

东方铁塔 (002545)

老挝钾矿再下一城，钾肥业务持续成长

事件：

2024年1月30日，公司公告，全资孙公司汇亚投资与XDL MAX共同在老挝境内设立合资公司，汇亚投资占比75%，XDL MAX占比25%。合资公司拟后续申请取得老挝甘蒙省农波南部地区50km²钾盐矿采矿权，并负责开展钾盐勘探、开采、加工服务，以及生产钾肥供国内销售及出口业务。

➤ 钾肥企业出海找矿具备必要性

全球钾肥的可开采储量主要被加拿大、白俄罗斯和俄罗斯所把持，三者的可开采储量之和占全球总储量的67.5%。我国钾盐可开采储量约1.7亿吨（折K₂O），仅占全球的5%左右，且国内湖钾资源开发难度大，运输成本高。面对我国日益增长的钾肥需求，国内钾肥供给缺口大，年进口量中枢在800万吨，2023年对外依存度高达63%。因此，出于安全和战略的角度考虑，国内钾肥企业出海找矿具有一定必要性。

➤ 公司已在老挝找钾之路上取得先机

老挝钾盐矿资源丰富，目前在走出去寻钾的企业中，只有在老挝寻钾的企业实现了规模化量产。老挝已成为我国重要的钾肥进口来源国。公司作为响应国家钾肥战略的先行者，2016年便间接获得了老挝开元100%股权。在已有50万吨年产能基础上，公司积极推进老挝开元150万吨钾肥项目，其中前期50万吨钾肥项目已于2023年4月达产，公司也正式迈入年产氯化钾100万吨的新征程。

➤ 老挝钾肥产能有望再上台阶

此次拟后续开采的农波南部地区钾盐矿折合氯化钾的资源量约计1亿吨，初步规划产能为氯化钾100万吨/年。至此，公司钾肥规划产能已达到了200万吨/年，远期总产能可达300万吨/年，规模优势逐渐显现。我们认为，该矿区拥有的运输和开采优势，有望助力相关项目顺利推进。

➤ 盈利预测、估值与评级

考虑到钾肥价格的波动情况，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为38/42/51亿元（前值为41/47/51亿元），同比增速分别为6%/11%/20%，归母净利润分别为7.3/9.9/13.0亿元（前值为9.6/12.6/13.7亿元），同比增速分别为-11%/36%/31%，EPS分别为0.59/0.80/1.04元/股，3年CAGR为16%。鉴于钾肥供需格局有望持续向好，公司扩产积极有序，我们给予公司2024年10倍PE，目标价7.97元，维持为“买入”评级。

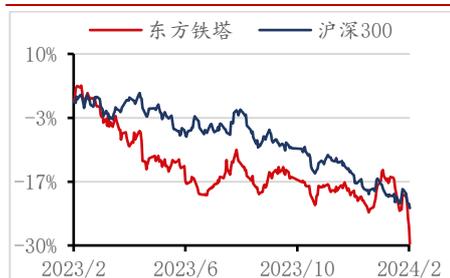
风险提示：老挝在建项目推进不及预期，国际钾肥价格大幅下滑，东南亚地缘政治风险

行业：基础化工/农化制品
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：6.10元
 目标价格：7.97元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,244.06/1,130.16
 流通A股市值(百万元) 6,894.00
 每股净资产(元) 6.85
 资产负债率(%) 34.21
 一年内最高/最低(元) 9.57/5.88

股价相对走势



作者

分析师：柴沁虎
 执业证书编号：S0590522020004
 邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊
 邮箱：shenqh@glsc.com.cn
 联系人：李绍程
 邮箱：lishch@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2782	3616	3815	4221	5050
增长率(%)	4.92%	29.99%	5.51%	10.64%	19.64%
EBITDA(百万元)	822	1379	1772	2335	2938
归母净利润(百万元)	404	825	731	992	1298
增长率(%)	30.77%	104.12%	-11.36%	35.71%	30.89%
EPS(元/股)	0.32	0.66	0.59	0.80	1.04
市盈率(P/E)	18.8	9.2	10.4	7.7	5.8
市净率(P/B)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.7	6.8	4.0	3.1	2.7

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年02月02日收盘价

相关报告

1、《东方铁塔(002545)：业绩略低于预期，看好下半年持续修复》2023.08.22

1. 钾肥企业出海找矿具备必要性

全球钾肥的可开采储量主要被加拿大、白俄罗斯和俄罗斯所把持，三者的可开采储量之和占全球总储量的 67.5%，2022 年三国产量合计占比达到 60%。

我国钾盐可开采储量约 1.7 亿吨（折 K_2O ），占全球的 5% 左右，且国内湖钾资源开发难度大，运输成本高。面对我国日益增长的钾肥需求，国内钾肥供给缺口大，年进口量中枢在 800 万吨，2023 年对外依存度高达 63%。因此，出于安全和战略的角度考虑，国内钾肥企业出海找矿具备一定必要性。

1.1 全球钾矿资源分布不均

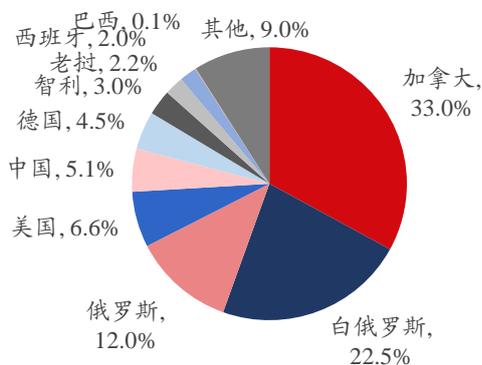
钾肥主要从钾矿中提取分离，其来源主要有两种，一种是固体钾资源（矿钾），一种是液体钾资源（湖钾），全球矿钾资源占比为 85% 左右，其余为卤水矿。

据 USGS 报告显示，2022 年全球钾盐的总开采储量高达 33 亿吨（折 K_2O ，不包含死海储量，死海据推断含有 20 亿吨氯化钾）。全球钾肥的可开采储量主要被加拿大、白俄罗斯和俄罗斯所把持，三者的可开采储量之和占全球总储量的 67.5%。

2022 年全球钾盐的矿产品产量达到 4000 万吨（折合 K_2O ），其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯三国产量合计占比达到 60%。受到俄乌冲突和欧美对白俄罗斯、俄罗斯的经济制裁的影响，俄白两国的钾肥产量相较 2021 年大幅下滑。

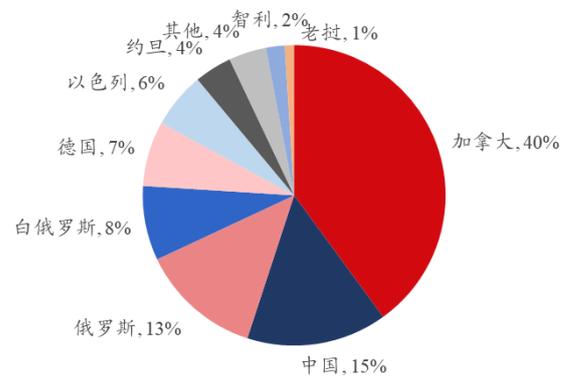
不仅如此，虽然加拿大、俄罗斯、白俄罗斯的钾肥项目建设周期较长，但其开采规模较大，开矿时间较久，目前的开采成本显著低于其他国家和地区。

图表1：全球钾盐探明资源量分布（折合 K_2O ）



资料来源：USGS，国联证券研究所

图表2：2022 年全球钾肥产量占比



资料来源：USGS，国联证券研究所

1.2 我国钾肥进口依存度高

据 USGS 数据，中国钾盐可开采储量约 1.7 亿吨（折 K_2O ），占全球的 5% 左右，但与其他国家不同的是，中国钾资源主要以湖钾为主，占整体储量的 97.74%。相较于

