

全球钾肥景气回升，亚钾产能释放在即 买入（首次）

2021年03月14日

证券分析师 柴沁虎

执业证号: S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	605	483	1,302	2,210
同比(%)	43.8%	-20.2%	169.5%	69.8%
归母净利润(百万元)	41	71	324	612
同比(%)	935.1%	72.0%	355.1%	88.6%
每股收益(元/股)	0.05	0.09	0.43	0.81
P/E(倍)	182	106	23	12

投资要点

- **关联利益方关系逐步理顺。**亚钾国际，前身为广州冷机，2006年3月东凌粮油入主，2015年3月公司收购中农十方的股权进军钾肥领域。由于关联利益方对钾肥产业的定位不清晰，股东之间存在分歧。2019年7月国富投资入主，关联利益方的关系逐步理顺。2020年4月，公司调整发展战略，剥离其他业务，逐步转型钾矿生产和销售。
- **全球钾肥属于寡头垄断的格局，目前处于格局重塑的进程中。**2019年，全球钾肥产能6100万吨(折K₂O)，消费量大约4300万吨，供求偏松。但是全球钾盐资源分布极不均匀，生产为Nutrien等少数几家企业把持。虽然十四五期间因为乌钾退出BPC协定，价格有所松动。但是本质上，钾肥企业关注钾肥价格多过市场份额。随着全球经济逐步回暖，叠加美元宽松预期，我们预计钾肥价格稳步向好。
- **加大钾盐资源的境外保证程度是一项基本国策。**中国是一个钾资源极端匮乏的国家，国土资源部鲍荣华等专家判断我国经济可采储量仅能满足8~9年的开采，钾肥对外依存度一直保持在40%附近。不仅如此，青海地区的钾资源品位降低的趋势较为明显，鼓励本土企业加大钾盐资源的开发，对确保中国钾肥价格始终处于全球洼地，保障国内农业生产的稳定具有战略意义。
- **公司的钾盐项目兼具技术可行性和经济可行性。**项目位于呵叻盆地，依托中科院地球所专家的全新地质构造理论，较好解决钾盐成矿后改造富集变形问题。依托石油勘探领域的重力勘探、地震勘探和伽马测井技术对钾盐矿可进行精准定位。依托自身力量，公司较好解决尾矿回收问题。目前项目稳定生产，随着李小松加盟，有进一步降本增效空间。目前，中农钾肥项目被《中老经济和技术合作规划》列入重点合作项目，纳入“一带一路”建设重大项目储备库和国际产能重点合作项目。
- **收购北京农钾资源100%股权，跃升亚洲单体最大钾肥资源量企业。**公司目前的钾盐矿位于东泰矿区，资源量1.52亿吨，毗邻的彭下-农波矿区资源量6.77亿吨，目前处于探转采阶段。公司计划收购彭下-农波矿区，若公司完成收购，将成为亚洲单体最大钾肥资源量企业，两个矿区的资源整合有望加快产能释放进度，并且为公司的长期发展奠定基础。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.71、3.24、6.12亿元，EPS分别达到0.09元，0.43元和0.81元，当前股价对应PE分别为106X、23X和12X。考虑到公司钾肥业务即将大规模放量，钾肥格局和价格长期向好，未来成长性清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**老挝钾盐矿开发进度不及预期，国际钾肥价格大幅度走低。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.94
一年最低/最高价	5.30/12.79
市净率(倍)	2.05
流通A股市值(百万元)	3974.39

基础数据

每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	6.71
总股本(百万股)	756.90
流通A股(百万股)	399.84

相关研究

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 公司业务流变	4
1.2. 公司控股股东为国富投资	4
1.3. 公司业务梳理	5
1.4. 财务分析	7
2. 全球钾肥分布极不均匀，需求稳步复苏	8
2.1. 全球钾盐分布很不均匀，主要集中在北半球	8
2.1.1. 钾矿资源分布极不均衡	8
2.1.2. 全球钾盐需求稳步增长	9
2.1.3. 全球钾盐需求稳步增长	10
2.2. 中国的钾肥生产增长乏力，境外找钾势在必行	11
2.2.1. 我国的钾肥主要是盐湖钾肥	11
2.2.2. 中国的钾肥缺口较大	12
2.2.3. 东南亚是目前中国钾盐走出去战略最有成效的区域	13
3. 老挝钾盐开发进入快车道，亚钾国际抢占先机	13
3.1. 老挝的钾盐矿开发有一定的复杂性	14
3.2. 中农钾肥的钾矿资源流转有序	14
3.2.1. 青海嘉西最早涉足甘蒙省钾盐勘探开发工作	14
3.2.2. 东泰矿区目前处于生产阶段	15
3.2.3. 彭下-农波矿区目前处于探转采阶段	16
3.3. 钾盐项目的成本可控	17
3.4. 中农钾肥的扩产消化没有问题，盈利有改善空间	17
4. 盈利预测	18
4.1. 核心假设	18
4.2. 盈利预测与评级	19
5. 风险因素	19

图表目录

图 1: 公司的股权架构示意图 (截止 2020 年 12 月)	5
图 2: 老挝钾盐矿矿区的周边环境	6
图 3: 东泰矿区和彭下-农波矿区毗邻	6
图 4: 公司 2018 年业务转型后业绩开始企稳 (百万元)	7
图 5: 公司营收主要来源于境外	7
图 6: 亚钾国际主要产品营收构成 (亿元)	8
图 7: 亚钾国际主要产品毛利率走势 (%)	8
图 8: 全球钾矿资源分布集中在北半球	9
图 9: 全球钾盐矿主要是固体钾矿	9
图 10: 全球钾肥消费量稳步上升	10
图 11: 全球钾肥的在建产能低于预期	10
图 12: 公司的股权架构示意图 (截止 2020 年 10 月)	11
图 13: 国内钾肥消费量和对外依存度 (万吨, %)	12
图 14: 老挝钾盐矿开发过程中的主要难点以及对策	14
图 15: 中农钾肥的钾肥产量 (万吨)	17
图 16: 中农钾肥的钾肥价格和毛利率 (元/吨, %)	17
图 17: 2019 年部分东南亚国家钾肥进口量统计 (万吨)	17
表 1: 东泰矿区和彭下-农波矿区的矿产资源概览	7
表 2: 盈利预测拆分	18
表 3: 可比公司估值表 (参考 2021 年 3 月 12 日收盘价)	19

1. 公司简介

亚钾国际（000893）总部位于广州，公司原名为广州冷机股份有限公司。98年10月在深交所上市。

1.1. 公司业务流变

由于经营不善，广州冷机的股权几经变更，2006年3月东凌实业取得广州冷机的控制权。

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与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。2009年12月，公司更名为广州东凌粮油股份有限公司，转型为油脂加工企业。并陆续进军海运船舶、谷物贸易业务。

2015年9月，公司向中农集团、新疆江之源、劲邦劲德、凯利天壬、联创永津、天津赛富、建峰化工、金诚信、智伟至信、庆丰农资非公开发行股份购买其合计持有的中农国际100%股权，交易价格为36.90亿元。同时，向包括公司控股股东广州东凌实业投资集团有限公司、实际控制人赖宁昌及其一致行动人李朝波非公开发行股份募集配套资金12.30亿元。由于国际钾肥价格走软，最终资产注入工作顺利实施，但是配套融资部分没有完成。

