

亚钾国际 (000893.SZ) / 化工

证券研究报告/公司深度报告

2024年1月20日

**评级：买入（首次覆盖）**

市场价格：22.63元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

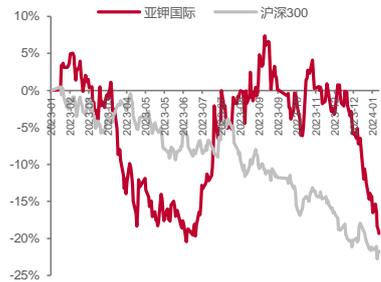
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	833	3,466	4,565	6,523	8,200
增长率 yoy%	129%	316%	32%	43%	26%
净利润（百万元）	895	2,029	1,529	2,253	2,890
增长率 yoy%	1401%	127%	-25%	47%	28%
每股收益（元）	1.0	2.2	1.6	2.4	3.1
每股现金流量	0.5	1.9	3.0	4.1	5.1
净资产收益率	18%	17%	12%	15%	16%
P/E	23.5	10.4	13.8	9.3	7.3
P/B	4.6	2.1	1.8	1.6	1.3

备注：股价截取至2024年1月19日

## 基本状况

总股本（百万股）	929
流通股本（百万股）	812
市价（元）	22.63
市值（百万元）	21,020
流通市值（百万元）	18,376

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 报告摘要

- 钾肥低成本开发典范，持续扩能目标行业龙头。**公司专业从事海外钾矿开采生产与销售业务，在“一带一路”中老合作的机遇下，布局老挝甘蒙合计263.3平方公里钾盐矿区，氯化钾折纯储量超10亿吨。预计2024年公司产能规模达300万吨/年，目标以“每年新增一个百万吨”的速度持续扩张，预计2025年将达到500万吨/年，远期规模目标700-1000万吨/年。公司有望凭借规模优势和技术创新优势，跃居全球钾肥领军企业。
- 钾肥：资源垄断供给高度集中，边际成本支撑价格中枢。**
  - 全球资源错配：**钾肥出自天然钾矿，根据USGS数据，全球钾资源储量（折合K<sub>2</sub>O）超过53亿吨，由于自然资源分布不均，全球79.7%的钾资源储量分布于死海、加拿大、白俄罗斯、俄罗斯。2021年全球钾肥产量约4630万吨，其中合计66.8%产自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三国。而需求集中在中国、巴西、美国和印度等农业大国，2021年占比分别为27%、18%、14%和8%。供需错配严重+资源属性导致钾肥供给端具有更强的议价能力。
  - 需求平稳增长：**钾肥主要用于农业生产，提供植物生长必需的三大主要营养元素之一的钾元素。据FAO，历年全球钾肥需求CAGR约为2.4%，随着农作物价格中枢维持高位，全球耕地面积持续增长，钾肥未来需求有望持续增长。
  - 我国依赖进口：**我国是农业、人口大国，钾肥需求量较高。虽然我国西北地区盐湖资源丰富，但盐湖地区生态脆弱，盐湖钾资源保有量有限，氯化钾产能自2016年以来已多年未扩产，同时国家倾向降产保护。我国钾肥进口依赖度保持50%左右，国内每年以签订大合同的方式进口钾肥保障民生，国内钾肥市场价格与进口大合同价趋同。
  - 供给扰动仍存：**1) 地缘政治：白俄罗斯和俄罗斯为全球钾肥供应大国，地缘政治导致白俄罗斯和俄罗斯出口受到限制。根据USGS和Rosstat数据，2022年全球钾肥产量下降约907万吨，其中，俄罗斯和白俄罗斯下降约1340万吨。巴以冲突未来或影响以色列和约旦钾肥出口。2) 新增产能：未来钾肥新建产能速度放缓，建设进度或不及预期。
- 整体看近年钾肥行业或呈现供需紧平衡。**
  - 成本曲线抬升：**此前海外低成本的矿山已基本折旧完毕，且新扩产的矿山较深，资本开支较大，导致折旧摊销费用提高，抬升钾肥边际成本。根据公司公告，2022年Nutrien、Mosaic、SQM钾肥销售成本分别为112、292、403美元/吨，同比分别增加19%、52%、42%。此外随着地缘冲突的扰动，港口出口保费与运费成本均有一定抬升。
- 以老挝资源与运输优势为核心，高效发挥规模化与创新优势。**
  - “老挝优势”：**中老两国长期睦邻友好，老挝钾盐资源丰富，公司布局老挝甘蒙合计263.3平方公里钾盐矿区，氯化钾折纯储量合计超10亿吨。资源方面，公司矿区的钾肥矿脉埋藏深度明显浅于加拿大和俄罗斯，固定投资和采矿成本在全球范围内具备优势，此外，钾矿富含溴元素可用于提取溴素增厚利润。交通方面，随着中老铁路、泛亚铁路和万永铁路的建设，运输进一步通畅，助力公司在东南亚市场占据销售优势先机。
  - “亚钾优势”：**技术赋能产量释放。钾矿开采难度较大，我国出海找钾企业成功者寥寥，海外矿业巨头的扩产计划也常见延期、取消、无限期暂停。公司于2022年3月实现了首个100万吨/年钾肥改扩建项目达产，为首个在境外实现百万吨级规模生产的企业。并且公司以钾肥产销量为考核指标，在最低标准的基础考核指标要求中，2022-2024年公司的钾肥产量分别不低于80、180、180万吨，销量不低于当年产量的85%，彰显公司信心。非钾资源开拓方面，公司持续挖掘钾盐矿伴生的溴、锂、钠、镁、铷、铯等资源的开发利用，其中溴素一期项目（1万吨）已于2023年5月底试车成功，为公司下一阶段的高质量、跨越式发展打下坚实的基础。
- 盈利预测：**预计公司2023-2025年营业收入为45.7/65.2/82.0亿元，归母净利润为15.3/22.5/28.9亿元。以2024年1月19日收盘价计算，对应PE分别为13.8/9.3/7.3。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料及产品价格波动；地缘政治和贸易政策改变的风险；募投项目进展低于预期；使用信息滞后或更新不及时风险。

## 内容目录

<b>一、资源优势+规模扩张，打造国际化钾肥企业</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1 战略转型专注钾肥，钾资源丰富持续扩产 .....	- 5 -
1.2 聚焦钾肥业务，盈利能力大幅改善 .....	- 6 -
<b>二、钾肥：全球紧平衡格局或延续，边际成本抬升支撑价格中枢</b> .....	<b>- 10 -</b>
2.1 钾肥：植物三大营养元素之一 .....	- 10 -
2.2 供给端：地缘问题供给紧张，我国对外依存度仍较高 .....	- 12 -
2.3 需求端：耕地面积增长助推钾肥需求持续增长 .....	- 17 -
2.4 供需关系：供给受到制约导致未来或存在缺口 .....	- 18 -
2.5 价格端：供给扰动+成本抬升支撑钾肥价格中枢平稳 .....	- 18 -
<b>三、公司钾肥资源、产能及成本 <math>\alpha</math> 明显，非钾业务持续推进</b> .....	<b>- 21 -</b>
3.1 公司老挝钾矿资源丰富，未来成本有望进一步降低 .....	- 21 -
3.2 区位优势显著，位于亚洲钾肥需求核心圈 .....	- 25 -
3.3 持续推进非钾业务，进一步加强盈利能力 .....	- 26 -
<b>四、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>- 28 -</b>
4.1 盈利预测关键假设 .....	- 28 -
4.2 投资建议 .....	- 29 -
<b>五、风险提示</b> .....	<b>- 29 -</b>

## 图表目录

图表 1: 亚钾国际发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司无实际控制人 (截至 2023 年 Q3) .....	- 6 -
图表 3: 公司营业收入及同比增速.....	- 7 -
图表 4: 公司归母净利润及同比增速.....	- 7 -
图表 5: 公司各产品销售毛利率情况.....	- 7 -
图表 6: 公司期间费用率情况.....	- 7 -
图表 7: 公司各产品营收情况.....	- 8 -
图表 8: 公司各产品毛利情况.....	- 8 -
图表 9: ROE 和净利率水平.....	- 8 -
图表 10: 产品营收国内外分布占比.....	- 8 -
图表 11: 公司扩产计划明确 .....	- 9 -
图表 12: 公司股权激励机制 .....	- 9 -
图表 13: 公司业绩考核目标明确.....	- 9 -
图表 14: 植物缺钾叶片出现褐斑.....	- 10 -
图表 15: 植物缺钾易倒伏.....	- 10 -
图表 16: 氯化钾为应用最广的钾肥.....	- 10 -
图表 17: 亚钾国际钾盐矿开采工艺.....	- 11 -
图表 18: 盐湖股份卤水提钾开采工艺.....	- 11 -
图表 19: 2022 年全球钾盐主要集中在死海、加拿大、白俄罗斯和俄罗斯等地.....	- 12 -
图表 20: 2022 年全球钾肥产量以加拿大、中国、俄罗斯和白俄罗斯为主.....	- 12 -
图表 21: 全球钾资源分布情况 .....	- 12 -
图表 22: 全球钾肥行业呈现寡头格局 (截至 2023 年 Q3) .....	- 13 -
图表 23: 2021 年全球钾肥出口格局 .....	- 14 -
图表 24: 2021 年全球钾肥进口格局 .....	- 14 -
图表 25: 2022 年地缘政治导致供给收缩.....	- 14 -
图表 26: 2018 年全球钾肥贸易流向图.....	- 15 -
图表 27: 全球钾肥贸易供需平衡.....	- 15 -
图表 28: 死海钾肥项目的卫星影像.....	- 15 -
图表 29: ICL 和 APC 的钾肥运输或将受限.....	- 15 -
图表 30: 我国氯化钾无新增产能 (折纯 $K_2O$ ) .....	- 16 -
图表 31: 我国氯化钾进口依赖度高.....	- 16 -
图表 32: 国内钾肥行业呈现寡头格局 (截至 2023 年 H1) .....	- 16 -
图表 33: 粮食价格中枢维持高位.....	- 17 -

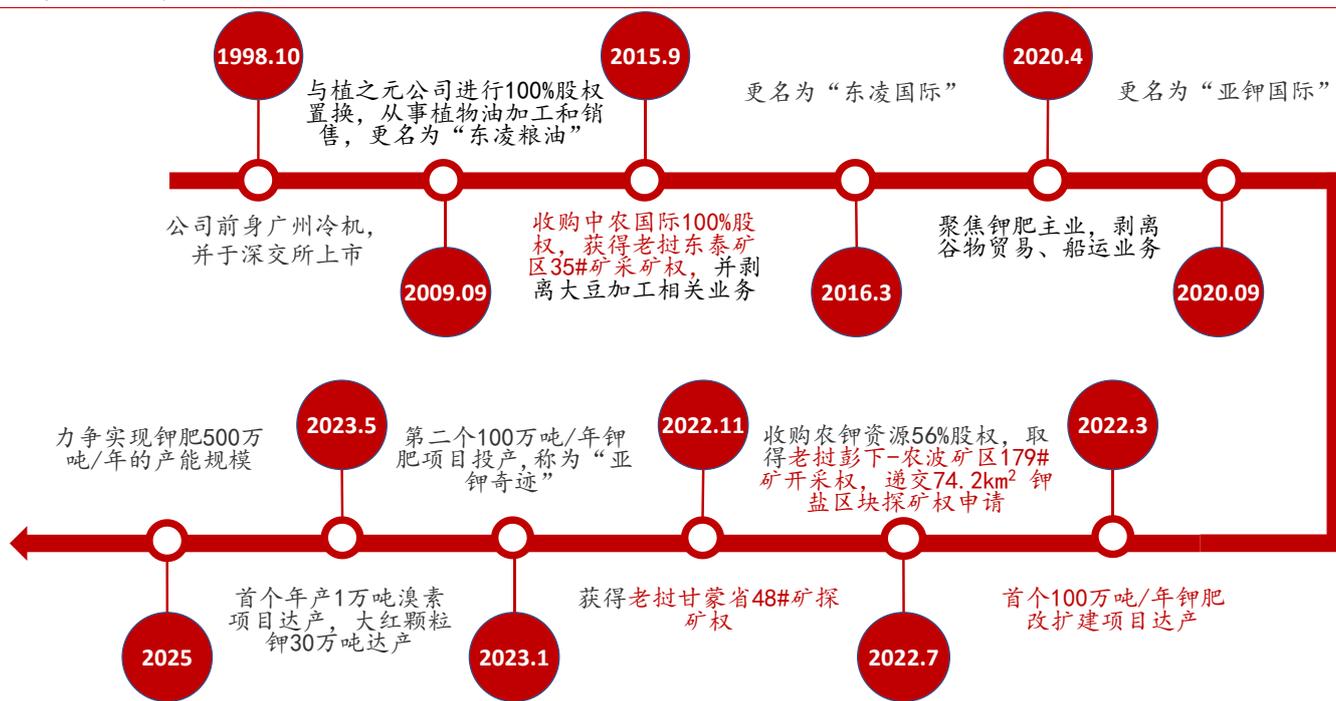
图表 34: 钾肥消费量随耕地面积保持增长 (折纯 $K_2O$ ) .....	- 17 -
图表 35: 全球钾肥需求预测.....	- 17 -
图表 36: 预测全球钾肥或处于供需紧平衡状态.....	- 18 -
图表 37: 钾肥价格历史复盘.....	- 19 -
图表 38: 我国处于全球钾肥成本曲线左侧.....	- 20 -
图表 39: 国内大合同价格为全球钾肥洼地.....	- 20 -
图表 40: 国内企业出海找钾艰难.....	- 21 -
图表 41: 公司钾矿资源丰富.....	- 22 -
图表 42: 公司钾肥成本优势明显 (元/吨) .....	- 23 -
图表 43: 公司钾肥毛利率对比 .....	- 23 -
图表 44: 采矿单位成本逐步降低.....	- 23 -
图表 45: 华为 AI 矿山进一步降本.....	- 24 -
图表 46: 亚钾国际钾肥自循环利用技术工艺.....	- 25 -
图表 47: 亚钾国际地理位置优越, 交通便利.....	- 26 -
图表 48: 溴素产业链情况.....	- 27 -
图表 49: 溴素供给和需求及其同比.....	- 27 -
图表 50: 溴素的进口依赖度.....	- 27 -
图表 51: 溴素价格保持较高位置.....	- 28 -
图表 52: 公司业务收入及盈利预测.....	- 28 -
图表 53: 可比公司估值对比.....	- 29 -
图表 54: 盈利预测表.....	- 30 -

## 一、资源优势+规模扩张，打造国际化钾肥企业

### 1.1 战略转型专注钾肥，钾资源丰富持续扩产

- 钾肥行业新秀，出海扩能持续成长。**1998年公司前身广州冷机成立，主营冰箱压缩机生产业务，同年在深交所挂牌上市。2009年战略转型从事植物油加工和销售，更名为“东凌粮油”。2015年逐步进军钾肥行业，通过收购中农国际100%股权，获得老挝东泰矿区35#矿采矿权。2016-2020年剥离大豆加工及粮油、谷物贸易、船运业务，进一步专注钾肥业务，并更名为“亚钾国际”。随后公司响应国家“一带一路”政策出海积极布局钾矿资源，2022年7月通过资产重组收购农钾资源56%股权，取得老挝彭下-农波矿区179#矿开采权，11月获得老挝甘蒙省48#矿探矿权。公司基于钾矿资源优势高效扩建产能，2022年3月首个100万吨/年钾肥改扩建项目达产，历时仅17个月；2023年1月第二个100万吨/年钾肥项目投料试车成功，历时仅10个月。第三个百万吨项目预计2023年建成投产并力争2025年实现钾肥500万吨/年目标，远期达到700-1000万吨/年产能规模。公司扩产速度远超过国际上百万吨钾肥6-8年建设的平均速度，被称为“亚钾奇迹”。

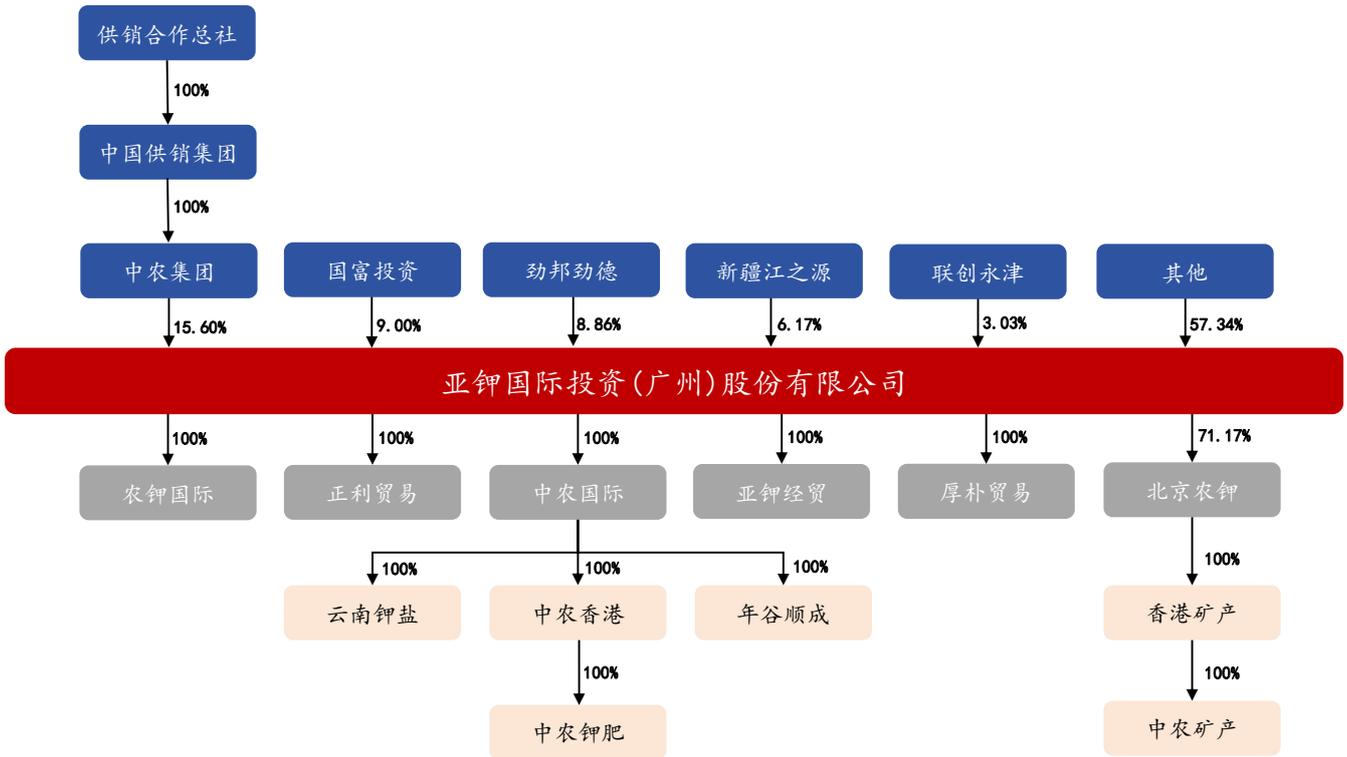
图表 1：亚钾国际发展历程



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 公司无实际控制人。**截至2023年Q3，中农集团持有公司15.6%股权，为公司第一大股东，国富投资持有公司9.0%股权，为公司第二大股东。2021年5月，中农集团和新疆江之源分别放弃部分表决权、提名权等权益，同月原控股股东国富投资与东凌实业解除一致行动关系后，公司至今无控股股东及实际控制人。

图表 2: 公司无实际控制人 (截至 2023 年 Q3)

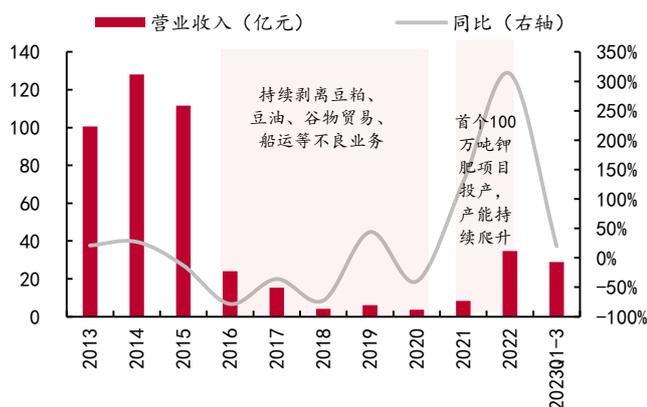


来源: 公司公告、公司官网、中泰证券研究所

## 1.2 聚焦钾肥业务, 盈利能力大幅改善

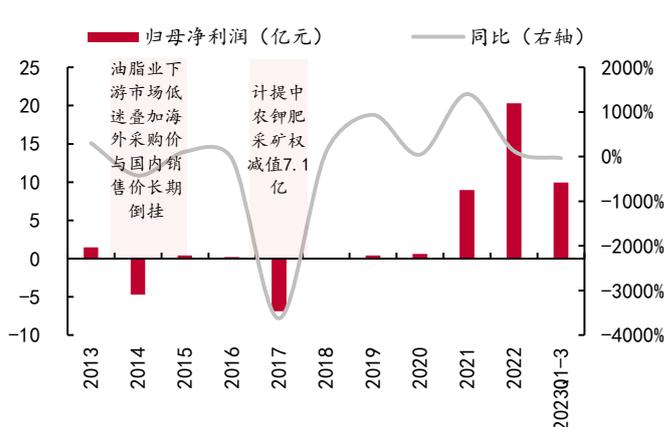
- **剥离不良业务, 钾肥助推业绩向好。**2013-2015 年, 公司主营油脂和海运服务, 营收规模百亿左右, 归母净利润存在波动; 2016-2019 年, 公司营收利润大幅下滑, 主要是持续剥离豆粕、豆油、谷物贸易、船运等不良业务, 其中 2017 年归母净利润为-6.9 亿, 主要是计提中农钾肥采矿权减值 7.1 亿; 2020-2022 年, 公司业绩持续向好, 营收由 3.6 亿上涨至 34.7 亿, CAGR 为 112.2%, 归母净利润由 0.6 亿上涨至 20.3 亿, CAGR 为 223.4%; 主要是由于公司进一步专注钾肥业务, 同时钾肥项产能持续扩容。2023Q1-Q3 公司营收为 28.9 亿, 同比+19.8%; 归母净利润为 9.94 亿, 同比-34.5%。

图表 3: 公司营业收入及同比增速



来源: 同花顺、中泰证券研究所

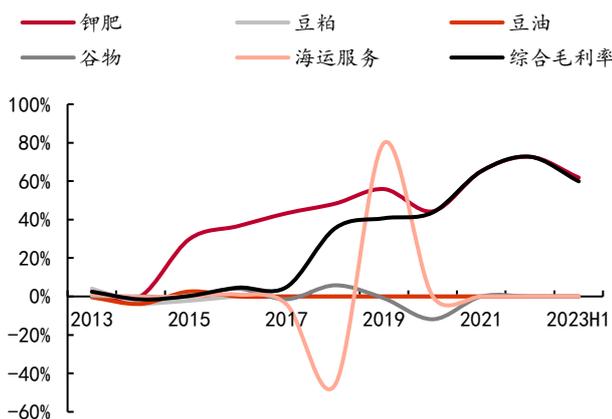
图表 4: 公司归母净利润及同比增速



来源: 同花顺、中泰证券研究所

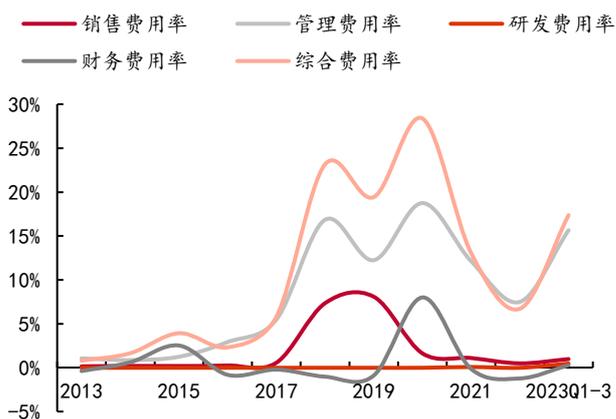
- **钾肥毛利率持续上升, 期间费率下降空间较大。**近年钾肥由于供需错配公司钾肥毛利率整体处于较高水平, 2020-2022 年从 44.3% 上升至 72.7%。2023 年 H1 公司综合毛利率为 62.2%, 钾肥毛利率为 61.9%, 盈利能力较强。公司期间费用率波动较大, 2015-2020 年, 期间费用率整体逐年增加, 主要由于公司营收端变化较大引起, 其中 2018-2019 年销售费用高主要是由于送货上门比例提高运输费用增加所致, 2020 年公司财务费用较高主要是由于汇率波动导致汇兑损益增加所致; 2022 年, 公司成功完成业务转型, 聚焦钾肥主业产能释放, 同时汇兑损益减少, 财务费用降低, 期间费用率下降至 6.7%。2023 年 Q1-3 期间费用率为 17.4%, 长期来看, 仍然存在较大的下降空间。

图表 5: 公司各产品销售毛利率情况



来源: 同花顺、中泰证券研究所

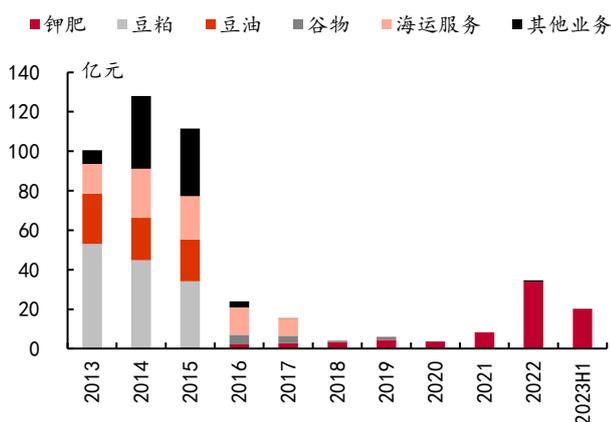
图表 6: 公司期间费用率情况



来源: 同花顺、中泰证券研究所

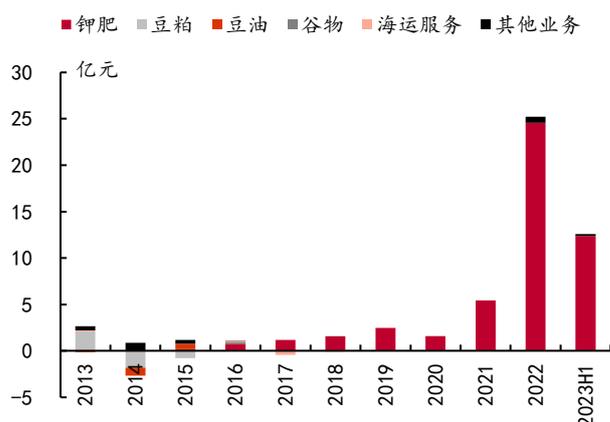
- **战略转型专注钾肥, 盈利水平保持向好。**2013-2014 年公司主营业务为豆粕、豆油、海运服务和压缩机; 2015 年公司收购中农国际, 正式进军钾肥行业并先后剥离大豆、粮油、谷物以及海运业务, 聚焦钾肥生产和销售, 盈利能力大幅提升。2023 年 H1 钾肥产品营收为 20.0 亿元, 占营业总收入的 99.0%; 毛利为 12.4 亿元, 占比 98.4%。

图表 7: 公司各产品营收情况



来源: 同花顺、中泰证券研究所

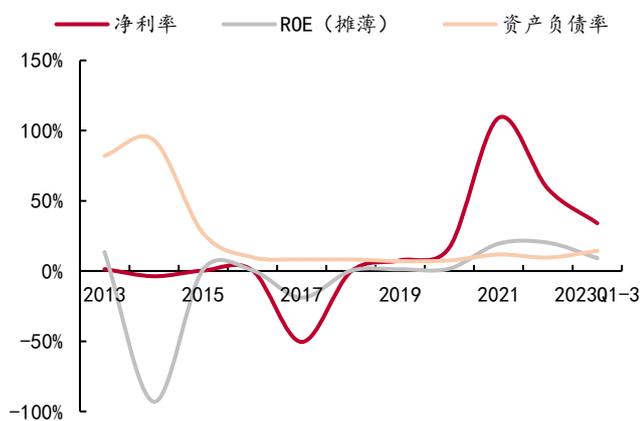
图表 8: 公司各产品毛利情况



来源: 同花顺、中泰证券研究所

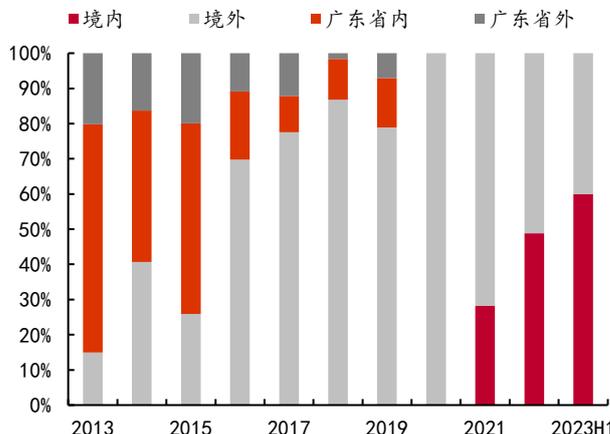
- 公司目前收入结构海内外较均衡。**公司剥离不良业务后专注钾肥生产，2021 年至 2023 年 Q1-3 公司净利率始终维持 34.1% 以上，2021 年公司由于涉及有关中农国际钾肥开发有限公司诉讼获得业绩补偿约 6.1 亿元，净利率水平达到 109.1%。近年资产负债率维持 10% 左右，保持较低水平。公司广东省内起家，后期随着业务的不断剥离以及积极出海布局钾肥产能，境外市场营收占比逐步扩大。从 2013 年的 15.0% 上升至 2020 年的 100%，后逐步向国内市场销售，截至 2022 年国内营收占比达到 48.8%。2023 年 H1 境内、境外营收占比分别为 60.0% 和 40.0%。

图表 9: ROE 和净利率水平



来源: 同花顺、中泰证券研究所

图表 10: 产品营收国内外分布占比



来源: 同花顺、中泰证券研究所

- 钾肥建设进度如期推进，未来扩产目标明确。**2022 年 3 月公司首个 100 万吨项目顺利达产，2023 年 1 月第二个 100 万吨装置投料试车，历时仅 10 个月，被称为“亚钾速度”。原预计公司第三个 100 万吨项目 2023 年底建成，2024 年规划第四、五个百万吨项目建设，预计 2025 年底建设完毕，产能达到 500 万吨。远期公司持续规划产能至 700-1000 万吨，目标成为钾肥行业龙头。

**图表 11: 公司扩产计划明确**

时间	产能目标 (万吨)	产量目标 (万吨)	备注
2022年	100	90.91	2022年3月首个100万吨项目达产
2023年	300	180-200	2023年1月第二个100万吨项目投料试车成功, 第三个100万吨项目争取年底建成
2024年		280-300	第三个100万吨建成投产后预留2-3个月达产爬坡期
2025年	500		已申请第四、五个100万吨项目的产能批复, 预计2024H1启动建设, 2025年建成
2027年		500	新建产能持续爬坡
未来	700-1000		根据市场需求扩产

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **产销业绩考核明确, 股权激励赋能成长。**2022年9月公司发布新一轮股权激励方案, 其中期权+限制性股票总股本累计 5710 万股, 累计占比 6.2%, 预计授予人数 119 人。同时设定 2022/2023/2024 年考核目标分别为钾肥产量不低于 80/180/280 万吨, 且产销率不低于 85%。公司股权激励考核目标明确, 赋能公司未来成长。

**图表 12: 公司股权激励机制**

激励标的	激励总数 (万股/万份)	占当时公司股本比例	授予人数 (人)	行权/授予价格	有效期 (年)
股票期权	4910	5.33%	111	27.58元/份	5
限制性股票	800	0.87%	8	17.24元/股	4

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 13: 公司业绩考核目标明确**

行权/解除限售期	考核年度	基础考核目标A	卓越考核目标B	挑战考核目标C
		公司层面行权/解除限售比例为80%	公司层面行权/解除限售比例为90%	公司层面行权/解除限售比例为100%
第一个行权期	2022年	80万吨 $\leq$ Q<90万吨 S/Q $\geq$ 85%	90万吨 $\leq$ Q<100万吨 S/Q $\geq$ 85%	Q $\geq$ 100万吨 S $\geq$ 85万吨
第二个行权期	2023年	180万吨 $\leq$ Q<190万吨 S/Q $\geq$ 85%	190万吨 $\leq$ Q<200万吨 S/Q $\geq$ 85%	Q $\geq$ 200万吨 S $\geq$ 170万吨
第三个行权期	2024年	280万吨 $\leq$ Q<290万吨 S/Q $\geq$ 85%	290万吨 $\leq$ Q<300万吨 S/Q $\geq$ 85%	Q $\geq$ 300万吨 S $\geq$ 255万吨

注: Q为当年钾肥产量, S为当年钾肥销量

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 二、钾肥：全球紧平衡格局或延续，边际成本抬升支撑价格中枢

### 2.1 钾肥：植物三大营养元素之一

- 钾肥广泛应用于各种作物，植物生长不可或缺。钾肥指以钾为主要养分的肥料，植物体内含钾一般占干物质重的 0.2%~4.1%，仅次于氮。钾在植物生长发育过程中，参与 60 种以上酶系统的活化、光合作用，同时参与光合产物的运输、促进碳水化合物和蛋白质的合成等过程。若植物缺钾则会出现叶片变黄，出现褐斑，生长缓慢，易倒伏，抗逆性低等情况。目前市场上主流的钾肥为氯化钾，占比超 90%，其次为硫酸钾、硝酸钾、磷酸二氢钾和草木灰等。

图表 14：植物缺钾叶片出现褐斑



来源：农业信息资讯、中泰证券研究所

图表 15：植物缺钾易倒伏



来源：五洲丰农业科技有限公司、中泰证券研究所

图表 16：氯化钾为应用最广的钾肥

分类	含量	适用场景	优点	缺点
氯化钾 (KCl)	含钾50%-60%	基肥、追肥	价格低，含钾量高，速溶性好	长期使用造成土壤板结；不适宜用在盐碱地，会加重土地盐碱程度
硫酸钾	含钾约50%，含硫约18%	基肥、追肥	价格较低，不易吸潮，不含氯	属生理性酸性肥料，所含的硫易于和钙结合形成微溶物硫酸钙，长期使用会加重土壤酸化和土壤板结
硝酸钾	含钾约46%，含硝含氮约14%	追肥	肥效快，速溶性好，属生理中性肥料，长期使用一般不易导致土壤酸化	有机农业禁止使用，在储存及加工的过程中有一定的安全隐患，严禁与易燃物质接触
磷酸二氢钾	含钾约34%，含磷约52%	基肥、种肥、追肥、浸种	价格适中，速溶性好，不易吸潮，属生理中性肥料	价格较高，生理性酸性肥料，磷移动性差易于被固定，造成土壤酸化及板结。
草木灰	有机钾肥	基肥、追肥和盖种肥，以及根外追肥	改善土壤结构，增加土壤有机质含量	钾含量较低，释放速度慢，呈碱性，仅适合酸性土壤

来源：公司官网、惠农网、思威博官网、中丰裕农、中泰证券研究所

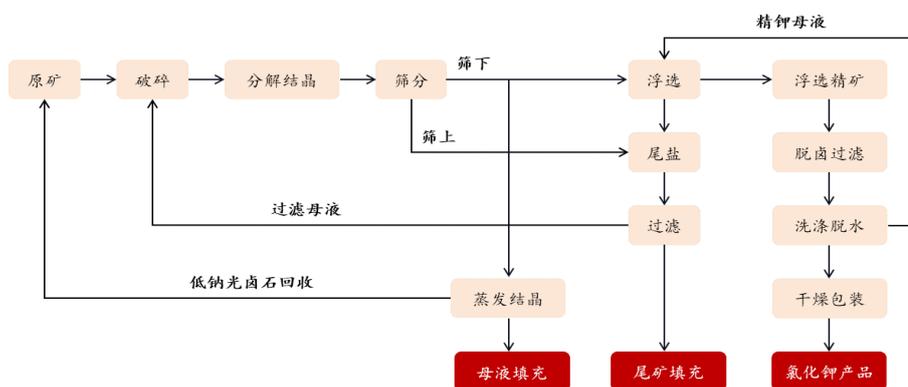
- 国内以湖钾为主，开采难度高于矿钾。钾资源分为两种类型：1) 以固体钾矿石形式存在，如钾石盐矿床、光卤石矿床和钾长石矿床，2) 是以含钾的卤水形式存在，如硫酸盐型卤水、氯化物型和硝酸盐型含钾卤水。

①以亚钾国际为例的钾岩石矿工艺路线，从地表打竖井进入矿床，以巷道掘进和定向爆破的方式采取矿石，使将开采的钾混盐矿进行破碎、分解结晶、筛分后，通过浮选、过滤、洗涤、脱水、干燥等工序后生产成氯化钾产品；母液进行蒸发浓缩后与浮选后的尾盐混合充填于井下采空区，形成闭环式生产模式。

②以盐湖股份为例的卤水提钾工艺路线。根据卤水的不同，采用反浮选-冷结晶氯化钾生产技术、固体钾矿的浸泡式溶解转化技术等5种技术工艺，真正做到将盐湖资源吃干榨尽。青海盐湖钾肥主要的生产过程：需要先将湖水蒸发，得到光卤石，然后以光卤石为原料，先用反浮选法分离光卤石矿中的氯化钠，得到高品位的精光卤石，然后用结晶法制取氯化钾产品。

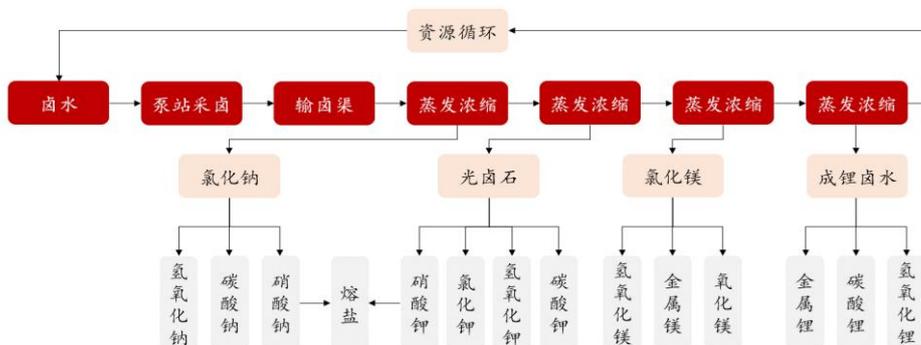
- 区别点主要为：湖钾需要先晒干，制成光卤石，再进行提炼。而矿钾直接开采的就是高品位的钾石盐和光卤石，再进行提炼，开采难度低于湖钾。

图表 17：亚钾国际钾盐矿开采工艺



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 18：盐湖股份卤水提钾开采工艺



来源：公司公告、中泰证券研究所

## 2.2 供给端：地缘问题供给紧张，我国对外依存度仍较高

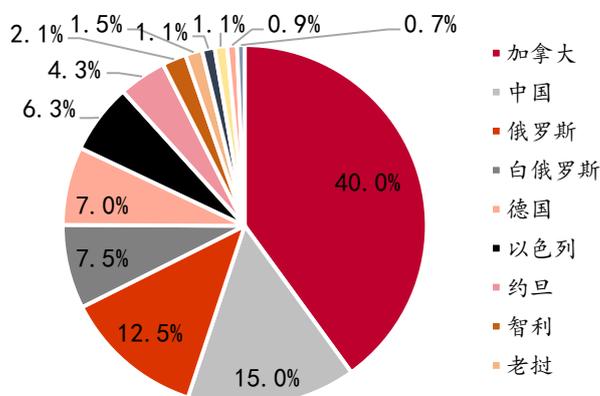
- 全球钾资源储量集中在死海、加拿大、白俄罗斯和俄罗斯等地；产量以加拿大、中国、俄罗斯和白俄罗斯为主。根据 USGS 数据，全球钾资源分为两种，钾矿石和含钾卤水，全球储量约为 53.4 亿吨。目前死海、加拿大、白俄罗斯、俄罗斯占据全球 79.7% 的钾资源储量，其中全球钾资源储量最大的地方为死海（约旦，以色列）地区，其储量为 20 亿吨氯化钾，占比约为 37.5%。其次为加拿大、白俄罗斯和俄罗斯，分别为 11.0、7.5 和 4.0 亿吨，分别占比 20.6%、14.1% 和 7.5%。2022 年全球产量主要集中在加拿大、中国、俄罗斯和白俄罗斯，产量（折纯 K<sub>2</sub>O）分别为 1600、600、500、300 万吨，占比分别为 40.0%、15.0%、12.5% 和 7.5%。

图表 19：2022 年全球钾盐主要集中在死海、加拿大、白俄罗斯和俄罗斯等地

全球钾肥产量与储量				
	产量（折纯 K <sub>2</sub> O，万吨）		现储量（亿吨）	
	2021	2022	可开采储量	K <sub>2</sub> O 当量
加拿大	1420	1600	45.0	11.0
中国	600	600		1.7
俄罗斯	910	500		4.0
白俄罗斯	763	300	33.0	7.5
德国	280	280		1.5
以色列	238	250		20.0
约旦	156	170		
智利	86	85		1.0
老挝	26	60	5.0	0.8
西班牙	37	45		0.7
美国	48	44	9.7	2.2
其他	35	35	15.0	3.0
巴西	27	27		0.0
合计	4630	4000	>110	>53

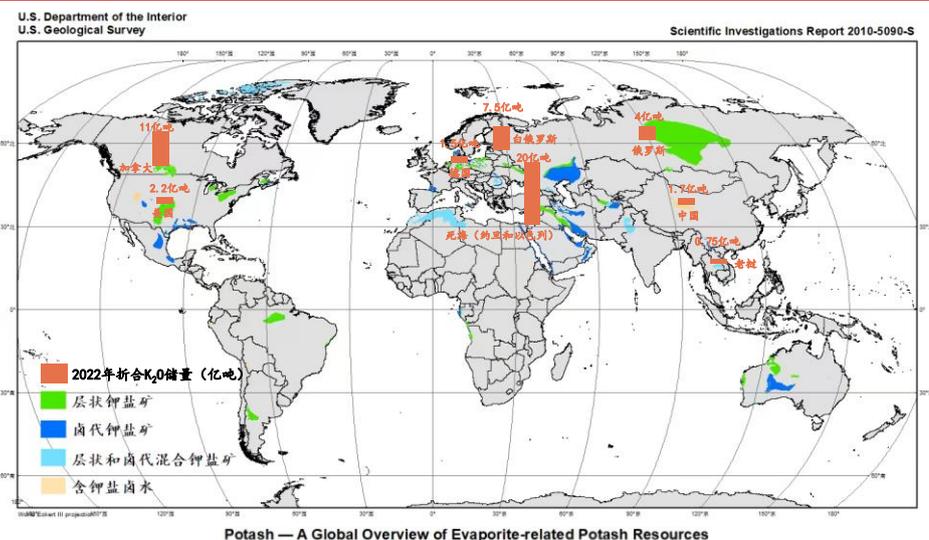
来源：USGS、中泰证券研究所

图表 20：2022 年全球钾肥产量以加拿大、中国、俄罗斯和白俄罗斯为主



来源：USGS、中泰证券研究所

图表 21：全球钾资源分布情况



来源：USGS、中泰证券研究所

- 钾肥行业寡头垄断。2022 年全球 CR4 约为 52.8%，全球呈现寡头垄断格局。目前全球钾肥价格也被三大定价联盟垄断，包括北美销售联盟

(Nutrine 和 Mosaic)，东欧和中亚的 BPC (Uralkali 和 Belaruskali，已于 2013 年 7 月解体) 和中东联盟 (ICL 和 APC)。目前全球龙头为加拿大的 Nutrine，产能 2000 万吨，占比约为 17.9%，位居全球首位；其次为俄罗斯的 Uralkali 产能 1500 万吨，占比约为 13.4%。国内企业产能较小，盐湖股份和藏格矿业分别拥有 500 和 200 万吨钾肥产能。

图表 22：全球钾肥行业呈现寡头格局（截至 2023 年 Q3）

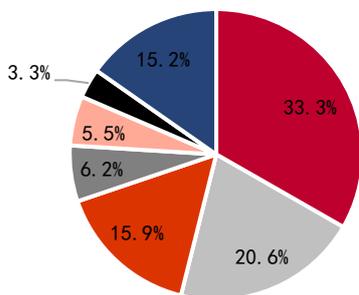
企业名称	国家	2022年钾肥产能 (实物量, 万吨/年)	主要钾矿类型 (品位)	备注
Nutrine	加拿大	2000	钾石盐矿 (25%-30%)	由Potash和Agrium合并而成，拥有六个采矿区
Uralkali	俄罗斯	1500	钾石盐矿 (15%-20%) 光卤石矿 (25%-30%)	拥有5座矿山和7座矿石选矿加工厂，俄乌冲突之前约占全球供应量的20%
Mosaic	美国	1250	钾石盐矿 (25%-30%)	世界最大钾肥生产企业
Belaruskali	白俄罗斯	1150	钾石盐矿 (25%-30%)	拥有6个矿山和4个加工厂，钾肥产量占全球五分之一
K+S	德国	700	钾石盐矿 (25%-30%)	欧洲最大的钾肥供应商
ICL	以色列	530	钾石盐矿+卤水钾矿	还生产全球的三分之一的溴素，从与钾肥相同的盐水和卤水沉积物中提取
盐湖股份	中国	500	卤水钾矿 (10%)	中国最大的钾肥生产商
APC	约旦	270	卤水钾矿 (10%)	拥有3家工厂，采用太阳能蒸发方法从死海提取钾肥
藏格矿业	中国	200	卤水钾矿 (10%)	中国第二大钾肥公司
亚钾国际	老挝	200	光卤石矿 (15%-20%)	2025年预计达到500万吨
国投新疆罗布泊钾盐	中国	180	卤水钾矿	以开发罗布泊天然卤水资源制取硫酸钾为主业
东方铁塔	中国	100	光卤石矿 (15%-20%)	老挝的中国钾肥生产企业

来源：各公司公告、智研咨询、华经情报网、百川盈孚、中国化信、中泰证券研究所

- 全球钾肥生产消费端不匹配。**全球钾肥资源分配不均，生产消费端不匹配。根据 FAO 数据，2021 年全球最大钾肥出口国为钾资源丰富地区，如加拿大、俄罗斯和白俄罗斯，全球出口占比分别为 33.3%、20.6% 和 15.9%。全球最大钾肥进口国为美国、巴西和中国等粮食生产大国，全球进口占比分别为 18.2%、17.8% 和 11.1%。

图表 23: 2021 年全球钾肥出口格局

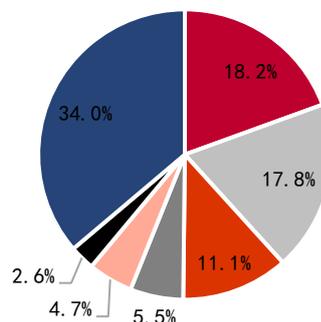
■ 加拿大 ■ 俄罗斯 ■ 白俄罗斯 ■ 德国 ■ 以色列 ■ 约旦 ■ 其他



来源: FAO、中泰证券研究所

图表 24: 2021 年全球钾肥进口格局

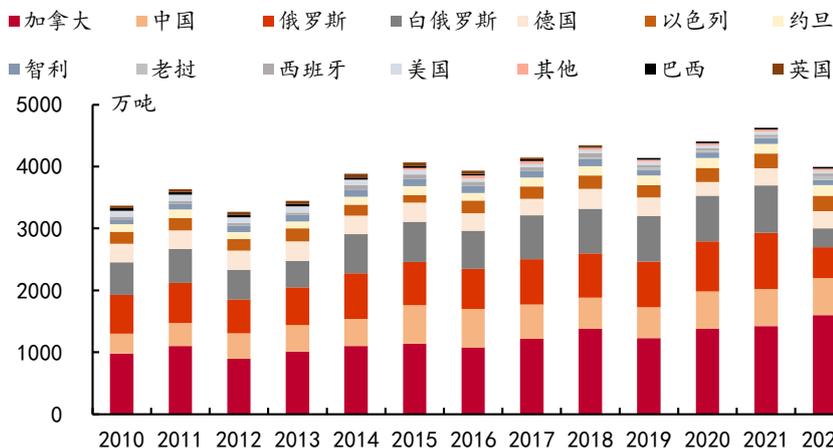
■ 美国 ■ 巴西 ■ 中国 ■ 印度尼西亚 ■ 印度 ■ 马来西亚 ■ 其他



来源: FAO、中泰证券研究所

■ **地缘政治问题导致全球供给端收缩。**根据 USGS 数据,全球产量主要集中于加拿大、中国、俄罗斯、白俄罗斯,2022 年前四大钾肥生产国生产钾肥(折纯  $K_2O$ ) 3000 万吨,占比达到 75%。全球钾肥扩产期已过,近年氯化钾新建产能增速放缓。俄罗斯为全球钾肥供应大国,2022 年由于海外疫情和地缘政治问题,钾肥供给端出现部分下降,俄罗斯和白俄罗斯钾肥出口受限,2022 年分别仅生产 500、300 万吨(折纯  $K_2O$ ),且地缘政治问题目前尚未出现缓解,白俄罗斯和俄罗斯钾肥供应问题或将持续。

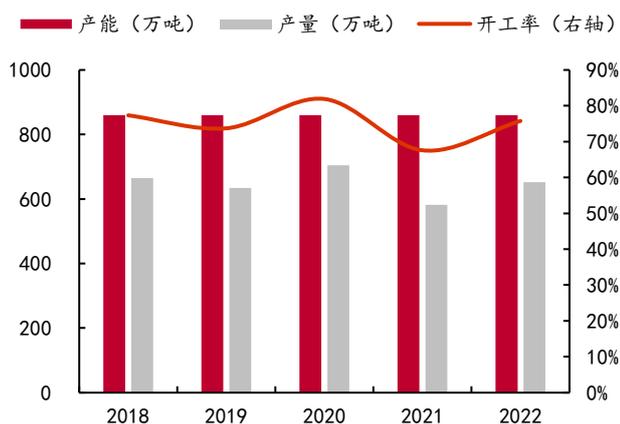
图表 25: 2022 年地缘政治导致供给收缩



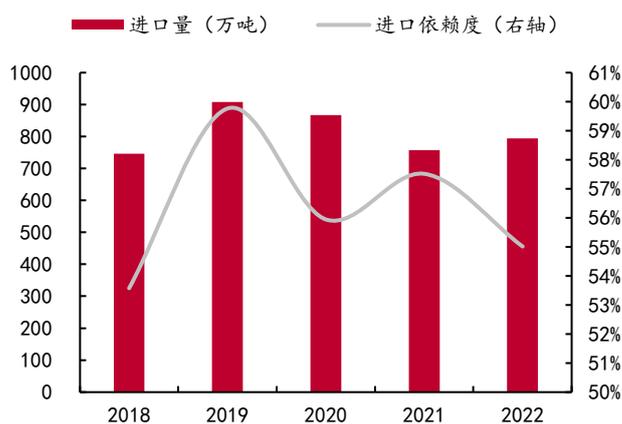
来源: USGS、中泰证券研究所



- **国内产能供给不足，海外进口占比 50%。**由于我国钾矿资源匮乏，叠加环保因素限制，国内几乎无新增产能。根据百川盈孚，行业产能维持 860 万吨，行业开工率始终维持约 65% 以上。根据 USGS 数据，2022 年我国钾肥产量为 600 万吨（折纯  $K_2O$ ），全球占比为 15%。根据百川盈孚，2022 年我国钾肥表观消费量约 1442.7 万吨，进口量为 793.7 万吨，钾肥每年大量依靠进口，进口依存度约 55.0%。

**图表 30：我国氯化钾无新增产能（折纯  $K_2O$ ）**


来源：百川盈孚、中泰证券研究所

**图表 31：我国氯化钾进口依赖度高**


来源：百川盈孚、中泰证券研究所

- **国内钾肥行业呈现寡头格局。**目前国内钾肥行业呈现寡头垄断格局，盐湖股份和藏格矿业合计产能 700 万吨，占据全国 81.4% 的产能。其中盐湖股份产能 500 万吨开工率始终维持较高水平，藏格矿业产能 200 万吨。截至 2023 年 H1，目前在海外的国内钾肥企业亚钾国际和东方铁塔产能分别 200 和 100 万吨。

**图表 32：国内钾肥行业呈现寡头格局（截至 2023 年 H1）**

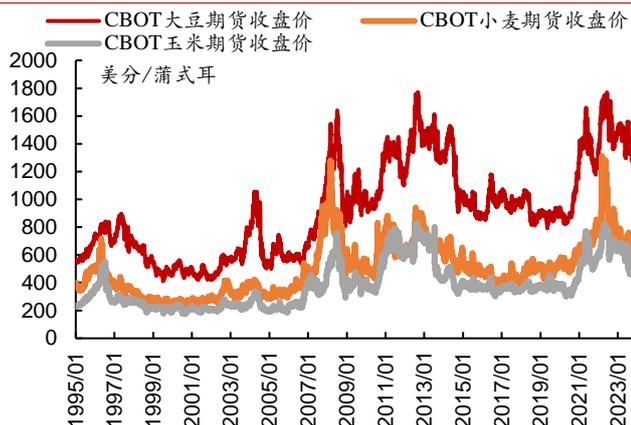
位置	公司名称	现有产能 (万吨/年)
中国	盐湖股份	500
中国	藏格矿业	200
中国	茫崖晶鑫华隆	20
中国	青海联宇	10
中国	柴达木地矿	10
中国	青海地矿集团	10
中国	昆龙伟业	10
中国	其他	100
中国	总计	860
位置	公司名称	现有产能 (万吨/年)
老挝	亚钾国际	200
老挝	东方铁塔	100
老挝	总计	300

来源：百川盈孚、各公司公告、中泰证券研究所

### 2.3 需求端：耕地面积增长助推钾肥需求持续增长

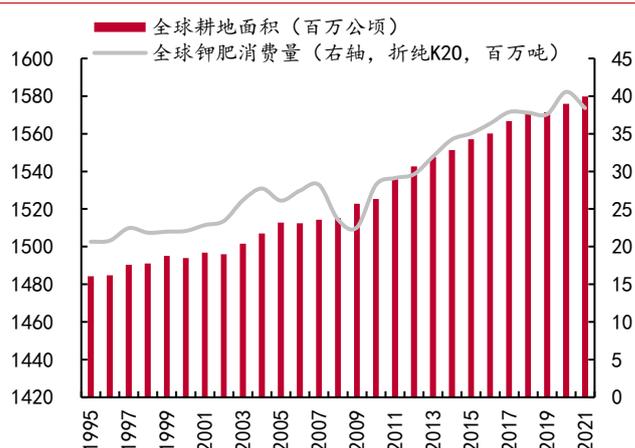
- 农作物价格中枢高位；耕地面积持续扩增。**根据 Wind 数据，截至 2023 年 12 月 29 日，大豆、小麦和玉米的 CBOT 期货价格分别为 1292.3、628.8 和 470.8 美分/蒲式耳，较年初略有下降但价格中枢仍处于高位，支撑钾肥价格。根据 FAO 数据，全球耕地面积保持持续增长趋势，2021 年全球耕地面积为 15.8 亿公顷，同比+0.3%，推动钾肥需求持续景气。

图表 33：粮食价格中枢维持高位



来源：Wind、中泰证券研究所

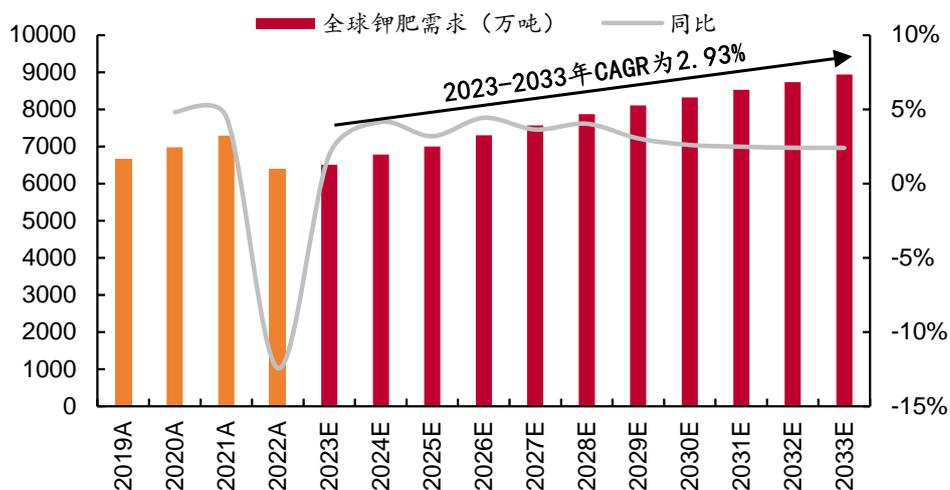
图表 34：钾肥消费量随耕地面积保持增长（折纯 K<sub>2</sub>O）



来源：FAO、中泰证券研究所

- 长期看钾肥需求持续向好。**2022 年由于新冠疫情叠加地缘政治问题导致钾肥价格一路飙升，农民钾肥使用量出现下滑，全球下游消费需求仅为 6384.2 万吨左右。2023 年随着钾肥价格回落，预计全球钾肥需求回暖，根据 GreenMarket 数据，2023-2033 年全球钾肥需求为 CAGR 保持 2.93%。

图表 35：全球钾肥需求预测



来源：Bloomberg、GreenMarkets、中泰证券研究所

## 2.4 供需关系：供给受到制约导致未来或存在缺口

- 地缘政治影响持续，近年全球或维持供需紧平衡。供给端：**1) 地缘政治：白俄罗斯和俄罗斯为全球钾肥供应大国，地缘政治问题导致白俄罗斯和俄罗斯不能从立陶宛港口出货钾肥，出口受到限制。根据 USGS 和 Rosstat 数据，2022 年全球钾肥整体产量下降约 907 万吨，其中，俄罗斯和白俄罗斯产量下降约 1340 万吨，其他企业趁机提产补充了一定缺口。2023 年看略有缓解，俄罗斯前 8 个月产量 916.7 万吨，同比+5.7%。白俄罗斯和俄罗斯产量略有恢复，但运输问题依旧存在。2) 巴以冲突：持续发酵，未来或影响以色列和约旦供给。3) 新增产能：未来钾肥新建产能速度放缓，建设进度或不及预期。
 **需求端：**下游需求随着耕地面积增长持续向好。整体看近年钾肥行业或呈现供需紧平衡。

图表 36：预测全球钾肥或处于供需紧平衡状态

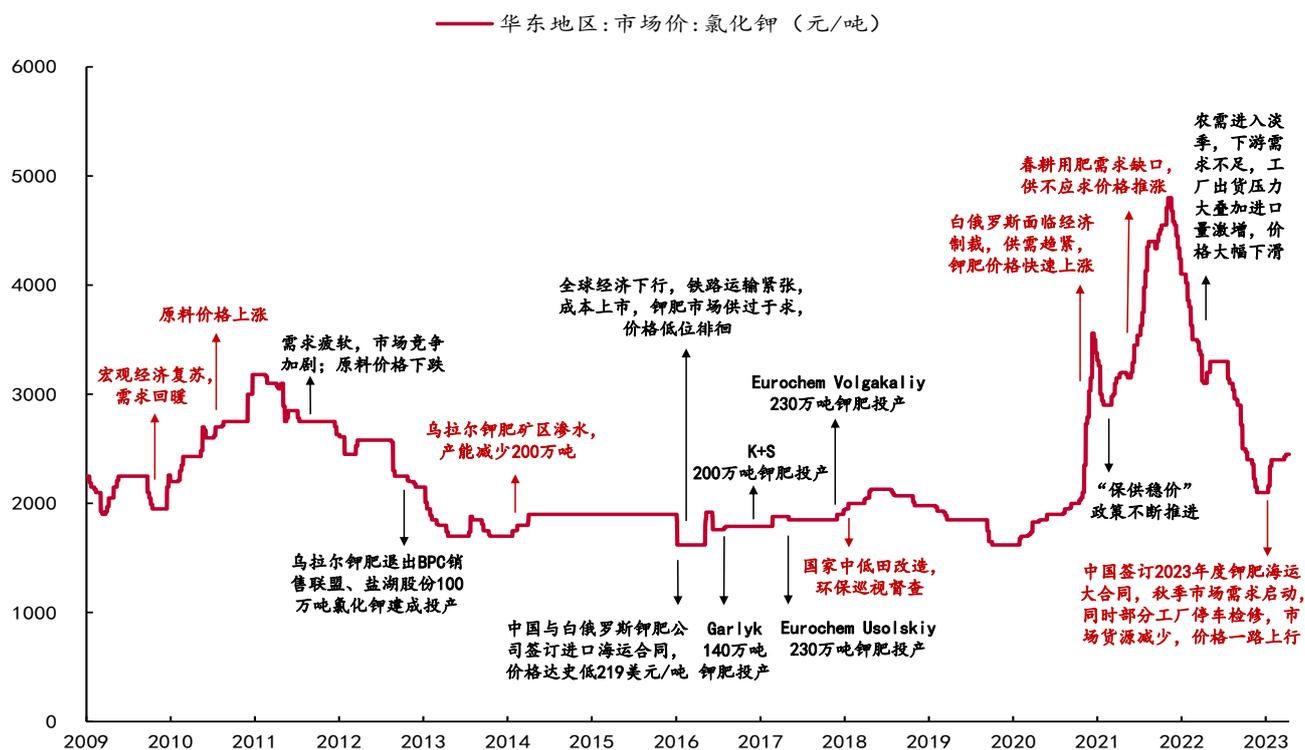
指标	国家	公司	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
产能 (万吨)	加拿大	Nutrien	2060	2060	2060	2060	2060	2060	2060	2060	2060
	白俄罗斯	Belaruskali	1330	1434	1488	1488	1513	1548	1548	1548	1548
	俄罗斯	Uralkali	1280	1280	1340	1370	1590	1530	1580	1580	1580
		Eurochem	171	233	233	233	280	330	480	480	480
		其他	19	23	23	23	23	23	23	23	73
	美国	Mosaic	1422	1422	1422	1422	1422	1422	1422	1422	1422
	德国	K+S	784	803	810	810	814	844	859	909	934
	以色列	ICL	562	574	615	627	647	693	693	693	693
	中国	盐湖股份	500	500	500	500	500	500	500	500	500
	约旦	Arab Potash	264	264	264	264	278	278	284	295	298
	中国	藏格矿业	200	200	200	200	200	200	200	200	200
	老挝	东方铁塔	50	50	50	50	100	100	100	100	100
	老挝	亚钾国际	20	25	100	100	200	300	500	700	700
		龙头企业产能合计	8662	8867	9104	9146	9626	9828	10248	10510	10588
		其他企业产能合计	1951	2007	1958	2026	2064	1939	1886	1871	2271
	全球产能合计	<b>10613</b>	<b>10875</b>	<b>11063</b>	<b>11173</b>	<b>11691</b>	<b>11767</b>	<b>12134</b>	<b>12381</b>	<b>12858</b>	
产量 (万吨)	加拿大	Nutrien	1170	1260	1379	1301	1353	1407	1463	1522	1583
	白俄罗斯	Belaruskali	1225	1233	1272	500	900	936	973	1012	1053
	俄罗斯 (Uralkali+其他)		1446	1580	1785	1217	1375	1430	1487	1547	1609
	美国	Mosaic	787	843	820	905	942	979	1018	1059	1101
	德国	K+S	388	469	469	444	462	480	499	519	540
	以色列	ICL	333	396	390	401	321	289	289	300	312
	中国	盐湖股份	563	552	503	580	448	448	448	448	448
	约旦	Arab Potash	249	262	256	268	215	193	193	201	209
	中国	藏格矿业	108	112	108	131	151	151	151	151	151
	老挝	东方铁塔	46	46	45	51	77	90	90	90	90
	老挝	亚钾国际	25	25	33	91	190	290	320	400	500
		龙头企业产量合计	6340	6777	7060	5889	6433	6694	6933	7250	7596
		其他企业产量合计	320	203	231	496	510	526	542	558	575
		全球产量合计	<b>6660</b>	<b>6980</b>	<b>7291</b>	<b>6384</b>	<b>6944</b>	<b>7219</b>	<b>7475</b>	<b>7808</b>	<b>8171</b>
		需求 (万吨)	<b>6660</b>	<b>6980</b>	<b>7291</b>	<b>6384</b>	<b>6977</b>	<b>7256</b>	<b>7474</b>	<b>7698</b>	<b>7929</b>
	供给-需求 (万吨)	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-33</b>	<b>-37</b>	<b>1</b>	<b>110</b>	<b>242</b>	

来源：Bloomberg、各公司公告、GreenMarkets、USGS、Rosstat、中泰证券研究所（备注：按照钾肥产销计算，K<sub>2</sub>O 按照 60% 比例折回钾肥）

## 2.5 价格端：供给扰动+成本抬升支撑钾肥价格中枢平稳

- 钾肥价格目前维持高位。**2021 年由于地缘政治问题和疫情因素导致钾肥价格持续走高，最高涨到约 4800 元/吨。后随着农需进入淡季叠加下游需求不足钾肥价格逐步回落。2023 年以来，中国签订大合同为钾肥价格筑底，后随秋肥需求启动，部分工厂检修，价格一路向上。截至 2023 年 12 月 31 日，钾肥价格维持 2470 元/吨左右。

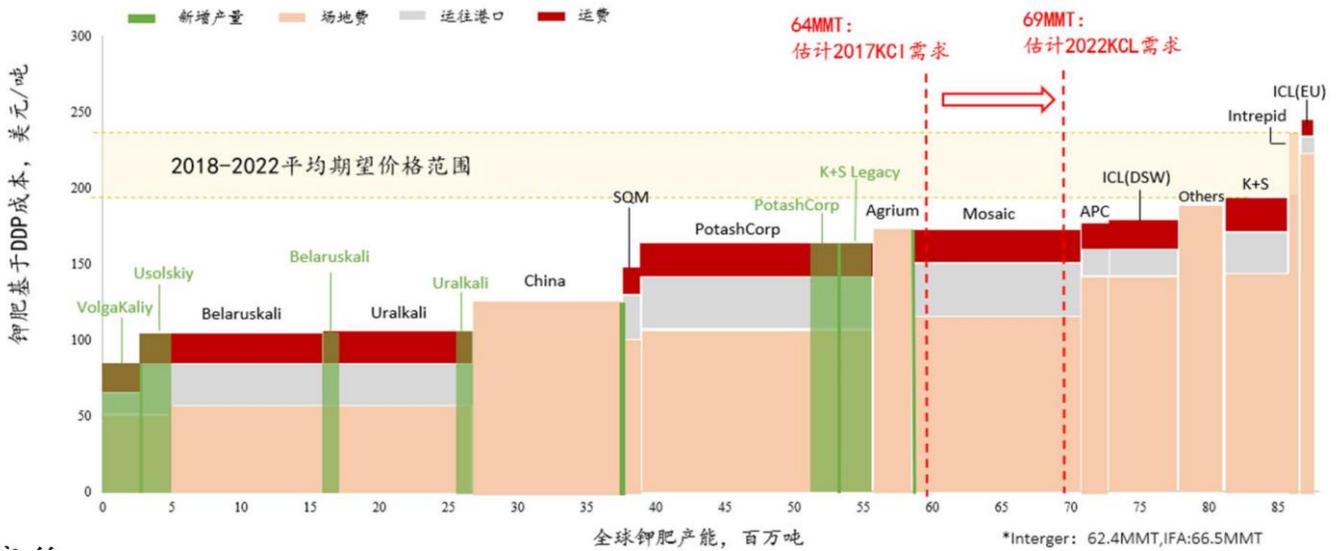
图表 37: 钾肥价格历史复盘



来源: Wind、北方农资传媒、金联创、农资导报、中泰证券研究所

- **我国钾矿成本处于偏左位置，海外新开矿成本提升钾肥边际成本。**根据EuroChem的数据，我国的钾肥平均成本在110美元/吨左右，左侧产能有俄罗斯的Uralkali，白俄罗斯的Belaruskali和Volkakaliy。美国Potashcorp和Mosaic的原料成本虽然低于中国，但是由于其需要支付较多的陆运和海运费至消费市场，因而价格上丧失竞争力。同时在EuroChem预测的2018-2022的需求下限情况下，中国产能的成本仍具备超额收益。由于之前海外低成本矿山折旧完毕，目前新扩产矿山深度较深，资本开支大，折旧摊销费用高，导致钾肥成本抬升。根据公司公告，2022年Nutrien、Mosaic、SQM钾肥销售成本分别为112、292、403美元/吨，同比分别增加19%、52%、42%，预计后续随优质老矿资源枯竭，钾肥成本将进一步抬升。

图表 38: 我国处于全球钾肥成本曲线左侧



来源: EuroChem、中泰证券研究所

- 国内大合同价格系全球洼地，支撑钾肥底部价格。由于钾资源的严重短缺，我国钾肥进口依赖度较高，对外依存度达到 50%，常年受制于加拿大、俄罗斯及白俄罗斯等国际钾肥寡头企业，钾肥供给存在隐患。除了老挝外，俄罗斯、白俄罗斯、加拿大、约旦和以色列都是大合同定价，其中俄罗斯海运到中国为大合同，班列运输为月度定价模式。为此我国早在“十五”时期制定钾肥供应“三三三”战略，主要为 1/3 国内生产，1/3 国外进口，1/3 “走出去”建立境外钾盐生产基地。由于我国盐湖股份和藏格矿业的产能提升，我国钾肥自给率有所提升，在钾肥市场有一定话语权。但印度全部依赖进口，议价能力较弱；所以我国大合同价格一般低于印度大合同价格，为全球钾肥价格洼地。2023 年 6 月 6 日我国签署 2023 年钾肥大合同价格 307 美元/吨，较印度低 115 美元/吨，为我国粮食生产提供保障。

图表 39: 国内大合同价格为全球钾肥洼地

年份	中国签订时间	国内钾肥价格 (元/吨)	中国大合同价 (CFR, 美元/吨)	印度大合同价 (CFR, 美元/吨)	价差(印度-中国, 美元/吨)	东南亚标准钾到岸价 (美元/吨)	巴西大颗粒到岸价 (美元/吨)
2018	2018年9月17日	2300	290	290, 印度先签订	0	250-260	290-295
2019	2019年10月25日	2100	未签	280, 印度先签订	-	278-285	290-305
2020	2020年4月30日	1900	220	230, 印度后签订	10	232-255	210-220
2021	2021年2月10日	1950	247	247/280/445	-	240-260	275-290
2022	2022年2月25日	4000	590	590, 印度先签订	0	600-625	770-800
2023	2023年6月6日	2400	307	422, 印度先签订	115	390-420	345-370

来源: 百川盈孚、Wind、中国化肥信息网、中泰证券研究所

### 三、公司钾肥资源、产能及成本α明显，非钾业务持续推进

#### 3.1 公司老挝钾矿资源丰富，未来成本有望进一步降低

- **国内出海找钾艰辛，亚钾国际和东方铁塔为成功者。**为解决国内钾肥供给困境，政府大力支持企业“走出去”找钾、采钾，目前仅亚钾国际和东方铁塔有所成效。**亚钾国际**：2020年4月在老挝首次开启第一个百万吨项目，历时17个月建成，已于2022年3月实现达产。**东方铁塔**：2017年具备50万吨产能。2021年12月31日，老挝开元矿业有限公司二期150万吨氯化钾项目的50万吨一期工程开工典礼举行，目前已经投产。

图表 40：国内企业出海找钾艰难

实施企业	目标矿区	拟投产能 (万吨)	启动年份	项目概况	项目进展
中察矿业	万象78km <sup>2</sup> 、860Mt钾盐矿	5	2004	获得老挝政府授予的2张采矿证、78km <sup>2</sup> 开采区、860Mt(以KCl计)钾盐矿储量30年的采矿权	2008年12月19日，老挝万象盆地5万吨/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
中国电建	万象580km <sup>2</sup> 钾盐矿	12	2006	共拥有老挝钾盐矿勘探权3个，总面积约580km <sup>2</sup> ，并获得2张采矿证	2013年6月生产出第一批钾盐，2016年在生产上万吨钾盐后因成本过高而停工
东方铁塔	甘肃省194.8km <sup>2</sup> 钾盐矿	200	2006	2010年3月正式动工建设，2012年11月20日试车。二期150万吨/年氯化钾项目的一期工程(50万吨)于2021年12月底开工	二期150万吨/年氯化钾项目的一期工程(50万吨)已于2023年4月实现达产，目前公司氯化钾产能100万吨/年
亚钾国际	甘肃省263.3km <sup>2</sup> 钾盐矿	500	2006	获得位于老挝甘蒙省84km <sup>2</sup> 的钾盐勘探权，签署了《老挝甘蒙省农波县和他曲县钾盐开采和加工》合同	于2022年3月实现老挝首个100万吨/年钾肥改扩建项目的稳产达产。2023年1月1日，公司完成第二个100万吨/年钾肥项目选厂投料试车，同时第三个100万吨/年钾肥项目正在建设中，力争2023年年底投产
北京普悦	万象259.4km <sup>2</sup> 钾盐矿		2010	取得位于万象盆地的1张探矿证，勘探面积259.4km <sup>2</sup>	已探明钾盐资源量数十亿吨
海王矿业	万象174km <sup>2</sup> 钾盐矿		2012	取得位于万象盆地的1张探矿证，勘探面积174km <sup>2</sup>	已探明钾盐资源量数亿吨
四川龙蟒	万象180km <sup>2</sup> 钾盐矿		2012	取得位于万象盆地的1张探矿证，勘探面积约180km <sup>2</sup>	已探明钾盐资源量超过1000Mt
云南腾邦	万象55km <sup>2</sup> 钾盐矿		2012	2012年取得位于波里茨基省的1张探矿证，勘探面积177km <sup>2</sup> ；2014年又获得位于万象盆地的1张探矿证，勘探面积约55km <sup>2</sup>	波里茨基省勘探未见矿随之放弃；万象盆地勘探后探明钾盐资源量数亿吨
亚洲钾盐	206km <sup>2</sup> 钾盐矿		2014	获得2个区块共206km <sup>2</sup> 的探矿权	已探明钾盐资源量超过1000Mt
明达钾盐	沙功那空盆地哇伦尼瓦地区		2015	获得泰国沙功那空盆地哇伦尼瓦地区钾盐特别勘探许可证12个，面积187km <sup>2</sup>	经钻探施工，在矿区西部发现厚50m的光卤石矿层，初步分析矿石品位KCl在15%左右
四川路桥	库鲁里钾盐矿(硫酸钾)		2023	库鲁里钾盐矿位于厄特南部的达纳基尔洼地，项目分两期投资建设，每期预计工期24个月	矿石总储量约11.13亿吨，其中已探明储量约3.03亿吨，氯化钾平均品位11%
山东鲁源	布谷马西8亿吨钾盐矿	240	2021	刚果(布)议会已通过威海鲁源集团在奎卢省布谷马西联合开采钾盐矿床的开采协议	布谷马西钾盐项目KCl储量超8亿吨，总规模超240万吨KCl/年，已中试成功
云天化	万象钾盐矿项目	50	2022	光卤石年开采量400万吨，氯化钾年加工量50万吨	项目已于2022年10月举行开工仪式
藏格矿业	万象400km <sup>2</sup> 钾盐矿	200	2023	勘探协议的执行分为2个阶段，其中勘探阶段为24个月，可行性研究阶段为12个月。预计协议涉及的两个勘探区域内折合氯化钾的资源量总计约6亿吨	预计一期氯化钾200万吨/年将于2026年投产

来源：公司公告、CNKI、中化地质矿山总局地质研究院、商务部、全球地质矿产信息网、中泰证券研究所

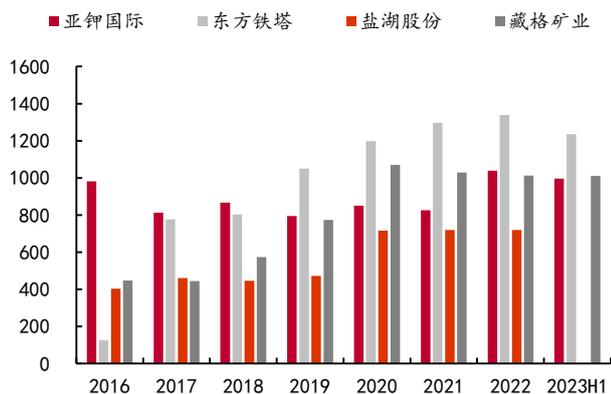
- 公司提前布局老挝钾矿，资源优势显著。**老挝钾盐矿资源主要分布在万象盆地和甘蒙呵叻盆地，由于万象盆地地质情况复杂，钾盐矿资源开采困难，目前没有公司实现量产；甘蒙呵叻盆地由于钾盐矿没有溢晶石等开采障碍，目前亚钾国际与东方铁塔已实现钾肥量产。2010年前后甘蒙呵叻盆地钾盐矿资源就被中农集团等、开元公司、越南化学商社三家所分。由于长期不开采，越南化学商社手中的 173km<sup>2</sup> 钾盐矿被老挝政府收回，其中 50km<sup>2</sup> 钾盐矿已被一家公司获得，还有位于甘蒙省 48.5km<sup>2</sup> 和位于沙湾拿吉省 74.2km<sup>2</sup> 两块资源，已有多家各国投资者开始申请竞买。公司始终保持“资源为王”的价值理念，不断扩大境外优质钾资源储备。截至 2023 年 6 月，公司目前在老挝共拥有 263.3km<sup>2</sup> 的钾盐矿，其中包括甘蒙省 35km<sup>2</sup> 东泰矿区以及 179.8km<sup>2</sup> 彭下-农波矿区两个优质钾盐矿开采权以及 48.52km<sup>2</sup> 农龙矿区钾盐矿探矿权，预计折纯氯化钾资源储量将超过 10 亿吨，超过我国目前钾盐资源储量，进一步夯实亚洲最大钾盐资源量企业的优势地位。

**图表 41：公司钾矿资源丰富**

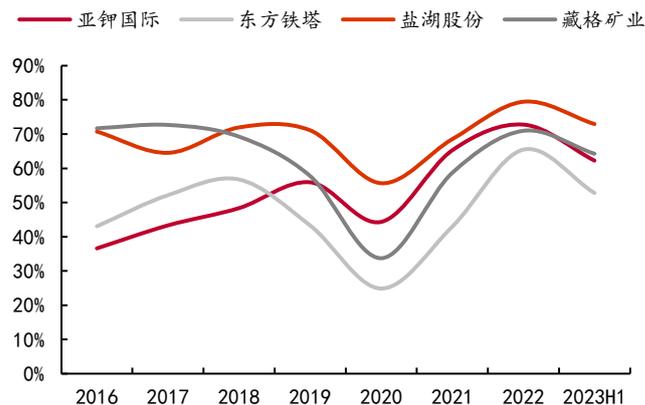
矿区	项目	矿区面积 (平方公里)	矿权情况	矿石储量 (亿吨)	氯化钾平均品位	折纯氯化钾储量 (亿吨)
东泰矿区	35平方公里矿区	35.00	开采权	10.02	15.22%	1.52
彭下-农波矿区	179.8平方公里矿区	179.80	开采权	39.36	17.14%	6.77
农龙矿区	48.52平方公里矿区	48.52	探矿权			
<b>合计</b>		<b>263.32</b>		<b>49.38</b>		<b>&gt;10</b>
沙湾拿吉矿区	74.2平方公里矿区	74.20	探矿权 (申请受理)			

来源：公司公告、中泰证券研究所

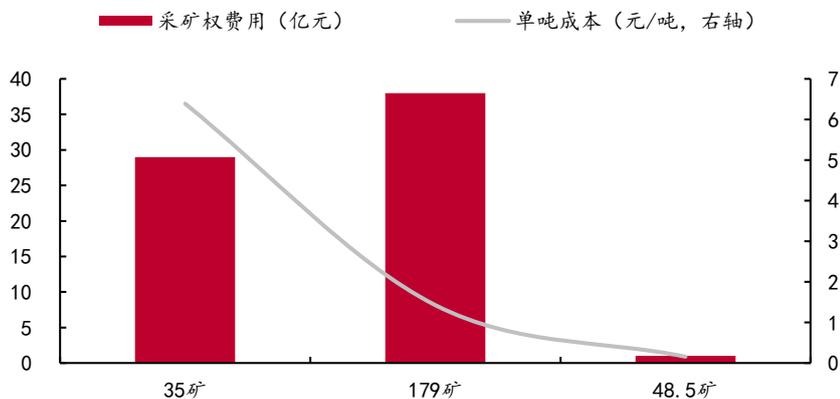
- 老挝矿资源便宜推动公司持续降本。**公司目前成本处于较低水平，2023 年 H1 钾肥单位成本仅为 996.5 元/吨，成本优势显著。由于老挝政府不征收矿产资源费，仅征收少量的政府义务金，使得老挝获取矿产资源的成本很低。公司获取 35 矿区采矿权花费 29 亿元（不包含固定资产 7 亿元），获取 179 矿区采矿权折价到 38 亿元（评估值 49 亿元），加上收购其他三家国有股东的股份总数将超过 50 亿元。本次新获取的 48.5 矿区预计总费用不超过 1 亿元左右，是 35 矿区获取成本的三十分之一，是 179 矿区的十分之一。将公司矿石摊薄成本从 35 矿的 6.3 元/吨、179 矿的 1.6 元/吨大幅降到 0.2 元/吨左右（因资源量还未确定，用可比面积来折算）。

**图表 42: 公司钾肥成本优势明显 (元/吨)**


来源: 各公司公告、中泰证券研究所

**图表 43: 公司钾肥毛利率对比**


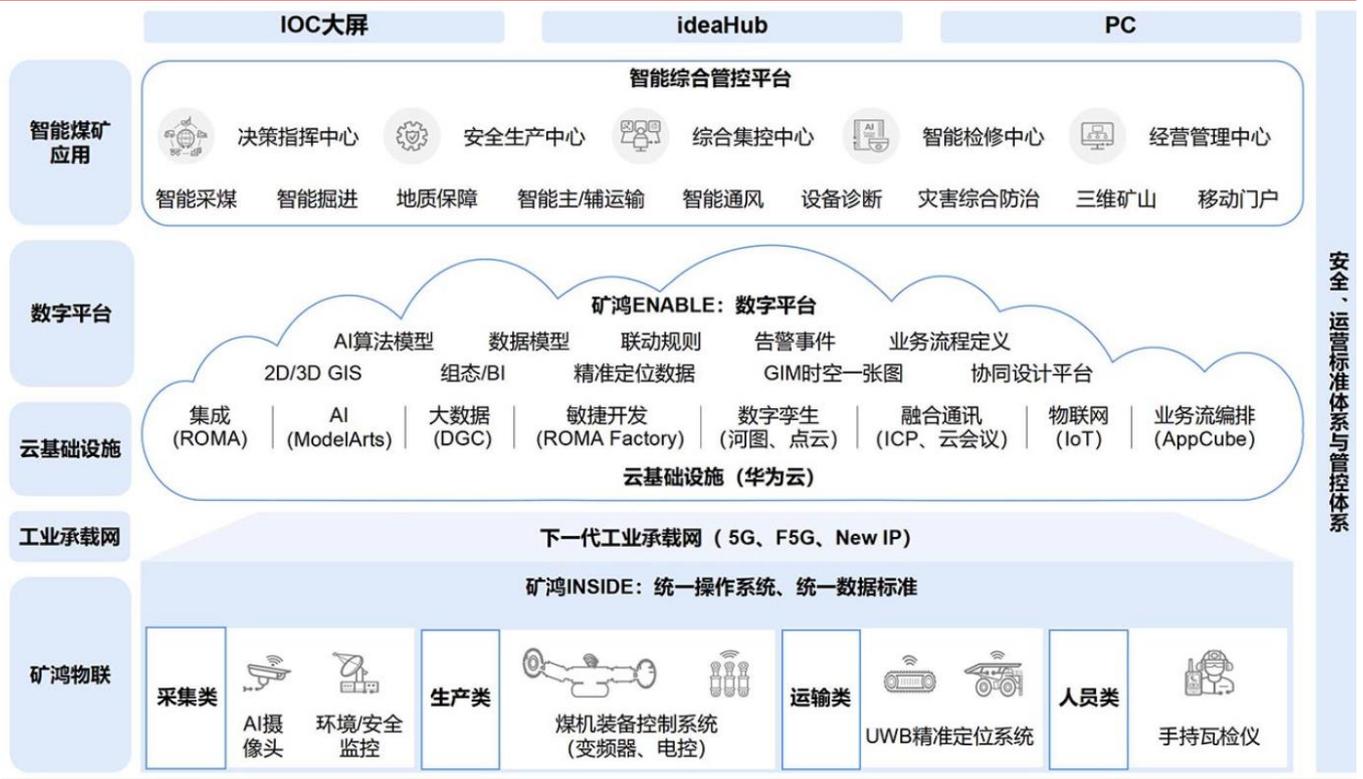
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 44: 采矿单位成本逐步降低**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 华为 AI 矿山进一步降低成本。**2022 年 10 月公司与华为签署《战略合作协议》共同推动公司钾矿开采业务的数字化和智能化。根据协议, 双方将共同推动矿山工业互联网平台建设, 实现生产数据统一采集, 统一入库, 沉淀矿山数据资产, 从而支撑矿山的数字化与智能化转型。公司力争在 300 万吨钾肥产能落地后, 通过引进大功率开采设备来实现少人化开采, 5G 智能化矿山实现阶段性落地, 有效提高矿山资源综合利用效率、劳动生产率和经济效益, 进一步降低生产成本, 预计可减少人工支出 110 元/吨。

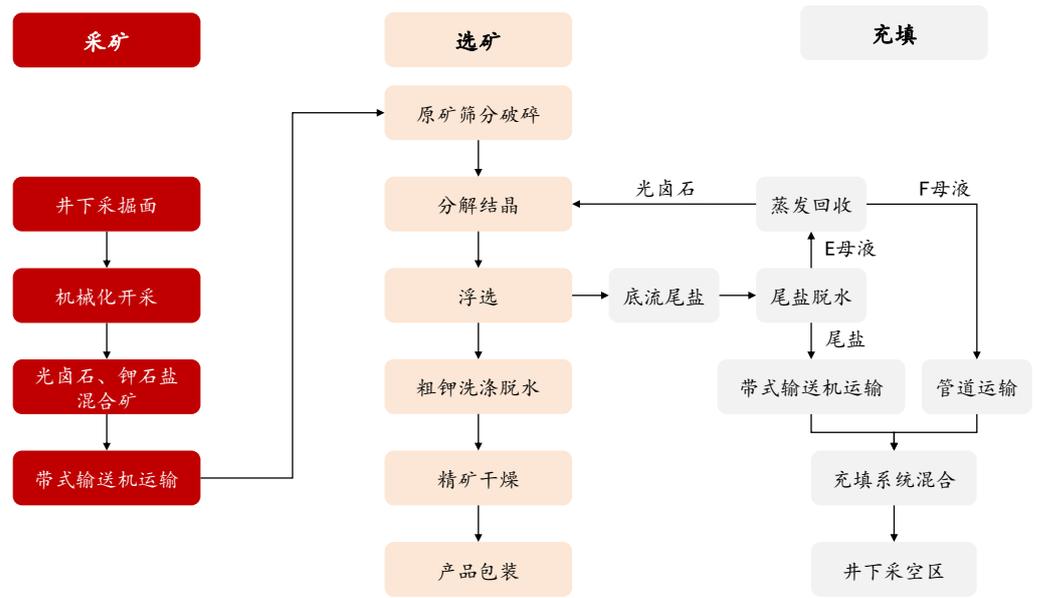
图表 45: 华为 AI 矿山进一步降本



来源：华为官网、中泰证券研究所

- 自有工艺循环利用持续降本。**物料成本方面，公司目前正在全力推进设备与技术的更新，实现制造备件成本较采购成本下降 40%以上，备件寿命延长 20%以上，预计物料消耗费用降低 100 元/吨。**工艺成本方面**，根据老挝光卤石的特性，公司因地制宜，优化结晶、浮选工艺，实现以固体钾盐矿光卤石为原料用正浮选-冷结晶工艺生产钾肥技术的成功，并且通过持续对产能装置进行技术工艺的优化，全面提高系统氯化钾收率至 83%，预计钾肥生产成本可降低 44 元/吨。**能源成本方面**，通过优化氯化钾的干燥方式，预计可降低选矿成本 50 元/吨。目前煤炭的勘查已到钻探取样的阶段，未来有望通过自有煤炭资源及自备电厂的逐步建立，阶段性降低能源成本。规模效应方面，随着公司产能的增加，200-500 万吨产能规模效应将不断显现，预计单位管理费用可下降 110 元/吨。预计随着公司未来产品规模不断提升和技术不断优化，预计未来总成本可下降 414（110（华为 AI 矿山）+100（设备技术更新）+44（技术优化）+50（能源优化）+110（规模效应））元/吨。

图表 46: 亚钾国际钾肥自循环利用技术工艺

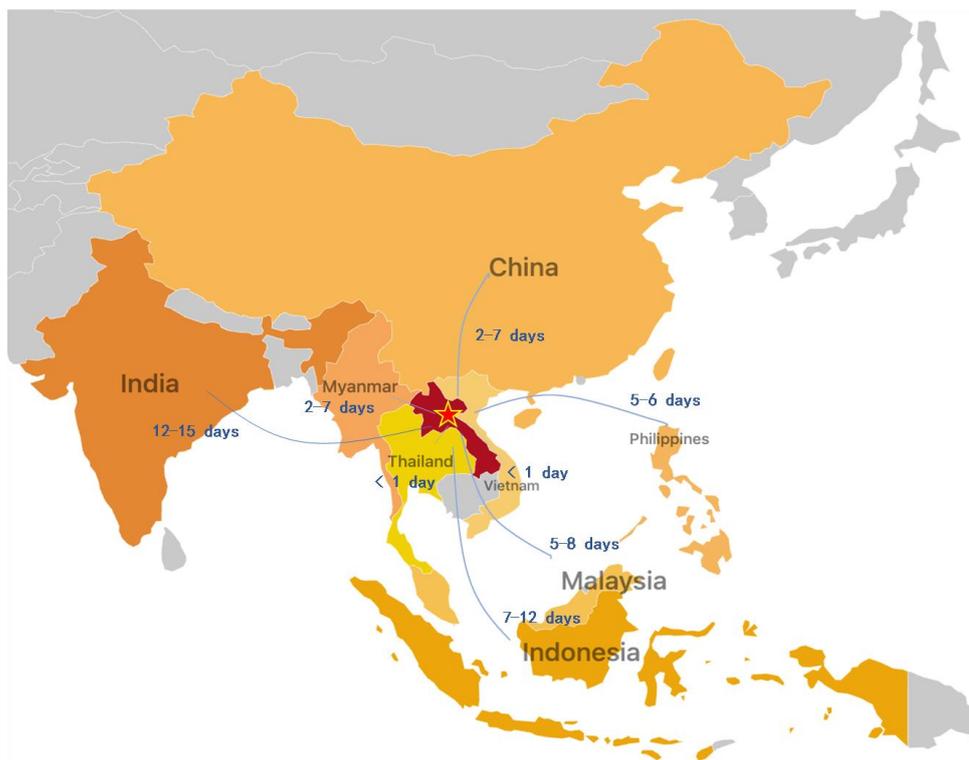


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 3.2 区位优势显著，位于亚洲钾肥需求核心圈

- **老挝位于亚洲钾肥核心圈，交通便利。**公司老挝钾盐项目地理位置优越，交通便利。北距老挝首都万象 380 公里，东距越南边境 180 公里，西距老泰 3 号友谊大桥 40 公里。相比加钾、俄钾，项目地处亚洲中部，距越南、泰国、柬埔寨、缅甸及印度等农业国家较近，靠近我国市场，运距更短，区位优势明显。**在公路运输上**，公司临近老挝 13 号、12 号及 9 号公路。13 号公路为老挝主干道，向北可通往万象，销售至老挝本地、缅甸客户，同时经中老铁路返销国内；向西连接老泰友谊大桥，公司产品可直销泰国；向东对接越南永安港、格罗港及海防港多个港口，销售至越南本地及通过海运销往国内及东南亚等地。**在海运运输上**，2022 年公司与越南永安港港口深化海运运输合作，并在越南格罗港设立公司专用码头；**在铁路运输上**，已于 2021 年年底通车的中老铁路为公司打通了钾肥铁运回国的直接通道。公司基于在亚洲的独特地理位置，未来或打造亚洲核心钾肥圈。

图表 47: 亚钾国际地理位置优越, 交通便利

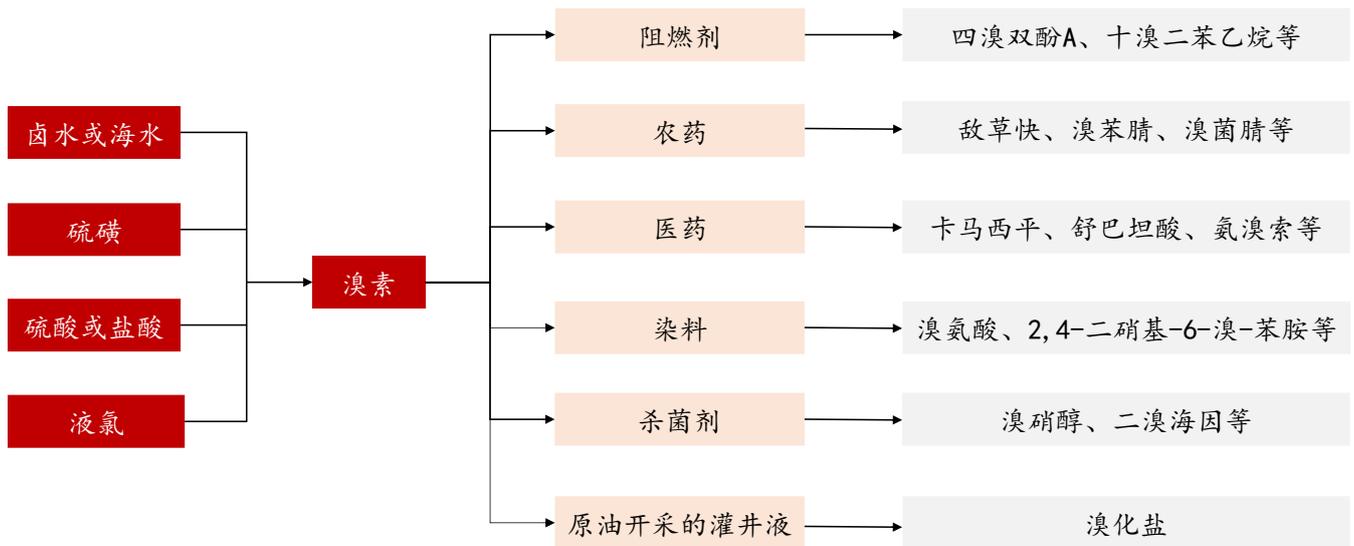


来源: 中农国际、中泰证券研究所

### 3.3 持续推进非钾业务, 进一步加强盈利能力

- **持续挖掘非钾资源, 大力布局溴素业务。**溴素是重要的化工原料, 下游应用广泛, 主要应用于阻燃剂、农药、医药、染料、杀菌剂等领域, 可生产四溴双酚 A、溴苯腈、溴氨酸、溴硝醇等产品。公司老挝钾盐矿伴生多种包含的溴、锂、钠、镁、铷、铯等元素在内的稀缺、稀贵资源, 卤水中含溴量是国内海水含溴量的 60 多倍, 每 100 万吨钾肥能生产 1-1.3 万吨溴素。公司成立非钾事业部, 旨在全面挖掘公司老挝钾盐伴生资源价值的综合利用开发。根据公司公告, 2023 年 5 月, 公司首个 1 万吨溴素项目成功实现投产、达产, 填补了中资企业在海外生产溴素的空白。未来随着主业钾肥产能提升, 公司未来将实现 5-7 万吨溴素产能以及多条溴基新材料产品线, 打造全球溴基新材料产业基地, 同时公司将全面加强对其他资源的开发利用, 持续培育公司新的利润增长点。

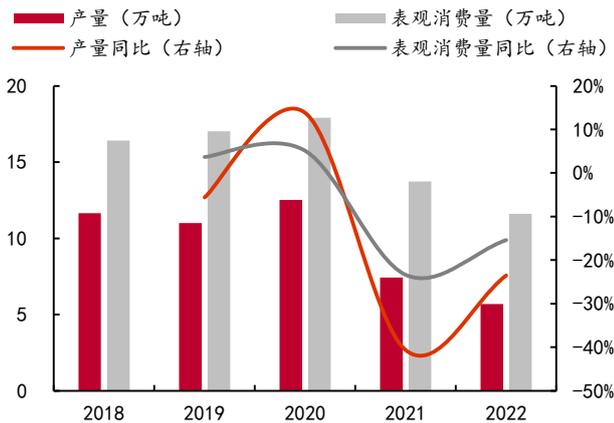
图表 48: 溴素产业链情况



来源：智研资讯、药融圈、中泰证券研究所

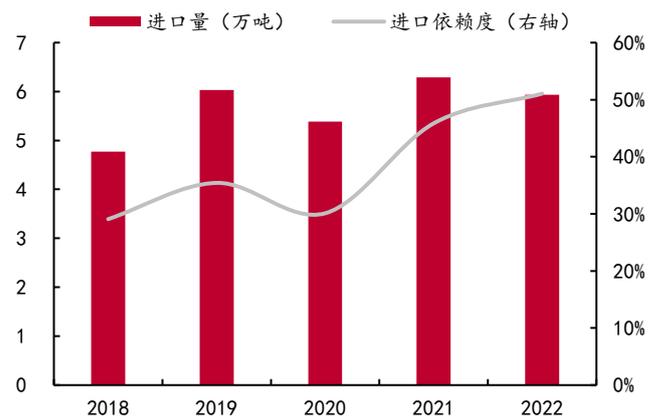
- **国内进口依赖高，盈利能力强。**供给端，近年来溴素生产企业不断加大对地下卤水的开发力度，同时溴素在我国属于相对稀缺资源，因而我国溴素产量自 2019 年以来逐年减少；需求端，由于国内溴素产量处于低位，且溴素下游应用广泛，因而供需缺口较大，进口依赖度较高，从 2019 年的 35.4% 增加到 2022 年的 51.1%。根据公司公告，当前溴素价格为 3.2 万元/吨，行业毛利率约为 60%，另外公司上游氯碱项目力争今年下半年投产，下游阻燃剂项目力争明年投产，上下游配套项目的陆续投产也将进一步降低公司溴素项目的生产成本和运输成本。

图表 49: 溴素供给和需求及其同比



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 50: 溴素的进口依赖度



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 51: 溴素价格保持较高位置**



来源: Wind、中泰证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测关键假设

- **钾肥:** 根据公司公告, 假设 2023 年第二个百万吨项目达产, 公司 2023-2025 年钾肥产能分别为 300、300 和 500 万吨, 产量为 190、290 和 350 万吨。根据百川盈孚, 我们预计 2023 年钾肥价格 2322 (不含税) 元/吨, 未来巴以冲突和地缘政治或有所缓和, 我们预计 2024 和 2025 年价格略向下, 预计价格均为 2090 元/吨 (不含税)。同时由于产能规模不断扩大, 成本进一步降低, 在价格下行的情况下毛利率不降反升。
- **溴素:** 根据公司公告, 2023 年溴素 1 万吨产能于 5 月份建成, 公司预计 2025 年产能达到 5-7 万吨, 我们假设 2024 年和 2025 年产能为 3 和 6 万吨, 2023-2025 产量分别为 0.4、1.5 和 3 万吨。根据百川盈孚, 我们假设 2023-2025 年溴素价格为 3.1 万元/吨 (不含税)。同时由于公司溴素产能逐步爬坡, 成本进一步降低, 毛利率逐步提升。

**图表 52: 公司业务收入及盈利预测**

产品	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
钾肥	营收 (亿元)	8.30	34.00	44.12	60.60	73.14
	成本 (亿元)	2.90	9.40	18.75	24.52	29.17
	毛利 (亿元)	5.40	24.60	25.37	36.09	43.98
	毛利率	65%	72%	58%	60%	60%
溴素	营收 (亿元)			1.13	4.23	8.46
	成本 (亿元)			0.56	1.80	3.00
	毛利 (亿元)			0.57	2.43	5.46
	毛利率			50%	57%	65%
其他	营收 (亿元)		0.66	0.40	0.40	0.40
	成本 (亿元)		0.03	0.02	0.02	0.02
	毛利 (亿元)		0.63	0.38	0.38	0.38
	毛利率		95%	95%	95%	95%
合计	营收 (亿元)	8.3	34.7	45.7	65.2	82.0
	成本 (亿元)	2.9	9.4	19.3	26.3	32.2
	毛利 (亿元)	5.4	25.2	26.4	38.9	49.8
	毛利率	65%	73%	58%	60%	61%

来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

## 4.2 投资建议

- 估值分析及投资建议：** 预计公司 2023-2025 年营业收入为 45.7/65.2/82.0 亿元，归母净利润为 15.3/22.5/28.9 亿元，同比增长 -24.6%/+47.4%/+28.3%，EPS 分别为 1.6/2.4/3.1 元。以 2024 年 1 月 19 日收盘价计算，对应 PE 分别为 13.8/9.3/7.3。我们选取国内同为钾肥行业的盐湖股份、藏格矿业和东方铁塔作为可比公司，可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 10.4/9.0/7.5（对应 2024 年 1 月 19 日收盘价）。公司作为钾肥行业新秀，钾矿资源优势显著，盈利能力强。产能扩建执行力远超行业水平被称为“亚钾速度”，目标 2025 年产能达到 500 万吨成就行业龙头，故给予一定估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 53：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	市值	归母净利润（亿元）					PE				PB
			2024/1/19	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
000792.SZ	盐湖股份	818.19	155.65	87.27	102.59	114.74	9.60	9.38	7.98	7.13	2.76	
000408.SZ	藏格矿业	412.65	56.55	40.46	41.84	54.07	8.61	9.90	9.86	7.63	3.33	
002545.SZ	东方铁塔	86.59	8.25	7.45	9.32	11.24	13.47	11.94	9.29	7.71	1.02	
	平均						10.56	10.41	9.04	7.49	2.37	
000893.SZ	亚钾国际	210.20	20.29	15.29	22.53	28.90	14.88	13.75	9.33	7.27	1.91	

来源：Wind、中泰证券研究所

## 五、风险提示

- 原材料及产品价格波动：** 公司原材料和产品对公司盈利能力产生较大影响，若原材料和产品价格波动较大，则影响公司业绩预期。
- 地缘政治和贸易政策改变的风险：** 地缘政治和贸易政策对钾肥供给端影响较大，或影响钾肥价格从而影响公司业绩。
- 募投项目进展低于预期：** 公司营收及业绩增量有赖于募投项目产能投放节奏，若募投项目进展不及预期，可能导致公司业绩实现不及预期。
- 使用信息滞后或更新不及时风险：** 报告中使用的需求/产能扩张等相关信息，存在信息滞后或更新不及时风险，从而导致测算结果与实际情况有偏差。

图表 54: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,710	1,369	1,957	2,460	营业收入	3,466	4,565	6,523	8,200
应收票据	0	0	0	0	营业成本	945	1,933	2,634	3,219
应收账款	167	184	211	241	税金及附加	96	166	237	298
预付账款	77	158	215	263	销售费用	16	46	63	80
存货	189	386	526	643	管理费用	259	776	1,109	1,394
合同资产	0	0	0	0	研发费用	0	32	31	39
其他流动资产	128	169	241	303	财务费用	-43	-40	14	48
流动资产合计	2,271	2,266	3,151	3,911	信用减值损失	-2	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	33	33	33	33	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,310	3,193	3,857	4,463	投资收益	1	1	1	1
在建工程	1,128	1,215	1,291	1,367	其他收益	0	0	0	0
无形资产	6,558	9,771	12,662	15,264	营业利润	2,190	1,651	2,434	3,121
其他非流动资产	547	547	548	548	营业外收入	14	13	13	14
非流动资产合计	10,575	14,758	18,390	21,673	营业外支出	13	13	13	13
资产合计	12,846	17,024	21,541	25,584	利润总额	2,191	1,651	2,434	3,122
短期借款	0	2,092	4,004	4,893	所得税	163	122	181	232
应付票据	0	0	0	0	净利润	2,028	1,529	2,253	2,890
应付账款	623	1,274	1,736	2,121	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,029	1,529	2,253	2,890
合同负债	45	59	85	107	NOPLAT	1,988	1,492	2,266	2,934
其他应付款	193	193	193	193	EPS (按最新股本摊薄)	2.2	1.6	2.4	3.1
一年内到期的非流动负债	11	11	11	11					
其他流动负债	127	204	254	297					
流动负债合计	998	3,833	6,283	7,622	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	221	221	221	221	营业收入增长率	316.1%	31.7%	42.9%	25.7%
非流动负债合计	221	221	221	221	EBIT增长率	115.5%	-25.0%	51.9%	29.5%
负债合计	1,219	4,054	6,503	7,843	归母公司净利润增长率	126.6%	-24.6%	47.4%	28.3%
归属母公司所有者权益	10,114	11,457	13,524	16,228	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	1,513	1,513	1,513	1,513	毛利率	72.7%	57.7%	59.6%	60.7%
所有者权益合计	11,627	12,970	15,037	17,741	净利率	58.5%	33.5%	34.5%	35.2%
负债和股东权益	12,846	17,024	21,541	25,584	ROE	17.4%	11.8%	15.0%	16.3%
					ROIC	19.0%	10.9%	13.1%	14.2%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	9.5%	23.8%	30.2%	30.7%
					债务权益比	2.0%	17.9%	28.2%	28.9%
					流动比率	2.3	0.6	0.5	0.5
					速动比率	2.1	0.5	0.4	0.4
					<b>营运能力</b>				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	1,810	2,758	3,769	4,741	应收账款周转天数	10	14	11	10
现金收益	2,208	2,351	3,529	4,548	应付账款周转天数	177	177	206	216
存货影响	-116	-197	-140	-117	存货周转天数	50	54	62	65
经营性应收影响	-185	-98	-85	-78	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	502	651	462	385	每股收益	2.18	1.65	2.43	3.11
其他影响	-598	51	3	2	每股经营现金流	1.95	2.97	4.06	5.10
投资活动现金流	-2,688	-5,044	-4,893	-4,893	每股净资产	10.89	12.33	14.56	17.47
资本支出	-5,764	-5,044	-4,894	-4,894	<b>估值比率</b>				
股权投资	-33	0	0	0	P/E	10	14	9	7
其他长期资产变化	3,109	0	1	1	P/B	2	2	2	1
融资活动现金流	1,694	1,946	1,712	655	EV/EBITDA	9	10	7	6
借款增加	-20	2,092	1,912	889					
股利及利息支付	-2	-182	-328	-443					
股东融资	1,776	0	0	0					
其他影响	-60	36	128	209					

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。