矿钾，湖钾资源开发难度大，工序复杂。代表性的矿区主要有青海格尔木地区和新疆罗布泊地区，远离需求钾肥的东部地区，运输成本高。

图表3：我国的钾矿资源以液体钾资源为主

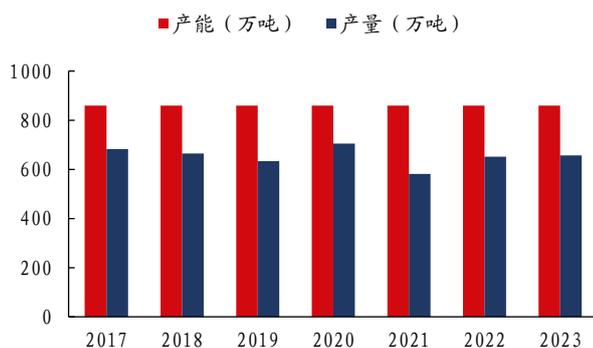
矿床类型	矿床形式	典型矿床	规模	地理位置	储量占比
现代盐湖型	察尔汗式	察尔汗盐湖	特大型	青海格尔木	97.74%
		钾镁盐矿床	大型	青海海西州冷湖	
		昆特依盐湖钾盐矿床	中型	青海格尔木	
	罗布泊式	罗北凹地硫酸盐型钾盐矿床	特大型	新疆若羌	
	扎布耶式	西藏扎布耶盐湖硼锂钾盐矿床	中型	西藏阿里仲巴	
	乌勇布拉克式	新疆乌勇布拉克盐湖硝酸钾盐矿床	小型	新疆吐鲁番	
地下卤水型	邓井关式	四川自贡邓井关含钾卤水矿床	小型	四川自贡	0.52%
		青海南翼山富钾卤水矿床	大型	青海茫崖	
沉积式	勐野井式	云南江城勐野井钾盐矿床	大型	云南普洱	1.74%
	渠县式	四川渠县农乐乡杂卤石矿床	小型	四川渠县	

资料来源：《无机盐工业》，国联证券研究所

根据百川盈孚统计，2017年-2023年我国钾肥产能稳定在860万吨(折纯KCl)，其中盐湖股份、藏格矿业分别以500万吨、200万吨产能居国内前二，二者占国内总产能的81.4%。

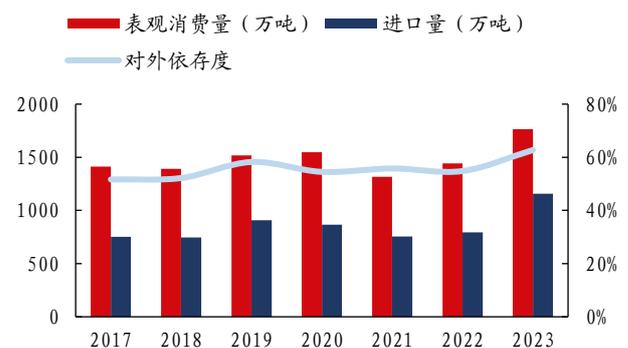
我国钾肥供给缺口大，年进口量中枢在800万吨，2023年对外依存度高达63%。2023年我国钾肥表观消费量1764万吨，进口量达1157万吨，同比增长22%。较高的对外依存度也使得国内钾肥市场基本接受国际市场定价。

图表4：我国钾肥产能与产量情况



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表5：我国钾肥的表观消费量及对外依存度



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

2. 公司已在老挝找钾之路上取得先机

在国家“三三三”战略的引领下，众多企业积极走出国门寻找钾资源。老挝钾盐矿资源丰富，目前在走出去寻钾的企业中，只有在老挝寻钾的企业实现了规模化量产。老挝已成为我国重要的钾肥进口来源国。

公司作为响应国家钾肥战略的先行者，2016年便间接获得了老挝开元100%股权。在已有50万吨年产能基础上，公司积极推进老挝开元150万吨钾肥项目，前期50万吨钾肥项目已于2023年4月达产，公司也正式迈入年产氯化钾100万吨的新征程。

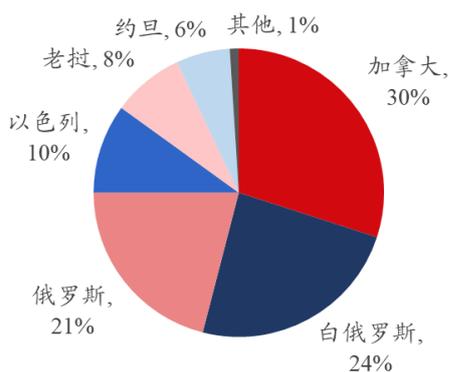
2.1 老挝已成为我国钾肥的重要进口来源

当前，钾肥行业正面临变革，国内钾肥需求较大，且进口依存度居高不下。在“三三三”战略的引领下，众多企业积极走出国门寻找钾资源。

老挝地处“一带一路”战略沿线核心区位，其中部的呵叻高原钾盐资源丰富，是世界上最大的钾盐矿床之一。目前在走出去寻钾的企业中，只有在老挝寻钾的企业实现了规模化量产。

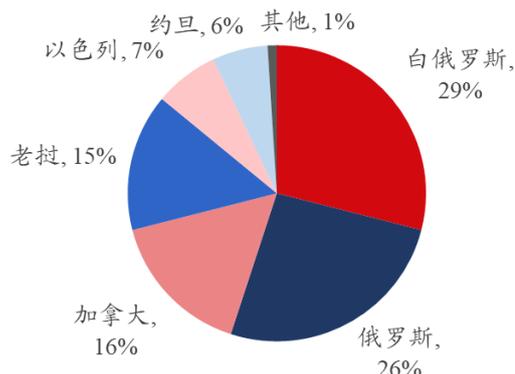
根据卓创资讯和中国无机盐工业协会数据，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯虽是我国氯化钾主要进口来源，但来自老挝的进口钾肥量从2020年的12.78万吨，上升至2023年的170.8万吨，老挝钾肥进口占比也从1.5%上升至15%，老挝已成为我国钾肥的重要进口来源国。

图表6：2022年我国氯化钾进口来源



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表7：2023年我国氯化钾进口来源



资料来源：中国无机盐工业协会钾盐钾肥行业分会，国联证券研究所

2.2 公司持续推进老挝钾肥项目

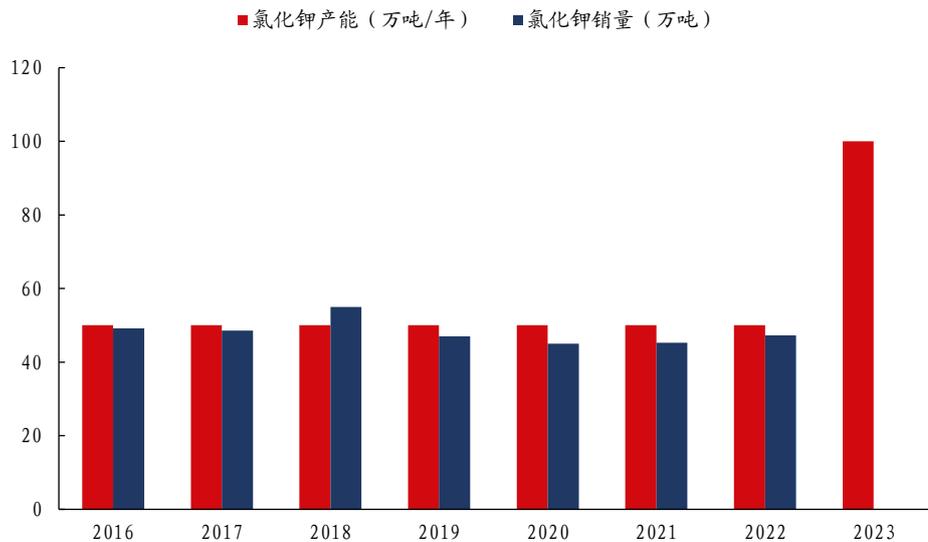
公司积极响应国家号召，于2016年收购汇元达100%股权，标的作价40亿元，从而间接获得了老挝开元100%股权。老挝开元拥有老挝甘蒙省和沙湾拿吉省面积达140.96平方公里的钾盐矿开采权，KCl总储量预计超4亿吨，是排名亚洲第一、世界第八位的特大型钾盐矿。至此公司成为少有的在海外找矿成功的企业。

在公司一期 50 万吨项目良好运行 5 年之后，公司敏锐觉察市场形势，在全球钾肥供给危机到来之前，加速推进老挝开元二期 150 万吨钾肥项目。

2023 年 4 月 28 日，“老挝甘蒙省钾镁盐矿 150 万吨氯化钾项目一期工程（50 万吨）”项目达产，加上原有产能，公司正式迈入年产氯化钾 100 万吨的新征程。

此外，2023 年 3 月 23 日，老挝开元成功斩获甘蒙省 92 平方公里的采矿权，进一步增加了可开采储量。

图表8：公司历年钾肥产销情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 公司老挝钾肥产能有望再上台阶

公司全资孙公司汇亚投资与 XDL MAX 在老挝成立合资公司，拟后续开采老挝甘蒙省农波南部地区钾盐矿，公司钾肥产能有望再增 100 万吨/年，远期总产能有望达到 300 万吨/年。

