



产能扩张稳步推进，钾肥景气正当时

——亚钾国际(000893.SZ)首次覆盖报告

核心观点

全球钾肥行业迎来景气上行，价格持续上涨。今年以来，氯化钾国际价格持续上涨，尤其近半年连创新高。截至2021年12月24日，温哥华FOB现货价报627美元/吨，同比上涨206%，近半年涨幅为99%。钾肥的价格上涨主要是由于全球市场供需错配引起的。**需求方面**，农产品价格上涨，农业种植积极性增强。**供给方面**，国际钾肥巨头新增产能有限，另外海外疫情反复，导致海运运力紧张。白俄遭美国制裁，进一步增加了市场对钾肥供应紧缺的担忧。综合以上多方面因素，预计2022年全球钾肥市场价格或将维持高位，行业景气依旧。

亚钾国际专注钾肥业务，产能将迎来跨越式增长。**业务方面**，公司立足于亚洲，业务以钾矿开采、钾肥生产及销售为主。公司钾肥以海外业务为主，产品主要销售到东南亚市场。**产能布局方面**，公司目前产能为25万吨，2020年正式启动75万吨扩建项目，2021年年底正式投产。预计2022年可实现100万吨氯化钾产量规模。

量价齐升的背景下，公司或将创造更大利润。一方面，由于公司产量迎来快速增长，另一方面，2021年下半年全球钾肥市场高度景气，产品价格大幅上涨。在此背景下，公司业绩快速提升，2021年前三季度共实现营收4.29亿元，同比增长53.1%；营业利润1.52亿，同比增长391%。

资源优势为公司长远发展提供了坚实的基础。首先，公司是国内钾肥出海企业的领先者，在老挝拥有35平方公里钾盐矿藏，钾盐矿总储量10.02亿吨，折纯氯化钾1.52亿吨。另有约6.77亿吨氯化钾资源正在收购中。其次，老挝钾矿资源储备丰富，且采矿成本低、交通位置便利。依托资源优势，公司规划未来3-5年内打造300万吨产能，为长远发展奠定坚实的基础，向国际级钾肥供应商的发展目标稳步迈进。

投资建议

氯化钾国际价格持续上行，公司业绩有望持续增长。预期2021/2022/2023年公司营业收入分别为6.13/32.54/36.37亿元，归母净利润分别为8.07/11.40/13.05亿元（2021年含6.28亿元的非经常性损益）。结合行业景气上行和公司产量大幅提升，看好公司的发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

海外疫情反复、资产重组的不确定性、钾肥价格波动、汇率变动。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	363.17	613.28	3253.80	3636.60
增长率(%)	-40.01	68.87	430.56	11.76
归母净利润	59.62	807.49	1140.47	1305.05
增长率(%)	43.88	1254.48	41.24	14.43
EPS(元/股)	0.08	1.07	1.51	1.72
市盈率(P/E)	106.47	21.87	15.48	13.53
市净率(P/B)	1.71	3.91	3.12	2.53

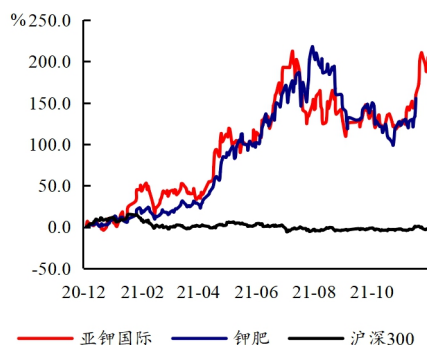
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为2021年12月24日收盘价23.33元

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 李子卓
 资格证书 S1710521020003
 电子邮箱 lizz@easec.com.cn
 联系人 丁俊波
 电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	756.90
流通A股/B股(百万股)	756.90/0.00
资产负债率(%)	11.71
每股净资产(元)	4.93
市净率(倍)	4.73
净资产收益率(加权)	0.47
12个月内最高/最低价	25.08/7.72

相关研究

正文目录

1. 公司：产能稳步扩张，钾肥业务逐渐夯实.....	3
1.1. 战略完美转型，产能快速提升.....	3
1.2. 亚钾国际第一大股东为中国农资集团.....	4
1.3. 业绩逐渐回暖，钾肥贡献主要利润.....	5
2. 行业：国际寡头垄断，国内依赖进口.....	9
2.1. 全球资源分布不均匀，行业形成寡头垄断格局.....	9
2.2. 全球消费稳定增长，部分地区进口依赖度高.....	10
2.3. 我国钾资源以盐湖为主，进口依存度高.....	12
3. 优势：抢占先机备产能，量价齐升创利润.....	13
3.1. 布局优质钾矿资源，老挝项目优势明显.....	13
3.2. 产量阶梯式增长，产能大跨步释放.....	16
3.3. 钾肥价格上涨，量价齐升将为公司创造巨大利润.....	18
4. 盈利预测.....	19
5. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1. 亚钾国际发展历程.....	3
图表 2. 亚钾国际近年产能增长趋势.....	4
图表 3. 亚钾国际股权结构示意图.....	5
图表 4. 2021 年前三季度营业收入同比增长 53%.....	6
图表 5. 2021 年前三季度扣非归母净利润 8868.66 万.....	6
图表 7. 近 5 年公司营业收入占比.....	7
图表 8. 近 5 年公司毛利润占比.....	7
图表 9. 2021 年前三季度三费占比下降 11 个百分点.....	8
图表 10. 公司近 5 年国内外市场营业收入占比.....	8
图表 11. 全球钾盐矿分布图.....	9
图表 12. 2020 年全球钾盐储量分布.....	10
图表 13. 2020 年全球氯化钾产量分布.....	10
图表 14. 2019 年全球主要钾肥生产企业产能.....	10
图表 15. 2019 年全球主要地区氯化钾表观消费占比.....	11
图表 16. 2015-2019 年全球主要地区钾肥进口量.....	11
图表 17. 2019 年全球各地区氯化钾进口占比.....	11
图表 18. 我国钾肥产能集中度较高.....	12
图表 19. 我国氯化钾主要进口国占比.....	13
图表 20. 我国氯化钾进口依存度高.....	13
图表 21. 呵叻盆地地质略图.....	13
图表 22. 中国企业投资老挝钾矿项目情况.....	14
图表 23. 亚钾国际他曲县泰矿区位置.....	15
图表 24. 中老铁路和十三号公路位置.....	16
图表 25. 2017-2020 年亚钾国际钾肥产量变化.....	17
图表 26. 亚钾国际产能扩建示意图.....	17
图表 27. 亚钾国际钾矿资源指标和产能情况.....	18
图表 28. 2021 年以来国际氯化钾价格持续上涨.....	18
图表 29. 全球农产品价格呈上涨趋势.....	19

1. 公司：产能稳步扩张，钾肥业务逐渐夯实

1.1. 战略完美转型，产能快速提升

亚钾国际前身为广州冷机，上市后深化布局海运、谷物贸易业务。亚钾国际投资（广州）股份有限公司的前身是广州冷机有限公司，于1998年10月在广州成立。1998年12月，广州冷机在深圳证券交易所上市交易，股票代码：000893.SZ。公司上市后通过股权置换转型油脂加工和国际贸易，先后成立江苏东凌物流有限公司、广州东凌贸易有限公司和江苏东凌港务有限公司，进一步深化布局海运、谷物贸易业务。

