

亚钾国际 (000893.SZ)

全球钾肥价格触底反弹，看好公司长期成长

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 农化制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002

证券分析师： 薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120001

事项：

近期，国内外钾肥价格上涨，本周国内氯化钾价格继续调涨 50-150 元/吨，自 7 月以来涨幅超过 15%。

国信化工观点：

1) **钾肥资源属性强，全球资源寡头垄断。**全球仅有 14 个国家有钾资源储备，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯占比分别达到 33.3%、22.7%、12.1%，合计占全球钾盐资源总储量 68.2%，中国仅占比 5.2%。钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国、巴西钾肥消费量占比约 25%和 18%，全球钾肥约 80%通过贸易运输，中国钾肥进口依存度超过 50%。加拿大钾肥公司（Nutrien）预计，受俄乌冲突影响，与 2021 年相比，2023 年白俄罗斯钾肥出货量预计将下降 40%至 60%，2023 年俄罗斯钾肥出货量将下降 15%至 30%。

2) **海外突发事件催化，寡头涨价诉求强烈。**2023 年 7 月俄罗斯正式宣布《黑海粮食外运协议》中止，一方面乌克兰通过黑海出口的粮食、化肥产量将大幅降低，过去一年乌克兰通过黑海出口量超过 3000 万吨，另一方面在其他粮食出口渠道不发生变动的情形下，俄罗斯粮食出口将会明显缩量，全球粮食供应也将明显减少，有望拉动农化产品需求。根据金联创报道，2023 年 7 月加拿大国际码头工会（ILWU）在温哥华港举行罢工，导致 Canpotex 的 Neptune 码头失去了出口能力，Nutrien 减了 Cory 钾肥矿的产量，该钾肥矿生产 MOP 的能力为 190 万吨/年，反应全球寡头的挺价诉求。

3) **南美需求回复补库需求强劲，国内氯化钾价格开始上涨。**巴西市场受大豆季节需求强劲影响，需求持续回复，颗粒级氯化钾价格 8 月以来已上涨 20 美元/吨至 360-380 美元/吨 CFR，泰国地区氯化钾价格上涨 10 美元/吨至 370 美元/吨。本周国内氯化钾价格继续调涨 50-150 元/吨，62%白俄钾价格 2600-2800 元/吨，较 7 月低端价格上涨 350 元/吨，涨幅达到 15.2%，颗粒钾报价 2650-2750 元/吨，60%盐湖钾价格 2350-2450 元/吨。目前 7-8 月边贸及中欧班列无进口货源，市场挺价心态持续。近期，Nutrien 发布了美国终端用户钾肥补充计划，公司已按照 370 美元/吨 CFR 的参考价完成三季度交付订单，四季度订单预期以 400 美元/吨 CFR 完成，预计钾肥价格中枢有望进一步上移。

4) **公司是亚洲最大钾肥资源企业，区位优势、成本优势突出。**公司当前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量将超过 10 亿吨。公司于 2022 年 3 月建成首个 100 万吨/年钾肥项目并实现达产；2023 年 1 月顺利完成第二个 100 万吨/年钾肥项目选厂投料试车；第三个 100 万吨/年钾肥项目正在加快推进建设，力争 2023 年年底建成投产。公司以东南亚、东亚作为钾肥产品销售的核心市场，钾肥市场规模大、需求持续增长、供需缺口大且将长期存在，具有非常明显的区位优势。公司老挝钾矿矿层埋藏较浅，平均在 180-220 米左右，开采成本相对较低，随着产能逐步释放，规模效应将进一步显现；同时加之技术水平的持续提升，智慧矿山建设的深入推进，以及未来通过自备电厂进一步降低能源成本的计划，公司钾肥生产成本仍有进一步下降的空间。

