

境外钾盐开拓先行者，向世界级龙头迈进

亚钾国际(000893.SZ)

推荐 (维持评级)

核心观点:

- 聚焦钾肥主业，向“世界级钾肥供应商”目标迈进** 公司于2015年收购中农国际100%股权，引入钾肥业务。2020年公司正式启动首个百万吨钾肥项目，同年剥离了谷物贸易、船运业务，聚焦钾肥主业；2021年公司首个百万吨钾肥项目建成投产，并于2022年3月下旬达产。随着公司百万吨钾肥产能的释放，公司业绩显著改善。2022年公司实现归母净利润20.29亿元，同比增长125.58%，2020-2022年年均复合增速483.34%。公司以打造“世界级钾肥供应商”为战略目标，力争到2025年实现500万吨/年钾肥产能；未来根据市场需要，将扩建至700-1000万吨/年钾肥产能。同时，公司重视投资者回报，在满足一定条件下2023-2025年拟以现金方式累计分配的利润将不少于2023-2025年年均可分配利润的30%。
- 全球钾肥供需错配，我国高度依赖进口** 全球钾盐资源储量丰富，但分布高度不均，主要集中在加拿大、白俄罗斯、俄罗斯等少数国家，CR3占比67.5%；全球钾肥市场寡头垄断，格局长期稳定，供需错配明显。我国是钾肥主要消费国，但钾盐资源相对匮乏，钾肥需求高度依赖进口。在国内钾肥供应难有显著增量、且钾肥需求稳中有增的情形下，我国钾肥进口依赖度预计将在中长期内维持较高水平。为实现长远助力我国农业发展、保障粮食安全，开发境外钾盐资源已成为我国解决钾肥短缺问题的重要途径。老挝是我国目前在境外钾盐开发进展最快的国家，近年我国老挝钾肥进口量及占比快速增长。2023年我国自老挝的氯化钾进口量为170.8万吨，同比增长181.5%，占我国氯化钾总进口量的14.8%，同比增长7.1个百分点。未来随着老挝钾肥产能持续释放，老挝反哺国内市场需求的能力将进一步攀升。
- 公司持续释放百万吨级钾肥项目，积极打造第二增长曲线** 公司是国内首批实施境外钾盐开发的中国企业，现合计拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾储量超10亿吨，是亚洲最大钾盐资源量企业。目前公司已经投产两个百万吨钾肥项目，第三个百万吨项目预计于2024年3月31日建成投产，2025年公司钾肥产能有望扩张至500万吨/年。受益于老挝物流体系升级，公司钾肥销售网络将逐步完善，公司在全球钾肥市场的影响力有望持续提升。此外，公司于2022年成立了非钾事业部，旨在全面勘探公司老挝钾盐矿丰富的伴生资源、开发其他老挝矿产资源，以及规划布局盐化工、溴化工、煤化工等多条产业链。2023年5月，公司首个非钾项目——1万吨/年溴素项目已成功投产、达产。公司现正陆续引入战略投资者合作开发非钾项目，未来公司非钾业务将与钾肥主业形成协同效应，打造公司第二增长曲线。
- 投资建议** 预计2023-2025年公司营收分别为42.80、62.68、86.46亿元，同比变化23.49%、46.44%、37.93%；归母净利润分别为13.93、18.03、23.83亿元，同比变化-31.35%、29.48%、32.16%；每股收益(EPS)分别为1.50、1.94、2.57元，对应PE分别为15.59、12.04、9.11。我们看好公司钾肥百万吨级项目持续投产以及非钾业务拓展带来的长期成长性，维持“推荐”评级。
- 风险提示** 在建项目投产进度不及预期的风险，下游需求不及预期的风险，氯化钾价格大幅下降的风险等。

分析师

任文坡

☎: 010-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

孙思源

✉: sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

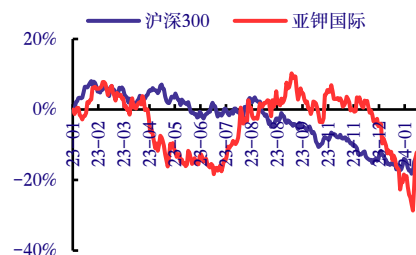
分析师登记编码: S0130523070004

市场数据

2024-02-20

股票代码	000893
A股收盘价(元)	23.11
上证指数	2,922.73
总股本万股	92,885
实际流通A股万股	81,204
流通A股市值(亿元)	188

相对沪深300表现图



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河化工】公司点评-亚钾国际(000893.SZ)-Q3业绩承压，日产量创记录彰显龙头实力 20231101

● **主要财务指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3466.12	4280.31	6268.06	8645.60
收入增长率	313.00%	23.49%	46.44%	37.93%
归母净利润(百万元)	2028.67	1392.78	1803.38	2383.41
利润增速	125.58%	-31.35%	29.48%	32.16%
EPS(元)	2.18	1.50	1.94	2.57
PE	10.70	15.59	12.04	9.11

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

目 录

一、聚焦钾肥主业，向“世界级钾肥供应商”目标迈进	4
（一）历经股权、业务更迭，现聚焦钾肥主业	4
（二）钾肥产能释放改善业绩，持续扩张赋能成长	6
二、全球钾肥供需错配，我国高度依赖进口	8
（一）全球钾盐资源分布不均，钾肥市场呈高度垄断格局	8
（二）全球钾肥供需格局错配，我国钾肥高度依赖进口	11
（三）钾肥价格回归理性，有望带动钾肥需求回升	13
（四）政府鼓励“走出去”，境外找钾成为解决保供难题的关键	15
三、公司持续释放百万吨级钾肥项目，积极打造第二增长曲线	16
（一）钾盐矿权版图低成本扩张，百万吨级钾肥产能持续释放	16
（二）多维度降本增效，塑造公司核心竞争优势	18
（三）老挝物流体系不断升级，助力公司健全销售体系	19
（四）成立非钾事业部，谱写第二成长曲线	20
四、公司估值及投资建议	21
（一）盈利预测	21
（二）相对估值	22
（三）绝对估值	22
五、风险提示	23
附录：	26
（一）公司财务预测表	26

一、聚焦钾肥主业，向“世界级钾肥供应商”目标迈进

（一）历经股权、业务更迭，现聚焦钾肥主业

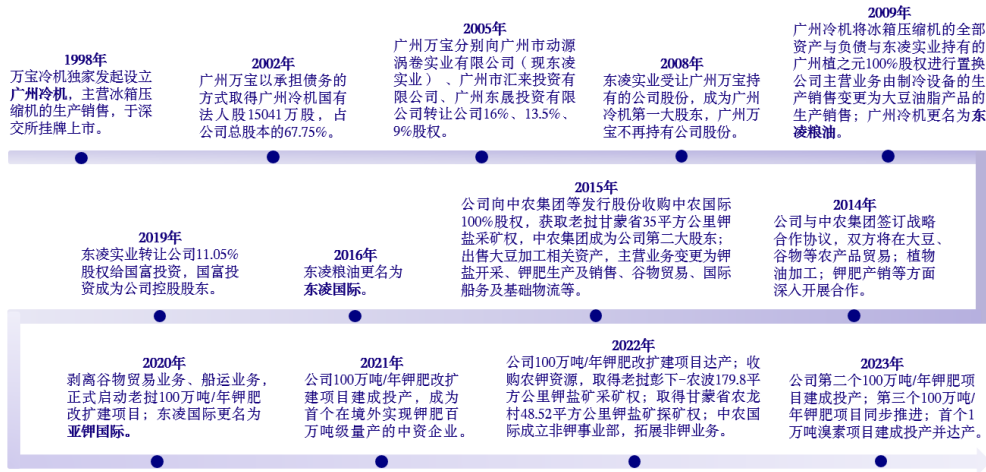
亚钾国际前身为广州冷机，由万宝冷机于 1998 年独家发起设立，并于深交所挂牌上市。二十余年间，公司主业先后历经两次变更，2015 年完成收购中农国际后，公司开始逐步专注于从事钾矿开采、钾肥生产与销售业务，以打造“世界级钾肥供应商”为战略目标；同时，公司正积极打造以亚钾国际智慧产业园为依托的产业协同发展模式，充分利用钾矿伴生资源，并有望通过整合老挝煤炭、铝土矿等矿产资源，培育新的利润增长点，打造第二增长曲线。

业务结构动荡变革，谋求转型、进军钾肥业务。公司前身广州冷机于 1998 年设立，初期主营冰箱等家电制冷压缩机的生产与销售。受行业竞争加剧影响，公司长年处于亏损或微利状态。为改善公司资产质量、实现可持续发展，2009 年公司与当时的第一大股东东凌实业进行了资产置换，公司置出全部制冷相关资产与负债、置入广州植之元 100% 股权，主营业务变更为植物油加工业，并更名为东凌粮油。2014 年，公司与中农集团达成战略合作，并于 2015 年通过发行股份收购中农国际 100% 股权，进而引入钾肥经营业务。2015 年末，公司剥离大豆加工相关资产，主业变更为谷物贸易、国际船务及物流、钾盐的开采生产及销售三大板块，谋求新的利润增长点，初步实现主营业务战略转型。

首个百万吨钾肥项目艰难推进，剥离贸易和船运、聚焦钾肥主业。公司于 2016 年初更名为东凌国际。2016-2017 年，由于项目资金未能落实到位，公司 100 万吨/年钾肥项目基本停滞，中农国际业绩承诺未能如期达成。公司于 2017 年度对老挝钾肥采矿权计提近 26 亿元资产减值准备，当年财报被出具无法表示意见的审计报告，公司一度收到深交所“退市风险警示”。2019 年，东凌实业将公司 11.05% 股权转让给牡丹江国富投资，按照双方签署的一致行动安排，牡丹江国富投资实际支配表决权的股份数量占总股本的 22.10%，成为公司控股股东。2020 年初，公司将钾肥业务体系新老团队全面融合，完成董事会换届选举，管理团队中多为企业管理经验丰富的职业经理人；4 月，公司正式启动首个百万吨钾肥项目，并对谷物贸易业务、船运业务进行剥离；同年 9 月，公司更名为亚钾国际。至此，公司正式转型为以钾矿开采、钾肥生产、销售为一体的经营发展模式。

向“世界级钾肥供应商”目标迈进，布局打造第二增长曲线。公司首个 100 万吨/年钾肥项目于 2021 年建成投产，于 2022 年 3 月下旬达产。2022 年，公司通过发行股份收购了在老挝甘蒙省拥有 179.8 平方公里钾盐矿权的农钾资源 56% 股权，另外成功申请到老挝甘蒙省农龙村 48.52 平方公里钾盐矿权，公司合计钾盐矿权扩充至 263.3 平方公里，成为亚洲最大钾肥资源量企业。公司第二个百万吨项目于 2023 年初建成投产，第三个百万吨项目也有望于 2024 年建成并达产。公司现以打造“世界级钾肥供应商”为战略目标，将力争到 2025 年实现 500 万吨/年钾肥产能，未来根据市场需要，将扩建至 700-1000 万吨/年钾肥产能。此外，公司于 2022 年成立了非钾事业部，旨在全面勘探公司老挝钾盐矿丰富的伴生资源、开发其他老挝矿产资源，公司计划通过引入战略合作者壮大非钾产业园区，未来公司非钾业务将与钾肥主业形成协同效应，打造公司第二增长曲线的同时，有助于公司进一步增强盈利能力。

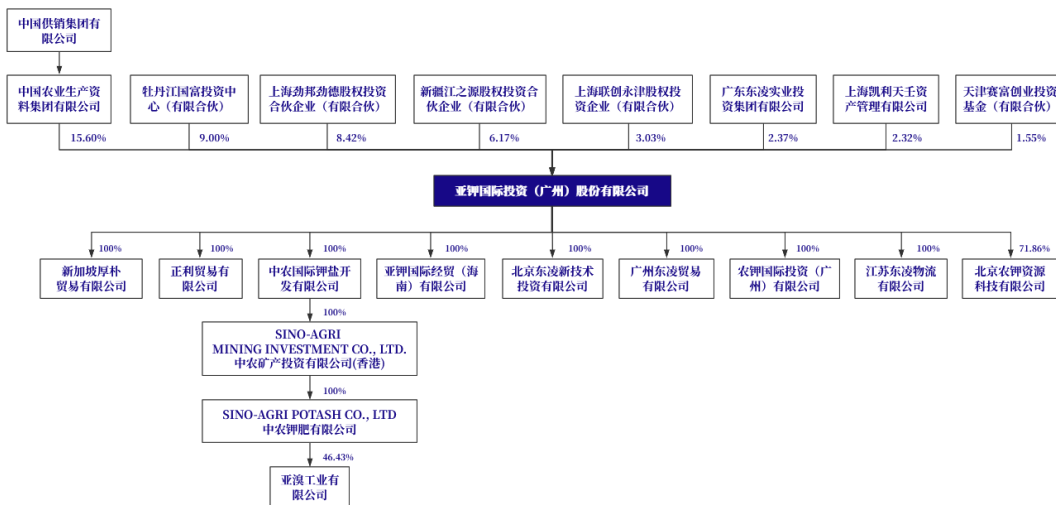
图1: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司无控股股东、实际控制人。2021年, 牡丹江国富投资豁免东凌实业一致行动义务, 权益变动完成后, 公司无控股股东、无实际控制人, 并维持至今。现阶段公司股权较为分散, 各大股东有表决权的股份比例接近, 任何一名股东均无法通过其所持表决权股份单独对公司股东大会决议、董事会组成和重大经营决策产生决定性影响。截至2024年1月16日, 公司第一大股东中农集团持有公司15.60%股权, 牡丹江国富投资、上海劲邦劲德、新疆江之源分别持有公司9.00%、8.42%、6.17%股权。

图2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

实施股权激励和制定股东回报规划, 助力公司长远和可持续发展。公司于2022年9月8日发布2022年股票期权与限制性股票激励计划, 拟向符合授予条件的111名激励对象授予4910万份股票期权和800万股公司限制性股票, 其中股票期权首次授予4310万份、预留600万份, 限制性股票一次性授予。股票期权(含预留部分)的行权价格为27.58元/份, 限制性股票的授予价格为17.24元/股。2022年9月27日, 公司完成首次授予, 为公司聚焦钾肥主业以来首次实施股权激励。公司将考核目标与公司发展战略目标高度绑定, 有助于公司尽快达成300万吨/年产能目标。2022年, 公司钾肥产量、销量分别为90.91万吨、91.02万吨, 达到激励计划2022年度业绩考核目标的卓越考核目标B。2023年4月, 公司发布《关于回购公司股份方案的公告》, 公司拟回购股份用于未来老挝第四、五个百万吨钾肥项目的员工持股计划或股权激励计划, 回购金额不低于1.5亿元且不超过2.5亿元。截至2024年1月18日, 公司已合计回购公司股份1054.40万股, 占公司目前总股本的1.1352%, 合计支付总金额为2.49亿元(不含交易费用), 公司后续将根据市场情况在回购期限内继续实施本次回购计划。本次回购不仅

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

有助于公司进一步建立健全公司长效激励机制，充分调动员工积极性，同时也彰显了公司对于未来发展的信心和对公司自身内在价值的认可。此外，公司重视投资者回报，制定股东回报规划。2023年11月24日，公司发布《未来三年（2023-2025年）股东回报规划》。公司将在兼顾当年实际经营情况及可持续发展的情况下，采取现金、股票、现金与股票相结合或法律、法规允许的其他方式分配股利，现金分红将优先于股票股利分红。公司2023-2025年以现金方式累计分配的利润将不少于2023-2025年年均可分配利润的30%。公司注重投资者回报，建立科学、持续、稳定的投资者回报规划与机制，将有助于公司长远、可持续发展，同时增强中小股东持股信心。

表1: 公司股权激励考核目标

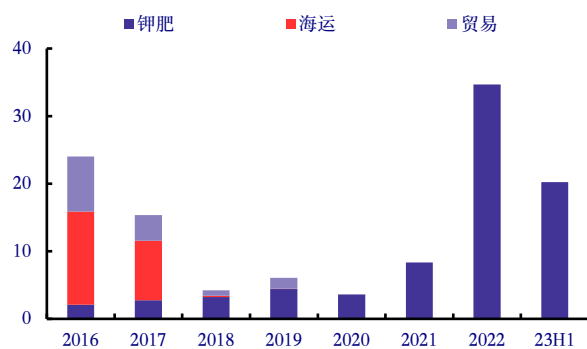
解除限售期	考核年度	基础考核目标 A	卓越考核目标 B	挑战考核目标 C
		公司层面解除限售比例为 80%	公司层面解除限售比例为 90%	公司层面解除限售比例为 100%
第一个解除限售期	2022 年	80 万吨 ≤ Q < 90 万吨, 且 S/Q ≥ 85%	90 万吨 ≤ Q < 100 万吨, 且 S/Q ≥ 85%	Q ≥ 100 万吨, 且 S ≥ 85 万吨
第二个解除限售期	2023 年	180 万吨 ≤ Q < 190 万吨, 且 S/Q ≥ 85%	190 万吨 ≤ Q < 200 万吨, 且 S/Q ≥ 85%	Q ≥ 200 万吨, 且 S ≥ 170 万吨
第三个解除限售期	2024 年	280 万吨 ≤ Q < 290 万吨, 且 S/Q ≥ 85%	290 万吨 ≤ Q < 300 万吨, 且 S/Q ≥ 85%	Q ≥ 300 万吨, 且 S ≥ 255 万吨

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院
注: Q 为钾肥产量, S 为钾肥销量

（二）钾肥产能释放改善业绩，持续扩张赋能成长

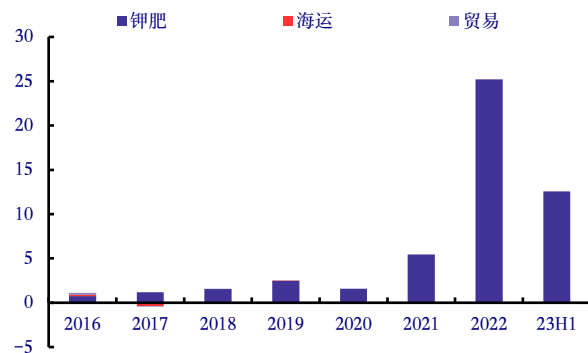
受谷物贸易、海运业务等拖累，2016-2019 年公司业绩表现持续低迷。2016-2019 年期间，公司主营业务包含钾肥、谷物贸易和海运三部分。先后受国际钾肥市场低迷、谷物贸易业务受政策冲击、海运行业景气度下滑等因素影响，2016-2019 年公司营业总收入下滑明显，并长年处于亏损或微利状态。其中，2017 年公司出现大额亏损，主要系公司对老挝钾肥采矿权计提大额资产减值准备所致。单从钾肥业务来看，2016-2019 年通过自主实施技改扩能，10 万吨/年钾肥项目成功突破原有设计产能，产能规模逐年提升，叠加钾肥价格逐年向好，钾肥业务毛利率水平和业绩贡献稳步提升。

图3: 公司主营业务营收结构 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图4: 公司主营业务毛利结构 (亿元)



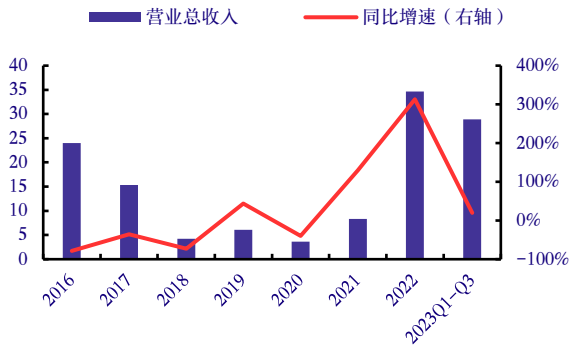
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

聚焦钾肥主业，钾肥产能释放带动业绩显著改善。2020 年，公司完成对谷物贸易和海运业务的剥离，开始专注于钾盐的开采及钾肥生产销售。随着公司百万吨级钾肥项目陆续建成投产，以及钾肥行业景气度上行，公司业绩整体向好。2022 年，公司实现营业总收入 34.66 亿元，同比增长 313.00%，2020-2022 年年均复合增速 208.93%；实现归母净利润 20.29 亿元，同比增长 125.58%，2020-2022 年年均复合增速 483.34%；销售毛利率、销售净利率分别为 72.73%、58.51%，分别同比增长 7.49 个百分点、下滑 50.61 个百分点，其中销售净利率同比大幅下滑，主要系 2021 年公司收到约 6.14 亿元业绩补偿款所致。2023 年前三季度，公司实现营业总收入 28.91 亿元，同比增长 19.81%；实现归母净利润 9.94

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

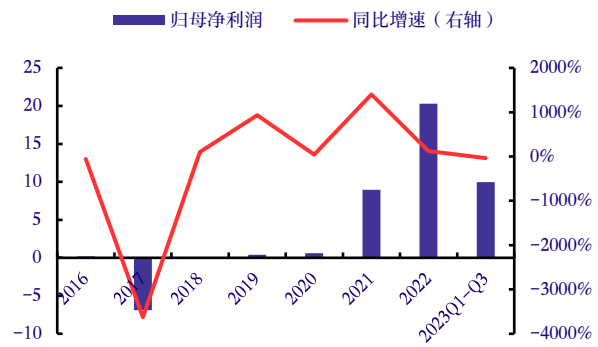
亿元，同比下滑 34.54%，增收不增利主要系 2023 年以来随国际钾肥供需紧张缓解，钾肥价格明显回落所致；前三季度公司销售毛利率、销售净利率分别为 59.95%、34.09%，分别同比回落 15.63、28.85 个百分点。长期来看，公司百万吨级钾肥产能仍将陆续释放，非钾业务布局稳步推进，未来公司业绩有望随钾肥规模扩张及非钾项目落地而稳健增长。

图5：公司营业总收入（亿元）及同比增速



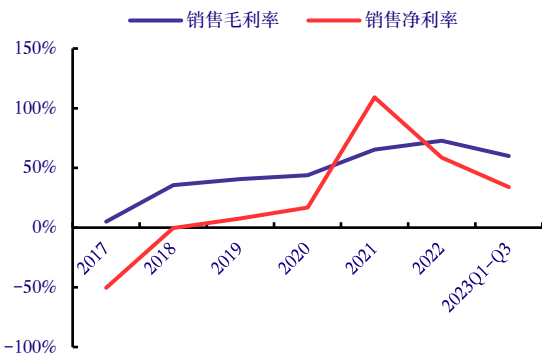
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图6：公司归母净利润（亿元）及同比增速



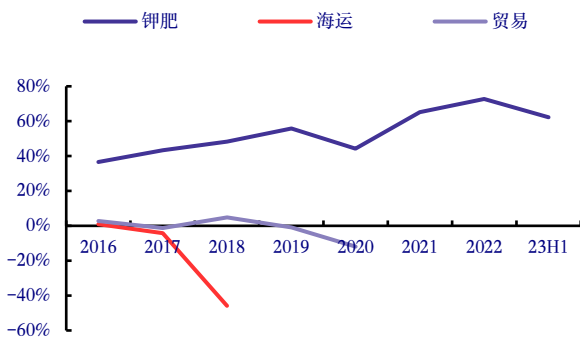
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图7：公司销售毛利率、销售净利率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

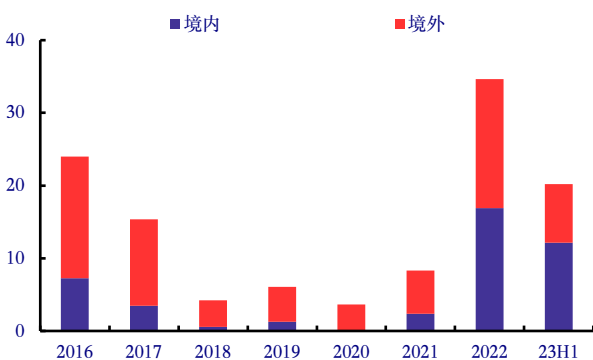
图8：公司主营业务销售毛利率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

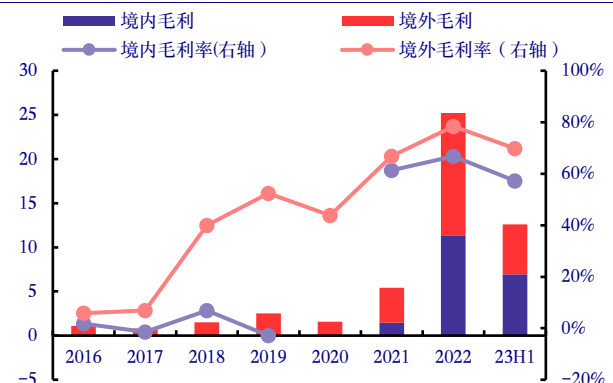
公司钾肥积极反哺国内市场，境内业务比重快速攀升。分地区来看，2019-2020 年公司钾肥业务开展初期，主要凭借老挝区位优势开拓东南亚等海外市场，公司营收及盈利主要来自境外。近年来，随着公司老挝百万吨级钾肥产能持续释放，公司与国内多家复合肥企业及贸易商达成战略合作，成为反哺国内市场保供的主力军。2023 年上半年，公司境内营收、毛利占比分别为 60.01%、55.18%，分别同比增长 18.98、18.85 个百分点。

图9：公司境内外营收结构（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

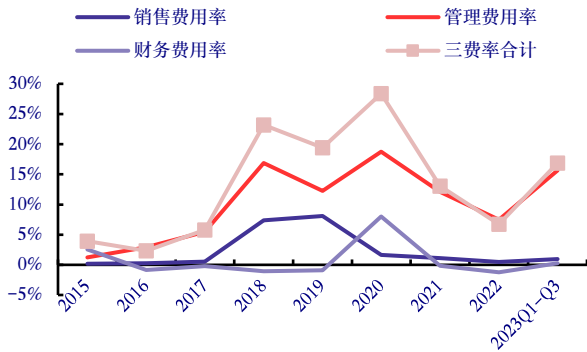
图10：公司境内外毛利（亿元）及毛利率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

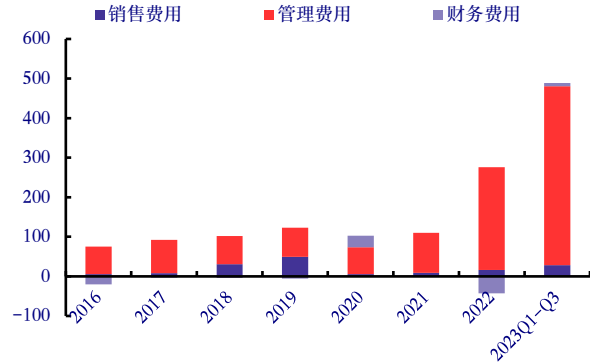
公司三费率显著下降, 预计维持在合理水平区间。2020年公司剥离亏损业务、聚焦钾肥主业以来, 随业绩改善, 公司费用率明显走低。2022年公司三费率合计为6.72%, 较2020年高点下滑21.65个百分点。2023年前三季度, 受公司支付股份费用影响, 公司管理费用达到4.53亿元, 同比大幅增加249.32%; 公司管理费用率及三费率同比均有所增长, 分别为15.66%、16.90%。考虑到股份支付费用不具有持续性, 预计后续公司三费率仍将维持在合理水平区间。

图11: 公司三费率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

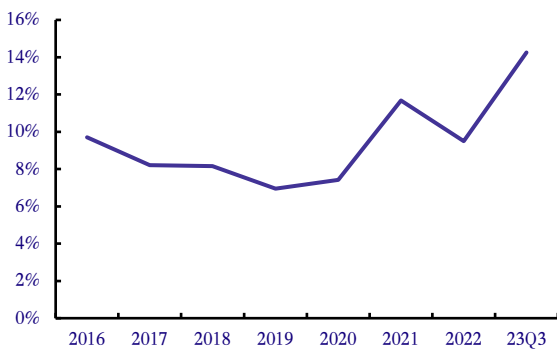
图12: 公司三费 (百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

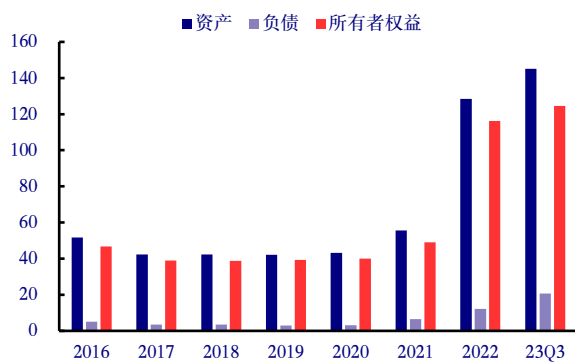
公司资产负债率维持在偏低水平。公司多年来主要通过股权融资筹集项目建设资金, 负债规模及资产负债率维持在较低水平。2021年以来, 随公司盈利能力增强、经营现金流改善, 公司陆续调整融资方式, 债务融资规模小幅增长。2023年前三季度, 公司新增长期借款4.96亿元, 截至9月末, 公司资产负债率为14.25%, 同比增长6.09个百分点。尽管公司资产负债率有所上行, 但仍处偏低水平, 利于公司通过债务融资开展可持续经营。

图13: 公司资产负债率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图14: 公司资产、负债及所有者权益 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、全球钾肥供需错配, 我国高度依赖进口

(一) 全球钾盐资源分布不均, 钾肥市场呈高度垄断格局

全球约95%的钾盐产品用做肥料用途。钾元素是植物生长所必须的三大营养元素之一。适当施用以钾为主要养分的肥料, 可以改善土壤质量、有效促进植物酶的活化、增强植物光合作用、提高植物对氮元素的吸收利用, 进而促进蛋白质合成, 提高植物抗逆性、提高农产品的产量和品质。钾元素化学性质极为活泼, 自然界中钾元素主要以盐的形式分布于陆地或海洋中, 全球约95%的钾盐产品用做肥料用途, 少量用作工业用途。钾肥细分品类包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾、磷酸二氢钾等, 其中以氯化钾和硫酸钾最为常用。氯化钾含钾量高、易吸收, 主要施用于粮食、棉花、豆类等耐氯农作物,

在钾肥总消费量中占比超 90%，同时氯化钾也是生产硫酸钾等无氯钾肥的重要原材料；硫酸钾则主要施用于麻类、烟草、甘蔗、马铃薯、甜菜等忌氯作物，在钾肥总消费量中占比约 4%-5%。

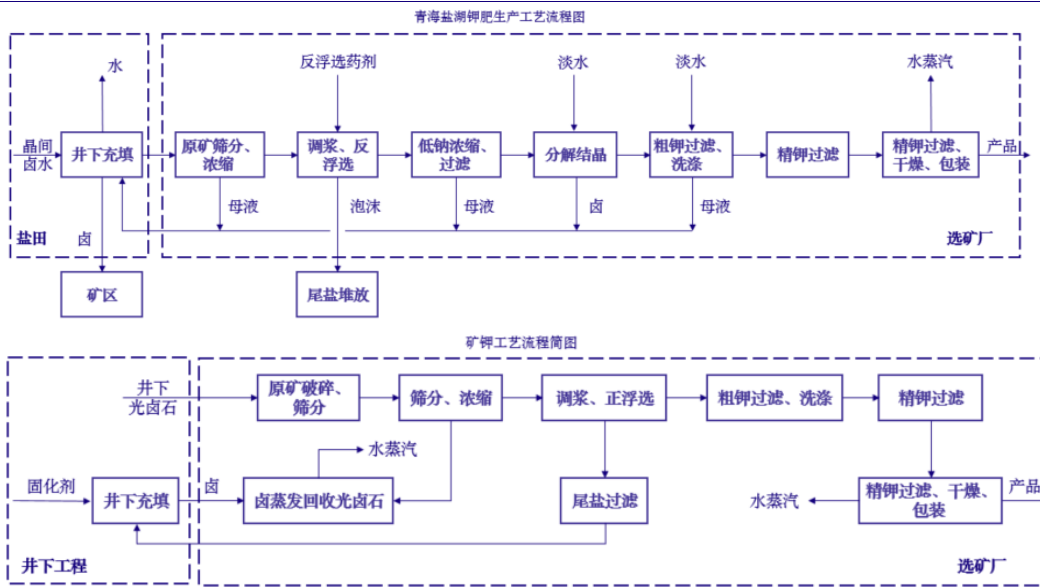
表2: 钾肥细分品类对比

钾肥名称	含钾量	施用范围	优缺点
氯化钾	50%-60%	速效性肥料，常用作基肥、追肥	优点：价格较低、含钾量高、速溶性好 缺点：含氯，长期单一使用会造成土壤板结，不适用于盐碱地，会加重土地盐碱程度
硫酸钾	50%左右	适用于做基肥、追肥等	优点：价格低、含钾量高，除钾外还可以提供硫元素 缺点：生理酸性肥料，所含的硫易于和钙结合成微溶物硫酸钙，施用后会造成土壤酸化和板结
硝酸钾	46%	适用于追肥	优点：价格适中，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 缺点：逆境下易造成作物体内亚硝酸盐积累（有机农业禁止使用），在储存及加工过程中有一定安全隐患
磷酸二氢钾	约 34%	可用作基肥、种肥、追肥、浸种等	优点：磷钾含量高，能同时补充磷、钾元素，用量少，效果明显 缺点：价格较高，市场上假货较多

资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

水溶性固体钾盐矿是钾盐的主要提取来源。钾盐矿主要呈现固体和液体矿两种形态，固体矿占比约 85%、液体矿占比约 15%，其中固体矿又可划分为水溶性固体钾盐矿和非水溶性富钾矿。水溶性固体钾盐矿包括钾石盐、光卤石、钾盐镁矾、杂卤石、钾石膏等，其矿床呈层状、规模大，开采工艺简单、开采成本低，可大规模开采，是目前钾盐的主要来源；非水溶性富钾矿包括黄钾铁矾、明矾石、白榴石、钾长石等，开采难度较大，目前尚未实现大规模开发利用；液体矿包括海水、盐湖卤水和地下含钾卤水等，海水中钾资源含量巨大，但含钾量较低，折 K_2O 仅 0.05%，目前尚未大规模开采利用，盐湖卤水和地下含钾卤水的含钾量显著高于海水，现已实现开发利用，但需要先晒干并制成光卤石，再进行提炼，开采工序相较于水溶性固体钾盐矿更为繁琐、开采难度更大。

图15: 湖钾、矿钾制备钾肥工艺流程对比



资料来源：中农国际官网，中国银河证券研究院

海外国家多以水溶性固体钾盐矿为主，我国钾盐矿则以盐湖卤水为主。从钾盐矿形态来看，储量丰富的海外国家多以相对易开采的水溶性固体钾盐矿为主。我国则以盐湖卤水为主，且我国钾盐矿多分布于西部地区，距离东部钾肥主要需求地区较远，运输成本相对较高。据自然资源部数据显示，2022 年我国钾盐矿储量约为 2.88 亿吨（折 KCl ），主要集中在青海、新疆、西藏等地，其中青海占到 88% 以上。

表3: 全球主要钾肥生产企业的钾矿类型

生产企业	钾矿所在地	钾矿类型
Nutrien	加拿大	钾石盐
Mosaic	加拿大	钾石盐
Uralkali	俄罗斯	钾石盐、光卤石
Belaruskali	白俄罗斯	钾石盐
K+S	德国	钾石盐
ICL Group	以色列、埃塞俄比亚	钾石盐、盐湖卤水
Arab Potash Co	约旦	盐湖卤水
SQM	智利	盐湖卤水
盐湖股份	中国	盐湖卤水
亚钾国际	老挝	光卤石
藏格矿业	中国	盐湖卤水

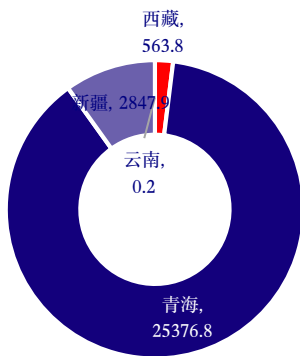
资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

表4: 我国钾盐矿类型及分布

矿床类型	矿床形势	典型矿床	规模	地理位置
现代盐湖型	察尔汗式	察尔汗胡盐湖	特大型	青海格尔木
		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
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
		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
	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: 中农国际官网、《无机盐工业》, 中国银河证券研究院

图16: 2022年我国钾盐矿分布(折KCl, 万吨)

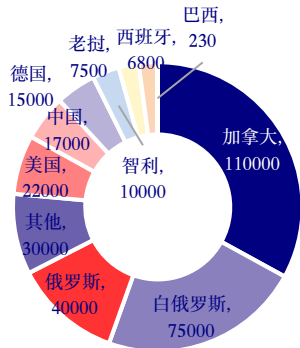


资料来源: 自然资源部, 中国银河证券研究院

全球钾盐资源分布及其不均, 钾肥市场呈现寡头垄断格局。据 USGS 数据显示, 2022 年全球已探明可采钾盐矿储量超 33 亿吨 (折 K_2O)。其中, 已探明储量位列前三名的加拿大、白俄罗斯、俄罗斯合计储量达到 22.5 亿吨, 合计占比约 67.5%; 我国已探明储量约 1.7 亿吨, 占比约 5.1%, 位列第五。产量方面, 2022 年全球钾盐合计产量约 4000 万吨 (折 K_2O), 其中加拿大、中国、俄罗斯、白俄罗斯合计产量为 3000 万吨, 占比约 75.1%。全球钾肥市场呈现寡头高度垄断格局, 现主要由加拿大钾肥公司 Nutrien、美国美盛公司 Mosaic、俄罗斯乌拉尔钾肥公司 Uralkali、白俄罗斯钾肥公司 Belaruskali、以色列化工集团 ICL Group 等少数位于钾盐矿主产区, 且拥有丰富水溶性固体钾盐矿权的海外企业占据主请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

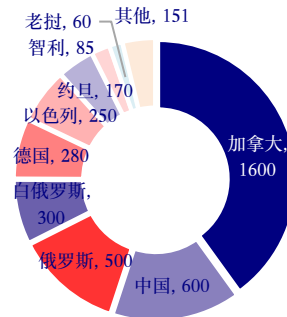
导地位。据 Green Markets 数据显示，2022 年全球钾肥产能约 1.1 亿吨，其中 CR7 占比约 74.3%；2027 年全球钾肥产能有望扩张至 1.3 亿吨，CR7 占比约 68.2%，集中度有所下降，但依旧呈现寡头高度垄断格局。

图17: 2022 年全球钾盐矿储量分布 (折 K₂O, 万吨)



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

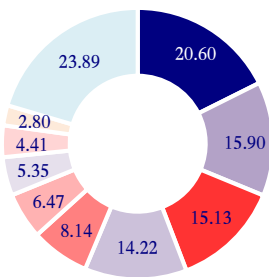
图18: 2022 年全球钾盐产量分布 (折 K₂O, 万吨)



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

图19: 2023 年全球钾肥产能分布 (百万吨)

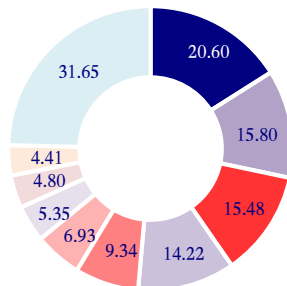
■ Nutrien ■ Uralkali ■ Belaruskali ■ Mosaic ■ K+S
■ ICL ■ QSL Industry ■ SQM ■ EuroChem ■ 其他



资料来源: Green Markets, 中国银河证券研究院

图20: 2027 年全球钾肥产能分布预测 (百万吨)

■ Nutrien ■ Uralkali ■ Belaruskali ■ Mosaic ■ K+S
■ ICL ■ QSL Industry ■ EuroChem ■ SQM ■ 其他

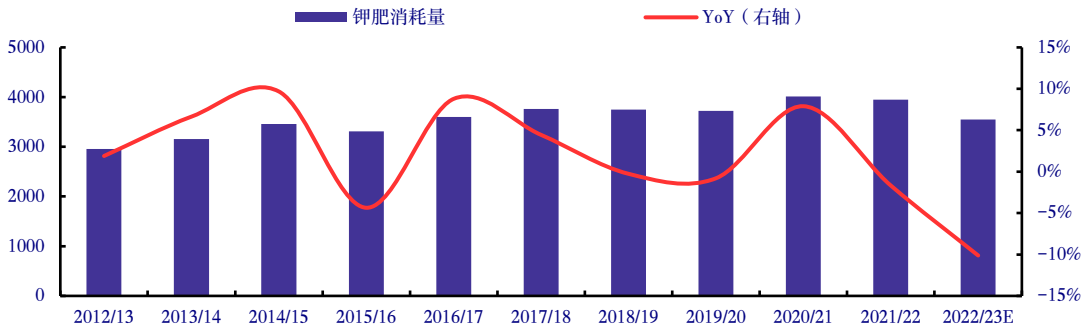


资料来源: Green Markets, 中国银河证券研究院

(二) 全球钾肥供需格局错配，我国钾肥高度依赖进口

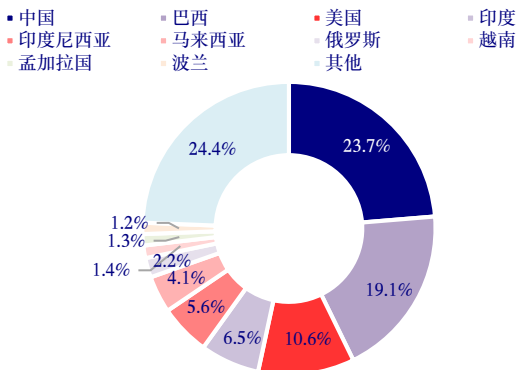
全球钾肥供需错配明显。全球人口稳步增长带来农作物需求增加，进而促进对钾肥的需求增长。据 IFA 数据显示，2022 年肥料年全球钾肥总消耗量预计约 3547.8 万吨（折 K₂O），2012-2022 年年均复合增速约 1.8%。从消费结构来看，全球钾肥需求主要集中在中国、巴西、美国、印度、印度尼西亚等农业大国，2022 年 CR5 约 65.5%。但上述国家钾盐资源相对匮乏，钾肥需求高度依赖进口，全球钾肥市场明显供需错配。据 CRU 数据显示，2022 年全球氯化钾总进口量约 4573.9 万吨（折 K₂O 约 2867.8 万吨），其中 CR5 进口量占比约 70.4%；全球氯化钾出口国主要包括加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、以色列、德国等，CR5 出口量占比约 88.5%。

图21: 全球钾肥消费量(折 K₂O, 万吨)及同比增速



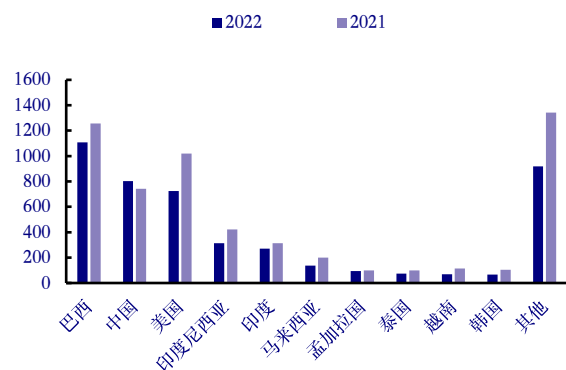
资料来源: IFA, 中国银河证券研究院

图22: 2022/23E 全球钾肥消费结构



资料来源: IFA、CRU, 中国银河证券研究院

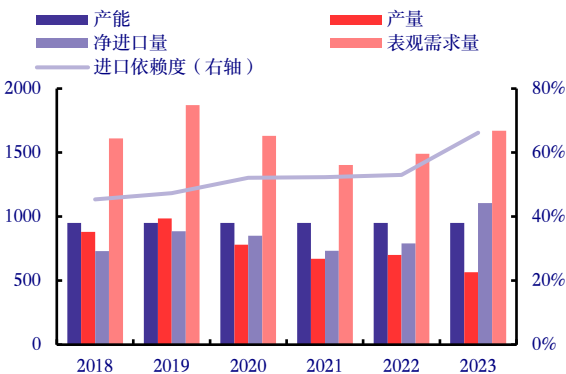
图23: 2021-2022 年全球氯化钾进口前十国家(万吨)



资料来源: CRU, 中国银河证券研究院

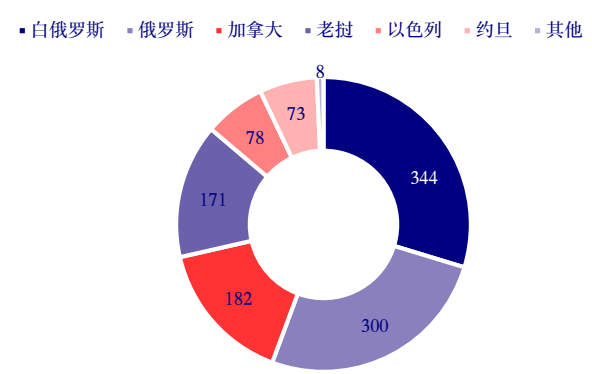
我国钾肥需求高度依赖进口。我国对钾肥的需求量位居全球第一,约占全球总需求量的四分之一。但我国钾肥产能尚不能满足我国农业需求,钾肥严重依赖进口,对外依存度长期居高不下。据卓创资讯数据显示,2023年我国氯化钾产能950万吨/年、产量565万吨/年,表观需求量约1672万吨,净进口量1107万吨,氯化钾进口依赖度高达66.2%。从进口来源来看,我国进口氯化钾主要来自白俄罗斯、俄罗斯、加拿大、老挝、以色列等国家,2023年CR4约为86.2%。

图24: 我国氯化钾供需结构(万吨)



资料来源: 卓创资讯、海关总署, 中国银河证券研究院

图25: 2023年我国氯化钾主要进口国分布(万吨)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

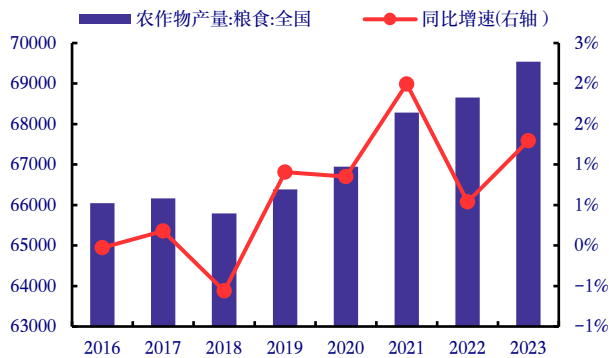
表5：我国氯化钾主要产能分布（万吨/年）

生产企业	产能
盐湖钾肥	500
藏格钾肥	200
中信国安	30
五矿盐湖	30
青海中航	25
昆龙伟业	20
青海地矿集团	20
青海晶鑫华隆	20
国泰盐湖	20
康泰钾肥	15
青海联宇	10
青海黄河钾肥厂	10
滨地钾肥	10
兴元钾肥	8

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

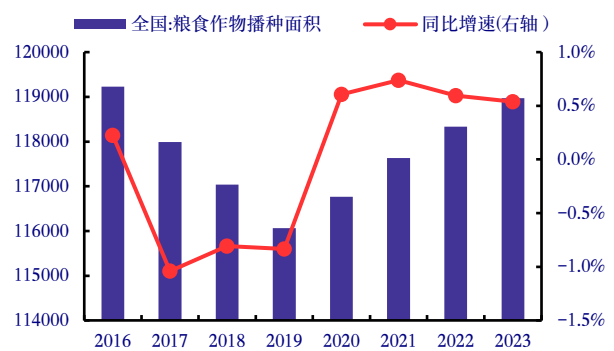
我国钾肥需求预计稳中有增，进口依赖度将维持在较高水平。我国土壤普遍缺钾、作物相对缺钾，而目前我国化肥施用比例约为 N：P₂O₅：K₂O=1:0.41:0.17，显著低于我国农业部推荐的 1:0.4:0.3 的施用比例。氮磷钾施用比例不平衡将导致肥效下降，并造成环境污染。优化氮磷钾施用比例，增加钾肥占比，对我国粮食生产安全及增产至关重要。近年来我国紧抓粮食安全保供，粮食作物播种面积及粮食产量逐年稳步提升，预计未来我国钾肥需求稳中有增。由于我国钾资源严重匮乏，钾盐资源储量逐年减少，服务年限逐步下降，资源型钾肥产能扩张已不可持续，近年来我国氯化钾产能基本趋于稳定。在国内钾肥产能增长有限、需求稳中有增背景下，预计我国钾肥进口依赖度将在中长期内维持较高水平。

图26：我国粮食产量（万吨）及同比增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图27：我国粮食作物播种面积（千公顷）及同比增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（三）钾肥价格回归理性，有望带动钾肥需求回升

我国采取钾肥进口价格联合谈判机制，进口钾肥大合同价格常年处于全球“价格洼地”。基于全球钾肥供给集中的特点，钾肥价格往往由国际寡头定价，且主产区供应波动将显著影响钾肥价格表现。在我国钾肥长期依赖进口局面难以改变的情况下，为防止外商哄抬价格、降低进口成本，我国自 2005 年开始，在国务院指示、商务部指导下，建立了“政府指导、商协会协调、企业联合对外”的钾肥进口价格联合谈判机制。该机制成功让我国钾肥进口价格多年来始终处于全球“价格洼地”，同时我国作为全球钾肥最大消费国，历年钾肥进口大合同的签订情况也已被视作全球钾肥市场重要的量、价指引信号。

全球经济和粮食价格一定程度上是化肥的先行指标，可直接影响农户采购化肥的积极性和对价格的敏感性。2013年BPC联盟破裂，导致钾肥高度寡头垄断的格局有所松动，钾肥价格大幅下跌。2014-2016年在国际粮价大幅下行的背景之下，钾肥价格进一步探底至十年新低。2017年以来，受美国主粮主产区气候干旱炎热少雨以及作物出芽率不及预期等因素影响，粮价上行带动钾肥价格反弹。2019年的中美贸易战和2020年全球新冠疫情爆发结束了钾肥价格自2017年反弹局面，价格再次跌入谷底。2021年至2022年上半年，先后受粮食等大宗商品价格上行、全球海运费上涨、地缘政治冲突下俄罗斯和白俄罗斯钾肥出口困难等因素影响，全球钾肥供应紧缺。据CRU数据显示，2022年全球氯化钾出口4573.9万吨，同比下滑约19.8%。其中，俄罗斯、白俄罗斯氯化钾出口量分别为796.4万吨、493.5万吨，分别较2021年下滑30.2%、60.0%，合计减少了1085.3万吨出口量。供需紧张导致海内外钾肥价格持续上行并达到近十年历史高位。我国钾肥进口大合同价格也从2021年的247美元/吨飙升至2022年的590美元/吨，同比增长138.9%，创历史最高价格。钾肥价格大幅上涨，阶段性抑制了海内外钾肥需求。据IFA数据显示，2022年肥料年全球钾肥消耗量预计同比下滑约10.1%。

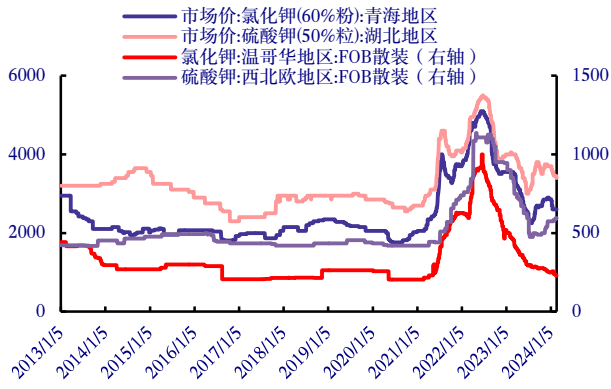
表6: 我国进口钾肥大合同价格及世界主要钾肥进口国(地区)进口价(美元/吨)

年份	我国大合同价格	印度大合同价格	东南亚到岸价	巴西大颗粒到岸价
2010	350	370	385-440	400
2011 上半年	400	370	430-450	440-450
2011 下半年	470	470	500-510	550-560
2012	470	470/530	535-535	515-525
2013	400	427	420-450	460-470
2014	305	322	300-350	310-325
2015	315	332	310-335	335-350
2016	219	227	210-265	210-220
2017	230	240	220-260	260-270
2018	290	290	270-300	335-340
2019	未签	280	260-275	260-270
2020	220	230	235-255	210-220
2021	247	247/280/445	235-255	270-275
2022	590	590	600-700	800
2023	307	422	-	-

资料来源:《2022年我国钾肥行业运行现状与发展预测》、中国无机盐工业协会, 中国银河证券研究院

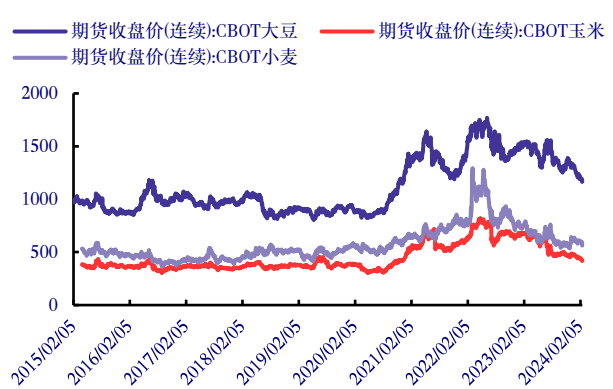
钾肥价格回归理性，需求有望恢复增势。2022年下半年，随全球农产品价格回落、农需转弱、钾肥库存累积，钾肥价格呈下滑态势。2023年上半年，钾肥市场供需宽松，钾肥价格进一步走低。2023年6月6日，我国2023年度钾肥大合同价格敲定为307美元/吨，对钾肥价格起到一定止跌托底作用。2023年下半年，随我国秋季备肥及冬储需求先后推进，国内钾肥价格震荡上行。2023年末以来，下游复合肥开工率走低、钾肥需求转弱，钾肥价格出现小幅回落。我们认为，目前钾肥价格位于理性区间。需求端，前期受钾肥高价抑制的部分下游需求有望随价格回落而逐步修复，同时随全球粮食安全意识持续增强，钾肥需求有望逐步恢复小幅增长态势。据IFA预测，2027年全球钾肥需求量或将较2022年增长14.4%，年均复合增速约2.7%。其中，拉丁美洲、南亚和东亚地区的农业大国或将成为钾肥需求增量的主要来源。供给端，海外方面尽管部分地区地缘政治风险仍存，但2023年以来俄罗斯、白俄罗斯钾肥出口量已逐步有所修复，全球钾肥供给矛盾明显缓解；国内方面在政策保供稳价、进口到港货源丰富、库存充足的背景下，钾肥供应有望保持相对充足。据IFA预测，2022-2027年全年钾肥产能年均复合增长2.1%，与需求增速基本匹配。

图28: 国内、国际钾肥市场价走势(元/吨, 美元/吨)



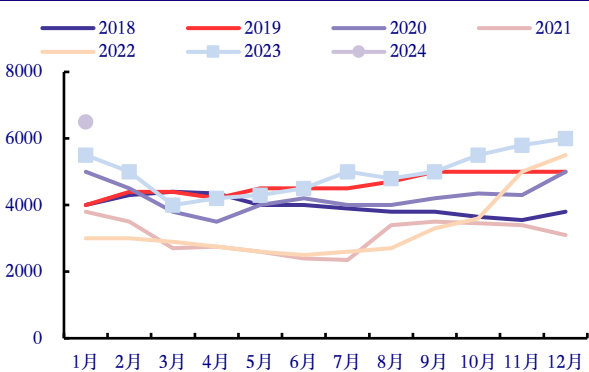
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图29: 主要农产品价格走势(美分/蒲式耳)



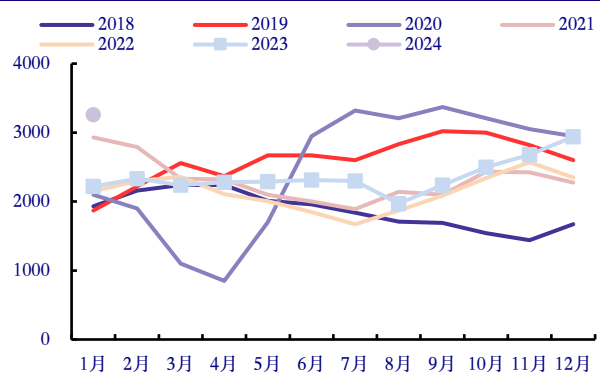
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 我国氯化钾月度社会库存(千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图31: 我国氯化钾月度港口库存(千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

(四) 政府鼓励“走出去”，境外找钾成为解决保供难题的关键

境外找钾是我国解决钾肥短缺问题的重要途径。为实现长远助力我国农业发展、保障粮食安全，我国鼓励钾肥工业加大“走出去”的步伐，通过境外资源勘探开发、与世界主要钾肥出口国签订长期贸易等措施保障钾肥对农业生产的需求。国际贸易方面，钾肥大合同联合谈判机制虽保障了国内市场钾肥的供应，但全球钾肥市场垄断格局中长期内难以改变，在地缘政治不确定性风险加剧的背景下，存在进口货源到港时间不确定等风险。因此，开发境外钾盐资源、增强钾肥境外储备的必要性和重要性愈发凸显，同时增强境外钾盐储备也有助于我国在钾肥进口大合同价格谈判中占据更有利的地位、继续保持国际价格洼地。

老挝已逐步成为我国重要境外钾肥保供基地。我国早在1998年便开启了境外找钾历程，高峰时一度在12个国家拥有34个境外找钾项目。从项目分布来看，我国境外找钾项目主要集中在老挝、加拿大、泰国、刚果(布)等国家，其中老挝项目数量最多。从长期开发可行性来看，一方面，老挝钾盐矿资源丰富，且多为光卤石，品位在15%-20%左右，易于开发利用；另一方面，老挝地处我国“一带一路”战略沿线核心区位，与我国接壤、交通便利，且我国“一带一路”倡议与老挝“变陆锁国为陆联国”的发展战略高度契合，多年来两国已在政治、经济等多个领域达成深度合作，为我国在老挝开发钾盐资源提供了良好保障。

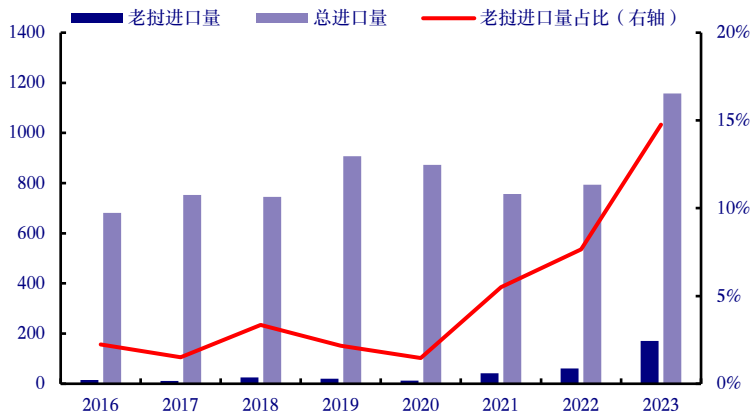
表7：中资企业主要老挝钾盐资源开发项目进展

地区	中资企业	项目进展
万象	中寮矿业钾盐有限公司（云天化）	50万吨/年氯化钾项目建设中
	中国水电矿业（老挝）钾盐有限公司	现有12万吨/年氯化钾，项目停车中
	老挝海王矿业有限公司	正在申办采矿权
	成都川寮聚源实业有限公司（藏格矿业）	初步规划200万吨/年氯化钾，前期工作推进中
	老挝藤邦矿业有限公司	正在申办采矿权
	北京普悦老挝投资有限公司	正在申办采矿权
	四川省上益龙蟒矿业有限公司	已取得采矿权
	青海鑫帝矿业有限公司	正在申办采矿权
甘蒙	中农国际钾盐开发有限公司（亚钾国际）	百万吨级氯化钾项目陆续投产，2025年计划达成500万吨/年氯化钾产能
	老挝开元矿业有限公司（东方铁塔）	已投产100万吨/年氯化钾，另有100万吨/年规划产能

资料来源：各公司公告、《2022年我国钾肥行业运行现状与发展预测》，中国银河证券研究院

随老挝钾肥项目顺利推进，我国自老挝进口钾肥占比快速攀升。老挝现已成为我国境外钾肥开发进展最快的国家，目前已有亚钾国际和东方铁塔两家企业实现钾肥规模化生产，老挝基地钾肥反哺国内市场需求的能力快速攀升。2023年，我国老挝氯化钾进口量为170.8万吨，同比增长181.5%，占我国氯化钾总进口量的14.8%，同比增长7.1个百分点。

图32：我国老挝氯化钾进口量（万吨）及占比



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

三、公司持续释放百万吨级钾肥项目，积极打造第二增长曲线

（一）钾盐矿权版图低成本扩张，百万吨级钾肥产能持续释放

公司老挝钾盐矿版图持续扩张，资源储量亚洲领先。公司积极响应国家“境外找钾”战略，是国内首批实施境外钾盐开发的中国企业，深耕老挝钾盐领域十余年。公司子公司中农国际于2009年3月取得老挝甘蒙省他曲县钾镁盐矿东泰矿段35平方公里钾盐矿（即35矿）采矿权，是我国在东南亚地区第一个获得采矿权的大型钾盐项目。2022年7月，公司通过发行股份及支付现金的方式收购农钾资源56%股权（现已通过增资实现持股71.86%），取得其老挝彭下-农波179.8平方公里的钾盐矿（即179矿）采矿权。2022年11月，公司获取老挝政府主管部门批准，取得甘蒙省农龙村48.52平方公里钾盐矿（即48.5矿）探矿权。公司现已合计拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权，预计合计折纯氯化钾储量超10亿吨，超过我国目前钾盐资源储量，是亚洲最大钾盐资源量企业，约占亚洲钾盐总储量的

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

三分之一。同时，公司在积极申请老挝沙湾拿吉省 74.2 平方公里钾盐矿探矿权，未来公司资源储量优势有望进一步扩大。

公司钾盐矿区位优势、新获取矿区成本低。老挝钾盐矿资源主要分布于万象盆地和呵叻盆地，其中万象盆地钾盐矿存在易溶物溢晶石，对开采工艺形成限制，目前尚未实现规模化开采；呵叻盆地钾盐矿位于甘蒙省和沙湾拿吉省，几乎没有溢晶石，且埋藏浅、矿体厚，易于开采。公司现有钾盐矿均位于甘蒙省，且各矿区紧密相连，便于公司实施统一开采、建设和管理，充分发挥经营协同效应，从而有效降低公司钾肥项目综合投资成本、加速释放项目效益。钾盐矿获取成本方面，公司 35 矿、179 矿交易对价分别为 36.9、31.5 亿元，新获取的 48.5 矿预计加上详勘费用、采矿权获得费用的总费用不超过 1 亿元，随钾盐矿获取成本下降，公司矿石摊薄成本有望从 35 矿的 6.39 元/吨、179 矿的 1.43 元/吨大幅降至 0.16 元/吨。

表8：公司现有钾盐矿面积、储量、品位及获取成本

所属矿权	东泰矿区钾盐矿	彭下-农波矿段钾盐矿	甘蒙省农龙村钾盐矿
可开采面积（平方公里）	35	179.8	48.52
氯化钾储量（百万吨）	152.49	677.39	-
品位（氯化钾）	15.22%	17.14%	-
交易对价（亿元）	36.9	31.5	总费用<1 亿元
矿石摊薄成本（元/吨）	6.39	1.43	0.16（资源量未确定，按可比面积折算）

资料来源：公司公告、中农国际钾盐公众号，中国银河证券研究院

百万吨级项目持续释放，彰显亚钾实力。中农国际于 2011 年末建成东泰矿区 10 万吨/年钾肥验证项目，经过自主研发与技改扩能，该套装置产能于 2020 年末突破 25 万吨/年。2020 年 4 月，公司正式启动老挝甘蒙省东泰矿区 100 万吨/年钾盐开采加工项目，项目包含 25 万吨/年钾盐提质增效和 75 万吨/年钾盐扩建改造。2022 年 3 月，公司历时 17+6 个月（17 个月投产，6 个月达产）实现首个 100 万吨/年项目达产，也是我国首个在境外实现百万吨级生产规模的钾肥项目，是我国境外钾盐开发领域的重大突破。2023 年 1 月，仅历时 10 个月，公司第二个 100 万吨/年项目投料试车，亚钾速度再次刷新。2023 年 10 月 27 日，公司东泰矿区钾肥日产量成功达到 9116 吨，标志着公司基于现有 200 万吨/年产线，突破性地实现了 300 万吨/年产能的日产量标准。截至 2024 年 1 月，公司第三个 100 万吨/年项目的地表建设进度已完成 95%，预计将于 2024 年 3 月 31 日正式投料试车。随着第三个百万吨产能释放，2024 年公司钾肥产销量有望继续实现跨越式增长。

与老挝签订框架开发谅解备忘录，现拟发行可转债为百万吨钾肥项目募集资金。公司中期目标是到 2025 年钾肥产能达到 500 万吨/年，远期实现 700-1000 吨/年产能。围绕公司中期目标，公司于 2023 年 10 月 17 日“一带一路”企业家大会上和老挝计划与投资部就“老挝甘蒙省 500 万吨/年钾肥（氯化钾）产能扩建项目”签订了框架开发谅解备忘录。2023 年 11 月 24 日，公司发布公告，现拟向不特定对象发行可转换公司债券，为公司“老挝甘蒙省钾盐矿彭下-农波矿区 200 万吨/年钾肥项目（二期）”募集资金。项目计划总投资金额为 38.6 亿元，其中募集资金拟投入金额为 20.0 亿元，助力公司快速达成“一年新增一个百万吨钾肥产能”的发展目标，向公司实现“成为世界级钾肥供应商”战略目标迈出坚实一步。

公司颗粒钾产品品质持续提升，产能随百万吨级钾肥产能扩张同步增加。大红颗粒钾缓释效果突出，既可单独施用，也广泛用于氮磷钾肥灵活配比的混复肥（BB 肥）。随农业种植施肥精准化发展，大红颗粒钾及 BB 肥需求愈发旺盛。泰国以采购颗粒钾为主，年需求量在 85-100 万吨；印度尼西亚、马来西亚等国家对颗粒钾的需求也呈现增长态势；我国东北地区颗粒钾年需求量在 100-120 万吨区间。价格方面，颗粒钾通常较粉钾高出数十到几百元/吨，绝大多数时间下盈利要高于粉钾。公司现有大红颗粒钾近 90 万吨/年，另有 30 万吨/年在建产能。公司将争取在 2024 年实现颗粒钾产能 150-160 万吨

/年，未来为匹配 500 万吨/年钾肥中期产能规划，颗粒钾产能将扩充至 250 万吨/年。公司大红颗粒钾产品品质远超国际标准，且可根据客户对粒径的不同需求定制化生产。目前公司正在研发规则圆形颗粒钾项目，待新产品投产，公司颗粒钾产品品质将更均匀、硬度更高、更耐储存。颗粒钾产线不断升级，将有助于完善公司产品结构、进一步开拓国内及东南亚颗粒钾市场。

图33: 氯化钾粉钾示意图



资料来源: 九江恒通化工公众号, 中国银河证券研究院

图34: 大红颗粒钾示意图



资料来源: 亚钾国际公众号, 中国银河证券研究院

(二) 多维度降本增效，塑造公司核心竞争优势

公司从人力成本、物料成本、能源成本、生产工艺以及规模效应等五个维度积极推进降本增效。公司各项降本增效工作的顺利推进，将有助于公司实现高质量、可持续发展，塑造公司核心竞争优势，进一步增强盈利能力。

人力成本:在钾肥产能达到 300 万吨/年后,公司将力争通过引入大功率开采设备实现少人化开采。此外,公司于 2022 年 10 月与华为达成战略合作,双方将共同推进亚钾国际钾矿开采业务的数字化、智能化,未来 5G 智慧矿山项目将助力公司达成无人化开采的最终目标。待公司实现由少人化向无人化开采的转变,公司远期人工支出预计将减少 110 元/吨。

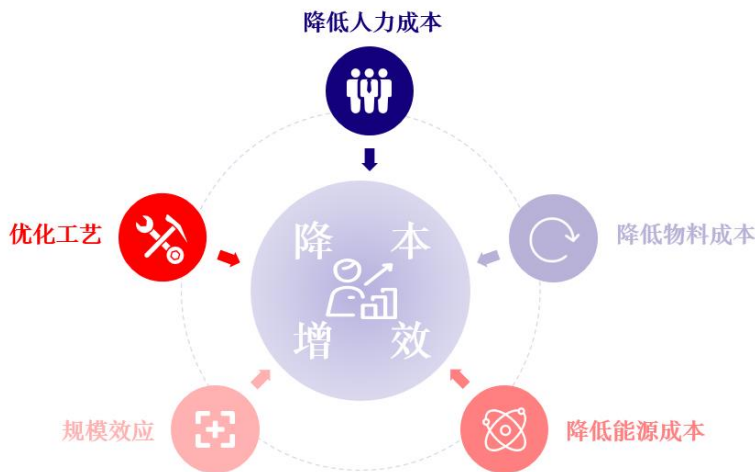
物料成本:公司现正积极推进与国内企业的全方位技术合作进度,加快激光熔覆增材再制造技术以及无损检测、功能梯度复合新材料等综合应用技术落地。通过对报废液压油缸、液压马达、泵阀以及电机部件再制造,公司制造备件成本可较采购成本下降 40%以上,备件寿命可延长 20%以上,公司物料消耗成本有望降低 100 元/吨。

能源成本:一方面,公司将通过优化氯化钾的干燥方式降低选矿成本,预计降幅约 50 元/吨;另一方面,公司正在老挝推进建设自备电厂。2023 年 12 月 27 日,公司 30 万千瓦电站项目和 3 万千瓦光伏发电项目获得老挝政府批准,且电站项目产生的蒸汽能够满足公司项目的热能需求,未来公司将实现用电电价稳定,综合能源成本有望进一步降低。

优化工艺:通过对破磨、结晶、浮选工艺技术研发创新,公司氯化钾收率有望全面提高至 83%,钾肥生产成本也将随之下降,预计降幅约 44 元/吨。

规模效应:随公司百万吨级钾肥产能持续释放,规模效应将逐步凸显。当公司钾肥产能由 200 万吨/年提升至 500 万吨/年,预计单位管理费用将下降 110 元/吨。

图35：公司成本控制举措



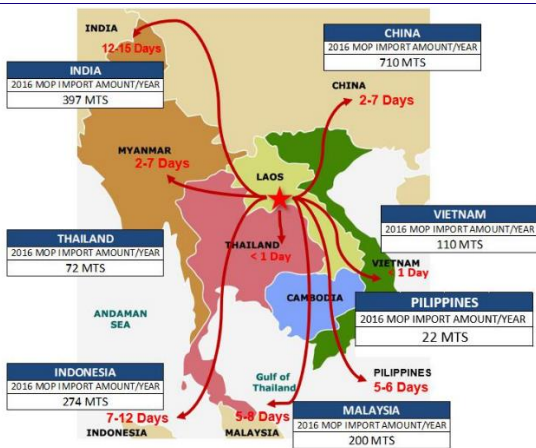
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）老挝物流体系不断升级，助力公司健全销售体系

老挝基地区位优势突出，运输条件便利。老挝位于东南亚中部地区，临近泰国、越南、印度、缅甸、柬埔寨以及我国等农业大国。公司钾盐项目距老挝首都万象 380 公里，东临纵贯老挝的 13 号国家公路；距越南中部万安港 280 公里，可借助越南港口海运至国际市场；2021 年 12 月，中老铁路顺利通车，可为公司产品通过铁路运输到云贵川提供便利。基于突出的地缘优势，以及便利的海运、陆运条件，目前公司产品销售半径可完整覆盖东南亚及中国市场，并辐射周边部分南亚地区。同时，老挝作为东盟成员国和 RCEP 成员国之一，在地区经贸环境、进出口和税收等方面具备一定优势，降低了公司生产经营成本。

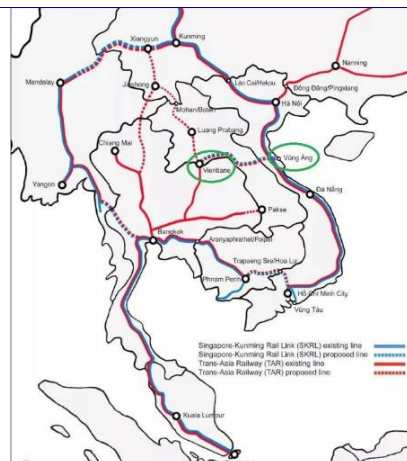
现阶段老挝物流链接项目仍在不断完善，根据老挝 2016-2030 年国家物流战略，老挝计划打造“陆路交通运输服务”枢纽，成为内陆连接国。连接老挝首都万象-甘蒙省他曲县-越南深海港永安港的“万永铁路”现已开建，其中途径公司项目所在地的甘蒙省-永安路段预计于 2026 年完工。万永铁路连接泛亚铁路、通达中欧铁路，待万永铁路建成通车，将成为老挝与我国南部、日本、韩国、俄罗斯、菲律宾、印度尼西亚等国家及地区的重要贸易通道。除铁路外，老挝还计划新建公路、升级部分现有道路。未来随着老挝物流体系不断升级，公司产品运输成本及运输周期有望逐步缩减，公司在全球钾肥市场的竞争力和影响力也有望随之提升。

图36：公司亚洲地区销售网络示意图



资料来源：中农国际官网，中国银河证券研究院

图37：老挝周边铁路项目示意图



资料来源：亚钾国际公众号，中国银河证券研究院

国际、国内双布局，已与海内外多家知名贸易商达成合作。公司现已在越南、泰国、马来西亚、印度尼西亚等重点市场设立分支机构，产品销往中国、越南、泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、日本、韩国、巴基斯坦以及大洋洲等多个国家和地区。国际方面，2023年2月，公司子公司中农钾肥加入IFA（国际肥料协会）；6月，公司先后与泰国KC集团签署了《泰国市场供销合作框架协议》，与三星集团签署了《全球市场钾肥供销合作框架协议》；此外，公司还积极参与了印度尼西亚市场投标活动。国内方面，公司近两年已与十余家战略合作者签订《钾肥供销合作框架协议》。未来随着公司钾肥产能持续释放、国内外销售网络不断健全，公司反哺国内市场钾肥需求的能力将持续提升，同时公司也有望逐步成为东南亚乃至亚洲地区的重要钾肥供应商。

（四）成立非钾事业部，谱写第二成长曲线

老挝钾矿伴生资源丰富，公司开启溴资源开发利用进程。公司老挝钾盐矿伴生溴、锂、镁、铷、碘、铯、硼等多种资源，其中，溴离子含量约为0.256%，公司提钾卤水溴素含量高出国内海水含溴量近60倍，极具开发价值。早在2013年，公司便已开始着手对溴资源的开发利用。2013-2021年期间，由于自身技术、资金等制约因素，公司钾肥产能停留在10-25万吨/年区间，对溴资源的开发利用也缺乏技术积累及生产经验，主要采取以固定价格售卖卤水的1.0模式。2021年，随公司新管理团队入驻、100万吨/年钾肥产能逐步达产，公司与下游客户签订了新的卤水销售协议，形成了与溴素价格挂钩的浮动价格机制，即2.0模式。2022年10月，公司下属公司中农钾肥与德丰胜有限公司签订股权投资协议，共同在老挝设立亚溴工业有限公司（拟更名为亚洲新材料有限公司），中农钾肥持股46.43%，合作建设1万吨/年溴素项目，公司溴素业务进入联合技术方合作生产溴素的3.0模式。2023年5月，公司首个非钾项目——1万吨/年溴素项目成功投产、达产，填补了中资企业海外生产溴素的空白。后续公司计划收购亚溴工业有限公司剩余股权，形成对项目公司100%控股并完全掌握老挝项目溴素生产的技术工艺，开启自主生产溴素的4.0模式。未来随公司钾肥产能持续扩充，公司将实现5-7万吨/年溴素产能，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。

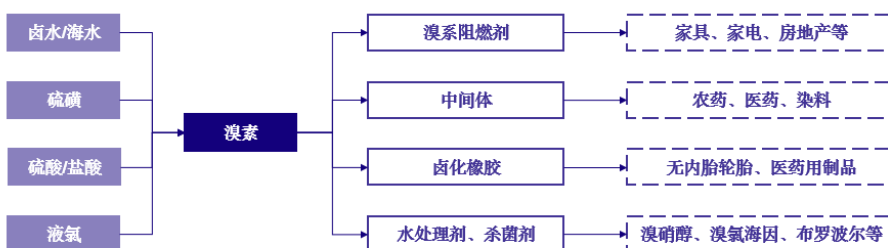
图38：公司溴素业务的四阶段发展路径



资料来源：亚钾国际公众号，中国银河证券研究院

溴素是一种重要的化工原料。溴素主要由卤水/海水、液氯、硫磺等原材料制备而成，其化学性质较为活泼，可以合成多种无机溴化物、含溴有机化合物以及溴酸盐等，是一种重要的化工原料。溴素下游应用广泛，在我国溴素主要用作溴系阻燃剂、有机中间体等用途。

图39：溴素产业链



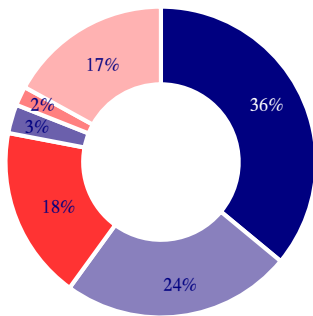
资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

我国溴素进口依赖程度较高，公司产能扩张下有望填补国内缺口。受到国内卤水资源逐步匮乏以及环保政策趋严等因素影响，我国部分溴企存在停产整改的情况，近年来我国溴素供给端产能虽保持请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

稳定，但产量整体呈下滑趋势。国内溴素生产商主要有山东海王、莱州诚源盐化、山东海华、天津海晶、长芦汉沽等，集中分布在山东和天津等沿渤海地区，但各企业产能较为分散。2023年，我国溴素产能15.8万吨，产量7.0万吨，进口量5.5万吨，表观需求量12.5万吨，进口依赖度44.0%。在我国溴素进口依赖度长年维持在较高水平的背景下，未来公司溴素产能有望成为国内溴素需求的重要来源之一。

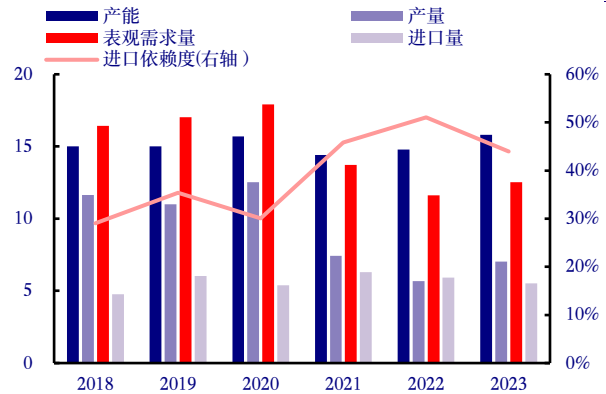
图40：2023年我国溴素消费结构

■ 溴系阻燃剂 ■ 有机中间体 ■ 农用化学品 ■ 水处理 ■ 油田化学品 ■ 其他



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图41：我国溴素供需结构（万吨）



资料来源：卓创资讯、海关总署，中国银河证券研究院

公司成立非钾事业部，谱写第二成长曲线。2022年9月，在公司第二、三个百万吨项目顺利推进之际，公司正式成立非钾事业部；2023年3月，公司与老挝政府签订“亚钾智慧产业园”合作备忘录，园区划分为钾肥产业园、非钾产业园和亚钾小镇三大板块。公司成立非钾事业部、建设非钾产业园，一方面，旨在全面勘探公司已有和即将获取的钾盐矿区中溴、锂、钠、镁、铷、铯等资源的储量、品位和经济开采量等数据；另一方面，公司将进一步探索开发老挝包括金、铜、煤矿、铝土矿等在内的矿产资源，规划布局盐化工、溴化工、煤化工等多条产业链。其中，1万吨/年溴素项目是成立非钾事业部的首个项目，目前公司一期3万吨/年离子膜氯碱项目已投产、阻燃剂项目已开工建设，公司首条溴素产业链已基本形成。考虑到公司在非钾资源开发领域的技术方案、技术人才相对欠缺，现阶段公司计划引入战略投资者共同开发非钾资源、壮大非钾产业园区。2023年10月17日，公司与渤化集团签署《战略合作框架协议》，旨在充分开发利用公司钾盐矿丰富伴生资源。双方共同合作溴资源开发、溴下游项目建设，并研究溴产品在产业园的就地转化。同时，双方将围绕各自优势，展开纯碱、烧碱项目合作，并合作开发合成氨/尿素、硫酸钾镁肥等合成化肥以及高纯氢氧化镁等高效阻燃剂产品。在战略合作者的配合下，公司非钾项目有望加速落地、非钾产业园区有望加速壮大，为公司贡献利润增长点的同时，与公司钾肥业务形成协同效应，进一步增强公司盈利能力。

四、公司估值及投资建议

（一）盈利预测

预计2023-2025年钾肥价格波动幅度收窄，公司氯化钾盈利能力保持相对稳健。公司氯化钾销量随产能释放逐年攀升，2023-2025年分别为180、290、400万吨，毛利率分别为56.04%、51.64%、51.64%。

我们预计，2023-2025年公司营收分别为42.80、62.68、86.46亿元，同比变化23.49%、46.44%、37.93%；归母净利润分别为13.93、18.03、23.83亿元，同比变化-31.35%、29.48%、32.16%；每股收益（EPS）分别为1.50、1.94、2.57元，对应PE分别为15.59、12.04、9.11。我们看好公司钾肥百万吨级项目持续投产以及非钾业务拓展带来的长期成长性，维持“推荐”评级。

表9: 主要财务指标 (2月19日)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3466.12	4280.31	6268.06	8645.60
增长率	313.00%	23.49%	46.44%	37.93%
归母净利润 (百万元)	2028.67	1392.78	1803.38	2383.41
增长率	125.58%	-31.35%	29.48%	32.16%
EPS (元)	2.18	1.50	1.94	2.57
PE	10.70	15.59	12.04	9.11

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况, 我们选取主营业务涵盖钾肥的代表性公司盐湖股份、东方铁塔、藏格矿业作为可比公司。

截至 2024 年 2 月 19 日, 2023-2025 年可比公司 PE 均值分别为 10.84、9.70、7.80 倍。我们认为, 公司作为境外钾肥开拓先行者, 在钾盐资源储备、钾盐开采及钾肥生产技术、产能规模等多个维度具有相对优势, 同时百万吨级钾肥产能持续释放为公司带来显著成长性, 向非钾领域进行产业延伸也有望开启第二成长曲线。鉴于公司长期成长性, 建议给予公司 2024 年 15 倍 PE, 对应 271 亿市值。

表10: 国内可比公司比较

证券代码	证券简称	股价		EPS			PE			
		2月19日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000792.SZ	盐湖股份	15.14	2.86	1.61	1.77	1.96	5.28	9.40	8.56	7.73
002545.SZ	东方铁塔	6.86	0.66	0.56	0.70	0.89	10.35	12.39	9.86	7.73
000408.SZ	藏格矿业	26.41	3.58	2.46	2.48	3.33	7.38	10.72	10.67	7.94
	平均值	-	-	-	-	-	7.67	10.84	9.70	7.80
000893.SZ	亚钾国际	23.38	2.18	1.50	1.94	2.57	10.70	15.59	12.04	9.11

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

注: 可比公司预测年份 EPS、PE 为 iFind 市场一致预期, 亚钾国际预测年份 EPS、PE 根据我们对公司的盈利预测计算

(三) 绝对估值

我们采用 FCFE 法分增长期 (2023-2025 年)、过渡期 (2026-2028 年)、永续增长期 (2029 年及以后) 三阶段对公司进行绝对估值, 主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.3%、永续增长率 (g) 正负波动 0.1% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 26.87-29.75 元, 对应市值区间为 250-276 亿元。

表11: FCFE 估值参数假设及说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf=	2.42%	取十年期国债收益率 2.42% (中国外汇交易中心, 2024/2/20)
债务资本比重 Wd=	3.93%	取长期债务 / (长期债务 + 所有者权益), 取公司 2023 年三季度数据计算值
市场预期收益率 Rm=	10.88%	取 2015-2023 年三季度钾肥板块加权净资产收益率算术平均值
贝塔系数 β =	0.97	取钾肥板块最近三年相对沪深 300 指数的加权调整 Beta
债务资本成本 Kd=	5.00%	参考 1-5 年中长期贷款基准利率 4.75% 适当上浮
加权平均资本成本 WACC=	10.38%	加权平均资本成本, 计算可得
税率=	11.00%	参考公司 2023 年前三季度实际所得税率适当调整
永续增长率 g=	3.00%	假设公司永续增长率 3%

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表12: FCFE 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	9.48%	9.78%	10.08%	10.38%	10.68%	10.98%	11.28%
2.70%	31.03	29.72	28.51	27.40	26.37	25.41	24.52
2.80%	31.39	30.05	28.81	27.67	26.62	25.64	24.74
2.90%	31.77	30.38	29.11	27.95	26.87	25.88	24.95
3.00%	32.15	30.73	29.43	28.23	27.13	26.12	25.17
3.10%	32.55	31.09	29.75	28.53	27.40	26.36	25.40
3.20%	32.95	31.45	30.09	28.83	27.68	26.61	25.63
3.30%	33.37	31.83	30.43	29.14	27.96	26.87	25.87

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

在建项目投资进度不及预期的风险, 下游需求不及预期的风险, 氯化钾价格大幅下降的风险等。

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 公司主营业务营收结构 (亿元)	6
图 4: 公司主营业务毛利结构 (亿元)	6
图 5: 公司营业总收入 (亿元) 及同比增速	7
图 6: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增速	7
图 7: 公司销售毛利率、销售净利率	7
图 8: 公司主营业务销售毛利率	7
图 9: 公司境内外营收结构 (亿元)	7
图 10: 公司境内外毛利 (亿元) 及毛利率	7
图 11: 公司三费率	8
图 12: 公司三费 (百万元)	8
图 13: 公司资产负债率	8
图 14: 公司资产、负债及所有者权益 (亿元)	8
图 15: 湖钾、矿钾制备钾肥工艺流程对比	9
图 16: 2022 年我国钾盐矿分布 (折 KCl, 万吨)	10
图 17: 2022 年全球钾盐矿储量分布 (折 K ₂ O, 万吨)	11
图 18: 2022 年全球钾盐产量分布 (折 K ₂ O, 万吨)	11
图 19: 2023 年全球钾肥产能分布 (百万吨)	11
图 20: 2027 年全球钾肥产能分布预测 (百万吨)	11
图 21: 全球钾肥消费量 (折 K ₂ O, 万吨) 及同比增速	12
图 22: 2022/23E 全球钾肥消费结构	12
图 23: 2021-2022 年全球氯化钾进口前十国家 (万吨)	12
图 24: 我国氯化钾供需结构 (万吨)	12
图 25: 2023 年我国氯化钾主要进口国分布 (万吨)	12
图 26: 我国粮食产量 (万吨) 及同比增速	13
图 27: 我国粮食作物播种面积 (千公顷) 及同比增速	13
图 28: 国内、国际钾肥市场价走势 (元/吨, 美元/吨)	15
图 29: 主要农产品价格走势 (美分/蒲式耳)	15
图 30: 我国氯化钾月度社会库存 (千吨)	15
图 31: 我国氯化钾月度港口库存 (千吨)	15
图 32: 我国老挝氯化钾进口量 (万吨) 及占比	16
图 33: 氯化钾粉钾示意图	18
图 34: 大红颗粒钾示意图	18
图 35: 公司成本控制举措	19
图 36: 公司亚洲地区销售网络示意图	19
图 37: 老挝周边铁路项目示意图	19
图 38: 公司溴素业务的四阶段发展路径	20
图 39: 溴素产业链	20
图 40: 2023 年我国溴素消费结构	21
图 41: 我国溴素供需结构 (万吨)	21

表格目录

表 1: 公司股权激励考核目标	6
表 2: 钾肥细分品类对比	9
表 3: 全球主要钾肥生产企业的钾矿类型	10
表 4: 我国钾盐矿类型及分布	10
表 5: 我国氯化钾主要产能分布 (万吨/年)	13
表 6: 我国进口钾肥大合同价格及世界主要钾肥进口国 (地区) 进口价 (美元/吨)	14
表 7: 中资企业主要老挝钾盐资源开发项目进展	16
表 8: 公司现有钾盐矿面积、储量、品位及获取成本	17
表 9: 主要财务指标 (2 月 19 日)	22
表 10: 国内可比公司比较	22
表 11: FCFE 估值参数假设及说明	22
表 12: FCFE 估值敏感性分析	23

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2270.97	3086.12	4300.13	5691.51	营业收入	3466.12	4280.31	6268.06	8645.60
现金	1709.77	2386.91	2982.95	4370.32	营业成本	945.33	1865.01	3004.42	4144.03
应收账款	166.94	70.85	285.42	201.67	营业税金及附加	95.84	141.25	194.31	268.01
其它应收款	8.27	15.51	19.31	28.72	营业费用	16.48	41.52	56.41	77.81
预付账款	77.21	163.86	266.04	361.26	管理费用	259.47	577.84	626.81	864.56
存货	188.92	329.13	626.56	609.70	财务费用	-42.88	9.66	20.45	28.07
其他	119.85	119.85	119.85	119.85	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	10575.40	11352.82	12970.24	14427.66	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	32.50	32.50	32.50	32.50	投资净收益	0.79	10.05	42.15	45.82
固定资产	2309.97	2087.39	3704.81	5162.23	营业利润	2190.34	1634.46	2380.02	3274.94
无形资产	6558.29	6558.29	6558.29	6558.29	营业外收入	12.99	3.00	0.00	0.00
其他	1674.63	2674.63	2674.63	2674.63	营业外支出	12.68	23.00	0.00	0.00
资产总计	12846.37	14438.94	17270.37	20119.17	利润总额	2190.64	1614.46	2380.02	3274.94
流动负债	998.41	1290.91	2379.06	2828.18	所得税	162.77	177.59	261.80	360.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	2027.87	1436.87	2118.22	2914.69
应付账款	623.05	723.90	1445.96	1546.95	少数股东损益	-0.80	44.10	314.84	531.29
其他	375.36	567.01	933.10	1281.23	归属母公司净利润	2028.67	1392.78	1803.38	2383.41
非流动负债	220.68	722.00	922.00	1122.00	EBITDA	2377.87	1857.51	2740.90	3799.76
长期借款	0.00	500.00	700.00	900.00	EPS(元)	2.18	1.50	1.94	2.57
其他	220.68	222.00	222.00	222.00					
负债合计	1219.09	2012.91	3301.05	3950.18					
少数股东权益	1513.05	1557.14	1871.98	2403.27	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	10114.23	10868.89	12097.34	13765.73	营业收入	313.00%	23.49%	46.44%	37.93%
负债和股东权益	12846.37	14438.94	17270.37	20119.17	营业利润	449.45%	-25.38%	45.61%	37.60%
					归属母公司净利润	125.58%	-31.35%	29.48%	32.16%
					毛利率	72.73%	56.43%	52.07%	52.07%
					净利率	58.53%	32.54%	28.77%	27.57%
					ROE	20.06%	12.81%	14.91%	17.31%
					ROIC	17.06%	11.24%	14.28%	16.96%
					资产负债率	9.49%	13.94%	19.11%	19.63%
					净负债比率	10.48%	16.20%	23.63%	24.43%
					流动比率	2.27	2.39	1.81	2.01
					速动比率	1.89	1.92	1.38	1.63
					总资产周转率	0.27	0.30	0.36	0.43
					应收帐款周转率	20.76	60.41	21.96	42.87
					应付帐款周转率	5.56	5.91	4.33	5.59
					每股收益	2.18	1.50	1.94	2.57
					每股经营现金	1.95	1.98	3.19	4.20
					每股净资产	10.89	11.70	13.02	14.82
					P/E	10.70	15.59	12.04	9.11
					P/B	2.15	2.00	1.80	1.58
					EV/EBITDA	9.91	10.69	7.10	4.81
					P/S	6.27	5.02	3.43	2.48

现金流量表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1809.96	1837.25	2958.82	3896.57
净利润	2027.87	1436.87	2118.22	2914.69
折旧摊销	231.23	222.58	382.58	542.58
财务费用	-20.67	12.50	30.00	40.00
投资损失	-0.79	-10.05	-42.15	-45.82
营运资金变动	-443.55	154.49	470.17	445.12
其它	15.87	20.86	0.00	0.00
投资活动现金流	-2688.45	-1010.81	-1957.85	-1954.18
资本支出	-2664.52	-1020.86	-2000.00	-2000.00
长期投资	-32.50	0.00	0.00	0.00
其他	8.57	10.05	42.15	45.82
筹资活动现金流	1694.35	-149.30	-404.93	-555.02
短期借款	-26.66	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	500.00	200.00	200.00
其他	1721.01	-649.30	-604.93	-755.02
现金净增加额	846.44	677.14	596.04	1387.37

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

任文坡, 中国石油大学(华东)化学工程博士。曾任职中国石油, 高级工程师, 8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院, 主要从事化工行业研究。

孙思源, 华南理工大学工学学士、金融学硕士。2年化工行业研究经验, 2023年加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券)向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者, 为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理, 完成投资者适当性匹配, 并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资咨询建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的, 所载内容及观点客观公正, 但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断, 银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接, 对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接, 银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分, 客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明, 所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可, 任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数(或公司股价)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, 北交所市场以北证50指数为基准, 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐: 相对基准指数涨幅10%以上
		中性: 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避: 相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐: 相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐: 相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性: 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避: 相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区: 陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区: 田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn