

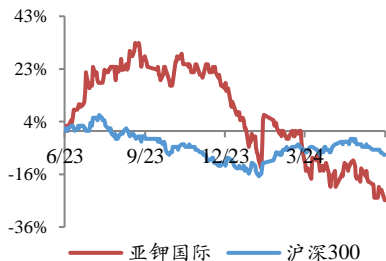
运营成本持续优化，钾肥新星静待启航

投资评级：增持（下调）

报告日期：2024-06-25

收盘价（元）	16.78
近12个月最高/最低（元）	30.80/16.50
总股本（百万股）	929
流通股本（百万股）	812
流通股比例（%）	87.40
总市值（亿元）	156
流通市值（亿元）	136

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 亚钾国际更新点评：运营成本持续优化，钾肥新星静待启航 2024-06-25

2. Q3 业绩符合预期，Q4 产能有望大幅提升 2023-11-01

3. 公司 Q2 业绩环比改善，大钾肥项目持续推进 2023-08-30

主要观点：

● 事件描述

越南石油技术服务总公司（PTSC）与老挝国家输电网公司（EDL-T）分别于2024年6月7日、11日到访亚钾国际老挝钾肥生产基地。PTSC表示希望与公司进一步开发昏拉港，签署100万吨/年合作备忘录，保障亚钾国际300万吨、以及中期500万吨钾肥产品的出海运输；EDL-T就产业园区发展的用电规划与公司进行深入讨论，重点就提升电力服务保障水平交换意见并达成共识。

● 海外产能规模稳步释放，与当地企业合作降低物流、用电成本

作为首批“走出去”实施境外钾盐开发的中国企业，亚钾国际通过与当地企业合作，解决钾肥产能规模稳步释放带来增长的物流与用电需求。公司专注于从事钾盐矿开采、钾肥生产及销售，目前公司作为东南亚最大规模的钾肥企业，在老挝拥有钾肥产能100万吨/年，第二、三个年产100万吨钾肥项目也分别在2023年1月与2024年4月投料试车成功。据2023年年报，公司目前在越南格罗港、万安港均设立了专用海运码头，在泰国曼谷港、林查班港口设立备用发货码头。昏拉港是公司钾肥基地直线距离最近的出海港口之一，进一步合作将有利于发挥老挝基地较俄钾、加钾发货距离更短的优势。2023年12月，公司电站项目获老挝政府批准授权，电站项目建成后公司用电成本与高电价期相比每度预计下降约35%左右。

● 中长期业务需求端得到支撑，钾肥市场有望上行

中长期来看，钾肥需求端受到粮食价格抬升支撑、供给端矿业资源有限，钾肥价格有望稳中有进。钾肥下游主要应用于农业，据iFind数据，2024年国内农产品生产价格指数上涨，较年初+2.25%，相应钾肥需求将有所恢复。我国钾资源较为有限，自主产能受限，依赖从白俄罗斯、俄罗斯和加拿大进口。但近年受到地缘政治的等因素影响，全球钾肥供应格局发生较大变化，需要中企海外资源反哺国内市场。2023年我国进口老挝钾肥170.84万吨，同比增加181.45%，占比14.76%，有效缓解国内钾肥供需矛盾。

公司通过获取优质海外矿产资源储备、快速产能扩建、规模化生产降低成本，同时利用矿产溴元素丰富的优势，协同开发非钾资源，夯实利润增长基础。2023年公司年产100万吨钾肥项目产能利用率达到164.67%，市场需求充足，扩产产能将得到有效利用。随着公司不断扩大产能，公司有望通过规模效应摊低生产成本，提升利润空间。此外，公司持续优化产品结构，增加了盈利附加值更高的大红颗粒钾产能，目前拥有近90万吨/年产能，有望通过产品结构优化创造新的利润增长点。2023年5月，公司1万吨溴素项目成功投产、达产，填补了中资企业

在海外生产溴素的空白，并力争 24 年中实现 2.5 万吨溴素产能以及下游阻燃新材料项目投产。

● 投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 15.17、22.60、28.44 亿元（2024-2025 年前值分别为 22.56、28.87 亿元），同比增速分别为 22.8%、49.0%、25.8%。对应 PE 分别为 11、7、6 倍。由于老挝钾肥产能建设的不确定性等因素，下调至“增持”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 股权激励不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3898	4498	6372	8497
收入同比 (%)	12.4%	15.4%	41.7%	33.3%
归属母公司净利润	1235	1517	2260	2844
净利润同比 (%)	-39.1%	22.8%	49.0%	25.8%
毛利率 (%)	58.7%	56.0%	59.2%	57.4%
ROE (%)	11.0%	11.9%	15.1%	16.0%
每股收益 (元)	1.35	1.63	2.43	3.06
P/E	19.46	10.75	7.22	5.73
P/B	2.17	1.28	1.09	0.92
EV/EBITDA	12.66	7.15	4.84	3.73

资料来源：wind，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。