

二季度业绩环比改善，高执行力推动钾肥项目快速扩产达产

亚钾国际(000893)

评级:	增持	股票代码:	000893
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	36.41/22.23
目标价格:		总市值(亿)	258.30
最新收盘价:	27.8	自由流通市值(亿)	225.13
		自由流通股数(百万)	809.83

事件概述

公司发布 2023 年中报。2023 年上半年，公司实现营业收入 20.22 亿元，同比增长 14.65%，实现归母净利润 7.16 亿元，同比下降 34.66%，EPS0.77 元/股。2023 年第二季度，公司实现营业收入 11.67 亿元，同比降低 5.93%，环比增长 36.62%，实现归母净利润 3.81 亿元，同比下降 53.37%，环比增长 13.38%，实现扣非归母净利润 3.88 亿元，环比增长 15.55%。

分析判断:

► 钾肥产品产销两旺，二季度业绩环比改善

2023 年上半年，公司实现营业收入 20.22 亿元，同比增长 14.65%，主因钾肥产销两旺，上半年公司生产/销售合格氯化钾 76.18/76.65 万吨，分别同比增长 90.00%/78.25%。上半年钾肥价格整体下行，我们推算，2023 年上半年公司钾肥单吨销售均价（不含税）约为 2609 元/吨，较 2022 年单吨销售均价（不含税）3735 元下降约 43%，公司利润有所承压，公司上半年实现归母净利润 7.16 亿元，同比下降 34.66%，实现扣非归母净利润（加上股权激励费用 9804.78 万元）8.22 亿元，同比下降 24.00%。2023 年第二季度，公司实现营业收入 11.67 亿元，同比降低 5.93%，环比增长 36.62%，实现归母净利润 3.81 亿元，同比下降 53.37%，环比增长 13.38%，实现扣非归母净利润 3.88 亿元，环比增长 15.55%，公司二季度业绩环比改善。根据公司子公司中农国际钾盐官方公众号，公司二季度分别实现钾肥产/销量 44.40/50.10 万吨，分别环比增长 40.00%/89.00%。

► 高执行力推动钾肥项目快速扩产达产

公司具有高执行力，根据公司投资者问答和半年报，继 2022 年 3 月仅用 17+6 个月完成第一个百万吨钾肥项目投产后，公司加快推进多个百万吨钾肥计划，快速扩张向国际龙头迈进。公司力争在 2025 年建成 500 万吨/年的产能规模，目前第二个百万吨的透水隐患问题通过多重注浆防治方式已经得到解决，清淤工作已经完成，公司力争在三季度末实现第二个百万吨达产，同时加快推进建设第三个百万吨，力争 2023 年年底建成投产。2023 年，公司产量目标为力保完成 180 万吨、力争完成 200 万吨，据亚钾国际官方公众号，截至 2023 年 6 月 10 日，公司单日钾肥产量可达 6014 吨。对于老挝钾盐开发中矿井容易出现透水的问题，公司结合前期矿建经验，已总结出一套高效的防水治水矿建模式，结合公司在老挝地区丰富的经营经验，后续多个百万吨建设工作有望高质高效推进。与快速增长的产能相匹配，公司加快开拓市场，2023 年上半年与泰国盐化工龙头贸易商 KC 集团签订《泰国市场供销合作框架协议》，与三星集团签署《全球市场钾肥供销合作框架协议》，后续将持续加大海外市场布局，提高出口规模。

► 开源节流多渠道推进降本增效

除钾肥产品外，公司积极开展非钾资源的综合开发利用，努力实现资源价值最大化。根据公司半年报和投资者问答，2023 年 5 月，公司首个非钾项目年产 1 万吨溴素项目成功实现投产、达产，单日溴素最高产量超 36 吨，达设计产能的 120%，未来将实现 5-7 万吨溴素产能以及多条溴基新材料产品线，同时将加强开发其他资

源，打造第二利润增长曲线。公司引进大功率掘采设备，自主研发分解结晶系统、固液分离装置，多渠道推进降本，保持核心竞争力，现形成了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，伴随公司的资源禀赋及产能快速提升而来的规模效应，公司成本端竞争力有望持续加强。

► 钾肥价格有望保持坚挺

短期供给端难有规模化新增产能。2023年7月，因受温哥华港口罢工事件对物流成本上升的影响，加拿大最大钾肥供应商 Nutrien 宣布减产，并于8月初进一步宣布无限期延长其新增300万吨/年产能计划。必和必拓（BHP）的 Jansen 矿项目，或将最早要到2026年才能投入运营。需求端，伴随氮肥价格反弹，其在复合肥中对钾肥的替代效应弱化，钾肥需求有望回升。目前，据百川盈孚数据，截至2023年8月29日，氯化钾价格为2639元/吨，较7月低点2294元/吨已涨15.04%，考虑供需格局，后续钾肥价格有望保持坚挺。

