

钾肥行业新锐，未来产能持续扩张

Newcomer to the Potash Industry, with Continued Capacity Expansion Ahead

庄怀超 Huaichao Zhuang hc.zhuang@htisec.com

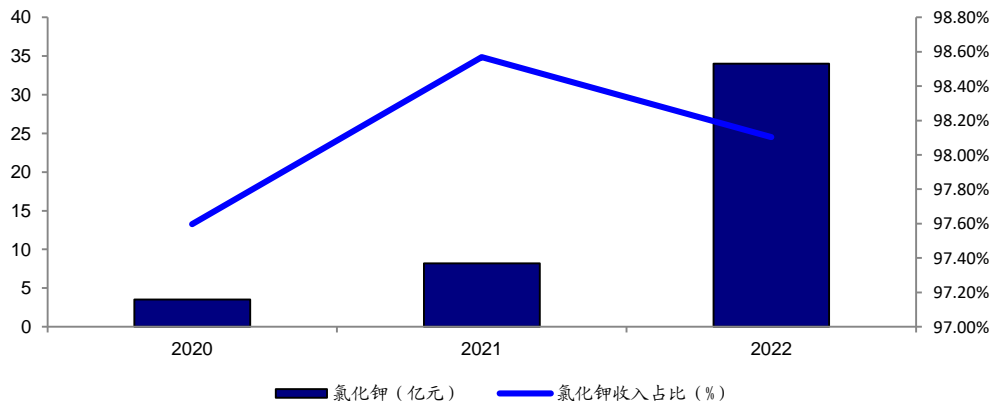
2023年8月24日

1. 公司简介：氯化钾国内龙头，产能扩张发挥优势
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 钾肥大合同价格回调至合理区间，国内进口增加
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

老挝钾肥龙头企业，多年来专注钾肥业务

亚钾国际成立于1998年，专注于钾盐矿开采、钾肥生产及销售业务。公司秉承“资源、规模、创新”发展理念，以“打造世界级钾肥供应商”为战略目标，以“一年新增一个百万吨钾肥产能和产量”为目标，持续扩大钾肥产能。经过多年深耕，公司当前已构建以东南亚、东亚地区为核心的销售网络及物流体系，同时布局南亚及大洋洲等市场。公司专注于氯化钾产品，2020-2022年氯化钾业务收入占比分别为97.60%、98.57%、98.10%。

图：2020-2022公司氯化钾收入占比



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

不断进行资源收购，钾矿储备亚洲第一



公司当前拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权，钾盐矿矿石总量49.37亿吨，折纯氯化钾资源储量将超过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，1) 公司通过重大资产重组的方式收购了老挝甘蒙省农波县彭下-农波村地区 179.8 平方公里钾盐矿，该矿区与 35平方公里钾盐矿区相连，钾盐矿矿石总量约为 39.356亿吨，折纯氯化钾约为 6.77亿吨。2) 甘蒙省农龙村 48.52km²钾盐矿权。

图：公司老挝钾盐矿储备情况

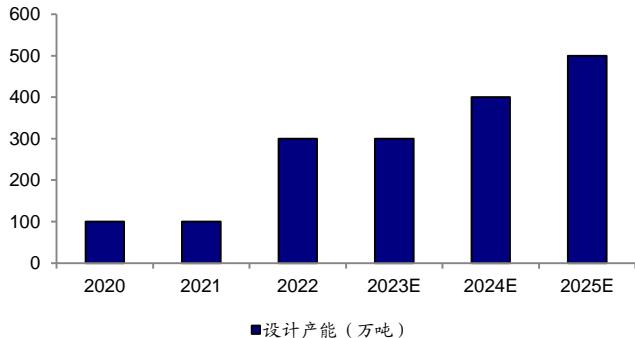
	2021	2022	2023E
钾矿情况	35平方公里钾盐矿区	通过重大资产重组的方式收购了老挝甘蒙省179.8平方公里钾盐矿	甘蒙省农龙村 48.52km ² 钾盐矿权
持股公司	中农国际	农钾资源	
最新股权情况	100%	71.17%	
地区	老挝甘蒙省他曲县东泰矿区	老挝甘蒙省农波县彭下-农波村地区，与 35平方公里钾盐矿区相连	老挝甘蒙省农龙村
钾盐矿面积 (平方公里)	35	179.8	48.52
钾盐矿矿石储量 (亿吨)	10.02	39.36	74.2
折纯氯化钾 (亿吨)	1.52	6.77	
合计钾盐矿面积 (平方公里)	35	214.8	263.32
合计钾盐矿矿石储量 (亿吨)	10.02	49.37	
合计折纯氯化钾储量 (亿吨)	1.52	8.29	>10
产能 (万吨)	100	100	300
产量 (万吨)	33.20	90.91	180-200
销量 (万吨)	35.04	91.02	

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

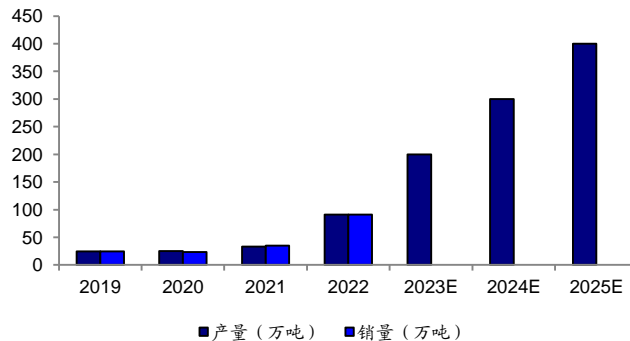
产能快速扩张，氯化钾产销量逐年递增

根据2022年年报，公司氯化钾总设计产能300万吨。2022年3月，公司首个100万吨/年钾肥改扩建项目达产，2023年1月第二个100万吨/年钾肥项目选厂顺利完成投料试车，公司力争2023年Q3实现第二个百万吨钾肥项目达产、2023年底力争实现第三个百万吨钾肥项目投产，力争在2025年实现500万吨钾肥的产能规模。在产量上，公司2022年产量90.91万吨，2023年公司力争实现180-200万吨钾肥产量、2024年力争实现280-300万吨钾肥产量，后续以每年新增100万吨产量为目标持续开展生产。

图：亚钾国际氯化钾产能情况（万吨）



图：亚钾国际氯化钾产销量情况（万吨）



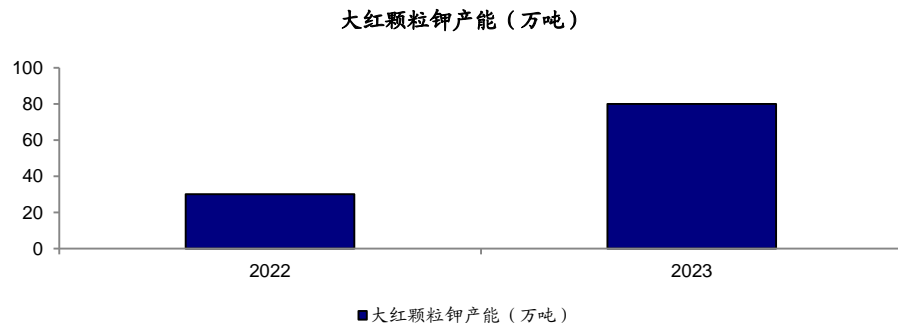
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

发展高价值大红颗粒钾，一期产能已经释放

公司针对大红颗粒钾的旺盛需求，2022年启动了大红颗粒钾扩建工程，该扩建工程规划共分三期，一期30万吨产能、二期50万吨产能、三期100万吨产能。一期30万吨从项目启动到投产试车仅用时7个月，已进入正式生产阶段，二期新增50万吨/年产能扩建项目已于2022年底启动，力争2023年投产。