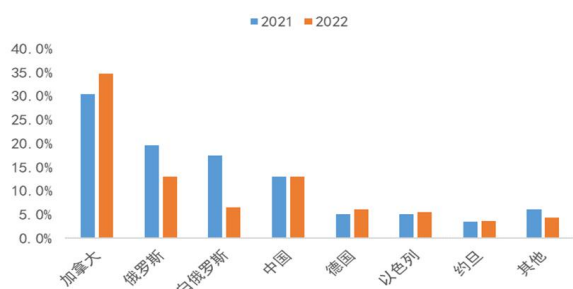
5) 考虑到全球钾肥价格 2023 年上半年大幅回落的影响，我们调整公司 23-25 年归母净利润至 17.0/24.4/31.9 亿元（原值为 20.7/22.5/30.1 亿元），EPS 为 1.83/2.63/3.43 元，对应 PE 为 15/10/8x。公司是全球领先的钾肥供应商，目前在老挝具备 200 万吨产能，第三个百万吨项目力争 2023 年年底建成投产，力争在 2025 年实现 500 万吨钾肥产能，远期规划 700-1000 万吨产能，具备成本优势及成长性，维持“买入”评级。

评论：

◆ 钾肥资源属性强，全球资源寡头垄断

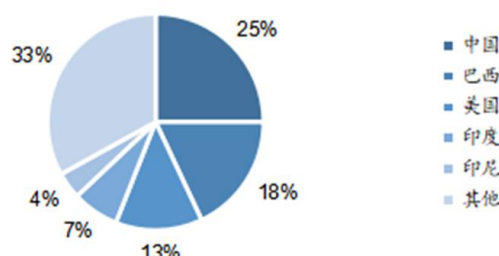
全球仅有 14 个国家有钾资源储备，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯占比分别达到 33.3%、22.7%、12.1%，合计占全球钾盐资源总储量 68.2%，中国仅占比 5.2%。钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国、巴西钾肥消费量占比约 25%和 18%，全球钾肥约 80%通过贸易运输，中国钾肥进口依存度超过 50%。加拿大钾肥公司（Nutrien）预计，受俄乌冲突影响，与 2021 年相比，2023 年白俄罗斯钾肥出货量预计将下降 40%至 60%，2023 年俄罗斯钾肥出货量将下降 15%至 30%。

图1：全球钾肥主要生产国家



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图2：全球钾肥主要消费国家



资料来源：中国化肥信息，国信证券经济研究所整理

◆ 海外突发事件催化，寡头涨价诉求强烈

2023 年 7 月俄罗斯正式宣布《黑海粮食外运协议》中止，一方面乌克兰通过黑海出口的粮食、化肥产量将大幅降低，过去一年乌克兰通过黑海出口量超过 3000 万吨，另一方面在其他粮食出口渠道不发生变动的情形下，俄罗斯粮食出口将会明显缩量，全球粮食供应也将明显减少，有望拉动农化产品需求。根据金联创报道，2023 年 7 月加拿大国际码头工会（ILWU）在温哥华港举行罢工，导致 Canpotex 的 Neptune 码头失去了出口能力，Nutrien 减了 Cory 钾肥矿的产量，该钾肥矿生产 MOP 的能力为 190 万吨/年，反应全球寡头的挺价诉求。

表1：全球主要国家钾盐产量（折纯 K2O，万吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
美国	51	48	52	51	46	48	44
白俄罗斯	618	710	735	735	740	763	300
巴西	32	31	20	25	25	27	27
加拿大	1,079	1,256	1,384	1,230	1,380	1,420	1,600
智利	120	110	120	84	90	86	85
中国	578	551	545	500	600	600	600
德国	280	290	320	300	220	280	280
以色列	207	190	220	204	228	238	250
约旦	120	139	149	152	159	156	170
老挝	20	30	34	40	27	26	60
俄罗斯	659	732	717	734	811	910	500
西班牙	67	68	70	50	42	37	45
其他	40	35	36	25	36	39	39
合计	3,870	4,190	4,400	4,130	4,400	4,630	4,000

