

买入

亚钾国际 (000893.SZ)

海外钾肥供给存在不确定性，公司迈向世界级钾肥供应商

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 农化制品

◆ 投资评级：买入（首次评级）

证券分析师： 杨林
证券分析师： 薛聪

010-88005379
010-88005107

yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980520120001

事项：

根据中国粮油信息网报道，加拿大第二大铁路公司——加拿大太平洋铁路公司（Canadian Pacific Railway Limited, CP 公司）数千名工人由于对待遇不满而进行罢工，罢工将对运往港口的钾肥运输产生严重影响。

国信化工观点：

1) **公司战略转型专注钾肥业务，有望充分受益于钾肥行业高景气。**公司于 2015 年收购中农钾肥 100% 股权引入钾肥经营业务，2019 年国富投资入主后相继剥离谷物贸易、船运业务等原有业务，聚焦钾矿开采、钾肥生产与销售业务，成功转型并聚焦钾肥业务。根据公司 2021 年业绩预告，预计全年实现归母净利润 8.30-9.30 亿元，扣非后归母净利润 2.19-3.19 亿元，其中 2021 年四季度预计实现扣非归母净利润 1.30-2.30 亿元，同比增长 160%-360%，环比增长 120%-290%。

2) **全球钾资源分布不均且呈现寡头垄断局面，海外供给存在高度不确定性。**全球仅有 14 个国家生产钾肥，加拿大、俄罗斯和白俄罗斯合计约占全球钾盐资源总储量 66% 以上，全球海外前七大钾肥生产企业产能占高达 83%。白俄罗斯由于受到欧盟、美国制裁，导致钾肥货物流通暂停；俄罗斯由于地缘冲突，宣布暂停化肥出口；加拿大 CP 公司工人罢工，有可能对钾肥运输产生严重影响，海外钾肥供应存在高度不确定性。

3) **钾肥价格大幅上涨，我国钾肥资源匮乏，大合同价格创新高。**随着全球疫情得到有效的控制，钾肥需求恢复预期较强，且各国对粮食安全重视程度显著提升，推动钾肥需求进一步走高，使得全球钾肥市场达到了 10 年的历史高位，2021 年国内盐湖钾肥涨幅达到 70.3%。我国是全球最大的钾肥需求国，对外依存度超过 50%。近期我国与加钾公司签订 2022 年钾肥大合同，价格为 590 美元/吨 CFR，创 2008 年以来新高，较 2021 年上涨 343 美元/吨。

4) **公司现有钾盐产能 100 万吨/年，持续扩大钾盐矿资源储备。**公司老挝甘蒙省东泰矿区 100 万吨/年钾盐开采加工项目，包括现有 25 万吨生产装置提质增效技改和 75 万吨钾盐扩建改造项目，已于 2021 年 9 月 16 日启动投料试车，预计 2022 年全年有望实现钾肥产量 100 万吨。公司拟通过发行股份及支付现金方式对价 17.64 亿元购买农钾资源 56% 股权，农钾资源的核心资产为老挝甘蒙省农波县彭下-农波村的面积为 179.8 平方公里的钾盐矿采矿权，若收购成功公司有望成为亚洲单体最大钾肥资源量企业，并规划在 3-5 年内至少形成 300 万吨的钾肥产能。

5) **盈利预测：**我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 7.46/15.27/17.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.99/2.02/2.36 元，对应 PE 分别为 29/14/12x。钾肥是三大化肥之一，主要资源集中在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，俄罗斯、白俄罗斯面临制裁，加拿大面临铁路工人罢工，供给端不确定性较大，我们看好钾肥行业维持高景气。公司是国内稀有的钾肥生产企业，也是国内第一家实现境外钾盐项目工业化生产的企业，现有钾盐产能 100 万吨/年，并计划在 3-5 年内将产能提升到 300 万吨/年以上。首次覆盖，给予“买入”评级。

6) **风险提示：**宏观经济波动、局部区域冲突、传染疫情等系统性风险；钾肥新增产能建设进度可能低于预期；钾肥价格过高导致下游需求低于预期等。

评论：

◆ 公司历史经历多次业务变更，成功完成战略转型专注钾肥业务

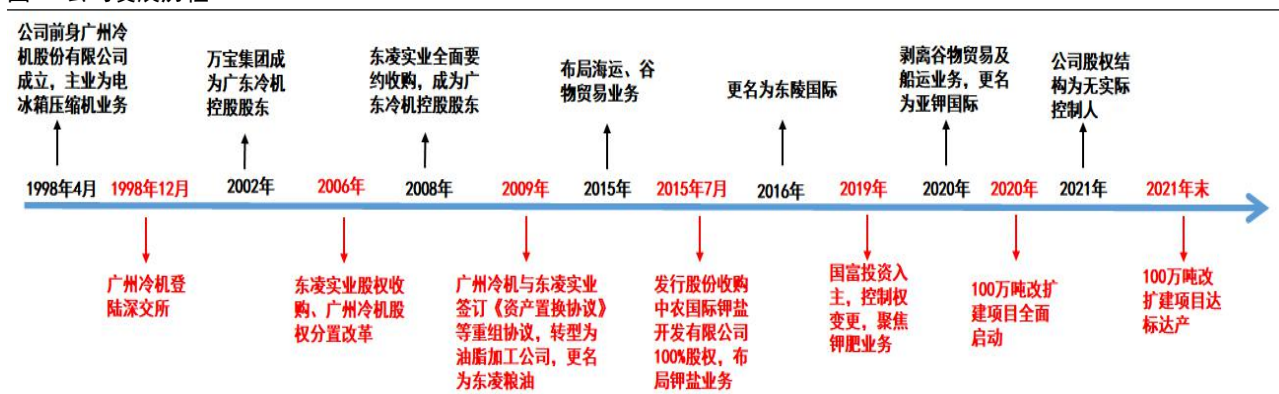
公司原名为广州冷机股份有限公司，主营业务为电冰箱压缩机的设计、制造和销售，于 1998 年 12 月在深交所上市。2009 年 9 月公司进行重大资产重组，将原有冰箱压缩机的全部资产和负债与广州东凌实业集团有限公司持有的广州植之元油脂实业有限公司的 100% 股权进行置换，广州植之元油脂实业有限公司成为全资子公司。2009 年 12 月，更名为广州东凌粮油股份有限公司，转型为油脂加工企业。2010 年 10 月，公司将植之元控股旗下有关航运业务的元通航运（香港）有限公司股权转让至公司，并将江苏植之元实业有限公司更名为江苏东凌物流有限公司，主营业务为海运船舶业务。2015 年公司进一步深化布局海运、谷物贸易业务。

公司战略转型，布局钾肥业务。公司于 2015 年以非公开发行股份方式，购买中农集团等十家发行对象持有的中农国际钾盐开发有限公司（以下简称“中农国际”）100% 股权，间接持有中农钾肥有限公司（老挝）90% 股权，为公司引入钾肥经营业务。2016 年 3 月，公司更名为东凌国际，业务范围包括钾盐矿开发、钾肥生产及销售、谷物贸易、仓储物流等。

2019 年 7 月，东凌实业将其所持公司股份 50% 转让给国富投资，并与国富投资成为一致行动人。2020 年 4 月公司对谷物贸易、航运业务进行剥离，聚焦钾矿开采、钾肥生产与销售业务；2020 年 9 月更名为亚钾国际投资（广州）股份有限公司。

目前公司旗下中农国际钾盐开发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，2020 年全年生产合格钾肥产品 25.17 万吨，销售钾肥 23.54 万吨。公司 100 万吨/年钾肥改扩建项目已于 2021 年 6 月完成矿山主体工程贯通，2021 年 7 月-9 月完成掘采设备安装调试，9 月完成充填主体工程和选矿主工艺线的建设，并于 2021 年 9 月 16 日启动投料试车。截至 2021 年底，钾盐开车率已经达到 80%，公司计划在 3-5 年内将产能提升到 300 万吨/年以上，将亚钾国际打造为具有国际影响力的世界级钾肥供应商。

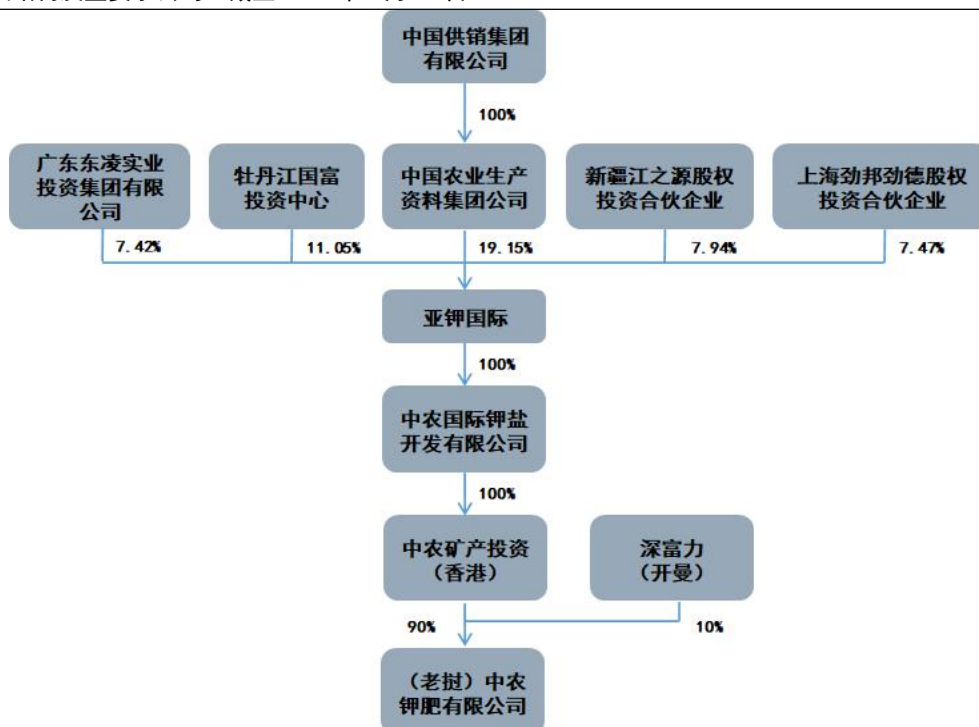
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司目前无控股股东、无实际控制人。目前中农集团持股比例为 19.15%，国富投资持股比例为 11.05%，新疆江之源、上海劲邦劲德、东凌实业持股比例分别为 7.94%、7.47%、7.42%。根据公司于 2021 年 5 月 31 日发布的《关于股东权益变动的提示性公告》，国富投资、中农集团、东凌实业、上海劲邦劲德、新疆江之源及其一致行动人分别持有上市公司有表决权的股份比例为 11.05%、10.56%、11.05%、7.47%、10.49%，公司变为无控股股东、无实际控制人状态。

图2：公司股权结构及重要子公司（截至 2022 年 3 月 14 日）

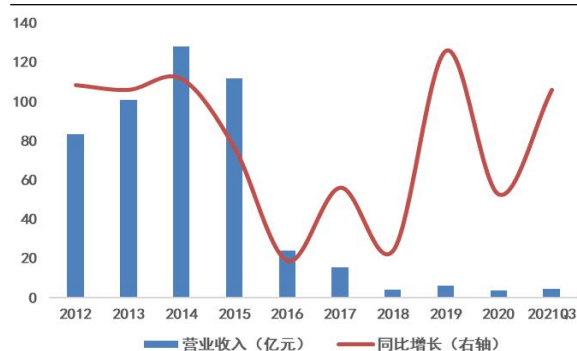


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 2010 年开始进军海运服务，其占比逐年增加，2016 年占比达到 57.5%。公司 2015 年开始布局钾肥业务，钾肥收入占比快速提高，从 2015 年的 0.6% 增长至 2019 年的 73.2%。2020 年 4 月公司对谷物贸易、航运业务进行剥离，专注从事钾盐矿开采、钾肥生产及销售业务，2020 年钾肥收入占比达到 99.0%。公司在 2021 年半年报中首次完全剔除贸易业务，钾肥业务收入达到 100%，顺利完成战略转型。2021 年前三季度，公司实现营收 4.39 亿元，同比增长 53.14%，归母净利润 7.16 亿元，主要由于收到中农国际等十方的业绩补偿款，扣非后归母净利润 0.89 亿元，同比增长 2051.05%。

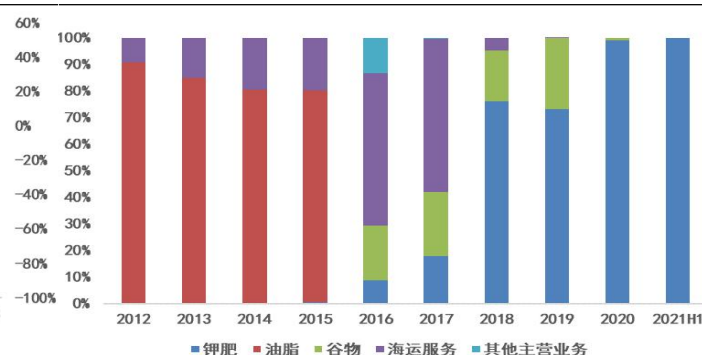
根据公司发布的《2021 年度业绩预告》，预计全年实现归母净利润 8.30-9.30 亿元，同比增长 1292%-1460%，扣非后归母净利润 2.19-3.19 亿元，同比增长 4690%-6878%。其中 2021 年四季度预计实现扣非归母净利润 1.30-2.30 亿元，同比增长 160%-360%，环比增长 120%-290%。

图3：2012 年至今公司营业收入及增长率



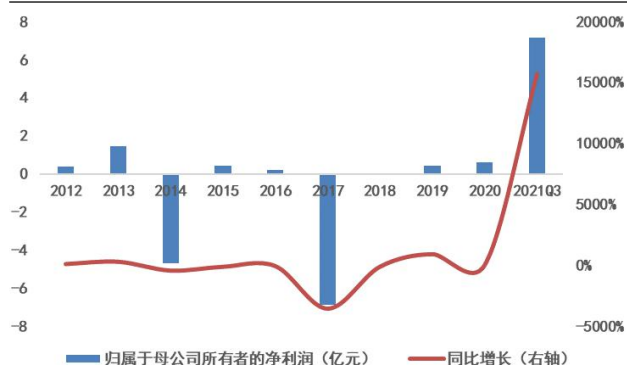
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2012 年至今公司分板块营收占比



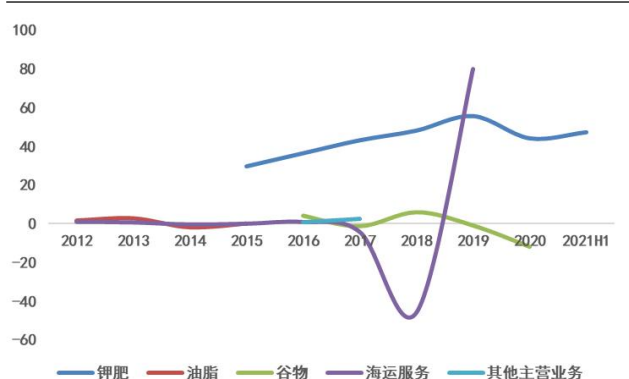
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：2012 年至今公司归母净利润及增长率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：2012 年至今公司分板块主营业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 钾肥是三大化肥之一，全球寡头垄断行业

1、全球钾资源分布不均，呈现寡头垄断局面

据 USGS 统计，全球探明钾盐（折 K2O）资源量大约 2500 亿吨，探明储量（折 K2O）大约 37 亿吨。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，合计约占全球钾盐资源总储量 66%以上，其中俄罗斯、加拿大和白俄罗斯占比分别达到 29.7%、20.3%、16.2%。我国仅占比 9.5%。

2、钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%

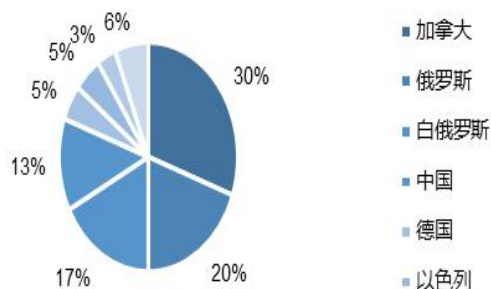
据 IFA 统计，2019 至 2021 年全球钾盐供应将由 4750 万吨增加至到 5000 万吨 K2O，合计增长约 5%。并预计 2019 至 2021 年全球钾盐需求（包括肥料使用和工业消费）将分别扩大 1.2%和 1.7%，由 2019 年的 4200 万吨扩大至到 2021 年 4290 万吨 K2O。但实际上由于疫情的爆发，全球粮食恐慌导致各国大力发展农业，根据 USDA 统计预测，2020 年全球钾肥产量分别为 4400 万吨 K2O，同比增长 6.5%；2021 年全球钾肥产量分别为 4600 万吨 K2O，同比增长 4.5%。

表1：全球钾肥储量与产量

	产量（折纯 K ₂ O，万吨）						储量（万吨）	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	可开采储量	K ₂ O 当量
美国	51	48	52	51	46	48	97,000	22,000
白俄罗斯	618	710	735	735	740	800	330,000	75,000
巴西	32	31	20	25	25	21	1,000	230
加拿大	1,079	1,256	1,384	1,230	1,380	1,400	450,000	110,000
智利	120	110	120	84	90	90		10,000
中国	578	551	545	500	600	600		35,000
德国	280	290	320	300	220	230		15,000
以色列	207	190	220	204	228	230		Large
约旦	120	139	149	152	159	160		Large
老挝	20	30	34	40	27	30	50,000	7,500
俄罗斯	659	732	717	734	811	900		60,000
西班牙	67	68	70	50	42	40		6,800
其他	40	35	36	25	36	37	150,000	30,000
合计	3,870	4,190	4,400	4,130	4,400	4,600		370,000

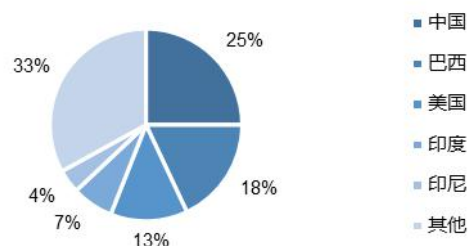
资料来源：USGS、国信证券经济研究所整理

图7：全球钾肥主要生产国家



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图8：全球钾肥主要消费国家



资料来源：中国化肥信息，国信证券经济研究所整理

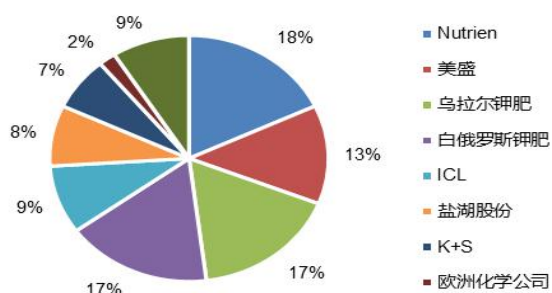
3、在全球钾资源高度集中的背景下，全球钾肥行业形成了寡头垄断的产业格局

2013 年以前，国际钾肥分为 3 大联盟：（1）BPC（白俄罗斯钾肥、乌拉尔钾肥组成的产业联盟）；（2）Canpotex（加钾、美盛、加阳组成的产业联盟）；（3）以色列 ICL 与约旦 APC 组成的联盟。其中 Canpotex 和 BPC 掌握全球定价话语权，形成寡头垄断格局。2013 年乌拉尔钾肥以白俄罗斯钾肥违反联盟销售协议为由退出 BPC 后，国际钾肥定价模式洗牌。寡头销售策略从“价格优先”变为“份额优先”，钾肥价格急剧下跌，并进入长期低迷期。

4、国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断

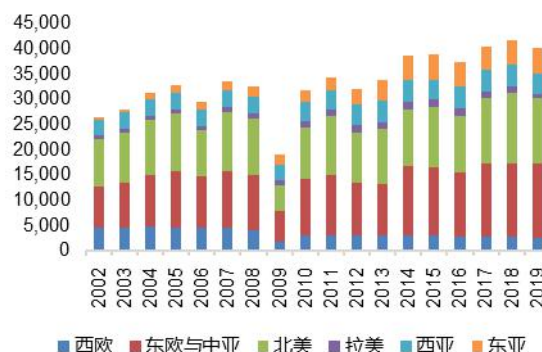
全球海外前七大钾肥生产企业加拿大 Nutrien（加钾、加阳 2017 年合并）、美国美盛、乌拉尔钾肥、白俄罗斯钾肥、德国 K+S、以色列 ICL、欧洲化学公司 Eurochem 的全球产能占高达 83%。国内钾肥价格除受国内市场供求影响和政府调控外，主要受到国际钾肥价格的影响。

图9：全球钾肥产能高度集中



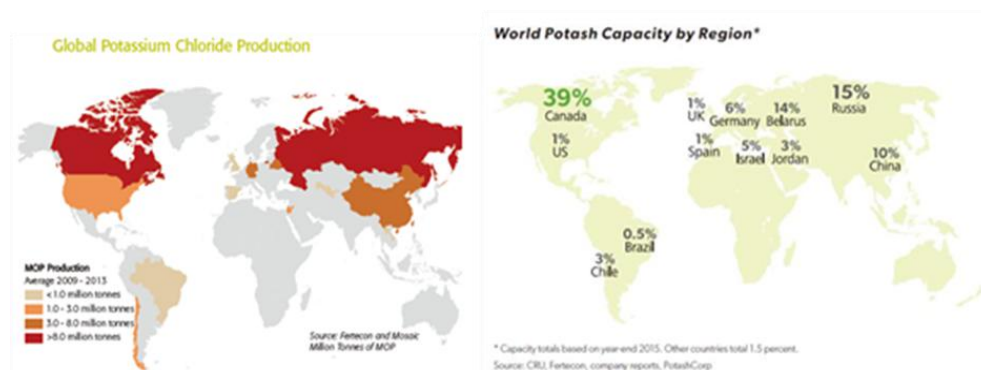
资料来源：Nutrien，IFA，国信证券经济研究所整理

图10：2002 年至今全球钾肥产量（折纯 K₂O，千吨）



资料来源：Wind，IFA，国信证券经济研究所整理

图11：全球钾盐产量及区域分布

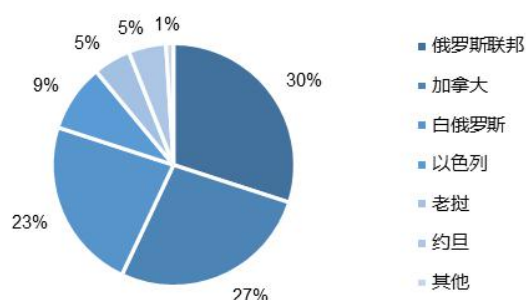


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

5、白俄罗斯钾肥商宣布遭遇不可抗力，加剧全球钾肥供需紧张格局

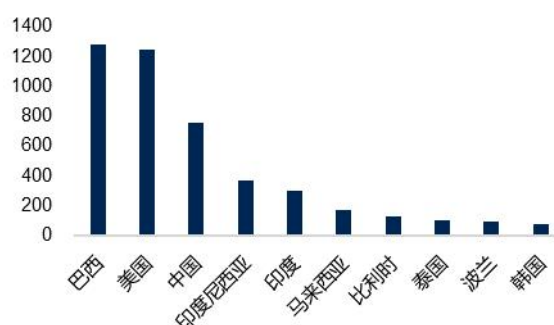
近期，白俄罗斯钾肥生产商白俄罗斯钾肥厂（JSC Belaruskali）宣布遭遇不可抗力，白俄罗斯是全球第三大钾肥生产国，根据 USDA 统计，2021 年白俄罗斯钾盐产量约折合 800 万吨 K₂O，占全球钾盐总产量 17.4%。同时白俄罗斯也是重要的钾肥出口国，根据绿色市场的数据，白俄罗斯每年钾肥出口约为 600 万吨 K₂O，是巴西、印度和中国等农业大国钾肥的重要进口渠道。2021 年中国自白俄罗斯进口钾肥约 175 万吨，占中国总钾肥进口量的 23%，白俄罗斯受到欧盟、美国制裁，立陶宛 2 月 1 日起正式禁止白俄罗斯钾肥过境，导致钾肥货物流通暂停，若白俄罗斯钾肥出口恢复时间较长，中国钾肥进口量将有所缩减，进一步加剧钾肥供需紧张格局。

图12：2021 年中国氯化钾进口国分布



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

图13：2021 年全球氯化钾主要进口国



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

◆ 我国钾盐资源匮乏，对外依存度较高

我国钾盐资源严重不足，属于我国严重短缺的 9 种矿产资源之一。我国钾盐资源以含钾卤水为主，95%集中在青海柴达木盆地与新疆罗布泊，目前我国在开发利用的可溶性钾资源主要有四部分：（1）青海柴达木盆地的钾资源；（2）新疆罗布泊的钾资源；（3）云南江城的固体矿资源；（4）海水苦卤的开发利用。

1、国内钾肥资源供给不足，进口依存度超过 50%

2021 年，我国钾肥产能约折 860 万吨/年 K₂O，产量约折 650 万吨 K₂O，同比降低 7.7%，进口量 756.6 万吨，同比下降 13.4%，出口量 22.6 万吨，同比增加 2.4%，我国是全球最大的钾肥需求国，对外依存度 50%，表观消费量达到 1384.0 万吨，同比降低 11.1%（此处未考虑库存变化）。从生产企业来看，国内最主要钾肥生产企业为盐湖股份、藏格控股，合计占国内 87.3%的钾肥产能。正是由于中国能够通过自产钾肥能够

满足约 50%的需求，中国成为全球钾肥价格洼地。从库存情况看，当前港口进口钾肥库存处于近 3 年以来低点，港口氯化钾库存约为 233 万吨（不含保税）。

图 14：我国钾肥产能、产量及表观消费量



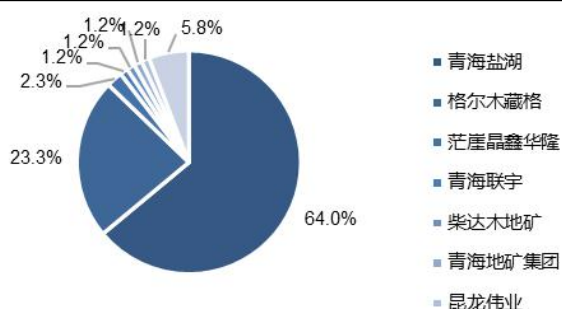
资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

图 15：我国钾肥进口量及出口量



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

图 16：国内钾肥主要生产企业的分布



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 17：钾肥港口库存（万吨）



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

2、国内企业“走出去”，海外钾肥生产基地初显成效

中农国际老挝第一个 100 万吨钾盐项目由 75 万吨/年新扩建项目和 25 万吨/年改建项目组成。在 25 万吨改建项目完成的基础上，75 万吨氯化钾新扩建项目自 2020 年 4 月启动，至 2021 年 8 月进入调试阶段，逐步开展设备单机试车、联动投料试车工作。2021 年 9 月 28 日，75 万吨新扩建项目全流程工艺贯通，各单机、联动投料试车成功，产出的首批产品经分析品位在 95%-96%之间。

老挝开元矿业有限公司一期 50 万吨钾肥项目已达产达标，产品畅销 10 多个国家。2021 年 12 月 31 日，老挝开元矿业有限公司二期 150 万吨氯化钾项目的 50 万吨一期工程开工典礼举行，建设周期约为 1 年。

◆ 需求恢复叠加农产品价格上涨，钾肥价格大幅上涨，大合同价格创新高

1、随着全球疫情得到有效的控制，钾肥需求恢复预期较强，且各国对粮食安全重视程度显著提升，推动钾肥需求进一步走高，加之欧盟、美国对白俄罗斯钾肥制裁、海运费不断上涨等影响，引发了钾肥运输受阻，使得全球钾肥市场达到了 10 年的历史高位。

2021 年氯化钾市场价格继续呈现持续上行趋势，2021 年 2 月 10 日，中方钾肥谈判小组与白俄罗斯钾肥公司（BPC）就 2021 年度钾肥进口价格达成一致，合同价格为 247 美元/吨 CFR，较 2020 年大合同签订价格上涨 27 美元/吨。大合同签订后国内市场价格持续上涨，甚至在第二季度需求淡季价格也出现了较大幅度的上行。盐湖 57%氯化钾粉报价从年初 1850 元/吨上涨至年末的 3150 元/吨，涨幅达到 70.3%。目前国内主流氯化钾成交在 4000-4100 元/吨左右，基准产品到站官方报价 3490 元/吨，进口钾肥方面，62%俄白钾

港口报价 4400-4450 元/吨左右，颗粒钾 4400 元/吨左右，满洲里口岸 62%俄白钾在 4300-4350 元/吨左右。

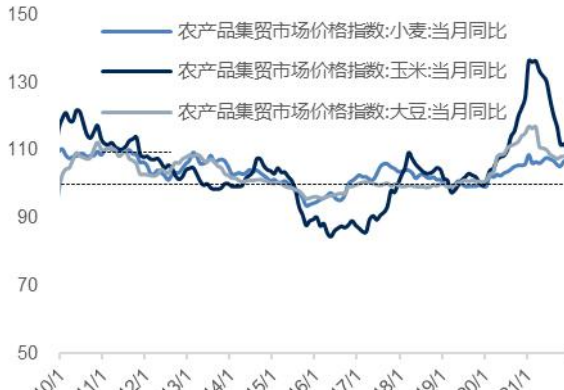
从农产品价格上看，2020 年下半年以来，由于疫情导致全球农产品供应偏紧，叠加大宗全球大宗商品上涨趋势，小麦、玉米、大豆等农产品价格快速上涨，一方面增加化肥施用量支撑钾肥价格上涨，另一方面增加农民种植积极性，进一步提升农作物种植面积，拉动钾肥需求。

图 18: 青海盐湖钾肥出厂价格（元/吨）



资料来源: Wind, 隆众化工, 国信证券经济研究所整理

图 19: 小麦、玉米、大豆等农产品价格指数



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

2、印度与中国先后与加钾公司签订 2022 年钾肥大合同，价格创 2008 年以来新高

2022 年 2 月 14 日，加钾公司 Canpotex 与印度钾肥公司 IPL 签订 22 年钾肥大合同，价格为 590 美元/吨 CFR，有效期至 22 年 12 月 31 日。2022 年 2 月 15 日，中方谈判小组同加钾公司 Canpotex 就 2022 年钾肥大合同达成一致，价格为 590 美元/吨 CFR，与印度相同。2022 年中国大合同价格较 2021 年（247 美元/吨 CFR）上涨 343 美元/吨。但从国际氯化钾到岸价（东南亚氯化钾到岸价格在 600 美元/吨以上，巴西大颗粒到岸价在 770-800 美元/吨）来看，中国进口钾肥价格仍为全球洼地。

按照美元汇率折算，标准氯化钾 60%港口进口成本在 4200-4300 元/吨，仍高于目前国内氯化钾的市场价格。短期市场钾肥流通货源仍然偏紧，价格或将保持高位，近期国储放货量将有所增加，价格以稳定运行为主。

表 2: 近 10 年钾肥大合同签订情况

签订时间	国内价格 (元/吨)	中国大合同 (美元/吨)	印度大合同 (美元/吨)	东南亚 CFR (美元/吨)	巴西 CFR (美元/吨)
2013.1	2660	400	427	460	460
2014.1	2060	305	—	325	340
2015.3	2080	315	332	335	355
2016.7	1800	219	227	240	220
2017.7	1900	230	240	250	265
2018.9	2300	290	290	255	290
2019.10	—	未签	280	280	300
2020.4	2020	220	230	250	230
2021.2	2200	247	247-280-445	240	300
2022.2	4000	590	590	600	800

资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理和预测

◆ 公司现有钾盐产能 100 万吨/年，持续扩大钾盐矿资源储备

公司在老挝甘蒙省拥有农波矿区东泰矿段采矿权，钾盐矿石总储量达 10.02 亿吨，氯化钾资源量 1.52 亿吨，是老挝首批实现钾肥工业化生产的企业。

该项目于 2006 年开始勘探，2008 年中农矿产共取得了 214.8 平方公里的钾盐探矿权，并于 2009 年 3 月获得了其中 35 平方公里——东泰矿区的“开采许可证”，成为中国在东南亚第一个获得开采权的大型钾盐矿项目。2011 年 10 月 5 日，一百万吨老挝钾盐项目正式获得了发改委“关于一期项目的核准”，同年 11 月 26 日，老挝钾盐项目十万吨验证工程完成工艺优化、技改的工业化摸索，正式转入工业化生产阶段。2013 年 12 月，中国国际工程咨询公司对中农老挝钾盐项目组织专家评审，验证项目达到了预期效果和目目标，充分验证了固体钾镁盐矿从钾盐开采、选矿加工、尾矿充填以及尾矿利用系统技术工业化的可行性。2014 年 7 月，中农集团等十家原中农矿产股东共同在北京设立中农国际，并将 35 平方公里采矿权及已建成的 10 万吨装置资产拆分至中农国际。2015 年，中农国际与东凌国际进行资产重组进入上市公司体内。

2020 年 4 月，公司公告启动老挝甘蒙省东泰矿区 100 万吨/年钾盐开采加工项目，包括现有 25 万吨生产装置提质增效技改和 75 万吨钾盐扩建改造项目。目前公司 100 万吨/年钾肥改扩建项目已于 2021 年 9 月 16 日启动投料试车并进入产能爬坡期。2020 年全年钾肥产量 25.17 万吨，2021 年 1-9 月钾肥产量 21.69 万吨，预计 2022 年全年有望实现钾肥产量 100 万吨。

图 20：公司钾盐项目发展历程

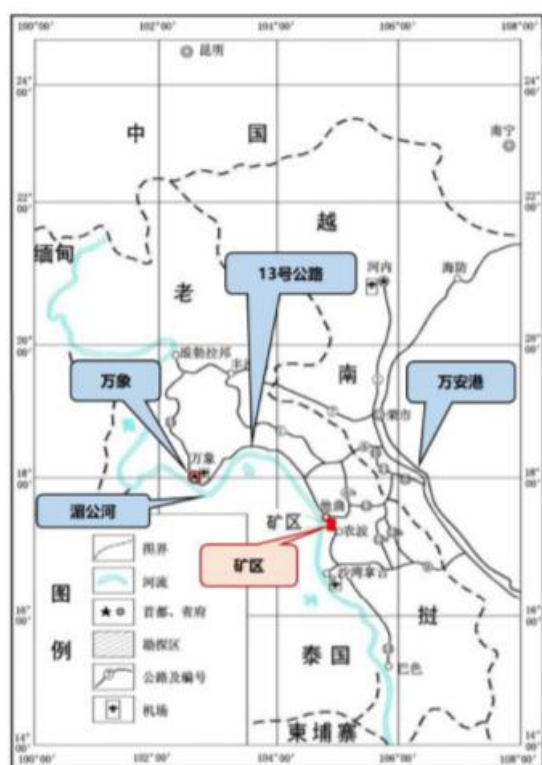


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司拟通过发行股份及支付现金方式购买新疆江之源等七方合计持有的农钾资源 56% 股权，交易价格为 17.64 亿元，农钾资源的核心资产为持有位于老挝甘蒙省农波县彭下-农波村的面积为 179.8 平方公里的钾盐矿采矿权。

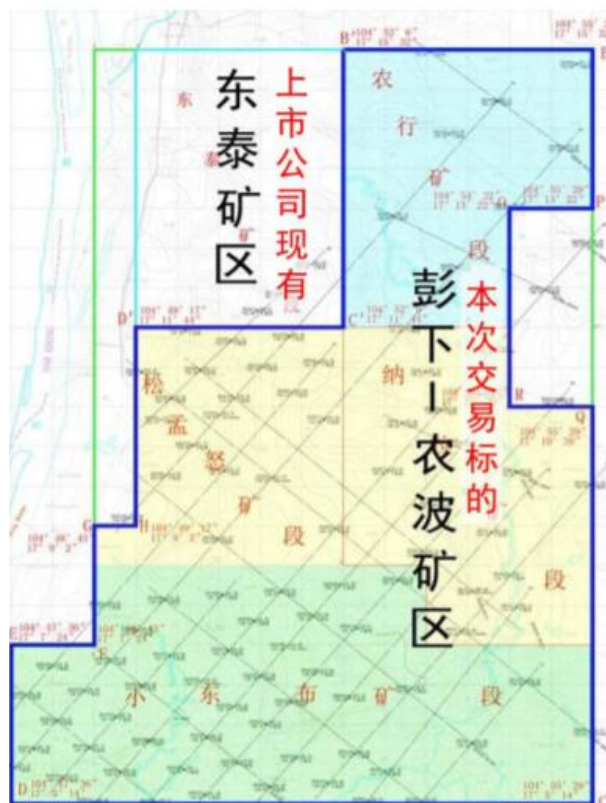
农波矿区位于老挝中部甘蒙省，与目前持有的东泰矿段属于同一矿脉带，距老挝首都万象约 380 公里，东临纵贯老挝的 13 号国家公路，具备良好的地缘优势，运输条件便利。彭下-农波矿段矿石总面积为 179.8 平方公里，钾盐矿石总储量达 39.36 亿吨，氯化钾资源量 6.77 亿吨，且矿段与现有东泰矿段直接相连，便于实施统一的开采、建设和管理，是中国企业在境外取得的大型的钾盐矿开采权之一。该矿段 KCL 平均品位达到 17.14%，与公司现有东泰矿段 15.22% 的 KCL 平均品位相比大幅提升。彭下-农波矿段矿体矿化连续，延展规模较大，呈层状产出，形态简单，厚度较稳定，品位均匀，矿石相对易采、易选，适合机械化、规模化开采；矿段埋藏的钾石盐矿石的可选性能和工业利用性能均较好，经洗选后可获得品位较高的氯化钾优质精矿。收购完成后，公司将尽快启动第二个百万吨建设，规划在 3-5 年内至少形成 300 万吨的钾肥产能。

图 21: 矿区位置及交通示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 22: 公司现有矿区与待交易矿区区位示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：公司是国内稀有的钾肥生产企业，首次覆盖，给与“买入”评级

我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 7.46/15.27/17.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.99/2.02/2.36 元，对应 PE 分别为 29/14/12x。钾肥是三大化肥之一，主要资源集中在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，俄罗斯、白俄罗斯面临制裁，加拿大面临铁路工人罢工，供给端不确定性较大，我们看好钾肥行业维持高景气。公司是国内稀有的钾肥生产企业，也是国内第一家实现境外钾盐项目工业化生产的企业，现有钾盐产能 100 万吨/年，并计划在 3-5 年内将产能提升到 300 万吨/年以上。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济波动、局部区域冲突、传染疫情等系统性风险；钾肥新增产能建设进度可能低于预期；钾肥价格过高导致下游需求低于预期等。

相关研究报告：

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	446	346	1027	1408	1287	营业收入	605	363	800	3550	4106
应收款项	62	136	20	90	104	营业成本	359	204	302	850	1020
存货净额	64	74	60	211	239	营业税金及附加	40	32	48	178	205
其他流动资产	54	51	5	21	24	销售费用	49	6	10	36	41
流动资产合计	626	607	1112	1731	1655	管理费用	74	68	222	394	398
固定资产	827	915	1320	2183	3967	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2766	2755	2645	2535	2425	财务费用	(5)	29	(2)	(6)	(14)
投资性房地产	0	40	40	40	40	投资收益	8	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0	0
资产总计	4219	4318	5112	6478	8070	其他收入	(2)	3	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	500	300	200	营业利润	94	32	221	2099	2457
应付款项	148	138	19	65	74	营业外净收支	(1)	49	630	0	0
其他流动负债	92	67	45	145	160	利润总额	94	81	851	2099	2457
流动负债合计	240	205	564	510	434	所得税费用	47	20	85	525	614
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	5	2	19	48	56
其他长期负债	53	116	65	14	(37)	归属于母公司净利润	41	60	746	1527	1787
长期负债合计	53	116	(165)	(216)	(267)	现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	293	320	399	294	167	净利润	41	60	746	1527	1787
少数股东权益	272	283	291	310	332	资产减值准备	3	(5)	(2)	(2)	(5)
股东权益	3653	3714	4423	5873	7570	折旧摊销	56	57	206	251	331
负债和股东权益总计	4219	4318	5112	6478	8070	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务费用	(5)	29	(2)	(6)	(14)
每股收益	0.05	0.08	0.99	2.02	2.36	营运资本变动	277	(99)	(18)	(144)	(78)
每股红利	0.00	0.01	0.05	0.10	0.12	其它	2	7	9	21	28
每股净资产	4.83	4.91	5.84	7.76	10.00	经营活动现金流	381	20	942	1652	2062
ROIC	1%	1%	7%	35%	32%	资本开支	0	(128)	(500)	(1000)	(2000)
ROE	1%	2%	17%	26%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	41%	44%	62%	76%	75%	投资活动现金流	0	(128)	(494)	(994)	(1994)
EBIT Margin	14%	15%	27%	59%	59%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	30%	53%	66%	68%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	44%	-40%	120%	344%	16%	支付股利、利息	0	(4)	(37)	(76)	(89)
净利润增长率	935%	44%	1151%	105%	17%	其它融资现金流	(60)	17	500	(200)	(100)
资产负债率	13%	14%	13%	9%	6%	融资活动现金流	(60)	9	233	(276)	(189)
息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	现金净变动	321	(99)	681	381	(122)
P/E	522.4	363.1	29.0	14.2	12.1	货币资金的期初余额	125	446	346	1027	1408
P/B	5.9	5.8	4.9	3.7	2.9	货币资金的期末余额	446	346	1027	1408	1287
EV/EBITDA	157.2	199.5	51.8	9.4	7.9	企业自由现金流	0	(129)	(115)	676	85
						权益自由现金流	0	(112)	157	481	(4)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032