

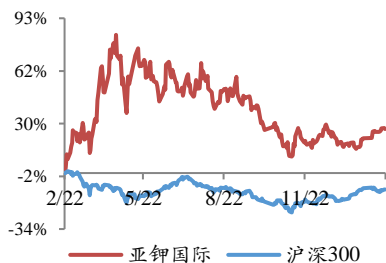
钾肥百万项目持续放量，国际化龙头之路开启

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-02-15

收盘价（元）	29.34
近 12 个月最高/最低（元）	42.50/24.02
总股本（百万股）	929
流通股本（百万股）	757
流通股比例（%）	81.45
总市值（亿元）	273
流通市值（亿元）	222

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 亚洲钾肥龙头产量持续增加，业绩有望实现高增长

亚钾国际是专注于钾肥生产与销售的国际化公司，深耕老挝市场多年，致力打造“亚洲第一钾肥”。公司氯化钾资源储量超过 10 亿吨，已超过整个中国的氯化钾储量。首个 100 万吨项目已稳产达产，第二个 100 万吨项目基建工作已开机试车，预计在 2023 年 4 月达产。公司第三个 100 万吨项目立足于小东布新矿山，目前主斜井、斜坡道已经启动了建设，预计在 2023 年年底完成固定资产投资，2024 年 4 月达产。公司扩产目标明确，具有长期成长性，有望持续放量增厚业绩。

● 钾肥市场供需趋紧，预计高景气度维系

全球钾盐资源高度集中，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三地占全球钾盐储量的 2/3，全球市场呈寡头垄断格局。供给端，全球新建产能增长有限，预计未来 5 年新增产能不超过 1200 万吨，俄乌战争等地缘政治因素影响钾肥供给，预计 2022 年出货量约为 6100 万吨，未来 3 年增量有限；需求端，人均耕地面积不断减少，单位面积产量要求带动化肥需求，目前一年全球钾肥消费量超 7100 万吨，为近五年新高，未来全球钾肥需求仍将保持稳定增长。供求趋紧的情况下钾肥价格将会继续保持高位，并有望迎来小幅增长，钾肥行业高景气度维系。

● 资源为王叠加区位优势，国际化龙头之路开启

第一，公司钾矿储量充足。钾肥行业的核心壁垒之一在于资源获取，公司折纯氯化钾储量超过 10 亿吨，开采及生产工艺成熟，扩产节奏有望提速。

第二，公司区位优势明显。公司地处东南亚地区核心，和加钾、俄钾比具有临近需求地、运输成本低的绝对优势，同时公司在老挝深耕多年，达成高度合作关系。

第三，公司打造智能矿山降本增效。携手华为打造智能矿山，有效提升生产管理效率。公司对标世界钾肥产品最高品质，着力开发溴素等非钾产品，有望创造新增长引擎。

● 投资建议

从可比公司估值看，2023 年可比公司的平均估值为 10.30 倍，考虑到亚钾国际的钾资源充足，在钾资源稀缺性日益凸显的背景下，公司产能不断翻倍的意愿明确，且长期的生产成本有望不断降低，公司未来的成长性较高；同时公司凭借老挝独特的区位优势有望形成“加拿大、（白）俄罗斯、东南亚”三足鼎立的行业格局，且提前布局非钾业务，可进一步提升公司业绩。因此我们认为亚钾国际业务成长空间较大，相比行业可比公司有望实现更快增长，出于审慎原则，给予亚钾国际 30% 估值溢价，2023

年估值为 13.38 倍，合理市值为 342 亿，目前依然被低估。
 预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 20.14/25.56/33.37 亿元，
 归母净利润同比增速分别为 125%、26.9%、30.5%，EPS 分别为
 2.17/2.75/3.59 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 老挝项目投产进度不及预期；
- (2) 钾肥价格大幅波动；
- (3) 汇率大幅波动；
- (4) 地缘政治局势变动。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	833	3663	5516	8017
收入同比 (%)	129.4%	339.7%	50.6%	45.3%
归属母公司净利润	895	2014	2556	3337
净利润同比 (%)	1401.4%	125.0%	26.9%	30.5%
毛利率 (%)	65.2%	76.7%	69.5%	68.0%
ROE (%)	19.4%	20.2%	20.4%	21.1%
每股收益 (元)	1.18	2.17	2.75	3.59
P/E	22.54	13.54	10.66	8.17
P/B	4.38	2.74	2.18	1.72
EV/EBITDA	42.02	8.53	6.08	4.18

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 聚焦钾肥业务，致力打造亚洲第一钾肥龙头	5
1.1 公司逐步聚焦钾肥，钾肥产能稳步攀升	5
1.2 公司股权架构逐步完善，技术人才储备充足	6
1.3 钾肥扩产目标明确，业绩步入上行通道	7
2 全球钾肥供需趋紧，预计高景气度维系	9
2.1 供给：全球钾肥市场呈寡头垄断趋势，新增产能有限	10
2.1.1 全球钾盐资源分布不平衡，钾肥产能集中	10
2.1.2 我国钾肥主要产自盐湖，进口依赖较高	13
2.2 需求：粮食价格高位运行，钾肥需求持续增长	14
2.3 钾肥价格仍居高位，预计高景气度维系	17
3 资源为王叠加区位优势，公司竞争优势明显	17
3.1 资源版图持续扩张，成熟工艺保障项目稳产达产	17
3.2 “智能矿山”持续降本增效，打造全方位钾肥龙头	20
3.3 区位优势显著，老挝政府大力支持	21
3.4 开发溴素等非钾产品，有望创造新增长引擎	23
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 业绩预测	24
4.2 投资建议与估值	24
5 风险提示	25

图表目录

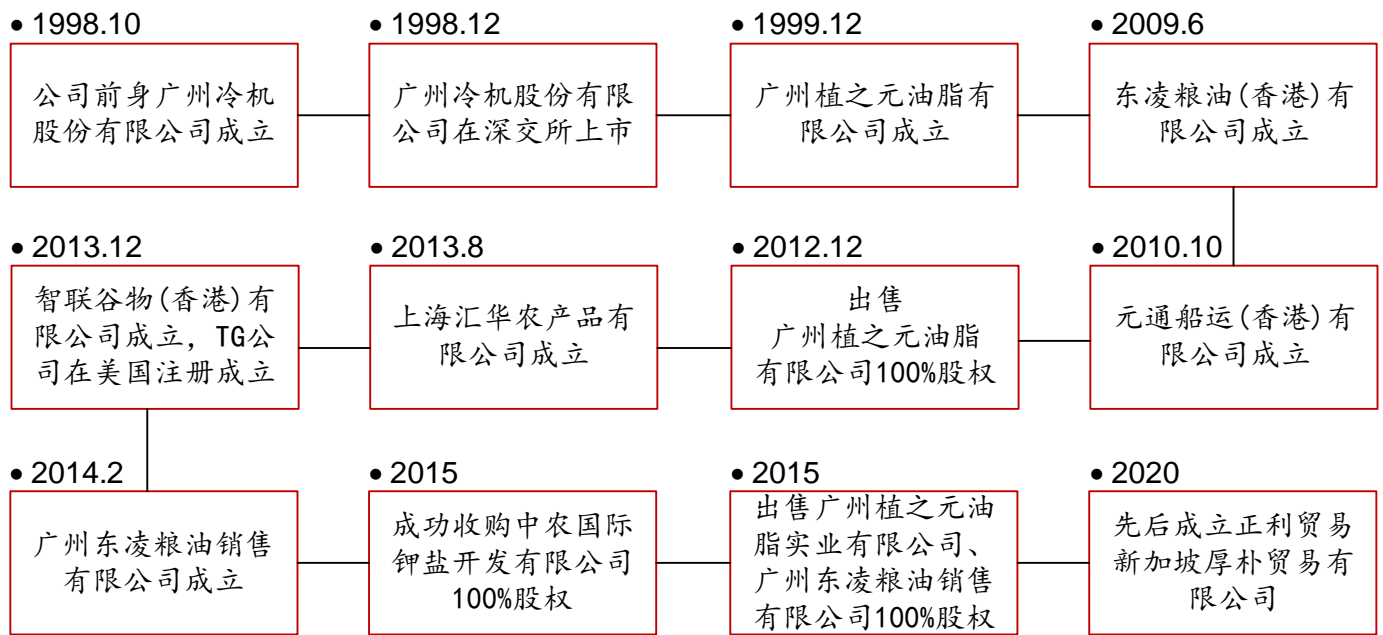
图表 1 公司剥离边缘业务聚焦钾肥	5
图表 2 公司钾肥产能预计快速增长	6
图表 3 公司股权架构清晰	7
图表 4 公司近两年营业收入高速增长	8
图表 5 公司近两年归母净利润高速增长	8
图表 6 公司近五年毛利率及扣非归母净利率稳步上升	8
图表 7 公司近五年三费整体呈下降趋势	9
图表 8 公司股权激励考核目标与产量高度绑定	9
图表 9 主要钾肥种类	10
图表 10 全球钾盐资源分布不平衡	10
图表 11 2021 年钾盐产地较集中	10
图表 12 全球钾盐资源主要分布在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等地	11
图表 13 钾矿主要种类及分布	11
图表 14 全球主要钾肥生产企业产能情况	12
图表 15 2022 全球主要钾肥供应商供货量预测 (万吨)	13
图表 16 2022 年国内钾肥企业产能	13
图表 17 我国钾肥进口依赖度高	14
图表 18 世界人均耕地面积逐年减少	14
图表 19 全球主要粮食月产量逐步上升	15
图表 20 主要粮食价格逐步上升	15
图表 21 我国钾肥施用比例有待提高	15
图表 22 世界氯化钾消费量呈上升趋势	16
图表 23 钾肥消费主要集中在东亚、拉美、北美	16
图表 24 全球分地区钾肥进口量	16
图表 25 中国是亚洲主要钾肥消费国	16
图表 26 氯化钾价格预计持续保持高位	17
图表 27 公司拥有老挝优质矿区	18
图表 28 公司折纯氯化钾资源储量超过 10 亿吨	18
图表 29 公司钾肥在长期更具成本优势	19
图表 30 公司钾肥生产工艺成熟	20
图表 31 华为智慧矿山方案	21
图表 32 公司交通路线图 (左), 中老铁路路线图 (右)	22
图表 33 老挝国家副主席视察公司并给予高度评价	22
图表 34 老挝在东南亚政治局势较为稳定	23
图表 35 卤水提溴工艺流程图	23
图表 36 溴素产品价值量大	23
图表 37 公司钾肥业绩预测	24
图表 38 可比公司估值比较 (股价截至 2023 年 2 月 14 日)	25

1 聚焦钾肥业务，致力打造亚洲第一钾肥龙头

1.1 公司逐步聚焦钾肥，钾肥产能稳步攀升

公司近年来逐步剥离低毛利的边缘业务，聚焦钾肥。公司前身为广州冷机，于1998年10月在广州成立，曾从事电冰箱压缩机、油脂加工、谷物贸易业务、船运业务。2020年，公司决定进行战略转型，剥离谷物贸易业务、船运业务，聚焦钾肥。公司在2020年公告进行转型，同年9月公司更名为亚钾国际投资（广州）股份有限公司，并在2021年半年报中首次完全剔除边缘业务，顺利完成战略转型，成为以钾矿开采、钾肥生产、销售为一体的，专注于钾肥的国际企业。

图表 1 公司剥离边缘业务聚焦钾肥

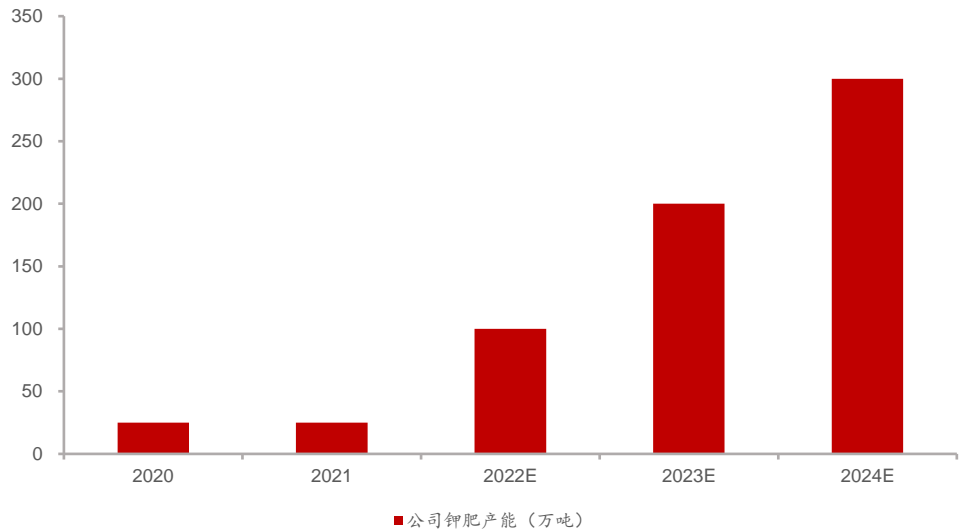


资料来源：公司官网，华安证券研究所

手握东南亚地区最大规模钾肥项目，拥有亚洲最大钾盐资源量。公司是第一家实现境外钾盐项目工业化生产的中资企业，依托原有老挝甘蒙省35平方公里、折纯氯化钾资源量1.52亿吨的钾盐矿开采权，于2022年3月实现老挝100万吨改扩建项目的稳产达产，成为我国境外首个百万吨级的钾肥项目，也是东南亚地区最大规模的钾肥项目。2022年6月22日，公司取得179.8平方公里彭下-农波钾盐矿开采权，2022年11月4日公司公告获取老挝48.5矿区后，公司氯化钾资源储量超过10亿吨，为亚洲最大钾盐资源拥有量企业。

公司产能稳步提升，量升带来稳固收入。公司首个100万吨项目已稳产达产，该项目建成投产用时17个月，为后期产能扩建奠定了坚实基础。目前公司第二个100万吨项目基建工作已投建完成，2023年1月1日开始试车，预计在2023年4月达产，实现2023年200万吨产能目标。公司第三个100万吨项目立足于小东布新矿山，目前主斜井、斜坡道已经启动了建设，预计在2023年年底完成固定资产投资，2024年4月达产。

图表 2 公司钾肥产能预计快速增长



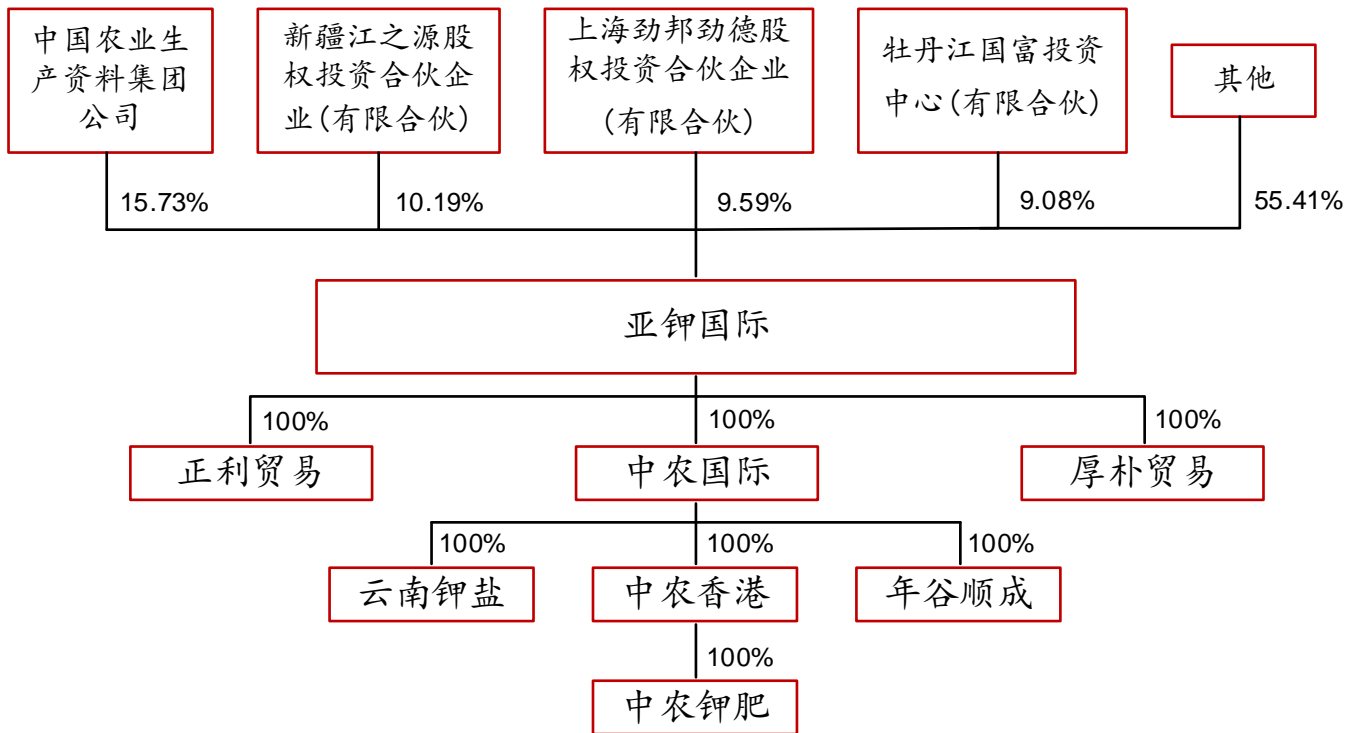
资料来源：公司年报，华安证券研究所

1.2 公司股权架构逐步完善，技术人才储备充足

中国农业生产资料集团公司是亚钾国际第一大股东，持股比例为 15.6%，公司目前无实际控制人。公司股东中持股 5% 以上的还有新疆江之源股权投资合伙企业、上海劲邦劲德股权投资合伙企业、牡丹江国富投资中心，分别持有 8.15%、9.5%、9.0% 股份。其中中国农业生产资料集团公司和新疆江之源股权投资合伙企业于 2021 年 5 月 27 日放弃了部分表决权及提名、提案权，把更多的权力留给公司核心管理团队。公司旗下共有 3 家全资子公司，分别为中农国际钾盐开发有限公司、正利贸易有限公司、新加坡厚朴贸易公司。其中，中农国际旗下的中农香港 (SINO-AGRI MINING INVESTMENT CO., LTD.) 控股中农钾肥有限公司 (SINO-AGRI POTASH CO., LTD)，即为老挝的钾肥生产基地，为公司主要业务发生地。

公司已建立了完善的管理团队和技术人才储备。上市公司委派农钾资源执行董事并聘任相关管理层人员，将技术人员快速投入到标的资产的建设、运营管理工作中，实现对彭下-农波矿段进行统筹开发运营。同时，依托上市公司现有成熟的人力资源管理系统和人才培养体系，有序开展人员招聘、培训工作，搭建满足标的资产生产经营所需的员工队伍，统筹管理人员晋升、调岗等人力资源管理事务。

图表 3 公司股权架构清晰

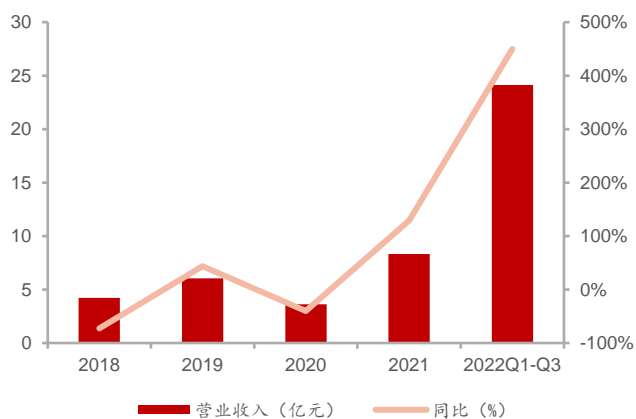


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

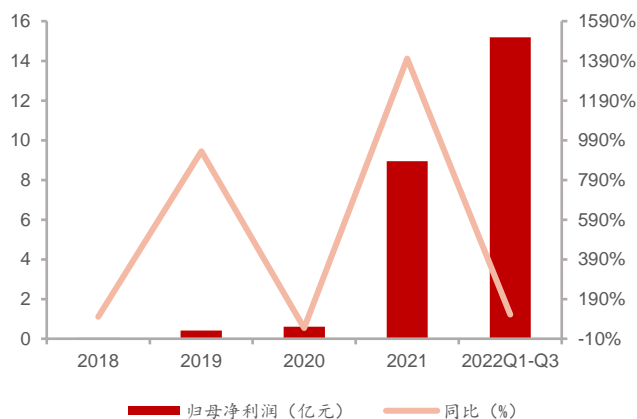
1.3 钾肥扩产目标明确，业绩步入上行通道

2021 年公司聚焦钾肥后项目快速稳产达产，业绩实现高速增长。公司 2018 年至 2020 年 3 年营业收入分别为 4.21 亿元、6.05 亿元、3.63 亿元，归母净利润分别为 0.04 亿元、0.41 亿元、0.60 亿元。2020 年受新冠疫情影响，公司老挝钾肥生产停产近一个月时间，导致 2020 年钾肥业务收入同比下降近 19%，营业总收入同比下降 40.02%。2021 年开始公司聚焦钾肥，叠加疫情影响逐步恢复，公司业务方向走上正轨，经营状况持续向好。2021 年及 2022 年前三季度公司营业收入分别为 8.33 亿元、24.13 亿元，同比分别增长 129.36%、449.90%；公司归母净利润大幅提高，2021 年及 2022 年前三季度分别为 8.95 亿元、15.19 亿元，同比分别增长 1401.43%、112.01%。公司步入高速上行通道，公司未来第二个百万吨项目和第三个百万吨项目顺利进行，有望在 2023 年、2024 年贡献高额收入。

图表 4 公司近两年营业收入高速增长



图表 5 公司近两年归母净利润高速增长

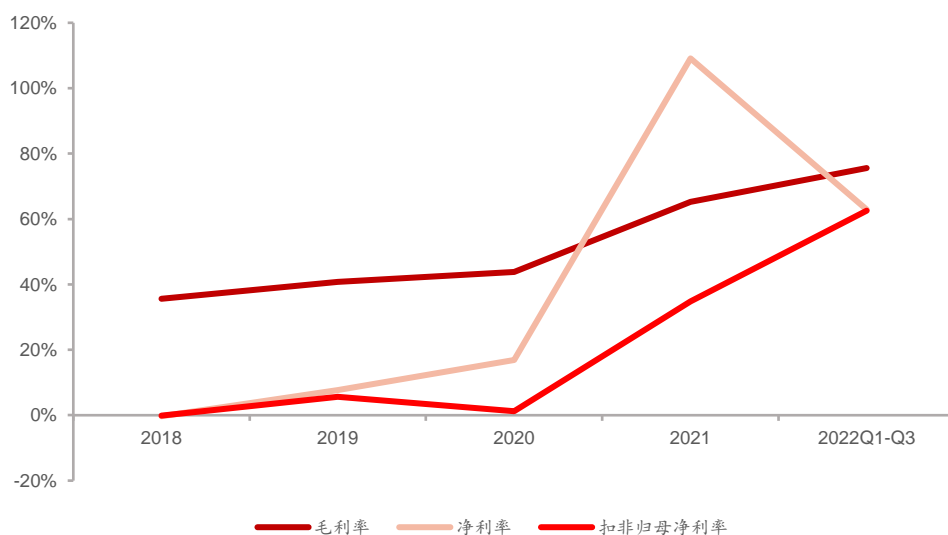


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司近五年毛利率和净利率稳步上升, 分别提升 39.97 个 pct、63.23 个 pct, 盈利状况持续向好。毛利率方面, 公司毛利率从 2018 年的 35.61% 提升至 2022 年的 75.58%, 盈利能力大幅提升; 净利率方面, 公司 2018 年至 2022 年第三季度分别为 -0.30%、7.70%、16.92%、109.11%、62.93%, 扣非归母净利率分别为 -0.12%、5.60%、1.26%、34.76%、62.54%。2021 年非主营业务收入增加使净利率超出预期, 扣非后归母净利率为 34.76%。公司 2021 年疫情影响消散后叠加钾肥价格上涨, 整体盈利水平快速提高。

图表 6 公司近五年毛利率及扣非归母净利率稳步上升

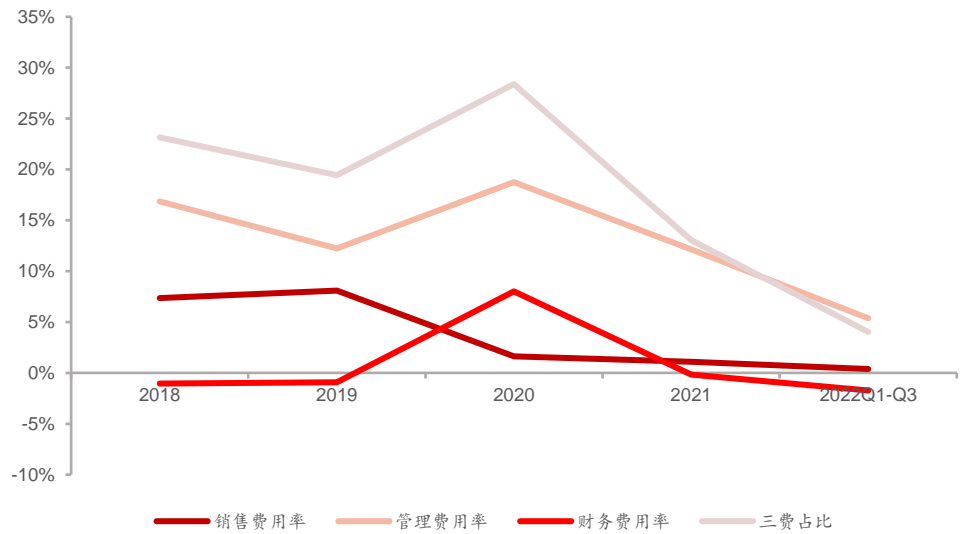


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2021 年开始经营状况改善, 三费持续下降, 五年总体下降了 19.14 个 pct, 得益于聚焦钾肥后的战略改变和疫情影响消散。2018 年至 2020 年公司三费占比分别为 23.16%、19.42%、28.38%, 其中管理费用占比最高。2020 年聚焦钾肥后公司改善销售策略, 销售费用由 2019 年的 8.09% 下降至 1.62%。2021 年疫情影响消散后, 公司经营恢复正常, 三费持续下降, 2021 年以及 2022 年前三季度三费占比分

别为 13.05%、4.02%，2022 年三费预计大幅下降，公司盈利能力进一步提高。

图表 7 公司近五年三费整体呈下降趋势



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司股权激励业绩考核目标与产量绑定，扩产目标明确。根据公司公告，公司规划短期在 22 年、23 年、24 年分别达成 100 万吨、200 万吨、300 万吨，25-26 年实现 500 万吨，中长期实现 800-1000 万吨的产量目标，资源以及工艺技术的双重保证下项目落地成功率极高。公司 22 年 9 月 8 号公布的股权激励方案中把业绩考核标准与年度产量绑定，显示出公司管理层持续扩产的决心以及对公司未来发展的信心。

图表 8 公司股权激励考核目标与产量高度绑定

行权/解除限售期	考核年度	基础考核目标 A	卓越考核目标 B	挑战考核目标 C
		公司层面行权/解除限售比例为 80%	公司层面行权/解除限售比例为 90%	公司层面行权/解除限售比例为 100%
第一个行权/解除限售期	2022 年	80 万吨 \leq Q<90 万吨, 且 S/Q \geq 85%	90 万吨 \leq Q<100 万吨, 且 S/Q \geq 85%	Q \geq 100 万吨, 且 S \geq 85 万吨
第二个行权/解除限售期	2023 年	180 万吨 \leq Q<190 万吨, 且 S/Q \geq 85%	190 万吨 \leq Q<200 万吨, 且 S/Q \geq 85%	Q \geq 200 万吨, 且 S \geq 170 万吨
第三个行权/解除限售期	2024 年	280 万吨 \leq Q<290 万吨, 且 S/Q \geq 85%	290 万吨 \leq Q<300 万吨, 且 S/Q \geq 85%	Q \geq 300 万吨, 且 S \geq 255 万吨

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: Q 为当年钾肥产量, S 为当年钾肥销量

2 全球钾肥供需趋紧，预计高景气度维系

钾是农作物生长三大必需的营养元素之一，钾肥产品中氯化钾占比超过 90%。钾是 60 多种酶的活化剂，能够促进酶的活化及植物的光合作用，增加植物对于二氧化

化碳的吸收和转换，同时促进糖和脂肪的合成，并提高作物的产品质量。钾肥为资源性产品，主要应用于农业领域，被广泛的施用于大田作物和经济作物，用来增产并提高作物品质，被誉为“粮食的粮食”。钾肥的主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于资源丰富、养分浓度高、易吸收的特点，在钾肥产品中占比超过 90%。

图表 9 主要钾肥种类

钾肥种类	主要特点	主要施肥作物
氯化钾 (KCl)	养分浓度高、易吸收、价格较低、钾含量高、速溶性好、使用最广	小麦、水稻、高粱、玉米、棉花、饲草等
硫酸钾 (K ₂ SO ₄)	除可作基肥和追肥外，也可作根外追肥使用，价格较低、钾含量高、吸湿性小、不易结块	洋葱、韭菜、大蒜和其他需要更多硫和钾的作物
硝酸钾 (KNO ₃)	价格适中、含钾量高、溶解快、见效快、可补充氮元素	烟草、水果、蔬菜等经济作物
磷酸二氢钾 (KH ₂ PO ₄)	价格较高、磷钾含量高、用量少、效果明显	广泛适用于大田作物、经济作物

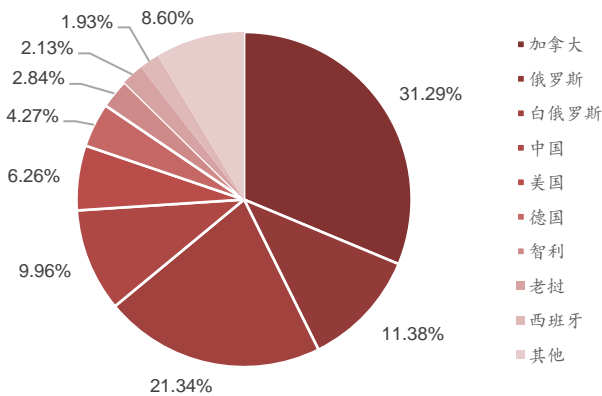
资料来源：三农网、华安证券研究所

2.1 供给：全球钾肥市场呈寡头垄断趋势，新增产能有限

2.1.1 全球钾盐资源分布不平衡，钾肥产能集中

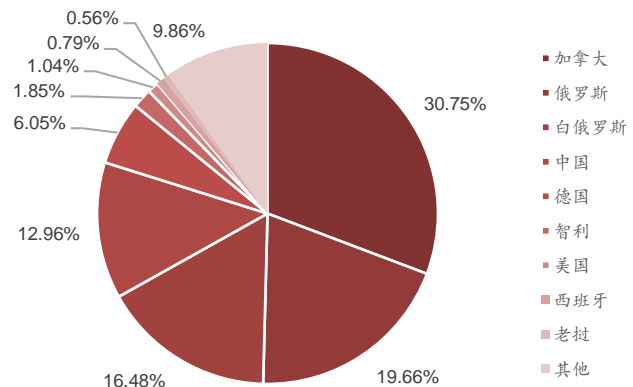
根据 USGS 数据显示，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三国钾盐资源量占全球总资源量的 64%，全球钾盐资源分布极度不平衡，主要集中在北半球。全球钾盐储量超过 37 亿吨（折合 K₂O，KCl 折合 K₂O 的系数大约为 0.63），主要分布在北美和东欧地区，其中加拿大、俄罗斯和白俄罗斯的储量分别占全球总量的 31%、11%、21%，合计占全球总量的 64%。产量方面，加钾、俄钾、白俄钾长期占据市场主要份额，2021 年全球钾肥总产量 4630 万吨（折合 K₂O），其中加拿大、俄罗斯、白俄罗斯产量分别为 1423.9 万吨、910.1 万吨和 763.0 万吨，合计占全球总量的 67%。

图表 10 全球钾盐资源分布不平衡



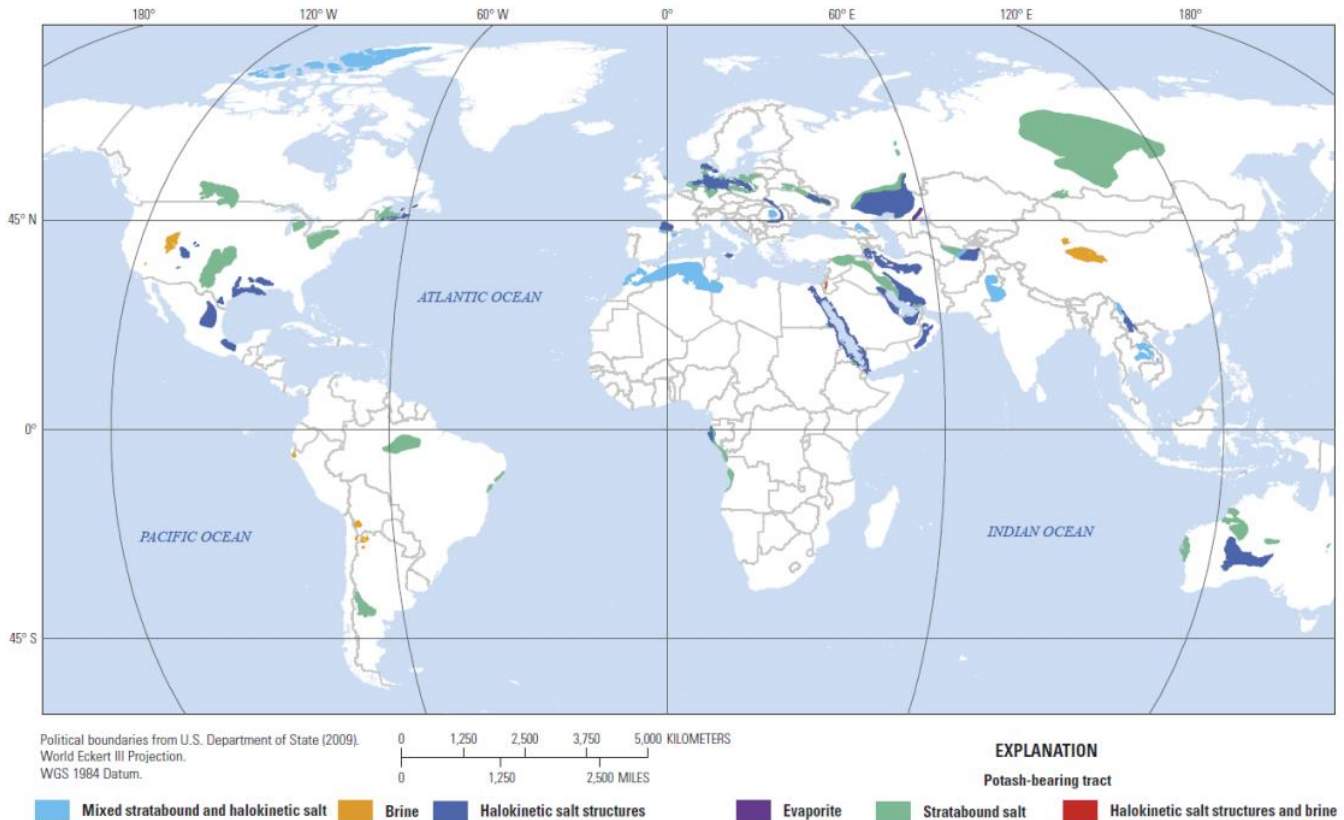
资料来源：USGS，华安证券研究所

图表 11 2021 年钾盐产地较集中



资料来源：USGS，华安证券研究所

图表 12 全球钾盐资源主要分布在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等地



资料来源：USGS，华安证券研究所

全球钾矿类型主要分为三种，品位由高到低分别为钾石盐矿、光卤石矿、卤水钾矿。钾石盐矿在钾肥生产原料中占比最大，主要分布在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、美国等国家，钾石盐矿品位最高，在 25%-30%左右；光卤石矿主要分布在俄罗斯、老挝等国家，品位次于钾石盐矿，在 15%-20%左右；卤水钾矿主要分布在中国、以色列等国家，品位最低，在 10%左右。

图表 13 钾矿主要种类及分布

国家	钾盐矿床/盆地名称	主要钾矿类型 (括号内为品位)	主要钾肥生产企业
加拿大	萨斯喀彻温钾盐矿床	钾石盐矿 (25%-30%)	Nutrien、Mosaic
	新不伦瑞克钾盐矿床		
俄罗斯	涅帕盆地	钾石盐矿 (25%-30%) 光卤石矿 (15%-20%)	Uralkali
	上卡姆钾盐矿床		
	日梁钾盐矿床		
	滨里海凹地钾盐矿床		
白俄罗斯	彼里皮亚特	钾石盐矿 (25%-30%)	Balruskali
美国	密执安钾盐矿床	钾石盐矿 (25%-30%)	Mosaic
	帕拉多克斯钾盐矿		
	新墨西哥钾盐矿床		
中国	察尔汗盐湖钾盐矿床	卤水钾矿 (10%)	盐湖股份、藏格矿业
	罗北凹地钾盐矿床		

泰国、老挝	呵叻盆地钾盐矿床	光卤石矿 (15%-20%)	亚钾国际、东方铁塔
以色列、约旦	死海	卤水钾矿 (10%)	ICL Group

资料来源：《中国钾盐资源形势分析及管理对策建议》，公司公告，华安证券研究所

钾肥新增产能不及预期，全球钾肥供给端产能增长有限。由于新建项目投产周期太长，以加钾、俄钾为例平均建设周期为 7-10 年，长周期使得项目风险不可预知，加上钾矿投资强度大，世界老牌钾肥生产企业新增产能有限，叠加俄乌战争影响，俄钾扩产项目有延期可能，总体来看全球钾肥供给端产能增长有限，预计 2023 年有小幅产能扩张。

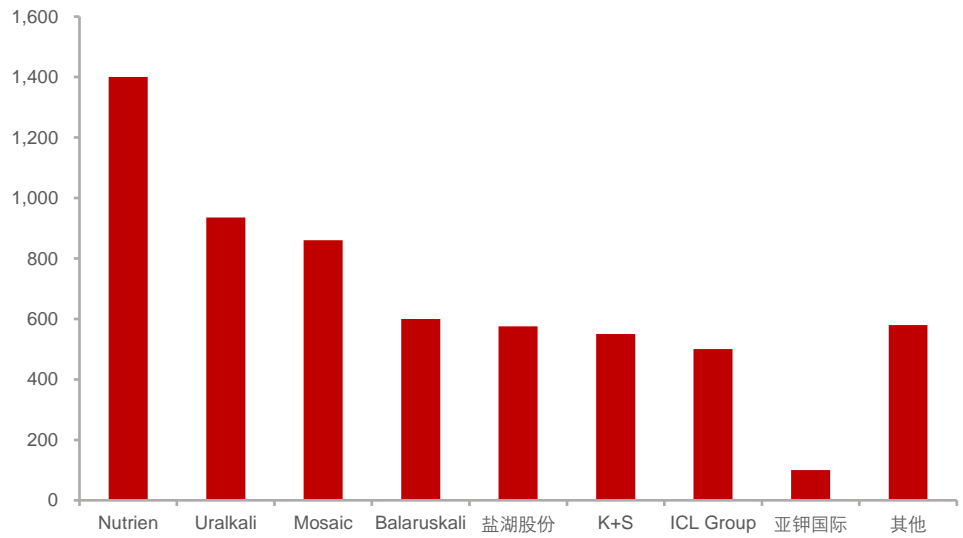
图表 14 全球主要钾肥生产企业产能情况

公司	钾肥产地	现有产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	预计投产时间
Nutrien	加拿大	1360	440	100 万吨预计 2023 年投产，剩余产能预计 2025 年前陆续投产。
Uralkali	俄罗斯	1300	-	-
Balaruskali	白俄罗斯	1290	250	2025 年
Mosaic	加拿大、美国	1120	-	-
K+S	德国	710	-	-
盐湖股份	中国	500	-	-
ICL Group	以色列	450	-	-
藏格矿业	中国	200	-	-
亚钾国际	老挝	100	200+200	预计 2023 年底扩建到 300 万吨产能、2025 年底扩建到 500 万吨产能。
东方铁塔	老挝	50	150	一期 50 万吨预计 2023 年中前投产

资料来源：中国无机盐工业协会、各公司公告，华安证券研究所

持续制裁导致 2022 年白俄罗斯钾肥、俄罗斯钾肥发货量下降、产量下降。2021 年下半年欧盟和美国分别宣布对白俄罗斯钾肥行业进行制裁，2022 年俄乌冲突再度引发持续性制裁。Nutrien 公告 2022 年白俄罗斯钾肥发货量下降 50%至 60%，减产 600-800 万吨；俄罗斯钾肥发货量将下降 20%至 25%，预计减产 200-600 万吨。目前全球主要钾盐供应商主要有：加拿大 Nutrien、俄罗斯 Uralkali、白俄罗斯 Balaruskali、美国 Mosaic 和我国盐湖股份等，此次白俄钾、俄钾减产后，预计 2022 年全球钾肥出货量下降至 6100 万吨。

图表 15 2022 全球主要钾肥供应商供货量预测 (万吨)

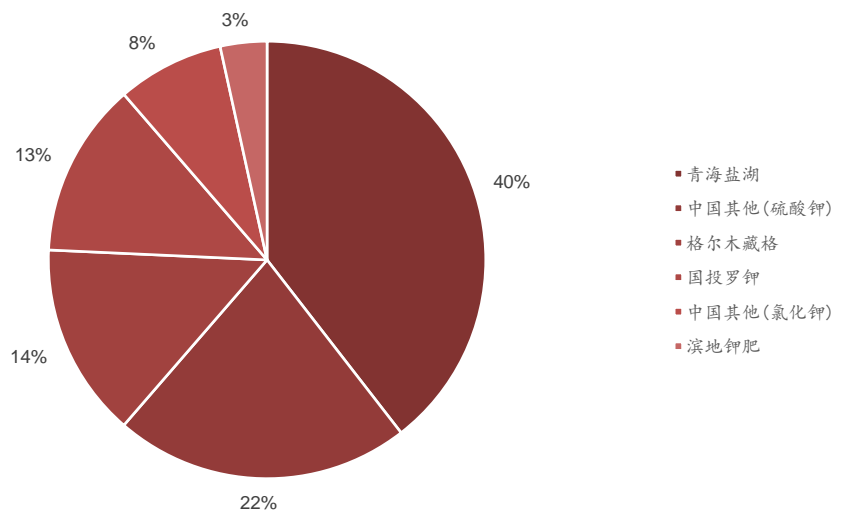


资料来源: Nutrien 公告, 华安证券研究所

2.1.2 我国钾肥主要产自盐湖, 进口依赖较高

我国钾盐储量占全球储量不到 10%, 主要位于青海、新疆, 国内企业产能受限。青海格尔木地区查尔汗盐湖为我国主要氯化钾产地, 青海盐湖和格尔木藏格的氯化钾产能占我国钾肥产能的 54%, 是我国主要的氯化钾和钾肥生产企业。新疆罗布泊地区是我国主要硫酸钾产地, 国投罗钾和滨地钾肥为主要硫酸钾生产企业。国内钾肥产能受钾盐资源限制, 产能增长有限。

图表 16 2022 年国内钾肥企业产能

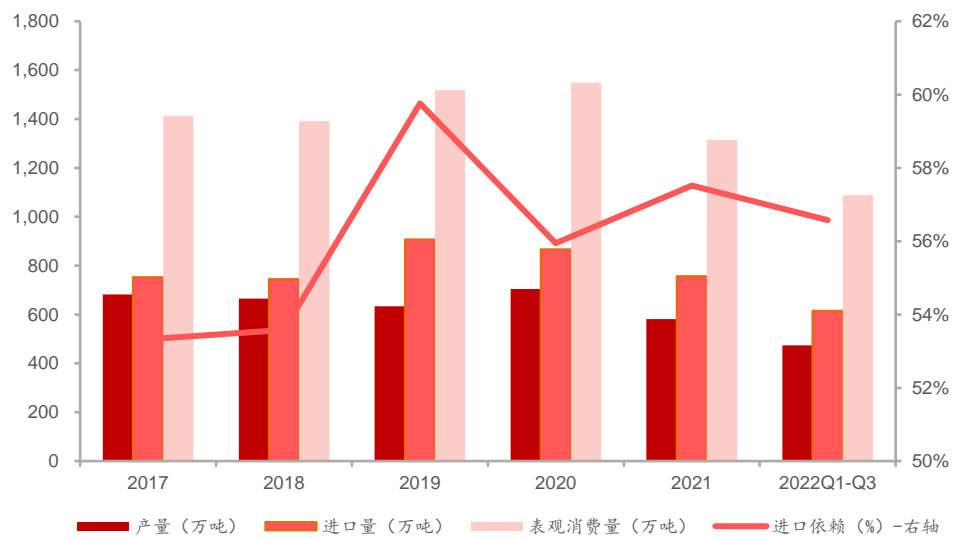


资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

我国钾肥自给率常年低于 50%, 产量增长乏力, 进口依赖度高。由于我国钾资源总体稀缺, 钾盐资源储量逐年减少, 产量增长乏力, 长期依赖进口的局面难以改变。2021 年我国氯化钾表观消费量为 1315.54 万吨, 进口 756.62 万吨, 相当于 57.51%

的氯化钾需要进口。

图表 17 我国钾肥进口依赖度高

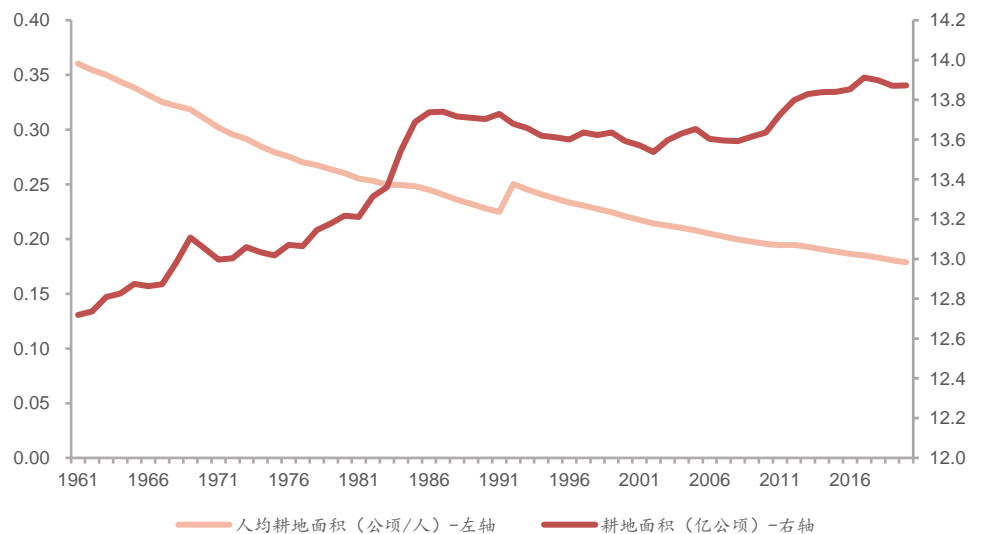


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

2.2 需求：粮食价格高位运行，钾肥需求持续增长

全球粮食供求趋紧，全球耕地增加速度不及人口增加速度，粮食危机日趋严重，增效要求带动化肥需求。据 IBRD（世界银行）以及 FAO（联合国粮食及农业组织）统计，从 1961 年至 2020 年 60 年间，世界人口增加约 47 亿，耕地面积只扩大了约 1.15 亿公顷，人均耕地面积大幅下降，从 0.36 公顷/人降至 0.18 公顷/人。人均耕地面积的下降意味着对单位耕地面积粮食产量的要求提升，单位面积产量提升必须要有化肥参与，进而带动化肥需求。

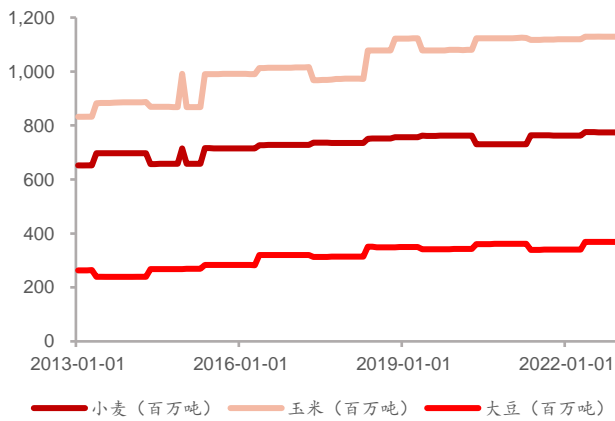
图表 18 世界人均耕地面积逐年减少



资料来源: IBRD, FAO, 华安证券研究所

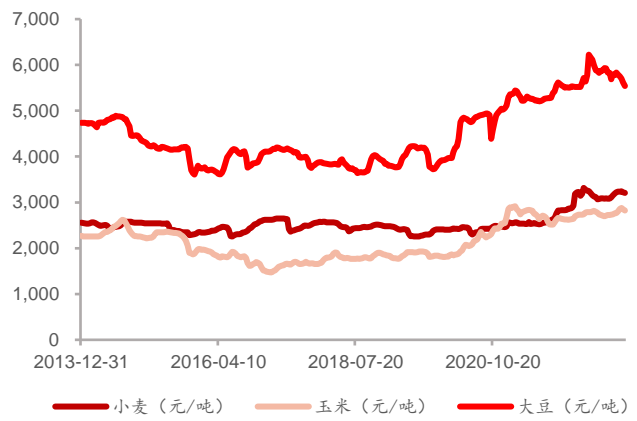
近五年世界主要粮食价格上升明显,产量逐年提高,粮食高价带动种植积极性,进而带动化肥需求。2018年至2022年五年内,小麦、玉米、大豆价格分别上升了25.72%、62.79%、48.06%,粮食价格上涨与人口增长以及人均耕地面积减少息息相关,粮食高价带动种植积极性,小麦、玉米、大豆近五年分别增产5.34%、16.00%、17.54%,粮食产量增长带动化肥需求增加。目前时间粮食危机并未解除,粮食价格在未来有继续上升的趋势。

图表 19 全球主要粮食月产量逐步上升



资料来源: Choice, 华安证券研究所

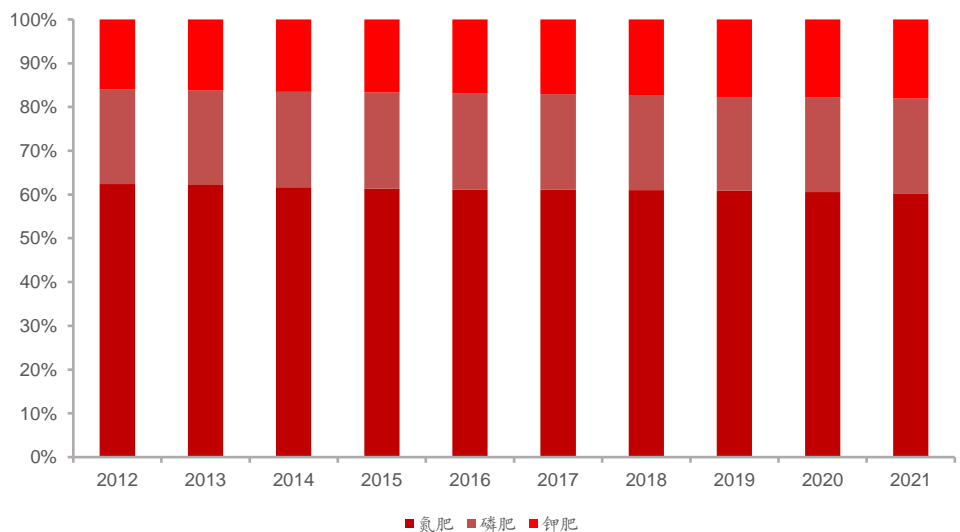
图表 20 主要粮食价格逐步上升



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

科学施肥要求钾肥在三种肥料中的施用占比提高,钾肥需求量有望进一步提高。以我国为例,农业部提出的中国土地氮、磷、钾最优施用比例为1:0.36:0.28,发达国家土壤氮、磷、钾平均施用比例为1:0.37:0.36,而中国目前实际施用比例仅为1:0.38:0.12。随着乡村振兴战略+化肥高储+减肥增效等政策叠加,进一步刺激国内部分地区的种植结构调整,钾肥需求量还有一定上升空间。

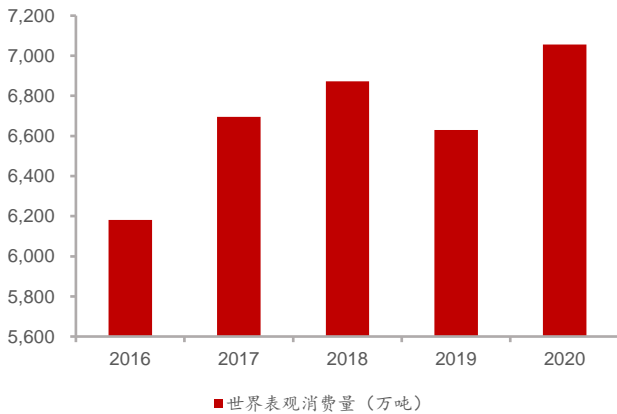
图表 21 我国钾肥施用比例有待提高



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

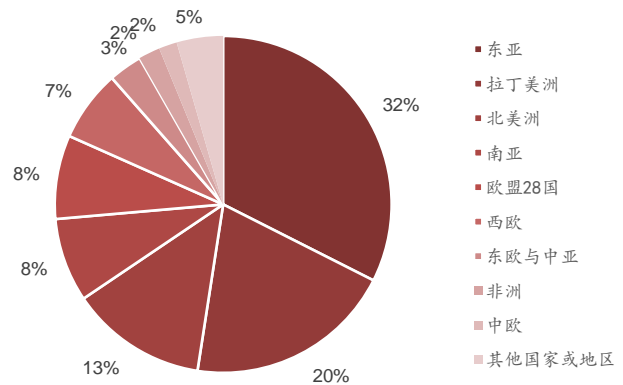
全球钾肥消费主要集中在东亚、拉美、北美, 三个区域钾肥消费量总量占全球的 66.72%。2020 年全球氯化钾表观消费量总计 7056.67 万吨, 为近五年来最高, 同比增长 6.45%。其中东亚、拉美、北美氯化钾消费量最大, 分别占比 32.45%、19.99%、13.11%, 中国、巴西、美国和印度是全球钾肥的主要消费国, 人口基数大的国家对粮食刚需大, 对钾肥的需求量也大。增速方面, 非洲和拉美的钾肥消费增速靠前, 2015-2020 年复合增长率分别达到 9.16%、6.17%, 钾肥需求高增速源于非洲和拉美的人口增长高增速带来的粮食刚需。

图表 22 世界氯化钾消费量呈上升趋势



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

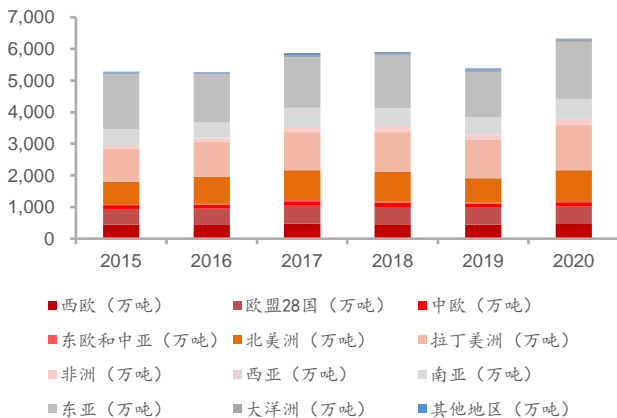
图表 23 钾肥消费主要集中在东亚、拉美、北美



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

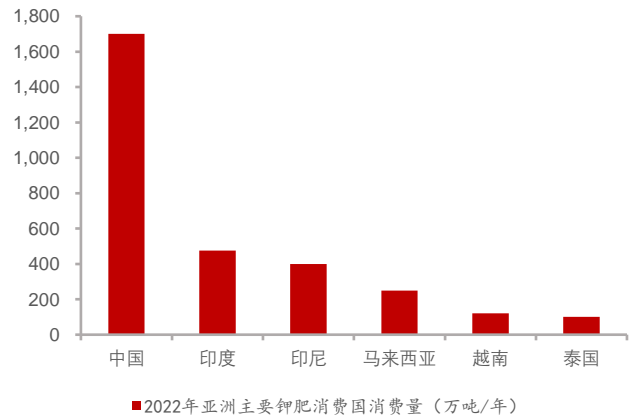
亚洲是钾肥主要进口、消费区域, 我国是亚洲地区最大钾肥进口国, 每年大量进口钾肥。亚洲市场是全球钾肥消费最大且需求增速最快的区域, 亚洲钾肥需求量增速有望继续保持在 4-5% 左右, 目前, 中国年消费需求量约 1700 万吨、印尼约 400 万吨、马来西亚约 250 万吨、越南约 120 万吨、泰国约 100 万吨、印度约 450-500 万吨。除了中国能有 800 万吨钾肥生产能力外, 亚洲其他国家几乎都需要进口钾肥, 亚洲需求大于产能增长。

图表 24 全球分地区钾肥进口量



资料来源: Choice, 华安证券研究所

图表 25 中国是亚洲主要钾肥消费国



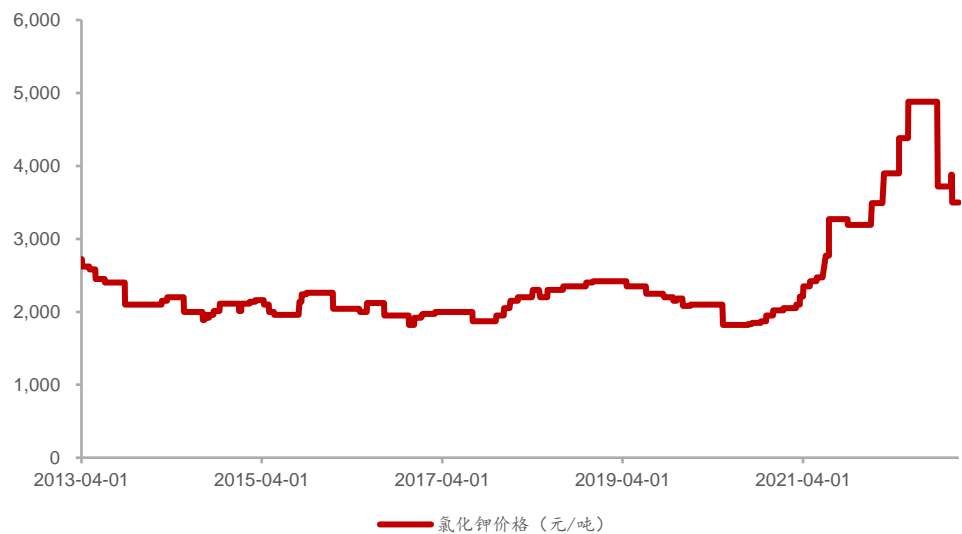
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2.3 钾肥价格仍居高位，预计高景气度维系

钾肥价格近十年经历两次大幅动荡，一次为 2013 年 BPC 解体，另一次为 2022 年俄乌战争爆发。13 年全球两大钾肥联盟之一的白俄罗斯钾肥联盟 BPC 突然“分家”，其主要成员俄罗斯乌拉尔钾肥公司 Uralkali 宣布退出该联盟，导致钾肥市场陷入混乱，各钾肥巨头纷纷降价夺取市场，一年内钾肥价格下降 21%。钾肥价格 2022 年再次经历大幅动荡，21 年末欧美开始的对白俄的贸易制裁以及 22 年初俄乌战争爆发后对俄罗斯的制裁，限制了白俄钾、俄钾的国际市场流动，国际钾肥市场整体供应偏紧，导致钾肥价格持续上涨，氯化钾价格 22 年 6 月份到达 4960 元/吨的历史高位。下半年开始成交量持续走低，叠加化肥淡季，从 6 月份开始钾肥需求弱，价格持续回落，最低至 3533 元/吨，目前钾肥价格已企稳并有小幅上涨趋势。

全球钾肥供求趋紧，钾肥价格有望保持高位，预计高景气度维系。供给端，全球新建产能增长有限，俄乌战争影响下预计未来产量下降幅度大。需求端，人均耕地面积不断减少，单位面积产量要求带动化肥需求，未来全球钾肥需求仍将保持稳定增长。供求趋紧的情况下钾肥价格将会继续保持高位，并可能迎来小幅增长，钾肥将进入高景气周期。

图表 26 氯化钾价格预计持续保持高位



资料来源：iFinD，华安证券研究所

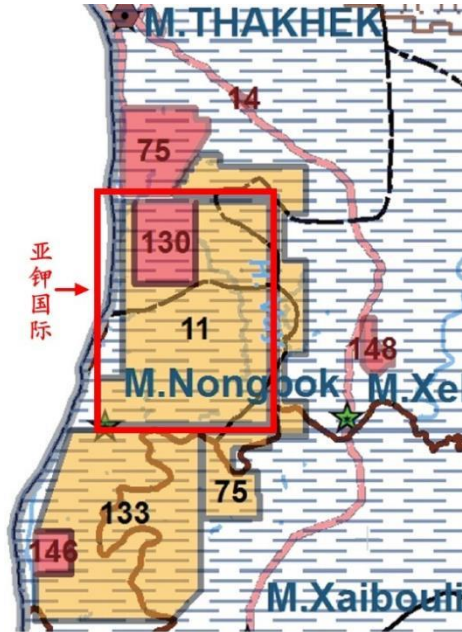
3 资源为王叠加区位优势，公司竞争优势明显

3.1 资源版图持续扩张，成熟工艺保障项目稳产达产

公司掌握老挝优质钾矿，折纯氯化钾资源储量超过 10 亿吨。公司 2022 年 11 月 4 日公告获取老挝 48.5 矿区后，公司折纯氯化钾资源储量超过 10 亿吨。同时公司正在申请沙湾拿吉省 74.2 平方公里钾盐区块探矿权，公司目前是該钾盐区块唯一一家获得老挝沙湾拿吉省同意项目报批申请受理的公司，拿下 74.2 矿区后，公司完

成了全部老挝优质钾矿的矿权获取。公司目前已在 35 矿区实现 100 万吨钾肥产能，计划分别在 23 年、24 年实现 179 矿区的第二个百万吨以及第三个百万吨目标。彭下-农波矿区未来还将承担第四、第五个百万吨项目，助力公司 25-26 年实现 500 万吨产量，中长期实现 800-1000 万吨的钾肥产量目标。

图表 27 公司拥有老挝优质矿区



资料来源：《老挝钾盐勘探开发历史回顾及经验教训分析》，华安证券研究所

图表 28 公司折纯氯化钾资源储量超过 10 亿吨

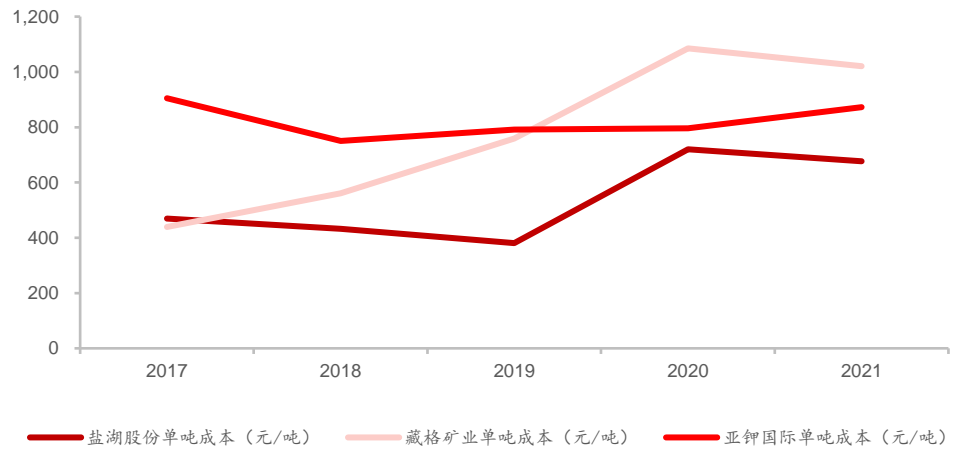
项目	获取时间	矿区面积 (平方公里)	钾矿类型	矿权获得情况	钾肥储量 (亿吨)
35 矿区	2015/9	35.8	光卤石矿	采矿权	1.52
179 矿区	2020/12	179.8		采矿权	6.77
48.5 矿区	2022/11	48.5		探矿权	2-3
74.2 矿区	2022/7	74.2		申请探矿权	-
合计	-	338.3	-	-	>10

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司钾矿资源获取成本低，48.5 矿区矿石摊薄成本低于 1 元/吨。老挝政府不征收矿产资源费，每年只征收少量政府义务金，公司在老挝获取矿产资源的成本很低。根据公司公告，公司获取 35 矿区采矿权用了 29 亿元（不包含固定资产 7 亿元），获取 179 矿区采矿权折价到 38 亿元（评估值 49 亿元），2022 年获取新增的 48.5 矿区的探矿权，因为是从政府直接获取，加上详勘费用、采矿权获得费用，预计总费用不超过 1 亿元左右，获取成本是 35 矿区的三十分之一，是 179 矿区的十分之一。公司矿石摊薄成本从 35 矿的 6.3 元/吨、179 矿的 1.6 元/吨大幅降到 0.16 元/吨左右（因资源量还未确定，用可比面积来折算），48.5 矿区的矿石摊薄成本几乎可忽略不计。公司持续扩产后，规模效应能进一步降低产品的生产成本，提高利润。

长期来看，公司光卤石制钾与国内湖钾相比有更强的成本优势。公司目前钾肥单吨成本大约 872 元/吨，成本稳定且扩产后还有降本空间。我国主要钾肥生产企业盐湖股份和藏格矿业都是采用盐湖卤水提钾的方式，而这种开采方式存在品位下降的问题，因为开采完的废水排回盐湖中，会使盐湖里的钾品位逐年降低，而湖钾本身就是品位最低的制钾来源，会导致在未来钾肥生产成本逐年上升，同时产品质量也面临挑战。

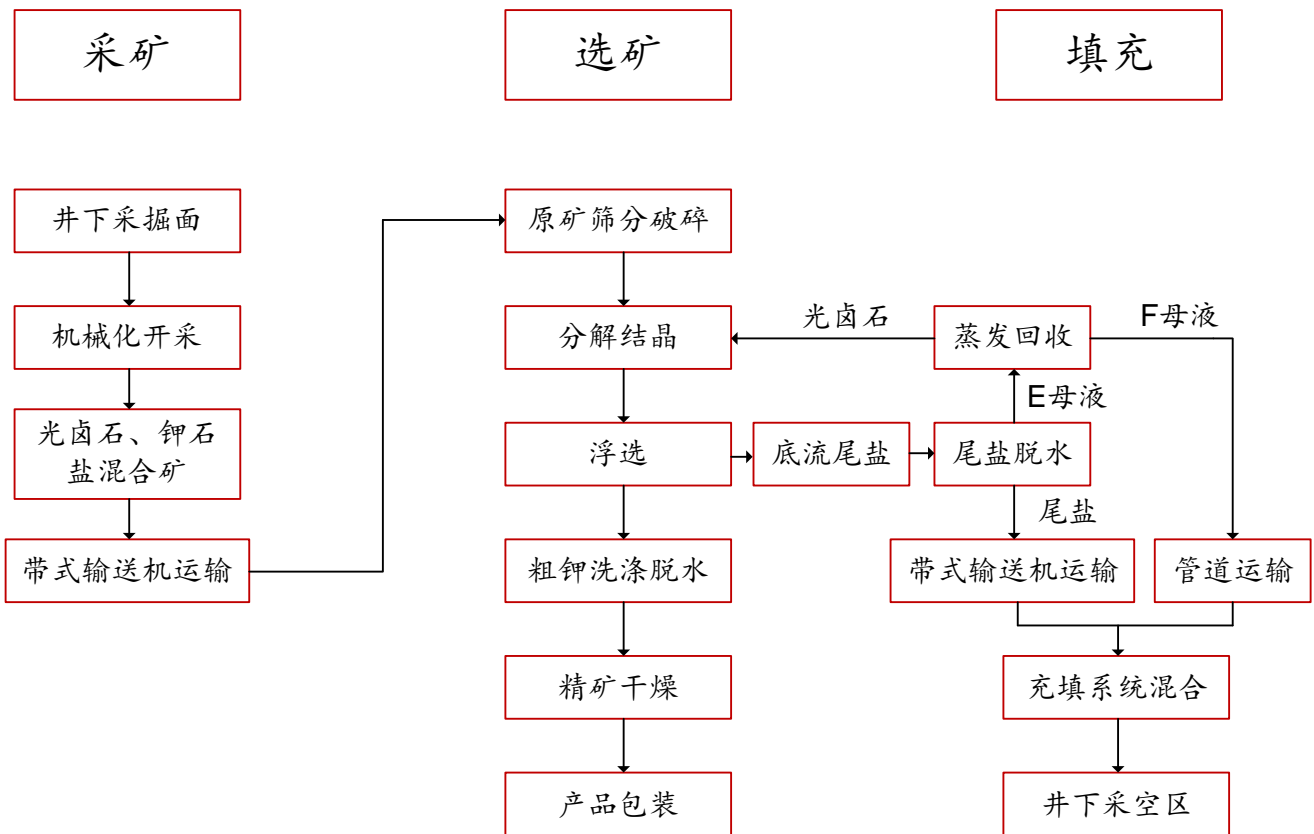
图表 29 公司钾肥在长期更具成本优势



资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司具备全套采矿-选矿工艺技术，可复制性高，保障 179 矿区以及后续项目稳产达产。公司老挝钾肥项目主要采用条带充填采矿法，使用综合机械化掘采采矿工艺，将开采的钾混盐矿进行破碎、分解结晶、经过筛分后，通过浮选、过滤、洗涤、脱水、干燥工序后生产成氯化钾产品；同时将分解后的母液进行蒸发浓缩，与浮选后的尾盐混合充填于井下采空区，形成安全环保的闭环式生产模式。工艺技术的可复制性可提高 179 矿区及后续项目的建成，有效保障公司后续产能目标。

图表 30 公司钾肥生产工艺成熟

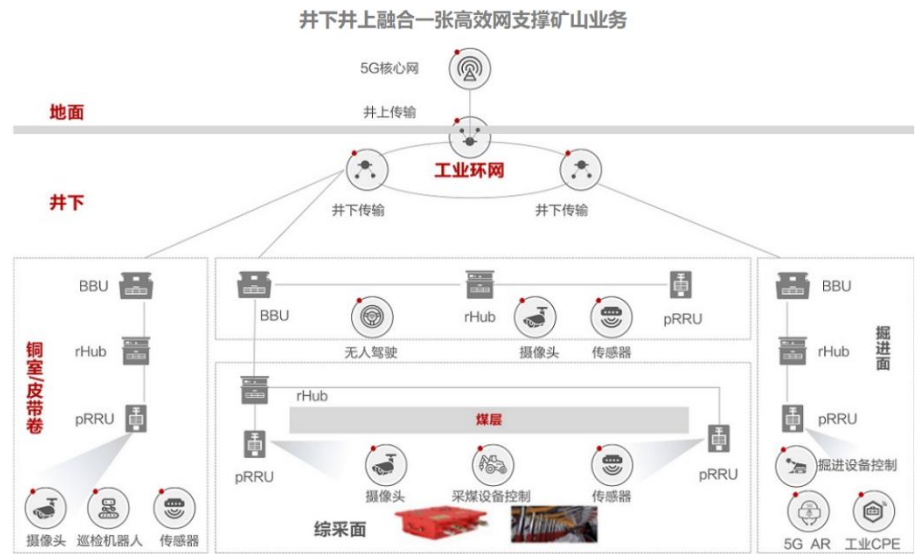


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 “智能矿山”持续降本增效，打造全方位钾肥龙头

矿区采用华为“智能矿山”解决方案，实现无线专网井上井下全覆盖，有效提升生产管理效率。12月15日公司老挝甘蒙省智慧矿区可面向5G升级的4G矿山工业环网正式开通。随着产能扩大，公司老挝矿区工作人员从最初的几百人增加至超过3000人，自动化、智能化需求大大增加。智能矿山可实现井上对井下安全生产状态实时关注，工人可在井上相对舒适的操作间里远程控制井下矿车，减少高温、高温等恶劣环境下作业带来的风险，支持使用智能化手段对矿石的产量品质进行实时评估，提高作业效率，并能灵活调度地下矿车的交通系统，实现井上井下便捷联络。与华为的合作能有效提高矿山资源综合利用率和精细化经营管理水平，实现降本增效，确保公司核心竞争力的持续提升。

图表 31 华为智慧矿山方案



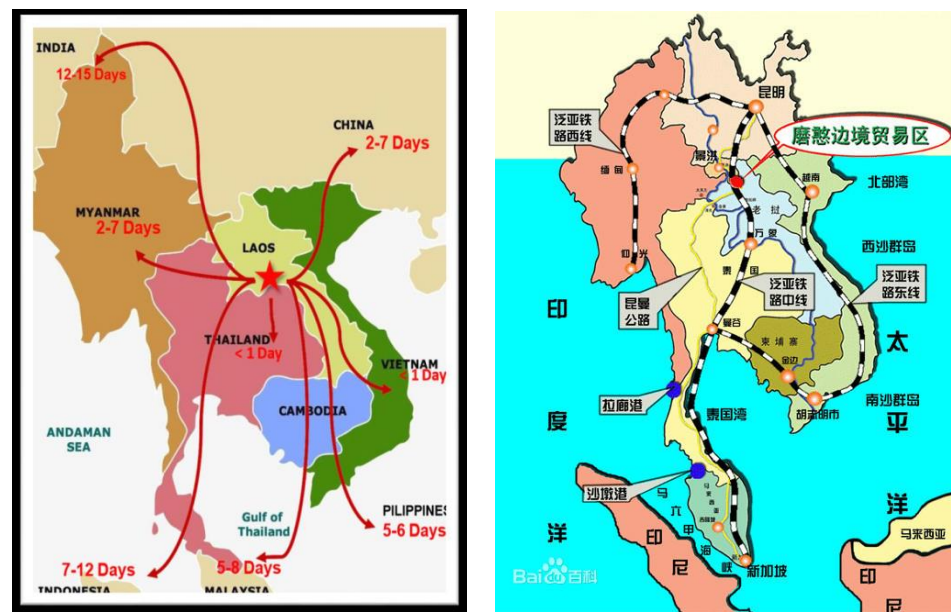
资料来源：华为官网，华安证券研究所

3.3 区位优势显著，老挝政府大力支持

公司地处东南亚地区核心位置，销售及运输成本低。公司老挝甘蒙省矿区与泰国、越南、柬埔寨、缅甸、中国接壤，辐射范围涵盖印度、印度尼西亚、马来西亚等国。矿区临近 13 号公路，向北可通往万象，销售至老挝本地、缅甸客户；向西连接老泰友谊大桥，公司产品可直销泰国；向东对接越南万安港、格罗港及海防港多个港口，销售至越南本地及通过海运销往国内及东南亚等地，加上 21 年中老铁路通车，有利于公司钾肥反哺国内市场。目前公司的销售系统已覆盖东亚、东南亚、南亚的主要钾肥市场。俄钾和白俄钾进入东南亚市场需要通过中欧班列或者海运，加钾需要通过更长距离的海运运输。中欧班列距离远，运力有限；海运因东南亚国家港口限制大船型，不利于下游分销，东南亚都是小散港口，只能是 1 万吨，最多 2 万吨的肥料运输，港口吃水不深，到东南亚国家的运费是到中国运费的两倍，所以东南亚地区对于加钾、俄钾有天然的运输屏障，公司与加钾、俄钾竞争有很大区位优势。

亚洲地区大部分都是缺钾国家，每年大量进口钾肥，公司未来立足于亚洲市场，与加钾、俄钾形成全球三足鼎立的态势。亚洲市场是全球钾肥消费最大且需求增速最快的区域，亚洲钾肥需求量增速有望继续保持在 4-5% 左右，目前根据 iFinD 数据，中国年消费需求约 1700 万吨、印尼约 400 万吨、马来西亚约 250 万吨、越南约 120 万吨、泰国约 100 万吨、印度约 450-500 万吨。除了中国能有 800 万吨钾肥生产能力外，其余国家几乎都需要进口钾肥满足自身需要。公司还在持续扩产的快速发展阶段，至少在 2025 年达成 500 万吨产量目标之前，公司钾肥的持续放量不会对市场总体供求状况造成冲击。

图表 32 公司交通路线图 (左), 中老铁路路线图 (右)



资料来源: 公司公告, 百度百科, 华安证券研究所

公司在老挝深耕多年, 获得老挝政府大力支持, 老挝国家副主席视察公司生产工作并给予高度评价。老挝环评要求不高, 支持公司早采。以泰国为例, 泰国万象矿区不能做早采, 因为早采粉尘大, 只能水采, 井下物质有一些水溶性高, 水采容易有安全问题, 所以在泰国的矿区开采难度和成本上都比较高, 老挝具有相对优势。老挝政府高度评价公司为中老合作标志性项目, 充分肯定了公司对老挝做出的贡献, 希望公司帮助招商引资, 进一步跟老挝政府利益捆绑, 这对公司在老挝的长久生产经营提供保障。

图表 33 老挝国家副主席视察公司并给予高度评价



资料来源: 官方公众号, 华安证券研究所

老挝政治局势稳定, 适合公司长期发展, 政治风险低。2021 年全球和平指数排名中, 老挝和平指数在东南亚排名第四, 全球排名第 45, 政治局势相对稳定、安全。老挝与中国体制相近, 都执行土地集体所有制, 不但征地的成本非常低, 流程复杂程度相对低, 而且政治局势稳定, 有利于公司长期发展。以邻国泰国为例, 泰国军

队为王室所用，而民选政府一旦与王室发生利益冲突，可能会发生政变，导致一些政府合作项目作废，导致国际企业遭受损失。

图表 34 老挝在东南亚政治局势较为稳定

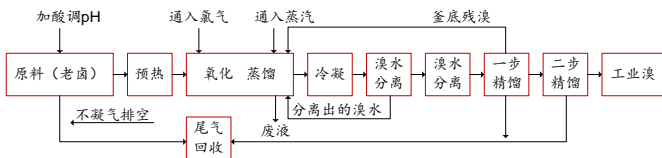
	整体得分	和平指数排名
新加坡	1.347	11
马来西亚	1.515	23
印度尼西亚	1.783	42
老挝	1.809	45
越南	1.835	50
东帝汶	1.873	56
柬埔寨	2.008	78
泰国	2.205	113
菲律宾	2.417	127
缅甸	2.457	131

资料来源：IEP，华安证券研究所

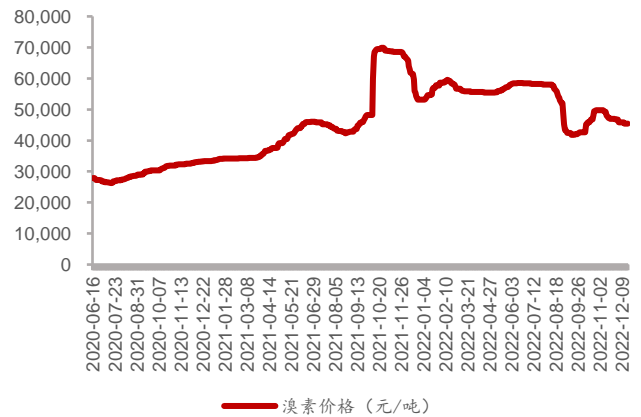
3.4 开发溴素等非钾产品，有望创造新增长引擎

公司正在着手溴素等非钾产品开发，提溴技术可行，溴素价值量大，低投资高回报，盈利空间可观。公司成立非钾事业部，对公司老挝的矿产资源进行全元素的勘探分析和规划，改变只局限于钾资源勘探开发的局面。公司拥有的老挝光卤石矿资源除了钾资源外，还伴生有溴、锂、镁、钠、铷、碘、铯、硼等元素在内的稀缺、稀有资源。其中溴素为公司非钾业务发展的主要产品，提溴工艺难度不高，溴素主要用作制取溴化物，并用于医药、农药、染料、香料、摄影材料、灭火剂、选矿、冶金、鞣革、净水等部门用作普通分析试剂、氧化剂、乙烯和重碳氢化合物的吸收剂及有机合成的溴化剂。溴素价值量高，价格为 45000 元/吨，公司每 100 万吨钾肥产品大约能副产溴素 1.1 万吨，溴素原料又是生产钾肥的废水，投资不大，如果能达产，每年每 100 万吨钾肥产量将带来将近 5 亿的额外溴素收入，盈利空间十分可观。

图表 35 卤水提溴工艺流程图



图表 36 溴素产品价值量大



资料来源：《蒸馏法以光卤石母液生产溴素》，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 业绩预测

主要假设:

假设公司第二个百万吨和第三个百万吨项目投产顺利, 预计 22-24 年公司钾肥销量分别为 85 万吨、170 万吨、255 万吨。由于钾肥市场供需趋紧, 钾肥预计高景气度维系, 假设 22-24 年钾肥市场均价分别为 4250 元/吨、3200 元/吨、3100 元/吨, 毛利率分别为 76.36%、69.07%、67.56%。

图表 37 公司钾肥业绩预测

相关指标	2021A	2022E	2023E	2024E
年销量 (万吨)	35.04	85.00	170.00	255.00
销售价格 (元/吨)	2343.14	4250.00	3200.00	3100.00
销售收入 (百万元)	821.04	3612.50	5440.00	7905.00
毛利率 (%)	64.84	76.36	69.07	67.56
毛利润 (百万元)	532.35	2758.51	3757.41	5340.62

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

4.2 投资建议与估值

我们选取了盐湖股份、藏格矿业、东方铁塔、川发龙蟒、川恒股份作为估值样本。盐湖股份、藏格矿业钾肥生产与销售业务在公司业务里有较大占比, 东方铁塔也在老挝开发钾肥业务, 而川发龙蟒和川恒股份的磷矿资源和磷肥属性也与公司类似, 选择这 5 家公司作为估值样本具备可比性。

从可比公司估值看, 2023 年可比公司的平均估值为 10.30 倍, 考虑到亚钾国际的钾资源充足, 在钾资源稀缺性日益凸显的背景下, 公司产能不断翻倍的意愿明确, 且长期的生产成本有望不断降低, 公司未来的成长性较高; 同时公司凭借老挝独特的区位优势有望形成“加拿大、(白)俄罗斯、东南亚”三足鼎立的行业格局, 且提前布局非钾业务, 可进一步提升公司业绩。因此我们认为亚钾国际业务成长空间较大, 相比行业可比公司有望实现更快增长, 出于审慎原则, 给予亚钾国际 30% 估值溢价, 2023 年估值为 13.38 倍, 合理市值为 342 亿, 目前依然被低估。

预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 20.14/25.56/33.37 亿元, 归母净利润同比增速分别为 125%、26.9%、30.5%, EPS 分别为 2.17/2.75/3.59 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 38 可比公司估值比较 (股价截至 2023 年 2 月 14 日)

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (一致预期)			PE (一致预期)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000792.sz	盐湖股份	26.10	3.02	3.16	3.47	8.65	8.26	7.53
000408.sz	藏格矿业	28.45	3.50	3.63	3.96	8.12	7.84	7.18
002545.sz	东方铁塔	9.45	0.76	1.09	1.27	12.51	8.66	7.46
002312.sz	川发龙蟒	11.40	0.67	0.75	0.88	17.00	15.21	13.00
002895.sz	川恒股份	29.12	1.70	2.53	3.56	17.14	11.51	8.17
行业平均						12.68	10.30	8.67

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

5 风险提示

- (1) 老挝项目投产进度不及预期;
- (2) 钾肥价格大幅波动;
- (3) 汇率大幅波动;
- (4) 地缘政治局势变动。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1051	4422	4607	9004	营业收入	833	3663	5516	8017
现金	863	2777	3784	6533	营业成本	290	854	1683	2565
应收账款	29	441	-41	399	营业税金及附加	41	110	254	401
其他应收款	12	775	380	1234	销售费用	9	15	39	80
预付账款	30	72	150	231	管理费用	101	201	386	802
存货	73	395	499	822	财务费用	-1	-4	-14	-19
其他流动资产	44	-38	-166	-214	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	4504	7549	10923	11173	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1583	3754	7134	8403	营业利润	394	2487	3169	4190
无形资产	2739	2726	2713	2699	营业外收入	629	0	0	0
其他非流动资产	182	1069	1077	71	营业外支出	25	0	0	0
资产总计	5555	11971	15531	20177	利润总额	998	2487	3169	4190
流动负债	494	1498	2427	3638	所得税	89	398	539	754
短期借款	27	0	0	0	净利润	909	2089	2630	3436
应付账款	308	984	1546	2335	少数股东损益	14	76	74	98
其他流动负债	159	514	881	1304	归属母公司净利润	895	2014	2556	3337
非流动负债	154	154	154	154	EBITDA	460	2871	3861	4962
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.18	2.17	2.75	3.59
其他非流动负债	154	154	154	154					
负债合计	648	1652	2581	3792					
少数股东权益	297	373	447	545					
股本	757	921	921	921					
资本公积	3765	6924	6924	6924					
留存收益	87	2101	4658	7995					
归属母公司股东权益	4609	9946	12503	15840					
负债和股东权益	5555	11971	15531	20177					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	484	2049	5088	3790
净利润	909	2089	2630	3436
折旧摊销	68	387	706	792
财务费用	2	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-543	-428	1752	-438
其他经营现金流	1501	2517	879	3873
投资活动现金流	-96	-3432	-4080	-1042
资本支出	-710	-3432	-4080	-1042
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	614	0	0	0
筹资活动现金流	136	3296	0	0
短期借款	27	-27	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	164	0	0
资本公积增加	0	3159	0	0
其他筹资现金流	110	0	0	0
现金净增加额	517	1913	1008	2748

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	129.4%	339.7%	50.6%	45.3%
营业利润	1123.3%	531.3%	27.4%	32.2%
归属于母公司净利	1401.4%	125.0%	26.9%	30.5%
获利能力				
毛利率 (%)	65.2%	76.7%	69.5%	68.0%
净利率 (%)	107.5%	55.0%	46.3%	41.6%
ROE (%)	19.4%	20.2%	20.4%	21.1%
ROIC (%)	7.2%	20.2%	20.2%	20.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.7%	13.8%	16.6%	18.8%
净负债比率 (%)	13.2%	16.0%	19.9%	23.1%
流动比率	2.13	2.95	1.90	2.47
速动比率	1.83	2.61	1.61	2.17
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.42	0.40	0.45
应收账款周转率	32.24	15.61	27.57	44.69
应付账款周转率	1.30	1.32	1.33	1.32
每股指标 (元)				
每股收益	1.18	2.17	2.75	3.59
每股经营现金流薄)	0.52	2.21	5.48	4.08
每股净资产	6.09	10.71	13.46	17.05
估值比率				
P/E	22.54	13.54	10.66	8.17
P/B	4.38	2.74	2.18	1.72
EV/EBITDA	42.02	8.53	6.08	4.18

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。