

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

亚钾国际(000893)

投资评级 买入

上次评级 买入

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

尹柳 化工行业研究助理

联系电话: 010-83326712

邮箱: yinliu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

“世界级钾肥供应商”已现雏形

2023年4月2日

事件: 2023年4月1日, 亚钾国际发布2022年年报。2022年公司实现营业收入34.66亿元, 同比增长313.00%; 归母净利润20.29亿元, 同比增长125.58%。2022年四季度, 公司实现营业收入10.53亿元, 同比增长162.97%, 环比增长62.13%; 归母净利润5.10亿元, 同比增长178.79%, 环比增长20.63%。

点评:

- **2022年公司钾肥量价齐升, 业绩表现亮眼。1) 第一个百万吨项目落地, 全年产销量大幅增加。**2022年3月公司老挝100万吨/年钾肥改扩建项目顺利达产, 公司2022年钾肥产销量达91万吨, 相较2021年35万吨的水平有了明显提升。2) 在国际钾肥供需紧张以及地缘政治冲突背景下, 2022年钾肥价格大幅提升。根据我们的测算, 2022年公司钾肥平均售价达3808元/吨, 同比增速达60%。我们认为, 2022年业绩的大幅度增长主要得益于主营业务钾肥处于价格高位及量的释放期。
- **资源禀赋优质, 产能持续扩张, 公司正发展成为“世界级钾肥供应商”。1) 钾肥储量资源优势明显, 并伴生多种稀缺资源。**公司2022年新拿下老挝179.8km²钾盐矿和48.52km²钾盐矿, 使得公司氯化钾储量超过10亿吨, 超过我国钾盐资源总储量, 已成为亚洲最大钾肥资源量企业, 约占亚洲总储量的三分之一。公司矿区伴生多种包含溴、锂、镁、铷、碘、铯、硼等元素在内的稀缺、稀贵资源, 其中含氯化钠44%, 氯化镁18%, 溴离子0.256%。公司目前正在建设的溴素项目进展顺利, 并计划于2023年上半年投产。有望借此打开新成长曲线。2) 产能建设持续进行中, 有望充分利用矿产资源, 不断释放业绩。公司第二个100万吨/年钾肥项目于2023年1月1日投料试车成功, 不断刷新钾盐行业百万吨级产能建设的速度。公司第三个100万吨/年钾肥项目正在加快推进建设, 力争2023年年底建成投产。公司也正积极筹划第四个及第五个100万吨/年钾肥项目的建设, 力争在2025年实现500万吨/年钾肥产能, 未来根据市场需要扩建至700-1000万吨/年钾肥产能。
- **钾肥供需或将在地缘政治冲突和农业需求提高双重作用下持续紧张, 钾肥价格有望高位运行。**1) 全球钾肥供给呈寡头垄断格局, 2023年俄罗斯、白俄罗斯的钾肥出货量相较2021年仍可能有明显下降。加拿大钾肥公司(Nutrien)预计, 与2021年相比, 2023年白俄罗斯钾肥出货量预计将下降40%至60%, 俄罗斯钾肥出货量将下降15%至30%, 因此预计全球钾肥供需紧张格局将持续。2) 亚洲钾肥需求增速超过全球平均水平, 公司的老挝钾矿区位优势明显。根据IFA的预测, 钾肥需求从2020年至2024年仍将保持年均3.3%的增长。而亚洲地区作为新兴经济体的钾肥需求增速超过全球平均水平, Argus认为东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计3000万吨, 过去10年亚洲地区钾肥需求复合增速为4.35%, 随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加, 即使

在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在4%-5%。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别达到 53.78 亿元、67.80 亿元、84.76 亿元，同比增长 55.1%、26.1%、25.0%，归属母公司股东的净利润分别为 25.21 亿元、30.43 亿元、37.06 亿元，同比增长 24.3%、20.7%、21.8%。2023-2025 年摊薄 EPS 分别达到 2.71 元、3.28 元和 3.99 元。对应 2023 年的 PE 为 10.07 倍，**维持“买入”评级。**
- **风险因素：**1、资产收购进度不及预期；2、钾肥价格大幅下跌的风险；3、新项目建设不及预期的风险。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	839	3,466	5,378	6,780	8,476
同比(%)	131.1%	313.0%	55.1%	26.1%	25.0%
归属母公司净利润	899	2,029	2,521	3,043	3,706
同比(%)	1408.5%	125.6%	24.3%	20.7%	21.8%
毛利率(%)	65.3%	72.7%	67.3%	62.8%	59.9%
ROE(%)	19.5%	20.1%	20.0%	19.4%	19.1%
EPS (摊薄)(元)	0.97	2.18	2.71	3.28	3.99
P/E	28.24	12.52	10.07	8.34	6.85
P/B	5.50	2.51	2.01	1.62	1.31
EV/EBITDA	41.60	9.91	6.60	4.76	3.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,054	2,271	4,948	8,645	12,678
货币资金	863	1,710	4,213	7,451	11,546
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	29	167	303	190	444
预付账款	30	77	88	175	221
存货	76	189	202	530	374
其他	56	128	143	298	93
非流动资产	4,505	10,575	10,660	10,800	10,935
长期股权	0	33	49	68	88
固定资产	1,584	2,310	2,986	3,561	4,066
无形资产	2,739	6,558	6,130	5,724	5,338
其他	182	1,675	1,494	1,447	1,444
资产总计	5,559	12,846	15,608	19,445	23,614
流动负债	495	998	1,214	1,985	2,422
短期借款	27	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	308	623	744	1,216	1,428
其他	160	375	470	769	994
非流动负债	154	221	221	221	221
长期借款	0	0	0	0	0
其他	154	221	221	221	221
负债合计	649	1,219	1,435	2,205	2,643
少数股东	297	1,513	1,538	1,561	1,586
权益					
归属母公	4,613	10,114	12,635	15,679	19,385
负债和股	5,559	12,846	15,608	19,445	23,614
东权益					

重要财务指标	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	839	3,466	5,378	6,780	8,476
同比	131.1%	313.0%	55.1%	26.1%	25.0%
归属母公司净利润	899	2,029	2,521	3,043	3,706
同比	1408.5%	125.6%	24.3%	20.7%	21.8%
(%)					
毛利率	65.3%	72.7%	67.3%	62.8%	59.9%
(%)					
ROE%	19.5%	20.1%	20.0%	19.4%	19.1%
EPS (摊薄)(元)	0.97	2.18	2.71	3.28	3.99
P/E	28.24	12.52	10.07	8.34	6.85
P/B	5.50	2.51	2.01	1.62	1.31
EV/EBITDA	41.60	9.91	6.60	4.76	3.10

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	839	3,466	5,378	6,780	8,476
营业成本	291	945	1,758	2,520	3,400
营业税金及附加	41	96	149	187	234
销售费用	9	16	26	32	40
管理费用	101	259	403	508	634
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-1	-43	-34	-84	-148
减值损失	0	0	-328	-307	-286
投资净收	0	1	1	2	2
其他	0	-2	0	0	0
营业利润	399	2,190	2,750	3,312	4,031
营业外收	604	0	0	0	0
利润总额	1,003	2,191	2,750	3,312	4,031
所得税	90	163	204	246	300
净利润	913	2,028	2,546	3,066	3,732
少数股东	14	-1	25	22	26
归属母公司净利润	899	2,029	2,521	3,043	3,706
EBITDA	465	2,378	3,214	3,775	4,480
EPS (当	1.19	2.46	2.71	3.28	3.99

现金流量表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	484	1,810	3,085	3,926	4,828
净利润	913	2,028	2,546	3,066	3,732
折旧摊销	68	231	170	242	313
财务费用	2	-21	1	1	1
投资损失	0	-1	-1	-2	-2
营运资金变动	-547	-444	41	313	498
其它	49	16	328	306	286
投资活动现金流	-96	-2,688	-581	-687	-733
资本支出	-710	-2,665	-566	-669	-715
长期投资	0	-33	-16	-19	-20
其他	614	9	1	2	2
筹资活动现金流	136	1,694	-1	-1	-1
吸收投资	0	1,776	0	0	0
借款	58	81	0	0	0
支付利息或股息	0	-2	-1	-1	-1
现金流净增加额	517	846	2,503	3,238	4,095

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

尹柳，中山大学高分子材料学士，中央财经大学审计硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。