资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

◆ 南美需求回复补库需求强劲，国内氯化钾价格开始上涨

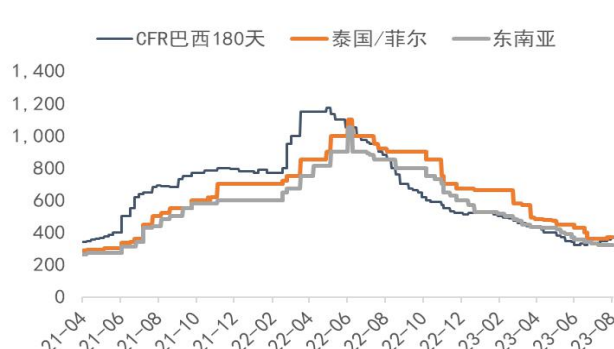
巴西市场受大豆季节需求强劲影响，需求持续回复，颗粒级氯化钾价格 8 月以来已上涨 20 美元/吨至 360-380 美元/吨 CFR，泰国地区氯化钾价格上涨 10 美元/吨至 370 美元/吨。本周国内氯化钾价格继续调涨 50-150 元/吨，62%白俄钾价格 2600-2800 元/吨，较 7 月低端价格上涨 350 元/吨，涨幅达到 15.2%，颗粒钾报价 2650-2750 元/吨，60%盐湖钾价格 2350-2450 元/吨。目前 7-8 月边贸及中欧班列无进口货源，市场挺价心态持续。近期，Nutrien 发布了美国终端用户钾肥补充计划，公司已按照 370 美元/吨 CFR 的参考价完成三季度交付订单，四季度订单预期以 400 美元/吨 CFR 完成，预计钾肥价格中枢有望进一步上移。

图3：中国边贸进口钾肥市场价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：氯化钾主要进口国价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

◆ 公司是亚洲最大钾肥资源企业，区位优势、成本优势突出

公司当前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量将超过 10 亿吨，目前公司还在申请老挝沙湾拿吉省 74.2 平方公里钾盐矿权，届时折纯氯化钾储量有望达到 13 亿吨。公司于 2022 年 3 月建成首个 100 万吨/年钾肥项目并实现达产；2023 年 1 月顺利完成第二个 100 万吨/年钾肥项目选厂投料试车；第三个 100 万吨/年钾肥项目正在加快推进建设，力争 2023 年年底建成投产。公司以东南亚、东亚作为钾肥产品销售的核心市场，钾肥市场规模大、需求持续增长、供需缺口大且将长期存在，具有非常明显的区位优势。公司老挝钾矿矿层埋藏较浅，平均在 180-220 米左右，开采成本相对较低，随着产能逐步释放，规模效应将进一步显现；同时加之技术水平的持续提升，智慧矿山建设的深入推进，以及未来通过自备电厂进一步降低能源成本的计划，公司钾肥生产成本仍有进一步下降的空间。

◆ 投资建议：公司是全球领先的钾肥供应商，具备成本优势及成长性，维持“买入”评级

考虑到全球钾肥价格 2023 年上半年大幅回落的影响，我们调整公司 23-25 年归母净利润至 17.0/24.4/31.9 亿元（原值为 20.7/22.5/30.1 亿元），EPS 为 1.83/2.63/3.43 元，对应 PE 为 15/10/8x。公司是全球领先的钾肥供应商，目前在老挝具备 200 万吨产能，第三个百万吨项目力争 2023 年年底建成投产，力争在 2025 年实现 500 万吨钾肥产能，远期规划 700-1000 万吨产能，具备成本优势及成长性，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

政策风险；局部区域冲突、经济下跌等系统性风险；新增产能进度低于预期的风险；钾肥价格大幅下跌的风险；钾肥下游需求低于预期的风险等。

相关研究报告：

- 《亚钾国际（000893.SZ）-钾盐资源优势显著，产能持续扩张凸显规模优势》——2023-04-03
- 《亚钾国际（000893.SZ）-农钾资源成功过户，迈向国际钾盐龙头》——2022-07-16
- 《亚钾国际（000893.SZ）——2022 年一季报点评-100 万吨项目达产，钾肥量价齐升，未来成长可期》——2022-04-29
- 《亚钾国际（000893.SZ）-折价收购少数股东股权，有望进一步增厚公司利润》——2022-04-12
- 《亚钾国际（000893.SZ）-100 万吨改扩建项目达产，受益钾肥量价齐升》——2022-04-03

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	863	1710	1600	2462	4299	营业收入	833	3466	5021	6429	8036
应收款项	41	175	128	164	204	营业成本	290	945	2158	2660	3325
存货净额	73	189	472	566	706	营业税金及附加	41	96	146	193	241
其他流动资产	74	197	30	38	48	销售费用	9	16	27	32	40
流动资产合计	1051	2271	2229	3229	5257	管理费用	101	259	765	648	664
固定资产	1716	3610	5284	6805	8200	研发费用	0	0	30	39	48
无形资产及其他	2739	6558	6296	6034	5771	财务费用	(1)	(43)	(11)	(14)	(35)
投资性房地产	49	375	375	375	375	投资收益	0	1	0	0	0
长期股权投资	0	32	27	21	16	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	5555	12846	14211	16464	19620	其他收入	0	(2)	(30)	(39)	(48)
短期借款及交易性金融负债	31	11	500	300	200	营业利润	394	2190	1906	2872	3752
应付款项	308	623	146	175	218	营业外净收支	604	0	16	0	0
其他流动负债	155	364	302	335	409	利润总额	998	2191	1922	2872	3752
流动负债合计	494	998	948	811	827	所得税费用	89	163	225	431	563
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	14	(1)	0	0	0
其他长期负债	154	221	170	119	68	归属于母公司净利润	895	2029	1697	2441	3189
长期负债合计	154	221	(60)	(111)	(162)	现金流量表（百万元）					
负债合计	648	1219	887	699	665	净利润	895	2029	1697	2441	3189
少数股东权益	297	1513	1513	1513	1513	资产减值准备	3	0	0	0	0
股东权益	4609	10114	11811	14252	17441	折旧摊销	62	223	587	742	867
负债和股东权益总计	5555	12846	14211	16464	19620	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	(1)	(43)	(11)	(14)	(35)
2021	2022	2023E	2024E	2025E		营运资本变动	365	(110)	(659)	(126)	(125)
每股收益	1.18	2.18	1.83	2.63	3.43	其它	11	(1)	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1336	2141	1625	3057	3932
每股净资产	6.09	10.89	12.71	15.34	18.77	资本开支	0	(2067)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	8%	25%	16%	21%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	19%	20%	14%	17%	18%	投资活动现金流	0	(2100)	(1994)	(1994)	(1994)
毛利率	65%	73%	57%	59%	59%	权益性融资	(7)	1776	0	0	0
EBIT Margin	47%	62%	38%	44%	46%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	55%	68%	49%	56%	57%	支付股利、利息	(0)	(2)	0	0	0
收入增长	129%	316%	45%	28%	25%	其它融资现金流	(811)	(966)	489	(200)	(100)
净利润增长率	1401%	127%	-16%	44%	31%	融资活动现金流	(819)	805	259	(200)	(100)
资产负债率	17%	21%	17%	13%	11%	现金净变动	517	846	(110)	862	1838
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	346	863	1710	1600	2462
P/E	23.2	12.6	15.0	10.4	8.0	货币资金的期末余额	863	1710	1600	2462	4299
P/B	4.5	2.5	2.2	1.8	1.5	企业自由现金流	0	35	(399)	1044	1903
EV/EBITDA	47.1	11.3	10.6	7.3	5.7	权益自由现金流	0	(931)	(130)	857	1832

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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