2019年7月，东凌实业将其持有的公司股份的50%协议转让给国富投资，并且东凌实业将作为国富投资的一致行动人，在参与公司决策等方面与国富投资的决定保持一致。国富投资将成为公司单一可以实际支配表决权股份数量最大的股东。

2020年4月，公司公告，决定调整发展战略，对谷物贸易业务、船运业务进行剥离，**转型为以钾矿开采、钾肥生产、销售为一体的经营发展模式**。2020年9月，公司更名为亚钾国际投资（广州）股份有限公司

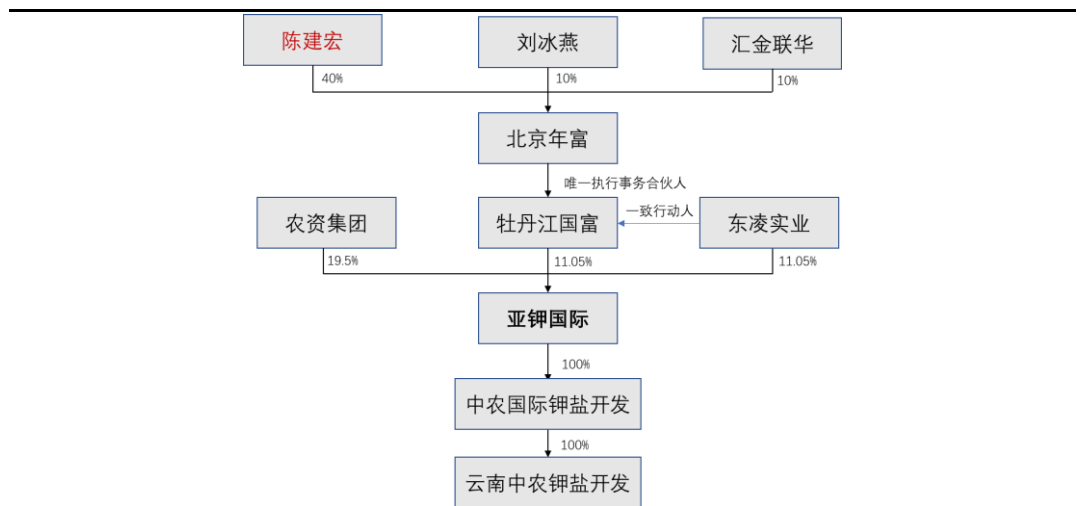
1.2. 公司控股股东为国富投资

中国农业生产资料集团公司持有上市公司19.5%的股份，是上市公司的第一大股东。

东凌实业和国富投资分别持有上市公司11.05%的股份，由于二者签署有一致行动协议，东凌实业将作为国富投资的一致行动人，在参与公司决策等方面与国富投资的决定保持一致，**国富投资成为公司的控股股东**。

国富投资为有限合伙企业，执行事务合伙人为北京年富投资管理有限公司。

图 1: 公司的股权架构示意图 (截止 2020 年 12 月)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

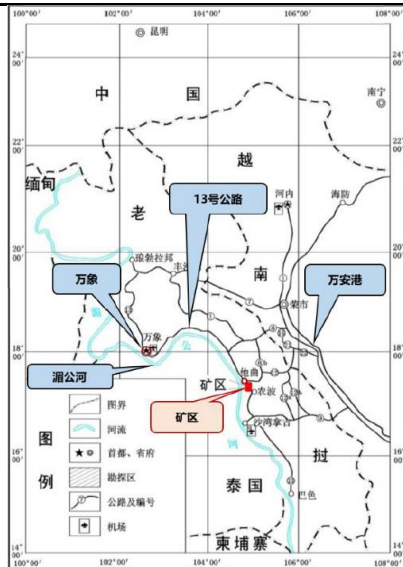
1.3. 公司业务梳理

公司的业务可以简单分为两块, 一块是东凌粮油原先经营的油脂加工、海运船舶、谷物贸易业务, 另一块业务主要是老挝的钾肥业务。油脂加工、海运船舶、谷物贸易业务乏善可陈, 已经在 2020 年内全部剥离完毕, 不再赘叙。

公司当前聚焦于钾盐业务, 运营主体为公司的全资子公司中农国际钾盐开发公司, 中农国际在老挝甘蒙省农波县和他曲县有 35 平方公里钾盐矿采矿权, 该矿区钾镁盐矿总储量 10.02 亿吨、折纯氯化钾 1.52 亿吨, 先行实施的 10 万吨/年钾肥验证项目已实现稳定生产并扩产增产, 生产规模目前稳定在 25 万吨/年。2020 年 4 月, 公司公告, 建设老挝甘蒙省东泰矿区 100 万吨/年钾盐开采加工项目, 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。

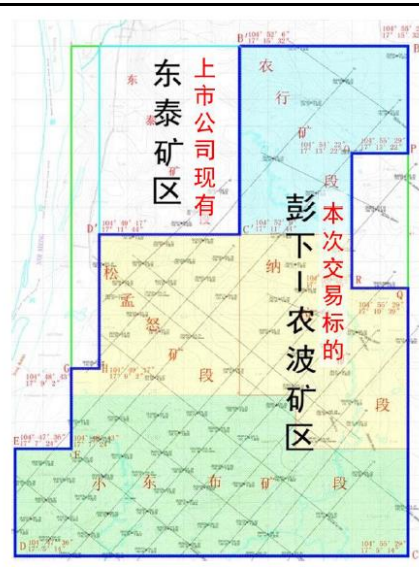
根据 2011 年 5 月河南省煤炭地质勘查研究院完成的《老挝甘蒙省他曲县农波钾镁盐矿东泰矿段勘探报告》, 截至 2011 年 5 月 31 日, 东泰矿段 35 平方公里钾盐矿区的主矿产钾盐矿资源储量为总矿石量 10.02 亿吨, 折纯氯化钾 1.52 亿吨, 平均品位 15.22%。该勘探报告于 2014 年 7 月 15 日经过国土资源部矿产资源储量评审中心组织的专家评审通过 (国土资矿评咨【2014】12 号)。

图 2: 老挝钾盐矿矿区的周边环境



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 东泰矿区和彭下-农波矿区毗邻



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2020 年 12 月, 公司发布公告, 拟通过发行股份、可转换公司债券及支付现金方式购买中国农业生产资料集团公司等十家交易对手方合计持有的北京农钾资源科技有限公司 100% 股权, 并向济南博太元实股权投资管理中心(有限合伙)发行股份及可转换公司债券募集配套资金, 募集资金总额不超过本次发行股份及可转换公司债券方式购买资产的交易价格的 100%。

北京农钾资源科技有限公司持有中农矿产开发有限公司 100% 的权益, 中农矿产的主营业务为钾盐开采与加工, 其核心资产为持有位于老挝甘蒙省农波县彭下-农波村的一宗钾盐矿采矿权。