随着近年来精准施肥意识的提升，越来越多的农户开始结合所拥有的土地养分含量、作物品类等因素制定氮磷钾的施肥配比，促使适合这种灵活配比方式的复混肥(BB肥)的市场规模也迅速扩大。大红颗粒钾是生产BB肥的三种原料之一，因此市场对大红颗粒钾的需求也越发旺盛。

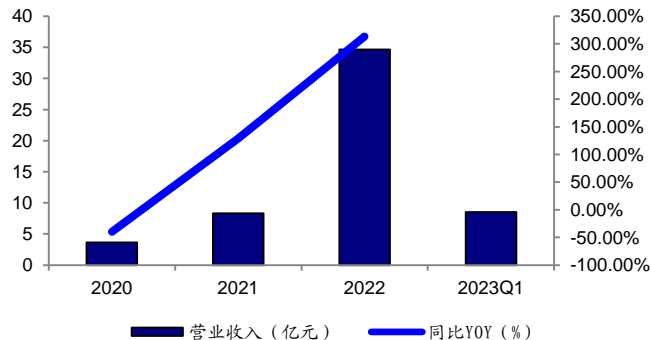
图：亚钾国际大红颗粒钾产能情况（万吨）



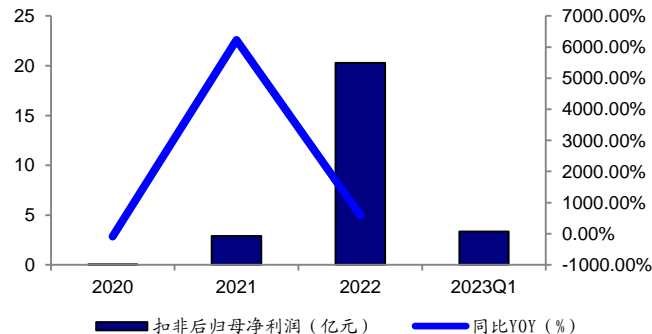
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

随着公司氯化钾产能扩产，公司收入及净利润稳定增长。根据WIND，公司2020-2023Q1营业收入分别为3.63、8.33、34.66、8.54亿元，分别同比增长-40.02%、129.36%、313%、63.49%；扣非后归母净利润分别为0.05、2.90、20.28、3.36亿元，分别同比增长-86.52%、6232.51%、590.33%、20.11%。公司2021年收入及盈利大幅增长，主要由于2021年公司氯化钾量价齐增，同时销售毛利率上涨21.46pct。

图：亚钾国际2020-2022年营业收入（亿元）及同比（%）



图：亚钾国际2020-2022年扣非后净利润（亿元）及同比（%）

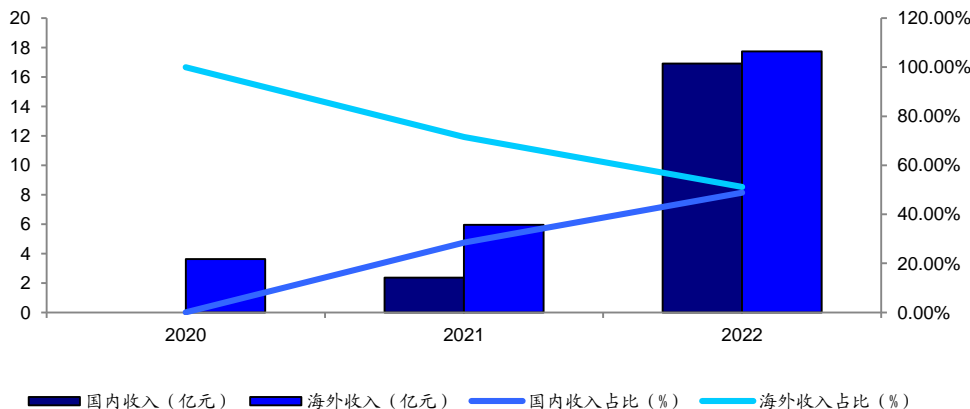


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

国内+海外营收双重布局，国内收入占比逐渐提高

公司不断提升国内市场销售占比。根据WIND，2020-2022年公司国内收入分别为0、2.37、16.91亿元，收入占比分别为0%、28.43%、48.80%；海外收入分别为3.63、5.96、17.75亿元，收入占比分别为100%、71.57%、51.20%。在国际市场上，公司地处东南亚核心区域，在越南、泰国、马来西亚、印度尼西亚四大东南亚重点市场设立销售子公司/办事处；在国内市场上，我国是钾肥消费大国，公司从去年开始布局国内市场。综合来说，国际市场与国内市场的销售体系既是公司未来发展的需要，也是公司销售体系的优势。

图：亚钾国际2020-2022年海内外收入情况



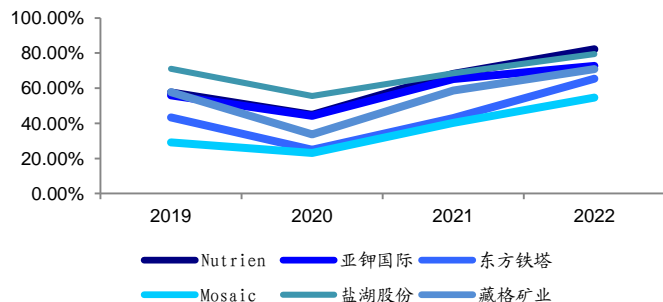
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

具有成本优势，不断进行降本增效

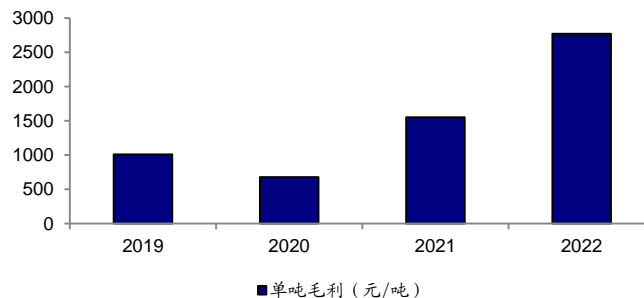
公司氯化钾毛利率显著高于同行业可比公司，接近海外龙头Nutrien。根据公司公告，公司2022年氯化钾毛利率为72.30%，处于行业中上游水平。根据公司2022年年报，加钾、俄钾钾盐矿埋藏深度在700-2000米，钾盐矿开发资本开支、折旧摊销巨大，预计会提高钾肥生产成本；公司老挝钾矿矿层埋藏较浅，平均在180-220米左右，开采成本相对较低。

公司不断进行降本增效：1) 开展智慧矿山减少人力成本支出110元/吨；2) 降低物料消耗成本100元/吨；3) 优化工艺降低成本44元/吨；4) 自备电厂降低能源成本50元/吨；5) 通过提升产能，实现200-500万吨产能规模效应降低管理费用110元/吨。预计公司未来氯化钾单吨成本仍有数百元下降空间。

图：国内外公司氯化钾毛利率对比 (%)