图表 1. 亚钾国际发展历程



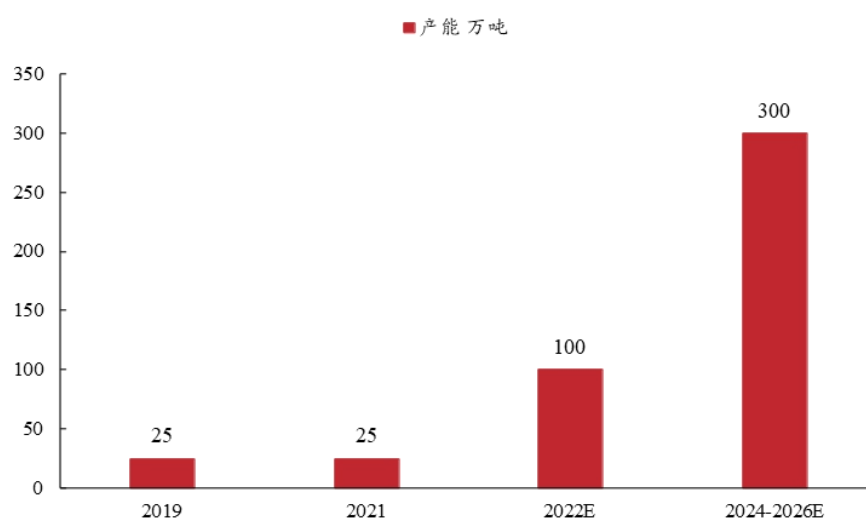
资料来源：公司公告、官网信息，东亚前海证券研究所

公司调整发展战略，逐步聚焦钾肥业务。公司2020年4月开始调整发展战略，目前已从谷物与船运贸易相结合的业务模式，转型为以钾矿开采、钾肥生产及销售为主的经营发展模式。截至2020年底，公司已完成业务转型，专注从事钾盐矿开采、钾肥生产及销售业务，钾肥业务营收占比99%以上。公司在2021年半年报中首次在合并报表中完全剔除贸易业务，顺利完成战略转型。目前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。

公司钾肥产能不断提升，致力于成为国际级钾肥供应商，为国内粮食

安全保驾护航。公司在现有 25 万吨/年钾盐生产装置稳产优产的基础上，于 2020 年 4 月正式启动了 25 万吨生产装置提质改造和 75 万吨扩建项目，预计 2021 年建设完工，届时可形成 100 万吨的国际标准晶体氯化钾规模。并且公司规划 3-5 年内打造 300 万吨产能，向国际级钾肥供应商的发展目标稳步迈进。随着中老铁路通车，将为公司反哺国内市场提供便利的交通运输条件，特别有利于对邻近老挝的云贵川等传统农业大省的钾肥产品输入，为保障我国粮食安全作出积极贡献。

图表 2. 亚钾国际近年产能增长趋势

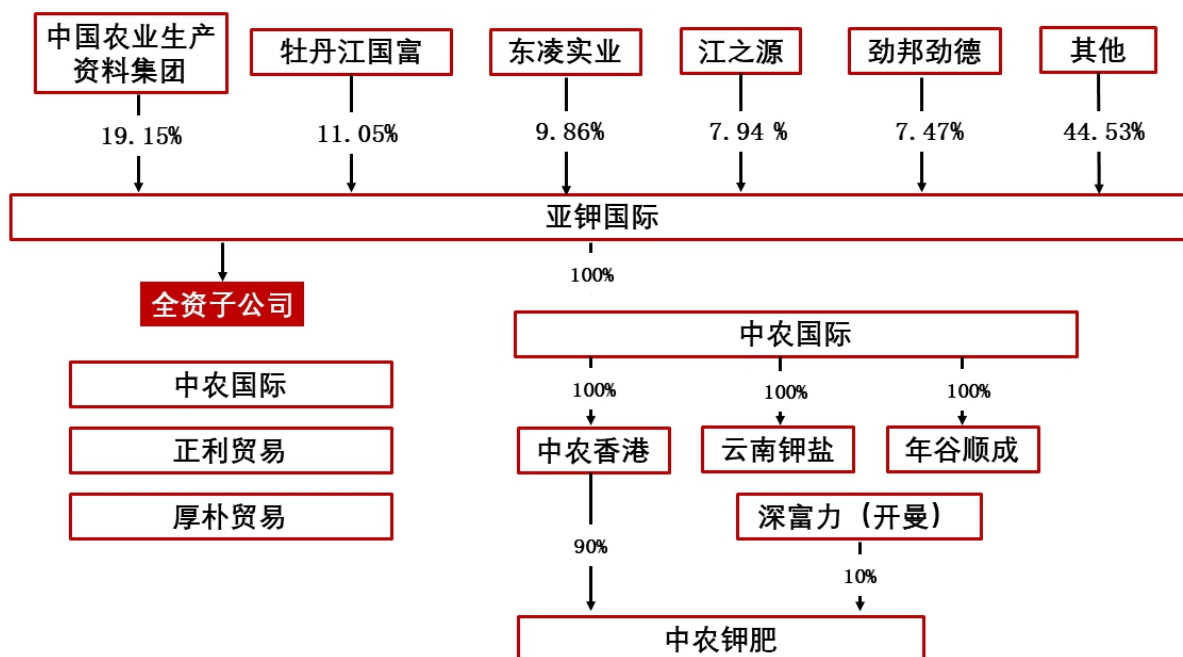


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 亚钾国际第一大股东为中国农资集团

亚钾国际的第一大股东是中国农业生产资料集团公司(简称“中国农资集团”)，持股比例 19.15%。公司股东中持股 5%以上的还有牡丹江国富投资中心（有限合伙）、广州东凌实业投资集团有限公司、新疆江之源股权投资合伙企业（有限合伙）和上海劲邦劲德股权投资合伙企业（有限合伙），分别持有公司 11.05%、9.86%、7.94%和 7.47%的股份。目前公司无控股股东、无实际控制人。

图表 3. 亚钾国际股权结构示意图



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

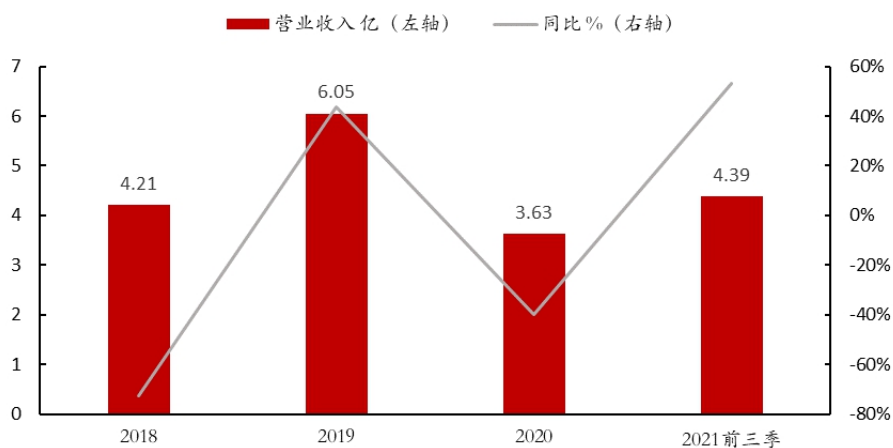
目前，亚钾国际旗下总共有 3 家全资子公司，分别为：中农国际钾盐开发有限公司、正利贸易有限公司、新加坡厚朴贸易公司。其中，中农国际旗下的 3 家全资子公司，分别为中农香港（SINO-AGRI MINING INVESTMENT CO., LTD.）、云南中农钾盐开发有限公司、海南年谷顺成农业科技有限公司。中农香港旗下有一家控股公司，即注册于老挝的中农钾肥有限公司（SINO-AGRI POTASH CO., LTD.）。

1.3. 业绩逐渐回暖，钾肥贡献主要利润

当前公司业绩逐渐回暖。营业收入方面，2021 年前三季度公司实现营业收入 4.39 亿元，同比增长 53%。2018-2020 年的营业收入分别为 4.21 亿、6.05 亿和 3.63 亿，同比增长分别为-73%、44%和-40%。

