

亚钾国际 (000893. SZ)

优于大市

小东布矿区百万吨钾肥项目投料试车，看好公司长期成长

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林
证券分析师： 薛聪

◆ 基础化工 · 农化制品

010-88005379
010-88005107
yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980520120001

事项：

根据“亚钾国际”公众号，12月6日，亚钾国际老挝钾肥生产基地再传喜讯，随着首批60%粉钾产品从传送带上缓缓运出，正式宣告小东布矿区主运输系统建成投运，公司第三个百万吨钾肥项目联动投料试车圆满成功。

国信化工观点：

- 1) **公司小东部矿区资源禀赋好，百万吨钾肥项目成功投料试车：**本次投料试车的第三个百万吨钾肥项目为绿地项目，位于老挝彭下-农波矿段，小东部矿区储量大、品位高，是亚钾国际产能规模化释放的核心支撑与重要增长极。矿区总面积为179.8平方公里，总估算钾盐矿矿石量达到39.36亿吨，估算折氯化钾资源量达到6.77亿吨，氯化钾平均品位达到17.14%。
- 2) **小东部矿区是公司未来放量的重要增长极，有望持续增厚业绩：**本次主运输系统的全面建成投运，为公司资源高效开发与产能稳步升级打通了关键通道，矿区主斜井皮带运输系统总长2500米、带宽1.8米，依托高强度耐磨输送带与重载驱动单元，设计运力可达3000吨/小时，运输全程自动化精准调控，未来可满足约2400万吨/年原矿的运输需求。下一步，公司将进入稳定的产能爬坡阶段，通过持续优化工艺、提升设备效率、完善供应链配套，向中期500万吨产能目标扎实迈进。
- 3) **全球钾肥供需紧张，看好未来2-3年行业高景气：**根据海关总署数据，我国10月氯化钾进口121万吨，同比+26%，环比+10%，进口均价350美元/吨，环比上涨77美元/吨，1-10月合计进口988万吨，同比-3%。海外方面，Canpotex、Uralkali全年订单均已售罄，近期印尼26Q1招标报价在395-400美元/吨(CFR)，乌拉尔钾肥公司与中国进口商12月交付的白色标准氯化钾价格为358美元/吨，较11月上涨3美元/吨。截至12月5日，国内氯化钾港口库存247万吨，环比+6万吨，同比-60万吨。国储仍需150万吨补库需求，对于国内需求具备刚性支撑。供给端2025年无新增产能投放，2026-2027年仅有亚钾国际新产能释放，加拿大BHP钾矿Jansen一期项目推迟至2027年底以后投产，且资本开支增加30%，看好未来2-3年行业高景气。
- 4) **投资建议：**维持盈利预测，我们预计公司2025-2027年归母净利润为18.6/27.3/32.9亿元，对应EPS分别为2.00/2.94/3.54元，对应PE分别为23.8/16.2/13.4x，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司小东部矿区资源禀赋好，百万吨钾肥项目成功投料试车

本次投料试车的第三个百万吨钾肥项目为绿地项目，位于老挝彭下-农波矿段，小东部矿区储量大、品位高，是亚钾国际产能规模化释放的核心支撑与重要增长极。矿区总面积为 179.8 平方公里，总估算钾盐矿矿石量达到 39.36 亿吨，估算折氯化钾资源量达到 6.77 亿吨，氯化钾平均品位达到 17.14%。

◆ 小东部矿区是公司未来放量的重要增长极，有望持续增厚业绩

本次主运输系统的全面建成投运，为公司资源高效开发与产能稳步升级打通了关键通道，矿区主斜井皮带运输系统总长 2500 米、带宽 1.8 米，依托高强度耐磨输送带与重载驱动单元，设计运力可达 3000 吨/小时，运输全程自动化精准调控，未来可满足约 2400 万吨/年原矿的运输需求。下一步，公司将进入稳定的产能爬坡阶段，通过持续优化工艺、提升设备效率、完善供应链配套，向中期 500 万吨产能目标扎实迈进。

◆ 全球钾肥供需紧张，看好未来 2-3 年行业高景气

根据海关总署数据，我国 10 月氯化钾进口 121 万吨，同比+26%，环比+10%，进口均价 350 美元/吨，环比上涨 77 美元/吨，1-10 月合计进口 988 万吨，同比-3%。海外方面，Canpotex、Uralkali 全年订单均已售罄，近期印尼 26Q1 招标报价在 395-400 美元/吨（CFR），乌拉尔钾肥公司与中国进口商 12 月交付的白色标准氯化钾价格为 358 美元/吨，较 11 月上涨 3 美元/吨。截至 12 月 5 日，国内氯化钾港口库存 247 万吨，环比+6 万吨，同比-60 万吨。国储仍需 150 万吨补库需求，对于国内需求具备刚性支撑。供给端 2025 年无新增产能投放，2026-2027 年仅有亚钾国际新产能释放，加拿大 BHP 钾矿 Jansen 一期项目推迟至 2027 年底以后投产，且资本开支增加 30%，看好未来 2-3 年行业高景气。

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 18.6/27.3/32.9 亿元，对应 EPS 分别为 2.00/2.94/3.54 元，对应 PE 分别为 23.8/16.2/13.4x，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
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000792.SZ	盐湖股份	无评级	25.31	0.86	1.15	1.30	19.2	21.9	19.5	3.3
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	47.59	1.02	2.00	2.94	19.7	23.8	16.2	3.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 12 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）-钾肥行业景气向上，公司新产能即将投产》——2025-10-30

《亚钾国际（000893.SZ）-受益于钾肥行业景气向上，2025 年上半年公司钾肥量价齐升》——2025-08-28

《亚钾国际（000893. SZ）-钾肥行业景气回暖，新产能矿建工程加速推进》 ——2025-04-24

《亚钾国际（000893. SZ）-汇能集团拟受让中农集团 5%股权，有望助力公司快速发展》 ——2025-03-16

《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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	755	962	300	300	300	营业收入	3898	3548	5517	9036	10936
应收款项	29	46	140	230	278	营业成本	1609	1793	2205	4000	4750
存货净额	417	393	441	861	1034	营业税金及附加	188	224	331	542	656
其他流动资产	232	262	33	54	65	销售费用	36	30	28	45	55
流动资产合计	1433	1663	914	1445	1677	管理费用	558	464	651	1038	1247
固定资产	6853	9148	10467	11531	12427	研发费用	19	16	22	36	44
无形资产及其他	6665	6625	6581	6537	6493	财务费用	13	36	116	154	277
投资性房地产	667	617	617	617	617	投资收益	1	15	0	0	0
长期股权投资	80	119	113	108	102	资产减值及公允价值变动	0	0	5	(7)	(35)
资产总计	15698	18172	18692	20237	21316	其他收入	(22)	(12)	(22)	(36)	(44)
短期借款及交易性金融负债	468	763	1368	2574	6828	营业利润	1474	1005	2169	3214	3872
应付款项	1188	1391	136	267	320	营业外净收支	(73)	(12)	16	0	0
其他流动负债	567	705	299	559	672	利润总额	1401	993	2185	3214	3872
流动负债合计	2222	2859	1803	3399	7820	所得税费用	191	79	328	482	581
长期借款及应付债券	560	1514	1284	1284	1284	少数股东损益	(25)	(36)	0	0	0
其他长期负债	278	317	266	215	165	归属于母公司净利润	1235	950	1858	2732	3292
长期负债合计	838	1831	1550	1499	1449	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3060	4691	3354	4899	9268	净利润	1235	950	1858	2732	3292
少数股东权益	1411	1382	1382	1382	1382	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	11227	12099	13957	13957	10665	折旧摊销	446	557	730	973	1113
负债和股东权益总计	15698	18172	18692	20237	21316	公允价值变动损失	0	0	(5)	7	35
						财务费用	13	36	116	154	277
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	416	407	(1625)	(191)	(116)
每股收益	1.33	1.02	2.00	2.94	3.54	其它	(25)	(34)	0	0	0
每股红利	0.01	0.07	0.00	2.94	7.09	经营活动现金流	2073	1881	958	3521	4323
每股净资产	12.09	13.03	15.03	15.03	11.48	资本开支	0	(2790)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	11%	7%	12%	16%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	11%	8%	13%	20%	31%	投资活动现金流	(48)	(2829)	(1994)	(1994)	(1994)
毛利率	59%	49%	60%	56%	57%	权益性融资	(4)	8	0	0	0
EBIT Margin	38%	29%	41%	37%	38%	负债净变化	560	954	(230)	0	0
EBITDA Margin	50%	45%	55%	48%	48%	支付股利、利息	(8)	(67)	0	(2732)	(6583)
收入增长	12%	-9%	55%	64%	21%	其它融资现金流	(4080)	(627)	605	1205	4254
净利润增长率	-39%	-23%	95%	47%	20%	融资活动现金流	(2979)	1154	375	(1526)	(2329)
资产负债率	28%	33%	25%	31%	50%	现金净变动	(954)	206	(662)	0	0
息率	0.0%	0.2%	0.0%	6.2%	14.9%	货币资金的期初余额	1710	755	962	300	300
P/E	35.8	46.5	23.8	16.2	13.4	货币资金的期末余额	755	962	300	300	300
P/B	3.9	3.7	3.2	3.2	4.1	企业自由现金流	0	(885)	(957)	1651	2553
EV/EBITDA	24.4	31.0	15.8	11.3	10.1	权益自由现金流	0	(558)	(680)	2725	6572

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±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±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

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