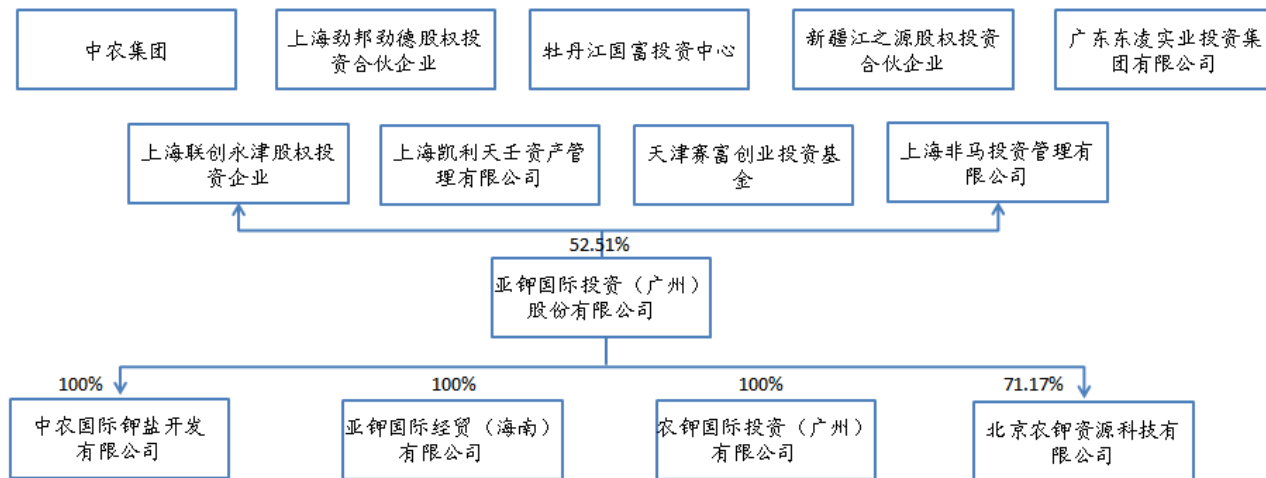
图：公司氯化钾单吨毛利情况 (元/吨)



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

根据WIND，截至2023年4月13日，中国农业生产资料集团有限公司（中农集团）为公司最大股东，持股比例15.60%。中农集团为中国供销集团有限公司100%持股公司，为中央国有企业，多年发展下成为全国性的集生产、流通、服务为一体的专业经营化肥、农药、农机、种子、农膜等农业生产资料的大型企业集团，年销售收入超过600亿元。

图：公司股权结构图



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

实施股权激励，核心团队利益与公司绑定

(1) 2022年，公司对管理层及核心骨干实行了股权激励，共计授予4,290万份股票期权以及800万股限制性股票，行权/解锁条件与产量销量的实现相挂钩，使公司核心团队与公司利益相绑定。在费用上，公司合计需摊销总费用3.47亿元，其中2022年0.53亿元，2023年1.82亿元，2024年0.81亿元，2025年0.31亿元。

(2) 2023年，公司实施股份回购，回购的股票将用于第四个、第五个百万吨项目建设做激励。

表：公司股权激励计划

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	解除限售时间	解除限售比例	需要摊销的总费用 (万元)
		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	自授予登记完成之日起12个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起24个月内的最后一个交易日当日止	40%	公司合计需摊销总费用3.47亿元，其中2022年0.53亿元，2023年1.82亿元，2024年0.81亿元，2025年0.31亿元。
第二个解除限售期	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	自授予登记完成之日起24个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%	
第三个解除限售期	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	自授予登记完成之日起36个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%	

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

国内外多名客户签订框架协议，不断拓宽销售渠道



在销售渠道布局上，公司地处东南亚核心区域，在越南、泰国、马来西亚、印度尼西亚四大东南亚重点市场设立销售子公司/办事处，逐渐建立起区域销售团队，通过与东南亚各化肥资讯网站合作、参加国际化肥展会等方式，加大公司推广宣传力度，增强品牌影响力与市场竞争能力。当前，公司产品已销售至越南、泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、日本、韩国、巴基斯坦以及大洋洲等多个国家和地区。

6月24日，公司与泰国盐化工龙头贸易商 KC 集团签订《泰国市场供销合作框架协议》；6月26日-6月27日，公司与三星集团签署《全球市场钾肥供销合作框架协议》。公司将持续增强与具有全球影响力的战略合作伙伴合作，丰富老挝钾肥在全球市场的销售体系，全面加速公司国际化发展进程。

公司积极参与印度尼西亚市场的投标活动，持续加大海外市场布局，拓宽在海外部分地区的销售范围，提高公司产品出口销售规模。

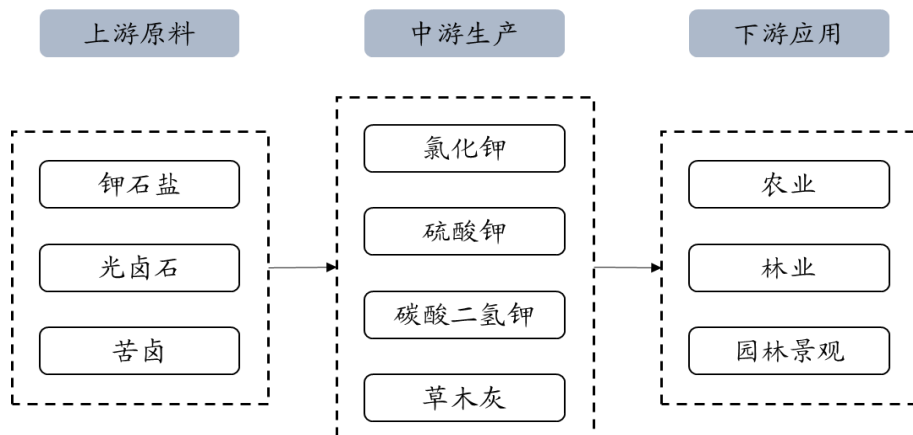
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司简介：氯化钾国内龙头，产能扩张发挥优势
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 钾肥大合同价格回调至合理区间，国内进口增加
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

钾是植物生长和发育必需的三大营养元素之一

钾是植物生长和发育必需的三大营养元素（氮、磷、钾）之一，对植物生长具有不可替代的作用。钾在植物生长发育过程中，参与60种以上酶系统的活化，光合作用，同化产物的运输，碳水化合物的代谢和蛋白质的合成等过程。具有钾标明量的单元肥料就是钾肥，主要钾肥品种有氯化钾、硫酸钾、碳酸二氢钾及草木灰等。钾肥工业生产主要以钾石盐、光卤石及苦卤等为原料，采用浮选法、冷溶法、结晶法等工艺制备，下游主要应用于农业及林业等领域。

图：钾肥产业链



资料来源：中商产业研究院，海通国际整理

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

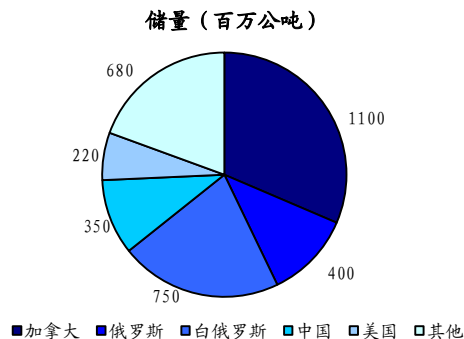
全球钾盐资源主要集中在北半球

全球钾盐资源主要集中在俄罗斯、加拿大和白俄罗斯三国。全球钾盐分布不均匀，呈现资源高度集中状况，可开采储量集中在北半球的少数国家。在储量上，根据美国国家地质调查局USGS数据，2021年加拿大、白俄罗斯、俄罗斯储量占比全球60%以上，中国约有3.5亿公吨钾卤储量（K₂O当量），位居世界第四位。在产量上，根据USGS数据，2021年全球钾肥（折K₂O）产量大约5370万吨，其中加拿大占全球钾盐产量的30%，其次为俄罗斯（20%）、白俄罗斯（17%）及中国（13%）。

图：全球主要钾盐矿分布地图



图：全球钾盐资源储量分布（折K₂O）



资料来源：USGS，海通国际整理

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

龙头企业主导全球钾肥市场的定价权

世界钾矿资源的集中决定了国际钾肥的供应商数目少。2011年以前，全球钾肥供应主要由代表加拿大钾肥PotashCorp、美国美盛Mosaic、加拿大加阳Agrium组成的加拿大Canpotex联盟，和代表乌拉尔钾肥Uralkali、西尔维尼特Silvinit和白俄罗斯钾肥公司Belaruskali三家公司的BPC联盟主导。2011年，Uralkali与Silvinit合并；2013年Uralkali宣布退出BPC联盟，白俄罗斯对本国钾肥公司Belaruskali实施私有化；2018年，PotashCorp和Agrium合并成立Nutrien。当前国际钾肥的定价主要由Canpotex联盟和Uralkali、Belaruskali等龙头生产企业与中国、印度、巴西等主要的钾肥需求大国签订长单合同，合同价格遵循一次谈判、一个价格模式。从全球范围来看，尽管过去十余年钾肥供应呈现一定程度的多元化，但Canpotex联盟和Uralkali、Belaruskali几家龙头仍控制了全球超70%的钾肥产能，主导着全球钾肥市场的定价权。

加拿大钾肥PotashCorp、美国美盛Mosaic、加拿大加阳Agrium合作组成加拿大Canpotex联盟

乌拉尔钾肥Uralkali、西尔维尼特Silvinit和白俄罗斯钾肥公司Belaruskali合作成立BPC

Uralkali与Silvinit合并，新公司以Uralkali命名

Uralkali宣布退出BPC联盟，白俄罗斯对本国钾肥公司Belaruskali实施私有化，BPC联盟瓦解

PotashCorp和Agrium合并成立Nutrien，Canpotex联盟成员公司变为Nutrien及Mosaic

1970年

2005年

2011年

2013年

2018年

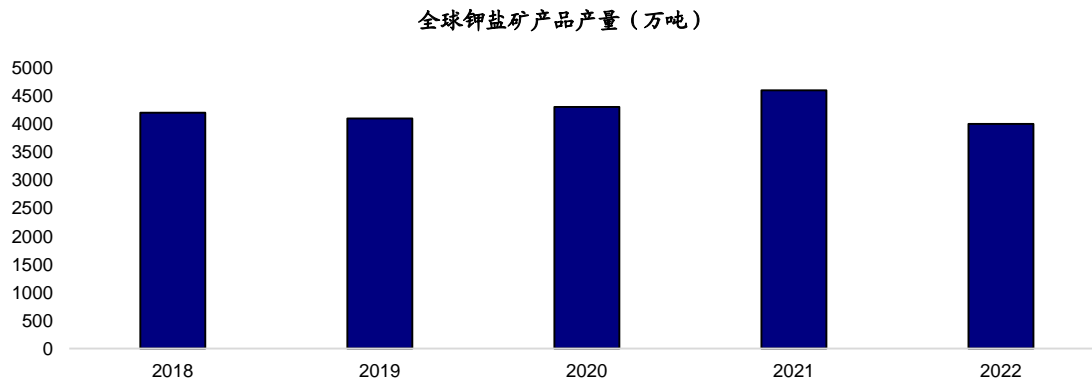
资料来源：Google，海通国际整理

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

过去五年钾盐矿产品产量小幅波动

从2018年到2022年，全球钾盐矿产品产量经历了小幅的波动。2018年的产量为4200万吨，到2019年略有减少至4100万吨，然后在2020年上升至4300万吨。2021年进一步增长，达到五年最高的4600万吨，但到了2022年又减少到4000万吨。

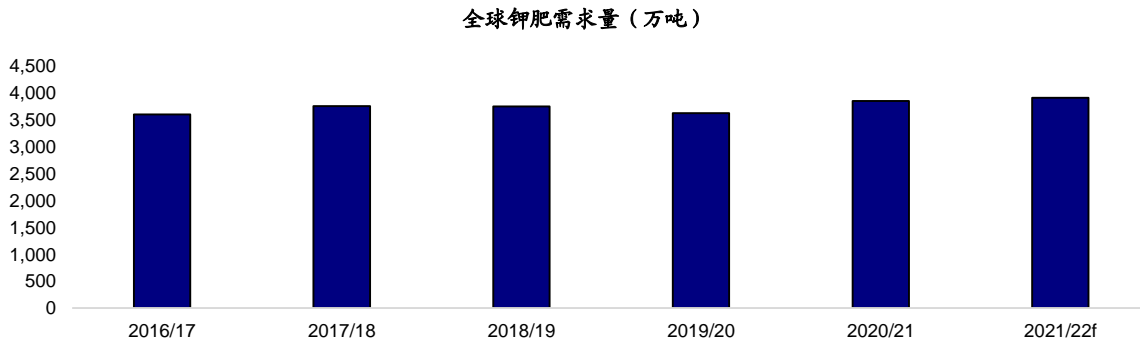
图：全球钾盐矿产品产量（万吨）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2017-2021年全球钾肥需求量经历了起伏，预计2022年需求略有上涨。全球钾肥需求量从2017年的3,601万吨逐年增长至2018年的3,761万吨，然后在2019年稍微减少至3,751万吨，2020年进一步降至3,629万吨，在2021年出现反弹，增长至3,854万吨；预计2022年需求量会小幅增长至3,913.2万吨。

图：全球钾肥需求量（万吨）

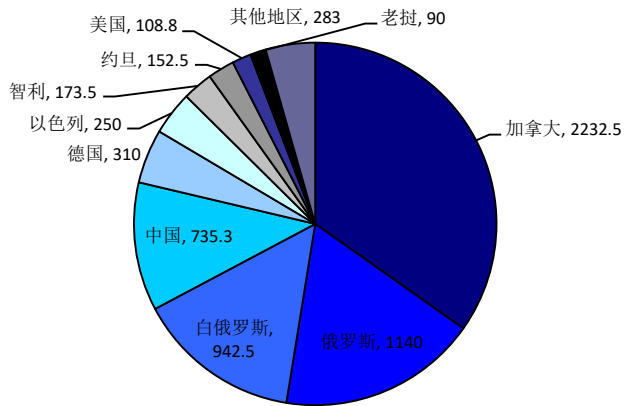


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

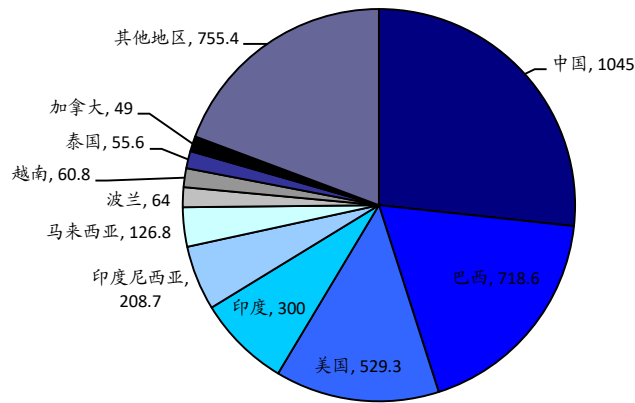
钾肥资源存在区域性错配，供需严重失衡

全球钾肥的供给主要集中在加拿大俄罗斯和白俄罗斯地区，根据Nutrien公布市场数据，上述3个国家2021年钾肥产能分别占全球总产能的34.78%、17.76%和14.69%，合计占全球钾肥产能的67.23%。而钾肥的需求则主要集中在东亚、拉丁美洲和北美3个地区，中国、巴西、美国与印度是全球主要的钾肥消费国，根据Nutrien公司公布数据，2021年其钾肥需求分别为1045、718.6、529.3和300万吨，占全球总需求比例分别为26.70%、18.36%、13.53%和7.67%，合计66.26%。