投资建议

我们维持之前的盈利预测，预计2023-2025年公司收入分别为53.52/71.20/87.67亿元，归母净利润分别为24.73/35.29/42.71亿元，EPS分别为2.66/3.80/4.60元，对应2023年8月30日收盘价27.80元PE分别为10/7/6倍。钾肥价格有望企稳，公司多个百万吨钾肥项目加快推进，我们看好公司未来成长，维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济风险，钾肥价格大幅波动、老挝贸易政策变化、项目进度滞后。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	839	3,466	5,352	7,120	8,767
YoY (%)	131.1%	313.0%	54.4%	33.0%	23.1%
归母净利润(百万元)	899	2,029	2,473	3,529	4,271
YoY (%)	1408.5%	125.6%	21.9%	42.7%	21.0%
毛利率 (%)	65.3%	72.7%	70.6%	71.5%	70.2%
每股收益 (元)	1.19	2.46	2.66	3.80	4.60
ROE	19.5%	20.1%	20.0%	22.2%	21.2%
市盈率	23.40	11.31	10.44	7.32	6.05

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

联系人：王丽丽

邮箱：wangll1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,466	5,352	7,120	8,767	净利润	2,028	2,511	3,564	4,306
YoY (%)	313.0%	54.4%	33.0%	23.1%	折旧和摊销	231	263	340	397
营业成本	945	1,575	2,032	2,613	营运资金变动	-444	318	371	233
营业税金及附加	96	294	312	369	经营活动现金流	1,810	3,080	4,267	4,926
销售费用	16	57	71	88	资本开支	-2,665	-3,246	-3,748	-3,947
管理费用	259	683	783	964	投资	-33	-16	-19	-20
财务费用	-43	-34	-30	-40	投资活动现金流	-2,688	-3,254	-3,765	-3,961
研发费用	0	0	0	0	股权募资	1,776	-220	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-32	2	1	-3
投资收益	1	11	7	9	筹资活动现金流	1,694	-219	0	-4
营业利润	2,190	2,790	3,960	4,785	现金净流量	846	-393	503	962
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	2,191	2,790	3,960	4,785	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	163	279	396	478	成长能力				
净利润	2,028	2,511	3,564	4,306	营业收入增长率	313.0%	54.4%	33.0%	23.1%
归属于母公司净利润	2,029	2,473	3,529	4,271	净利润增长率	125.6%	21.9%	42.7%	21.0%
YoY (%)	125.6%	21.9%	42.7%	21.0%	盈利能力				
每股收益	2.46	2.66	3.80	4.60	毛利率	72.7%	70.6%	71.5%	70.2%
					净利率	58.5%	46.2%	49.6%	48.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	15.8%	15.3%	17.8%	17.0%
货币资金	1,710	1,316	1,820	2,781	净资产收益率 ROE	20.1%	20.0%	22.2%	21.2%
预付款项	77	138	180	228	偿债能力				
存货	189	479	316	687	流动比率	2.27	1.27	1.33	1.46
其他流动资产	295	695	441	852	速动比率	1.89	0.91	1.04	1.12
流动资产合计	2,271	2,630	2,756	4,548	现金比率	1.71	0.64	0.88	0.89
长期股权投资	33	49	68	88	资产负债率	9.5%	14.1%	11.6%	13.3%
固定资产	2,310	2,812	3,314	3,751	经营效率				
无形资产	6,558	8,461	10,682	13,064	总资产周转率	0.38	0.37	0.40	0.39
非流动资产合计	10,575	13,579	17,012	20,586	每股指标 (元)				
资产合计	12,846	16,209	19,768	25,134	每股收益	2.46	2.66	3.80	4.60
短期借款	0	2	3	0	每股净资产	10.89	13.31	17.11	21.70
应付账款及票据	623	1,325	1,118	1,959	每股经营现金流	1.95	3.31	4.59	5.30
其他流动负债	375	743	945	1,167	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	998	2,070	2,066	3,126	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	11.31	10.44	7.32	6.05
其他长期负债	221	221	221	221	PB	2.50	2.09	1.62	1.28
非流动负债合计	221	221	221	221					
负债合计	1,219	2,291	2,287	3,346					
股本	929	920	920	920					
少数股东权益	1,513	1,551	1,586	1,621					
股东权益合计	11,627	13,918	17,482	21,788					
负债和股东权益合计	12,846	16,209	19,768	25,134					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王丽丽：硕士研究生，历任东亚前海证券研究所化工组组长，2023年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。