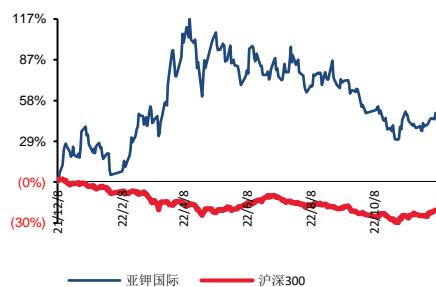




基础化工 农化制品

国际化战略助推产能持续快速扩建，成就潜在国际钾肥巨头

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	929/757
总市值/流通(百万元)	27,224/22,174
12 个月最高/最低(元)	42.50/19.55

相关研究报告:

报告摘要

公司在老挝开采钾肥，现有钾肥产能 100 万吨/年，未来 3-5 年内规划形成 500 万吨的钾肥产能。公司现有钾肥产能 100 万吨，目前在建彭下-农波矿区 200 万吨产能（即公司第二个 100 万吨项目、第三个 100 万吨项目）。同时公司已经提交彭下-农波矿区年产钾肥 200 万吨项目扩建为年产钾肥 400 万吨项目的申请（即第四、五个 100 万吨项目），预示着公司第四、五个 100 万吨项目正式启动。

目前我国钾肥有 50% 以上需要进口，而东南亚则完全依赖进口，我国和东南亚合计钾肥需求量超过 2500 万吨/年。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。

公司钾肥开采及销售具有国际化优势。公司主营业务钾肥开采在老挝地区，老挝地区能源价格低廉并且劳动力成本低，经商环境比较宽松，矿产资源丰富价廉，有利于在东南亚及东亚等国际市场进行钾肥开发和销售。老挝与我国陆地接壤，是一带一路国家，矿产资源较为丰富，并且是 RCEP 成员国，且中老铁路已经通车，有利于公司钾肥矿的开发及国内销售。东南亚及东亚是全球钾肥的主要消费地，但自产钾肥数量较少，初步计算自给率低于 30%，有利于发挥公司地域优势，减少运输成本。

俄乌冲突限制俄罗斯及白俄罗斯钾肥供给，钾肥价格有望维持在历史均值水平以上。白俄罗斯和俄罗斯的钾肥占全球供给的 40%，且受到欧美的制裁，新增钾肥项目存在较大的不确定性。据国外主要钾肥供应商推断，预计 2022 年俄罗斯钾肥将下降 20-25%，白俄罗斯供应量下降约 50-60%。

盈利预测：公司现有钾肥产能释放如期，中期钾肥产能建设稳步推进。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 39.90、49.50、64.00 亿元，归母净利润分别为 21.82、24.79、33.00 亿元，EPS 分别为 2.35、2.67、3.55 元/股，对应 12 月 7 日 29.3 元收盘价，市盈率分别为 12.48、10.98、8.25 倍。首次覆盖给予“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。

证券分析师: 白竣天

电话:

E-MAIL: bajt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522110001

■ 盈利预测和财务指标:

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	833	3,990	4,950	6,400
增长率 (%)	129.4%	379.0%	24.1%	29.3%
归母净利润	895	2,182	2,479	3,300
增长率 (%)	1401.4%	143.8%	13.6%	33.1%
EPS (元/股)	1.18	2.35	2.67	3.55
市盈率 (P/E)	22.54	12.48	10.98	8.25
市净率 (P/B)	4.38	2.69	2.16	1.71

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

一、 公司概述	5
二、 投资机会：	6
(一)每年百万吨钾肥建设规划，公司成长性较为瞩目	6
(二)公司具备国际化优势	7
三、 钾肥供需格局延续紧张	10
(三)价格：氮、磷肥价格已经底部回升，钾肥价格也有望企稳上行	10
(四)上游：钾矿资源集中度高	11
(五)供给与需求：主产国出口受限，下游需求稳定增长	13
(六)下游：稻谷，玉米和大豆是判断钾肥需求的关键品种	18
四、 盈利预测及估值	22
(一)盈利预测	22
(二)估值及投资建议	22
二、 风险提示	23

图表目录

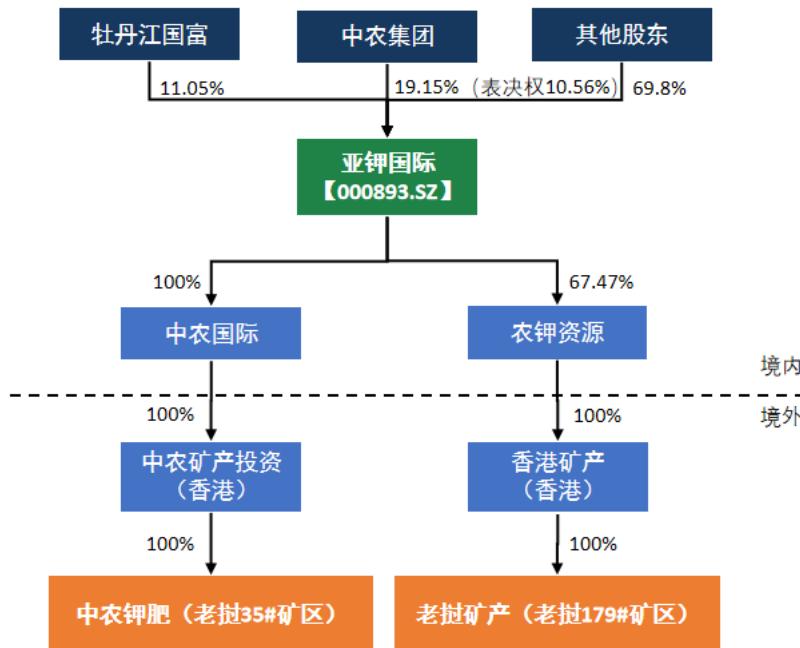
图表 1: 上市公司架构图	5
图表 2: 公司钾盐矿位置示意图	6
图表 3: 公司新产能投放进度及预测	7
图表 4: 公司老挝新老矿区位置及交通示意图	7
图表 5: 中老铁路（左）与万永铁路（右）示意图	8
图表 6: 2020 年公司钾盐开采成本构成	9
图表 7: 联合国食品价格指数与油价	10
图表 8: 联合国食品价格指数	10
图表 9: 国际氮磷钾肥的价格仍处于高位	10
图表 10: 国内氮磷肥价格近期上涨	11
图表 11: 钾肥供给集中，价格维持高位	12
图表 12: 钾盐以内陆湖泊蒸发形成，溶解度高，深度较浅	12
图表 13: 钾盐的开采工艺技术	13
图表 14: 全球钾肥需求量维持平稳	14
图表 15: 全球氯化钾供给及需求持续增长	14
图表 16: 2022 年俄罗斯钾肥产量预计下降 20-25%	15
图表 17: 2022 年白俄罗斯钾肥产量预计下降 50-60%	15
图表 18: 全球钾肥供应量预测	15
图表 19: 各国钾肥进口结构	16
图表 20: 俄罗斯月度钾肥出口量	16
图表 21: 国内钾肥主要港口库存回升	17
图表 22: 国内氯化钾月度进口数量	17
图表 23: 各种作物总养分需求量	18
图表 24: 主要作物对典型肥料的施用率	18
图表 25: 钾肥使用量对大豆的产量影响较大	18
图表 26: 全球主要农产品播种周期	19
图表 27: 每亩氯化钾折纯用量	20
图表 28: 全球主要农产品收获面积	20
图表 29: 全球主要农产品对应折纯氯化钾消费量	21
图表 30: 不同国家的钾肥下游消费作物	21
图表 31: 美国不同作物中的钾肥用量	22
图表 32: 老挝钾肥厂收益预测	22
图表 33: 可比公司分析（截止 2022 年 12 月 7 日）	23

