

亚钾国际 (000893.SZ)

三季度业绩符合预期，四季度有望量价齐升

买入

核心观点

钾肥景气下行公司业绩有所下滑，三季度业绩符合预期。公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 28.9 亿元，同比+19.8%；归母净利润 9.9 亿元，同比-34.5%；扣非净利润 10.1 亿元，同比-33.4%；毛利率为 60.0%，同比降低 16.0pcts。其中单三季度实现营业收入 8.7 亿元，同比+33.8%，环比-25.6%；归母净利润 2.8 亿元，同比-34.2%、环比-27.0%；毛利率为 54.7%，同比降低 22.3pcts，环比降低 4.6pcts。

三季度钾肥价格触底拖累利润，新产能调试影响产量。公司 2023 年前三季度钾肥产量 117.7 万吨，同比增长 89.8%，销量 119.0 万吨，同比增长 107.0%，钾肥均价 2412 元/吨，同比降低 41.7%，总成本约 1480 元/吨，同比增加约 185 元/吨，其中生产成本（包含运费）约 972 元/吨，同比降低约 50 元/吨，费用成本约 510 元/吨，同比增加约 223 元/吨，主要原因为公司股权激励摊销增加 1.5 亿元成本，单吨净利润为 835 元/吨，同比降低 68.4%。公司单三季度钾肥产量 41.5 万吨，环比降低 6.7%，销量 42.4 万吨，环比降低 16.4%，主要由于新产能调试影响产量；单三季度钾肥均价 2050 元/吨，环比降低 230 元/吨，总成本约 1465 元/吨，环比增加 85 元/吨，其中生产成本（包含运费）约 930 元/吨，环比降低约 10 元/吨，费用成本约 535 元/吨，环比增加约 95 元/吨，主要由于销量下降增加股权激励摊销成本，单吨净利润为 655 元/吨，环比下降约 95 元/吨。

钾肥价格触底反弹，公司新产能释放，四季度有望量价齐升。全球钾肥价格自三季度开始反弹，目前国内港口 62%白钾价格约 2900-2950 元/吨，颗粒钾价格约 3000-3050 元/吨，国产钾肥 11 月份价格计划上调 100 元，基准产品 60%粉晶 11 月到站价暂定 2760 元/吨。东南亚地区氯化钾价格 330-360 美元/吨 CFR，泰国颗粒级氯化钾价格 370-390 美元/吨 CFR。根据亚钾国际公众号，10 月 27 日公司老挝生产基地单日钾肥产量达 9116 吨，较三季度日均 4600 吨产量几乎翻倍提升，在东泰矿区 200 万吨/年产线基础上，实现了 300 万吨/年产能的单日产量标准，公司在 2025 年有望达到 500 万吨/年产能。

风险提示：局部区域冲突、经济下跌等系统性风险；新增产能进度低于预期的风险；钾肥价格大幅下跌的风险；钾肥下游需求低于预期的风险等。

投资建议：维持“买入”评级。

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 17.0/24.4/31.9 亿元，同比增速 -16.3/43.8/30.6%，摊薄 EPS=1.83/2.63/3.43 元，对应 PE 为 16/11/8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	833	3,466	4,718	6,486	8,108
(+/-%)	129.4%	316.1%	36.1%	37.5%	25.0%
净利润(百万元)	895	2029	1698	2441	3190
(+/-%)	1401.4%	126.6%	-16.3%	43.8%	30.6%
每股收益(元)	1.18	2.18	1.83	2.63	3.43
EBIT Margin	47.1%	62.0%	42.7%	44.2%	46.3%
净资产收益率 (ROE)	19.4%	20.1%	14.4%	17.1%	18.3%
市盈率 (PE)	24.1	13.1	15.6	10.8	8.3
EV/EBITDA	48.9	11.7	11.5	8.0	6.2
市净率 (PB)	4.68	2.62	2.24	1.86	1.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.51 元
总市值/流通市值	26490/23088 百万元
52 周最高价/最低价	30.80/22.23 元
近 3 个月日均成交额	214.18 百万元

市场走势



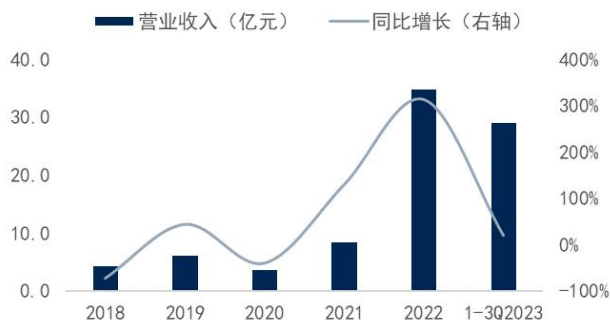
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《亚钾国际 (000893.SZ) - 二季度业绩超预期，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
- 《亚钾国际 (000893.SZ) - 农钾资源成功过户，迈向国际钾盐龙头》——2022-07-16
- 《亚钾国际 (000893.SZ) ——2022 年一季报点评-100 万吨项目达产，钾肥量价齐升，未来成长可期》——2022-04-29

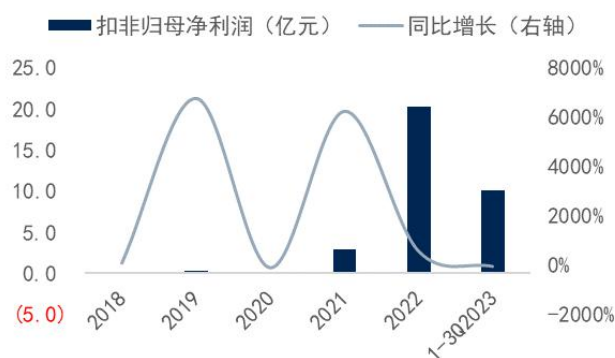
三季度钾肥价格触底，公司业绩有所下滑，业绩符合预期。公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 28.9 亿元，同比+19.8%；归母净利润 9.9 亿元，同比-34.5%；扣非净利润 10.1 亿元，同比-33.4%；毛利率为 60.0%，同比降低 16.0pcts。其中单三季度实现营业收入 8.7 亿元，同比+33.8%，环比-25.6%；归母净利润 2.8 亿元，同比-34.2%、环比-27.0%；毛利率为 54.7%，同比降低 22.3pcts，环比降低 4.6pcts。

图1：亚钾国际营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：亚钾国际扣非归母净利润及增速



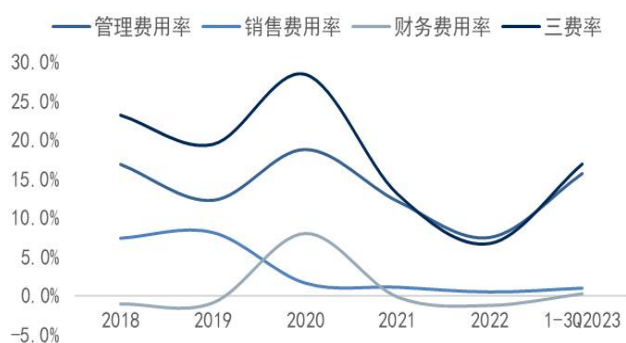
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：亚钾国际毛利率及扣非净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：亚钾国际三费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度钾肥价格触底拖累利润，新产能调试影响产量。公司 2023 年前三季度钾肥产量 117.7 万吨，同比增长 89.8%，销量 119.0 万吨，同比增长 107.0%，钾肥均价 2412 元/吨，同比降低 41.7%，总成本约 1480 元/吨，同比增加约 185 元/吨，其中生产成本（包含运费）约 972 元/吨，同比降低约 50 元/吨，费用成本约 510 元/吨，同比增加约 223 元/吨，主要因为公司股权激励摊销增加 1.5 亿元成本，单吨净利润为 835 元/吨，同比降低 68.4%。

公司单三季度钾肥产量 41.5 万吨，环比降低 6.7%，销量 42.4 万吨，环比降低 16.4%，主要由于新产能调试影响产量；单三季度钾肥均价 2050 元/吨，环比降低 230 元/吨，总成本约 1465 元/吨，环比增加 85 元/吨，其中生产成本（包含运费）约 930 元/吨，环比降低约 10 元/吨，费用成本约 535 元/吨，环比增加约 95 元/吨，主要由于销量下降增加股权激励摊销成本，单吨净利润为 655 元/吨，环比下

降约 95 元/吨。

图5：亚钾国际钾肥产销量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

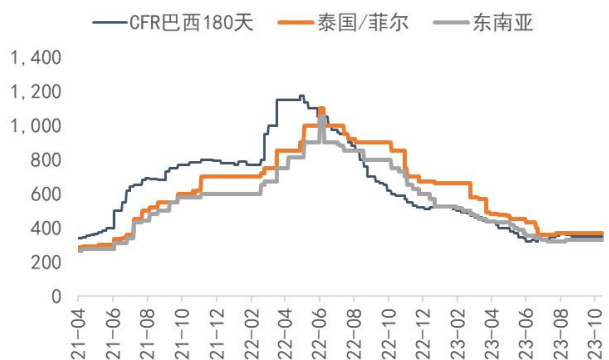
图6：亚钾国际钾肥销售均价及毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

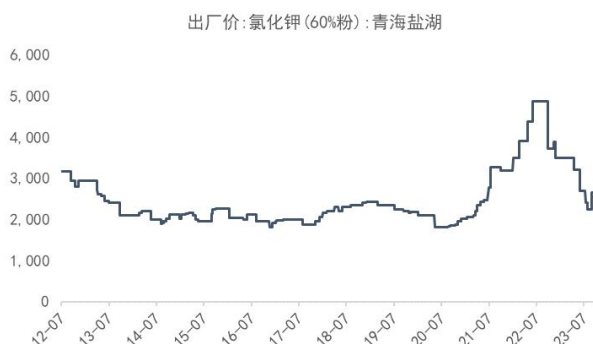
钾肥价格触底反弹，公司新产能释放，Q4 有望量价齐升。全球钾肥价格自三季度开始反弹，目前国内港口 62%白钾价格约 2900-2950 元/吨，颗粒钾价格约 3000-3050 元/吨，国产钾肥 11 月份价格计划上调 100 元，基准产品 60%粉晶 11 月到站价暂定 2760 元/吨。东南亚地区氯化钾价格 330-360 美元/吨 CFR，泰国颗粒级氯化钾价格 370-390 美元/吨 CFR。根据亚钾国际公众号，10 月 27 日公司老挝生产基地单日钾肥产量达 9116 吨，较三季度日均 4600 吨产量几乎翻倍提升，在东泰矿区 200 万吨/年产线基础上，实现了 300 万吨/年产能的单日产量标准，公司在 2025 年有望达到 500 万吨/年产能。

图7：氯化钾主要进口国价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图8：中国青海盐湖氯化钾价格（元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司是亚洲最大钾肥资源企业，区位优势、成本优势突出。公司当前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量将超过 10 亿吨。公司于 2022 年 3 月建成首个 100 万吨/年钾肥项目并实现达产；2023 年 1 月顺利完成第二个 100 万吨/年钾肥项目选厂投料试车；第三个 100 万吨/年钾肥项目正在加快推进建设。公司以东南亚、东亚作为钾肥产品销售的核心市场，钾肥市场规模大、需求持续增长、供需缺口大且将长期存在，具有非常明显的区位优势。公司老挝钾矿矿层埋藏较浅，平均在 180-220 米左右，开采成本相对较低，随着产能逐步释

放，规模效应将进一步显现；同时加之技术水平的持续提升，智慧矿山建设的深入推进，以及未来通过自备电厂进一步降低能源成本的计划，公司钾肥生产成本仍有进一步下降的空间。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 17.0/24.4/31.9 亿元,同比增速-16.3/43.8/30.6%,摊薄 EPS=1.83/2.63/3.43 元,对应 PE 为 16/11/8x,维持“买入”评级。公司是全球领先的钾肥供应商，目前在老挝具备 200 万吨产能，第三个百万吨项目力争 2024 年建成投产，力争在 2025 年实现 500 万吨钾肥产能，远期规划 700-1000 万吨产能，具备成本优势及成长性，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	863	1710	1418	2058	3710	营业收入	833	3466	4718	6486	8108
应收款项	41	175	120	165	206	营业成本	290	945	1809	2660	3325
存货净额	73	189	393	566	706	营业税金及附加	41	96	165	195	243
其他流动资产	74	197	28	38	48	销售费用	9	16	38	32	41
流动资产合计	1051	2271	1959	2828	4671	管理费用	101	259	668	692	692
固定资产	1716	3610	5289	6803	8163	研发费用	0	0	22	39	49
无形资产及其他	2739	6558	6515	6471	6427	财务费用	(1)	(43)	(10)	(12)	(30)
投资性房地产	49	375	375	375	375	投资收益	0	1	0	0	0
长期股权投资	0	32	27	21	16	资产减值及公允价值变动	0	0	5	(7)	(35)
资产总计	5555	12846	14165	16498	19652	其他收入	0	(2)	(22)	(39)	(49)
短期借款及交易性金融负债	31	11	500	300	200	营业利润	394	2190	2030	2872	3753
应付款项	308	623	122	175	219	营业外净收支	604	0	16	0	0
其他流动负债	155	364	278	367	439	利润总额	998	2191	2046	2872	3753
流动负债合计	494	998	899	843	858	所得税费用	89	163	348	431	563
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	14	(1)	0	0	0
其他长期负债	154	221	170	119	68	归属于母公司净利润	895	2029	1698	2441	3190
长期负债合计	154	221	(60)	(111)	(162)	现金流量表（百万元）					
负债合计	648	1219	839	731	696	净利润	895	2029	1698	2441	3190
少数股东权益	297	1513	1513	1513	1513	资产减值准备	3	0	0	0	0
股东权益	4609	10114	11813	14254	17444	折旧摊销	62	223	369	523	649
负债和股东权益总计	5555	12846	14165	16498	19652	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	(1)	(43)	(10)	(12)	(30)
每股收益	1.18	2.18	1.83	2.63	3.43	营运资本变动	365	(110)	(619)	(136)	(127)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	11	(1)	0	0	0
每股净资产	6.09	10.89	12.71	15.34	18.77	经营活动现金流	1336	2141	1443	2835	3746
ROIC	8%	25%	14%	19%	22%	资本开支	0	(2067)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	19%	20%	14%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	65%	73%	62%	59%	59%	投资活动现金流	0	(2100)	(1994)	(1994)	(1994)
EBIT Margin	47%	62%	43%	44%	46%	权益性融资	(7)	1776	0	0	0
EBITDA Margin	55%	68%	51%	52%	54%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	129%	316%	36%	37%	25%	支付股利、利息	(0)	(2)	0	0	0
净利润增长率	1401%	127%	-16%	44%	31%	其它融资现金流	(811)	(966)	489	(200)	(100)
资产负债率	17%	21%	17%	14%	11%	融资活动现金流	(819)	805	259	(200)	(100)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	517	846	(292)	641	1652
P/E	24.1	13.1	15.6	10.8	8.3	货币资金的期初余额	346	863	1710	1418	2058
P/B	4.7	2.6	2.2	1.9	1.5	货币资金的期末余额	863	1710	1418	2058	3710
EV/EBITDA	48.9	11.7	11.5	8.0	6.2	企业自由现金流	0	35	(577)	824	1716
						权益自由现金流	0	(931)	(310)	634	1641

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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