2020 年以前公司经营困难，业绩不佳。2018 年受中美贸易战以及国内农产品围绕“去库存、去剩余产能”的政策影响，公司海运和谷物贸易营收进一步下降。2019 年公司技改革新和科学管理改革初见成效，钾肥销售量同比增长 28.61%，营收同比增长 38.03%。2020 年受新冠疫情影响，公司老挝钾肥生产现场产生非正常停产近一个月时间，导致钾肥业务收入同比下降近 19%，进而导致当年业绩下滑。

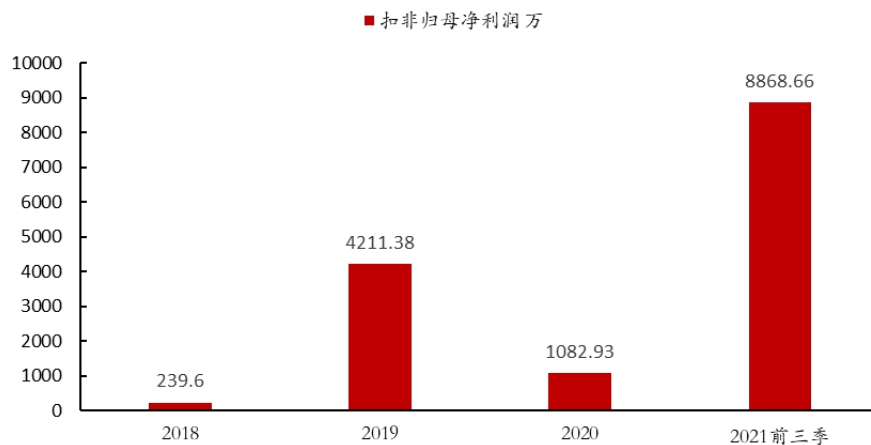
图表 4. 2021 年前三季度营业收入同比增长 53%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

战略转型后，今年归母净利润大幅增长，业绩步入上行通道。2021 年前三季度公司实现扣非归母净利润 8868.66 万元，同比增长为 1882%。2018-2020 年的扣非归母净利润分别为 400.29 万、4211.38 万和 1082.93 万。今年归母净利润的大幅增长源于公司业务逐渐稳定，业绩回暖，开始步入上行通道。

图表 5. 2021 年前三季度扣非归母净利润 8868.66 万

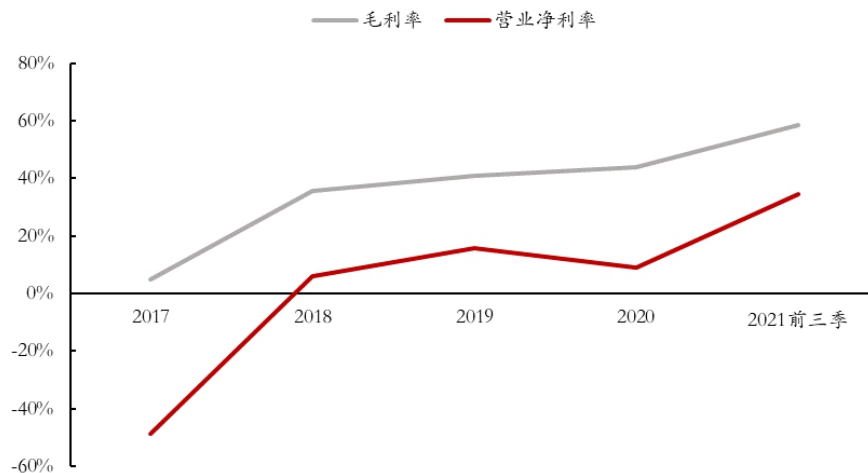


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

近 5 年公司销售毛利率和营业净利率稳步上升。毛利率方面，公司 2017-2021 前三季度分别为 5.0%、35.6%、40.8%、43.8%和 58.6%。近 4 年毛利率均值高达 45%，处于较高水平。营业净利率方面(扣非)，公司 2017-2021 前三季度分别为-48.8%、6.2%、15.6%、8.9%、34.7%，其中 2021

年前三季度增长明显，同比上涨约 24 个百分点。2020 年公司开始专注于钾肥业务，由于 2021 年国际疫情逐渐得到控制，国际钾肥价格持续上涨，公司钾肥毛利率和净利率都得到较大提升。

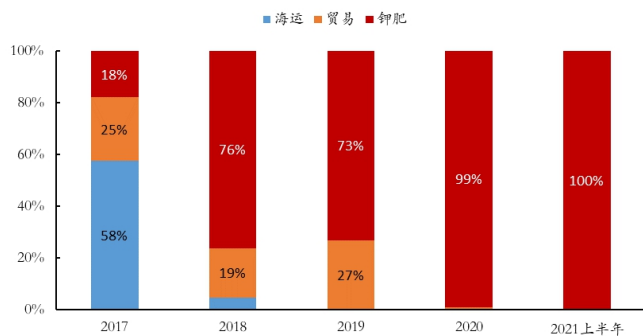
图表 6. 近 5 年公司毛利率和营业净利率稳步上升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

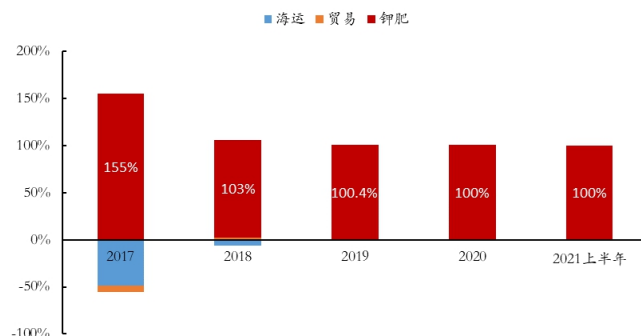
2020 年起，公司聚焦钾肥业务，毛利均为钾肥贡献。营业收入方面，2017 年公司的营收来源主要是海运和谷物贸易，分别占比 58%和 25%，钾肥仅占 18%。2018 年公司业务发生了明显的偏移，此时钾肥成为公司的最重要营收来源，占比 76%，而海运和谷物贸易则分别降为 5%和 19%。2019 年公司仅保留钾肥和谷物贸易两项业务，而钾肥营收占比依然高达 73%。在随后的时间里，公司全面聚焦钾肥业务。毛利润方面，近 5 年公司毛利润基本上均来源于钾肥的正向贡献，2017-2019 年，海运和谷物贸易大体处于亏损状态，2020 年开始，公司舍弃这两项业务。

图表 7. 近 5 年公司营业收入占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

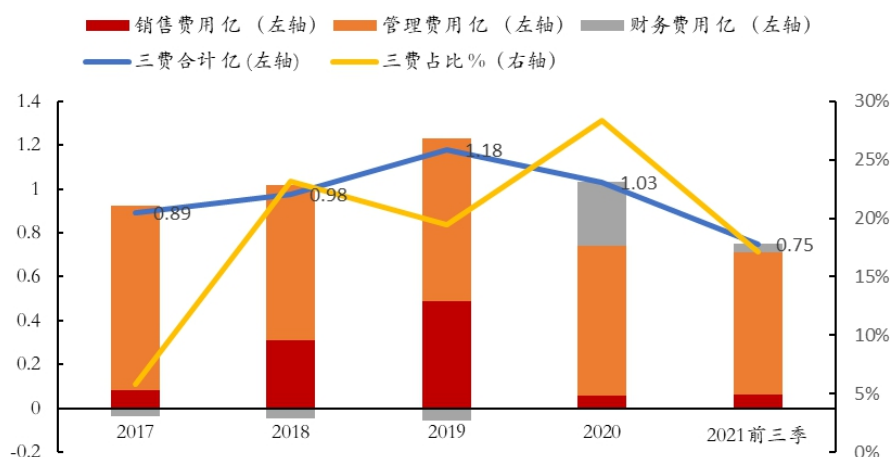
图表 8. 近 5 年公司毛利润占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

三费方面，2021 年前三季度三费占比下降 11 个百分点。2021 年前三季度公司三费累计为 0.75 亿元，同比减少 12%；三费占比为 17%，相比 2020 年全年下降了 11 个百分点。2017-2020 年的三费占比分别为 6%、23%、19%、28%，其中管理费用占比最高。2019 年起销售费用和管理费用都逐步下降，其中销售费用下降最为显著。销售费用下降的主要原因是公司聚焦钾肥核心业务，优化销售策略。

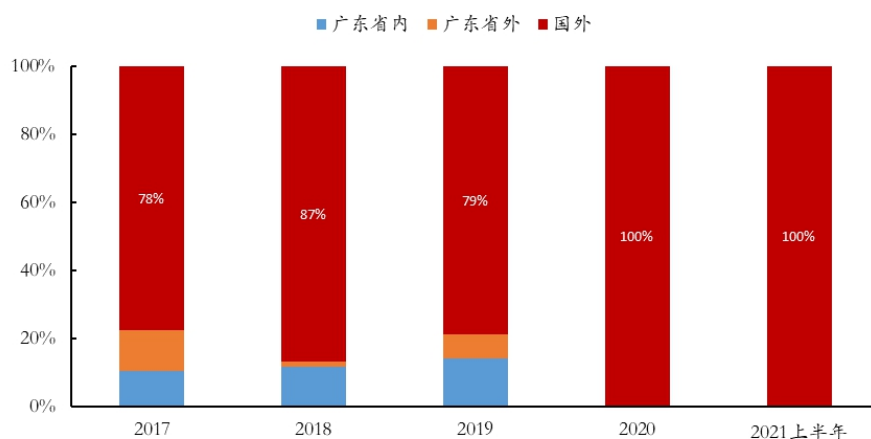
图表 9. 2021 年前三季度三费占比下降 11 个百分点



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司以国外市场为主，国外营收占比近 100%。2017-2019 年，国外市场营收占比分别为 78%、87%和 79%，国内市场的营收则主要来自于广东省内。2020 年开始至 2021 上半年，公司的营业收入全部来自国外市场。

图表 10. 公司近 5 年国内外市场营业收入占比



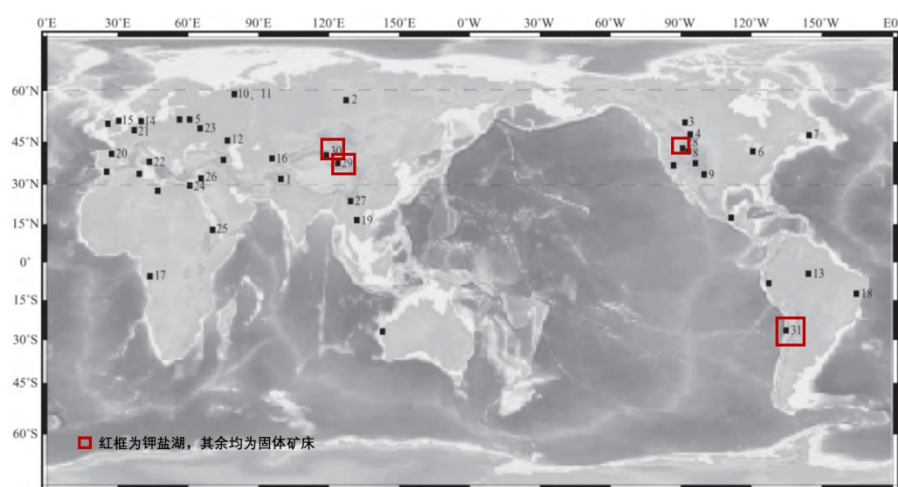
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 行业：国际寡头垄断，国内依赖进口

2.1. 全球资源分布不均匀，行业形成寡头垄断格局

全球钾盐储量丰富分布不均匀，大部分位于北半球。钾矿分为钾矿石和钾盐湖 2 种，钾矿石中氯化钾品位较高，属于富矿，而钾盐湖中氯化钾品位较低。世界钾盐开采以固体矿床为主，主要开采钾石盐(KCl)，少量开采光卤石($KCl \cdot MgCl_2 \cdot 6H_2O$)和钾盐湖。固体矿床方面，主要分布在加拿大、俄罗斯和白俄罗斯。加拿大拥有世界上最大的钾盐矿床，俄罗斯和白俄罗斯是世界钾盐第二大集中区。钾盐湖方面，主要分布在美国犹他、中国青海、新疆和智利。

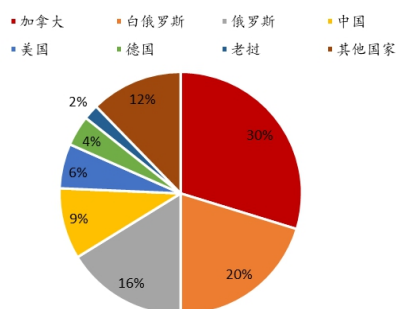
图表 11. 全球钾盐矿分布图



资料来源：《全球钾盐资源分布规律及其构造成因》毛翔，东亚前海证券研究所

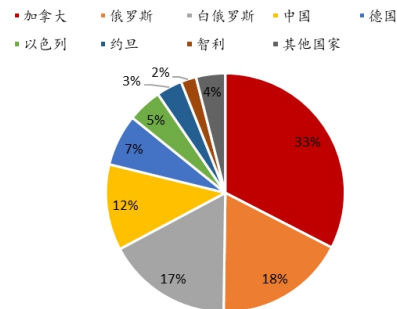
全球钾盐储量和产量主要集中于加拿大、俄罗斯和白俄罗斯三个国家。据 USGS(美国地质勘探局)统计数据显示，储量方面，全球钾盐储量超过 37 亿吨（地表约 1200 米以下，可开采的储量，折合 K₂O），主要分布在北美和东欧地区，其中加拿大、俄罗斯和白俄罗斯的储量分别占全球总量的 30%、20%、16%，合计占全球总量的 66%。产量方面，2020 年全球钾肥总产量 4300 万吨（折合 K₂O），其中加拿大、俄罗斯、白俄罗斯产量分别为 1400 万吨、760 万吨和 730 万吨，合计占全球总量的 68%。

图表 12. 2020 年全球钾盐储量分布



资料来源: USGS, 东亚前海证券研究所

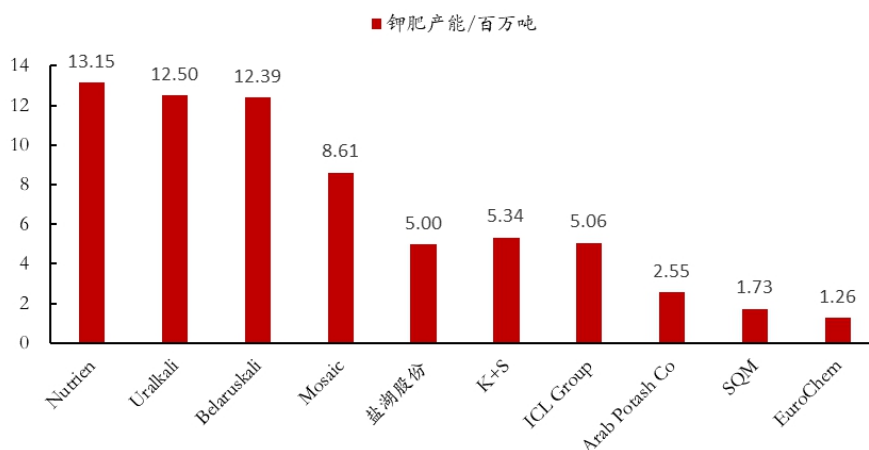
图表 13. 2020 年全球氯化钾产量分布



资料来源: USGS, 东亚前海证券研究所

供给方面, 钾肥行业集中度高, 寡头垄断头部效应明显。钾肥行业国际巨头强强联合, 头部效应明显。2013 年 BPC(Belarus Potash Company, 白俄罗斯钾肥公司)解体, 白俄罗斯 Balaruskali 公司宣布退出。2018 年加拿大 PotashCorp 和 Agrium 公司合并成为 Nutrien 公司。目前全球主要钾盐供应商主要有: 加拿大 Nutrien、俄罗斯 Uralkali、白俄罗斯 Balaruskali、美国 Mosaic 和我国的盐湖股份等。根据 Nutrien 和盐湖股份公告, 2019 年排名前 5 的企业产能合计达到 5165 万吨(实物量), 占全球主要钾肥生产国产能总量的约 70.5%。