一、公司概述

亚钾国际投资(广州)股份有限公司(以下简称“公司”)于1998年在深圳证券交易所挂牌上市。2020年9月,公司更名为亚钾国际投资(广州)股份有限公司。2021年5月,公司股东中农集团,新疆江之源承诺五年内放弃部分持股表决权及提名、提案权、参会权等财产性权利之外的权利,原实控人牡丹江国富豁免一致行动人东凌实业实际行动业务,目前公司无实控人。公司主营业务为在老挝进行钾盐开采、钾肥生产及销售。

图表1: 上市公司架构图

上市公司架构图



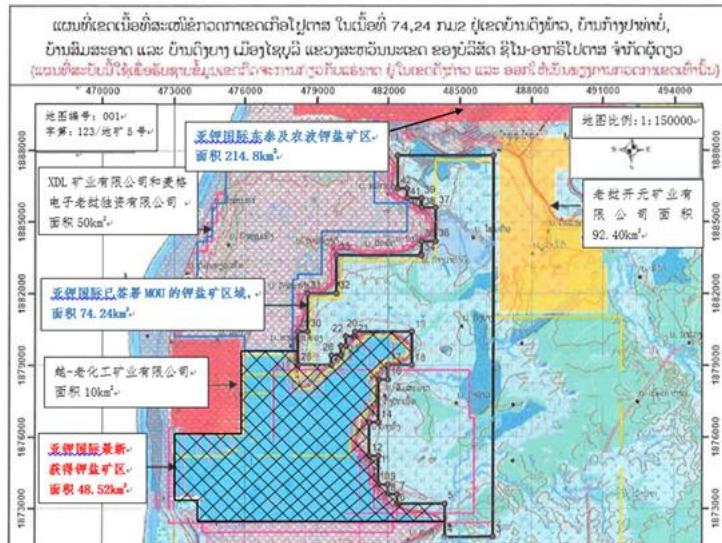
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2022年初,老挝100万吨钾肥改扩建项目已达产。公司原老挝钾肥矿拥有35平方公里钾盐矿,钾盐矿总储量10.02亿吨,折纯氯化钾1.52亿吨。2020年4月,公司启动了25万吨生产装置提质增效技改和75万吨钾盐扩建改造项目;2022年3月该项目实现达产,已经形成了100万吨钾盐产能。

收购彭下-农波钾矿落地,公司成为亚洲拥有最大钾盐资源量企业。2022年7月,公司完成对农钾资源56%股权收购事项。农钾资源持有位于老挝的彭下-农波矿段钾盐矿采矿权,该钾盐矿

总面积 179.8 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。

图表 2：公司钾盐矿位置示意图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

今年 11 月，公司又新增 48.52 平方公里钾盐矿探矿权，公司钾肥资源量有望超过 10 亿吨。

11 月 28 日老挝万象市，公司与老挝政府举行了 48.52 平方公里钾盐矿项目勘探协议签订仪式；与此同时，在甘蒙省公司也举行了农龙村 48.52 平方公里钾盐矿勘探开工仪式。48.52 平方公里钾盐矿位于老挝甘蒙省农龙村，与公司小东布矿区相邻，在区位上有共同开发的优势。

二、 投资机会：

(一) 每年百万吨钾肥建设规划，公司成长性较为瞩目

公司彭下-农波矿区目前在建 200 万吨产能，计划进一步扩产至 400 万吨。公司目前在建彭下-农波矿区 200 万吨产能（即公司第二个 100 万吨项目、第三个 100 万吨项目）。同时公司已经提交彭下-农波矿区年产钾肥 200 万吨项目扩建为年产钾肥 400 万吨项目的申请（即第四、五个 100 万吨项目），规划进一步扩建新增 200 万吨产能将产生明显协调效应，有效降低成本。

时间上，公司规划 2023 年实现 200 万吨产量，2024 年实现 300 万吨产量，2025-2026 年实现 500 万吨产量，中长期实现 800-1000 万吨钾肥产量，发展成为世界级钾肥供应商。

图表 3: 公司新产能投放进度及预测

预估投产时间	投产项目内容
2021 年 9 月	75 万吨钾肥投产
2023 年初	二期 100 万吨钾肥投产
2023 年底	三期 100 万吨钾肥投产

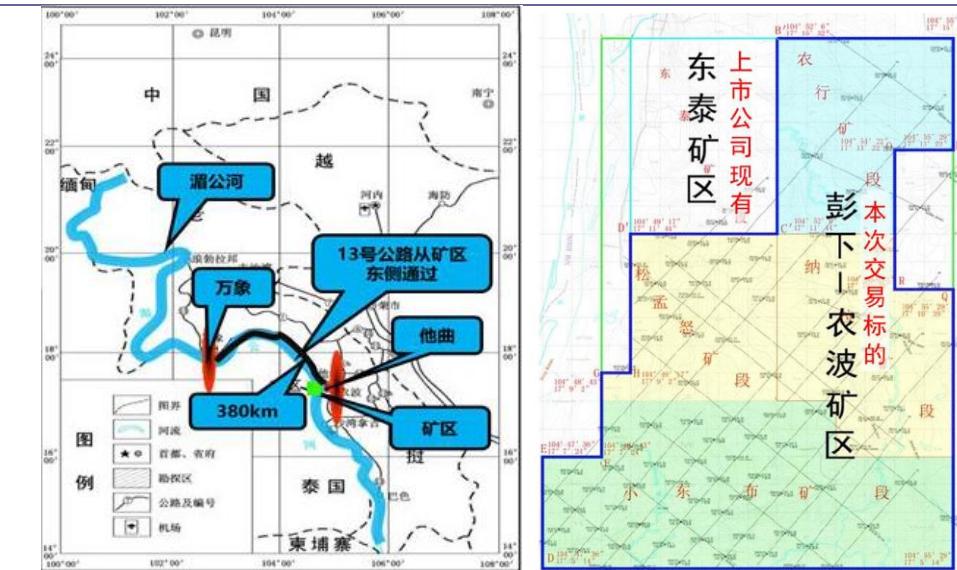
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 公司具备国际化优势

老挝加入 RCEP 且中老铁路通车，与中国经贸合作有望加深。2022 年 1 月 1 日，区域全面经济伙伴关系协定 (RCEP) 对老挝正式生效，中老合作有望加深。老挝为农业国家，处于东南亚内陆，与周边国家陆地接壤且有公路连接。中老铁路已经在 2021 年通车，未来中老铁路有望延伸到泰国首都曼谷。

公司老挝钾肥矿在甘蒙省，距离老挝首都万象 380 公里，老挝 13 号公路从矿区东侧通过。公司原有的东泰矿区和定增收购进来的彭下-农波矿区在地表相邻，地下钾盐矿为同一矿床。

图表 4: 公司老挝新老矿区位置及交通示意图



资料来源：公司公告，新华社网站，太平洋证券整理

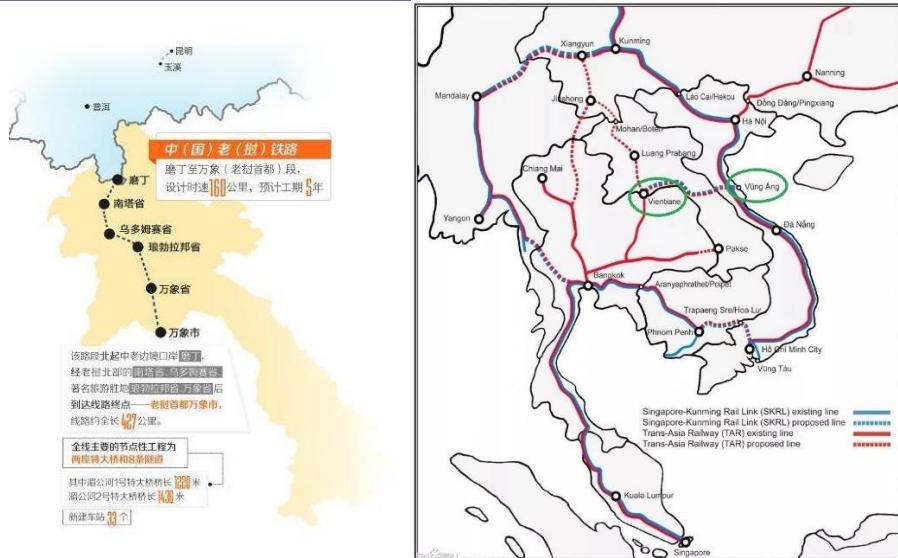
公司钾盐矿在老挝，具备消费地优势，节省远距离海运费用。东南亚及东亚为全球主要的钾肥消费地，需求量接近3000万吨，超过全球总消费量的35%。公司钾盐矿具备消费地优势，考虑公司未来产能增长到500万吨/年，仍仅能满足东南亚及东亚六分之一的供给；未来即使公司钾肥产能达到1000万吨/年，仍仅能满足东南亚及东亚地区三分之一的需求量。

公司运费优势比加钾、俄钾和白钾更大。因东南亚及东亚为钾肥消费地，公司可以通过公路运输到东南亚，或通过中老铁路运输到国内，也可以通过周围国家港口运输到国内或者东南亚其他国家。俄钾和白钾需要从欧洲海运或者通过中欧班列运到国内，运距遥远且海运受制裁；加拿大到国内航运距离更为遥远，并且船型较大不利于下游分销。

中老铁路链接亚欧铁路网络，缩短内输国内路程。中老铁路是从中老边境口岸磨憨/磨丁到老挝首都万象，再连接到中国境内的玉磨铁路。2021年12月3日，中老铁路首班列车正式发车，公司钾肥搭乘首班货运列车从老挝万象运往云南昆明仅需要30小时，节省了原本绕行的海运距离。公司老挝钾盐工厂采购扩建及生产物资主要来自国内，铁路修通节省了时间和运费。

规划中的万永铁路将打通东部出海口。万永铁路规划为老挝万象到越南永安海港，并于中老铁路衔接，其中越南永安海港是老挝与中国南部、日本、韩国、俄罗斯、菲律宾和印度尼西亚等东亚国家的重要通道。若该铁路项目启动建设并通车，将减少公司物流时间并有助于降低成本，公司物流效率将进一步提升。

图表5：中老铁路（左）与万永铁路（右）示意图



资料来源：新华丝路网站，亚钾国际官方微信，太平洋证券整理

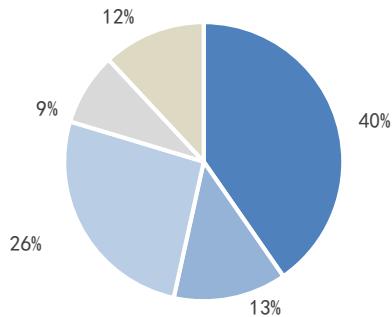
老挝钾盐矿开采具备一定地质优势。老挝钾盐埋藏深度较低，相较于加拿大、俄罗斯钾矿在地下深度平均 800-2000 米，老挝钾矿矿层埋深较浅，平均在 180-220 米左右。

老挝能源成本低、劳动力相对廉价，可有效降低生产成本。老挝的电价按照近期汇率水平折合人民币每度 0.35 元，相对我国较为便宜；很多发展中国家拥有大量低成本的劳动力，根据公司互动易公开交流信息称老挝的人均工资约 1200-1500 元/月，公司厂区自有员工接近 2000 人，其中老挝人约有 2/3，相对国内节约了劳动力成本。

公司钾肥开采主要成本来自直接材料、制造、人工、运输和燃料动力，分别占比 40%、26%、13%、11% 和 8%。随着公司钾肥产能的提升，规模效应将进一步显现，钾肥生产成本仍有进一步下降的空间。

图表 6：2020 年公司钾盐开采成本构成

■ 材料 ■ 人工 ■ 制造 ■ 燃料动力 ■ 运输



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司被印尼大客户评为铂金供应商，是公司国际化销售布局的体现。印尼最大复合肥生产商 Pupuk Indonesia 集团在印尼泗水举办了全球供应商年度颁奖典礼。公司作为该集团钾肥供应商之一膺获其年度供应商铂金奖。铂金奖是 Pupuk Indonesia 集团颁发给钾肥供应商的最高级别奖项，公司是唯一获得此奖项的企业。Pupuk Indonesia 集团是印尼最大的国营复合肥生产集团，复合肥年产能约 350 万吨。公司被 Pupuk Indonesia 集团授予铂金供应商的荣誉称号，是公司国际化销售布局的体现。

三、 钾肥供需格局延续紧张

(三) 价格: 氮、磷肥价格已经底部回升, 钾肥价格也有望企稳上行

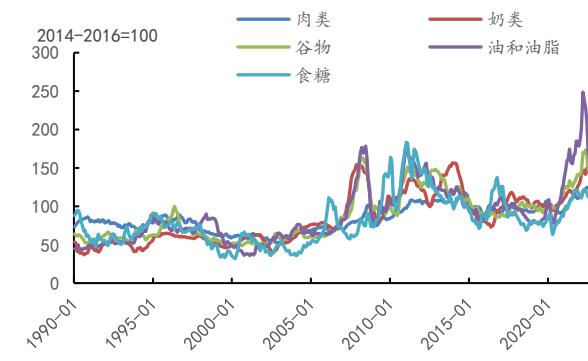
食品价格指数与化肥价格及原油价格呈现一定正相关性。2022年食品价格指数整体处于高位, 10月价格指数环比有所回落, 但仍显著高于往年同期水平。食品价格指数细分产品中, 主要是植物油、谷物和乳制品带动整体指数同比上涨。主要是乌克兰和俄罗斯葵花籽油产量占全球约60%; 其次是小麦和玉米涨价等。

图表 7: 联合国食品价格指数与油价



资料来源: 联合国网站, 太平洋证券整理

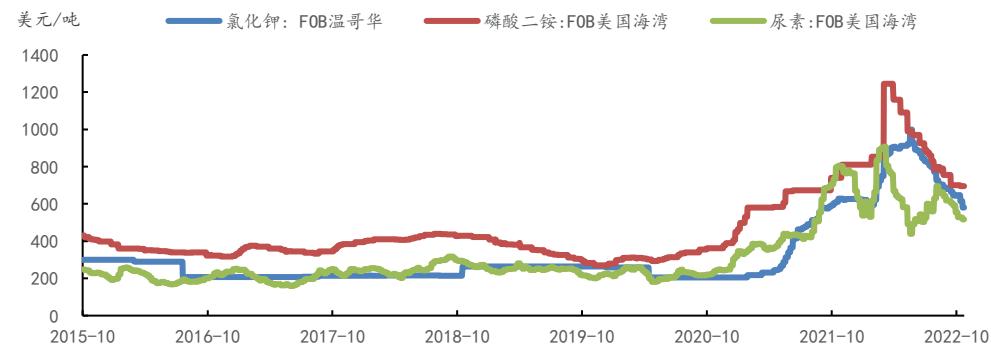
图表 8: 联合国食品价格指数



资料来源: 联合国网站, 太平洋证券整理

国际氮磷钾肥的价格在今年高位回落后的仍处于历年中的较高分位数, 且近期已经呈现企稳回升趋势。化肥对农产品的产量影响较大。农产品价格上涨将带动化肥价格上涨。自2020年4月起, 美国氮肥、磷肥、钾肥的价格持续上涨, 2022年1月出现短暂的下调后, 继续上涨。受天然气价格影响, 美国尿素价格波动显著加剧。

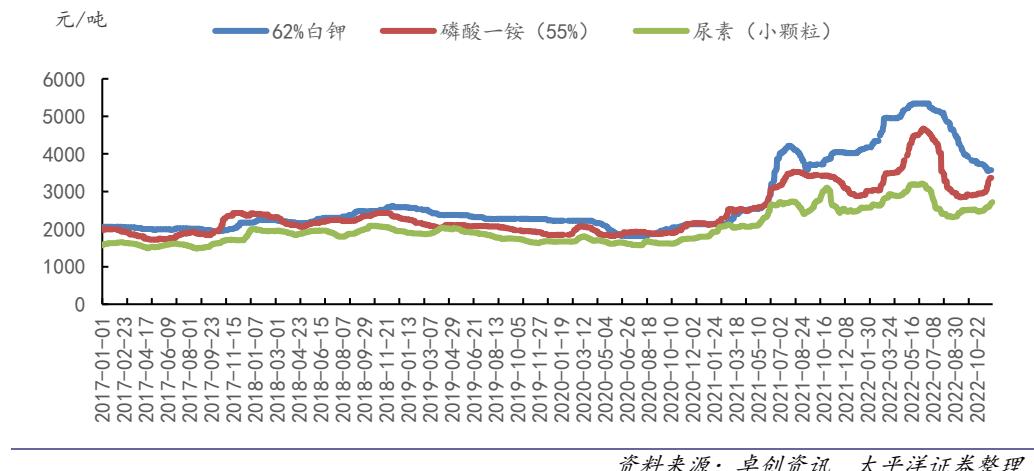
图表 9: 国际氮磷钾肥的价格仍处于高位



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

钾肥价格有望企稳回升。11月开始，国内氮肥和磷肥的价格已经企稳回升。尿素和磷酸一铵价格已经由11月初的底部价格回升超过10%以上。随着冬季备肥及明年春耕的来临，钾肥价格也有望企稳回升。

图表 10：国内氮磷肥价格近期上涨

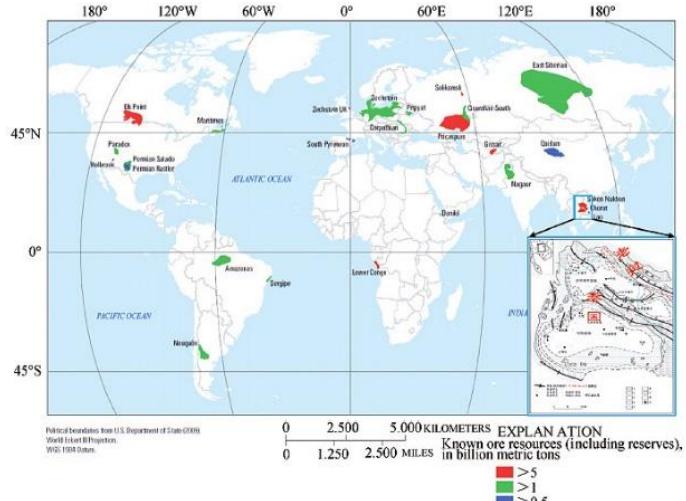


资料来源：卓创资讯，太平洋证券整理

(四) 上游：钾矿资源集中度高

全球钾肥资源丰富但分布不均，老挝钾肥资源丰富。据美国地质调查局的统计和最新勘探结果，世界钾盐资源极为丰富，已发现31个含钾盆地，资源总量达250000Mt(以K²O计)。全球储量超过5000Mt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。根据我国钾肥行业著作——《使命担当梦想——中国钾盐(肥)60年》，全球储量最大的四个主要钾盐盆地和矿床包括：加拿大的萨斯喀彻温盆地、白俄罗斯的斯塔罗宾盆地、泰国老挝的呵叻盆地、刚果的霍利-圣保罗钾盐矿等。

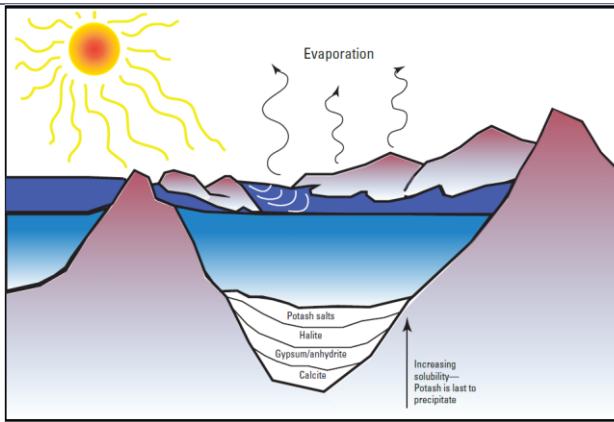
图表 11：钾肥供给集中，价格维持高位



资料来源：USGS, 太平洋证券整理

钾盐以内陆湖泊盐水蒸发形成，溶解度高的物质深度较浅。下图为受限盆地的陆上盐水形成模型示意图。直箭头显示矿物沉淀序列。首先沉淀的是方解石，因钾盐易溶解，沉淀的也最晚，而老挝万象地区的钾盐矿脉主要来自于东部海水富集梯次形成。老挝地区成矿时期主要是白垩纪，相较于俄罗斯（寒武纪）、加拿大（泥盆纪）时期更近，因此埋藏深度较低。

图表 12：钾盐以内陆湖泊蒸发形成，溶解度高，深度较浅

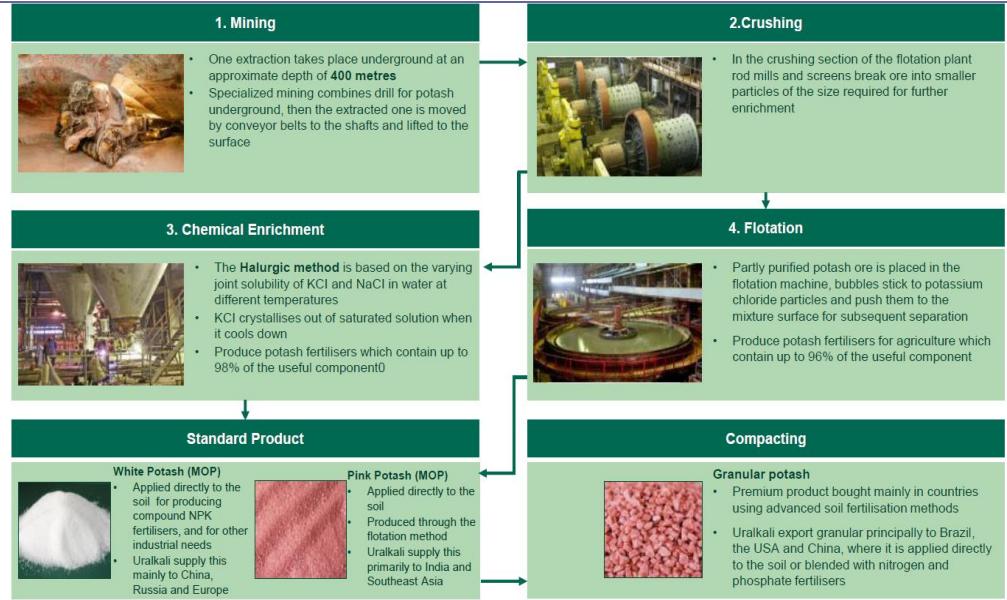


资料来源：加拿大钾肥网站, 太平洋证券整理

公司钾矿主要是光卤石矿 ($KCl \cdot MgCl_2 \cdot 6H_2O$)，区别于钾石岩矿 (KCl)。目前世界上共有 5 种氯化钾生产工艺（反浮选-冷结晶氯化钾生产技术、固体钾矿的浸泡式溶解转化技术、热溶-真空结晶法精制氯化钾技术、冷结晶-正浮选氯化钾生产技术、冷分解-正浮选氯化钾生产技术），光卤

石矿可以使用最广泛的冷结晶-正浮选技术主要是通过破碎、分解结晶、筛分后，通过试剂浮选、过滤、洗涤、脱水、干燥等工序后生产成氯化钾产品。

图表 13：钾盐的开采工艺技术



资料来源：加拿大钾肥网站，太平洋证券整理

（五）供给与需求：主产国出口受限，下游需求稳定增长

根据 Nutrien 网站数据，全球钾肥需求稳定增长。全球钾肥年化需求增长 3%，亚洲市场增速稍快，可能达到 4%-5%。2022 年，全球钾肥需求预计在 6800 万吨到 7100 万吨区间，北美钾肥需求由历史新高点回落，拉丁美洲种植面积增长且大豆盈利增长带动钾肥需求。

全球钾肥消费主要集中在农业发达国家，前五大消费地区为东亚、南美洲、北美洲、东南亚和南亚，合计消费量占全球消费约 **83.93%**。全球钾肥未来 5 年年均增长率约为 3%，根据 IFA 统计，东南亚钾肥年总需求量在 500 万吨 (K^2O ，折合 KCl 约 800 万吨) 以上。

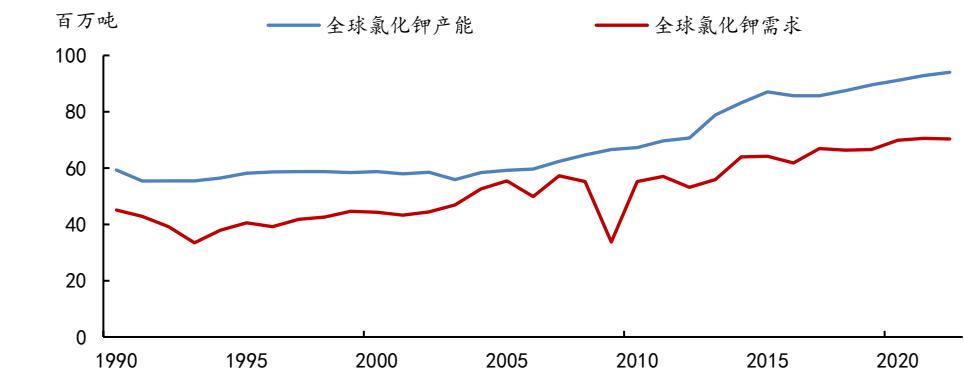
图表 14：全球钾肥需求量维持平稳



资料来源：Nutrien 网站，太平洋证券整理

根据彭博数据，全球氯化钾需求相对稳定，保持年化 3% 左右的增长，全球氯化钾供给波动相对较大。2013 年受 BPC 解体影响，全球氯化钾产能明显增长；受氯化钾价格上涨影响，2009 年全球氯化钾需求下降。

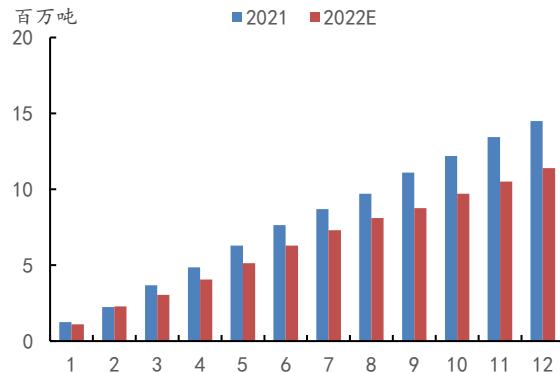
图表 15：全球氯化钾供给及需求持续增长



资料来源：彭博，太平洋证券整理

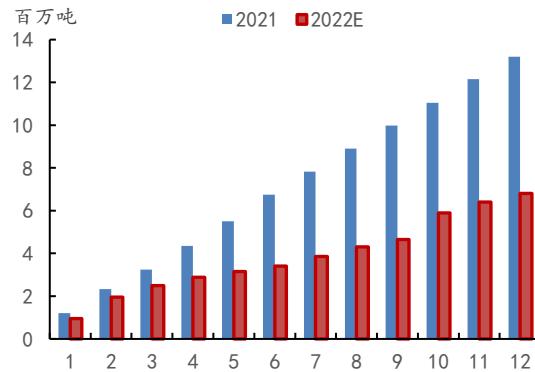
2022 年，白俄罗斯和俄罗斯的钾肥出口受阻。2021 年因钾肥需求增长及供给紧平衡，全球钾肥产量增加近 100 万吨。根据 Nutrien 数据，白俄罗斯和俄罗斯的钾肥占全球供给的约 40%。因白俄罗斯和俄罗斯的制裁，新增钾肥项目存在较大的不确定性。据 Nutrien 网站信息，从前 9 个月数据看，预计 2022 年俄罗斯钾肥将下降 20-25%，白俄罗斯供应量下降约 50-60%，预计全年 Nutrien 和 Mosaic 的钾肥产量分别增长 30 万吨和 110 万吨。

图表 16: 2022 年俄罗斯钾肥产量预计下降 20-25%



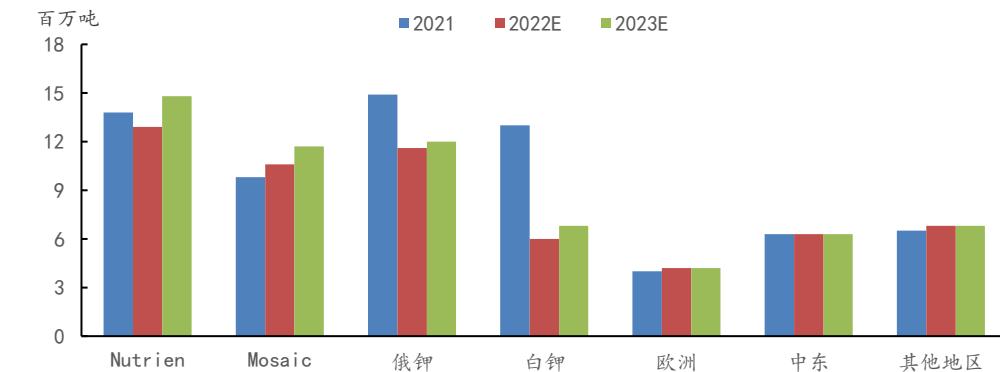
资料来源: Nutrien 网站, 太平洋证券整理

图表 17: 2022 年白俄罗斯钾肥产量预计下降 50-60%



资料来源: Nutrien 网站, 太平洋证券整理

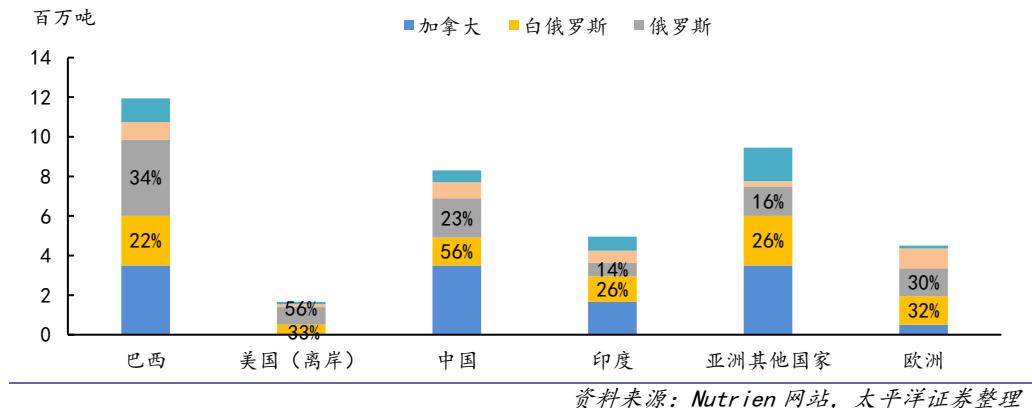
图表 18: 全球钾肥供应量预测



资料来源: Nutrien 网站, 太平洋证券整理

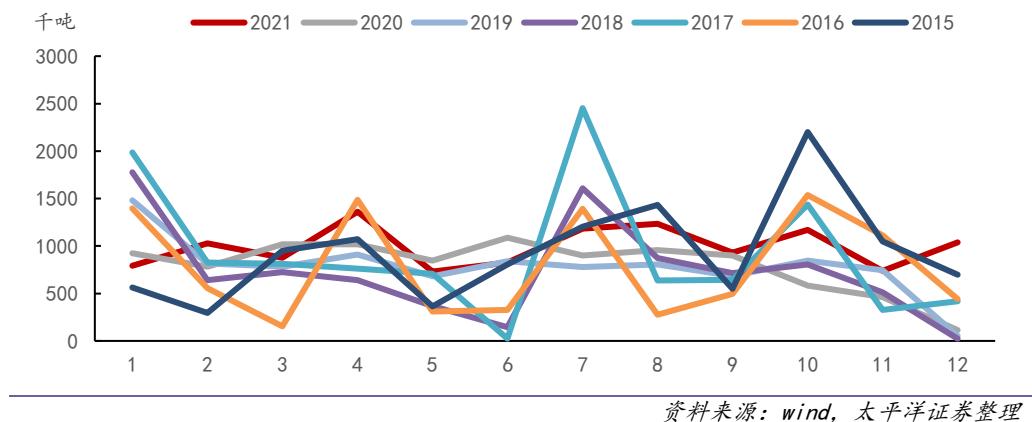
钾肥进口国对白钾和俄钾进口依赖度较高。据 Nutrien 网站信息, 巴西、中国、印度等国家进口钾肥数量较大, 其中白钾和俄钾占比都较高。欧洲占比超过 60%, 巴西占比超过 50%, 中国和印度占比达到 40%, 亚洲其他地区占比超过 40%。

图表 19：各国钾肥进口结构



俄罗斯钾肥出口具有典型季节性，运到国内距离较远。因白俄罗斯是内陆国家，且其北、西、南三个方向受到欧盟制裁无法运输钾肥，其钾肥需要从东部俄罗斯出口，因此分析俄罗斯钾肥出口变得更加重要：过去几年，俄罗斯钾肥出口逐年增长，2021 年出口 1190 万吨，2020 年为 960 万吨，2019 年为 940 万吨。俄罗斯钾肥出口有非常显著的季节性，1 月，4 月、7 月和 10 月为俄罗斯钾肥出口的旺季。俄罗斯钾肥运到中国较远，一般需通过拉脱维亚-波罗的海进行海上运输。俄罗斯钾肥还可以通过铁路边贸运到国内，主要通过满洲里、绥芬河和二连浩特等口岸运到国内，但铁路运输距离也较远，且铁路运费明显偏高。受制于铁路运力和口岸转运能力限制，俄罗斯与我国边贸运输量存在瓶颈。

图表 20：俄罗斯月度钾肥出口量



近期国内钾肥港口库存有所回升，未来随着冬季备肥及春耕旺季来临，钾肥库存可能回落。

2020 年疫情得到有效控制后，2021 年国内钾肥需求开始复苏，2022 年制裁事件进一步导致国际

钾肥进口受阻，钾肥供应紧张，国内库存下降明显，钾肥价格持续上涨。三季度以来农作物种植进入淡季，国内港口库存已经出现回升。从国内库存数据看，钾肥从7月份开始补库回升，港口库存由7月的178.66万吨回升至11月的270.29万吨，达到去年同期水平。因未来随着冬季备肥及春耕旺季来临，钾肥库存可能回落。

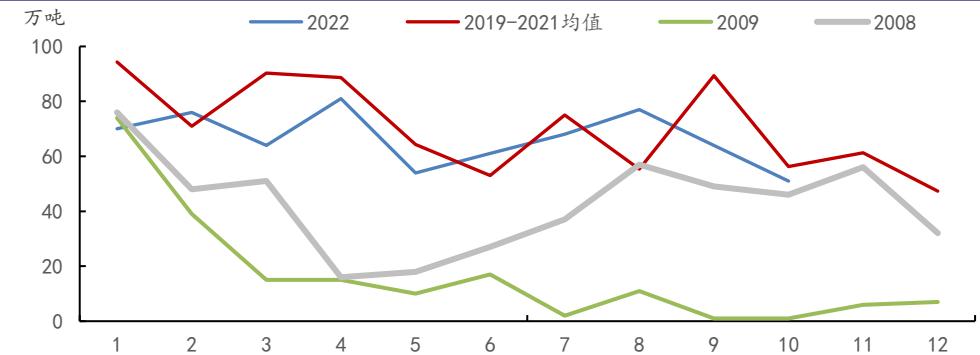
图表 21：国内钾肥主要港口库存回升



资料来源：wind, 太平洋证券整理

今年我国进口钾肥量略有下降，但没有出现2009年进口消失的情况。由于国内钾盐资源匮乏，我国钾肥进口依赖度一直偏高，钾肥自给率近年来持续在50%左右，是全球最大的钾肥消费市场。2022年，受钾肥价格上涨影响，我国钾肥进口量略低于过去三年，但进口量仍然可观，1月-10月平均达到66.6万吨/月。2022年，我国进口钾肥高于2008和2009年。2022年我国进口钾肥量没有出现2009年进口消失的情况。

图表 22：国内氯化钾月度进口数量



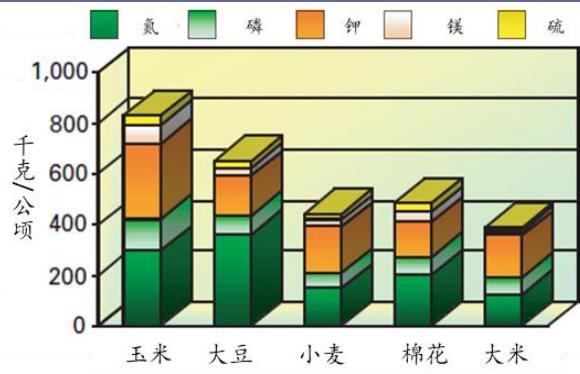
资料来源：wind, 太平洋证券整理

(六) 下游：稻谷，玉米和大豆是判断钾肥需求的关键品种

钾肥是重要农作物需求成分。主要农作物对不同化肥的需求。A 为主要作物总营养需求，B 为主要作物对典型肥料的施用率。相对于其他作物大豆的施氮量很小，因大豆和其他豆类作物能够从土壤中获得所需的氮。