图：全球钾肥产能分布（分国别，2021年）



图：全球钾肥需求分布（分国别，2019年）

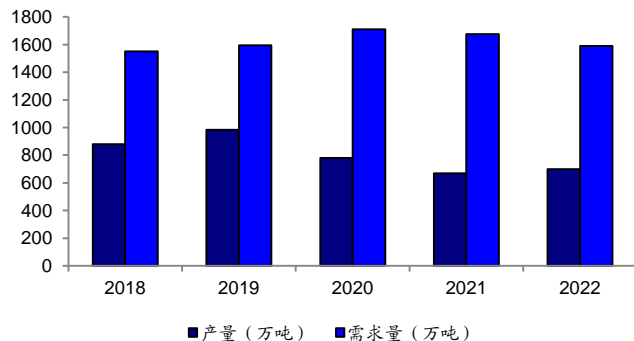


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

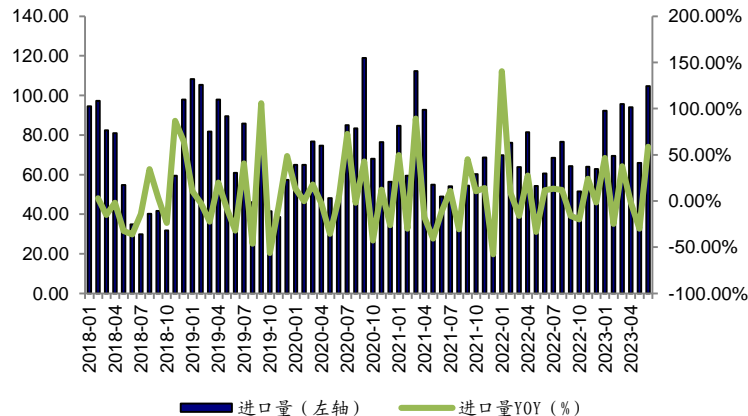
中国钾肥供给存较大缺口，对外依存度长期居高位

中国钾肥产量增长缓慢，供给长期存较大缺口。中国作为农业大国，对钾肥的需求量较大。根据卓创资讯，2018-2022年，我国钾肥产量由880万吨下降至2022年700万吨；表观消费量较为稳定，由2018年1550万吨小幅增长至2022年1591万吨。尽管近年来中国钾肥产量有所提升，但供需缺口并未明显缩小，对外依存度维持较高水平。根据卓创资讯，2023年1-7月我国钾肥产量累计322万吨，同比减少5.29%。

图：中国钾肥的产量增速逐渐降低



图：中国钾肥对外依存度仍居高位



资料来源：卓创资讯，百川盈孚，海通国际整理

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司国内钾肥产能扩张最快，未来设计产能最高

我国氯化钾资源主要为盐湖卤水形式，分布在青海、西藏地区，由于受青藏地区生态环境脆弱影响，氯化钾扩产难度较大，目前我国盐湖氯化钾龙头公司盐湖股份、藏格矿业暂无扩产计划；老挝钾矿与国内盐湖资源形式不同，以光卤石形态埋藏于地下，开采难度较高，公司经过多年发展，已在老挝钾盐矿区建立完整的钾肥生产系统，实现了固体钾盐矿机械化开采的成熟模式，解决了高温多雨环境作业的技术和环保难题，为目前国内钾肥产能扩张最快，未来设计产能最高的公司。

图：中国主要氯化钾生产企业（上市公司）

企业名称	资源形式	典型矿床	缺点	优点	2022年产能 (万吨)	扩产计划
盐湖股份	现代盐湖	察尔汗盐湖钾镁盐矿床	生态脆弱，环保要求高	伴生锂资源	500	无
藏格矿业	现代盐湖	察尔汗盐湖钾镁盐矿床	生态脆弱，环保要求高	伴生锂资源	200	签署《万象塞塔尼县巴俄县钾盐勘探协议》，一期产能200万吨/年
亚钾国际	老挝固体钾矿	老挝甘蒙钾镁钾盐矿	开采技术难度大，尾矿无法循环，能耗较高	资源禀赋高，非钾资源多	100	400万吨
东方铁塔	老挝固体钾矿	老挝甘蒙钾镁钾盐矿	开采技术难度大，尾矿无法循环，能耗较高	资源禀赋高，非钾资源多	50	150万吨

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

北美: Nutrien 停止产能扩张, 缩减资本开支

根据Nutrien2023Q2业绩公告, 1) 基于目前市场状况, 公司将根据市场情况无限期暂停钾肥产能扩张至1800万吨计划; 2) 暂停公司拟议的120万吨Geismar 清洁氨项目建设。这一决定主要由于与公司最初的估计相比, 预期的资本成本增加, 以及清洁氨新使用时间的不确定性等因素; 3) 公司预计到 2023 年将资本支出减少约 2 亿美元, 并与公司之前估计费用相比目标减少 1 亿美元。公司现在预计 2023 年资本支出总额将达到 28 亿美元, 并预计 2024 年进一步下降。

在钾肥市场展望上:

(1) 根据Nutrien2023年半年报, 公司预计加拿大钾肥出口将受到物流挑战的限制, 这主要是由于温哥华港罢工, 同时, 公司预计 2023 年全球货运范围降低至6300-6500万吨。

(2) 根据Mosaic2023年半年报, 钾肥和磷肥供应限制仍然存在。在钾肥方面, 公司预计北美钾肥出口受到西部港口的限制。

俄罗斯钾肥海运出口受限。2022年开始，受俄乌冲突影响，俄罗斯海运出口持续受阻。

- 1) 根据我国发改委援引俄罗斯化肥生产商协会统计数据，2022年俄罗斯矿物肥料出口下降15%，主要由于向欧洲国家出口量的下降。
- 2) 根据Nutrien2023年半年报，公司预计俄罗斯钾肥出口量将减少300至400万吨，白俄罗斯钾肥出口量将减少400至500万吨。
- 3) 根据Mosaic2023年半年报，公司预计2023年白俄罗斯的出货量将与制裁前相比，出口量将减少500-600万吨。

1. 公司简介：氯化钾国内龙头，产能扩张发挥优势
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 钾肥大合同价格回调至合理区间，国内进口增加
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

根据中农集团官网，2023年6月6日，加拿大钾肥公司Canpotex与中国联合谈判小组签订了2023年钾肥进口大合同，标准氯化钾合同价格为CFR307美元/吨，有效期截至至2023年12月31日，相比2022年大合同价格，2023年大合同价格降幅达283美元/吨，价格回归正常区间。

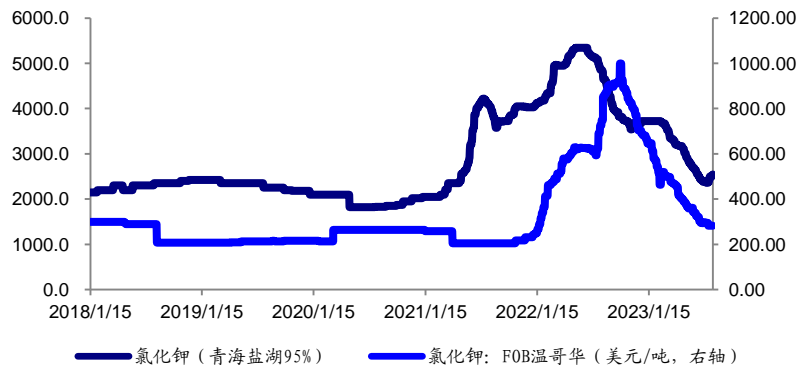
图：中国氯化钾大合同价格（美元/吨）

签署时间	价格（美元/吨）
2023年6月	307
2022年2月	590
2021年2月	247
2020年4月	220
2018年9月	290
2017年7月	230
2016年7月	219