图表 14. 2019 年全球主要钾肥生产企业产能



资料来源: Nutrien 公告、盐湖股份公告, 东亚前海证券研究所

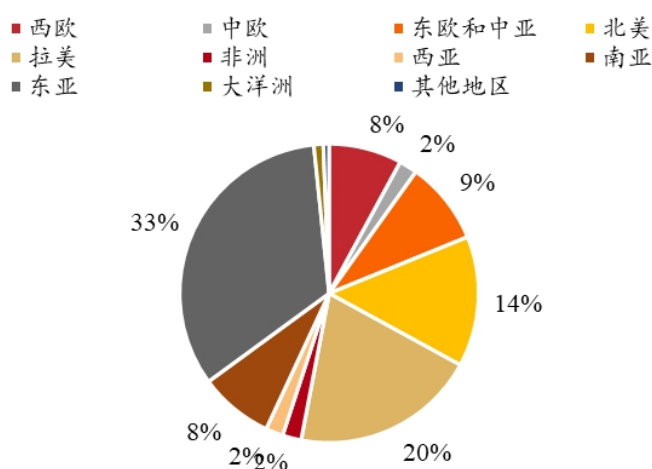
2.2. 全球消费稳定增长, 部分地区进口依赖度高

钾肥是农业种植中不可缺少的一种肥料。粮食作物方面, 施用钾肥可以增强作物的抗病、抗寒、抗旱、抗倒伏及抗盐能力, 改善作物产品品质, 提高粮食作物蛋白质的含量; 果蔬方面, 可调整水果的糖酸比, 增加其维生素 C 的含量; 改善果菜的色泽和口感, 增强其耐贮性。果蔬粮食等作物

均需要钾肥的施用，其中果蔬、玉米和水稻是钾肥主要下游需求，三项作物对钾肥的需求 占比分别约为 17%、15%和 12%。

全球氯化钾消费分布不均匀，东欧和中亚、非洲、拉美增长最快。2019 年全球氯化钾合计消费 6635.9 吨(实物量)。消费分布方面，主要集中在东亚、拉丁美洲和北美 3 个地区，三个区域占比总和为 67%。其中，中国、巴西、美国和印度是全球钾肥的主要消费国。**增长速度方面**，2014-2019 年东欧和中亚、非洲、拉美三个区域增长最快，分别为 100%、40%和 12%。这些地区钾肥消费的增长主要源于人口增长的刚性需求。

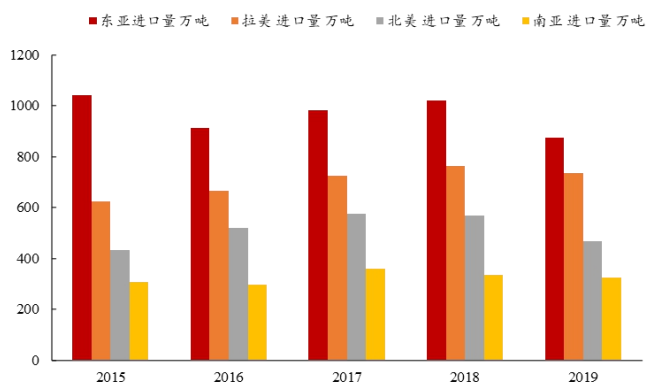
图表 15. 2019 年全球主要地区氯化钾表观消费占比



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

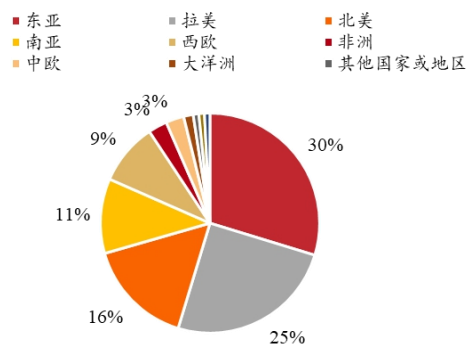
资源稀缺的拉丁美洲和东亚进口依存度最高。根据 Wind 数据，全球钾肥进口量最高的地区为东亚、拉丁美洲、北美、和南亚，其中 2019 年东亚与拉美钾盐进口量达 1609.6 万吨（折纯 K₂O），约占全球贸易的 55%。北美和南亚钾盐进口量达 466.6 万吨和 323.6 万吨，分别占全球进口量 16%、11%。

图表 16. 2015-2019 年全球主要地区钾肥进口量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 17. 2019 年全球各地区氯化钾进口占比

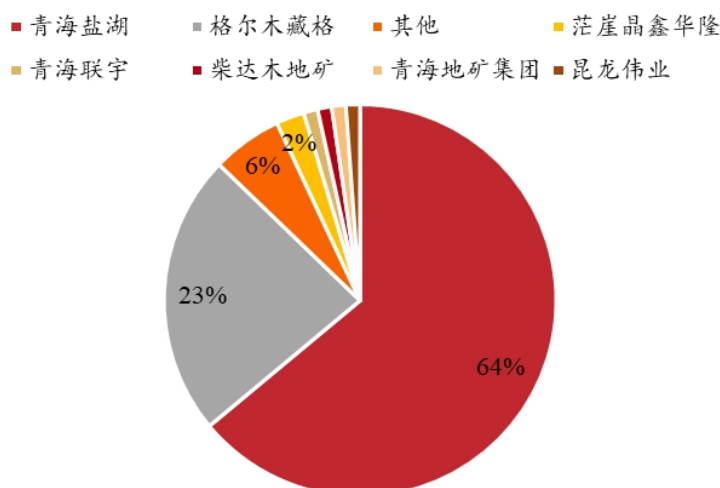


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.3. 我国钾资源以盐湖为主，进口依存度高

我国以钾盐湖为主，产能集中度高。我国目前以开采钾盐湖为主，只有云南勐野井钾盐矿是固体矿，但其储量很小，约 1198 万吨。国内企业产能集中度较高。2021 年我国氯化钾总产能为 860 万吨(实物量)，产能排名前二的企业分别为青海盐湖、格尔木藏格，两者产能总和占比约为 87%。其中盐湖股份产能占比为 64%，是我国最大的氯化钾生产商。

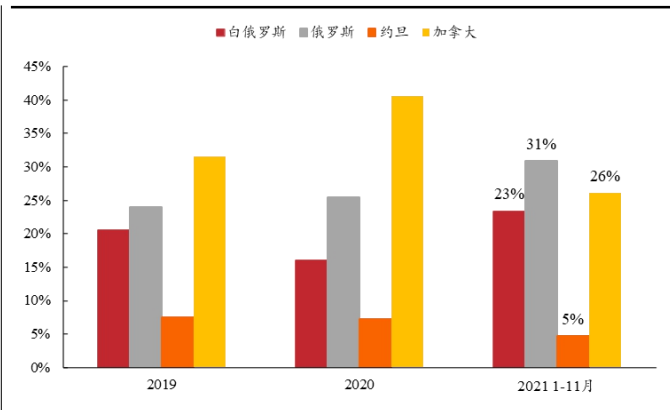
图表 18. 我国钾肥产能集中度较高



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

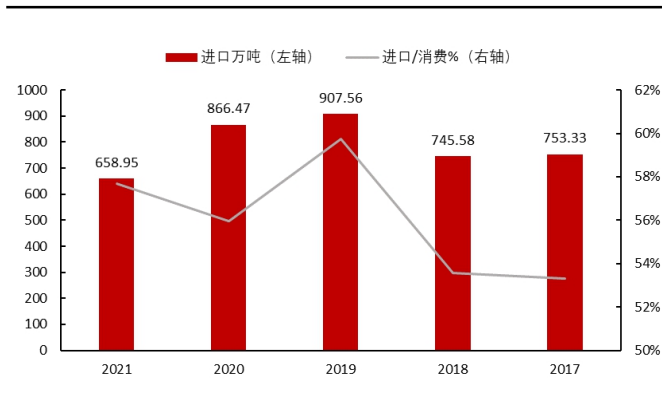
我国氯化钾依赖进口，国际市场对国内价格影响较大。从 2017 年-2020 年，我国氯化钾进口量占消费总比重分别为 53%、54%、60%和 56%。2021 年 1-11 月，国内氯化钾表观消费量为 1253.62 万吨，进口量占消费总比重的 58%。由于国内氯化钾产量不足以满足农业生产需求，我国不得不大量从国外进口。国内氯化钾的价格受国际市场影响较大。目前我国氯化钾进口国主要是俄罗斯、加拿大和白俄罗斯。2021 年 1-11 月，以上三个国家进口占比分别为 31%、26%和 23%。

图表 19. 我国氯化钾主要进口国占比



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 20. 我国氯化钾进口依存度高



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

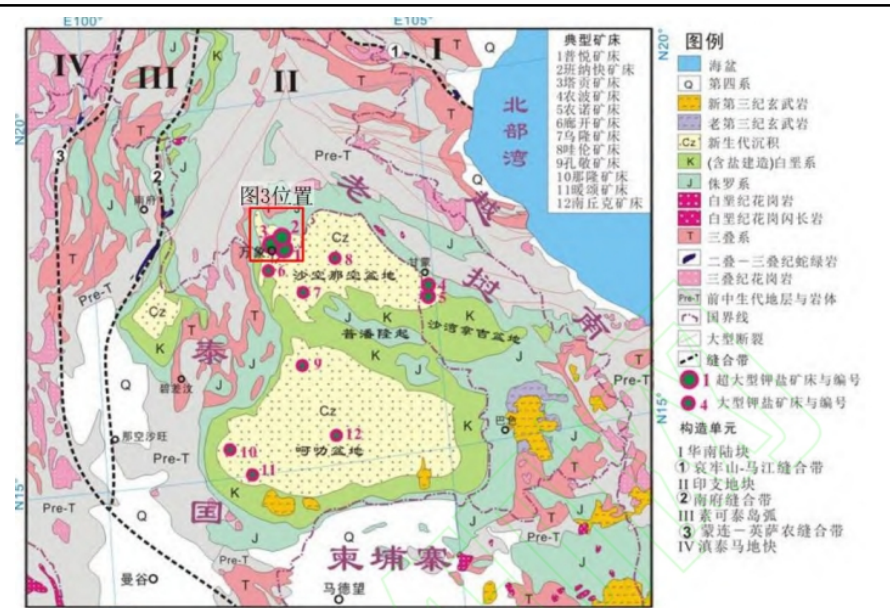
3. 优势：抢占先机备产能，量价齐升创利润

3.1. 布局优质钾矿资源，老挝项目优势明显

3.1.1. 老挝优质资源优势

老挝钾盐储量丰富，投资条件优越。资源方面，根据 USGS 的统计和最新勘探结果，全球资源量超过 50 亿吨(折纯 K₂O，下同)的含钾盆地有 6 个，其中呵叻盆地覆盖了老挝中部和泰国东北大部分地区。投资条件方面，老挝与我国外交友好、政治稳定，投资条件优越，十分适合中国企业寻找钾盐的投资机会。2004 年开始，我国在老挝开展钾盐勘探，共探明氯化钾工业储量约 80 亿吨，钾资源远景储量超过 100 亿吨，相当于中国总储量的 5 倍以上。

图表 21. 呵叻盆地地质略图



资料来源：《老挝万象凹陷钾盐矿床变形改造富集模式》梁光河，东亚前海证券研究所

中国钾肥企业出海老挝投资钾矿已取得一定进展。我国钾盐企业海外投资项目有 30 多个，其中老挝钾盐矿项目进展最快。目前至少有 10 家企业已经或拟在老挝进行钾盐矿勘探和开发，其中 4 家取得采矿证，分别是中寮矿业、中水矿业、中农国际(亚钾国际 100%股权收购)和开元矿业。由于工程技术和成本原因，取得采矿证的 4 家企业，中寮矿业和中水矿业目前已经停产。中农国际和开元矿业生产正常，目前产能分别为 25 万吨/年和 50 万吨/年。亚钾国际 75 万吨项目，预计 2021 年年底正式投产，届时老挝钾盐项目总产能将达到 150 万吨，其中 100 万吨为亚钾国际所有。

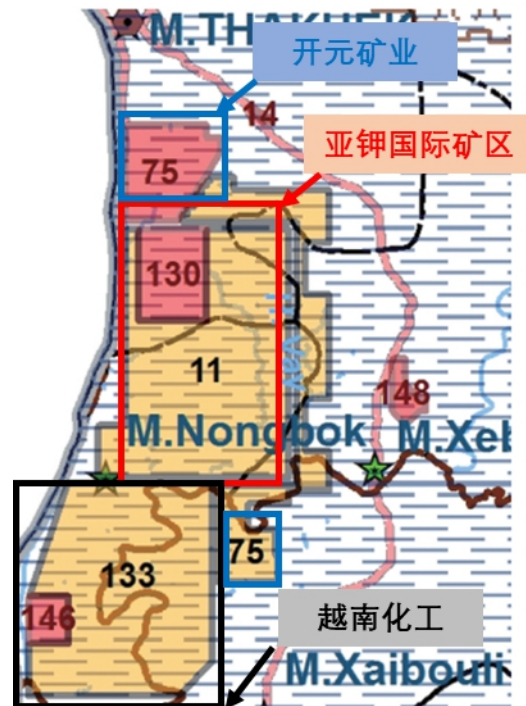
图表 22. 中国企业投资老挝钾矿项目情况

企业	采矿面积	项目情况
中寮矿业开发投资有限公司	2 张采矿证、78 km ² 开采区、860 吨钾盐矿储量 30 年的采矿权	2008 年 12 月，老挝万象盆地 50 千吨/年氯化钾中试项目试运行并生产出数百吨钾盐，后因在生产过程中竖井和主巷道出现工程技术问题而被迫停工至今
中国水电矿业(老挝)钾盐有限公司	共拥有老挝钾盐矿勘探权 3 个，总面积约 580 km ² ，并获得 2 张采矿证	2010 年 12 月，该公司年产 120 千吨氯化钾项目在老挝万象市纳塞通县举行开工典礼，采用注入热水抽取卤水进行开采，2013 年 6 月生产出第 1 批钾盐，2016 年在生产出上万吨钾盐后因成本过高而停工至今
中农矿产资源勘探有限公司(亚钾国际子公司)	老挝甘蒙省获得 84 km ² 的钾盐勘探权，后期根据勘探结果将探矿权扩大至 214 km ²	2016 年至今实际氯化钾产能约 250 千吨/年，是我国第 1 个海外钾盐资源开发项目，仍在稳定生产，并打算实施第 2 期 200 千吨/年氯化钾项目
老挝开元矿业有限公司	规划 194.8 km ² 的钾盐探矿权	2010 年 3 月正式动工建设一期工程氯化钾产能 500 千吨/年。2012 年 11 月 20 日试车，2017 年至今已形成氯化钾产能约 500 千吨/年，目前正常生产中