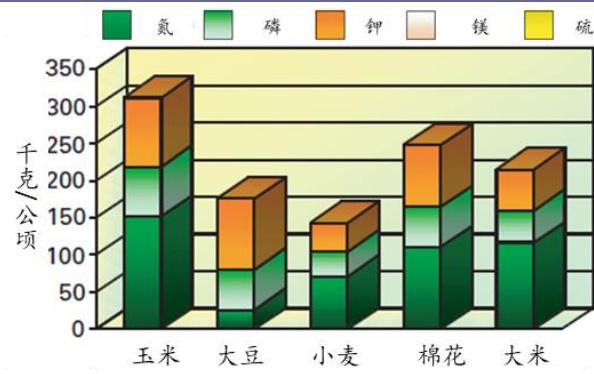
下图为大豆试验田的对比，获得额外的钾肥对大豆生长具有显著影响。

图表 23：各种作物总养分需求量



资料来源：美国农业部，太平洋证券整理

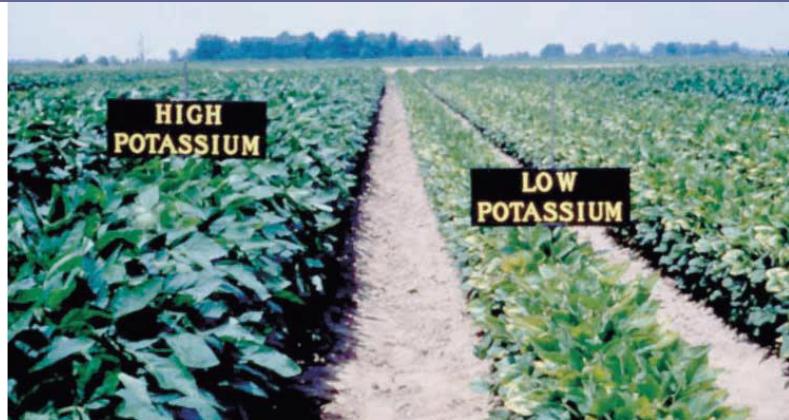
图表 24：主要作物对典型肥料的施用率



资料来源：美国农业部，太平洋证券整理

钾肥使用量对大豆的产量影响较大。下图为大豆试验田的对比，获得额外的钾肥对大豆生长具有显著影响。

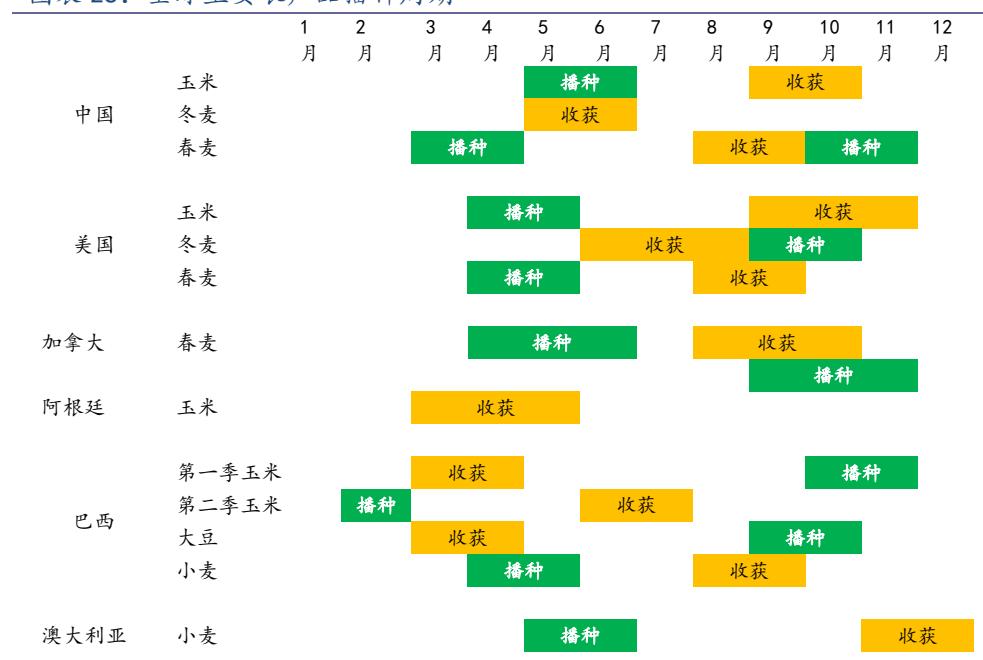
图表 25：钾肥使用量对大豆的产量影响较大



资料来源：美国农业部，太平洋证券整理

从时间上看，钾肥存在季节性周期，主要是由于农产品自身存在播种-收获周期。全球主要农产品播种周期。北半球春秋两次播种。以中国为例：北方水稻一般是1年1熟，大多是单季稻，主要在4月中旬种植，8月份收割。冬小麦播种时间主要在9-10月份，5-6月成熟。南半球也是春秋两次播种。以巴西为例：巴西高原大豆9月播种，次年3月收获，或者10月播种，次年4月收获；小麦4月播种，8月收获，或者5月播种，9月收获。

图表 26：全球主要农产品播种周期

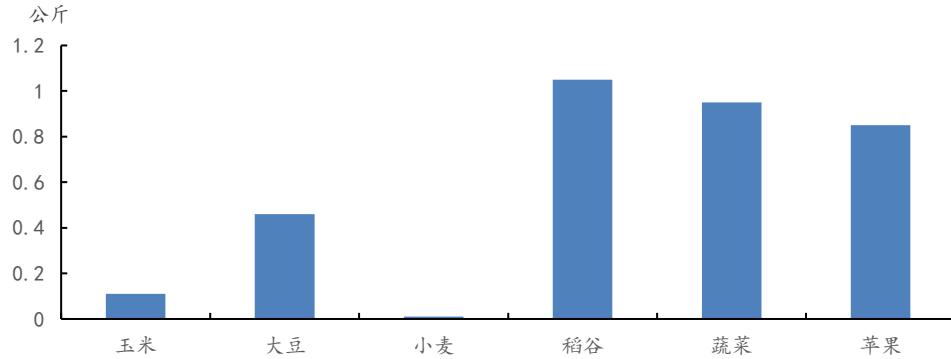


资料来源：中国粮食经济，太平洋证券整理

根据 Wind 数据，从用量上看，水稻单亩用钾量最大，其次是蔬菜、水果、大豆等。2020 年，国内每亩玉米、大豆、小麦、稻谷、蔬菜、苹果对应的氯化钾折纯用量分别为 0.11、0.46、0.01、1.05、0.95、0.85 公斤。

水稻不同生育时期茎叶中，钾的含量约为 1.5%-3.5%，提高光合作用、增加稻体碳水化合物含量，增强抗倒伏能力。钾还有助于氮素代谢和蛋白质的合成，所以施氮越多，对钾的需求量也就相应增加。杂交水稻比常规水稻的需钾量高 40% 以上。

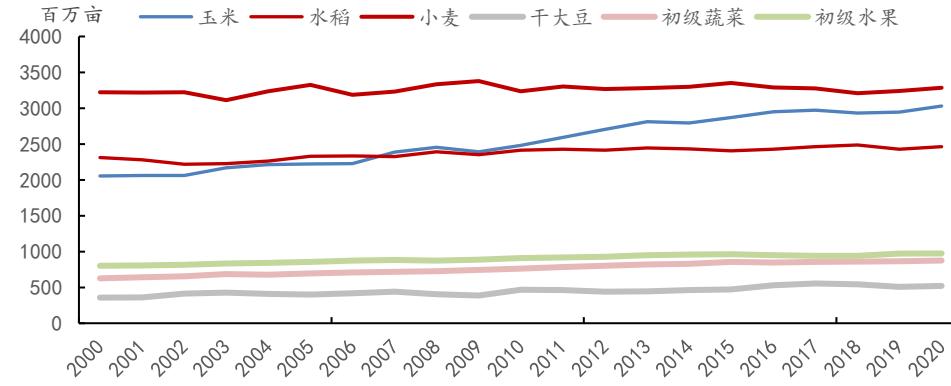
图表 27: 每亩氯化钾折纯用量



资料来源: wind, 太平洋证券整理

根据 Wind 数据, 全球玉米种植面积增长更为显著。2020 年, 全球玉米、大豆、小麦、水稻、蔬菜、水果对应的收获面积分别为 3029、522、3285、2463、874、973 百万亩。

图表 28: 全球主要农产品收获面积

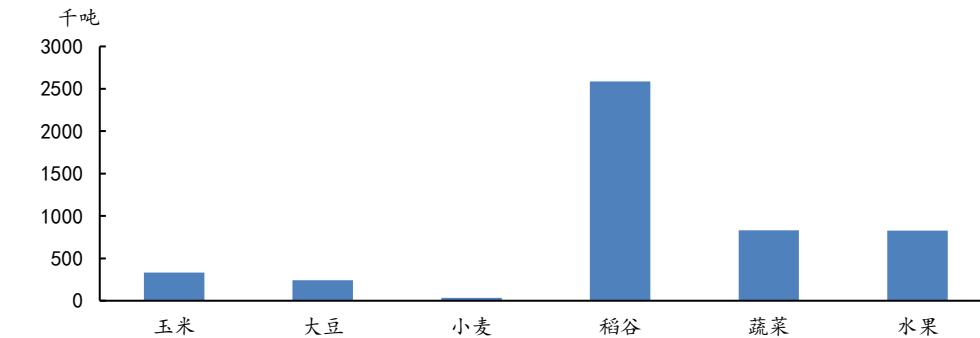


资料来源: wind, 太平洋证券整理

全球来看稻谷对氯化钾需求最大。由前面数据可以推算出主要农产品对应折纯氯化钾消费量。稻谷用量最大, 所以亚洲整体氯化钾消费量最大, 且产量较小、进口量最大。其次, 消费量较大的是蔬菜、水果、玉米、大豆等, 美国因玉米、巴西因大豆需要进口氯化钾。乌克兰和俄罗斯以小麦种植为主, 但小麦对钾肥需求较少。

