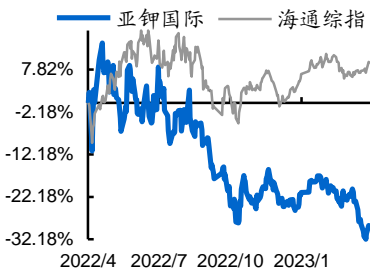


投资评级 **优于大市** 首次覆盖

# 2022 年扣非后净利润同比增长 590.33%，产能扩张带动业绩增长

**股票数据**

04月19日收盘价(元)	24.92
52周股价波动(元)	24.06-41.98
总股本/流通A股(百万股)	929/810
总市值/流通市值(百万元)	23154/20181

**相关研究**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.8	-13.4	-10.4
相对涨幅(%)	-14.0	-15.6	-9.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

**投资要点:**

- 2022 年实现扣非后净利润 20.28 亿元，同比增长 590.33%。**公司 2022 年实现营收 34.66 亿元，同比增长 313%；扣非后净利润 20.28 亿元，同比增长 590.33%；基本每股收益 2.4580 元，同比增长 106.88%。公司业绩增长主要由于 2022 年 3 月底首个老挝 100 万吨/年钾肥改扩建项目顺利达产，产量与销量较上年同期大幅增长。公司第四季度实现营业收入 10.53 亿元，环比增长 62.13%，同比增长 162.97%；实现扣非后归母净利润 5.18 亿元，环比增长 23.80%，同比增长 158.64%。
- 主要产品氯化钾量价齐增。**公司 2022 年钾肥实现销量 91.02 万吨，同比增长 158.29%。2022 年，在俄乌冲突及白俄罗斯受制裁的影响下，俄罗斯及白俄罗斯两地钾肥出口量锐减，市场供需紧张情况进一步加剧，导致钾肥价格迅速上涨。根据百川资讯，2022 年东南亚氯化钾 CFR 平均价格为 753 美元/吨，同比上涨 93.80%。根据 2022 年年报援引 Argus 等国际权威咨询机构的报告，预判 2023 年粮食价格仍在上行通道，全球物流供应链、地缘政治等不确定性因素未完全消除的情况下对粮食价格有较强支撑，进而对全球钾肥需求和价格也形成支撑作用。同时，全球钾肥新增产能有限，预计钾肥价格回调后消费量将有所增加。
- 资源储备量亚洲第一，产能扩张带动业绩增长。**2022 年，公司收购老挝甘蒙省农波县彭下-农波村地区 179.8 平方公里钾盐矿，该矿区钾盐矿矿石总量约为 39.35 亿吨，折纯氯化钾约为 6.77 亿吨。本次收购完成后，公司合计拥有老挝甘蒙省 214.8 平方公里钾盐采矿权，折纯氯化钾 8.29 亿吨，成为亚洲单体最大钾盐资源量企业。同时，公司成功申请到甘蒙省农龙村 48.52km<sup>2</sup>钾盐矿权，公司氯化钾储量将超过 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。2022 年 3 月，公司首个 100 万吨/年钾肥改扩建项目建成达产，第二个 100 万吨/年钾肥项目选厂于 2023 年 1 月 1 日投料试车成功，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。
- 积极布局国内市场。**2022 年 10 月起，公司先后与 11 家国内专业钾肥贸易商及化肥生产企业签署《钾肥供销合作框架协议》，将根据国内市场需求并在条件具备的情况下，在 2024 年 6 月 30 日前向 11 家合作方销售钾肥合计不超过 248 万吨，为国内钾肥保供稳价做出重要贡献。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 27.50、29.71 和 32.51 亿元，对应 EPS 分别为 2.96、3.20、3.50 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 PE13-15 倍（对应 2023 年 PB 为 2.78-3.21 倍），对应合理价值区间 38.48-44.40 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**钾肥价格下跌，下游需求不及预期。

**主要财务数据及预测**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	839	3466	5676	6376	7083
(+/-)YoY(%)	131.1%	313.0%	63.7%	12.3%	11.1%
净利润(百万元)	899	2029	2750	2971	3251
(+/-)YoY(%)	1408.5%	125.6%	35.6%	8.0%	9.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.97	2.18	2.96	3.20	3.50
毛利率(%)	65.3%	72.7%	72.3%	72.3%	72.3%
净资产收益率(%)	19.5%	20.1%	21.4%	18.8%	17.0%

资料来源: 公司年报(2021A-2022A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:****销量假设:**

钾肥: 根据 2022 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 100%;

**价格假设:**

钾肥: 根据 2022 年价格, 假设 2023-25 价格为 3500 元/吨;

**毛利率假设:**

- 1) 钾肥: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 毛利率为 72%;
- 2) 其他: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 95%;

