

亚钾国际 (000893.SZ)

优于大市

汇能集团拟受让中农集团 5%股权，有望助力公司快速发展

◆ 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：公司持股 5%以上股东中国农业生产资料集团有限公司（以下简称“中农集团”）与持股 5%以上股东汇能控股集团有限公司（以下简称“汇能集团”）签署与股份转让事项相关的协议，中农集团拟将其持有的公司 46,202,560 股无限售流通股份（占公司总股本的 5%）通过协议转让的方式转让给汇能集团。

国信化工观点：

1) **公司第一大股东将由中农集团变更为汇能集团，公司仍维持无控股股东及无实际控制人状态：**本次转让前中农集团、汇能集团分别为公司的第一大、第二大股东，本次转让股份均为限制股东权利的无限售流通股（2026 年 5 月 26 日前放弃表决权及提名、提案权、参会权等除收益权和股份转让权等财产性权利之外的权利），双方协议股权转让价格为 22.8444 元/股，合计转让总价为人民币 1,055,469,761.66 元。本次转让后中农集团对公司持股比例将从 15.68%降低至 10.68%，汇能集团对公司持股比例将从 9.05%增加至 14.05%，公司第一大股东将由中农集团变更为汇能集团，但不会导致公司目前无控股股东及无实际控制人状态发生变化。

2) **汇能集团具备资源开采经验，资金实力较为雄厚，有望助力公司快速发展：**汇能集团主要从事煤炭开采、矿产资源勘查、非煤矿山（不包含钾盐矿）矿产资源开采业务，2023 年末资产总额为 1347 亿元，2023 年实现营收 606.8 亿元，净利润 202.2 亿元。2025 年 2 月，汇能集团以 1 年期 LPR 为利率，向公司提供 18 亿元借款，用于向中农集团支付农钾资源少数股权的转让对价款。我们认为汇能集团未来有望在矿建、资金以及多元化发展等方面与公司形成协同，助力公司长期成长。

3) **钾肥是寡头垄断格局，2025 年白俄罗斯、俄罗斯相继减产，全球钾肥供需紧平衡：**全球仅有 14 个国家有钾资源储备，2024 年全球钾肥表观消费量约 7200 万吨，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯产量及出口量占比 70%，需求表观增速 2%左右，2025-2026 年预计仅有亚钾国际 200 万吨产能投放。2025 年白俄罗斯由于矿区维护，预计影响产量 100 万吨，占全球 1.5%；俄罗斯乌拉尔钾肥三座矿山停产进行维护，预计第二季度产量至少减少 30 万吨。我们预计俄钾、白俄钾全年产量下降 130-150 万吨，出口量下降 180-200 万吨，同比降低 10%左右，叠加东南亚、拉美等农业主产区的需求季节性增长，全球钾肥供需呈现紧平衡态势。

4) **国内钾肥库存低位春耕开启价格暴涨，海外供给减少叠加补库行情钾肥价格加速上行，：**截至 3 月 13 日，国内氯化钾港口库存为 278 万吨，环比减少 14 万吨，同比减少 119 万吨，降幅为 30.7%；春节后国内钾肥价格暴涨 800-1000 元/吨，目前港口 62%俄白钾报价 3200-3300 元/吨，60%老挝白粉报价 3050 元/吨左右，60%大红颗粒报价 3500-3700 元/吨，3 月边贸俄白钾合同价 313 美元/吨，环比大幅上涨 43 美元/吨。海外价格较年初上涨 30-40 美元/吨，温哥华 FOB 报价 263-279 美元/吨，西北欧 FOB 报价 252-349 美元/吨，东南亚 CFR 价格 320-345 美元/吨，巴西 CFR 价格 335-345 美元/吨。印尼 Pupuk 近期招标中，老挝颗粒钾报价 352.25 美元/吨（CFR）、俄标钾报价 335 美元/吨（CFR），目前俄钾、Canpotex 2025 年上半年销售量均已锁定，我们认为全年价格上涨趋势不变。

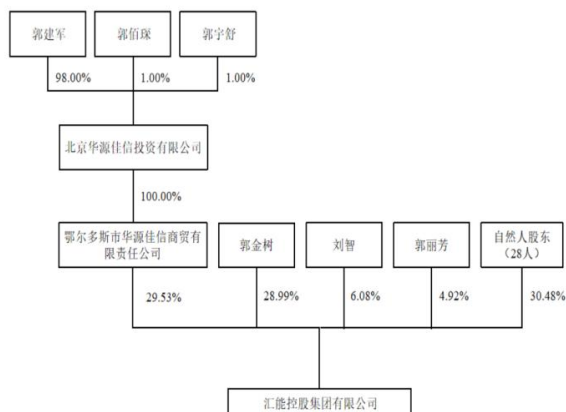
5) **投资建议：**维持盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.7/16.8/25.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/1.81/2.71 元，对应 PE 分别为 32.0/14.6/9.7x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司第一大股东将由中农集团变更为汇能集团，公司仍维持无控股股东及无实际控制人状态

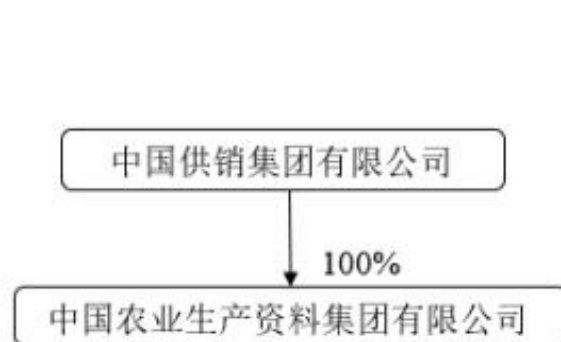
本次转让前中农集团、汇能集团分别为公司的第一大、第二大股东，本次转让股份均为限制股东权利的无限售流通股（2026年5月26日前放弃表决权及提名、提案权、参会权等除收益权和股份转让权等财产性权利之外的权利），双方协议股权转让价格为22.8444元/股，合计转让总价为人民币1,055,469,761.66元。本次转让后中农集团对公司持股比例将从15.68%降低至10.68%，汇能集团对公司持股比例将从9.05%增加至14.05%，公司第一大股东将由中农集团变更为汇能集团，但不会导致公司目前无控股股东及无实际控制人状态发生变化。

图1：汇能集团股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：中农集团股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 汇能集团具备资源开采经验，资金实力较为雄厚，有望助力公司快速发展：

汇能集团主要从事煤炭开采、矿产资源勘查、非煤矿山（不包含钾盐矿）矿产资源开采业务，2023年末资产总额为1347亿元，2023年实现营收606.8亿元，净利润202.2亿元。2025年2月，汇能集团以1年期LPR为利率，向公司提供18亿元借款，用于向中农集团支付农钾资源少数股权的转让对价款。我们认为汇能集团未来有望在矿建、资金以及多元化发展等方面与公司形成协同，助力公司长期成长。

◆ 钾肥是寡头垄断格局，2025年白俄罗斯、俄罗斯相继减产，全球钾肥供需紧平衡

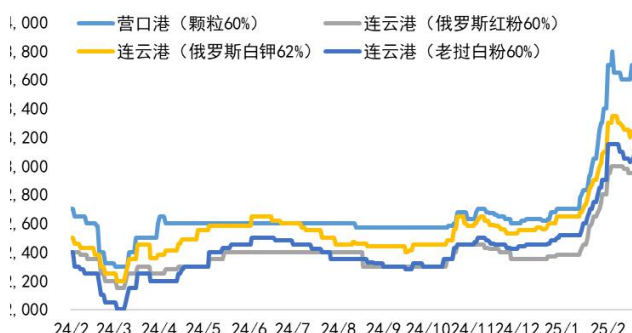
全球仅有14个国家有钾资源储备，2024年全球钾肥表观消费量约7200万吨，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯产量及出口量占比70%，需求表观增速2%左右，2025-2026年预计仅有亚钾国际200万吨产能投放。2025年白俄罗斯由于矿区维护，预计影响产量100万吨，占全球1.5%；俄罗斯乌拉尔钾肥三座矿山停产进行维护，预计第二季度产量至少减少30万吨。我们预计俄钾、白俄钾全年产量下降130-150万吨，出口量下降180-200万吨，同比降低10%左右，叠加东南亚、拉美等农业主产区的需求季节性增长，全球钾肥供需呈现紧平衡态势。

◆ 国内钾肥库存低位春耕开启价格暴涨，海外供给减少叠加补库行情钾肥价格加速上行

截至 3 月 13 日，国内氯化钾港口库存为 278 万吨，环比减少 14 万吨，同比减少 119 万吨，降幅为 30.7%；春节后国内钾肥价格暴涨 800-1000 元/吨，目前港口 62%俄白钾报价 3200-3300 元/吨，60%老挝白粉报价 3050 元/吨左右，60%大红颗粒报价 3500-3700 元/吨，3 月边贸俄白钾合同价 313 美元/吨，环比大幅上涨 43 美元/吨。

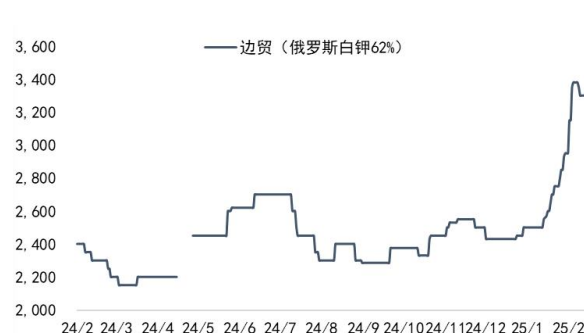
海外价格较年初上涨 30-40 美元/吨，温哥华 FOB 报价 263-279 美元/吨，西北欧 FOB 报价 252-349 美元/吨，东南亚 CFR 价格 320-345 美元/吨，巴西 CFR 价格 335-345 美元/吨。印尼 Pupuk 近期招标中，老挝颗粒钾报价 352.25 美元/吨（CFR）、俄标钾报价 335 美元/吨（CFR），目前俄钾、Canpotex 2025 年上半年销售量均已锁定，我们认为全年价格上涨趋势不变。

图3：氯化钾国内港口价格（元/吨）



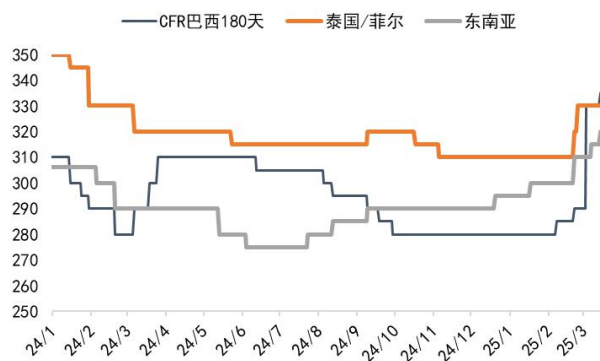
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：氯化钾国内边贸价格（元/吨）



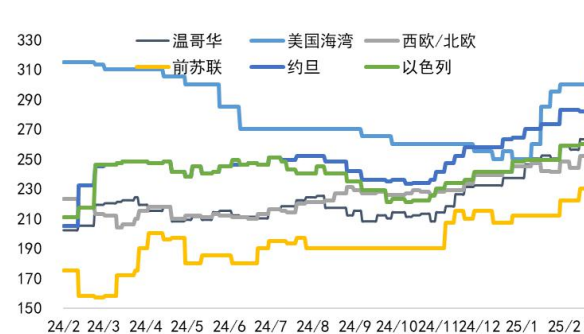
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图5：氯化钾海外 CFR 价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图6：氯化钾海外 FOB 价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.7/16.8/25.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/1.81/2.71 元，对应 PE 分别为 32.0/14.6/9.7x，维持“优于大市”评级。

表1: 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	
000792.SZ	盐湖股份	无评级	17.04	1.46	0.86	1.01	11.0	19.7	17.0	2.7
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	26.38	1.33	0.83	1.81	19.7	32.0	14.6	2.1

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至 2025 年 3 月 14 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) - 拟收购农钾资源少数股权, 看好公司长期成长》 ——2025-02-07
- 《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
2022	2023	2024E	2025E	2026E		营运资本变动	(110)	416	(1260)	(146)	(148)
每股收益	2.18	1.33	0.83	1.81	2.71	其它	(1)	(25)	0	0	0
每股红利	0.00	0.01	0.00	1.81	5.42	经营活动现金流	2141	2073	93	2331	3330
每股净资产	10.89	12.09	12.91	12.91	10.20	资本开支	0	(3608)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	25%	11%	6%	11%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	20%	11%	6%	14%	27%	投资活动现金流	(32)	(3656)	(1994)	(1994)	(1994)
毛利率	73%	59%	51%	57%	59%	权益性融资	31	0	0	0	0
EBIT Margin	62%	38%	26%	35%	37%	负债净变化	0	560	(230)	0	0
EBITDA Margin	68%	50%	43%	48%	48%	支付股利、利息	(2)	(8)	0	(1677)	(5032)
收入增长	316%	12%	-7%	68%	43%	其它融资现金流	(1288)	(476)	1676	1341	3697
净利润增长率	127%	-39%	-38%	119%	50%	融资活动现金流	(1262)	629	1446	(336)	(1335)
资产负债率	21%	28%	27%	33%	51%	现金净变动	846	(954)	(455)	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	20.5%	货币资金的期初余额	863	1710	755	300	300
P/E	12.1	19.8	32.0	14.6	9.7	货币资金的期末余额	1710	755	300	300	300
P/B	2.4	2.2	2.0	2.0	2.6	企业自由现金流	0	(1461)	(1855)	450	1541
EV/EBITDA	10.8	14.2	17.8	10.0	7.9	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