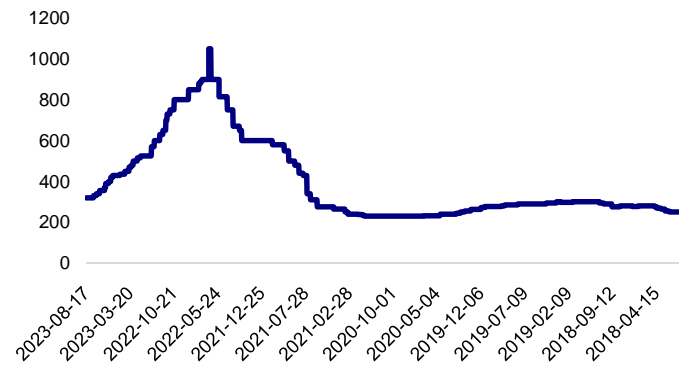
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

根据百川盈孚，截至2023年8月17日，国内氯化钾价格2406元/吨，日环比持平，周均价2406元/吨，周同比上涨1.86%，月均价2366.77元/吨，月同比上涨4.88%。根据百川盈孚，截至2023年8月17日，氯化钾东南亚价格320美元/吨，环比持平，同比下降62.35%。氯化钾市场观望情绪较浓，进口商持续限售，港口少量放货，市场主发前期订单，流通现货偏紧，秋肥预收推进，下游经销商提货积极性增加，目前市场挺价观望运行，价格上行稍缓。

图：中国氯化钾市场价格（元/吨）



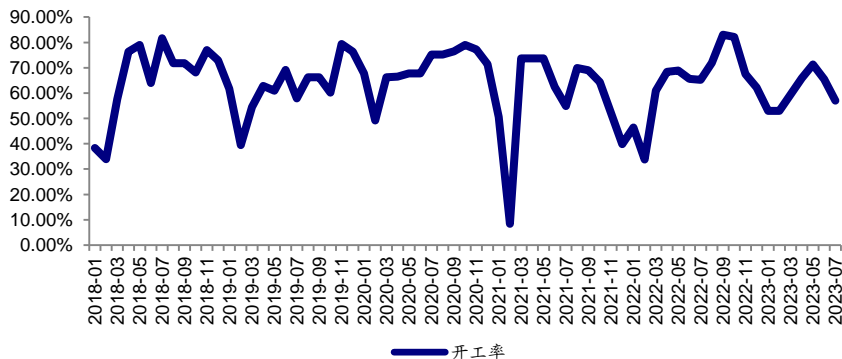
图：氯化钾东南亚价格（美元/吨）



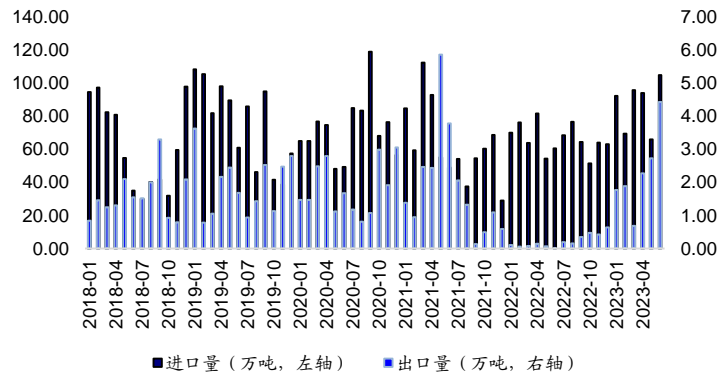
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

根据百川盈孚数据，2023年7月，我国氯化钾开工率为57.03%，环比下降8.48pct，同比下降8.15pct。根据百川盈孚，2023年6月我国氯化钾进口量104.7万吨，环比增加58.83%，同比增长73.06%；2023年6月出口量为4.42万吨。

图：中国氯化钾开工率情况（万吨）



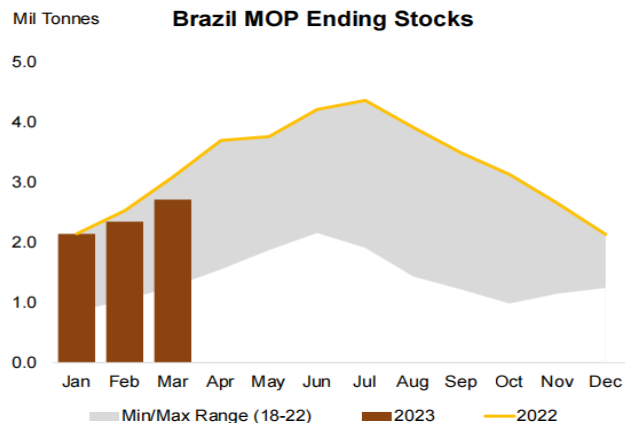
图：国内氯化钾进出口情况（万吨）



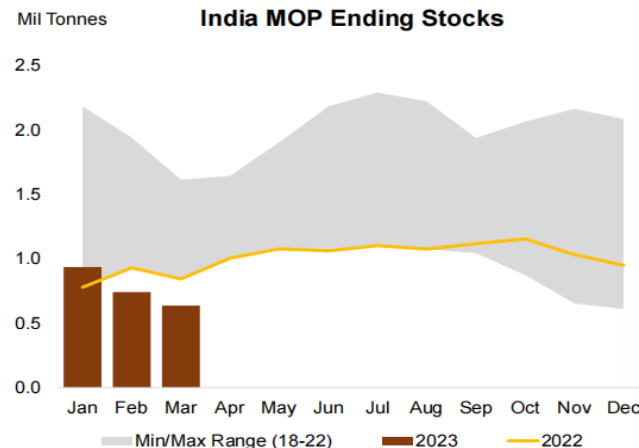
巴西钾肥库存季节性上升，印度钾肥环比回落

在海外钾肥库存上，巴西2023Q1库存季节性上升，因为强劲的需求预期要求进口保持强劲，以便在夏季到来之前建立库存。印度方面，钾肥库存仍然较低。

图：巴西MOP库存情况（百万吨）



图：印度MOP库存情况（百万吨）

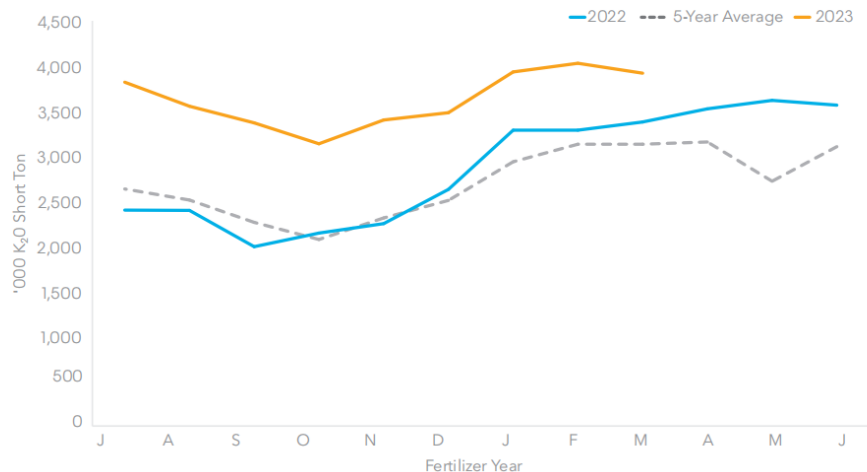


数据来源：Mosaic，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

北美氯化钾库存在2月份达到峰值，3月仍高于5年平均水平16%。Q2北美氧化钾库存出现回撤，2017年北美实现最大回撤，库存从3月至6月下降10%。如果今年Q2符合这一趋势，钾肥库存年底将达到350万吨，与2022年水平相同，高于均值的14%。