我们认为，矿区拥有的运输和开采优势，有望助力相关项目顺利推进。

3.1 开采农波盐矿钾肥产能再上台阶

2024 年 1 月 30 日，公司公告，全资孙公司汇亚投资与 XDL MAX 共同在老挝境内设立合资公司，汇亚投资占比 75%，XDL MAX 占比 25%。

2022 年 3 月，XDL MAX 获得了老挝甘蒙省农波南部地区钾盐矿 50km²探矿权。在勘探报告获批，与老挝政府签署采矿合同后，合资公司将向老挝计划投资部申请投资许可证和采矿许可证，并负责钾盐的生产和销售业务。

根据公司公告，该矿区折合氯化钾的资源量约计 1 亿吨，初步规划产能为氯化钾 100 万吨/年。

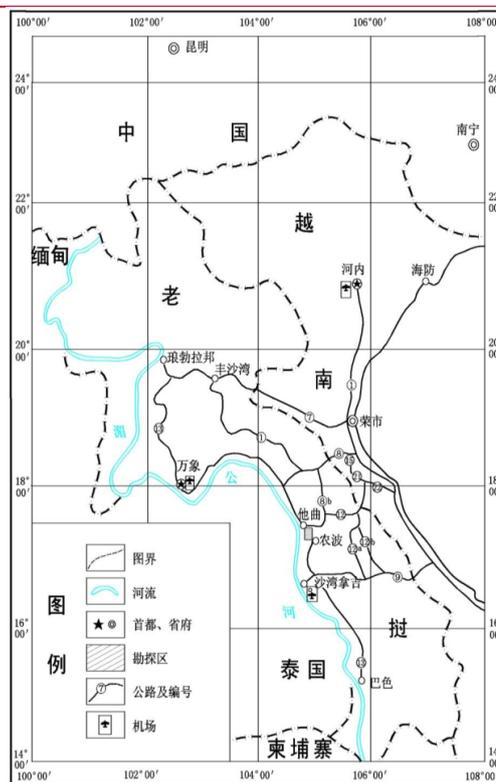
在此基础上，公司钾肥规划产能已达到了 200 万吨/年，远期总产能可达 300 万吨/年，不仅进一步打开了成长空间，作为响应国家钾肥战略的先行者，公司亦将分享我国经济增长带来的丰厚收益，影响意义深远。

3.2 矿区优势有望助力项目顺利推进

根据《老挝甘蒙省农波南部地区钾盐矿勘探报告》，此矿区拥有**地理位置优越**及**开采条件较好的优势**。

地理位置方面，矿区内有著名的 13 号公路，全长 1600 多 km，纵贯南北，连结柬埔寨和越南南方，是重要的交通干线。向北 380km 可达老挝首府万象市，进一步向北可达中国云南省勐腊县；向南可抵柬埔寨和越南南部重镇西贡。此外，湄公河也可作为水路运输抵达柬埔寨、越南及老挝其他城市。

图表9：老挝钾镁盐矿区交通位置图



资料来源：《老挝甘蒙省农波南部地区钾盐矿勘探报告》，国联证券研究所

开采条件方面：

- (1) 矿层呈层状、似层状产出，分布连续，产状较平缓。
- (2) 矿层中矿物组合简单，矿石矿物主要为钾镁盐矿（钾石盐、光卤石）和石盐矿，易溶于水且溶解性较好。
- (3) 矿层厚度较大，矿石品位高；特别上层钾石盐矿，KCl 平均含量最高达 26.53%。
- (4) 矿区位于湄公河东岸 3-8km，矿床开发水源充足。

(5) 勘探区地势平缓，高等级公路与乡间公路纵横交错，呈网状，交通便利。

综上，我们预计公司此次钾肥开采项目将顺利推进，考虑到矿区的运输和开采优势，公司不仅将积极反哺国内钾肥市场，还有望获取一定的成本优势。

4. 风险提示

1) 老挝在建项目推进不及预期

公司老挝钾肥项目若建设进度不及预期，将对公司未来业绩增量产生较大影响。

2) 国际钾肥价格大幅下滑

白俄钾肥制裁放松或其他意外因素可能导致钾肥价格大幅下滑，直接影响钾肥业务的盈利能力。

3) 东南亚地缘政治风险

老挝或越南对中国的政治态度转变均可能影响中国海外企业的正常经营，进而有可能影响到公司境外钾肥业务的生产 and 出海。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