而钾肥占种植成本的比例相对小, 以美国玉米为例子, 约占种植成本的 4%左右。

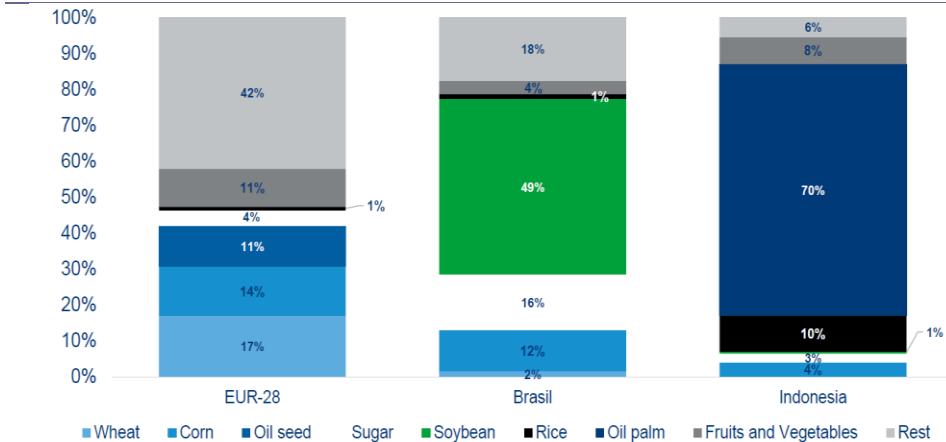
图表 29：全球主要农产品对应折纯氯化钾消费量



资料来源：wind, 太平洋证券整理

巴西大豆、印尼棕榈油、欧洲蔬菜水果的对钾肥需求用量更大。

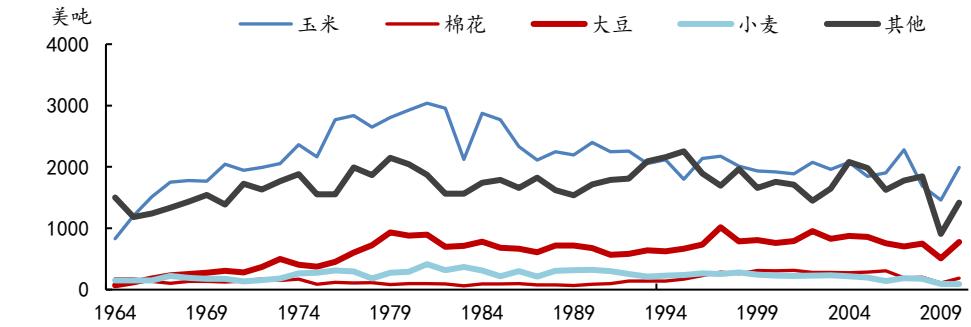
图表 30：不同国家的钾肥下游消费作物



资料来源：IFA, 太平洋证券整理

受农作物种植面积的影响，美国玉米和大豆的钾肥用量较大。美国棉花和小麦对钾肥的需求更刚性，玉米和大豆对钾肥需求的弹性更大。

图表 31：美国不同作物中的钾肥用量



资料来源：IFA, 太平洋证券整理

四、 盈利预测及估值

(一) 盈利预测

我们预计公司 2022 年现有的 100 万吨钾肥产能生产接近满负荷，预计今年完成钾肥销量 95 万吨。2023 年初，第二个 100 万吨钾肥项目将投产，预计明年完成钾肥销量 150 万吨。2024 年新产能也将投产，预计完成钾肥销售 200 万吨。

图表 32：老挝钾肥厂收益预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
年销量 (万吨)	23.54	25	95	150	200	250
成本 (元/吨)	1000	1000	950	950	900	900
销售价格 (元/吨)	1550	2800	4200	3300	3200	3100
销售收入 (百万元)	364.9	700	3990	4950	6400	7750
销售成本 (百万元)	235.4	250	902.5	1425	1800	2250
毛利 (百万元)	129.5	450	3087.5	3525	4600	5500
毛利率 (%)	35.48%	64.29%	77.38%	71.21%	71.88%	70.97%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 估值及投资建议

冬春季钾肥价格有望企稳回升，公司钾肥产能稳步释放。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 39.90、49.50、64.00 亿元，归母净利润分别为 21.82、24.79、33.00 亿元，EPS 分别为 2.35、2.67、3.55 元/股，对应 12 月 7 日 29.3 元收盘价，市盈率分别为 12.48、10.98、8.25 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

图表 33: 可比公司分析 (截止 2022 年 12 月 7 日)

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS(元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000792.SZ	盐湖股份	25.1	3.05	3.12	3.46	8.29	8.09	7.29
000893.SZ	亚钾国际	29.3	2.35	2.67	3.55	12.48	10.98	8.25

资料来源: Wind, 太平洋证券整理 注: 盐湖股份盈利预测为 Wind 一致性预期

二、 风险提示

- 1、欧美解除对白俄罗斯及俄罗斯解除化肥出口制裁, 将导致钾肥价格回落;
- 2、农产品价格大幅回落将导致钾肥价格回落;
- 3、公司扩产进度滞后;

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	346	863	6,479	9,768	12,731	营业收入	363	833	3,990	4,950	6,400
应收和预付款项	136	41	846	254	1168	营业成本	204	290	903	1,425	1,800
存货	74	73	429	363	637	营业税金及附加	32	41	200	248	320
其他流动资产	51	74	107	143	170	销售费用	6	9	40	50	64
流动资产合计	607	1,051	7,861	10,528	14,706	管理费用	68	101	399	446	512
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	29	-1	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	785	1,583	1,583	1,583	1,583	投资收益	5	0	0	0	0
在建工程	130	133	133	133	133	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	2,755	2,739	2,739	2,739	2,739	营业利润	32	394	2,449	2,783	3,704
长期待摊费用	1	1	1	1	1	其他非经营损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	40	49	49	49	49	利润总额	81	998	2,449	2,783	3,704
资产总计	4,318	5,555	12,365	15,032	19,210	所得税	20	89	245	278	370
短期借款	0	27	27	27	27	净利润	61	909	2,204	2,504	3,334
应付和预收款项	144	314	1214	1208	1857	少数股东损益	2	14	22	25	33
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	60	895	2,182	2,479	3,300
其他负债	116	154	154	154	154						
负债合计	320	648	1,931	2,094	2,938						
股本	757	757	921	921	921						
资本公积	3,765	3,765	6,924	6,924	6,924						
留存收益	-839	56	1,911	4,018	6,823						
归母公司股东权益	3,714	4,609	10,115	12,594	15,894						
少数股东权益	283	297	319	344	378						
股东权益合计	3,997	4,906	10,434	12,938	16,272						
负债和股东权益	4,318	5,555	12,365	15,032	19,210						
现金流量表(百万)					预测指标						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金流	105	484	2,293	3,288	2,963	毛利率	65.2%	77.4%	71.2%	71.9%	65.2%
投资性现金流	-168	-96	0	0	0	销售净利率	16.4%	109.1%	55.2%	50.6%	52.1%
融资性现金流	-4	136	3,324	0	0	销售收入增长率	-40.0%	129.4%	379.0%	24.1%	29.3%
现金增加额	-99	517	5,616	3,288	2,963	EBIT 增长率	-30.9%	600.9%	523.7%	13.6%	33.1%
						净利润增长率	43.9%	1401%	143.8%	13.6%	33.1%
						ROE	1.6%	19.4%	21.6%	19.7%	20.8%
						ROA	1.4%	16.1%	17.6%	16.5%	17.2%
						ROIC	1.1%	7.2%	21.0%	19.3%	20.4%
						EPS	0.079	1.183	2.349	2.668	3.552
						PE	106.47	22.54	12.48	10.98	8.25
						PB	1.71	4.38	2.69	2.16	1.71
						PE/G	10.41	0.02	0.09	0.81	0.25
						EV/EBITDA	53.05	42.02	8.49	6.29	3.92

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话: 95397

投诉邮箱: kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。