根据 2018 年 11 月, 河南省煤炭地质勘察研究总院编制的《老挝甘蒙省他曲-农波县农波矿区彭下-农波矿段钾盐矿勘探报告》, 截至 2018 年 3 月, 彭下-农波矿段 179.80 平方公里钾盐矿区的主矿产钾盐矿资源储量为总量总矿石量 39.35 亿吨, 折纯氯化钾资源量为 6.77 亿吨, 平均品位 17.14%。该勘探报告于 2018 年 12 月 3 日经过国土资源部矿产资源储量评审中心组织的专家评审, 并且出具了矿产资源储量审查意见书(国土资矿评咨【2014】12 号)。

需要指出, 东泰矿区和彭下-农波矿区的钾矿资源评估经过两国的矿产资源储量评审机构评估认证。

目前, 亚洲钾盐储量最大的是死海地区(8.6 亿吨折纯 KCL), 但由 ICL 和 APC 均分, 第二大为青海盐湖地区, 约 5 亿吨, 由盐湖股份和藏格控股及其他一些小厂享有。东泰矿区和彭下-农波矿区的钾矿资源合计为 8.28 亿吨, 此次重组后公司成为单体亚洲最大钾肥资源量的企业。

表 1: 东泰矿区和彭下-农波矿区的矿产资源概览

指标	东泰矿段	彭下-农波矿段
面积, 平方公里	35	179.8
总矿石量, 亿吨	10.02	39.36
折纯氯化钾资源量, 亿吨	1.52	6.77
平均品位, %	15.22%	17.14%
探明的 (331) 类矿石量, 亿吨	0.54	9.08
折纯氯化钾, 亿吨	0.10	1.49
控制的 (332) 类矿石量, 亿吨	7.79	14.87
折纯氯化钾, 亿吨	1.19	2.73
推断的 (333) 类矿石量, 亿吨	1.69	15.40
折纯氯化钾, 亿吨	0.24	2.56

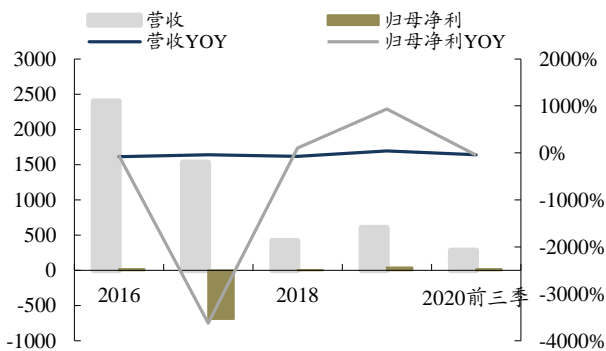
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 财务分析

2020 年受新冠肺炎疫情影响, 前三季度营业收入 2.9 亿元, 同比下滑 37.93%, 开工率下滑导致主营产品分摊的固定成本增加, 归母净利润为 1792 万元, 同比下滑 47.66%, 销售净利率为 6.83%, 低于 2019 年的全年净利率 7.70%。

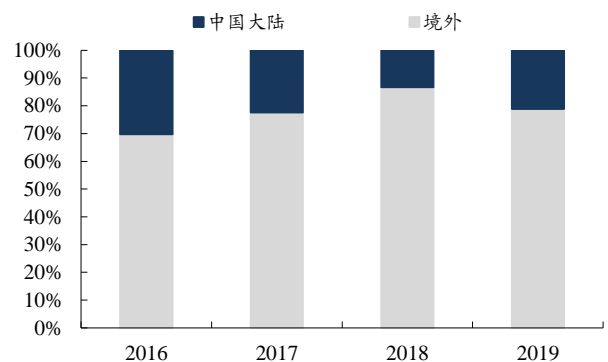
当前公司主业为钾肥的产销, 源自老挝的钾矿生产的钾肥主要是就地销售, 因此公司境外营收占比较高, 2017~2019 年境外营收占比分别为 77.51%, 86.77%, 78.98%。

图 4: 公司 2018 年业务转型后业绩开始企稳 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 公司营收主要来源于境外

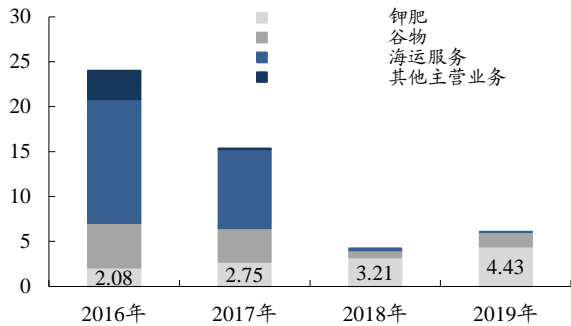


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

钾肥业务在公司营业收入占比持续提升, 2019 年报显示, 公司钾肥业务收入达 4.43 亿元, 占公司营业收入的 73%, 远高于 2016 年, 2017 年 9%, 18% 的营收占比, 略低于 2018 年 76% 的营收占比。2020 年完成谷物、海运等其他业务的剥离后, 业务将完全聚焦于钾肥的产销。

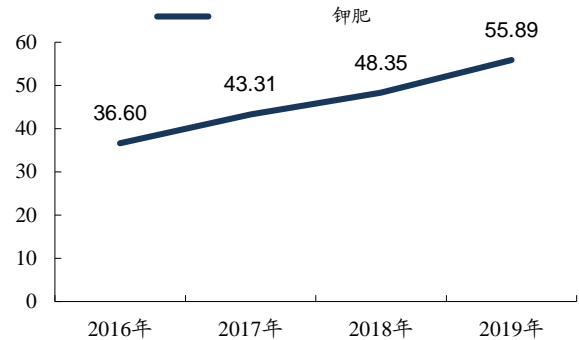
公司钾肥业务发展顺利, 随着开采经验的积累和产能利用率的提升, 毛利率稳步增长, 2019 年钾肥毛利率高达 55.89%。

图 6: 亚钾国际主要产品营收构成 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7: 亚钾国际主要产品毛利率走势 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 全球钾肥分布极不均匀, 需求稳步复苏

如果简单看全球钾盐的产能和需求, 钾盐属于供过于求的产业。但是, 全球钾盐资源分布极不均匀, 生产更被少数几家企业把持, 钾肥价格变化弹性好过市场预期。

中国钾盐资源相对稀缺, 当前的经济可采储量难以支撑国内农业钾肥的长期发展, 开采境外钾矿成为一种可行路径。

2.1. 全球钾盐分布很不均匀, 主要集中在北半球

钾肥是植物生长的必须的三大营养元素之一, 能够促进作物光合作用、糖类代谢、氮素吸收和蛋白质合成, 施用适量钾肥能够增强作物抗盐、抗旱、抗寒、抗病虫害能力。当作物钾量充足时, 不但能使作物产量增加, 还可以改善作物的品质和风味。钾盐也是一种重要的工业原料, 主要用于制备其它钾盐, 如氢氧化钾、碳酸钾、硝酸钾、硫酸钾、氯酸钾, 磷酸二氢钾, 高锰酸钾。

据 USGS, 2019 年全球钾盐资源的 85% (折 3400 万吨 K_2O) 用于生产农用化肥, 另外 15% 应用在工业上。

钾肥的主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁, 其中**氯化钾**是最重要的一种钾肥, 约占钾肥供给总量的 90%。

根据外观, 钾肥又可分为粉末状和颗粒状, 前者可加工为复合肥施用, 后者在采用先进施肥方式国家和地区施用较多。

2.1.1. 钾矿资源分布极不均衡

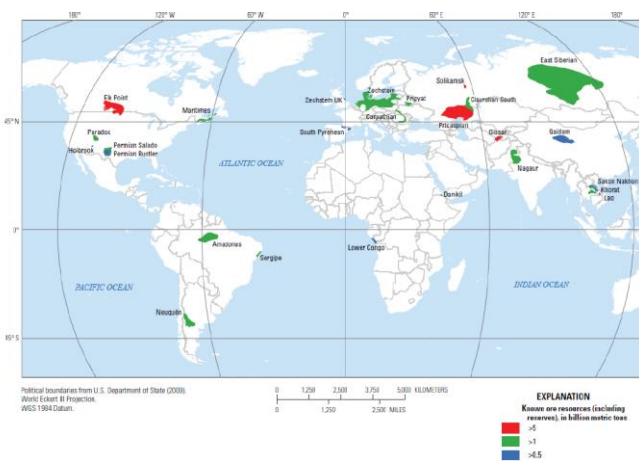
据 USGS 统计, 全球探明钾盐 (折 K_2O) 资源量大约 2500 亿吨, 探明储量大约 95.07 亿吨。但是全球钾盐资源分布极度不平衡, 主要集中在北半球, **加拿大、俄罗斯、白俄**

俄罗斯的储量约占全球钾盐资源总储量的 68% 以上。其中俄罗斯和加拿大的储备量最大，占比分别达到 34.5% 和 20.7%，白俄罗斯储备量位居第三，占比 12.9%，我国仅占比 6%。

从钾盐矿的成因看，全球钾盐资源主要集中在海相、海陆交互相蒸发盐盆地中。从成矿年代看，主要形成于寒武纪、泥盆纪、二叠纪、侏罗纪和白垩纪，其中古生代的钾盐资源规模较大，分布于地壳相对稳定的板内凹陷区和板块边缘的凹陷带。

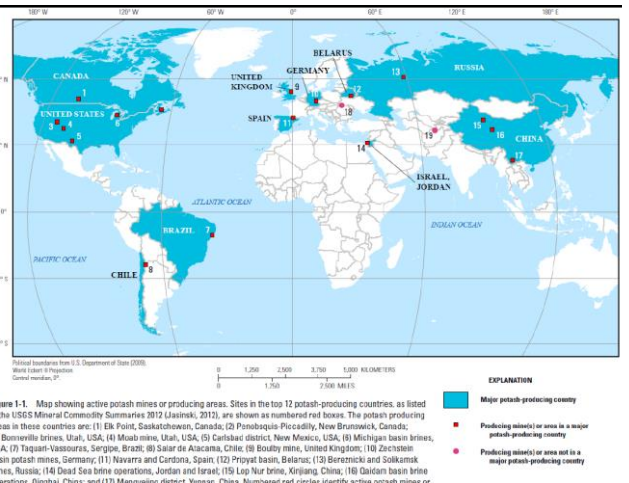
从成矿类型看，钾盐矿可以分为固体钾资源和液体钾资源两类，并以固体矿为主，占比在 85% 左右，其余为卤水矿。

图 8: 全球钾矿资源分布集中在北半球



数据来源: USGS, 东吴证券研究所

图 9: 全球钾盐矿主要是固体钾矿



数据来源: USGS, 东吴证券研究所

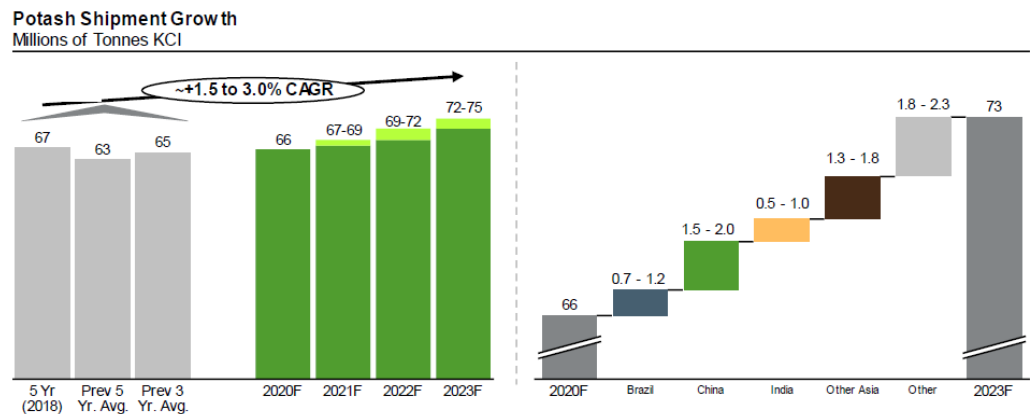
2.1.2. 全球钾盐需求稳步增长

根据 USGS 数据，截至 2019 年全球钾肥产能 6100 万吨（折 K_2O ，氯化钾折算到 K_2O 大约是 0.63 的系数），全球的消费量大约 4300 万吨。

全球范围拟在建的产能如果如期投产，2023 年的产能大约 6800 万吨。如果按照 2.5-3% 的消费增速，供求过剩的态势还是比较明显。

Nutrien 估计，2020 年全球氯化钾的消费量大约保持在 6600 万吨，到 2023 年的消费量大约在 7200-7500 万吨（折算到 K_2O 的系数大约是 0.63）。

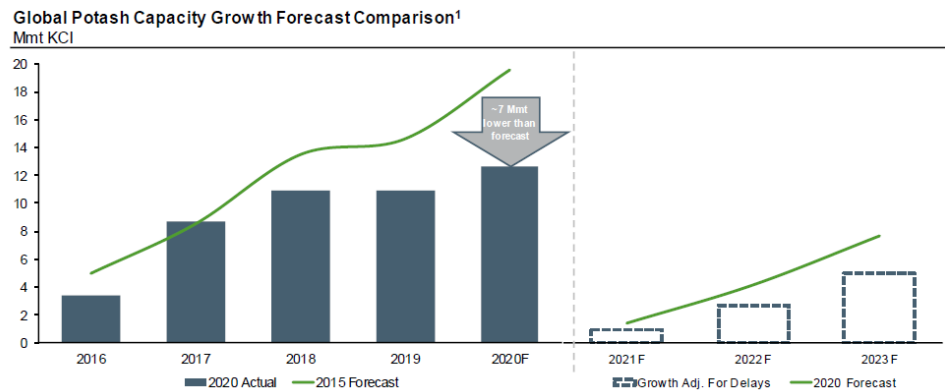
图 10: 全球钾肥消费量稳步上升



数据来源: Nutrien, 东吴证券研究所

和全球钾肥的需求稳步上涨形成对比的是, 钾肥新产能的投放实际上一直是低于市场预期的。部分原因在于不少项目属于绿地项目, 部分原因在于产能建设期太长, 不确定因素较多。

图 11: 全球钾肥的在建产能低于预期



数据来源: USGS, 东吴证券研究所

最后, 由于全球钾盐资源分布集中, 全球钾肥行业形成了寡头垄断的产业格局。Nutrien、美盛、白俄罗斯钾肥、乌钾、K+S、ICL 和盐湖集团等几家企业控制了全球钾肥的主要市场份额。

