

亚钾国际 (000893.SZ)

100万吨改扩建项目达产，受益钾肥量价齐升

买入

核心观点

2021年业绩符合预期，营收利润环比高增。2021全年营收8.33亿元（+129.4%），归母净利润8.95亿元（+1401.4%），扣非归母净利润2.90亿元（+623.5%），主要由于公司收到诉讼补偿款及违约金合计6.26亿元，计入营业外收入。Q1-Q4单季营收分别为1.25/1.04/2.09/3.94亿元，扣非归母净利润分别为0.17/0.12/0.60/2.00亿元。公司全年毛利率达到65.24%，同比提高21.46pp，为历史最好水平。

100万吨/年钾肥改扩建项目达产，钾肥量价齐升公司充分受益。公司2021年完成25万吨生产装置提质增效技改，75万吨钾盐扩建改造项目于9月启动投料试车，12月转入正式生产，截至2022年3月底已完全达产，日产量超过3000吨。目前公司钾肥业务收入占比达到100%，2021年全年营收8.33亿元（+129.4%），产量33.2万吨（+31.9%），销量35.0万吨（+48.9%），均价2343元/吨（+55.6%），毛利率65.2（+21.5pp）。

钾肥海外供给不可抗力频发，公司钾肥在东南亚销售具备价格弹性。白俄罗斯、俄罗斯占全球钾肥供给37%，由于被制裁及地缘冲突导致钾肥出口受限；同时随着粮食、大宗商品等价格上涨，全球钾肥价格大幅上涨。2021年公司海外收入占比达到71.6%，主要销往东南亚地区，东南亚是全球钾肥主要消费市场之一，目前价格在670-750美元/吨CFR，高于国内590美元/吨CFR，公司钾肥在东南亚销售具备更大价格弹性。

持续推进彭下-农波钾盐矿收购工作，扩大钾盐矿资源储备。公司现有老挝甘蒙省35平方公里钾盐采矿权，总储量10.02亿吨，折纯氯化钾1.52亿吨。正在推进老挝甘蒙省农波县彭下-农波村地区179.8平方公里钾盐矿的收购工作，与现有钾盐矿区相连，总储量约39.35亿吨，折纯氯化钾约6.77亿吨。公司计划3-5年内将产能提升到300万吨以上，打造世界级钾肥供应商。

风险提示：局部区域冲突、传染疫情等系统性风险；钾肥新增产能建设进度可能低于预期；钾肥价格过高导致下游需求低于预期等。

投资建议：维持2022-2023年盈利预测，维持“买入”评级。

维持2022-2023年并新增2024年盈利预测，预计2022-2024年归母净利润15.3/17.8/22.0亿元，同比增速71/17/23%；摊薄EPS=2.02/2.35/2.90元，当前股价对应PE=17/15/12x。公司老挝100万吨/年钾肥改扩建项目顺利达产，充分受益钾肥行业高景气度，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林
010-88005379

证券分析师：薛聪
010-88005107/0755-81981378

yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	34.43元
总市值/流通市值	26064/26064百万元
52周最高价/最低价	39.35/10.50元
近3个月日均成交额	566.03百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《亚钾国际(000893.SZ)-海外钾肥供给存在不确定性，公司迈向世界级钾肥供应商》——2022-03-21

盈利预测和财务指标

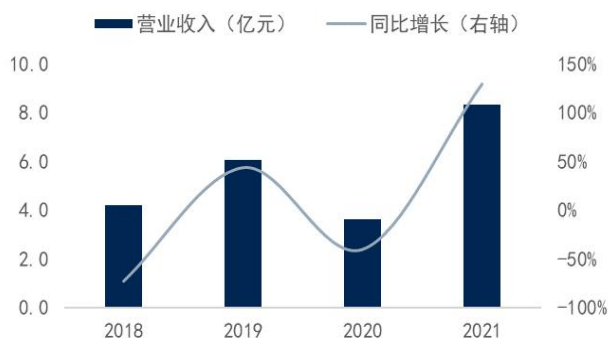
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	363	833	3,550	4,106	5,820
(+/-%)	-40.0%	129.4%	326.2%	15.7%	41.7%
净利润(百万元)	60	895	1527	1781	2196
(+/-%)	43.9%	1401.4%	70.6%	16.6%	23.3%
每股收益(元)	0.08	1.18	2.02	2.35	2.90
EBIT Margin	14.6%	47.1%	57.0%	58.5%	50.8%
净资产收益率(ROE)	1.6%	19.4%	25.2%	23.0%	22.3%
市盈率(PE)	437.1	29.1	17.1	14.6	11.9
EV/EBITDA	239.6	58.7	11.5	9.7	7.9
市净率(PB)	7.02	5.65	4.30	3.36	2.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

