

亚钾国际（000893.SZ）

拟收购农钾资源少数股权，看好公司长期成长

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 农化制品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林
证券分析师： 薛聪

010-88005379
010-88005107

yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980520120001

事项：

公司公告：（1）公司拟通过公开摘牌方式收购中国农业生产资料集团有限公司（以下简称“中农集团”）持有的北京农钾资源科技有限公司（以下简称“农钾资源”）28.1447%的股权，若本次收购完成后，农钾资源将成为公司的全资子公司。（2）公司拟向持股5%以上股东汇能控股集团有限公司（以下简称“汇能集团”）借款不超过人民币18亿元，借款利率按照1年期LPR执行。

国信化工观点：

1) **公司拟以现金收购农钾资源少数股权，进一步提高权益产量：**公司目前拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约10亿吨，包括35平方公里东泰矿区（35#矿，具备100万吨采矿权）、179.8平方公里彭下-农波矿区（179#矿，具备200万吨采矿权）、48.5平方公里农龙村矿区（48#矿，具备探矿权）。农钾资源持有179#矿矿权，目前公司和农钾资源分别持有农钾资源71.8553%和28.1447%股权，本次股权收购公司拟通过北京产权交易所公开摘牌方式进行，农钾资源100%股权的评估价值为63.3亿元，若本次收购完成后，农钾资源将成为公司的全资子公司。目前179#矿在建200万吨产能，投产后179#矿实际产量有望达到300万吨/年，此次收购公司有望增加权益产量80万吨/年。

2) **公司拟向股东汇能集团借款用于收购少数股权，保障公司股东利益：**汇能集团目前为公司第二大股东，持有公司9.05%股份。公司拟向汇能集团借款不超过18亿元，专项用于向中农集团支付农钾资源少数股权的转让对价款，以公司届时取得的农钾资源股权提供质押担保，借款利率按照1年期LPR执行。截至2024年第三季度末，公司资产负债率仅为25.14%，公司通过举债提高运营效率，保障公司股东利益。

3) **国内钾肥表观消费量高增，港口库存处于低位，2025年预计国内钾肥价格在2400-2800元/吨：**根据卓创资讯数据，2024年我国氯化钾产量550万吨，同比降低2.7%，2024年我国氯化钾进口量创历史新高，累计进口量为1263.3万吨，同比增长9.1%，2024年我国氯化钾表观消费量为1801.2万吨，同比增长7.7%。截至2025年1月底，国内氯化钾港口库存为280万吨，较去年同期减少46万吨，降幅为14.1%。由于即将进入春耕，且港口库存处于低位，春节后国内氯化钾价格上涨20-50元/吨，目前国产60%钾价格2550元/吨，60%老挝粉钾2480-2550元/吨，60%俄红粉钾2400-2450元/吨，60%俄红颗粒钾2800-2850元/吨，边贸满洲里62%白粉钾2550元/吨左右。

4) **白俄罗斯钾肥减产落地，美国、加拿大关税冲突或拉动全球钾肥价格上行：**2024年11月，白俄罗斯总统卢卡申科提议与俄罗斯化肥生产商共同减产钾肥10%-11%，根据Argus报道，白俄钾计划在其索利戈尔斯克4号矿区开展大规模设备维护作业，预计将于2025年7月结束，将导致其钾肥产量减少约90万-100万吨，相当于全球钾肥年产量的约1.5%。特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税，加拿大回应将采取报复性关税。加拿大是全球最大钾肥出口国，其中美国是加拿大最大钾肥进口国，2023年美国进口钾肥1170万吨，其中87%来自加拿大。若美国、加拿大关税冲突落地，或将拉动全球钾肥价格上行。

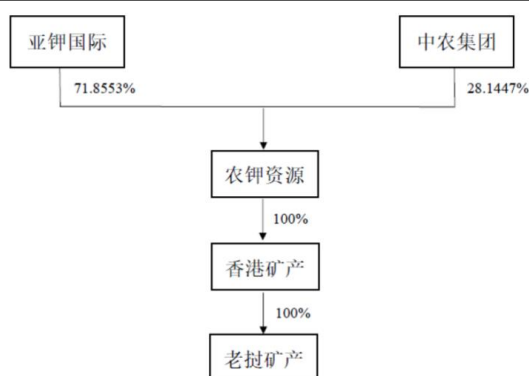
5) **投资建议：**考虑公司此次成功收购农钾资源少数股权，我们预计公司2024-2026年氯化钾权益产量分别为180/280/400万吨，不含税销售均价分别为2000/2160/2160元/吨，下调公司2024-2025年归母净利润至7.7/16.8亿元（原值为24.4/31.9亿元），预计公司2026年归母净利润为25.2亿元，2024-2026年对应EPS分别为0.83/1.81/2.71元，对应PE分别为24.8/11.4/7.6x，维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 公司拟以现金收购农钾资源少数股权，进一步提高权益产量