资料来源：《老挝超大型钾盐矿勘探方法》梁光河，东亚前海证券研究所

公司在老挝拥有优质的钾矿资源，并且不断扩充资源储备。亚钾国际在老挝的项目位于沙空那空盆地东缘的甘蒙地区，该项目是我国第 1 个海外钾盐资源开发项目。目前公司拥有 35 平方公里钾盐矿矿藏，钾盐矿总储量 10.02 亿吨，折纯氯化钾 1.52 亿吨。

图表 23. 亚钾国际他曲县泰矿区位置



资料来源：《老挝钾盐勘探开发历史回顾及经验教训分析》梁光河，东亚前海证券研究所

另一方面，公司正在积极扩大钾矿资源储备，有望成为亚洲单体最大钾肥资源量企业。2021年7月公告称，公司拟投资17.64亿元收购北京农钾资源科技有限公司(农钾资源)56%股权。通过本次交易，上市公司将取得与现有东泰矿段同属农波矿区的彭下-农波矿段，矿段直接相连，便于实施统一的开采、建设和管理。若本次交易完成，公司将拥有钾盐矿产214.8平方公里，钾盐矿矿石总量约49.37亿吨，折纯氯化钾约8.29亿吨。届时亚钾国际将成为亚洲单体最大钾肥资源量企业。根据公司9月10日公告，截至目前，本次交易正在继续有序推进。

3.1.2. 地理位置优越

首先，优越的地理位置有益于公司产品的推广和销售。公司钾肥资源位于“一带一路”沿线国家的老挝，东连越南、南接柬埔寨、西邻泰国、北靠中国，隔海马来西亚、印尼等缺钾国家。靠近我国市场，具有较强的区位优势。

图表 24. 中老铁路和十三号公路位置



资料来源：新华网、公司公告，东亚前海证券研究所

其次，便捷的交通有利于公司成本的降低。一方面，矿区东侧有连接柬埔寨和越南的重要交通干线 13 号公路。另一方面，2021 年 12 月 15 日中老铁路竣工、通车。这条铁路开通后，除直接利好钾肥回国销售以外，也将有助于降低亚钾国际老挝钾盐工厂物资采购运输成本以及老挝工厂的人力资源管理成本。依托区位优势 and 交通便利，公司以东南亚地区为核心目标市场，市场潜力巨大。

3.1.3. 成本优势

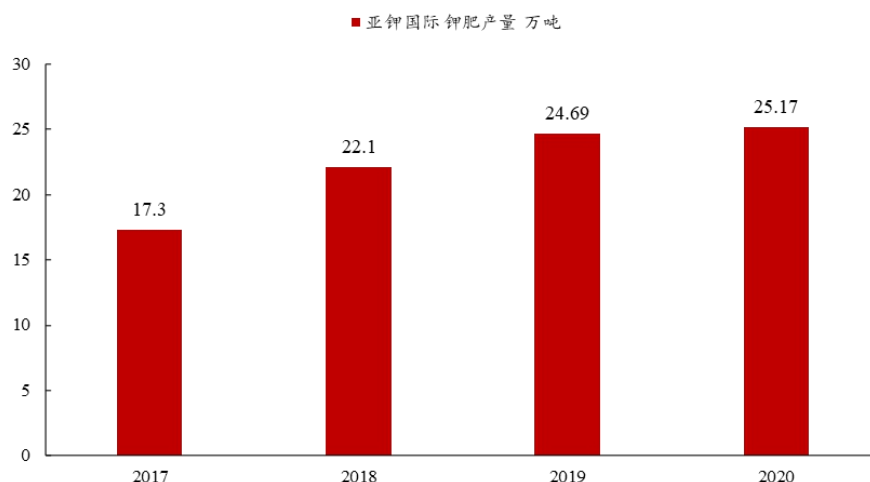
相比国内盐湖和海外钾矿，老挝钾矿成本优势显著。钾矿开采的成本主要包括原料和辅助材料、动力与燃料费，人工成本。相对国内的盐湖，老挝的固体钾矿更易于提取，更具有成本优势。一方面，相对加拿大钾矿、俄罗斯钾矿，公司的老挝钾矿平均埋藏在 180-220 米，开采成本相对较低；同时厚度大，可以多层开采，也能降低成本。另一方面，老挝钾矿项目贴近消费市场，具有运输成本优势。根据 2020 年公司年报，我们计算了亚钾国际钾肥业务的生产成本为 850.6 元/吨。

3.2. 产量阶梯式增长，产能大跨步释放

亚钾收购后积极扩建和技改，产量逐步增长。2015 年 7 月，亚钾国际发起并购，向中农集团等十家发行对象购买中农国际 100% 的股权。当时中农国际的钾矿产能为 10 万吨/年。收购后，亚钾国际积极通过扩建提高产能至 25 万吨/年，通过技改提高产量。2017-2020 年间，公司产量不断增长。

截至 2020 年，产量达到 25.17 万吨，相比 2017 年的水平增长了 45.5%。

图表 25. 2017-2020 年亚钾国际钾肥产量变化



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

未来产能将大跨步释放。2021 年公司启动 75 万吨/年新扩建项目。截至 2021 年 9 月，公司老挝钾盐项目 25 万吨/年改建技改项目已经完成，单日产产量基本稳定在 1000 吨左右；75 万吨/年新扩建项目处于调试阶段，预计年底达产，达产后公司将拥有 100 万吨/年产能。

图表 26. 亚钾国际产能扩建示意图



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

产能远期规划达 300 万吨。公告显示，公司规划在 3-5 年内至少形成 300 万吨的钾肥产能，此次达产后将尽快启动第二个百万吨建设。

图表 27. 亚钾国际钾矿产资源指标和产能情况

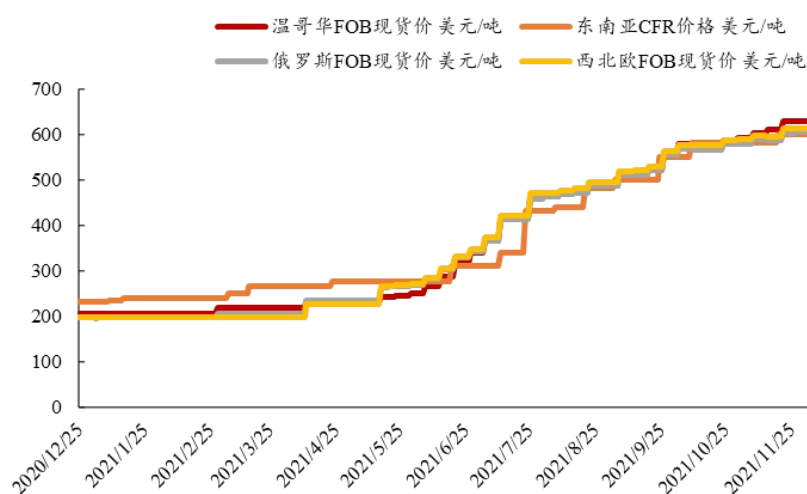
位置	面积 (平方公里)	钾盐矿 (亿吨)	折纯氯化钾 亿吨	产能 (万吨)	扩充后产能 (万吨)	投产时间
老挝甘蒙省东他曲县泰矿区	35	10.02	1.52	10	100	2021 年底
老挝甘蒙省彭下-农波钾盐矿	179.8	39.35	6.77	收购中	200	2024-2026 年

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 钾肥价格上涨，量价齐升将为公司创造巨大利润

今年以来氯化钾国际价格持续上涨，尤其近半年连创新高。截至 2021 年 12 月 24 日，东南亚 CFR 价格报 600 美元/吨，同比上涨 161%，近半年涨幅为 94%；温哥华 FOB 现货价报 627 美元/吨，同比上涨 206%，近半年涨幅为 99%；俄罗斯 FOB 现货价报 609.5 美元/吨，同比上涨 209%，近半年涨幅为 86%；西北欧 FOB 现货价报 615.5 美元/吨，同比上涨 213%，近半年涨幅为 86%。

图表 28. 2021 年以来国际氯化钾价格持续上涨



资料来源：百川盈孚、Wind，东亚前海证券研究所

农产品价格高企，种植积极性增加，钾肥需求增长。2020 年至今，全球玉米、小麦、大豆等主要农业产品期货价格多数呈上涨趋势。其中，2021 年年初至今玉米、小麦和大豆国内期货结算价同比分别上涨 2%、10%、10%；CBOT 期货结算价同比分别上涨 35%、29%、6%，并且仍处于上行通道。全球经济复苏，农产品价格上涨，种植积极性增加，带动钾肥的需求上涨，为公司业绩提升带来量的支撑。

图表 29. 全球农产品价格呈上涨趋势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

出口国白俄罗斯遭制裁，全球市场供需错配。近期美国和欧盟分别公布了对白俄罗斯的制裁。美国专门针对钾肥的出口，要求立陶宛禁止白俄罗斯的钾肥通过其港口出口。由于白俄罗斯是内陆国，白俄企业的大量产品都要通过铁路运输至立陶宛港口出口。白俄罗斯是钾肥生产大国，2020年出口占全世界总量的17%。美国对白俄的制裁或将会导致全球市场供应进一步紧缺。供给减少的情况下，氯化钾国际价格有望高位运行。

新增产能有限，全球钾肥供给进一步趋紧。根据各公司公告，2020年全球氯化钾新增产能502.5万吨，同比增长7.0%。由于近几年，俄罗斯和加拿大多个矿产到期关闭，产能有所下降。产能的新增速度跟不上淘汰速度，因此导致全球钾肥供给进一步趋紧。其中，Mosaic 年报未有提及新增产能；Nutrien 公司新增500万吨，但落地时间不确定；Uralkali 公司新增650万吨，预计2030年完成投产。

公司产能即将备齐，明年氯化钾量价齐飞，公司业绩有望创新高。产量方面，2021年底公司氯化钾将达到100万吨/年的生产能力。价格方面，根据公司公告，截至2021年12月24日，东南亚地区钾肥CFR价格已达到600美元/吨，折合人民币3828元/吨（美元兑人民币汇率按6.38）。在产量上涨和价格上升的背景下，公司钾肥业务业绩有望快速增长。

4. 盈利预测

2021年下半年以来，亚钾国际的主营产品价格均迎来了上涨周期，公司业绩全面提升。我们假设：（1）价格方面，由于行业持续景气，公司主

营产品钾肥国际价格维持高位运行；（2）产量方面，假设公司 2021 年维持 25 万吨产量。2022、2023 年产量达到 100 万吨。（3）直接材料等生产成本按每年 5%增速增长。钾肥的生产成本包括，直接材料、直接人工、制造费用、燃料动力、运输费。

由于公司抢占先机备齐产能，钾肥价格上涨行业迎来景气上行，预计公司未来几年业绩仍然表现优秀。结合公司新项目的投产，预期 2021/2022/2023 年公司的营业收入分别为 6.13/32.54/36.37 亿元，归母净利润分别为 8.07/11.40/13.05 亿元。其中 2021 年归母净利润包含 6.28 亿非经营性损益。该部分为公司与中农集团等十方的纠纷案赔偿，目前已处理完毕，赔偿已全部到位。归母净利润对应 EPS 分别为 1.07/1.51/1.72 元，以 2021 年 12 月 24 日收盘价 23.33 元为基准，对应的 PE 为 23.07/16.33/14.27。结合行业景气度，看好公司的发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

海外疫情反复、资产重组的不确定性、钾肥价格波动、汇率变动。

1、海外疫情反复：受到老挝疫情反复影响，生产正常运行存在一定风险。工作人员入境受限，将会影响公司生产。公司以“小批量、多频次”的方式解决上述人员入境受限问题。

2、资产重组的不确定性：重大资产重组事项是否能够顺利完成存在不确定性的风险。

3、钾肥价格波动：受国际钾肥供需调整、大宗商品价格变动等影响，存在钾肥价格波动风险。

4、汇率变动：公司在项目建设和日常经营活动中涉及美元业务交易，人民币对美元的汇率变动可能带来汇兑风险，给公司的经营带来不确定性。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	363	613	3254	3637
%同比增速	-40%	69%	431%	12%
营业成本	204	218	917	963
毛利	159	395	2337	2674
%营业收入	44%	64%	72%	74%
税金及附加	32	47	251	294
%营业收入	9%	8%	8%	8%
销售费用	6	10	53	59
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	68	100	534	609
%营业收入	19%	16%	16%	17%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	29	-2	-6	-11
%营业收入	8%	-0%	-0%	-0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	0	0	1	1
投资收益	5	8	43	48
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	2	2
营业利润	32	248	1549	1773
%营业收入	9%	40%	48%	49%
营业外收支	49	628	0	0
利润总额	81	876	1549	1773
%营业收入	22%	143%	48%	49%
所得税费用	20	44	374	428
净利润	61	832	1176	1345
%营业收入	17%	136%	36%	37%
归属于母公司的净利润	60	807	1140	1305
%同比增速	44%	1254%	41%	14%
少数股东损益	2	25	35	40
EPS (元/股)	0.08	1.07	1.51	1.72

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.08	1.07	1.51	1.72
BVPS	4.91	5.97	7.48	9.20
PE	106.47	21.87	15.48	13.53
PEG	2.43	0.02	0.38	0.94
PB	1.71	3.91	3.12	2.53
EV/EBITDA	52.20	59.22	10.11	8.17
ROE	2%	18%	20%	19%
ROIC	1%	5%	19%	18%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	346	1167	2145	3380
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	23	43	237	256
存货	74	64	273	296
预付账款	15	13	56	60
其他流动资产	149	132	628	745
流动资产合计	607	1419	3340	4737
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	785	855	914	975
无形资产	2755	2745	2734	2724
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	11	11	11	11
其他非流动资产	159	147	144	143
资产总计	4318	5178	7144	8589
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	138	135	552	597
预收账款	0	10	41	42
应付职工薪酬	11	9	39	42
应交税费	40	62	323	370
其他流动负债	16	16	67	72
流动负债合计	205	232	1022	1123
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	72	72	72	72
其他非流动负债	43	43	43	43
负债合计	320	348	1138	1238
归属于母公司的所有者权益	3714	4521	5662	6967
少数股东权益	283	308	344	384
股东权益	3997	4830	6006	7351
负债及股东权益	4318	5178	7144	8589

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	105	273	1016	1270
投资	0	0	0	0
资本性支出	-163	540	-80	-83
其他	-5	8	43	48
投资活动现金流净额	-168	548	-38	-35
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-4	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-4	0	0	0
现金净流量	-99	820	979	1234

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>