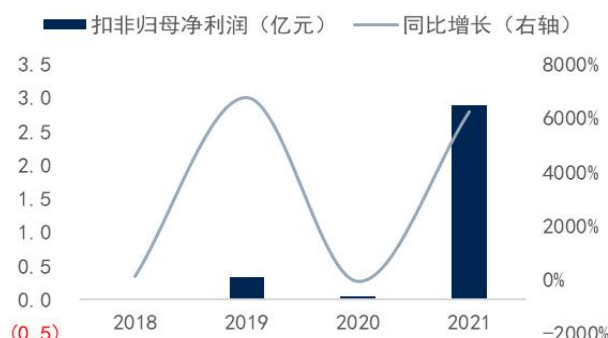
2021 年业绩符合预期，营收利润环比高增。2021 全年营收 8.33 亿元（+129.4%），归母净利润 8.95 亿元（+1401.4%），扣非归母净利润 2.90 亿元（+6232.5%），主要由于收到中农国际等十方的业绩补偿款等合计 6.26 亿元，并计入营业外收入。公司全年毛利率达到 65.2%（+21.5pp），扣非净利率达到 34.8%（+33.5pp），均为历史最好水平。公司 100 万吨/年钾肥改扩建项目 2021 年顺利投产，全年分季度业绩稳步增长，Q1-Q4 单季营收分别为 1.25/1.04/2.09/3.94 亿元，扣非归母净利润分别为 0.17/0.12/0.60/2.00 亿元。

图1：亚钾国际营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

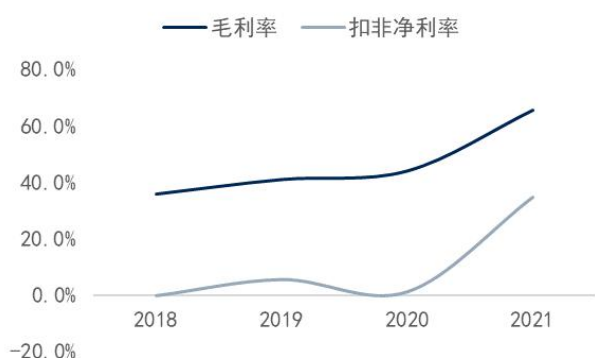
图2：亚钾国际扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

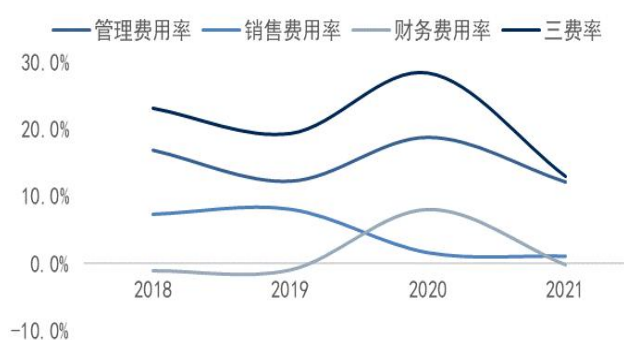
管理、财务费用率大幅下降，销售费用率保持平稳。2021 年公司三费率为 13.05%（-15.33pp），其中管理费用率为 12.12%（-6.63pp），财务费用率为 -0.16%（-8.17pp），销售费用率为 1.09%（-0.53pp）。管理费用率大幅下降主要由于公司新项目投产及行业高景气，营业收入大幅增加；财务费用率大幅下降主要由于汇兑损益大幅减少约 3000 万元所致。我们预计随着公司钾肥产量大幅释放，公司三费率仍有望大幅降低。

图3：亚钾国际毛利率、扣非净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：亚钾国际三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

100 万吨/年钾肥改扩建项目达产，钾肥量价齐升公司充分受益。公司 2021 年完成 25 万吨生产装置提质增效技改，75 万吨钾盐扩建改造项项目于 9 月启动投料试车，12 月转入正式生产，截至 2022 年 3 月底已完全达产，日产量超过 3000 吨。目前公司钾肥业务收入占比达到 100%，2021 年全年营收 8.33 亿元（+129.4%），产量 33.2 万吨（+31.9%），销量 35.0 万吨（+48.9%），均价 2343 元/吨（+55.6%），

毛利率 65.2 (+21.5pp)。

图5：亚钾国际钾肥产销量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：亚钾国际钾肥销售均价及毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

钾肥海外供给不可抗力频发，公司钾肥在东南亚销售具备价格弹性。白俄罗斯、俄罗斯占全球钾肥供给 37%，由于被制裁及地缘冲突导致钾肥出口受限；同时随着粮食、大宗商品等价格上涨，全球钾肥价格大幅上涨。2021 年公司海外收入占比达到 71.6%，主要销往东南亚地区，东南亚是全球钾肥主要消费市场之一，目前价格在 670-750 美元/吨 CFR，高于国内 590 美元/吨 CFR，公司钾肥在东南亚销售具备更大价格弹性。

持续推进彭下-农波钾盐矿收购工作，扩大钾盐矿资源储备。公司现有老挝甘蒙省 35 平方公里钾盐采矿权，钾盐矿总储量 10.02 亿吨，折纯氯化钾 1.52 亿吨。正在推进老挝甘蒙省农波县彭下-农波村地区 179.8 平方公里钾盐矿的收购工作，与现有钾盐矿区相连，钾盐矿总储量约 39.35 亿吨，折纯氯化钾约 6.77 亿吨。公司计划在 3-5 年内将产能提升到 300 万吨以上，打造世界级钾肥供应商。

投资建议：维持 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 15.3/17.8/22.0 亿元，同比增速 71/17/23%；摊薄 EPS=2.02/2.35/2.90 元，当前股价对应 PE=17/15/12x。公司老挝 100 万吨/年钾肥改扩建项目顺利达产，充分受益钾肥行业高景气度，公司持续推进老挝彭下-农波钾盐矿的重组工作，有望成为亚洲单体最大钾肥资源量企业，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	346	863	1927	2691	2974	营业收入	363	833	3550	4106	5820
应收款项	136	41	90	104	148	营业成本	204	290	850	1020	2000
存货净额	74	73	202	239	474	营业税金及附加	32	41	174	205	291
其他流动资产	51	74	21	24	34	销售费用	6	9	39	41	58
流动资产合计	607	1051	2241	3059	3631	管理费用	68	101	465	438	517
固定资产	915	1716	2039	2818	4516	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2755	2739	2630	2520	2411	财务费用	29	(1)	(8)	(17)	(29)
投资性房地产	40	49	49	49	49	投资收益	5	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	4318	5555	6953	8435	10589	其他收入	3	0	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	31	500	300	200	营业利润	32	394	2031	2419	2983
应付款项	138	308	63	74	147	营业外净收支	49	604	16	0	0
其他流动负债	67	155	149	165	295	利润总额	81	998	2047	2419	2983
流动负债合计	205	494	712	539	642	所得税费用	20	89	491	605	746
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	2	14	28	33	41
其他长期负债	116	154	103	52	1	归属于母公司净利润	60	895	1527	1781	2196
长期负债合计	116	154	(127)	(178)	(229)	现金流量表（百万元）					
负债合计	320	648	585	361	413	净利润	60	895	1527	1781	2196
少数股东权益	283	297	308	322	338	资产减值准备	(5)	3	0	0	0
股东权益	3714	4609	6060	7752	9838	折旧摊销	57	62	286	331	412
负债和股东权益总计	4318	5555	6953	8435	10589	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	29	(1)	(8)	(17)	(29)
每股收益	0.08	1.18	2.02	2.35	2.90	营运资本变动	(99)	365	(429)	(78)	(137)
每股红利	0.01	0.00	0.10	0.12	0.15	其它	7	11	11	13	16
每股净资产	4.91	6.09	8.01	10.24	13.00	经营活动现金流	20	1336	1396	2047	2487
ROIC	1%	8%	33%	35%	35%	资本开支	0	(849)	(500)	(1000)	(2000)
ROE	2%	19%	25%	23%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	44%	65%	76%	75%	66%	投资活动现金流	0	(849)	(494)	(994)	(1994)
EBIT Margin	15%	47%	57%	58%	51%	权益性融资	(32)	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	55%	65%	67%	58%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-40%	129%	326%	16%	42%	支付股利、利息	(4)	(0)	(76)	(89)	(110)
净利润增长率	44%	1401%	71%	17%	23%	其它融资现金流	(79)	31	469	(200)	(100)
资产负债率	14%	17%	13%	8%	7%	融资活动现金流	(119)	30	163	(289)	(210)
息率	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	现金净变动	(99)	517	1064	763	283
P/E	437.1	29.1	17.1	14.6	11.9	货币资金的期初余额	446	346	863	1927	2691
P/B	7.0	5.7	4.3	3.4	2.6	货币资金的期末余额	346	863	1927	2691	2974
EV/EBITDA	239.6	58.7	11.5	9.7	7.9	企业自由现金流	0	(64)	894	1054	490
						权益自由现金流	0	(33)	1140	867	412

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032