

香港股市 | 化肥

米高集团 (9879 HK)

公司亮点

(一) 米高集团是一家成立于2003年的中国民营钾肥企业，从事产品加工、制造及转售。公司主要销售氯化钾及硫酸钾等产品，大部份供应国内市场。目前公司在黑龙江、吉林、贵州、广东拥有五个主要生产设施。按2022年钾肥销量及销售收入计，公司为中国第三大钾肥企业，市占率分别达到7.1%及6.0%。

(二) 公司客户主要为农垦企业、农业综合服务企业及烟草公司。产品需求受到季节性影响，旺季为农民施肥期，即春耕季节(1至3月)和采收施肥季节(10月至12月)。

(三) 公司透过海外及国内供货商采购主要原材料氯化钾。原材料是产品成本的主要部份，占2024年财年(年结3月31日)首八个月销货成本的96.4%。

行业前景

根据弗若斯特沙利文报告，按销量计，2018-2022年中国氯化钾、硫酸钾、硝酸钾市场规模的复合年增长率分别为1.3%、-3.3%、-1.8%。相关2023-2027年预测复合年增长率为2.2%、3.0%、2.5%。按2022年中国销量计，氯化钾及硫酸钾市场相对集中，前五大市占率合共分别为71.0%及58.2%。硝酸钾市场较为分散，相关前五大市占率合共达8.9%。

公司经营

公司收入由2021财年(年结3月31日)的20.8亿元(人民币，下同)上升至2023财年的47.2亿元，主因氯化钾销量及平均售价同期分别由73万吨及1,724元/吨上升至107万及3,772元/吨。氯化钾销售收入由12.5亿元上涨至40.2亿元，所占总收入由60.1%增长至85.2%。硫酸钾销售收入则由5.2亿元下跌至4.8亿元。

公司毛利及股东净利润分别由2021财年的2.5亿及2.0亿元上升至2023财年的7.7亿及4.1亿元，同期毛利率由12.0%增长至16.5%，其中氯化钾毛利率由10.3%增长至17.1%，但硫酸钾毛利率由15.6%下跌至10.5%。股东净利润率由9.7%下跌至8.6%，主因汇兑亏损及利息收入减少。

中泰评分

综合得分：(100分为满)

中性

66

行业前景	13
公司经营	12
估值水平	11
稳价人往绩	15
市场氛围	15

注：各项满分为20分，综合得分满分为100分。

招股概要

公开发售价：	HK\$3.30-HK\$4.30
每手股数：	1,000股
每手费用：	约HK\$4,343.37
公司市值：	HK\$29.7亿-HK\$38.7亿
保荐人：	广发证券
主要股东：	刘国才先生
总发行新股：	225.0百万股
公开发售：	22.5百万股
国际发售：	202.5百万股
截止认购日：	3月18日
分配结果日：	3月20日
正式上市日：	3月21日

来源：公司资料

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

2024 财年首八个月收入同比下跌 16.3% 下跌至 22.8 亿元，主因氯化钾及硫酸钾平均售价皆分别同比下跌 36.8% 及 23.9% 至 2,598 元/吨及 3,066 元/吨，虽然同期销量分别同比增长 29.7% 及 54.0% 至 75 万吨及 8 万吨，也无法抵消售价下跌的影响。由于俄乌冲突最终没有导致全球钾肥供应紧张，自 2022 年第三季度起，钾肥市场价格从高位下降。公司 2024 财年首八个月毛利及股东净利润分别同比下跌 28.5% 及 33.8% 至 3.3 亿及 1.6 亿元，主因氯化钾毛利率同比下跌 4.0 个百分点至 13.5%，导致公司毛利率下跌 2.5 个百分点至 13.5%。

公司预计 2024 财年盈利将同比减少，因为主要产品氯化钾平均售价下降导致公司收入及毛利率皆同比下跌。

另外，公司计划在四川绵阳市兴建硝酸钾生产设施，预计于 2024 年下半年动工，并于 2025 年下半年竣工投产。

估值水平

我们选取三家港股化肥/化工同业进行对标，包括中化化肥（297 HK）、中国心连心化肥（1866 HK）、中海石油化学（3983 HK）。估值方面，公司 2023 财年市盈率为 6.7-8.8 倍，高于同业的 2.9-4.9 倍。虽然公司净利率为 8.6%，高于部份同业，但是净利同比增长率仅达 2.2%，低于同业。

图表 1: 同业比较 (更新至 2024 年 3 月 12 日)

<最新已公布财年之财务数据> 股票名称	财年	(亿港元)		收入增长 (%)	净利增长 (%)	净利率 (%)	ROA (%)	ROE (%)	历史 市盈率(倍)	历史 市销率(倍)
		市值	总收入							
米高集团 (9879 HK)	3/2023	29.7-38.7	47	22.9	2.2	8.6	12.5	28.5	6.7-8.8	0.6-0.8
中化化肥 (297 HK)	12/2022	60	268	1.6	28.9	4.9	5.8	11.5	4.9	0.3
中国心连心 (1866 HK)	12/2022	43	231	35.9	2.4	5.7	5.0	21.1	2.9	0.2
中海石油化学 (3983 HK)	12/2022	108	166	6.6	9.7	11.5	10.6	14.4	4.1	0.8