很长一段时间, 国际钾肥价格被 BPC(白俄罗斯钾肥和乌拉尔钾肥构建的产业联盟) 和 Canpotex(加钾、美盛和加阳组成的产业联盟) 的定价高度垄断。2013 年乌钾退出 BPC, 导致市场供求失衡。不过经过多年的发展, 关联利益方对于价格协同持积极态度。

2.1.3. 全球钾盐需求稳步增长

中美贸易摩擦加剧和新冠肆虐的背景下, 主要经济体对于自身的粮食供应安全会进行再评估。

不仅如此, 由于目前全球经济相对低迷, 为了应对低迷的经济, 我们预计美元会中

期走软。

反映到农产品，就是主要作物，比如境外玉米、大豆、小麦等的价格创下 2016 年以来的新高，化肥的价格和需求快速回升。

由于中国政府的努力，这一轮新冠疫情对国内经济冲击较小，中国成为全球经济增长的主要驱动力，同时，随着非洲猪瘟的逐步控制，饲料的需求也会逐步回升。

2.2. 中国的钾肥生产增长乏力，境外找钾势在必行

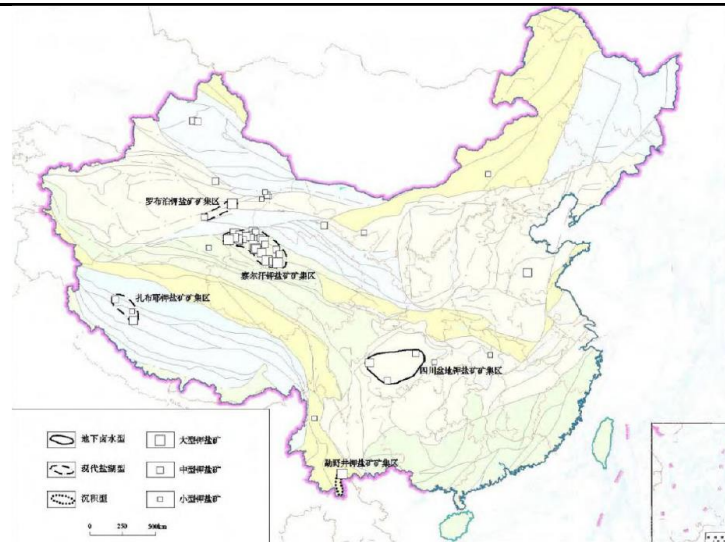
国土资源部信息中心鲍荣华等业内专家认为，我国的钾盐的基础储量可以满足 59 年的开采，但是经济可采储量只能满足 8 年的开采，我国应该保护性开采有限的钾盐资源，不再扩大钾肥的产能和产量。

2.2.1. 我国的钾肥主要是盐湖钾肥

钾肥属于我国严重短缺的 9 种矿产资源。据自然资源部最新统计数据，2018 年我国可溶性钾资源的查明资源量（以 KCl 计）比 2015 年的 10.73 亿吨下降了 5.3%；2018 年储量比 2015 年下降了 20.5%，下降幅度惊人。

中国钾盐资源主要分布于青海、新疆等地，青海的储量约占全国储量的 81.24%，新疆的储量约占全国储量的 15.33%。

图 12: 公司的股权架构示意图 (截止 2020 年 10 月)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我国的钾盐矿床类型可划分为现代盐湖型、地下卤水型和沉积型 3 个类型，其中现代盐湖型钾盐矿规模最大，其储量占全国总储量的 97.74%。我国的大中型钾盐矿床均分布于中国西北大型内陆干旱断陷盆地中，并沉积于盆地相对低洼处。代表性的矿区主要有青海格尔木地区和新疆罗布泊地区。

青海格尔木地区主要是氯化钾资源，查尔汗盐湖的氯化钾产能约占我国氯化钾产能

的 85%，且其余小的氯化钾产能也主要集中在青海。

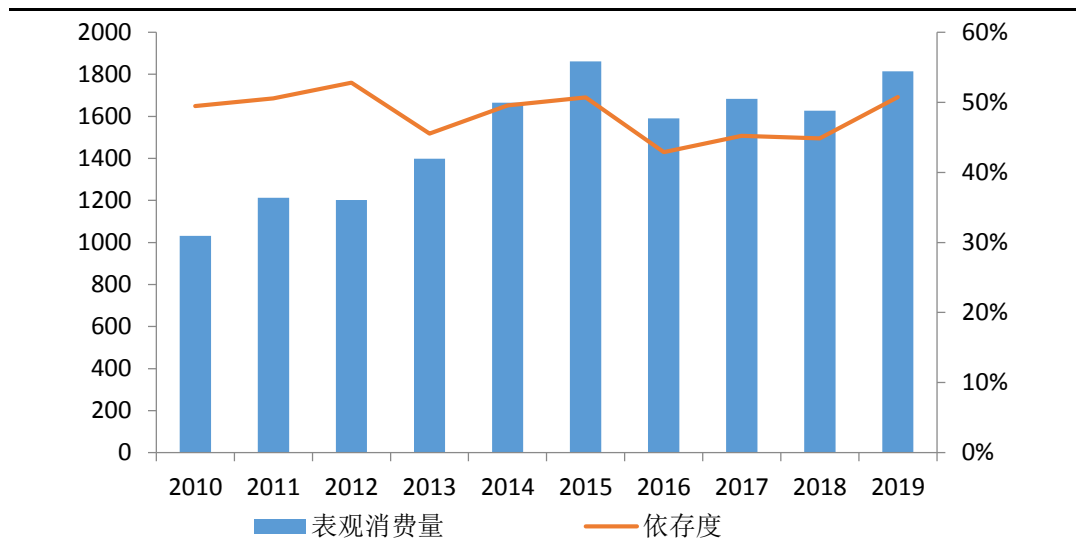
新疆罗布泊地区的钾盐资源主要是硫酸钾，国投罗钾（新疆罗布泊）的产能约占中国硫酸钾产能的 52%，其接近 200 万吨的产能远超其他小的硫酸钾企业。

境外的钾矿主要以固体钾为主，矿石品位含 K_2O 高达 15%~35%。盐湖型钾矿的 KCl 含量偏低，其中卤水钾盐矿一般含 KCl 为 10~20g/L。

2.2.2. 中国的钾肥缺口较大

2019 年，我国钾肥的产量 954.9 万吨，进口量 914 万吨，对外依存度 50%。

图 13：国内钾肥消费量和对外依存度（万吨，%）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

据百川盈孚的数据，2019 年我国钾肥产能 1392.5 万吨/年，产量大约 954.9 万吨。我国钾肥产能相对集中。盐湖股份、藏格控股和国投罗钾产能之和约占我国钾肥总产能的 66.79%。其中，氯化钾产能 860 万吨，盐湖股份和藏格控股氯化钾产能占比 87.21%；硫酸钾产能 532.5 万吨，国投罗钾资源型硫酸钾产能占比 33.80%。

令人担忧的问题在于中国的钾矿品位降低明显，产量增长乏力。据中国化工学会化肥专业委员会副秘书长亓昭英在《2017 年我国钾肥行业供需情况及发展趋势分析》文中提到，根据 2017 年在青海地区的 2 次调研结果，卤水采矿深度和品位较 2012 年相比均有较大幅度下降，这些变化导致了钾盐矿开采成本大大提高。

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。

中国是全球最大的钾肥进口国，正是因为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。目前青海部分地区已经出现钾肥生产增长乏力的情况，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。

2.2.3. 东南亚是目前中国钾盐走出去战略最有成效的区域

中国是一个钾盐资源匮乏的国家，但是全球钾肥生产呈现典型的寡头垄断的格局。钾肥价格一直受到国际寡头厂商的制约，对国家农业战略发展和粮食安全构成一定潜在风险。

2010年10月，国土资源部发布的《关于鼓励铁铜铝等国家紧缺矿产资源勘查开采有关问题的通知》将钾盐列为被鼓励开发的七种紧缺矿产之列。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。

2017年中央1号文件正式提出把农业“走出去”作为国家战略，我国政府大力支持企业“走出去”找钾、采钾。

针对钾肥供求失衡的矛盾，我国制定了钾肥供应“三分之一国产、三分之一进口、三分之一境外生产基地”的发展战略，到境外勘查开发资源、建设中资企业境外钾肥基地，成为解决我国钾肥短缺的重要途径之一。

根据中国无机盐协会统计，中资企业在境外寻找、接触的钾肥项目共34个、分布于12个国家。

老挝地处“一带一路”战略沿线核心区位，钾盐矿产资源丰富，是我国钾肥企业重要的境外投资基地之一。

老挝项目中目前仅有上市公司现有的东泰矿区钾肥项目及青岛东方铁塔股份有限公司持有的开元钾肥项目实现了稳定的规模化生产，现钾肥年产量合计约70万吨。

3. 老挝钾盐开发进入快车道，亚钾国际抢占先机

亚钾国际的钾盐矿在老挝甘蒙省，目前已经实现商业化生产。公司也制定了相对激进的扩张计划。

市场主要担心两点。首先是钾矿的技术可行性。这方面中科院梁光河教授有很多专题论述，我们不再赘叙。其次是经济可行性，目前亚钾以及毗邻的东方铁塔也有若干年的年报披露数据可以互相佐证。

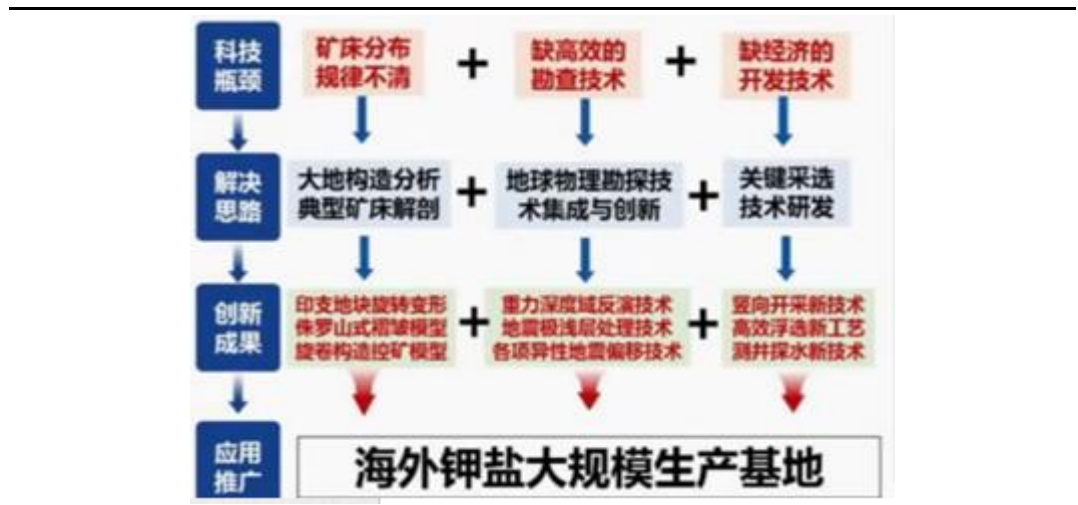
不仅如此，中农钾肥项目受到中老两国政府高度重视，被《中老经济和技术合作规划》列入重点合作项目。18年3月发改委原则同意将中农公司老挝钾肥项目纳入“一带一路”建设重大项目储备库和国际产能重点合作项目。

3.1. 老挝的钾盐矿开发有一定的复杂性

上世纪 50 年代，呵叻盆地就有发现钾盐资源，但是近 70 年也没有得到大规模的开发。

我们认为主要的原因在于呵叻盆地的地质构造较为复杂。这一地区的钾盐矿属于典型的海相蒸发岩沉积矿床，但是形成的规律包括富集成矿——改造再富集——后期破坏等多个过程。这一点和加钾、俄钾等钾盐矿层分布连续、产状相对平缓有很大的区别。西方的钾盐矿领域的工程专家在东南亚可能会遇到水土不服的问题。

图 14: 老挝钾盐矿开发过程中的主要难点以及对策



数据来源：梁光河，东吴证券研究所

以梁光河教授为代表的中国地质专家修正了传统的成矿后改造富集变形模式的认知，提出新的观点，认为印支地块和海南岛地块对偶邹华旋转运动控制了老挝钾盐成矿后的改造变形。并且借鉴国内比较成熟的重力勘探、地震勘探和伽马测井技术对钾盐矿进行精准定位，在认识钾盐矿的分布硅铝和控制因素方面，取得较好的效果。

开发方面，中农钾肥的工程专家从根本上解决了光卤石尾矿处理的世界级技术性难题，充填技术已获得中国专利并正在申请美国专利，为中农钾肥实现工业化量产创造了条件。

3.2. 中农钾肥的钾矿资源流转有序

3.2.1. 青海嘉西最早涉足甘蒙省钾盐勘探开发工作

中农国际钾盐开发有限公司的境内股东可以追溯到中农矿产资源勘探有限公司。2008 年 7 月，刘兴江、刘兴海和刘兴梅共同出资设立中农矿产。2009 年 4 月，中农矿产增资扩股，中农集团持股 10%。2009 年 6 月，中农矿产增资扩股，中农集团持股 31%，取得控制权。其后，经过多轮增资扩股，中农集团持股 41%。

中农矿产设立目的为开发老挝钾盐矿资源，并相继设立了老挝嘉西、中农钾肥和云南中农 3 个公司。中农钾肥和老挝嘉西分别负责东泰矿区和彭下-农波矿区的钾盐勘探

开发工作。

3.2.2. 东泰矿区目前处于生产阶段

刘兴江长期在青海从事钾盐生产工作,2006年3月刘兴江在青海发起青海嘉西钾盐开发有限公司。青海嘉西2006年5月与老挝政府签订《关于在老挝甘蒙省农波县和他曲县勘探钾盐矿的协议》,获得在老挝甘蒙省农波县和他曲县面积为84平方公里特许勘探权利。2006年10月,青海嘉西取得老挝能矿部地矿司颁发的84平方公里《普查许可证》(能矿部矿业司字第256号),有效期至2007年8月9日。

为了执行与老挝政府签订的勘探协议,经核准,2006年6月青海嘉西在老挝首都万象成立了全资子公司老挝嘉西。老挝嘉西成立后继承青海嘉西执行上述探勘协议权利,并于2007年10月取得该84平方公里的《勘探许可证》(能矿部矿业司字第030号),有效期至2009年10月23日。

2007年,中国科学院地质与地球物理研究所、中国科学院青海盐湖研究所和吉林大学地球探测科学与技术学院合作对84平方公里勘查区开展了综合地球物理探矿,发现了三个钾盐富集远景区,并选择东泰矿段面积35平方公里开展普查、详查。

2007年12月,中国地质科学院盐湖与热水资源研究发展中心编制了《老挝甘蒙省他曲县东泰钾盐矿区详查报告》,老挝嘉西于2008年7月向老挝政府提交了该详查报告,并经老挝能矿部组织的评审会审查通过。

2008年12月,中国地质科学院盐湖与热水资源研究发展中心编写了新版《老挝甘蒙省他曲县东泰钾盐勘查区详查报告》。根据该详查报告,东泰矿段35平方公里矿区的主矿产钾盐矿资源储量总量矿石量72,275万吨,折纯氯化钾10,215万吨,平均品位14.13%。该详查报告于2009年7月经我国国土资源部矿产资源储量评审中心组织的专家评审通过(国土资矿评咨【2009】37号)。

2008年7月,青海嘉西将其持有的老挝嘉西100%股权转让给当时属于同一实际控制人控制下的中农矿产。

2009年1月,老挝嘉西完成了84平方公里探矿权区域内35平方公里东泰矿段的普通勘查、详查、经济技术分析报告、环境影响评估报告等获得采矿权的前期工作。

2009年1月,老挝嘉西的母公司中农矿产与老挝政府签订了《关于在老挝人民民主共和国甘蒙省农波县和他曲县建立钾盐开采和加工的合同》,获得老挝甘蒙省农波县和他曲县35平方公里钾盐矿开采特准区。

为执行上述开采合同,09年5月,经老挝计划和投资部批准,中农矿产与两位老挝自然人Vileum LAOLY及Axing MAO在老挝工业与贸易部内部贸易司登记设立中农钾肥。

2009年6月，中农钾肥获得老挝能源与矿业部矿业司颁发的《开采许可证》，获得位于老挝甘蒙省农波县和他曲县面积为35平方公里开采特准区钾盐矿的采矿权。

2009-2010年，中农钾肥对已获得《开采许可证》的东泰矿段进行矿山建设，拟建设年产100万吨钾肥厂。为了进一步查明矿体的分布情况，并提供可靠的设计依据，实施了进一步的勘探工作。根据上述工作情况，11年5月河南省煤炭地质勘查研究院完成了《老挝甘蒙省他曲县农波钾镁盐矿东泰矿段勘探报告》的编制。14年7月，国土资源部矿产资源储量评审中心组织的专家评审通过该勘探报告，并出具了矿产资源储量审查意见书（国土资矿评咨【2014】12号）。

2014年5月，经老挝计划和投资部批准，农矿产将其中农钾肥90%股权转让给中农香港，2位老挝自然人将其持有中农钾肥10%股权转让给深富力。中农钾肥投资主体变更为中农香港和深富力。

3.2.3. 彭下-农波矿区目前处于探转采阶段

2008年2月，老挝嘉西与老挝政府签订了《在甘蒙省农波县和他曲县勘探钾盐矿补充协议》，老挝嘉西又获得在老挝甘蒙省农波县和他曲县面积为152.8平方公里特许勘探权利，并于2008年4月取得老挝能矿部地矿司颁发的152.80平方公里《勘探许可证》（能矿部矿业司字第088号），有效期至2010年4月17日。

中农钾肥获得东泰矿区35平方公里开采特准区钾盐矿的采矿权后，老挝嘉西在老挝甘蒙省农波县和他曲县境内拥有钾盐矿特许勘探权的特许勘探区域减少为201.8平方公里。2011年3月，老挝嘉西取得新的《矿物勘探许可证》（矿部矿业司字第326号），有效期至2013年2月28日。

2012年6月，老挝嘉西提交了《关于向老挝政府退还22平方公里特许勘探区的报告》，申请将拥有钾盐矿特许勘探权的201.8平方公里中的22平方公里退还给老挝政府。13年1月，老挝嘉西就拥有钾盐矿特许勘探权的179.8平方公里的特许勘探区获得了《初步可研许可证》（资环部地矿司字第84号），进入初步可行性研究报告审核阶段。

2014年5月，老挝嘉西申报的《老挝甘蒙省钾镁盐矿彭下—农波矿区200万吨钾肥项目初步可行性研究报告》获得评审通过，从而进入详细可行性研究报告的编制和审核阶段。

2018年11月，河南省煤炭地质勘察研究总院完成了《老挝甘蒙省他曲-农波县农波矿区彭下-农波矿段钾盐矿勘探报告》的编制，截至2018年3月，彭下-农波矿段179.80平方公里钾盐矿区的主矿产钾盐矿资源储量为总量总矿石量393,563.04万吨，折纯氯化钾资源量为67,739.25万吨，平均品位17.14%。2018年12月，国土资源部矿产资源储量评审中心组织对《勘探报告》进行了评审，并出具了《〈老挝甘蒙省他曲-农波县农波矿区彭下-农波矿段钾盐矿勘探报告〉矿产资源储量审查意见书》（国土资矿评咨【2018】1号）。

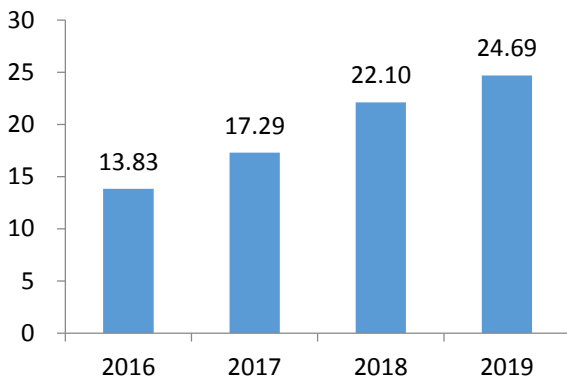
3.3. 钾盐项目的成本可控

2015年9月，刚刚接手中农国际时，东泰矿区的钾肥产能10万吨，在关联利益方未能就钾矿继续开发方案达成一致的背景下，中农国际依托自身力量，把钾矿的产能从10万吨提升到25万吨。

2020年4月，公司公告，建设老挝甘蒙省东泰矿区100万吨/年钾盐开采加工项目。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。计划投资23.75亿元，其中新建总投资15.71亿元，原资产净值7.54亿元。

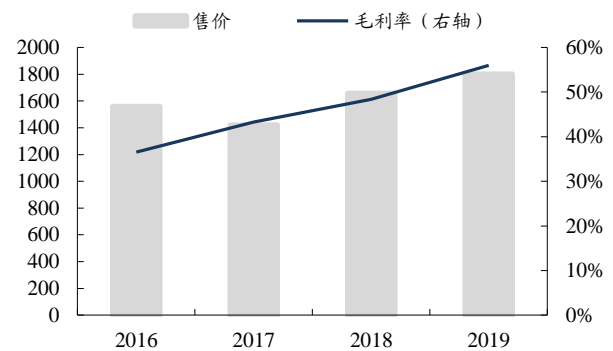
公司公告项目预计总投资237,455.32万元，包括新建总投资157,153.49万元，原资产净值75,369.33万元。项目建设期为2020年05月至2021年07月。