公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约 10 亿吨，包括 35 平方公里东泰矿区（35#矿，具备 100 万吨采矿权）、179.8 平方公里彭下-农波矿区（179#矿，具备 200 万吨采矿权）、48.5 平方公里农龙村矿区（48#矿，具备探矿权）。农钾资源持有 179#矿矿权，目前公司和中农集团分别持有农钾资源 71.8553%和 28.1447%股权，本次股权收购公司拟通过北京产权交易所公开摘牌方式进行，农钾资源 100%股权的评估价值为 63.3 亿元，若本次收购完成后，农钾资源将成为公司的全资子公司。目前 179#矿在建 200 万吨产能，投产后 179#矿实际产量有望达到 300 万吨/年，此次收购公司有望增加权益产量 80 万吨/年。

图1: 本次收购前农钾资源的股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 本次收购完成后农钾资源的股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司拟向股东汇能集团借款用于收购少数股权，保障公司股东利益

汇能集团目前为公司第二大股东，持有公司 9.05% 股份。公司拟向汇能集团借款不超过 18 亿元，专项用于向中农集团支付农钾资源少数股权的转让对价款，以公司届时取得的农钾资源股权提供质押担保，借款利率按照 1 年期 LPR 执行。截至 2024 年第三季度末，公司资产负债率仅为 25.14%，公司通过举债提高运营效率，保障公司股东利益。

◆ 国内钾肥表观消费量高增，港口库存处于低位，2025 年预计国内钾肥价格在 2400-2800 元/吨

根据卓创资讯数据，2024 年我国氯化钾产量 550 万吨，同比降低 2.7%，2024 年我国氯化钾进口量创历史新高，累计进口量为 1263.3 万吨，同比增长 9.1%，2024 年我国氯化钾表观消费量为 1801.2 万吨，同比增长 7.7%。截至 2025 年 1 月底，国内氯化钾港口库存为 280 万吨，较去年同期减少 46 万吨，降幅为 14.1%。

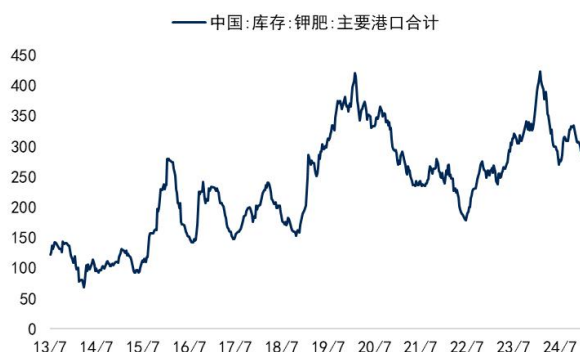
由于即将进入春耕，且港口库存处于低位，春节后国内氯化钾价格上涨 20-50 元/吨，目前国产 60% 钾价格 2550 元/吨，60% 老挝粉钾 2480-2550 元/吨，60% 俄红粉钾 2400-2450 元/吨，60% 俄红颗粒钾 2800-2850 元/吨，边贸满洲里 62% 白粉钾 2550 元/吨左右。

图3: 中国氯化钾进口量



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国氯化钾港口库存



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

◆ 白俄罗斯钾肥减产落地, 美国、加拿大关税冲突或拉动全球钾肥价格上行

2024年11月, 白俄罗斯总统卢卡申科提议与俄罗斯化肥生产商共同减产钾肥10%-11%, 根据Argus报道, 目前白俄钾计划在其索利戈尔斯克4号矿区开展大规模设备维护作业, 预计将于2025年7月结束, 将导致其钾肥产量减少约90万-100万吨, 相当于全球钾肥年产量的约1.5%。特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税, 加拿大回应将会采取报复性关税。加拿大是全球最大钾肥出口国, 其中美国是加拿大最大钾肥进口国, 2023年美国进口钾肥1170万吨, 其中87%来自加拿大。若美国、加拿大关税冲突落地, 或将拉动全球钾肥价格上行。

◆ 投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级

考虑公司此次成功收购农钾资源少数股权, 我们预计公司2024-2026年氯化钾权益产销量分别为180/280/400万吨, 不含税销售均价分别为2000/2160/2160元/吨, 下调公司2024-2025年归母净利润至7.7/16.8亿元(原值为24.4/31.9亿元), 预计公司2026年归母净利润为25.2亿元, 2024-2026年对应EPS分别为0.83/1.81/2.71元, 对应PE分别为24.8/11.4/7.6x, 维持“优于大市”评级。

表1: 亚钾国际业务拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
钾肥业务				
收入(亿元)	38.5	36.0	60.5	86.4
增速	13.3%	-6.5%	68.0%	42.9%
权益销量(万吨)	160.6	180.0	280.0	400.0
销售均价(元/吨, 不含税)	2398.2	2000.0	2160.0	2160.0
成本(亿元)	16.0	18.0	26.6	36.0
销售成本(元/吨)	995.6	1000.0	950.0	900.0
毛利(亿元)	22.5	18.0	33.9	50.4
毛利率	58.5%	50.0%	56.0%	58.3%

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
000792.SZ	盐湖股份	无评级	16.31	1.46	0.89	1.03	11.0	18.3	15.9	2.6
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	20.14	1.33	0.83	1.81	19.7	24.8	11.4	1.6

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理(注: 数据截至2025年2月5日, 各可比公司数据均来自Wind一致预期)

◆ 风险提示

氯化钾价格大幅波动的风险；自然灾害频发的风险；新项目投产不及预期的风险；地缘政治风险；政策风险等。

相关研究报告：

- 《亚钾国际（000893.SZ）-三季度业绩符合预期，四季度有望量价齐升》——2023-11-01
- 《亚钾国际（000893.SZ）-二季度业绩略超预期，看好公司持续成长》——2023-08-30
- 《亚钾国际（000893.SZ）-全球钾肥价格触底反弹，看好公司长期成长》——2023-08-23
- 《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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1710	755	300	300	300	营业收入	3466	3898	3644	6116	8738
应收款项	175	29	93	156	222	营业成本	945	1609	1800	2660	3600
存货净额	189	417	386	601	856	营业税金及附加	96	188	364	612	874
其他流动资产	197	232	22	36	52	销售费用	16	36	18	31	44
流动资产合计	2271	1433	800	1093	1430	管理费用	259	558	482	656	918
固定资产	3610	6853	8311	9556	10639	研发费用	0	19	22	37	52
无形资产及其他	6558	6665	6621	6577	6532	财务费用	(43)	13	77	141	254
投资性房地产	375	667	667	667	667	投资收益	1	1	0	0	0
长期股权投资	32	80	75	69	64	资产减值及公允价值变动	0	0	5	(7)	(35)
资产总计	12846	15698	16474	17962	19332	其他收入	(2)	(22)	(22)	(37)	(52)
短期借款及交易性金融负债	11	468	2144	3485	7182	营业利润	2190	1474	886	1973	2960
应付款项	623	1188	119	186	265	营业外净收支	0	(73)	16	0	0
其他流动负债	364	567	249	380	542	利润总额	2191	1401	902	1973	2960
流动负债合计	998	2222	2513	4052	7989	所得税费用	163	191	135	296	444
长期借款及应付债券	0	560	330	330	330	少数股东损益	(1)	(25)	0	0	0
其他长期负债	221	278	227	176	125	归属于母公司净利润	2029	1235	766	1677	2516
长期负债合计	221	838	557	506	455	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1219	3060	3069	4558	8444	净利润	2029	1235	766	1677	2516
少数股东权益	1513	1411	1411	1411	1411	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	10114	11227	11994	11994	9477	折旧摊销	223	446	591	793	926
负债和股东权益总计	12846	15698	16474	17962	19332	公允价值变动损失	0	0	(5)	7	35
关键财务与估值指标						财务费用	(43)	13	77	141	254
每股收益	2.18	1.33	0.83	1.81	2.71	营运资本变动	(110)	416	(1260)	(146)	(148)
每股红利	0.00	0.01	0.00	1.81	5.42	其它	(1)	(25)	0	0	0
每股净资产	10.89	12.09	12.91	12.91	10.20	经营活动现金流	2141	2073	93	2331	3330
ROIC	25%	11%	6%	11%	16%	资本开支	0	(3608)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	20%	11%	6%	14%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	73%	59%	51%	57%	59%	投资活动现金流	(32)	(3656)	(1994)	(1994)	(1994)
EBIT Margin	62%	38%	26%	35%	37%	权益性融资	31	0	0	0	0
EBITDA Margin	68%	50%	43%	48%	48%	负债净变化	0	560	(230)	0	0
收入增长	316%	12%	-7%	68%	43%	支付股利、利息	(2)	(8)	0	(1677)	(5032)
净利润增长率	127%	-39%	-38%	119%	50%	其它融资现金流	(1288)	(476)	1676	1341	3697
资产负债率	21%	28%	27%	33%	51%	融资活动现金流	(1262)	629	1446	(336)	(1335)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	26.4%	现金净变动	846	(954)	(455)	0	0
P/E	9.4	15.4	24.8	11.4	7.6	货币资金的期初余额	863	1710	755	300	300
P/B	1.9	1.7	1.6	1.6	2.0	货币资金的期末余额	1710	755	300	300	300
EV/EBITDA	8.5	11.4	14.3	8.1	6.6	企业自由现金流	0	(1461)	(1855)	450	1541
						权益自由现金流	0	(1377)	(474)	1671	5022

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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