	344.26	293.20	321.95	501.99	783.69
少数股东权益	267.28	272.32	292.99	345.35	451.63
归属母公司股东权益	3,612.38	3,653.48	3,248.74	3,665.75	4,512.09
负债和股东权益	4,223.92	4,219.00	3,863.68	4,513.09	5,747.41

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	421.02	605.44	807.96	1,553.64	2,812.90
同比(%)	-72.59%	43.80%	33.45%	92.29%	81.05%
归属母公司净利润	4.00	41.44	164.59	417.01	846.35
同比(%)		935.13%	297.23%	153.36%	102.96%
毛利率(%)	35.61%	40.76%	52.99%	58.97%	63.79%
ROE%	0.15%	1.14%	4.77%	12.06%	20.70%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.05	0.22	0.55	1.12
P/E	1,112	107	27	11	5
P/B	1.23	1.22	1.37	1.21	0.99
EV/EBITDA	52.61	29.38	12.86	5.65	2.90

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	421.02	605.44	807.96	1,553.64	2,812.90
营业成本	271.09	358.69	379.78	637.50	1,018.51
营业税金及附加	31.69	40.35	32.32	46.61	84.39
销售费用	30.95	49.00	48.48	62.15	112.52
管理费用	70.94	74.12	72.72	93.22	140.65
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-4.37	-5.49	-4.55	0.97	-3.33
减值损失合计	-0.47	2.28	-0.88	-2.85	0.90
投资净收益	4.74	7.90	5.11	5.92	6.31
其他	0.00	0.09	0.06	0.07	0.06
营业利润	25.94	94.47	285.26	722.03	1,465.65
营业外收支	1.61	-0.68	-0.24	0.08	-0.08
利润总额	27.54	93.79	285.02	722.11	1,465.57
所得税	28.81	47.15	99.76	252.74	512.95
净利润	-1.26	46.64	185.26	469.37	952.62
少数股东损益	-5.27	5.20	20.67	52.36	106.28
归属母公司净利润	4.00	41.44	164.59	417.01	846.35
EBITDA	84.59	151.47	346.19	788.19	1,536.82
EPS(当年)(元)	0.01	0.05	0.22	0.55	1.12

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	42.04	80.46	244.57	576.86	1,083.62
净利润	-1.26	46.64	185.26	469.37	952.62
折旧摊销	56.88	57.46	61.17	66.08	71.25
财务费用	0.17	0.21	0.00	0.00	0.00
投资损失	-4.74	-7.90	-5.11	-5.92	-6.31
营运资金变动	-8.81	-36.44	4.61	51.17	70.25
其它	-0.19	20.48	-1.36	-3.85	-4.18
投资活动现金流	-413.55	245.70	-88.35	-96.29	-106.33
资本支出	-61.93	-117.43	-93.46	-102.20	-112.64
长期投资	1.37	10.12	5.11	5.92	6.31
其他	-353.00	353.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-8.22	2.20	-569.33	0.00	0.00
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	8.22	0.00	569.33	0.00	0.00
现金流净增加额	-378.78	329.13	-413.10	480.57	977.29

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。