注：中国心连心已公布 2023 年业绩。但为统一比较这三家同业，全部采用 2022 年数据

来源：公司资料、彭博、中泰国际研究部

稳价人往绩

此次稳价人是广发证券，过去 12 个月共参与保荐 2 个项目，同时也皆担任稳价人，首日表现 1 涨 1 平。

市场氛围

过去 6 个月港股累计上市 40 只 IPO 新股，近月市场气氛渐见改善。过去 6 个月破发率为 25.0%，平均首日上升 11%。公司引入 4 家基石投资人，包含同业及金融投资者，包括沈阳信昌、新化科技(注：中国心连心的控股股东)、Harvest Global Investment、VMS Holdings，有利于稳定市场信心。

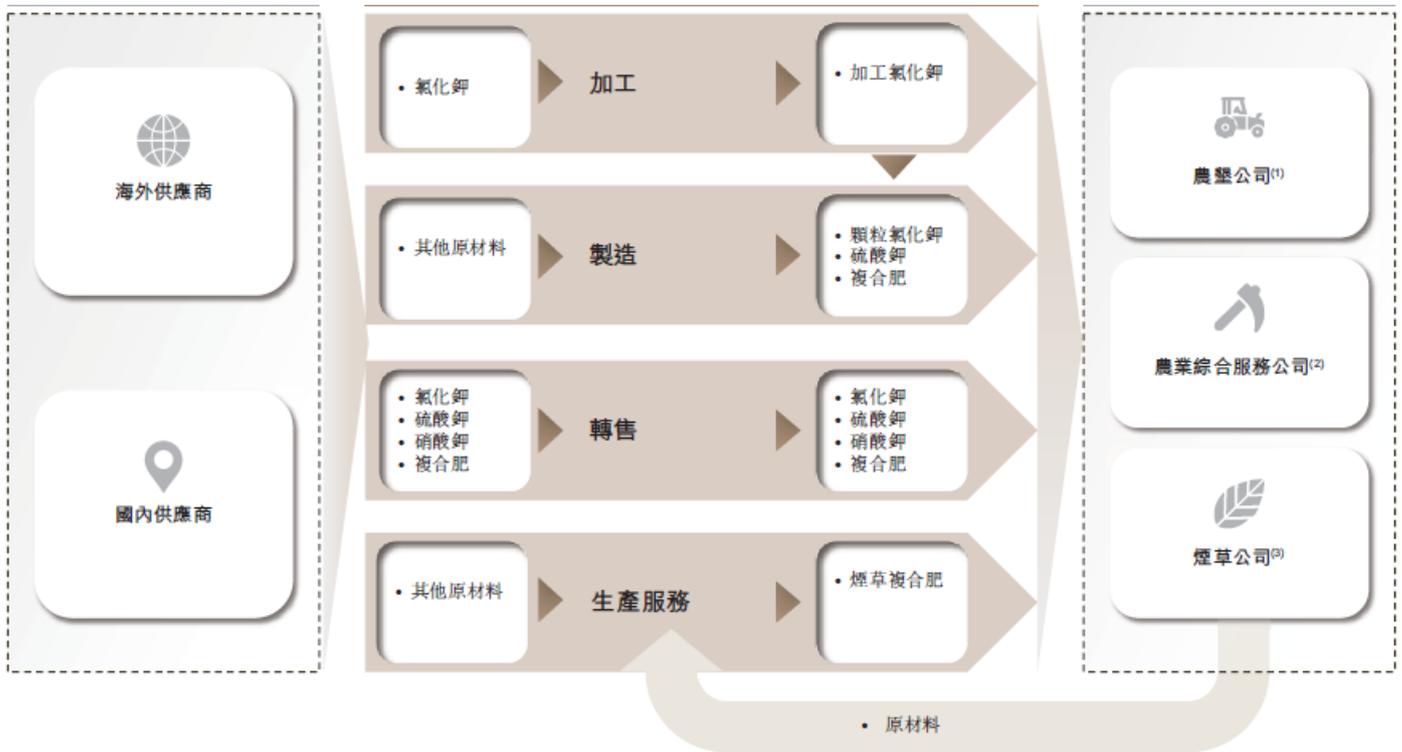
申购建议

公司是中国第三大钾肥企业，具有市场优势。但是行业增长预计仅达低个位数。公司主要产品氯化钾市场相对也集中，发展需面对挑战。公司预计 2024 财年盈利将同比减少，因为主要产品氯化钾平均售价下降，价格大幅反弹需要更多诱因。公司四川新生产线 2025 年下半年才预计投产，收入贡献最快在 2026 财年才反映。估值方面，公司历史市盈率高于同业。公司基本面及估值略逊色，虽然近月新股气氛改善，稳价人往绩不错，公司也引入多家基石投资人。因此综上所述，给予其 66 分，评级为“中性”。

风险提示

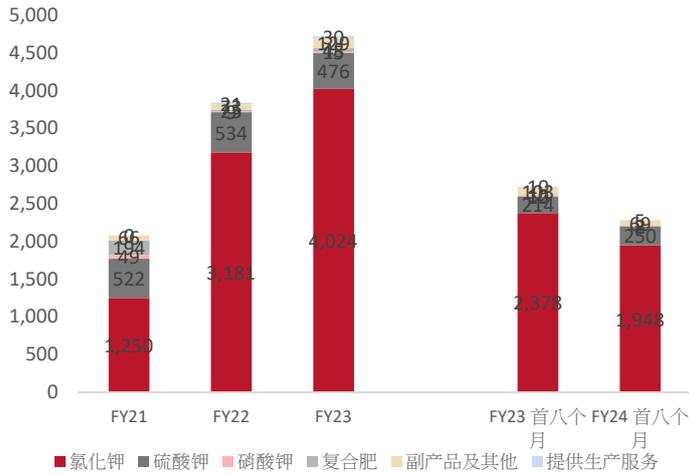
- (1) 价格及成本风险、(2) 市场竞争风险、(3) 政策风险、(4) 全球供需风险

图表 2: 公司业务模式



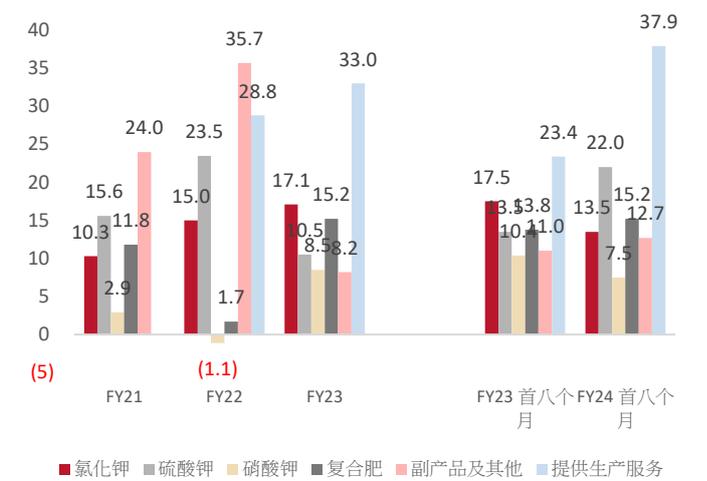
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3: 公司收入分布 (单位: 百万人民币) (年结: 3月31日)



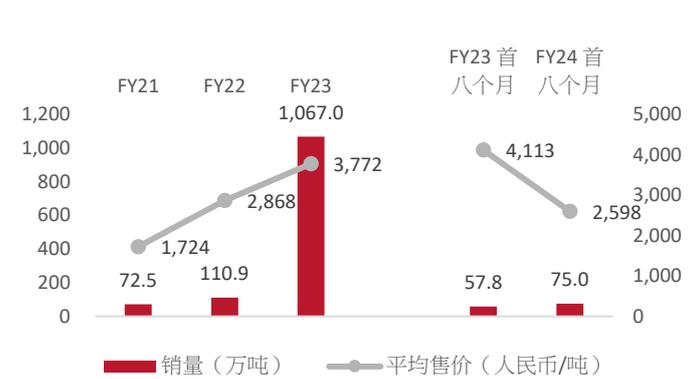
来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 4: 公司不同业务的毛利率 (单位: %) (年结: 3月31日)



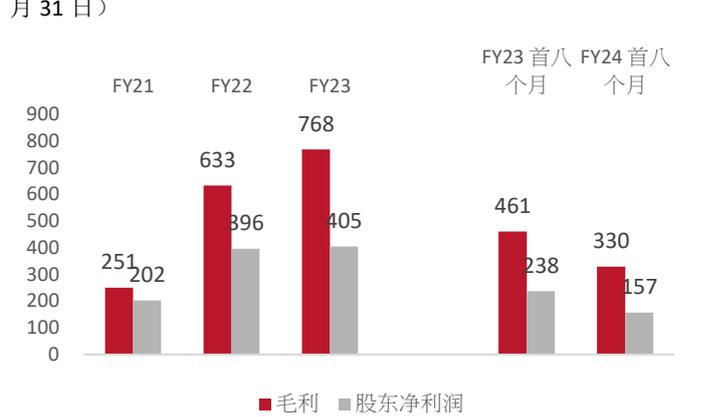
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 公司氯化钾销量及平均售价 (年结: 3月31日)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 公司毛利及股东净利润 (单位: 百万人民币) (年结: 3月31日)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

相关稳价人往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$) 现价	累积表现
燕之屋(1497 HK)	消费	2023-12-12	9.70	82.6	6.0%	0.0%	9.98	2.9%
力盟科技(2405 HK)	TMT	2023-03-31	0.70	12.5	25.0%	20.0%	2.96	322.9%

来源: 彭博、中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 行业前景评分： 1-20 分，20 分为最高分
2. 公司经营评分： 1-20 分，20 分为最高分
3. 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
4. 稳价人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 80 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 80 分

中性： 60 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

不申购： 综合评分总得分 $<$ 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805