图 15: 中农钾肥的钾肥产量 (万吨)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16: 中农钾肥的钾肥价格和毛利率 (元/吨, %)

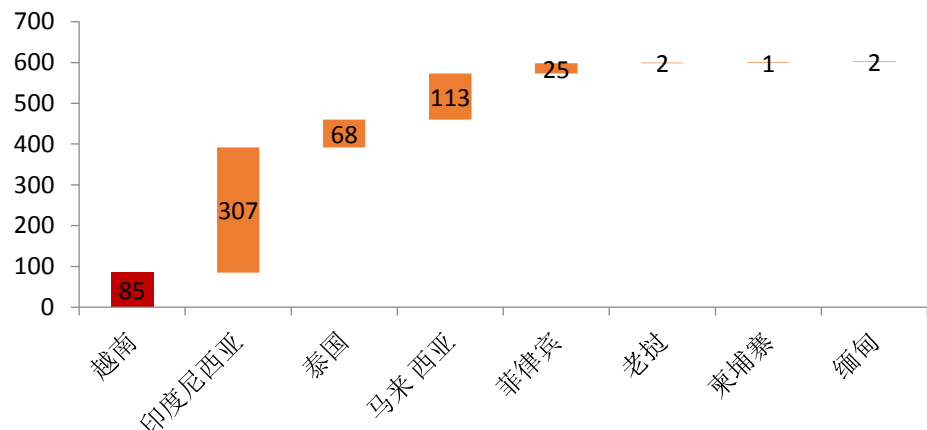


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 中农钾肥的扩产消化没有问题，盈利有改善空间

东南亚属于农业国，除了老挝外，其他国家的钾肥消费完全依赖进口。根据公司年报统计，东南亚地区国家（不含中国、印度及斯里兰卡）2019年钾肥进口量达到600万吨。

图 17: 2019 年部分东南亚国家钾肥进口量统计 (万吨)



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

公司的钾肥目前主要经过公路外运越南然后在东南亚分销，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。

公司目前的产品以粉钾为主，与结晶钾每吨价格相差 20-30 美元。

2020 年 4 月，公司公告，中农国际和 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》。合同包括两个内容，一个是钾盐项目 25 万吨/年产能装置的达产改造，一个是钾盐项目 25 万吨/年产能装置的提质改造，增加产品的附加值。

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。

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，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。

4. 盈利预测

4.1. 核心假设

假设甘蒙省东泰矿区 100 万吨/年钾盐开采加工项目 2021 年 7 月完工。

东泰矿区和彭下-农波矿区毗邻整合完毕后，东泰矿区最大可采能力可以达到 300 万吨/年，我们预计 2021 年中公司会同启动彭下-农波矿区开发工作。

2020 年钾肥价格参考 2020 年上半年东南亚钾肥价格，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。

2020 年海运、谷物等业务完成剥离，其他业务中仅剩余少部分贸易等业务，业绩占比较低。

表 2: 盈利预测拆分

业务	科目	2019A	2020E	2021E	2022E
钾肥	销量 (万吨)	24.69	25.00	58.75	100.00
	价格 (元/吨)	1801.55	1900.00	2200.00	2200.00
	营业收入 (百万元)	443.00	475.00	1292.50	2200.00
	毛利率	55.89%	39.47%	52.27%	54.55%
贸易等其他	营业收入 (百万元)	163	8.00	9.00	10.00
	毛利率	79.84%	79.84%	79.84%	79.84%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

4.2. 盈利预测与评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.71、3.24、6.12 亿元，EPS 分别达到 0.09 元，0.43 元和 0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 106X，23X 和 12X。考虑到公司钾肥业务即将大规模放量，钾肥格局和价格长期向好，公司未来成长性清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表 (参考 2021 年 3 月 12 日收盘价)

公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E			P/B (2021E)
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
云天化	146.13	7.95	0.08	0.32	0.39	96.20	24.99	20.33	3.23
华鲁恒升	608.21	37.39	1.51	1.24	1.77	24.79	30.18	21.07	4.06
新洋丰	250.99	19.24	0.50	0.71	0.88	38.55	26.91	21.87	3.71
平均值							27.36	21.09	
亚钾国际	75.24	9.94	0.05	0.09	0.43	181.57	105.58	23.20	2.05

数据来源: wind (可比公司估值数据参考 wind 一致预期), 东吴证券研究所

5. 风险因素

在建产能投产进度不及预期的风险。按照公司计划将于 2021 年 7 月 1 日实现 75 万吨/年钾矿的投产，当前境外疫情仍然存在不确定性，且矿区不在国内，投产进度存在不及预期的风险。

国际钾肥价格大幅下跌的风险。国际钾肥中，印度和中国的钾肥国际采购均采用长协订单模式，因此如果国际钾肥价格下跌，长协订单将承受较大压力。

亚钾国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	626	606	1,100	1,956	营业收入	605	483	1,302	2,210
现金	446	446	693	1,416	减:营业成本	359	294	624	1,008
应收账款	61	49	131	223	营业税金及附加	40	32	87	147
存货	64	59	202	220	营业费用	49	39	105	179
其他流动资产	55	52	74	98	管理费用	74	59	146	226
非流动资产	3,593	3,663	3,743	3,778	研发费用	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-5	-10	-11	-18
固定资产	770	812	967	1,033	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	57	95	30	9	加:投资净收益	8	8	8	8
无形资产	2,766	2,756	2,747	2,737	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	4,219	4,268	4,843	5,735	营业利润	94	79	359	676
流动负债	240	217	466	742	加:营业外净收支	-1	-0	-0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	94	79	358	676
应付账款	148	133	358	608	减:所得税费用	47	7	32	61
其他流动负债	92	85	108	134	少数股东损益	5	0	2	4
非流动负债	53	53	53	53	归属母公司净利润	41	71	324	612
长期借款	0	0	0	0	EBIT	80	65	341	644
其他非流动负债	53	53	53	53	EBITDA	138	155	449	773
负债合计	293	271	519	796	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	272	273	275	278	每股收益(元)	0.05	0.09	0.43	0.81
归属母公司股东权益	3,653	3,725	4,049	4,661	每股净资产(元)	4.83	4.92	5.35	6.16
负债和股东权益	4,219	4,268	4,843	5,735	发行在外股份(百万股)	757	757	757	757
					ROIC(%)	1.2%	1.8%	9.3%	18.1%
					ROE(%)	1.2%	1.8%	7.5%	12.5%
					毛利率(%)	40.8%	39.2%	52.1%	54.4%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	6.8%	14.8%	24.9%	27.7%
经营活动现金流	80	139	415	860	资产负债率(%)	6.9%	6.3%	10.7%	13.9%
投资活动现金流	246	-148	-179	-154	收入增长率(%)	43.8%	-20.2%	169.5%	69.8%
筹资活动现金流	2	10	11	18	净利润增长率(%)	3792.0%	53.7%	355.1%	88.6%
现金净增加额	329	-0	247	723	P/E	181.57	105.58	23.20	12.30
折旧和摊销	57	89	107	128	P/B	2.06	2.02	1.86	1.61
资本开支	117	70	81	35	EV/EBITDA	53.31	47.56	15.84	8.27
营运资本变动	-36	-2	2	143					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>