证券研究报告

公司研究——事项点评

东凌国际（000893.SZ）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.8.10

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　　分析师
执业编号：S1500520080002
联系电话：+86 10 83326848
邮箱：hongyingdong@cindas.com

相关研究
《寻钾十载疑路尽，守得云开见月明》2020.7
《谷物贸易子公司注销完成，轻装上阵专注百万吨钾肥开发》2020.7
《历史仲裁无损公司长期发展，更名“亚钾国际”坚定钾肥主业》2020.8

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

国际钾肥巨头停产，钾肥供应或受冲击！

2020 年 8 月 25 日

事件：2020 年 8 月 17 日，白俄罗斯钾肥公司 BPC（Belarusian Potash Company）在其官方网站发布公告，告知其合作伙伴，目前全世界都在关注白俄罗斯，白俄罗斯钾肥公司深知对合作伙伴承诺的重要性和应负的责任，但同时希望能获得合作伙伴的理解。由于白俄罗斯国内的游行示威，白俄罗斯钾肥公司部分停产，公司将尽其所能去履行所有签订的合同。

点评：

- **BPC 停工冲击钾肥供应，钾肥价格短期看涨**根据 TASS 报道，受到白俄罗斯持续进行的游行示威影响，白俄罗斯钾肥公司 BPC 于 8 月关停了其部分产能。2020 年 8 月 17 日，白俄罗斯钾肥公司 BPC（Belarusian Potash Company）在其官方网站发布公告，告知其合作伙伴，目前全世界都在关注白俄罗斯，白俄罗斯钾肥公司深知对合作伙伴承诺的重要性和应负的责任，但同时希望能获得合作伙伴的理解。由于白俄罗斯国内的游行示威，白俄罗斯钾肥公司部分停产，公司将尽其所能去履行所有签订的合同。全球钾肥资源高度集中分布在加拿大和白俄罗斯，白俄罗斯钾肥公司 BPC 为全球最大的钾肥生产企业之一，根据美盛统计，截止 2018 年底，BPC 拥有的钾肥产能约为 1300 万吨，占全球钾肥产能的 14%！而且由于白俄罗斯国内对钾肥需求量较小，BPC 公司的钾肥主要用于出口，BPC 出口量约占全球钾肥出口量的 20%。目前，BPC 暂未公告其复工计划。**如果白俄罗斯的游行示威持续进行，BPC 或将继续维持停产，国际钾肥供应将受到一定的冲击，短期而言，我们认为将促进钾肥价格上涨！**

- **我国钾肥高度依赖进口，供应中断再次敲响钾肥安全警钟。**我国钾肥高度依赖进口，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%。而且从钾肥（氯化钾）产量来看，最近 3 年也呈现逐渐下降的趋势。白俄罗斯为我国重要的钾肥进口来源，根据海关总署数据，2019 年，我国从白俄罗斯进口钾肥 187 万吨，占我国钾肥进口量的 20.6%，仅次于加拿大和俄罗斯。国际钾肥供应的波动将极大的影响我国钾肥进口的安全性。2020 年 7 月 31 日，国家发展改革委、财政部联合发布了《国家化肥商业储备管理办法》，其中强调国家化肥商业储备分为钾肥储备、救灾肥储备、春耕肥储备三部分，其中钾肥储备为单一品种储备，且**钾肥实行全年储备**（年度储备时间为当年 5 月 1 日至次年 4 月 30 日）。

- **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 43 倍、2021 年 PE 为 17 倍，由于 2020 年公司产能尚未释放，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。

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)	1,768	171	43	17	8
市净率 P/B(倍)	1.96	1.94	2.18	1.93	1.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 8 月 24 日收盘价*

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（%）	-100.17%	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	1,768	171	43	17	8
P/B	1.96	1.94	2.18	1.93	1.57
EV/EBITDA	83.66	46.72	20.44	8.98	4.61

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 年管理工作经验。 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。