。

表 1 亚钾国际分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	3466.12	5675.63	6375.63	7083.20
总成本 (百万元)	945.33	1571.78	1767.78	1964.16
总毛利 (百万元)	2520.79	4103.85	4607.85	5119.04
总毛利率	72.73%	72.31%	72.27%	72.27%
钾肥				
收入 (百万元)	3400.35	5600.00	6300.00	7000.00
成本 (百万元)	942.00	1568.00	1764.00	1960.00
毛利 (百万元)	2458.35	4032.00	4536.00	5040.00
毛利率	72.30%	72.00%	72.00%	72.00%
其他				
收入 (百万元)	65.77	75.63	75.63	83.20
成本 (百万元)	3.32	3.78	3.78	4.16
毛利 (百万元)	62.44	71.85	71.85	79.04
毛利率	94.94%	95.00%	95.00%	95.00%

资料来源: WIND, 公司年报, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 (元)	PB (倍)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
000792.SZ	盐湖股份	21.99	4.74	2.86	2.42	2.50	7.69	9.09	8.80
000408.SZ	藏格矿业	23.67	3.24	3.58	3.61	3.80	6.61	6.56	6.23
<b>均值</b>			<b>3.99</b>				<b>7.15</b>	<b>7.82</b>	<b>7.51</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3466</b>	<b>5676</b>	<b>6376</b>	<b>7083</b>
每股收益	2.18	2.96	3.20	3.50	营业成本	945	1572	1768	1964
每股净资产	10.89	13.85	17.04	20.54	毛利率%	72.7%	72.3%	72.3%	72.3%
每股经营现金流	1.95	4.23	3.66	4.41	营业税金及附加	96	159	255	283
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	2.8%	2.8%	4.0%	4.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	16	30	37	39
P/E	11.41	8.42	7.79	7.12	营业费用率%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
P/B	2.29	1.80	1.46	1.21	管理费用	259	556	638	701
P/S	6.68	4.08	3.63	3.27	管理费用率%	7.5%	9.8%	10.0%	9.9%
EV/EBITDA	9.91	5.17	4.22	3.26	EBIT	2147	3359	3678	4095
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-43	-15	-25	-35
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
毛利率	72.7%	72.3%	72.3%	72.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	58.5%	48.5%	46.6%	45.9%	投资收益	1	1	0	1
净资产收益率	20.1%	21.4%	18.8%	17.0%	<b>营业利润</b>	<b>2190</b>	<b>3375</b>	<b>3703</b>	<b>4131</b>
资产回报率	15.8%	16.4%	15.0%	13.8%	营业外收支	0	0	-10	0
投资回报率	17.1%	19.5%	17.2%	15.8%	<b>利润总额</b>	<b>2191</b>	<b>3375</b>	<b>3693</b>	<b>4131</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2378	3674	4124	4595
营业收入增长率	313.0%	63.7%	12.3%	11.1%	所得税	163	540	678	806
EBIT 增长率	440.3%	56.5%	9.5%	11.3%	有效所得税率%	7.4%	16.0%	18.4%	19.5%
净利润增长率	125.6%	35.6%	8.0%	9.4%	少数股东损益	-1	85	45	74
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2029</b>	<b>2750</b>	<b>2971</b>	<b>3251</b>
资产负债率	9.5%	14.0%	11.8%	11.6%					
流动比率	2.27	2.38	3.17	3.71	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.01	2.14	2.92	3.47	货币资金	1710	4164	5762	8221
现金比率	1.71	1.96	2.71	3.28	应收账款及应收票据	167	233	285	304
<b>经营效率指标</b>					存货	189	362	380	437
应收账款周转天数	17.58	15.00	16.29	15.65	其它流动资产	205	314	309	346
存货周转天数	72.95	84.01	78.48	81.25	流动资产合计	2271	5073	6735	9308
总资产周转率	0.27	0.34	0.32	0.30	长期股权投资	33	49	73	93
固定资产周转率	1.50	1.84	1.66	1.56	固定资产	2310	3089	3829	4552
					在建工程	1300	1696	2314	2740
					无形资产	6558	6526	6486	6450
					非流动资产合计	10575	11740	13087	14224
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>12846</b>	<b>16813</b>	<b>19822</b>	<b>23532</b>
净利润	2029	2750	2971	3251	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-1	85	45	74	应付票据及应付账款	623	1350	1342	1589
非现金支出	234	316	446	500	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-8	-2	10	-1	其它流动负债	375	779	781	918
营运资金变动	-444	783	-71	271	流动负债合计	998	2129	2123	2507
<b>经营活动现金流</b>	<b>1810</b>	<b>3933</b>	<b>3401</b>	<b>4095</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-2665	-1464	-1778	-1616	其它长期负债	221	221	221	221
投资	-33	-16	-24	-20	非流动负债合计	221	221	221	221
其他	9	1	0	1	<b>负债总计</b>	<b>1219</b>	<b>2350</b>	<b>2344</b>	<b>2728</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2688</b>	<b>-1479</b>	<b>-1803</b>	<b>-1636</b>	实收资本	929	929	929	929
债权募资	-32	0	0	0	归属于母公司所有者权益	10114	12864	15835	19087
股权募资	1776	0	0	0	少数股东权益	1513	1598	1643	1717
其他	-50	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>12846</b>	<b>16813</b>	<b>19822</b>	<b>23532</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1694</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>846</b>	<b>2454</b>	<b>1598</b>	<b>2460</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。