

亚钾国际 (000893.SZ)

买入(首次评级)

当前价格: 27.85 元
 目标价格: 32.51 元

聚焦钾肥, 需求扩容催化成长

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	929/810
总市值/流通市值 (百万元)	25877/22554
每股净资产 (元)	10.44
资产负债率 (%)	8.16
一年内最高/最低 (元)	42.5/25.5

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 **王保庆**
 执业证书编号: S0210522090001
 邮箱: WBQ3918@moa.hfzq.com.cn

投资要点:

➤ **钾肥产能持续释放, 催化公司成长。**公司坚持“资源为王”的理念, 近几年通过不断的进行钾资源整合, 目前氯化钾资源储量已达到11亿吨以上。公司于2023年1月1日已改扩建完成第二个百万吨项目并启动开机试车, 刷新了第一个百万吨17个月建设投产周期的记录。未来公司计划于2023年底实现第三个百万吨项目投产, 力争2025-2026年实现500万吨产量, 中长期实现800-1000万吨产量, 生产规模逐渐向海外龙头靠近。

➤ **全球钾资源稀缺, 供需保持紧平衡。**全球钾肥需求情况与资源的高度集中极度错配, 钾盐主要分布在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等北美、欧洲地区, 但其自身农业对钾肥的需求偏低, 因此其钾肥大多用于出口贸易。近两年, 受地缘冲突影响, 全球钾肥供给偏紧, 2021年全球氯化钾供给缺口约为193万吨, 供需差异主要依靠行业库存来消耗。未来随着产能的释放及产能利用率的提高, 供不应求的情况将有所缓解, 但整体维持供需紧平衡状态。

➤ **国际化战略布局为公司注入活力。**公司目前已在资产和市场上实现国际化。资产的国际化为公司提供低成本资源, 公司不仅在老挝获取的钾矿资源成本较低, 同时还拥有劳动力、能源等低成本开采的优势; 市场的国际化为公司打开发展空间, 东南亚及南亚是全球主要的农业生产地区, 钾肥需求向上, 公司矿权位于东南亚内陆, 与周边国家陆地接壤且有公路连通, 节省远距离海运费用; 公司目前还计划通过发行全球存托凭证GDR来实现资本国际化, 进一步推动公司跨境业务的发展。

➤ **盈利预测与投资建议:**选取国内外同样具有钾肥业务的大公司以及出口型农化企业作为可比公司, 以2023年3月22日收盘价计算, 可比公司2022-2024年预测PE均值分别为 8.8/8.6/8.3 倍。我们预计公司2022-2024年归母净利分别为20.94/35.09/47.78亿元, 对应EPS为 2.25/3.78/5.14元/股。2023年3月22日公司收盘价27.85元, 对应PE为 12.4/7.4/5.4 倍, 2023年、2024年估值均低于行业平均水平。考虑到2023-2025年为公司钾肥产能扩张释放期, 2023年按照行业平均给予公司8.6倍PE, 对应目标价32.51元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示:**农产品需求不及预期, 产能扩张不及预期, 地缘政治局势变动

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	363	833	3,352	6,131	8,868
增长率	-40%	129%	302%	83%	45%
净利润 (百万元)	60	895	2,094	3,509	4,778
增长率	44%	1401%	134%	68%	36%
EPS (元/股)	0.06	0.96	2.25	3.78	5.14
市盈率 (P/E)	434.1	28.9	12.4	7.4	5.4
市净率 (P/B)	7.0	5.6	3.9	2.5	1.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

产销量：假设公司产能按规划时间如期释放，并维持一定的产销率。公司第一个百万吨钾肥项目于2022年3月正式放量，今年1月1日公司第二个百万吨钾肥项目投料试车成功，预计今年年底第三个百万吨项目也将落地，考虑到产能爬坡影响，假设公司22-24年钾肥产量分别为90/180/270万吨；近两年钾肥产销率为94%/106%，考虑到东南亚地区对钾肥的需求，保守预计未来产销量能维持98%，对应22-24年销量分别为88/176/265万吨。溴素项目预计于今年上半年投产，考虑到产能爬坡影响，预计23/24年产销量分别为1/3万吨。

价格：受市场供需格局影响，假设钾肥价格呈下降态势。受地缘冲突及供需紧平衡影响，预计钾肥高景气将会维持相对长的一段时间，但整体价格趋于回落，我们假设22-24年钾肥平均价格分别为3800元/吨、3300元/吨和3000元/吨。

成本：考虑到规模效应，钾肥平均单位成本逐年下降。公司2021年钾肥平均单位成本为826元/吨，考虑到规模效应，我们假设未来三年的平均单位成本为825元/吨、820元/吨和815元/吨。

我们区别于市场的观点

市场担忧钾肥价格回落影响公司盈利水平。我们认为：公司在矿区获得和成本开采方面具有优越的低成本优势，未来随着产能提高，规模效应扩大，单位成本将维持在行业较低水平，毛利率处于行业领先地位，即使钾肥价格回落，对公司的盈利水平影响有限。另外，公司具备完善的生产管理体系和生产计划安排机制，价格下跌导致的存货减值影响相对有限。

市场担忧公司产能释放过快，导致钾肥产量难消纳。我们认为：公司矿权位于老挝，主要销售市场为东南亚和中国，目前我国钾肥有50%以上需要进口，东南亚则完全依赖进口，随着东南亚地区经济的发展，各国日益重视粮食安全以及钾肥对农作物的作用，中国近年来钾肥的进口压力也日渐增加，公司具有东南亚地理位置优势，扩产后当地市场能够消化公司钾肥产能。

股价上涨的催化因素

新产能释放超预期，2023年全球钾肥需求增加超预期等。

估值与目标

选取国内外同样具有钾肥业务的大公司以及出口型农化企业作为可比公司，以2023年3月22日收盘价计算，可比公司2022-2024年预测PE均值分别为8.8/8.6/8.3倍。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为20.94/35.09/47.78亿元，对应EPS为2.25/3.78/5.14元/股。2023年3月22日公司收盘价27.85元，对应PE为12.4/7.4/5.4倍，2023年、2024年估值均低于行业平均水平。考虑到2023-2025年为公司钾肥产能扩张释放期，2023年按照行业平均给予公司8.6倍PE，对应目标价32.51元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

农产品需求不及预期，产能扩张不及预期，地缘政治局势变动

正文目录

1	聚焦钾肥，公司快速发展.....	6
1.1	剥离原有业务，公司开启新征程.....	6
1.2	实现业务成功转型，切入钾肥快车道.....	7
1.3	国际化战略布局为公司注入活力.....	9
2	钾肥行业长期向上，供需紧平衡.....	10
2.1	钾肥是保障农业生产的压舱石.....	10
2.2	全球钾矿资源稀缺且分布极不均衡.....	10
2.3	农产品拉动钾需求高成长.....	13
2.4	地缘冲突频起，钾肥价格持续上涨.....	16
3	快速释放钾肥产能，奠定业绩高速增长基础.....	17
3.1	公司具有丰富的钾矿资源.....	17
3.2	钾肥产能持续释放，催化公司成长.....	19
3.3	双管齐下，造就公司成本领先优势.....	20
4	副产品溴素资源拓宽价值链.....	21
4.1	溴素资源供需偏紧.....	21
4.2	延伸产业链布局，积极探索溴素开发.....	23
5	盈利预测和估值.....	23
5.1	核心假设.....	23
5.2	盈利预测.....	24
5.3	估值分析.....	25
6	风险提示.....	25
6.1	农产品需求不及预期.....	25
6.2	产能扩张不及预期.....	25
6.3	地缘政治局势变动.....	26

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司股权结构图	7
图表 3: 公司营业收入及同比	7
图表 4: 公司归母净利润及同比	7
图表 5: 公司营业收入拆分 (百万元)	8
图表 6: 公司毛利拆分 (百万元)	8
图表 7: 公司主营业务毛利率	8
图表 8: 公司期间费用率	8
图表 9: 公司现金流量变化 (百万元)	9
图表 10: 可比公司资产负债率对比	9
图表 11: 全球氮磷钾肥施用情况	10
图表 12: 钾肥产业链	10
图表 13: 下游需求占比情况	10
图表 14: 2021 年全球钾肥资源储量结构	11
图表 15: 2021 年全球钾肥产能分布	11
图表 16: 钾肥行业目前产能及预测 (万吨)	11
图表 17: 全球氯化钾产量 (万吨)	12
图表 18: 2021 年全球钾肥产量分布	12
图表 19: 未来产能及产量预测 (万吨)	12
图表 20: 国内氯化钾产量 (万吨) 及开工率	12
图表 21: 全球人口数量及增长率	13
图表 22: 全球主要粮食大国人均耕地面积 (公顷)	14
图表 23: 钾肥消费量 (万吨)	14
图表 24: 东南亚主要国家油料作物产量 (吨)	14
图表 25: 东南亚主要国家水稻产量 (吨)	14
图表 26: 我国及主要东南亚国家钾肥进口及预测情况 (万吨)	14
图表 27: 国内钾肥消费量占全球比重	15
图表 28: 氯化钾消费量、产量及进口量 (万吨)	15
图表 29: 2022 年我国氯化钾主要进口国家	15
图表 30: 国内市场总库存情况 (吨)	15
图表 31: 我国主要作物产量 (万吨)	16
图表 32: 主要农产品对应钾肥折纯用量 (公斤/亩)	16
图表 33: 西北欧氯化钾价格走势 (美元/吨)	16
图表 34: 国产氯化钾价格走势 (元/吨)	16
图表 35: 供需平衡表 (万吨)	17
图表 36: 供给缺口及氯化钾价格预测 (万吨)	17
图表 37: 公司两次收购矿区示意图	18
图表 38: 沙湾拿吉新矿与 179# 矿紧密相邻	18
图表 39: 全球钾资源品位	18
图表 40: 公司钾矿资源储备及开发情况	18
图表 41: 公司生产工艺流程	19
图表 42: 公司钾肥产能、产量预测	19
图表 43: 公司首次授予的股票期权与限制性股票的公司层面各年度业绩考核目标	20
图表 44: 2021 年国内企业生产钾肥单位成本 (元/吨)	20
图表 45: 2021 和 2022H 国内钾肥企业行业毛利率	20

图表 46: 溴素产业链	21
图表 47: 溴素下游结构.....	21
图表 48: 全球溴素产量分布 (不含美国)	22
图表 49: 2022 年我国溴素产量 (按区域分)	22
图表 50: 2022 年我国溴素产能情况.....	22
图表 51: 2022 年我国溴素依赖进口情况 (吨)	22
图表 52: 国内溴素 (99.7%) 现货价格 (元/吨)	22
图表 53: 溴素未来利润预测	23
图表 54: 盈利预测核心假设	24
图表 55: 2023 年钾肥价格及销量对归母净利润的敏感性分析	25
图表 56: 可比公司估值 (截止 3 月 22 日收盘价)	25
图表 57: 财务预测摘要.....	27

1 聚焦钾肥，公司快速发展

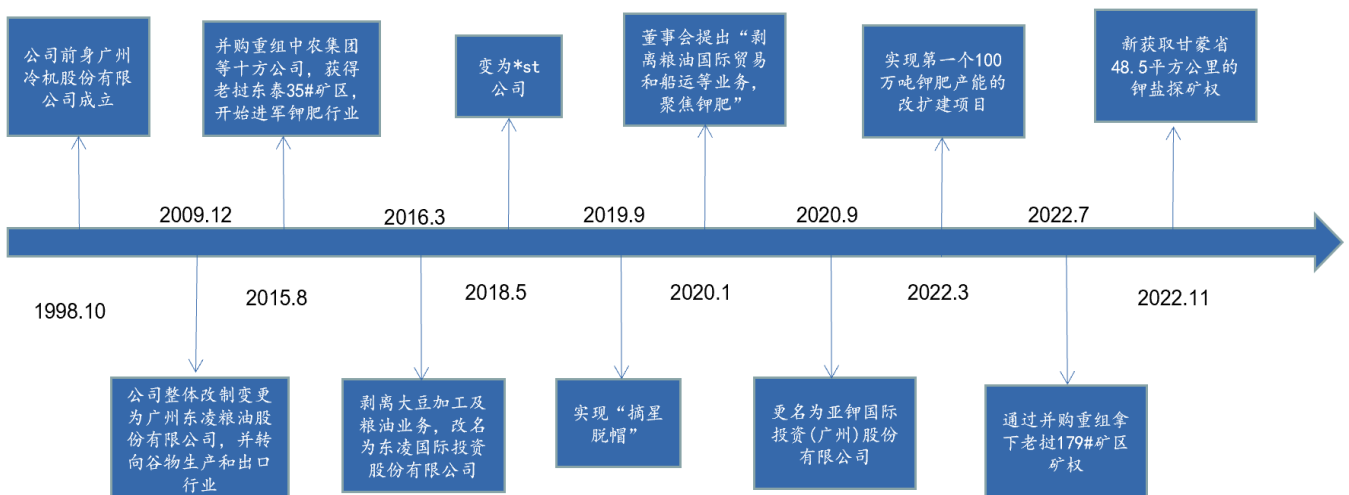
1.1 剥离原有业务，公司开启新征程

亚钾国际投资（广州）股份有限公司（简称亚钾国际，股票代码：000893）前身是“广州冷机”，于1998年在深交所挂牌上市，2009年公司进行改制，并引入大股东“东凌实业”改名为“广州东凌粮油”，主营业务转为大豆油脂的加工和谷物贸易。随着国际资本的不断挤压，谷物业遭到重创，公司开始第二次转型，2015年，公司为获得老挝东泰35#矿区，并购重组了中农集团等十家公司，开始进军钾肥行业，中农集团由此成为其第二大股东，并于2016年改名为“东凌国际”。自重组引入十家股东后，东凌实业与其余股东陷于内斗，2017年年报出具后变成*ST公司，2019年初更是跌落到退市边缘。

2019年3月，公司再一次进行重组，引进新股东牡丹江国富，自此，由于牡丹江国富与东凌实业为一致行动人，牡丹江国富拥有其与东凌实业合计21.18%的表决权成为亚钾国际的控股股东。在新控股股东的带领下，经过一系列努力，于2019年9月30日，公司成功实现“摘星脱帽”。2020年1月，东凌国际董事会换届，新董事提出“聚焦钾肥”的战略，自此，公司开始剥离粮油国际贸易和船运等业务，只保留钾肥主业，于2020年9月正式更名为“亚钾国际”。从此，公司走上了快速发展之路。2021年5月31日，公司公告称牡丹江国富豁免东凌实业一致行动义务，并且中农集团、新疆江之源放弃8.59%和1.19%的表决权，变更后各主要股东拥有亚钾国际表决权的比例接近，公司从此无控股股东和实控人。

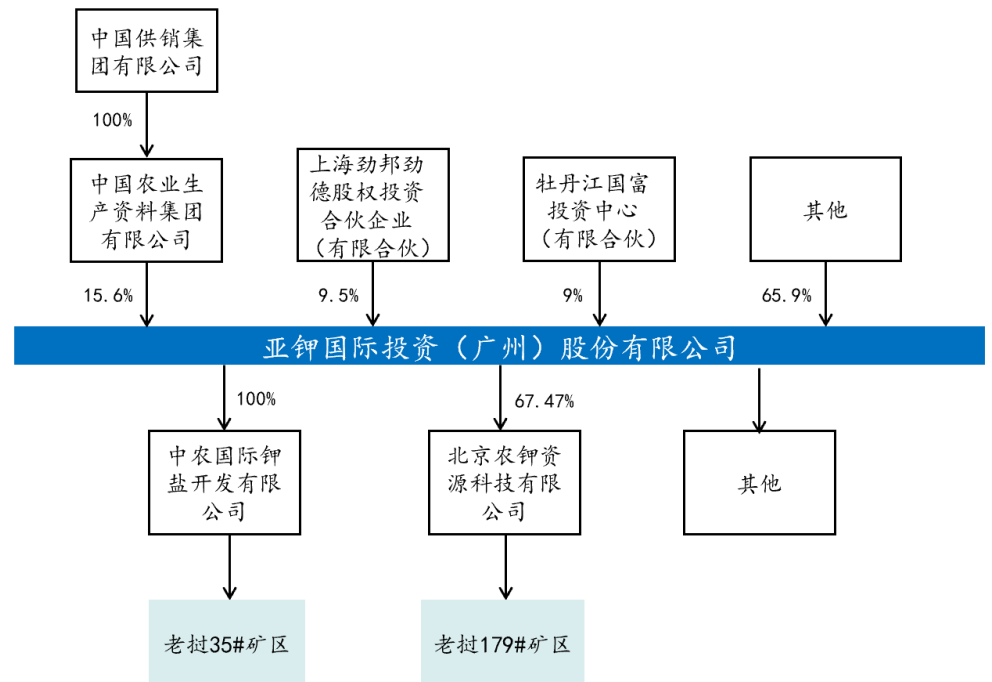
秉承“资源为王”的发展理念，2022年7月，为拿下老挝179#矿区矿权，公司发行股份及支付现金方式购买新疆江之源、上海劲邦劲德等7家公司合计持有的农钾资源56%股权，上海劲邦劲德从此成为公司第二大股东。2022年11月从老挝政府手中获取甘蒙省48.5平方公里的钾盐探矿权，资源储量已超过全国总和，为将来持久发展奠定资源基础。

图表 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司第一大股东为中国供销集团有限公司的全资子公司中国农业生产资料集团，目前持有公司 15.6% 股权，国有背景股东不仅能够为公司的稳定性提供保障，同时，由于供销集团在国内化肥销售方面拥有雄厚的产业基础，还可以为亚钾国际拓展国内市场保驾护航。第二大股东上海劲邦劲德持有 9.5%，第三大股东牡丹江国富持有公司 9%，股权相对分散，管理机制更偏向市场化。

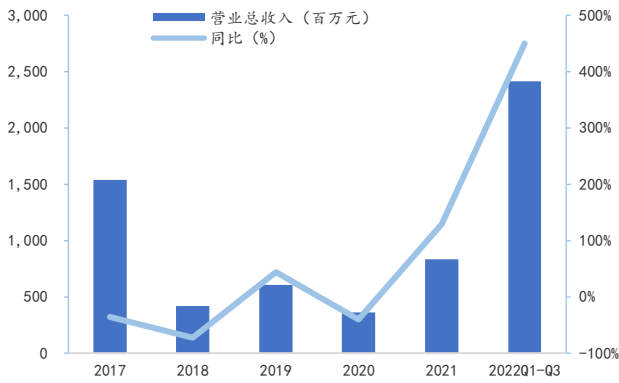
图表 2：公司股权结构图


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 实现业务成功转型，切入钾肥快车道

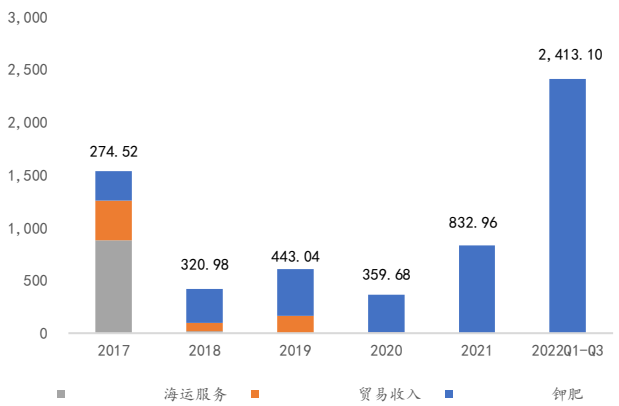
实现业务转型，公司业绩迈入新台阶。2018 年以前，公司主要以海运业务和谷物贸易为主，2017 年营业收入在 15 亿元左右，其中两项主要业务占比 82.1%，但由于公司并购重组获得的 35# 矿区采矿权数年来未进行有效开采，管理层对该采矿权计提约 26 亿的减值损失，使得当年归母净利润为 -6.9 亿元。2018 年公司开始改革，将公司重心转移到钾肥业务上，逐渐开始弱化谷物贸易和海运服务，在改革过程中，2018 年至 2020 年的营业收入分别仅有 4.2 亿、6.1 亿和 3.6 亿元，但钾肥业务占比稳步上涨，至 2020 年，钾肥业务已占到公司营业总收入 99%。2021 年，公司加快钾肥产能建设，叠加钾肥价格持续上涨，营业收入增长至 8.3 亿元，实现 1.3 倍增长；归母净利润增长至 9.0 亿元，实现近 14.0 倍增长，同时，本年原有业务完全剥离。随着 2022 年 3 月第一个 100 万吨钾肥产能的改扩建项目的完成，钾肥量价齐升，公司的盈利能力进一步增强，2022Q1-3 实现营业收入 24.1 亿元，同比增长 449.9%，实现归母净利润 15.2 亿元，同比增长 112.0%，归母增速不及收入的主因为上年公司收到了重大资产重组相关的财产保全款 6.1 亿元计入营业外收入。

图表 3：公司营业收入及同比
图表 4：公司归母净利润及同比

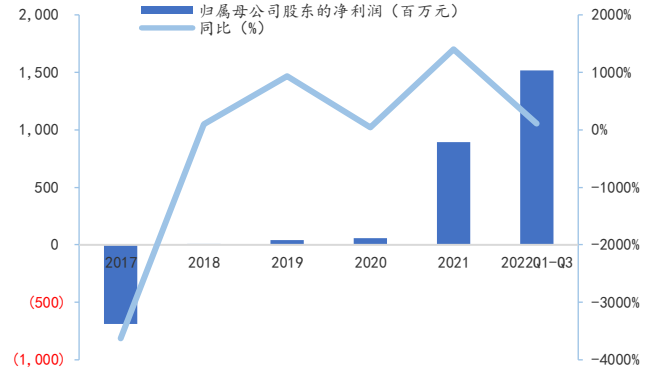


数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 5: 公司营业收入拆分 (百万元)

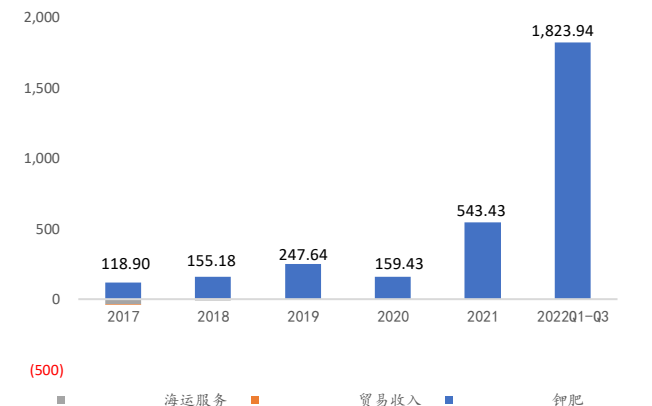


数据来源: Wind, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 6: 公司毛利拆分 (百万元)

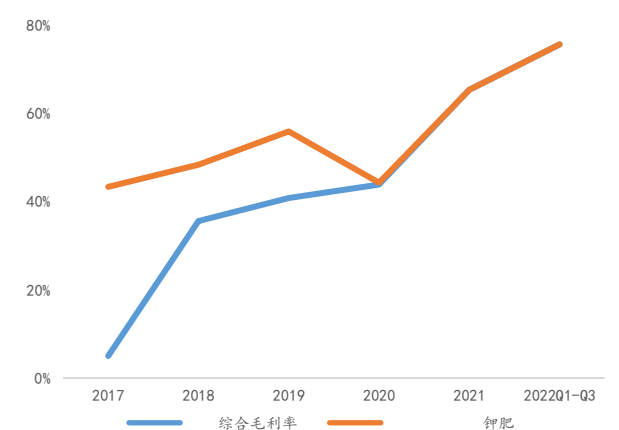


数据来源: Wind, 华福证券研究所

钾肥业务量价齐升，带动毛利率显著提高。随着公司量产的逐步达成，同时钾肥价格近两年逐渐走高，钾肥业务毛利率由 2017 年的 43.4% 逐步提升至 2022 年的 75.6%，同时带动公司整体毛利率由 5.0% 提升至 75.6%。

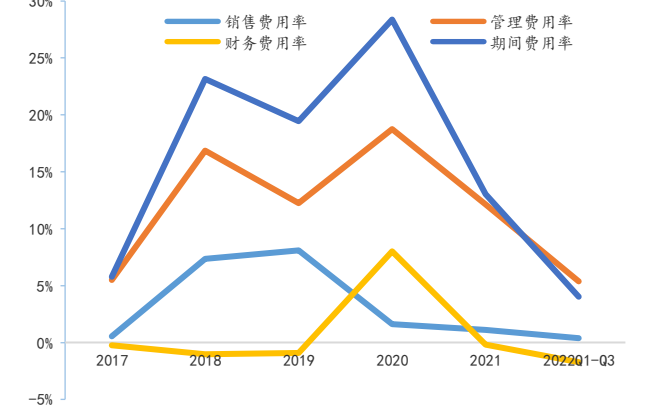
注重三费的合理控制。在谷物贸易和海运服务基本剥离后，随着钾肥业务收入的稳步提升，销售费用率、管理费用率、财务费用率逐年减少，2022 年 Q3 分别为 0.38%/5.37%/ -1.73%，期间费用率总体降至 4.02%。

图表 7: 公司主营业务毛利率



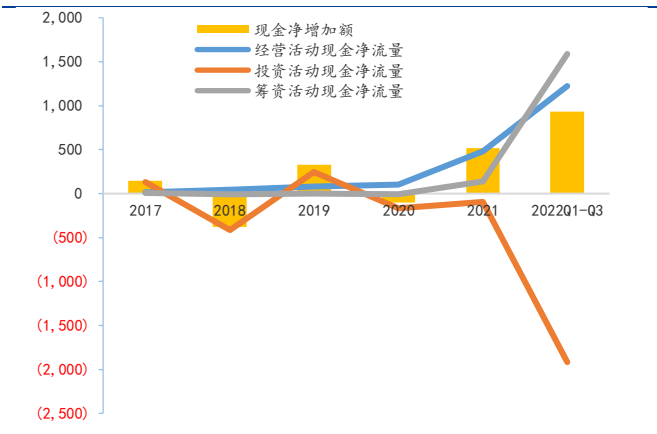
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 8: 公司期间费用率

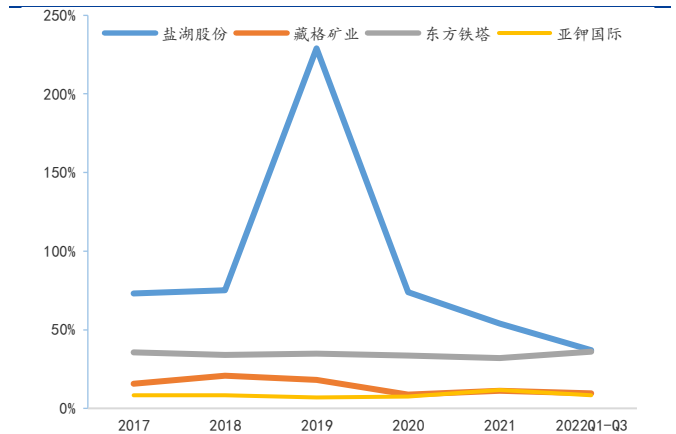


数据来源: Wind, 华福证券研究所

公司现金流逐渐改善，资产负债率在同行业中维持较低水平。目前公司处于投资期，为扩建产能，近两年投入大量资金用于投建新钾肥项目，2022 年前三季度投资活动产生的现金流量净额为-19.17 亿元。随着业务量价齐升，叠加公司良好的成本控制能力，公司2022Q1-3经营活动产生的现金流量净额为12.23 亿元，同比增长 518.25%；现金净增加额为 9.30 亿元。我们选取钾肥行业可比公司进行资产负债率的对比，发现公司资产负债率常年处于行业低位，说明公司资金充足，偿债能力较高。

图表 9：公司现金流量变化（百万元）


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 10：可比公司资产负债率对比


数据来源：Wind，华福证券研究所

1.3 国际化战略布局为公司注入活力

资产国际化提供低成本资源。老挝钾矿资源丰富且获得成本较低，老挝政府不征收矿产资源费，仅每年征收少量政府义务金，这使得在老挝获取矿产资源的成本很低，每年摊销费用相应较少。在能源开采方面，有劳动力、能源等低成本优势，老挝人均工资约 1200-1500 元/月，公司自有员工中老挝员工占 2/3，未来还将进一步扩大本地员工比例，进一步降低成本；老挝的电价折合人民币仅有 0.35 元/度，相当于国内工业用电的一半左右，能源优势非常显著。

市场国际化决定发展空间。东南亚及南亚是全球主要的农业生产地区，钾肥需求向上，公司正在泰国曼谷、越南胡志明、印尼雅加达、马来西亚吉隆坡等城市建立子/分公司或办事处，同时，国内也有较大的钾肥进口需求。公司矿权地处老挝，位于东南亚内陆，与周边国家陆地接壤且有公路连通，具有消费地优势，节省远距离海运费用。已于 2021 年底通车的中老铁路更是为公司打通了钾肥铁运回国的直接通道，钾肥产品从老挝直达回国更为便捷，有利于公司进一步深耕云贵川等省的钾肥市场。同时，途径甘蒙省、连接老挝万象以及越南永安港的老越“万永铁路”预计将于明年启动建设，未来铁路投入运营后，公司现有公路运输段将可升级为铁路运输，将为公司产品带来更加便捷的运输路径。另外，由于老挝的经济体量较小，贸易出口量较少，公司受到发达国家的贸易壁垒影响程度相应较小，更容易融入世界产业链。

资本国际化助力境外业务发展。公司目前计划通过发行全球存托凭证 GDR 来实现资本国际化，通过 GDR 募集的资金可以留在境外用于业务开发，减轻公

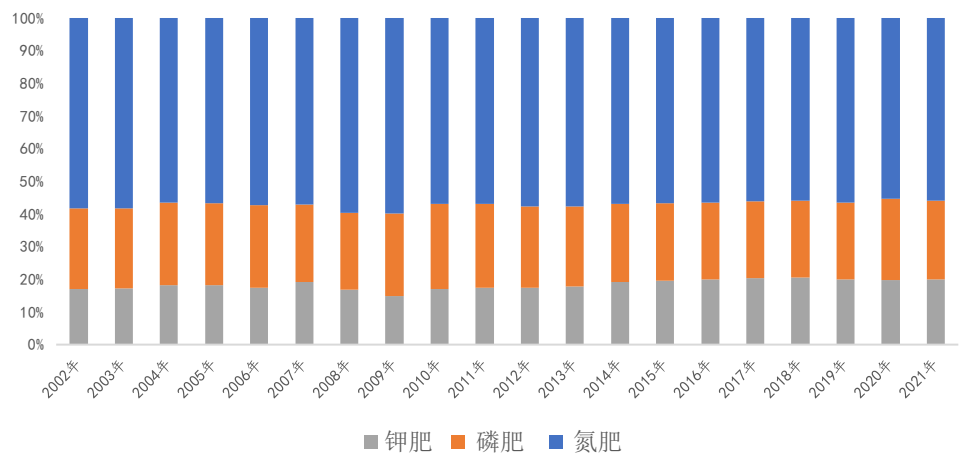
司境外投资资金出境的手续，有助于公司跨境业务的发展。

2 钾肥行业长期向上，供需紧平衡

2.1 钾肥是保障农业生产的压舱石

食为政首，粮安天下。钾作为农作物生长的三大必需元素之一，在促进作物生长、抵御病虫害和抵抗倒伏方面起到重要作用，在全球粮食安全背景下对适量增产意义重大。与氮肥、磷肥相比，钾肥的生产对资源更为依赖，且资源不可再生。伴随着经济的发展，各国对经济农作物的种植日渐重视，钾肥的施用比例逐年提升，2002年-2021年，钾肥施用占比由17%稳步提升至20%。

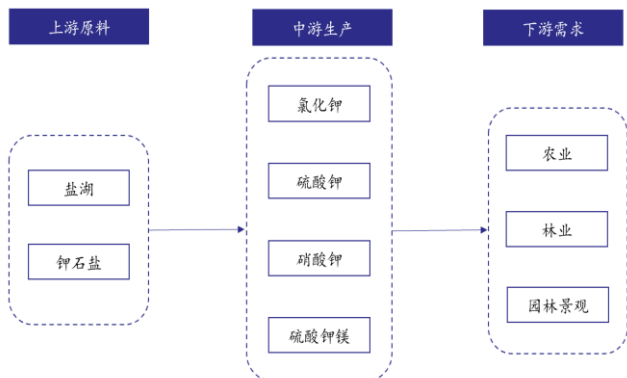
图表 11：全球氮磷钾肥施用情况



数据来源：联合国粮农组织，华福证券研究所

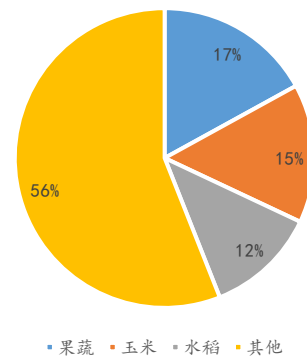
钾肥主要包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于其溶解度和钾含量较高，价格相对较低，在农业生产中起主导作用。钾肥的下游需求主要来自于果蔬、玉米和水稻，三项作物对钾肥的需求占比约为17%、15%和12%。

图表 12：钾肥产业链



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 13：下游需求占比情况



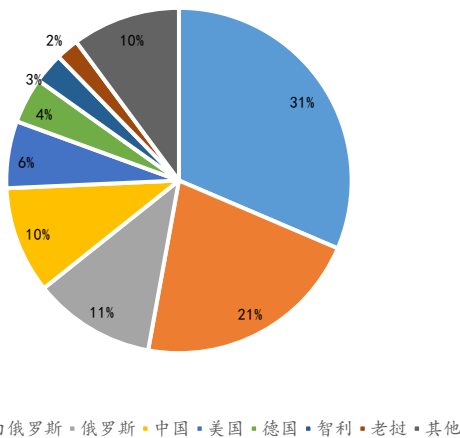
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 全球钾矿资源稀缺且分布极不均衡

全球钾矿资源分布极度不均衡。根据美国地质勘探局 USGS 统计，钾盐主

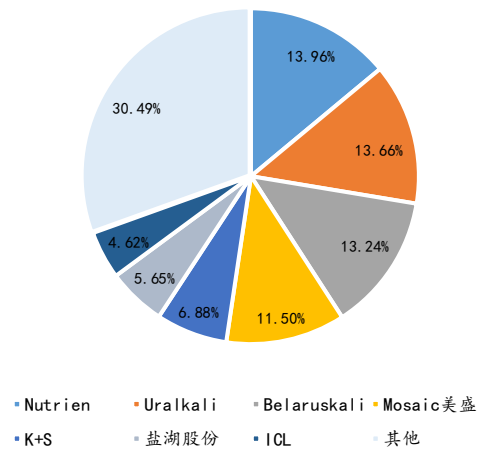
要分布在加拿大、白俄罗斯、俄罗斯等北美、欧洲地区，其资源储量占到全球总储量的 64%。基于全球资源分配不均的情况，钾肥行业相应呈现寡头垄断的格局，其中，Canpotex 和 BPC 两大集团控制了全球钾肥超过 60%的产能。2021 年全球钾肥产能为 9740 万吨，其中前五大钾肥企业 Nutrien、Uralkali、Belaruskali、Mosaic、K+S 产能占比高达 59.24%，呈现龙头主导格局现象。考虑到全球钾肥短缺的情况，Nutrien 表示将在未来一到三年内逐步提高产能，预计未来产能可以达到 1800 万吨。国内目前主要的钾肥生产企业为盐湖股份、藏格矿业和东方铁塔，受国内资源制约，盐湖股份和藏格矿业近几年均无扩产计划，东方铁塔预计于 2023 年在老挝实现 50 万吨产能的扩建。亚钾国际自 2023 年 1 月第二个 100 万吨产能投建完成后，目前已成为国内第二大钾肥生产公司，待今年年底第三个百万吨产能扩建完毕后，公司将跻身于全球前十大钾肥生产公司。

图表 14: 2021 年全球钾肥资源储量结构



数据来源: USGS, 华福证券研究所

图表 15: 2021 年全球钾肥产能分布



数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

图表 16: 钾肥行业目前产能及预测 (万吨)

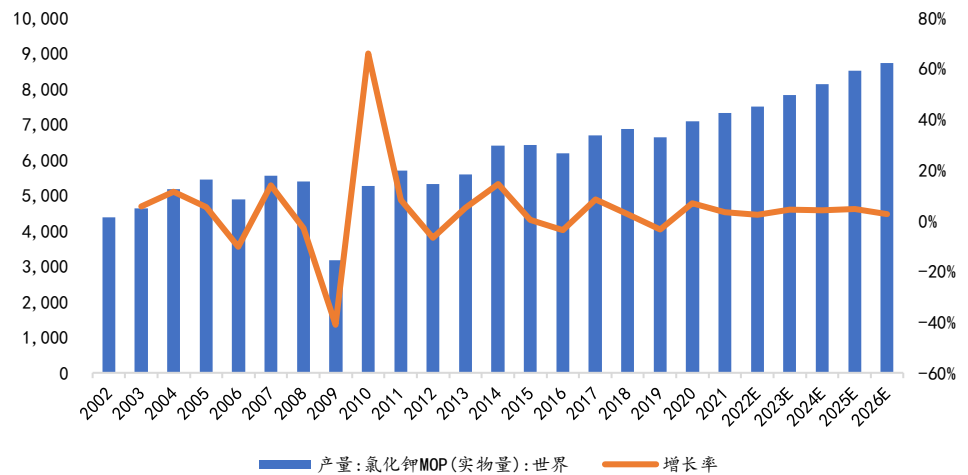
地区	公司	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
中国	盐湖股份	550	550	550	550	550	550
	藏格矿业	200	200	200	200	200	200
	亚钾国际	31	100	200	300	400	500
	东方铁塔	50	50	75	100	100	100
加拿大	Nutrien	1360	1500	1600	1700	1800	1800
俄罗斯	Uralkali	1330	1330	1330	1330	1330	1330
白俄罗斯	Belaruskali	1290	1290	1290	1290	1290	1290
美国	Mosaic	1120	1120	1120	1270	1270	1270
德国	K+S	670	670	670	670	670	670
以色列	ICL	450	450	450	450	450	450
智利	SQM	260	260	260	260	260	260
阿拉伯	APC	250	250	250	250	250	250
欧洲	Eurochem	230	230	270	270	370	370
	其他	1949	1988	2028	2068	2110	2152
总计		9740	9988	10293	10708	11050	11192

数据来源: 百川盈孚, Bloomberg, 各公司公告, 华福证券研究所

全球氯化钾产量稳中有升。除 2009 年受全球金融危机影响，产量巨幅下降以外，2002 年-2021 年，全球氯化钾供给均保持较稳定的增长，年复合增长率

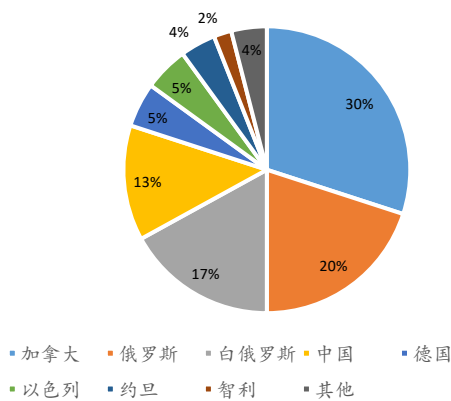
约为 1.23%，然而近两年受地缘政治影响，产量增速逐渐放缓，2021 年的产量增长率仅为 0.6%。在产量分布方面，2021 年全球钾肥总产量 4600 万吨（折合 K2O），其中加拿大、俄罗斯、白俄罗斯合计占全球产量的 67%。近些年全球钾肥的开工率均维持在 70%以上，呈现出行业整体供给偏紧。我们预计，未来在相当长一段时间内地缘冲突的影响将会持续，即使在产能不断扩张的情况下，产量增速仍将保持较为缓慢。

图表 17: 全球氯化钾产量 (万吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 18: 2021 年全球钾肥产量分布



数据来源: USGS, 华福证券研究所

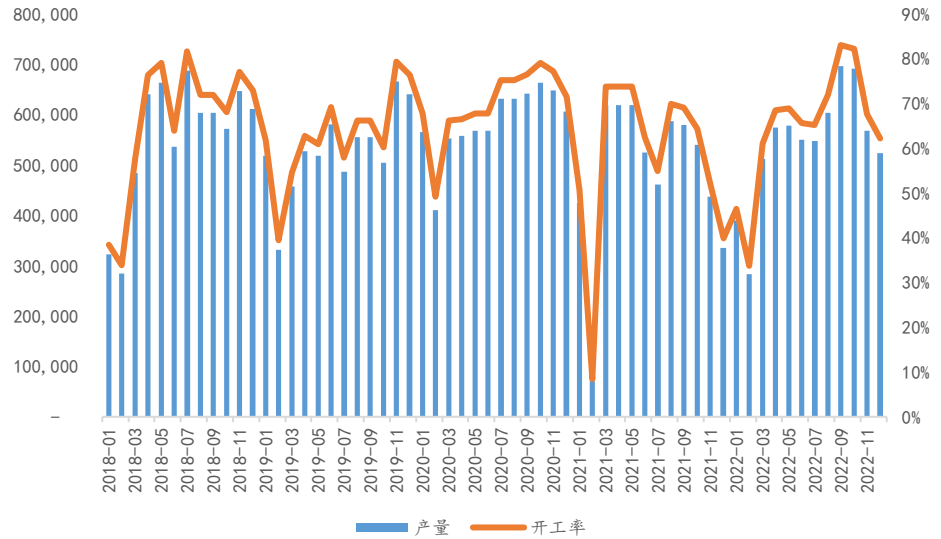
图表 19: 未来产能及产量预测 (万吨)

年份	产能	产量	开工率
2021	9,740	7,317	75%
2022E	9,988	7,491	75%
2023E	10,293	7,822	76%
2024E	10,708	8,138	76%
2025E	11,050	8,508	77%
2026E	11,192	8,730	78%

数据来源: USGS, 华福证券研究所

中国是一个钾资源极其匮乏的国家，钾资源以含钾盐湖为主，固体钾矿极度缺乏，而相比于钾矿石，钾盐湖中的氯化钾品位较低。作为全球第二大农业大国，钾资源储量仅能排到全球第四，占全球比例约 10%。2022 年我国氯化钾总产能为 900 万吨，约占全球的 9%，总产量为 652 万吨，平均开工率约为 72.44%。刨除春节停工停产影响，近五年年平均开工率均能达到 60%以上。

图表 20: 国内氯化钾产量 (万吨) 及开工率

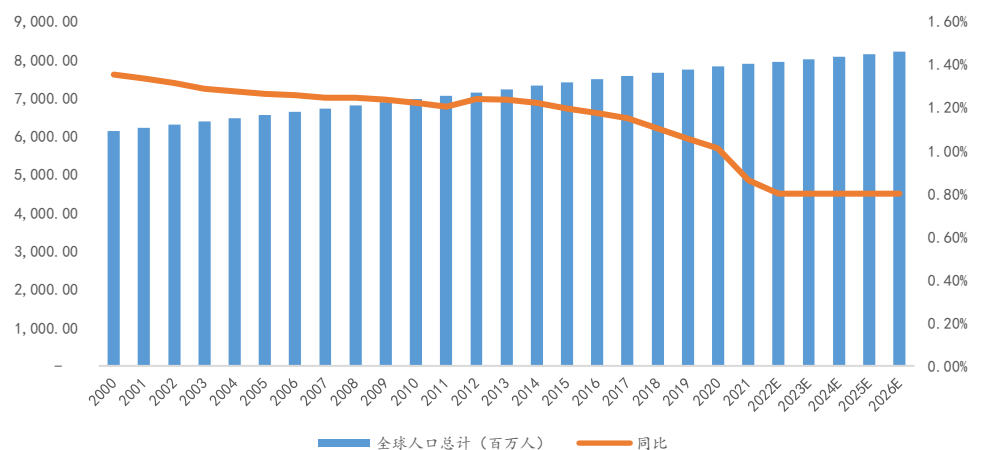


数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

2.3 农产品拉动钾需求高成长

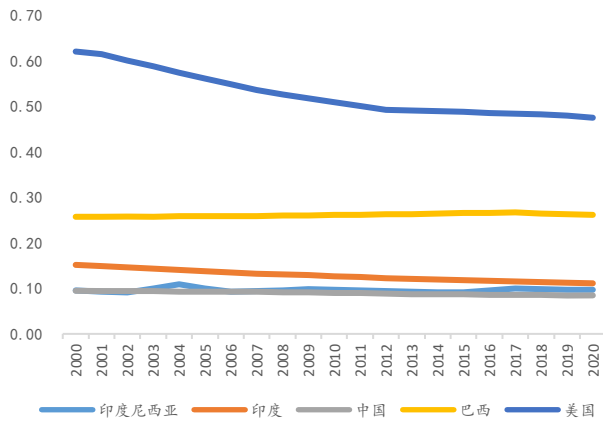
钾肥的下游需求主要来自于粮食作物，受全球人均耕地面积下降和全球农作物增量稳定的影响，钾肥需求持续增长。2000-2021年，全球人口年复合增长率约为1.14%，但是随着世界老龄化程度的加剧，每年人口增长速度呈下降趋势，基于此，我们保守估计未来每年人口增长速度为0.8%，至2026年全球人口有望达到82亿。全球粮食作物产量亦需保持同步增长态势才能满足需求，而全球耕地面积增长空间有限，人均耕地的减少，对粮食产量提出了更高的要求。2011-2021年，钾肥消费量逐年增长，年复合增长率为3.52%，根据IFA的预测，2022-2024年全球钾肥需求量将保持年均3.3%的增长。

图表 21：全球人口数量及增长率



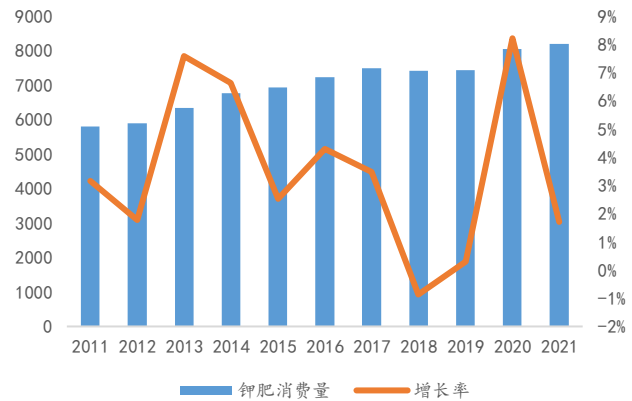
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 22: 全球主要粮食大国人均耕地面积 (公顷)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

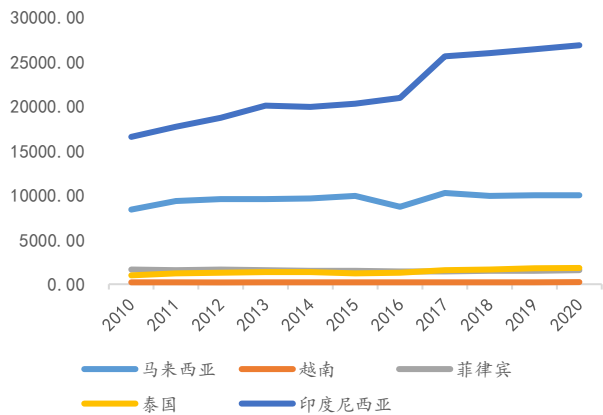
图表 23: 钾肥消费量 (万吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

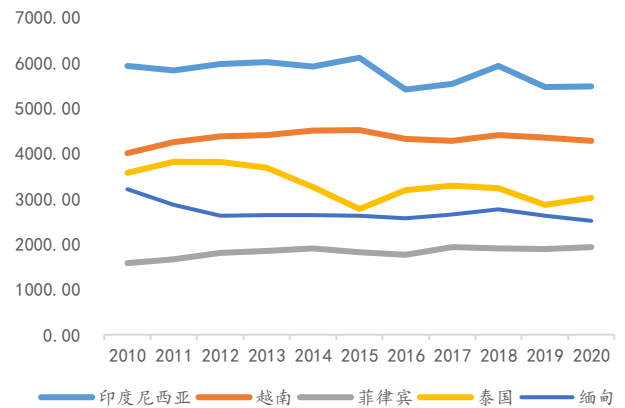
钾肥的主要消费市场为中国、巴西、美国、印度、印度尼西亚等国家，每年均存在不同程度的本土钾资源不足情况。东南亚作为全球钾肥主要消费市场之一，钾肥需求 60%左右来自于农业施用，直接施用的作物范围广泛，包括棕榈、水稻、咖啡、胡椒、橡胶等。其中，棕榈是一种高钾作物，随着近两年东南亚国家大力推进生物质燃料，要求将一定比例棕榈油掺混进石化燃料中，马来西亚和印度尼西亚为棕榈油主产区，近年来棕榈油产量不断提升，我们预计未来棕榈油的需求将继续保持增长态势，这将同时带动钾肥需求的增长。

图表 24: 东南亚主要国家油料作物产量 (吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 25: 东南亚主要国家水稻产量 (吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

亚洲地区作为新兴经济体，其经济增速高于欧美国家，农业目前更是处于蓬勃发展阶段，随着该区域国家对平衡施肥的日渐重视，钾肥需求速度也将超过全球平均水平。根据 IFA 预测，未来亚洲地区钾肥需求增速有望保持在 4%-5%。

图表 26: 我国及主要东南亚国家钾肥进口及预测情况 (万吨)

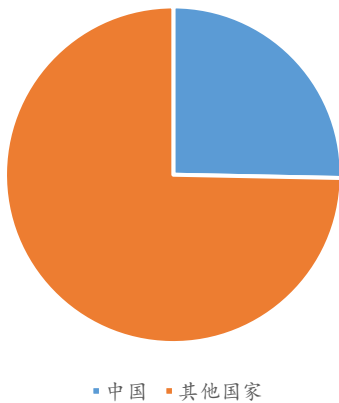
国家	2021	2022E	2023E	2024E
中国	757	780	803	827
印度尼西亚	400	416	433	450

马来西亚	180	187	195	202
越南	118	123	128	133
泰国	96	100	104	108
菲律宾	25	26	27	27

数据来源：公司公告，百川盈孚，华福证券研究所

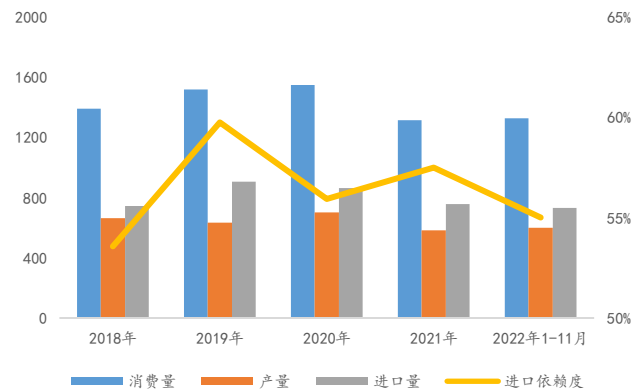
中国作为农业第二大国，钾肥消费量约占全球比例的 25%，而钾资源储量仅占全球比例的 10%。根据百川盈孚数据显示，2021 年我国钾肥总消费量为 1315.54 万吨，而总产量仅有 581.46 万吨，出口量为 22.55 万吨，进口依赖度高达 58%，虽然近年来通过挖掘生产能力，钾肥自给能力有所提高，但 2022 年自给率也仅能达到 45%，长期依存进口的局面仍难以改变。2022 年，我国氯化钾主要进口国为加拿大、白俄罗斯和俄罗斯，合计占比约 79%。由于全球钾资源分布不均，中国近年来钾资源进口压力日渐增加，老挝作为亚洲第二大钾资源大国，将成为亚洲最具有快速可开发潜力且钾资源丰富的地区。

图表 27：国内钾肥消费量占全球比重



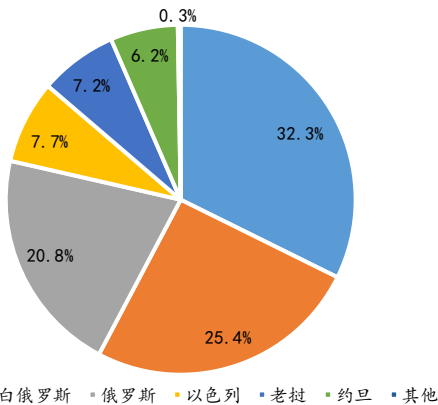
数据来源：WIND，华福证券研究所

图表 28：氯化钾消费量、产量及进口量（万吨）



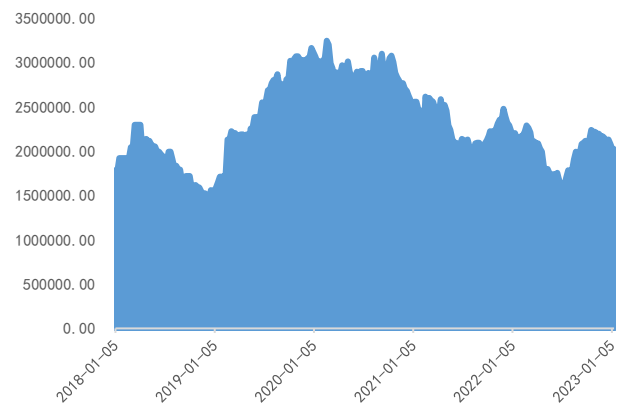
数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

图表 29：2022 年我国氯化钾主要进口国家



数据来源：百川盈孚，华福证券研究所

图表 30：国内市场总库存情况（吨）

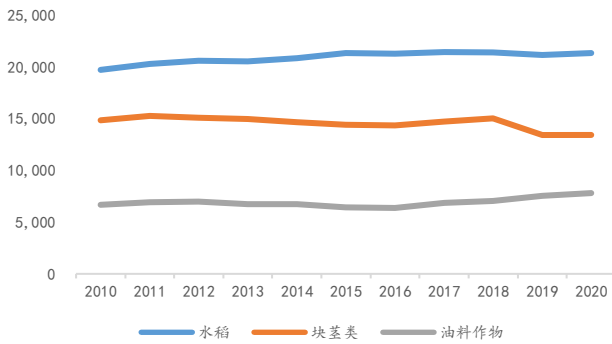


数据来源：WIND，华福证券研究所

我国高度重视粮食安全，农业经济稳中有进。2010 年-2020 年，国内农作物产量逐年增长，涨幅达到 3%，其中油料作物和水稻作为钾肥的主要施用作物，其涨幅最为明显，分别为 17%和 8%。农业部曾提出，中国土地氮、磷、钾最优

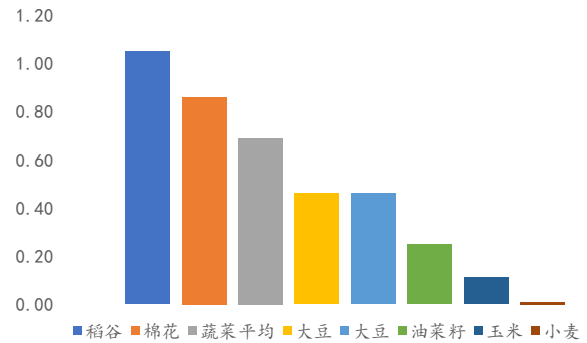
施用比例为 1: 0.36: 0.28, 而我国目前实际施用比例仅为 1: 0.38: 0.12, 农作物对钾肥的施用量还远低于推荐的合理比例, 因此我国钾肥的需求量还有较大的提升空间。

图表 31: 我国主要作物产量 (万吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 32: 主要农产品对应钾肥折纯用量 (公斤/亩)

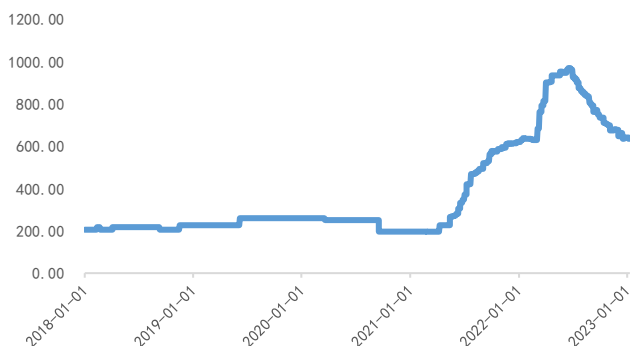


数据来源: WIND, 华福证券研究所

2.4 地缘冲突频起, 钾肥价格持续上涨

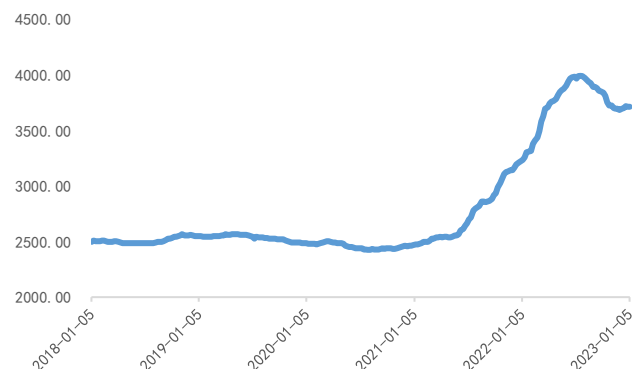
在全球前三大钾肥产量国家中, 除加拿大以外, 白俄罗斯和俄罗斯都受到了不同程度的经济制裁。2021 年 6 月到 8 月, 欧盟和美国分别宣布对白俄罗斯钾肥行业进行制裁。欧盟方面, 于 2021 年 6 月末宣布并立即执行对白俄罗斯制裁, 条例中禁止直接或间接进口、购买和转运白俄罗斯 K2O 含量低于 40% 及高于 62% 的氯化钾; 美国方面, 美国财政部于 2021 年 12 月初宣布禁止与 Belaruskali 以及该公司拥有或控制 50% 以上权益的任何实体的交易, 并于 2022 年 4 月 1 日开始执行。随着制裁的发酵, 供应缺口范围扩大, 全球钾肥价格开始持续上涨, 西北欧氯化钾从 2021 年初 196.5 美元/吨上涨至 2021 年末 619.5 美元/吨。2022 年 2 月, 俄乌战争的爆发再度影响欧洲地区的钾肥产量, 西北欧氯化钾于 2022 年 6 月份飙升至 970 美元/吨, 达到近 20 年来价格最高。2022 年下半年开始, 许多下终端无力应对钾肥价格上涨的速度, 开始寻求高钾的复合肥来代替氯化钾以控制成本, 同时下游需求进入淡季, 钾肥价格开始回调, 但仍处于价格高位。

图表 33: 西北欧氯化钾价格走势 (美元/吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 34: 国产氯化钾价格走势 (元/吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

全球供需偏紧，供给困难是目前主要问题。2021 年全球氯化钾表观消费量为 7510 万吨，供需缺口为 193 万吨，主要系产能释放不及时影响，供需差异主要依靠行业库存来消耗。2022 年受俄乌战争影响，供需缺口会进一步扩大，未来随着产能的释放及产能利用率的提高，缺口将逐渐减小，但供不应求的情况仍将维持相当长一段时间。

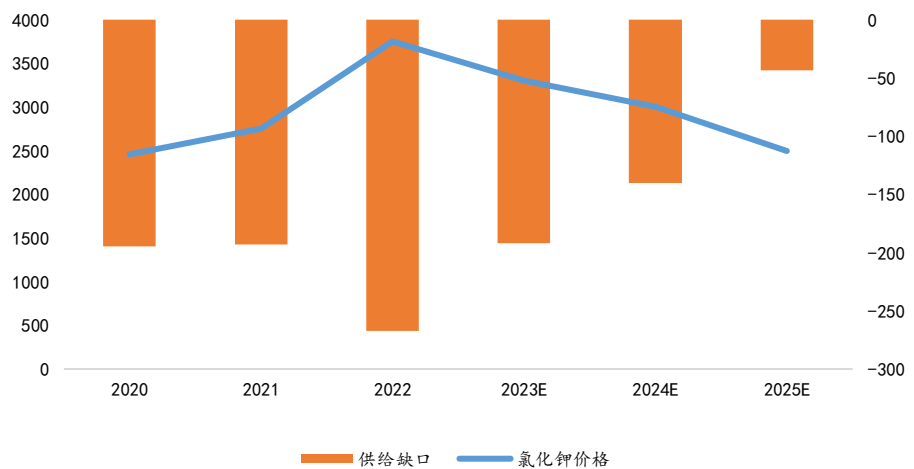
图表 35: 供需平衡表 (万吨)

国家	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球氯化钾产能	9,000	9,740	9,988	10,293	10,708	11050
全球氯化钾产量	7076	7317	7491	7822	8138	8508
全球氯化钾需求	7271	7510	7758	8014	8279	8552
全球供需平衡	-194	-193	-267	-192	-141	-44

数据来源: WIND, MOSAIC, 华福证券研究所

基于供需平衡表，我们预计 2023 年开始氯化钾价格将小幅下跌，但最终会回归到 18-21 年平均价格 2500 元/吨（折合美元约 369 美元/吨）左右。

图表 36: 供给缺口及氯化钾价格预测 (万吨)



数据来源: WIND, MOSAIC, 华福证券研究所

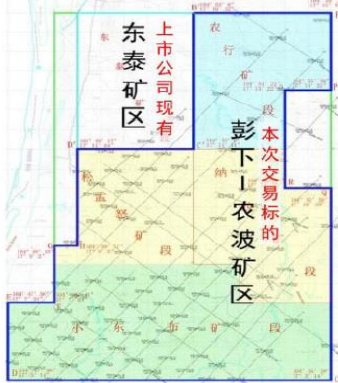
3 快速释放钾肥产能，奠定业绩高速增长基础

3.1 公司具有丰富的钾矿资源

亚钾国际始终秉承“资源为王”的发展理念。公司是成功实现海外找钾并规模化生产的少数钾肥企业，继通过并购重组方式取得老挝 35# 矿区和 179# 矿区矿权后，2022 年下半年又相继从老挝政府中获得甘蒙省 48.5 平方公里钾盐探矿权和沙湾拿吉省 74.2 平方公里钾盐探矿权（公司是目前唯一一家在该矿区获得沙湾拿吉省同意报批申请受理的公司），这使得公司氯化钾资源储量一跃达到 11 亿吨以上，超过目前我国可溶性钾资源探明储量 10.5 亿吨，为公司发展成为亚洲钾肥供应龙头提供有力支撑。公司新获得的沙湾拿吉省矿区与原来的 179#

矿区紧密相连，优越的地理位置可发挥两块矿区的协同效应，强化公司的钾资源优势。

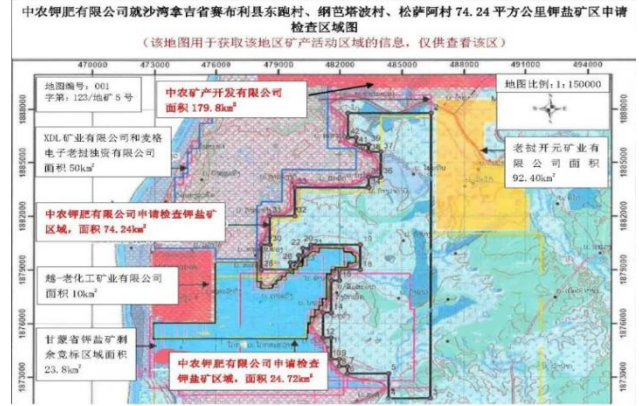
图表 37: 公司两次收购矿区示意图



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

备注: 现有矿区为 35# 矿区, 本次交易标的矿区为 179# 矿区
备注: 现有矿区为 35# 矿区, 本次交易标的矿区为 179# 矿区
备注: 现有矿区为 35# 矿区, 本次交易标的矿区为 179# 矿区

图表 38: 沙湾拿吉新矿与 179# 矿紧密相邻



数据来源: 证券时报网, 华福证券研究所

公司的钾矿主要以光卤石矿 ($KCl \cdot MgCl_2 \cdot 6H_2O$) 为主, 与国内盐湖的光卤石不同, 与加拿大、俄罗斯、白俄罗斯的钾石盐矿也不同, 其品位是世界主流钾石盐矿的一半, 但高于国内的盐湖光卤石。与加钾、俄钾资源相比, 公司的钾盐矿层分布连续、范围广, 产状相对平缓、厚实, 矿床埋藏较浅 (加拿大、俄罗斯钾矿在地下深度平均 800-2000 米, 老挝钾矿矿层平均在 180-220 米左右), 使得矿石的易开采性良好, 具有适合机械化、规模化开采的优势。老挝的钾资源主要分布在万象盆地和甘蒙省呵叻盆地, 万象盆地由于钾盐矿存在易溶物溢晶石 ($CaMg_2Cl_6 \cdot 12H_2O$), 至今尚未产出产品, 而甘蒙省呵叻盆地开采条件较好。

图表 39: 全球钾资源品位

类型	国家	矿区/盐湖	品位
钾盐石	老挝	东泰 35# 矿区	15.22%
		彭下-农波矿区	17.14%
	加拿大	萨斯喀彻温地区	27.50%
		新布伦瑞克地区	27.50%
	俄罗斯	乌拉尔上卡姆矿山	17.60%
		维尔赫涅卡姆斯克矿区	17.30%
	白俄罗斯	斯塔罗宾矿山	17.60%
德国	韦拉-富尔达地区	23.00%	
盐湖	智利	阿塔卡玛盐湖	1.80%
	阿根廷	霍姆布雷托里肯盐湖	0.62%
		里肯盐湖	0.62%
	美国	银峰盐湖	0.53%
		犹他大盐湖	0.65%
		察尔汗湖	1.25%
	中国	扎布耶盐湖	3.96%
东台吉乃尔盐湖		1.38%	

数据来源: 公开资料整理, 华福证券研究所

图表 40: 公司钾矿资源储备及开发情况

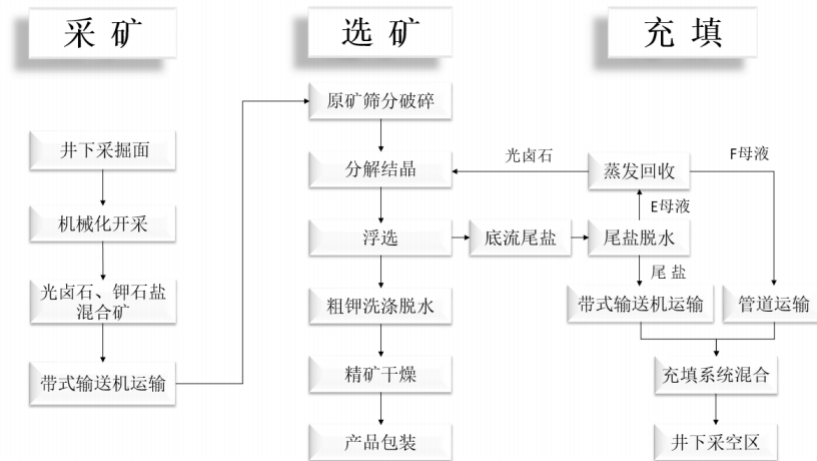
项目	179# 矿区	35# 矿区	甘蒙 48.5 矿区	沙湾拿吉 74.2 矿区	合计

矿权获得情况	采矿权	采矿权	探矿权	探矿权 (申请受理)	
KCL 平均品位	17.14%	15.22%			
矿区面积 (平方公里)	179.8	35	48.5	74.2	337.5
折纯 KCL 储量 (亿吨)	6.77	1.52			超 11 亿吨

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司主要生产产品为氯化钾，分为粉末结晶状与颗粒状，可以直接用于农业施用，或者用作复合肥、复混肥生产原料。公司主要采用条带充填采矿法，同时使用综合机械化掘采采矿工艺，将开采的钾混盐矿进行破碎、分解结晶、经过筛分后，通过浮选、过滤、洗涤、脱水、干燥工序后生产成氯化钾产品。为形成安全环保的闭环式生产模式，公司同时将分解后的母液进行蒸发浓缩，与浮选后的尾盐混合充填于井下采空区。

图表 41：公司生产工艺流程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 钾肥产能持续释放，催化公司成长

公司在扩张资源版图的同时，持续进行产能扩建。2022年3月，公司已实现第一个年产100万吨钾肥产能的改扩建项目，成为我国首个在境外实现钾肥百万吨级量产的中资企业。公司达成的首个百万产量建成投产仅用时17个月，并于第23个月实现达产，2023年1月1日，公司第二个百万吨产钾肥项目投料试车成功，第二个百万吨项目仅历时10个月，刷新了公司的建设投产速度，该项目呈现出的速度优势为公司快速达成500万产能规模的目标提供了强有力的信心。依托彭下-农波矿区及从政府手中获取的沙湾拿吉矿区，公司计划于2023年底实现第三个百万吨项目投产，并力争2025-2026年实现500万吨产量，中长期实现800-1000万吨产量。

图表 42：公司钾肥产能、产量预测

	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	远期规划
钾肥产能 (万吨)	25	50	100	200	300	1000

钾肥产量 (万吨)	25.17	33.2	90	180	270	950
-----------	-------	------	----	-----	-----	-----

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

为彰显公司对未来三年钾肥产量达成计划的决心, 公司于 2022 年 9 月 28 日公告将实施股票期权及限制性股票激励计划, 将未来三年的业绩考核目标与钾肥产量进行深度绑定, 根据各考核年度的钾肥产量 Q 及钾肥销量 S, 确定各年度的业绩考核目标对应的行权/解除限售批次及公司层面行权/解除限售比例。

图表 43: 公司首次授予的股票期权与限制性股票的公司层面各年度业绩考核目标

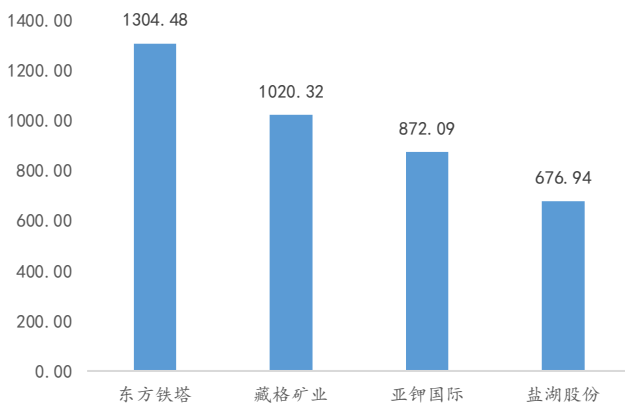
行权/解除限售期	考核年度	基础考核目标 A	卓越考核目标 B	挑战考核目标 C
		公司层面行权/解除限售比例为 80%	公司层面行权/解除限售比例为 90%	公司层面行权/解除限售比例为 100%
第一个行权/解除限售期	2022 年	80 万吨 \leq Q<90 万吨, 且 S/Q \geq 85%	90 万吨 \leq Q<100 万吨, 且 S/Q \geq 85%	Q \geq 100 万吨, 且 S \geq 85 万吨
第二个行权/解除限售期	2023 年	180 万吨 \leq Q<190 万吨, 且 S/Q \geq 85%	190 万吨 \leq Q<200 万吨, 且 S/Q \geq 85%	Q \geq 200 万吨, 且 S \geq 170 万吨
第二个行权/解除限售期	2024 年	280 万吨 \leq Q<290 万吨, 且 S/Q \geq 85%	290 万吨 \leq Q<300 万吨, 且 S/Q \geq 85%	Q \geq 300 万吨, 且 S \geq 255 万吨

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.3 双管齐下, 造就公司成本领先优势

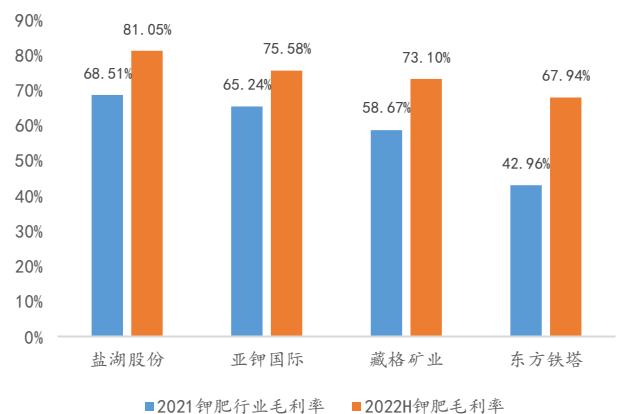
公司在钾肥行业中单位生产成本维持较低水平, 2022 年中期报告显示, 公司的钾肥毛利率高达 75.58%, 在国内仅次于盐湖股份 (81.05%), 这主要得益于公司在资源成本以及规模效应两个维度取得领先。

图表 44: 2021 年国内企业生产钾肥单位成本 (元/吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 45: 2021 和 2022H 国内钾肥企业行业毛利率



数据来源: WIND, 华福证券研究所

在资源成本方面, 低成本优势表现在矿区获得和能源开采方面。由于直接从老挝政府手中获得矿权的价格明显较低, 例如, 从甘蒙省获得的 48.5 平方公里的新矿探矿权预计最终完成采矿权费用合计仅 1 亿元人民币, 远低于从国内投资者收购的矿区价格, 这使得公司将矿石摊销成本从 35#矿区的 6.3 元/吨、179#矿区的 1.6 元/吨大幅降至 0.16 元/吨左右, 从成本端提升公司的竞争力。此外, 老挝政府不征收矿产资源费, 仅每年征收少量政府义务金, 这将进一步扩大公司利润。在能源开采方面, 首先, 相较于加拿大、俄罗斯钾矿而言, 老挝

钾矿矿层埋深较浅，开采成本相对较低；其次，公司在老挝设厂生产钾肥，同时也在进行 300 万吨的产能建设，这都离不开工业用电，相比于我国 0.6-0.7 元/度的工业电价和 1 元/度的峰值电价，老挝当地的电价折合人民币后仅有 0.35 元/度，电力成本优势显著；另外，老挝的劳动力成本较低，其人均工资约 1200-1500 元/月，远低于国内水平，公司在老挝开展生产经营活动目前共雇佣员工 2000 人左右，其中当地员工约占 2/3，未来在公司的扩张进程中还将计划进一步扩大本地员工的比例，进一步降低成本。

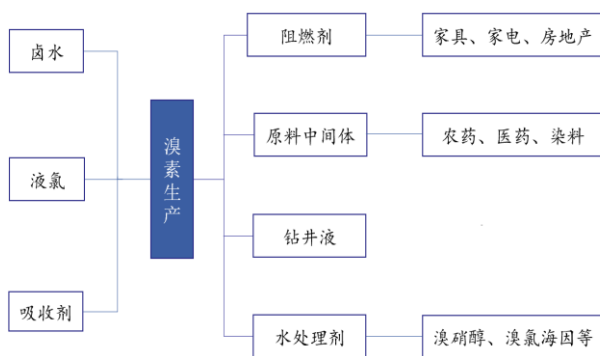
在生产规模方面，矿山开采规模的提升可以有效降低项目的摊销费用，例如采矿权等无形资产及固定资产等单吨摊销成本。随着公司钾肥产能的提升，规模效应将进一步显现，钾肥的生产成本将有进一步的下降空间，未来千万吨级生产的规模化优势将更为显著。

4 副产品溴素资源拓宽价值链

4.1 溴素资源供需偏紧

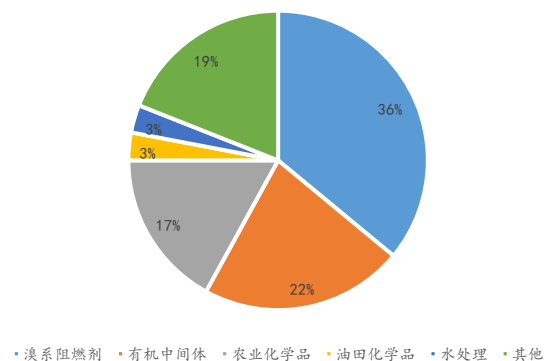
溴素是重要的化工原料，在阻燃剂、灭火剂、制冷剂、感光材料、医药、农药、油田等行业有广泛用途。溴素主要存在于海水、地下卤水和谷海洋的沉积物岩盐矿及盐湖水中，其中海水中的溴含量占地球上总资源量的 99%，但浓度极低（约为 65ppm）。

图表 46: 溴素产业链



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 47: 溴素下游结构



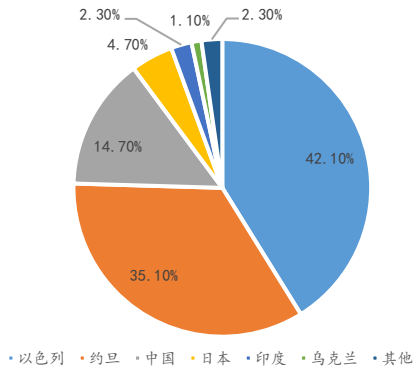
数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

就整体分布而言，死海拥有全球最丰富的溴资源，其浓度高达 8000ppm，因此全球溴素产量集中在以色列和约旦，两者合计产量占全球总产量的 77%（除美国以外）。就中国而言，溴资源主要分布在东部沿海地区，主要产地为山东、天津、河北、江苏、辽宁等，我国溴素企业相对分散，行业内中小型企业居多，山东潍坊为最主要的溴素生产基地。

我国的溴素产量远不能满足需求量。据百川盈孚统计，2022 年我国溴素的总产能仅有 10.2 万吨，而我国 2022 年溴素的表观消费量为 12.29 万吨，由于溴素行业在我国的开工率平均只有 60% 左右，因此 2022 年的产量只有 6.4 万吨，进口比例约占总需求量的 48%，需求缺口主要依赖于从美国、以色列等国的进

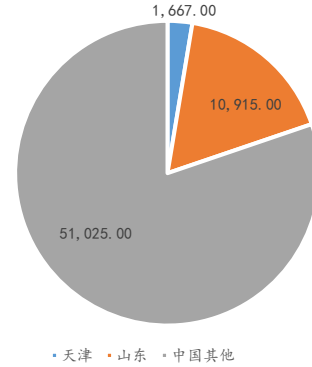
口。

图表 48: 全球溴素产量分布 (不含美国)



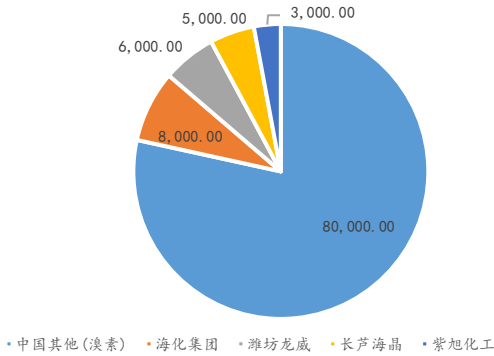
数据来源: USGS, 华福证券研究所

图表 49: 2022 年我国溴素产量 (按区域分)



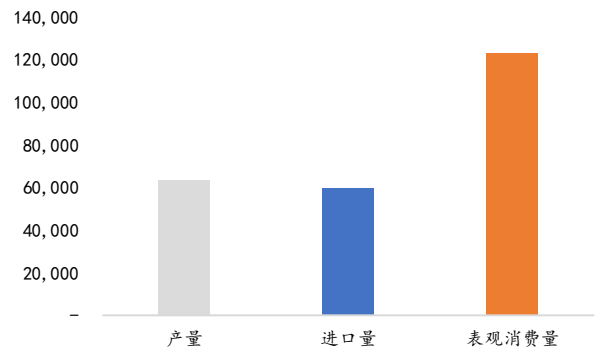
数据来源: 百川盈孚, 华福证券研究所

图表 50: 2022 年我国溴素产能情况



数据来源: 百川盈孚, 华福证券研究所

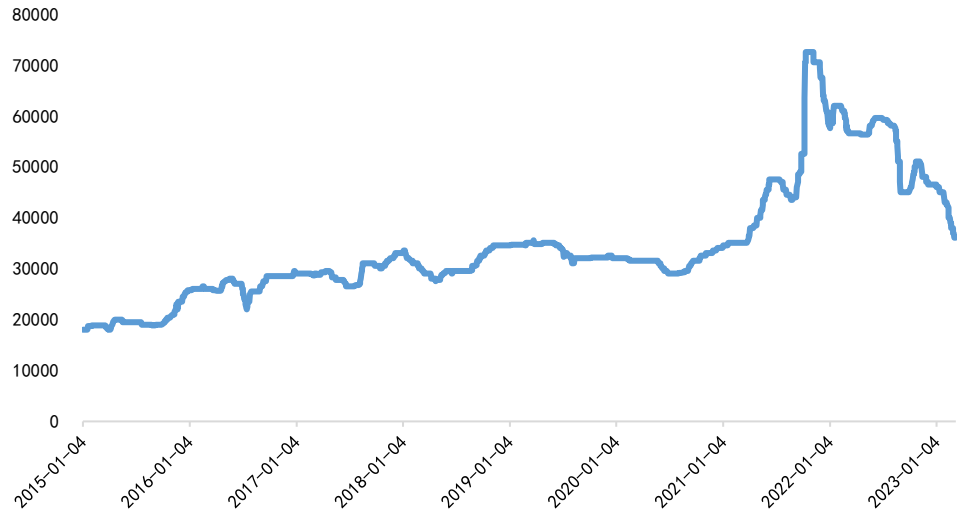
图表 51: 2022 年我国溴素依赖进口情况 (吨)



数据来源: 百川盈孚, 华福证券研究所

溴素价格趋势有较明显的季节性, 但总体呈上涨趋势。11 月至次年 2 月受低气温影响一般为溴素供应淡季, 溴素价格相对高位, 随着天气的回暖, 溴素价格会有所回落。受阻燃法规陆续出台, 叠加降雨增多影响溴素生产影响, 2021 年 10 月份溴素价格大幅攀升至历史高位 72500 元/吨, 全年平均价格达 47966 元/吨, 同比增长 174.2%, 随后受下游阻燃剂、有机中间体需求惨淡影响, 价格逐渐回调, 但 2022 年总体仍维持高位, 平均价格为 54481.78 元/吨, 同比增加 13.6%。受溴素提取工艺的影响, 我们保守预计未来溴素平均价格将回落到近 10 年平均水平, 约 31000 元/吨。

图表 52: 国内溴素 (99.7%) 现货价格 (元/吨)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

4.2 延伸产业链布局, 积极探索溴素开发

公司所拥有矿区资源优质, 除了钾资源外, 还伴生有溴、锂、镁、钠、铷、碘、铯、硼等元素在内的稀缺资源, 公司利用该资源优势, 成立了非钾事业部, 旨在全面挖掘钾盐伴生资源价值的综合利用开发。目前, 事业部率先启动了溴素项目的投资建设, 预计 2023 年上半年完成投产。

公司采用卤水提溴的方式进行溴素生产, 卤水是用于生产钾肥的卤水, 其浓度高于国内海水中溴的浓度, 每 100 万吨钾肥预计可产出副产品溴素 1-1.25 万吨。此外工艺还需要液氮和烧碱作为原材料, 因此公司与恒光股份达成合作, 开展氯碱项目。恒光股份在老挝投资建设的一期项目, 预计可产出近 1.8 万吨液氯和 3 万吨烧碱, 可以满足公司溴素项目的上游原材料需求。目前溴素的现货价格 3.6 万元/吨, 我们保守以近 10 年国内溴素现货平均价格 3.1 万元/吨计算, 一百万吨钾肥的副产品溴素收入约有 3.1 亿元, 由此看来, 溴素的创收较为可观。

图表 53: 溴素未来利润预测

	2023E	2024E	2025E	2026E
钾肥产量 (万吨)	180	270	360	450
溴素产量 (万吨)	1	3	4	5
溴素价格 (万元/吨)	3.1	3.1	3.1	3.1
收入 (百万元)	310	930	1240	1550
成本 (百万元)	155	465	620	775
毛利 (百万元)	155	465	620	775

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

5 盈利预测和估值

5.1 核心假设

产销量：假设公司产能按规划时间如期释放，并维持一定的产销率。公司第一个百万吨钾肥项目于 2022 年 3 月正式放量，今年 1 月 1 日公司第二个百万吨钾肥项目投料试车成功，预计今年年底第三个百万吨项目也将落地，考虑到产能爬坡影响，假设公司 22-24 年钾肥产量分别为 90/180/270 万吨；近两年钾肥产销率为 94%/106%，考虑到东南亚地区对钾肥的需求，保守预计未来产销量能维持 98%，对应 22-24 年销量分别为 88/176/265 万吨。溴素项目预计于今年上半年投产，考虑到产能爬坡影响，预计 23/24 年产销量分别为 1/3 万吨。

价格：受市场供需格局影响，假设钾肥价格呈下降态势。受地缘冲突及供需紧平衡影响，预计钾肥高景气将会维持相对长的一段时间，但整体价格趋于回落，我们假设 22-24 年钾肥平均价格分别为 3800 元/吨、3300 元/吨和 3000 元/吨。

成本：考虑到规模效应，钾肥平均单位成本逐年下降。公司 2021 年钾肥平均单位成本为 826 元/吨，考虑到规模效应，我们假设未来三年的平均单位成本为 825 元/吨、820 元/吨和 815 元/吨。

5.2 盈利预测

随着公司产能释放和下游拓展。我们预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 33.5、61.3、88.7 亿元，分别同比+302.4%、+82.93%、+44.64%；毛利 26.2、45.3、62.5 亿元，毛利率 78.3%、73.9%、70.4%。

图表 54：盈利预测核心假设

业务	指标	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E
钾肥	产量	万吨	25.17	33.20	90.00	180.00	270.00
	销量	万吨	23.54	35.04	88.00	176.00	265.00
	营业收入	百万元	359.68	832.96	3351.60	5821.20	7938.00
	成本	百万元	200.25	289.53	727.65	1446.48	2156.49
	毛利率	%	44.33%	65.24%	78.29%	75.15%	72.83%
溴素	产销量	万吨				1.00	3.00
	营业收入	百万元				310.00	930.00
	成本	百万元				155.00	465.00
	毛利率	%				50%	50%
总计	营业收入	百万元	363.17	832.96	3,351.60	6,131.20	8,868.00
	YOY	%	-40.02%	129.36%	302.37%	82.93%	44.64%
	营业成本	百万元	204.16	289.53	727.65	1,601.48	2,621.49
	毛利	百万元	159.01	543.43	2,623.95	4,529.72	6,246.51
	毛利率	%	43.78%	65.24%	78.29%	73.88%	70.44%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

期间费用率

在谷物贸易和海运服务基本剥离后，公司综合期间费用率逐年下降，2022 年前三季度期间费用率为 4.02%。假设未来销售费用率、管理费用率和财务费用率均维持 2022 年水平，2022-2024 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.38%/5.37%/-0.5%。

由于公司钾肥销量及均价对盈利预测影响较大，故做以下敏感性分析：

图表 55：2023 年钾肥价格及销量对归母净利润的敏感性分析

销量 (万吨)	钾肥均价 (元/吨)				
	2300	2800	3300	3800	4300
166	2034	2657	3281	3905	4528
171	2085	2727	3369	4012	4654
176	2136	2797	3509	4119	4780
181	2186	2866	3546	4226	4906
186	2237	2936	3635	4333	5032

数据来源：公司年报，华福证券研究所

5.3 估值分析

选取国内外同样具有钾肥业务的大公司以及出口型农化企业作为可比公司，以 2023 年 3 月 22 日收盘价计算，可比公司 2022-2024 年预测 PE 均值分别为 8.8/8.6/8.3 倍。我们预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 20.94/35.09/47.78 亿元，对应 EPS 为 2.25/3.78/5.14 元/股。2023 年 3 月 22 日公司收盘价 27.85 元，对应 PE 为 12.4/7.4/5.4 倍，2023 年、2024 年估值均低于行业平均水平。考虑到 2023-2025 年为公司钾肥产能扩张释放期，2023 年按照行业平均给予公司 8.6 倍 PE，对应目标价 32.51 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 56：可比公司估值（截止 3 月 22 日收盘价）

证券代码	可比公司	EPS (元/美元)			PE			最新股价
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000792.SZ	盐湖股份	2.9	3.1	3.3	7.8	7.4	6.9	23.0
000408.SZ	藏格矿业	3.6	3.6	3.8	7.3	7.2	6.9	26.0
002545.SZ	东方铁塔	0.7	1.1	1.3	12.3	8.1	6.8	8.8
301035.SZ	润丰股份	5.8	6.7	8.0	12.1	10.4	8.7	70.1
002312.SZ	川发龙蟒	0.7	0.8	0.9	15.9	14.0	11.9	10.7
MOS.N	Mosaic	11.0	7.2	5.8	4.0	6.1	7.6	44.0
ICL.N	ICL	2.6	0.9	0.7	2.6	7.2	9.4	6.7
平均	-	-	-	-	8.8	8.6	8.3	

数据来源：WIND, Bloomberg, 公司公告, 华福证券研究所

6 风险提示

6.1 农产品需求不及预期

公司的钾肥的主要销售市场为东南亚和中国，若受自然因素影响农产品产量不及预期，将会影响钾肥需求量。

6.2 产能扩张不及预期

公司目前的销售增量主要来源于项目的落地及达产情况，若受老挝政局、环保部门、社区关系等影响，未来的第三个百万项目投建不能顺利达成，公司的成长性可能不及预期。

6.3 地缘政治局势变动

目前钾肥行业主要由于地缘政治局势紧张而出现罕见的高景气，若未来地缘冲突缓解，全球钾肥供给宽松，钾肥价格将会大幅下跌。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfyq.com.cn