图：北美氧化钾月度库存情况（千吨）



数据来源：Green Markets，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司简介：氯化钾国内龙头，产能扩张发挥优势
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 钾肥大合同价格回调至合理区间，国内进口增加
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

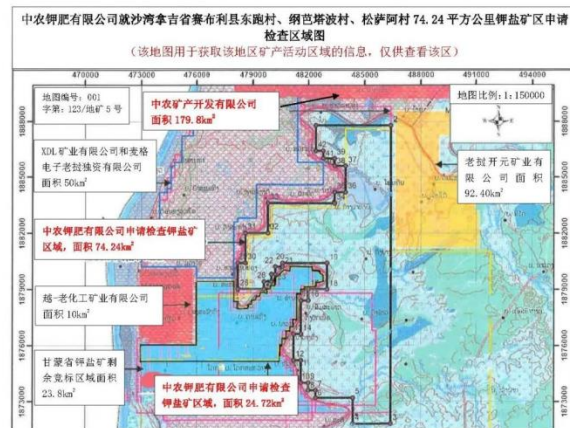
响应“一带一路”政策，实现双向发展

据人民网报道，2023年是“一带一路”倡议提出十周年，老挝是东盟国家之一，也是中国重要的友好邻邦之一，近年来两国领导人互访不断，积极推进两国贸易、投资合作，共建中老命运共同体，老挝成为东南亚中资企业最多的国家之一。亚钾国际积极响应“走出去”并在老挝建设发展钾肥项目，近三年时间将老挝闲置多年的钾资源实现了快速开发及规模化量产，共建中老命运共同体，为共建“一带一路”贡献了力量。1) “亚钾现象”大力促进老挝钾肥生产基地快速发展；2) 通过亚钾国际智慧产业园项目，推进老挝工业化、城镇化发展；3) 做好老挝外循环发展的同时，拉动国内内循环发展。

图：中国一带一路地图



图：亚钾国际沙湾拿吉74.99平方公里钾盐矿开发图



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

积极进行资源储备，矿区资源储量充足

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，矿藏丰富，资源禀赋条件较好，适于规模化开发钾盐项目。

老挝矿属于光卤石矿，国际钾矿为钾石岩矿，矿性不同，在生产工艺及钾肥产品上存在差异。公司产品含水率低，基本能控制在0.5%左右，优于国标要求1%的含水率；另外，加钾和俄钾的白度在70%-80%，公司产品白度可以达到60%。随着生产技术进一步优化落地，公司钾肥产品的色度也将提升，可超越加钾、俄钾现有的白度标准，从而夯实公司竞争优势。按照目前的生产进度，提升氯化钾白度的设备力争在年底完成投入，助力公司实现产品升级。

公司矿区资源禀赋优质，钾盐矿资源储量充足，并伴生多种包含溴、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%。

在区位上，公司生产基地地处东南亚老挝，为公司打开扩展东南亚市场奠定基础。在运输上，公司在规划500万吨产能扩建之初就已对运输系统进行综合评估，公司周边道路运输等基础设施不会对扩建规划形成制约，老挝雨季也可以进行正常的运输销售。

公司主要运输方式包括：

1、公路运输：公司周边道路包括老挝13号、12号、8号及9号等几条公路。其中，向北经13号公路可通往万象，经中老铁路返销国内，同时销售至老挝本地客户；目前，老挝政府正在对13号公路进行增厚和拓宽改造，预计将于2023年完成。

2、港口运输：公司向东途径老越边境至越南港口有多条干线，具体可到达越南格罗港、永安港（也称万安港）、昏拉港、海防港、格罗港、宜山港，进而通过海运销往中国、印尼、马来西亚、日韩等地区。

在运力上，按照全年360天、每日24小时发货、50吨/车的装载卡车计算，即使年销售运输500万吨钾肥情况下，每小时装车运输仅12辆，工厂周边的物流系统完全可满足运力需要。

进行“十大创新”，发挥技术优势

公司发挥自有技术优势，进行“十大创新”。1) 破磨工艺的技术研发创新；2) 结晶浮选工艺的技术研发创新；3) 母液循环的改变；4) 井下采矿机器的迭代创新；5) 井下运输设备的创新；6) 伸缩皮带机运行中增设支架和平台；7) 超音速激光熔覆技术；8) 超声波技术在浮选过程中的应用创新；9) 新形势造粒技术的创新；10) 前置卤水过滤系统的研发创新。

在氯化钾的采选工艺上，公司采选技术成熟，已实现开采、选矿、充填三大生产系统的平稳运行。同时，公司拥有多位国内顶尖的钾盐地质、勘探、开采、选矿等领域组成的专家顾问团队，并组建了具备丰富钾盐开发项目经验的管理技术团队，在公司及子公司均设立技术部，增强对生产工艺、设备研发的技术能力。

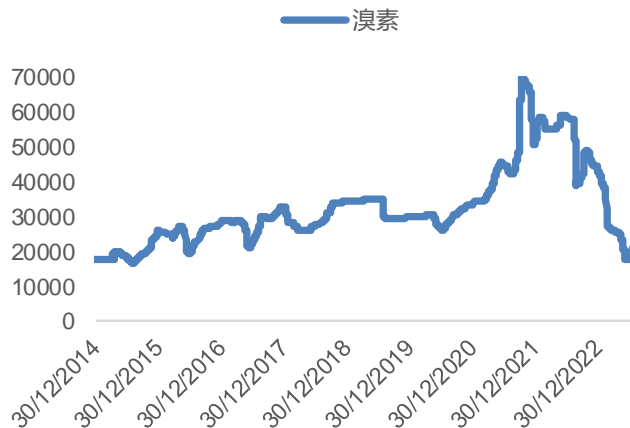
公司积极利用老挝钾矿伴生资源及氯化钾副产品，2023年5月，公司首个1万吨溴素项目已实现投产、达产，溴素上游的原材料供给端氯碱项目力争今年下半年投产，下游应用端阻燃剂项目力争明年投产，上下游配套项目的陆续投产也将进一步降低公司溴素项目的生产成本和运输成本，同时降低氯化钾生产成本。

同时，公司协办了由老挝工业贸易部与甘蒙省政府主办的亚钾国际智慧产业园招商推介会系列活动。本次招商打破了老挝此前局限于基础设施建设的招商，是老挝政府首次海外产业招商，涉及氯碱、溴素深加工、锌溴液流电池储能等产业链项目以及生物科学、智能制造等新兴产业项目，将有力增强老挝的出口创汇、进口替代能力。

在能源布局上，公司煤炭的勘探已到到钻探取样的阶段，未来有望通过自有煤炭资源及自备电厂的逐步建立，阶段性降低能源成本。

根据卓创资讯，截至2023年8月18日，溴素价格24750元/吨，环比持平，月均价24017.86元/吨，月环比提升23.85%。目前溴素价格暂稳，但均值水平表现上涨。供应方预期暂无库存压力，低端价格逐渐淡出，下游方面抵触情绪增加，延后拿货。卓创资讯预计，目前高端价格，下游较抵触，上下游博弈明显，预计后期低端价格淡出，靠近高端价格。

图：溴素价格走势（元/吨）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司简介：氯化钾国内龙头，产能扩张发挥优势
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 钾肥大合同价格回调至合理区间，国内进口增加
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

•由于主要产品价格下跌，我们下调对公司的盈利预测。我们预计公司2023-2025年净利润分别为15.51（-43.60%）、24.45（-17.70%）和30.74（-5.44%）亿元，对应EPS分别为1.67、2.63、3.31元。由于公司近期产能快速扩张，且为亚洲最大钾肥资源储量企业，我们给予公司2024年13倍PE，对应目标价34.19元（上期目标价38.48元，基于23年13倍PE，-11.15%），维持“优于大市”评级。

图：主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	839	3466	3604	5963	7618
(+/-)YoY(%)	131.1%	313.0%	4.0%	65.5%	27.7%
净利润（百万元）	899	2029	1551	2445	3074
(+/-)YoY(%)	1408.5%	125.6%	-23.5%	57.6%	25.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.97	2.18	1.67	2.63	3.31
毛利率(%)	65.3%	72.7%	65.6%	65.4%	65.4%
净资产收益率(%)	19.5%	20.1%	13.3%	17.3%	17.9%

资料来源：公司年报（2021A-2022A）,HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3466	3604	5963	7618	货币资金	1710	2639	4213	6795	净利润	2029	1551	2445	3074
营业成本	945	1239	2062	2639	应收账款及应收票据	167	148	266	327	少数股东损益	-1	48	37	70
毛利率%	72.7%	65.6%	65.4%	65.4%	存货	189	285	443	587	非现金支出	234	316	446	500
营业税金及附加	96	101	239	305	其它流动资产	205	265	332	410	非经营收益	-8	-1	10	-1
营业税金率%	2.8%	2.8%	4.0%	4.0%	流动资产合计	2271	3337	5255	8119	营运资金变动	-444	494	440	573
营业费用	16	19	35	42	长期股权投资	33	49	73	93	经营活动现金流	1810	2408	3377	4217
营业费用率%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	固定资产	2310	3089	3829	4552	资产	-2665	-1464	-1778	-1616
管理费用	259	353	596	754	在建工程	1300	1696	2314	2740	投资	-33	-16	-24	-20
管理费用率%	7.5%	9.8%	10.0%	9.9%	无形资产	6558	6526	6486	6450	其他	9	1	0	1
EBIT	2147	1892	3032	3878	非流动资产合计	10575	11740	13087	14224	投资活动现金流	-2688	-1479	-1803	-1636
财务费用	-43	-11	-17	-28	资产总计	12846	15077	18342	22343	债权募资	-32	0	0	0
财务费用率%	-1.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	短期借款	0	0	0	0	股权募资	1776	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	应付票据及应付账款	623	1064	1565	2135	其他	-50	0	0	0
投资收益	1	1	0	1	预收账款	0	0	0	0	其他	-50	0	0	0
营业利润	2190	1904	3049	3907	其它流动负债	375	566	848	1134	融资活动现金流	1694	0	0	0
营业外收支	0	0	-10	0	流动负债合计	998	1630	2413	3269	现金净流量	846	929	1574	2582
利润总额	2191	1904	3039	3907	长期借款	0	0	0	0					
EBITDA	2378	2208	3477	4378	其它长期负债	221	221	221	221					
所得税	163	305	558	762	非流动负债合计	221	221	221	221					
有效所得税率%	7.4%	16.0%	18.4%	19.5%	负债总计	1219	1851	2634	3490					
少数股东损益	-1	48	37	70	实收资本	929	929	929	929					
归属母公司所有者净利润	2029	1551	2445	3074	归属于母公司所有者权益	10114	11666	14110	17185					
					少数股东权益	1513	1561	1598	1668					
					负债和所有者权益合计	12846	15077	18342	22343					

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

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	17.30	3.50	2.86	2.27	2.35	6.05	7.62	7.36
000408.SZ	藏格矿业	22.16	2.86	3.58	2.65	2.76	6.19	8.36	8.03
002545.SZ	东方铁塔	7.04	1.05	0.66	0.76	0.93	10.67	9.26	7.57
	均值		2.47				7.64	8.42	7.65

资料来源：Wind，海通国际，股价为2023年8月23日收盘价，每股收益均为Wind一致预期

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1. 公司简介：氯化钾国内龙头，产能扩张发挥优势
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 钾肥大合同价格回调至合理区间，国内进口增加
4. 发挥“一带一路”优势，积极进行降本增效
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

- 钾肥价格下跌
- 下游需求不及预期
- 公司项目进度不及预期
- 宏观经济风险

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- **Company Profile: China Potash Fertilizer Leader, expanding production to take advantage of the scale**
- **The production capacity of overseas leading companies is limited under the oligopoly structure**
- **China potash fertilizer contract price has returned to a reasonable range; domestic potassium chloride imports have increased**
- **The company gives full play to the advantages of the Belt and Road Initiative; actively reducing costs and increasing efficiency**
- **Risks: Potash price drops; Downstream demand is under expectation; The progress of company's project is under expectation; Macroeconomic risk**

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL分析师认证Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Huaichao Zhuang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，[请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

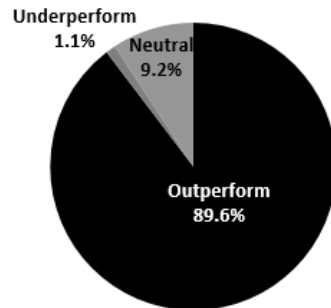
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

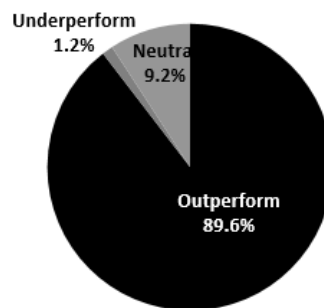
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

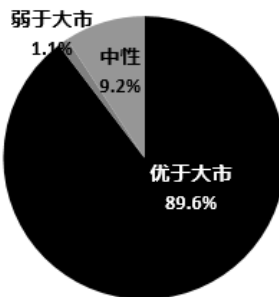
Most Recent Full Quarter



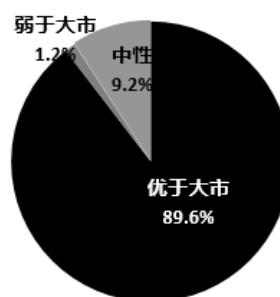
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



截至2023年6月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至2020年6月30日）：

买入，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数：海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG评级免责声明条款：尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于MSCI ESG Research LLC及其联属公司（「ESG方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第571章) 持有第4类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖BSE Limited (“BSE”) 和National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第571章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJKK编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话(212) 351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商，也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过HSIPL, HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL, HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格，因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号201311400G]于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》（第110章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第289章）第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited
SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

APPENDIX 2



Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

Asia-Potash International Investment (Guangzhou) - 000893

CH



- 1 Feb 2022 OUTPERFORM at 20.55 target 26.4.
- 2 3 Apr 2022 OUTPERFORM at 34.43 target 42.28.
- 3 18 Aug 2022 OUTPERFORM at 34.76 target 42.28.
- 4 11 Apr 2023 OUTPERFORM at 24.83 target 38.48.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates