2025 年 06 月 12 日
公司研究●证券研究报告

东方铁塔（002545.SZ）

公司快报

钾肥增长显著，加快推进第二个百万吨建设

投资要点

- **事件：**东方铁塔发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 41.96 亿元，同比增长 4.79%；归母净利润 5.64 亿元，同比增长-10.97%；扣非归母净利润 5.53 亿元，同比增长-12.35%；毛利率 27.38%，同比提升 0.18pct。2025Q1 单季度实现营收 9.54 亿元，同比增长 6.48%，环比增长-12.05%；归母净利润 2.06 亿元，同比增长 22.70%，环比增长 110.19%；扣非归母净利润 2.04 亿元，同比增长 24.49%，环比增长 121.15%；毛利率 41.61%，同比提升 9.87pct，环比提升 22.60pct。

- **钾肥产销增长显著，溴化钠销售打开局面。**公司钢结构制造板块，主要为输电线路铁塔和钢结构产品，输电线路铁塔包括角钢塔、钢管塔、钢管杆、变电构支架，钢构件、热浸镀锌防腐业务，在国家电网、南方电网总部招标采购市场份额仍位于前列；钢结构产品主要为锅炉钢结构、空冷平台钢结构。2024 年钢结构制造板块实现收入 17.80 亿元，同比增长-6.86%，毛利率 9.08%，同比提升 2.06pct；其中钢结构收入 6.59 亿元，同比增长 5.86%，毛利率 10.21%，同比提升 8.24pct；角钢塔收入 8.38 亿元，同比增长 7.53%，毛利率 8.42%，同比提升 0.73pct；钢管塔收入 2.83 亿元，同比增长-44.38%，毛利率 8.38%，同比下滑 3.77pct。钾肥板块，2024 年氯化钾收入 23.64 亿元，同比增长 16.31%；毛利率 40.40%，同比下滑 5.19pct；产量 120.22 万吨，同比增长 35%；销量 121.30 万吨，同比增长 39%。公司溴化钠在中国市场的销售打开新局面，为下一步业务发展奠定基础，2024 年实现收入 0.16 亿元，同比增长 164.39%；毛利率 36.13%，同比下滑 9.75pct。

- **钾矿资源优势突出，加快推进第二个百万吨项目建设。**公司在老挝甘蒙省当前拥有老挝甘蒙省 133 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量超过 4 亿吨，是最早一批在境外开发钾盐矿的企业。2015 年 5 月一期 50 万吨/年氯化钾项目实现达标达产，2023 年 4 月二期 150 万吨/年氯化钾项目的一期 50 万吨达产达标，2023 年 10 月对原来的大红颗粒钾的生产装置完成了改建扩建。目前已拥有 100 万吨/年氯化钾项目产能，其中氯化钾产能包含 40 万吨颗粒钾/年产能。2023 年增加了 9000 吨/年溴化钠产能，实现产品的多元化。2024 年度，氯化钾产量呈现“连续、稳定、长周期、满负荷”的态势。全年产量超过设计产能 20%以上，创造了老挝开元成立以来的最好成绩。同时结合当地政策流程及公司实际情况以及市场行情等，公司继续加快推进下一个 100 万吨/年钾肥项目的建设。

- **投资建议：**东方铁塔拥有优质老挝钾矿资源，持续挖潜，第一个百万吨项目超负荷运行，正加快推进第二个百万吨项目建设，推动公司持续成长。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 48.01/52.37/57.12 亿元，同比增长 14.4%/9.1%/9.1%，归母净利润分别为 8.21/9.69/10.65 亿元，同比增长 45.6%/18.0%/9.9%，对应 PE 分别为 12.9x/10.9x/9.9x；首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**项目进度不确定性；安全环保风险；需求不及预期；税收政策变化；贸易摩擦风险。

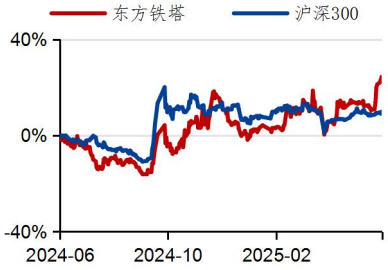
基础化工 | 氯碱III

投资评级	买入(首次)
股价(2025-06-11)	8.50 元

交易数据

总市值（百万元）	10,574.53
流通市值（百万元）	9,606.39
总股本（百万股）	1,244.06
流通股本（百万股）	1,130.16
12 个月价格区间	8.38/5.80

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.85	13.92	13.48
绝对收益	9.11	12.73	23.41

分析师 骆红永
SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsc.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,004	4,196	4,801	5,237	5,712
YoY(%)	10.7	4.8	14.4	9.1	9.1
归母净利润(百万元)	634	564	821	969	1,065
YoY(%)	-23.1	-11.0	45.6	18.0	9.9
毛利率(%)	27.2	27.4	32.1	33.5	35.0
EPS(摊薄/元)	0.51	0.45	0.66	0.78	0.86
ROE(%)	7.4	6.3	8.4	9.3	9.5
P/E(倍)	16.7	18.7	12.9	10.9	9.9
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	15.8	13.4	17.1	18.5	18.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

氯化钾：随着公司挖潜和百万吨产线建设，氯化钾产销逐步增长，行业景气上行价格抬升，毛利率稳步提升，预计 2025-2027 年收入分别为 28.13/31.05/34.88 亿元，毛利率分别为 46.67%/47.83%/48.39%。

钢结构制造板块：保持中低速增长，盈利能力相对稳定，预计 2025-2027 年收入分别为 18.69/19.25/19.25 亿元，毛利率分别为 9.08%/9.08%/9.08%。

溴化钠：随产线爬坡及渠道推广，产销迎来快速增长，价格稳中有升，预计 2025-2027 年收入分别为 0.83/1.70/2.63 亿元，毛利率分别为 37.88%/39.71%/41.43%。

其他：预期保持相对稳定，预计 2025-2027 年收入分别为 0.37/0.37/0.37 亿元，毛利率分别为 72.54%/72.54%/72.54%。

表 1：公司业务分拆和预测

东方铁塔	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计					
收入（百万元）	4004.42	4196.16	4800.59	5236.66	5711.66
YoY(%)	10.74%	4.79%	14.40%	9.08%	9.07%
毛利率(%)	27.20%	27.38%	32.08%	33.49%	34.97%
氯化钾					
收入（百万元）	2032.04	2363.51	2812.50	3105.00	3487.50
YoY(%)	10.72%	16.31%	19.00%	10.40%	12.32%
毛利率(%)	45.59%	40.40%	46.67%	47.83%	48.39%
钢结构制造板块					
收入（百万元）	1911.03	1779.96	1868.96	1925.03	1925.03
YoY(%)	16.57%	-6.86%	5.00%	3.00%	0.00%
毛利率(%)	7.02%	9.08%	9.08%	9.08%	9.08%
溴化钠					
收入（百万元）	6.07	16.06	82.50	170.00	262.50
YoY(%)		164.58%	413.70%	106.06%	54.41%
毛利率(%)	45.80%	36.11%	37.88%	39.71%	41.43%
其他					
收入（百万元）	55.28	36.63	36.63	36.63	36.63
YoY(%)	-60.93%	-33.74%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	46.94%	72.54%	72.54%	72.54%	72.54%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、估值对比

我们选择跟公司业务贴近钾肥标的盐湖股份、藏格矿业、亚钾国际作为可比公司，2025-2027 可比公司平均 PE 分别为 17.3x/12.9x/10.7x，东方铁塔对应 PE 分别为 12.5x/10.9x/9.9x。公司

老挝钾肥持续挖潜和产能建设，产销稳步提升，钾肥行业景气涨价带来业绩向上弹性，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000792.SZ	盐湖股份	16.51	874	1.06	1.19	1.30	15.5	13.8	12.7
000408.SZ	藏格矿业	39.77	624	1.88	2.85	3.62	21.1	13.9	11.0
000893.SZ	亚钾国际	29.02	268	1.90	2.68	3.44	15.2	10.8	8.4
平均值							17.3	12.9	10.7
002545.SZ	东方铁塔	8.50	106	0.66	0.78	0.86	12.9	10.9	9.9

资料来源：数据截止 2025 年 6 月 11 日收盘，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4536	5281	6268	6825	8136
现金	2462	3345	4000	4430	5490
应收票据及应收账款	570	665	790	886	1018
预付账款	62	22	74	76	88
存货	753	634	754	794	864
其他流动资产	689	615	651	639	677
非流动资产	8451	8293	8402	8452	8402
长期投资	178	176	180	183	187
固定资产	2658	2483	2631	2757	2791
无形资产	3491	3393	3283	3172	3052
其他非流动资产	2125	2242	2308	2340	2372
资产总计	12987	13574	14670	15277	16538
流动负债	2720	2891	3066	3089	3331
短期借款	811	1120	1120	1120	1120
应付票据及应付账款	817	746	885	901	1003
其他流动负债	1092	1026	1062	1068	1208
非流动负债	**1686**	**1773**	**1874**	**1788**	**2038**
长期借款	471	540	641	555	805
其他非流动负债	1215	1233	1233	1233	1233
负债合计	4406	4664	4940	4877	5369
少数股东权益	12	11	9	8	8
股本	1244	1244	1244	1244	1244
资本公积	4611	4611	4611	4611	4611
留存收益	2689	2880	3208	3596	4022
归属母公司股东权益	8569	8899	9721	10391	11161
负债和股东权益	12987	13574	14670	15277	16538

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1083	1148	895	1094	1230
净利润	634	563	820	968	1065
折旧摊销	412	508	342	383	422
财务费用	7	-58	-79	-94	-99
投资损失	-46	-41	-41	-41	-41
营运资金变动	64	94	-147	-122	-116
其他经营现金流	12	81	-0	-0	-0
投资活动现金流	-269	-690	-409	-392	-331
筹资活动现金流	-519	-297	170	-271	161

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.51	0.45	0.66	0.78	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.92	0.72	0.88	0.99
每股净资产(最新摊薄)	6.89	7.15	7.81	8.35	8.97

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4004	4196	4801	5237	5712
营业成本	2915	3047	3261	3483	3714
营业税金及附加	84	289	331	361	395
营业费用	34	35	41	44	51
管理费用	118	145	165	180	200
研发费用	65	73	83	91	103
财务费用	7	-58	-79	-94	-99
资产减值损失	-27	-38	-43	-47	-57
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	46	41	41	41	41
营业利润	817	685	997	1166	1332
营业外收入	3	5	0	0	0
营业外支出	11	4	0	0	0
利润总额	809	685	997	1166	1332
所得税	175	122	177	198	266
税后利润	634	563	820	968	1065
少数股东损益	-0	-1	-1	-2	0
归属母公司净利润	634	564	821	969	1065
EBITDA	1213	1178	1310	1509	1700

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.7	4.8	14.4	9.1	9.1
营业利润(%)	-24.2	-16.2	45.6	16.9	14.2
归属于母公司净利润(%)	-23.1	-11.0	45.6	18.0	9.9
获利能力					
毛利率(%)	27.2	27.4	32.1	33.5	35.0
净利率(%)	15.8	13.4	17.1	18.5	18.7
ROE(%)	7.4	6.3	8.4	9.3	9.5
ROIC(%)	6.1	5.1	6.8	7.6	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.9	34.4	33.7	31.9	32.5
流动比率	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	6.5	6.8	6.6	6.3	6.0
应付账款周转率	4.2	3.9	4.0	3.9	3.9
估值比率					
P/E	16.7	18.7	12.9	10.9	9.9
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.9	7.4	6.2	5.1	4.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn