

2024年07月16日

米高集团 (9879.HK)

首次覆盖

证券研究报告

化肥行业

钾肥龙头正崛起，成长空间巨大

米高集团是中国领先的钾肥公司，根据弗若斯特沙利文报告，按2023年度钾肥销量计算，米高集团在中国钾肥公司中排名第四，于中国非储备型钾肥公司中排名第三。我们看好钾肥价格企稳回升对公司盈利的改善驱动，预计米高集团在2025-2027财年的营业收入达到41.1/47.3/54.8亿元，分别同比增长9%/15%/16%，归母净利润3.8亿/4.4亿/5.2亿，同比增长50%/17%/17%。给予米高集团目标价8港元，对应2025财年预测PE倍数13.4倍，首次评级买入。

报告摘要

米高集团是中国钾肥龙头。公司的主要产品是氯化钾与硫酸钾，分别占24财年收入比重的83%和12%。受氯化钾价格下跌影响，24财年公司业绩有所下滑。收入达到37.7亿，同比下降16%，归母净利润2.5亿，同比下降31%。我们认为米高集团拥有优质的客户资源，成长空间大，未来三年销量增速将保持15%左右增长。公司在中国黑龙江省、吉林省、贵州省以及广东省建立了6个生产基地，地理位置优越，均位于中国主要种植区，毗邻主要客户，拥有便捷的交通网络。公司与主要客户如北大荒、贵州烟草建立战略关系，其他客户如呼伦贝尔农垦、安徽辉隆，均保持超过10年的业务合作关系。

中国钾肥依赖进口，米高拥有稀缺的钾肥进口权。全球钾肥市场寡头垄断，格局长期稳定，供需错配明显。根据USGS（美国地质调查局）的资料，于2022年，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三个国家的钾盐储量占全球储量的60%以上。我国是钾肥主要消费国，但钾盐资源相对匮乏，50%的钾肥需求高度依赖进口。米高集团于中国运营钾肥业务超过20年，建立了全方位的氯化钾采购渠道，可以以具竞争力的价格，从境外主要钾肥生产商处获得稳定的氯化钾供应。

预计未来中国钾肥行业将保持低速增长。2022年中国氯化钾销量达到1538万吨，占钾肥总销量的77.4%。2022年硫酸钾及硝酸钾的销量分别达到373万吨及76万吨。根据弗若斯特沙利文预测，中国氯化钾销量由2023年的1653万吨增至2027年的1805万吨，复合年增长率为2.2%。到2027年，硫酸钾及硝酸钾的销量将分别达到446万吨及91万吨，2023年至2027年的复合年增长率为3.0%及2.5%。

首次评级买入。我们看好钾肥价格企稳回升对公司盈利的改善驱动，预计米高集团在2025-2027财年的营业收入达到41.1/47.3/54.8亿元，分别同比增长9%/15%/16%，归母净利润3.8亿/4.4亿/5.2亿，同比增长50%/17%/17%。我们给予米高集团目标价8港元，对应2025财年预测PE倍数13.4倍，首次评级买入。

风险提示：行业竞争加剧；价格不及预期；

| 31/03年结；百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4,723 | 3,771 | 4,110 | 4,726 | 5,483 |
| 增长率(%) | 23% | -16% | 9% | 15% | 16% |
| 归母净利润 | 405 | 252 | 380 | 444 | 518 |
| 增长率(%) | 1% | -31% | 50% | 17% | 17% |
| 毛利率(%) | 16% | 14% | 15% | 16% | 16% |
| 净利率(%) | 1% | -31% | 50% | 17% | 17% |
| 每股收益(元) | 0.60 | 0.37 | 0.56 | 0.66 | 0.77 |
| 每股净资产(元) | 2.33 | 3.83 | 4.41 | 5.06 | 4.93 |
| 市盈率 | 9.3 | 15.1 | 10.0 | 8.5 | 7.3 |
| 市净率 | 2.4 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |
| 净资产收益率(%) | 26% | 10% | 13% | 13% | 15% |
| 股息收益率(%) | 0% | 1% | 2% | 2% | 2% |

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 8.0 港元

现价(2024-07-15): 6.0 港元

| | |
|-------------|----------|
| 总市值(百万港元) | 5,454.04 |
| H股市值(百万港元) | 5,454.04 |
| 总股本(百万股) | 908.94 |
| H股股本(百万股) | 908.94 |
| 12个月低/高(港元) | 4/8.4 |
| 平均成交(百万港元) | 8.83 |

| | |
|------|-------|
| 股东结构 | |
| 刘国才 | 76.0% |
| 其他 | 24.0% |

股价表现



数据来源：彭博、港交所、公司

王强

分析师

+852 22131422

jimmywang@eif.com.hk

公司简介

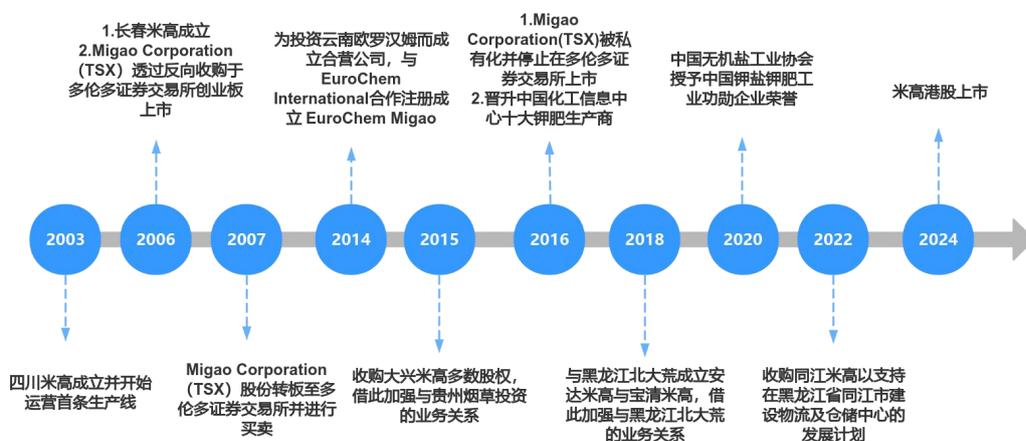
主营业务

米高集团是中国领先的钾肥公司。具有集采购、制造、加工及销售为一体的综合能力，可以提供各类钾肥产品。根据弗若斯特沙利文报告，按 2023 年度钾肥销量计算，米高集团在中国钾肥公司中排名第四，于中国非储备型钾肥公司中排名第三。米高集团在中国黑龙江省、吉林省、贵州省以及广东省等地区建立了 6 个生产基地，工厂地理位置优越，均位于中国的主要种植区，毗邻主要客户，拥有便捷的交通网络。公司与主要客户如北大荒、贵州烟草建立战略关系，并成立合营企业，了解客户需求及为其稳定提供优质化肥，保证公司产品的稳定需求。

发展历程

米高集团成立于 2003 年。在 2006 年 Migao Corporation (TSX) 透过反向收购于多伦多证券交易所创业板上市。2007 年 Migao Corporation (TSX) 股份转板至多伦多证券交易所并进行买卖。2014 年为投资云南欧罗汉姆而成立合营企业，与 EuroChem International 合作注册成立 EuroChem Migao。2015 年收购大兴米高多数股权，借此加强与贵州烟草投资的业务关系。2016 年 Migao Corporation (TSX) 被私有化并停止在多伦多证券交易所上市。同年公司成为中国化工信息中心十大钾肥生产商。2018 年与黑龙江北大荒成立安达米高及宝清米高，借此加强与黑龙江北大荒的业务关系。2020 年中国无机盐工业协会授予米高集团中国钾盐钾肥工业「功勋企业」荣誉。2022 年收购同江米高以支持在黑龙江省同江市建设黑龙江物流及仓储中心的发展计划。2024 年在香港上市。

图 1：米高集团发展历程

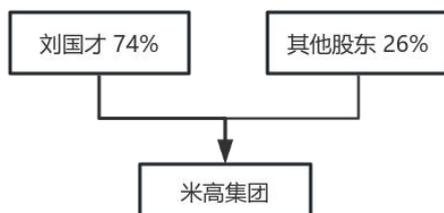


资料来源：招股书，安信国际整理

股权结构

米高集团的控股股东是刘国才先生，拥有公司 74% 的股权。刘国才先生为米高集团的创始人、主席、行政总裁、执行董事及控股股东。刘先生以私人资金创建米高集团的首家中国运营附属公司四川米高，并开始生产硝酸钾的业务。

图 2：股权结构



资料来源：披露易，安信国际整理

管理层介绍

米高集团拥有一支实力强大、积极进取的管理团队，对钾肥行业拥有丰富经验和深入了解。刘国才先生为公司创办人，拥有超过 20 年的钾肥行业经验及企业运营与管理经验。此外，高级管理层拥有丰富的钾肥行业经验，在钾肥生产业务的管理与运营经验平均超过 15 年。管理团队对中国钾肥行业的趋势、上游供应链的动向，以及下游客户的需求有着深刻的理解和敏锐的洞察力。管理团队密切合作，共同制定业务与发展战略。大多数执行董事和高级管理层成员已在米高集团任职超过十年。

图 3：管理层介绍

| 姓名 | 年龄 | 职位 | 履历 |
|-----|----|-----------------------------|--|
| 刘国才 | 58 | 创始人、董事会主席、 执行董事 兼行政总裁 | 负责米高的整体战略规划及日常业务运营。拥有逾 15 年化肥生产、买卖、研发及相关项目方面的经验。 |
| 孙平福 | 58 | 执行董事兼研发总监 | 负责监督米高国内及国际研发合作，以及带领技术开发。拥有逾 30 年化学行业技术开发、生产管理等方面经验。硝酸钾国家标准 GB/T 20784-2018 的起草人之一。2020 年中国钾盐钾肥工业功勋人物。2010 年 7 月加入米高，先后担任四川米高会计师兼内部控制员及大兴米高财务部长。自 2019 年 1 月起担任米高内部控制总监，主要负责管理米高的内部控制事宜。 |
| 董本梓 | 33 | 执行董事 | |
| 刘雅琴 | 68 | 财务总监 | 拥有超过 35 年的会计及财务管理经验。 |
| 付扬美 | 58 | 销售总监 | 拥有超过 11 年的化肥行业销售经验。 |
| 刘学彬 | 49 | 生产主管（华北地区） | 拥有约 20 年的化肥生产行业经验。 |
| 石闻国 | 52 | 生产主管（华南地区） | 拥有约 20 年的化肥生产行业经验。 |

资料来源：招股书，安信国际整理

业务介绍

主要产品包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾、复合肥和其他产品。经过二十多年的发展，米高集团具有集采购、制造、加工及销售为一体的综合能力。

在采购方面，向海外及国内供应商采购氯化钾。米高直接向海外供应商采购氯化钾时，会与海外供应商签订采购合同，并根据中国法律，通过附属公司广东米高获发的氯化钾自动进口许可证进行采购，为相关货物运输办理清关手续，经海运或铁路运输交付予米高。

公司的主要客户包括大型农垦公司、国有烟草公司以及农业综合服务公司。公司直接向主要客户供应钾肥产品。与主要客户如呼伦贝尔农垦、贵州烟草、安徽辉隆等拥有平均超过 10 年的业务关系。

图 4：业务流程



资料来源：招股书，安信国际整理

钾肥为农作物生产的必需肥料。钾是三种植物基本营养素之一，另外两种则是氮和磷。钾对碳水化合物和淀粉的合成至关重要，还有助于植物抵抗萎蔫病。土壤中高达 98% 的钾不能以原有形式供植物吸收。肥料中使用的钾是以硫酸盐（硫酸钾）、氯化物（氯化钾）及硝酸盐（硝酸钾）形式存在的钾盐。

钾肥能带来一系列好处，包括(i)提高保水度；(ii)抵抗极端天气；(iii)提高抗病虫害能力；(iv)对环境及人体健康危害小；及(v)提高农作物产量及质量。钾肥是高附加值农作物的主要肥料类型，但其销量通常低于世界上其他两种主要肥料（即氮肥和磷肥），因为其平均价格较氮肥和磷肥昂贵。然而，随着中国农业产业快速发展及饮食结构的升级，对高附加值农作物的需求有所增加，导致钾肥的销量快速增长。

图 5：产品介绍

| 名称 | 产品 | 包装 | 作用 |
|-----|---|---|---|
| 氯化钾 |  |  | 最常用的钾肥，可被植物快速吸收并直接利用。氯化钾亦可用作其他钾肥（如硫酸钾、硝酸钾及复合肥）的主要原材料。 |
| 硫酸钾 |  |  | 硫酸钾不仅可以像氯化钾般补充土壤中的钾，还可以补锌、硼及其他元素，亦可以调整土壤的化学结构，增强土壤的肥沃度。 |
| 硝酸钾 |  |  | 可同时提供钾、氮两种营养物质，且钾通过影响吸收和转运来提高植物对硝酸盐的利用率，充足的氮供应是所有高产作物的必备条件。 |
| 复合肥 |  |  | 复合肥是一种提供氮、磷、钾的多成分肥料，可用于平衡施肥，提高肥料利用率。 |

资料来源：招股书，安信国际整理

氯化钾

氯化钾（称为 KCL 或 MOP）是化学式为 KCl 的化合物，其含有的氧化钾(K₂O)约 60%。氯化钾为一种无色无味的结晶体。固态氯化钾易溶于水。氯化钾是最常用的钾肥，可用于种植各种食物，如小麦、芹菜等。氯化钾可被植物快速吸收并直接利用。氯化钾也可用作其他钾肥（如硫酸钾、硝酸钾及复合肥）的主要原材料。氯化钾通常是最便宜的钾矿来源，且钾含量高。

米高会按照中国国家标准将粉末状氯化钾造粒成客户指定不同大小的氯化钾颗粒状。公司共有 3 条氯化钾造粒线，其中 1 条位于长春生产设施及另外 2 条位于安达生产设施。

硫酸钾

硫酸钾（也称为 SOP）是一种化学式为 K₂SO₄ 的化合物，其含有的氧化钾约 50%，硫为 17.6%。硫酸钾通常呈白色至淡黄色，为一种结晶粉末或晶体。其吸湿性（即产品通过吸收或释放水蒸气而对空气的水分含量起反应的能力）小于氯化钾，这使其具有更优良的抗结块性能。硫酸钾对土壤酸碱度的影响为中性，与氯化钾类似。硫酸钾为农作物提供硫，对于需要更多硫素营养的农作物而言，其为一种有效肥料。需要更多硫素营养的农作物包括卷心菜、洋葱、十字花科植物、所有油籽作物以及大多数热带和温带水果作物。再者，硫酸钾不仅可以像氯化钾般补充土壤中的钾，还可以补锌、硼及其他元素，也可以调整土壤的化学结构，增强土壤的肥沃度。

生产硫酸钾所用的主要原材料包括氯化钾及硫酸。硫酸钾以曼海姆工艺生产，而盐酸是生产过程产生的副产品。公司生产硫酸钾肥料产品并可应客户要求定制产品以满足客户特定需要。

米高共有 40 条硫酸钾生产线，其中 16 条位于广东生产设施，8 条位于长春生产设施，8 条位于安达生产设施及 8 条位于宝清生产设施。

图 6：氯化钾生产流程

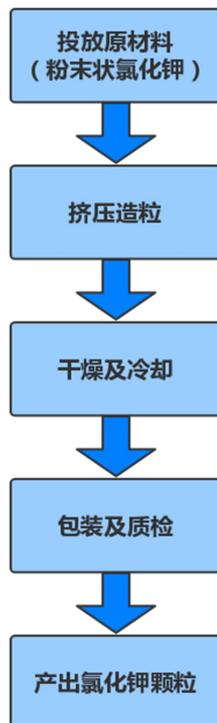
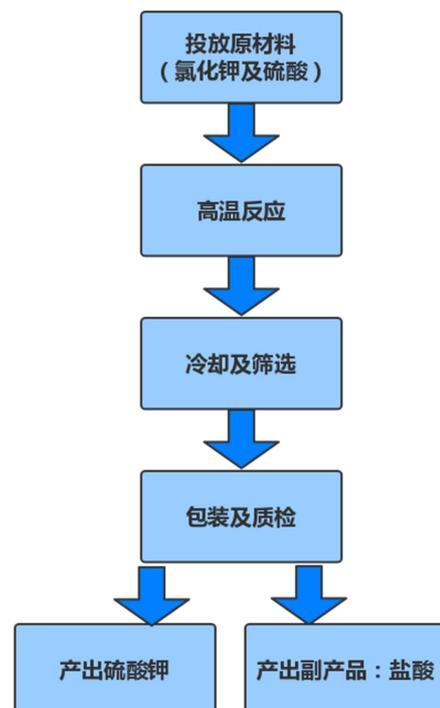


图 7：硫酸钾生产流程



资料来源：招股书，安信国际整理

资料来源：招股书，安信国际整理

硝酸钾

硝酸钾（也称为 NOP）是一种化学式为 KNO_3 的化合物。它含有钾、氧和氮，是一种白色或灰色的碱金属硝酸盐。农业硝酸钾含有约 46% 的氧化钾和氮（以硝酸盐形式存在）；因此，它能为农作物提供两种主要营养物质。由于同时提供两种营养物质，且钾通过影响吸收和转运来提高植物对硝酸盐的利用率，因此使用硝酸钾的作物质量更容易提高。

由于成都政府的区划政策变更，在 2019 年公司决定搬迁成都生产设施（是唯一生产硝酸钾的生产设施）并停止生产硝酸钾，近几年公司出售的所有硝酸钾产品均采购自云南欧罗汉姆（间接合营企业）及其他国内供应商。预计到 2025 年公司搬迁完成，硝酸钾才会重新恢复生产。

复合肥

复合肥是一种提供氮、磷、钾的多成分肥料，可用于平衡施肥，提高肥料利用率。同时，复合肥营养丰富，能促进作物增产增收；并能让土壤恢复生命力，平衡施肥，以及降解农业残留物。

米高主要使用氯化钾、硫酸钾、硝酸钾、硝铵磷、磷酸二氢铵或其他原材料生产复合肥。公司生产的大部分复合肥用于烟草种植，并售予中国烟草公司。

米高的大兴生产设施拥有 3 条复合肥生产线。

其他副产品

盐酸是在硫酸钾生产过程中产生的副产品，除销售主要产品外，公司可向客户出售盐酸赚取额外收入。盐酸为一种氯化氢水溶液，属于单组分无机强酸。盐酸是一种危险化学品，具有无色、有刺激性气味、腐蚀性强、易挥发等特点。盐酸是氯碱工业的重要组成部分，可广泛应用于医药、食品、冶金、印染、皮革等工业领域。

图 8：硝酸钾生产流程

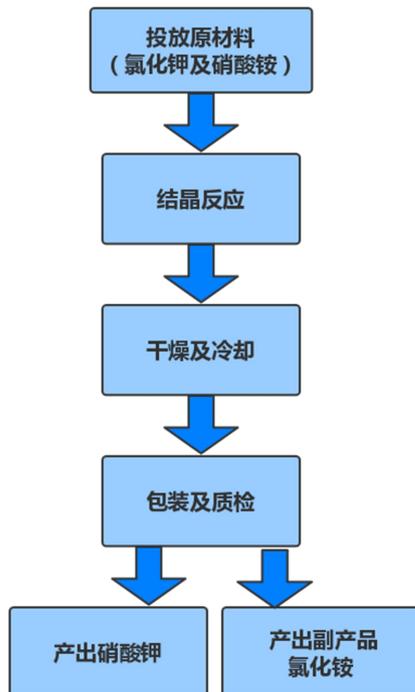
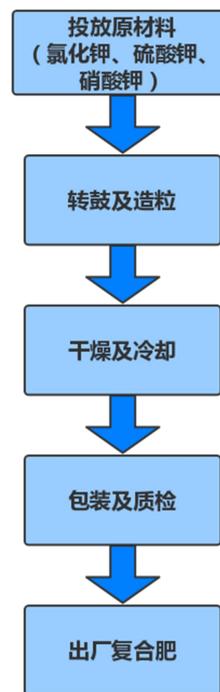


图 9：复合肥生产流程



资料来源：招股书，安信国际整理

资料来源：招股书，安信国际整理

财务情况

24 财年主要产品的收入下降。在 2024 财年，公司氯化钾收入达到 31.7 亿，同比下降 21%，硫酸钾收入 4.4 亿，同比下降 8%，硝酸钾收入 234 万，同比下降 85%，复合肥收入 5344 万，同比增长 12%。其他收入 8644 万，同比下降 33%。

氯化钾在收入中占比最高，是核心产品。在 2024 财年，公司收入结构为氯化钾占比 83%，在收入中占比最大。硫酸钾占比 12%，占比第二，硝酸钾占比 0%，复合肥占比 1%，其他产品占比 3%，服务占比 1%。

在 2024 财年，公司产品的毛利率以复合肥最高，达到 25%，第二为硫酸钾，达到 23%，第三为氯化钾达到 13%。

图 10: 收入结构

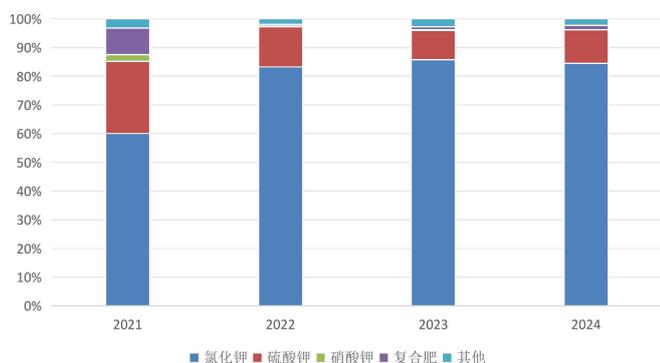
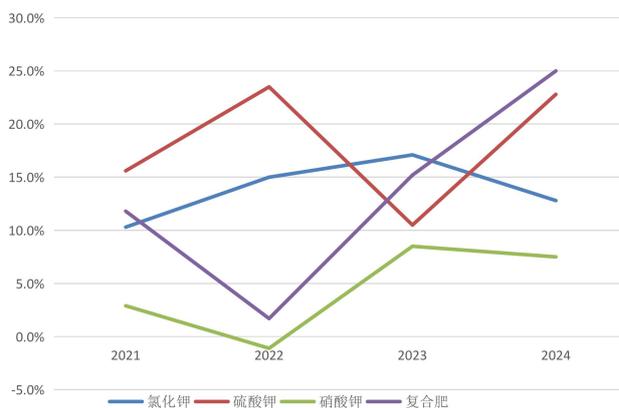


图 11: 产品毛利率



资料来源: 财报, 安信国际整理

资料来源: 财报, 安信国际整理

氯化钾销量持续提升，硝酸钾因工厂搬迁，产销量大幅下滑。在 2024 财年，公司氯化钾销量达到 125 万吨，同比增长 17%，硫酸钾销量达到 14.3 万吨，同比增长 16%，硝酸钾销量 1000 吨，同比下降 60%，复合肥销量 2.2 万吨，同比增长 15%。其他产品销量 25.6 万吨，同比增长 48%。从 2021-2024 财年，公司的氯化钾销量增幅大，在销量占比高。

氯化钾价格下降，影响业绩增长。在 2024 财年，公司氯化钾平均售价为 2530 元/吨，硫酸钾平均售价为 3072 元/吨，硝酸钾平均售价为 6043 元/吨，复合肥产品平均售价为 2407 元/吨，副产品平均售价为 337 元/吨。氯化钾价格下降，影响整体业绩表现。

图 12: 平均售价 (元/吨)

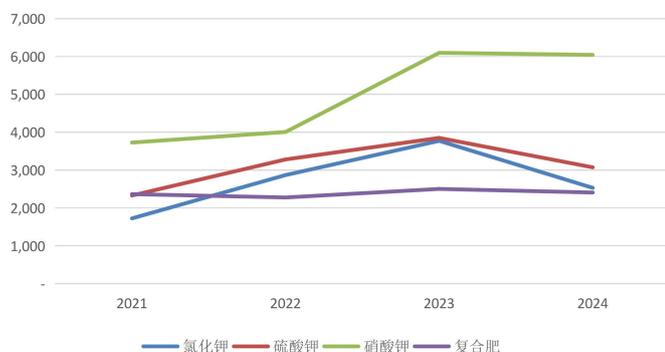
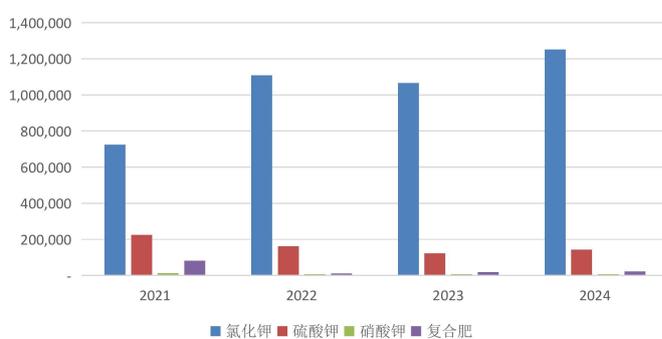


图 13: 销量 (吨)

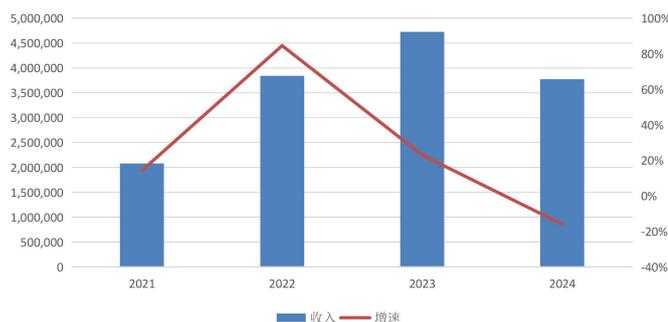


资料来源: 财报, 安信国际整理

资料来源: 财报, 安信国际整理

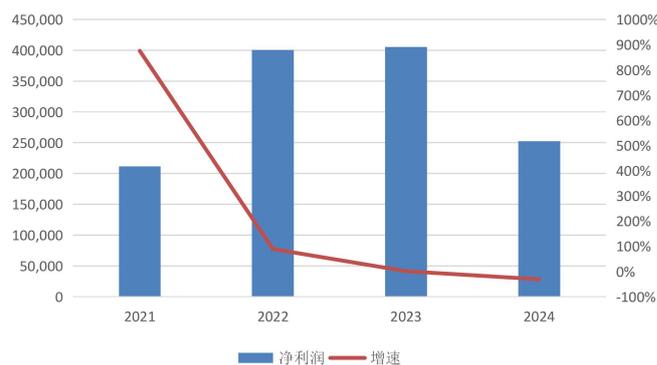
24 年收入与净利润下滑。从 2021-2024 财年，公司的收入与净利润有所提升，在 2023 年米高集团的业绩达到最高点，主要因为乌俄战争，导致全球钾肥价格上涨。截止到 2024 财年，公司收入达到 37.7 亿，同比下降 16%，归母净利润 2.5 亿，同比下降 31%。

图 14: 营业收入 (千元)



资料来源: 财报, 安信国际整理

图 15: 净利润 (千元)

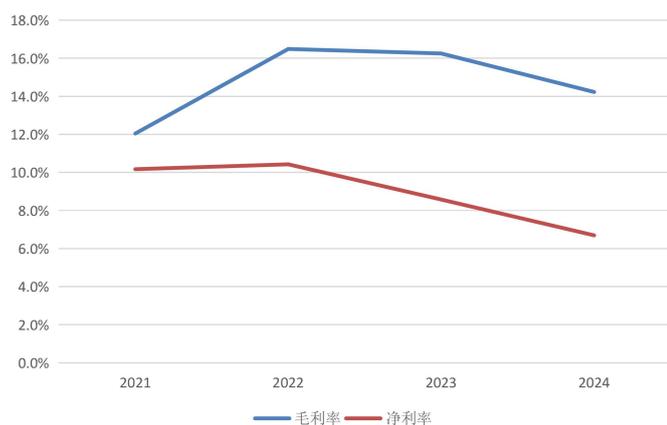


资料来源: 财报, 安信国际整理

盈利能力有波动。截止到 2024 财年, 公司的毛利率达到 14.2%, 同比下降 2.1 个百分点。毛利率下降, 主要因为 24 财年钾肥价格下降, 回归常态。净利率达到 6.7%, 下降 2.1 个百分点。

管理费用率提升, 销售费用率下降。从 2021-2024 财年, 公司的费用率得到明显控制, 费用率逐年下降。截止到 2024 财年, 公司的销售费用率为 0.8%, 管理费用率为 2.5%, 研发费用率为 0.8%。

图 16: 盈利能力



资料来源: 财报, 安信国际整理

图 17: 费用率



资料来源: 财报, 安信国际整理

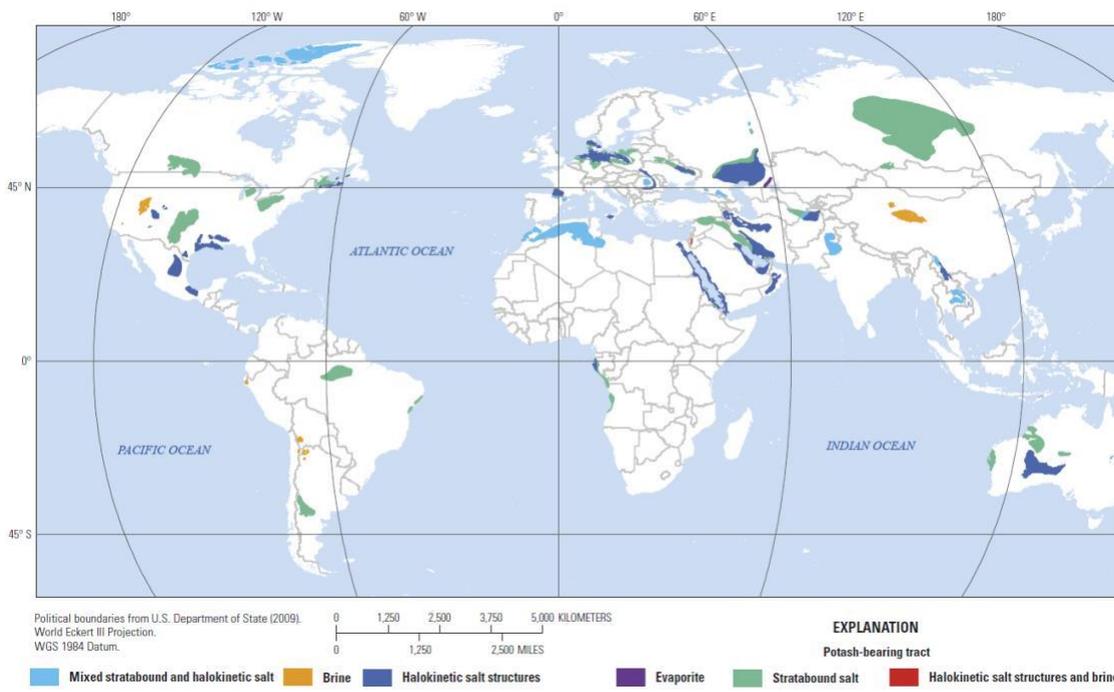
行业概况

行业供需

全球钾矿储量分布相对不均, 可采储量集中于少数国家。其中, 加拿大、白俄罗斯及俄罗斯是世界上储量最高的三个国家。根据 USGS (美国地质调查局) 的资料, 于 2022 年, 该三个国家的钾矿储量占全球钾矿储量的 60% 以上。中国约有 3500 万吨钾矿储量, 居世界第四位。然而, 大部分钾矿储量均是低品位钾及难以到达的深层卤水矿床, 该等钾矿储量难以支持长期开采及日后不断增长的下游需求。

钾矿的质量有差别。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。

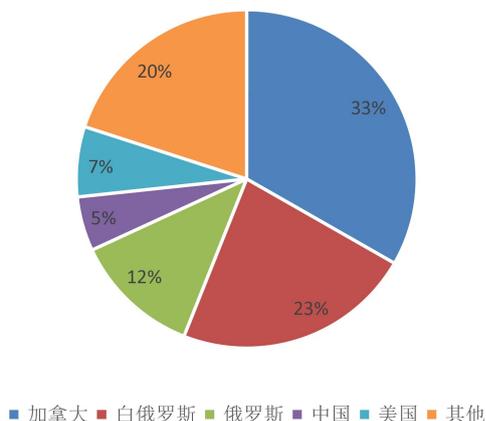
图 18: 全球钾盐资源分布



资料来源: USGS, 安信国际整理

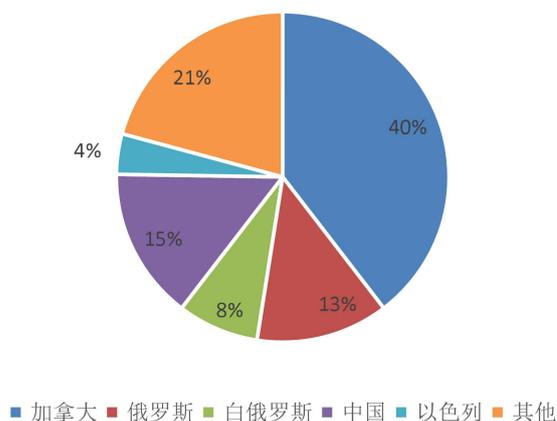
国外钾矿资源丰富。全球钾肥产量于 2022 年达到 5020 万吨, 并预期由 2023 年的 5130 万吨增加至 2027 年 5470 万吨。根据 USGS 的资料, 加拿大占 2022 年全球钾矿产量的 40%, 其次为中国 (占 15%)、俄罗斯 (占 13%) 及白俄罗斯 (占 8%)。由于钾储量的稀缺性, 中国的国内钾矿产量增长有限。

图 19: 储量占比



资料来源: 招股书, 安信国际整理

图 20: 产量占比



资料来源: 招股书, 安信国际整理

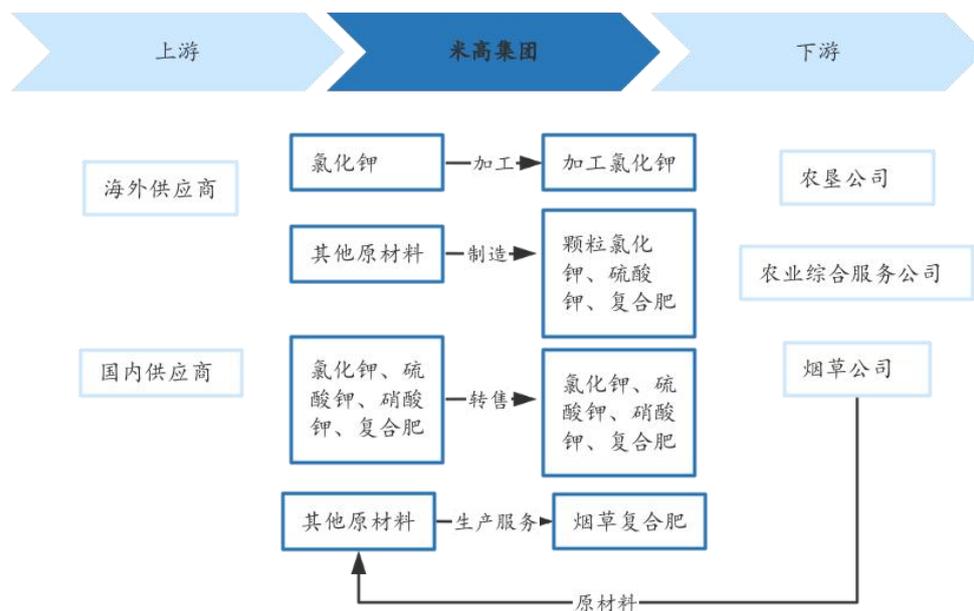
中国钾肥行业的上游产业为钾矿及其他化学品。在中国供应的氯化钾主要取自国际及国内钾矿储量。大部分氯化钾从俄罗斯、加拿大、白俄罗斯、以色列等地进口。中国钾矿储量主要分布于青海、新疆、西藏及其他地区。

中游产业由钾肥加工及生产组成。在某些情况下, 进口氯化钾不用作进一步加工直接出售予终端客户。在其他情况下, 进口氯化钾可能要进行一些物理处理后出售予终端客户。除直接的应用外, 钾肥也可用作制造硫酸钾、硝酸钾及其他肥料 (如复合肥)。硫酸钾及硝酸钾的生产需要在特定环境下使用相关设备进行化学加工。最常见的情况是, 钾肥生产商根据下游客户的特定要求 (如产品形式及形状) 定制产品。行业的下游活动涉及批发、分销及终端消费。一般而言, 钾肥首先会运输至批发商, 然后再通过不同分销管

道分销及出售予终端客户。此外，部分钾肥无须分销而直接出售予终端客户，特别是国有企业及大型客户。

下游客户主要分为商业用户及个人消费者。此外，行内部分公司可能出现客户、供应商重叠，例如，钾肥公司可能以下游客户供应的原材料（如氯化钾）制造复合肥。

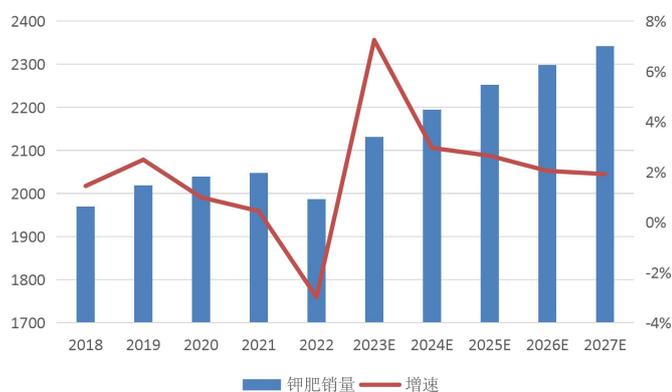
图 21：钾肥行业



资料来源：招股书，安信国际整理

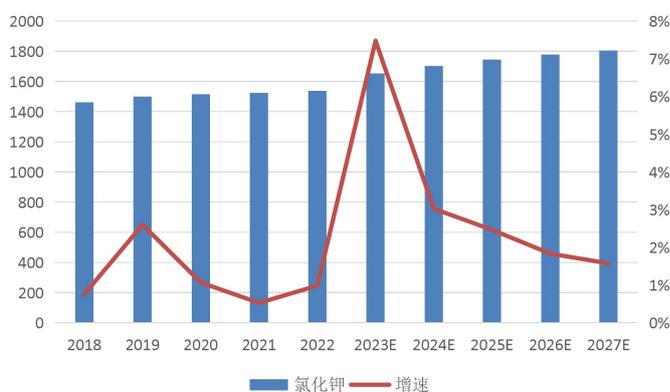
中国农业近几年蓬勃发展，因此对钾肥需求日益增加。氯化钾是中国最常用的钾肥，可用于种植多种作物。由于中国钾资源有限，每年对氯化钾的需求中有很大大一部分是通过海外进口弥补。2022 年中国按氯化钾销量计的市场规模达到 1538 万吨，占钾肥总销量的 77.4%。2022 年硫酸钾及硝酸钾的销量分别达到 373 万吨及 76 万吨。展望未来，预测按钾肥销量计的市场规模进一步增加，氯化钾销量由 2023 年的 1653 万吨增至 2027 年的 1805 万吨，复合年增长率为 2.2%。

图 22：钾肥销量预测



资料来源：招股书，安信国际整理

图 23：氯化钾销量预测



资料来源：招股书，安信国际整理

硫酸钾的施用显示了对土壤结构的有利影响，并提高了作物耐旱、抗病及抗虫害的性能。硫酸钾也是烟草和果树等氯敏感作物的首选钾肥。硫酸钾及硝酸钾的水溶性也较高，因而可通过灌溉系统施用于土壤或作为叶面喷肥。到 2027 年，硫酸钾及硝酸钾的销量将分别达到 446 万吨及 91 万吨，2023 年至 2027 年的复合年增长率为 3.0% 及 2.5%。

图 24: 硫酸钾销量预测

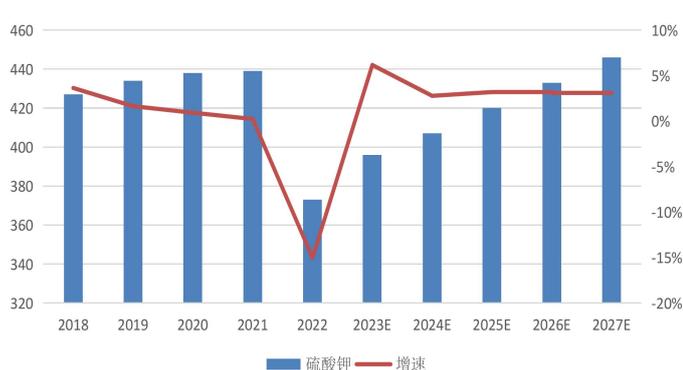
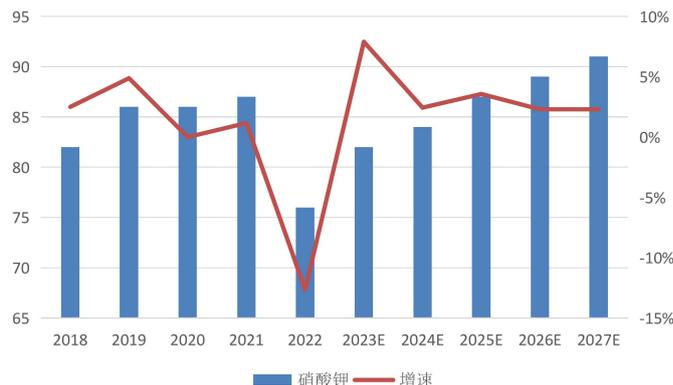


图 25: 硝酸钾销量预测



资料来源: 招股书, 安信国际整理

资料来源: 招股书, 安信国际整理

业绩增长驱动力强。行业增长驱动力主要来自于: 1.人口增长促进持续的食物需求。2.消费升级带来的饮食结构改善。3.钾肥应用率低, 市场潜力大。4.支持性政府政策。5.先进的生产技术。

人口增长促进持续的食物需求。全球及中国谷物生产及需求将继续维持稳定发展趋势, 从而带动钾肥的需求。全球及中国的谷物产量在过去几年保持稳定增长, 分别由 2018 年的 26.5 亿吨及 6.1 亿吨逐步增加至 2022 年的 27.9 亿吨及 6.3 亿吨, 2018 年至 2022 年的复合年增长率分别为 1.3%及 0.9%。同时, 全球的可耕地面积持续减少, 并预期将进一步减少。人口增长及更高水平的生产力对化肥需求有重大影响。此外, 新兴国家普遍农业水平发展低下, 其化肥消费将远高于发达国家, 其将进一步增加化肥需求。

消费升级带来的饮食结构改善。随着食物多样性增加及健康饮食理念的推广, 饮食结构已得到改善。于 2018 年至 2022 年, 全球果蔬产量的复合年增长率维持在 1.2%及 0.7%, 而中国的复合年增长率相对较高, 为 5.1%及 3.3%。水果、蔬菜及其他经济作物较其他农产品对钾肥需求更高, 该等产品的生产及消费增长将继续推动钾肥的需求。此外, 新兴国家对肉制品需求不断增加, 大大促进了饲料作物及化肥消费。因此, 人民饮食习惯的改变及饮食结构的改善将促进对钾肥有较高需求的农产品的增长。

钾肥应用率低, 市场潜力大。于 2018 年至 2022 年, 全球氮、磷及钾肥按销量计的比率由 1:0.43:0.35 逐步变为 1:0.44:0.36, 及中国这一比率达至 2022 年的 1:0.43:0.31。然而, 中国的钾肥消耗量及施用水平仍低于许多发达国家。与氮肥及磷肥相比, 钾肥对环境及人类健康造成的伤害较小, 并在保持水分、抵抗极端天气及提高作物产量质量方面显示出优势。随着钾肥的优势进一步得到市场认可, 钾肥将成为中国发展最快、最具潜力的化肥类别之一。

支持性政府政策多。中国政府对钾肥行业发展作出了多项战略性支持, 并积极鼓励兴建海外钾肥生产基地。此外, 政府就钾肥进口建立共同协商机制, 以控制进口价及促进钾肥消费。于 2020 年, 钾肥首次纳入国家化肥商业储备范围。该政策对保障国内钾肥供应、促进农业稳定发展及保障中国粮食安全具有重要意义。此外, 政府将优质、高效、安全生产的创新型环保化肥生产技术列入「国家重点支持的高新技术领域目录」。根据「关于推进化肥行业转型发展的指导意见」, 政府将透过专项资金促进化肥生产商提高其技术创新的能力。

先进的生产技术。为提高市场竞争力, 钾肥生产商非常重视改进生产工艺及设备。例如, 不规则造粒技术和圆形造粒技术已取得重大突破。相关苯酚造粒工艺已实现国产化, 有助于生产具有高利用率及吸收率的钾肥产品。随着各种相关技术的改进及进步, 钾肥产品种类将更丰富多样。营养物质浓度及物理特性也有望逐步增加, 生产工艺将更为智能化及环保, 从而带动行业的升级发展。

由于国内钾矿储量供应有限，进口氯化钾对中国钾肥市场颇为重要。于2022年，中国氯化钾总销量约50%来自外国。根据中华人民共和国海关总署发布的数据，氯化钾进口量由2017年的753万吨增加至2022年的793万吨，略有波动。于2022年，俄罗斯、加拿大及白俄罗斯为中国三大氯化钾进口国，分别约占中国氯化钾进口总量的30.2%、24.1%、21.5%。受COVID-19疫情的负面影响，国际贸易活动受到不利影响，导致2020年及2021年的氯化钾进口减少。预期中国氯化钾进口量将于未来数年保持稳定增长，到2027年将达约1110万吨。

图 26: 氯化钾进口量预测

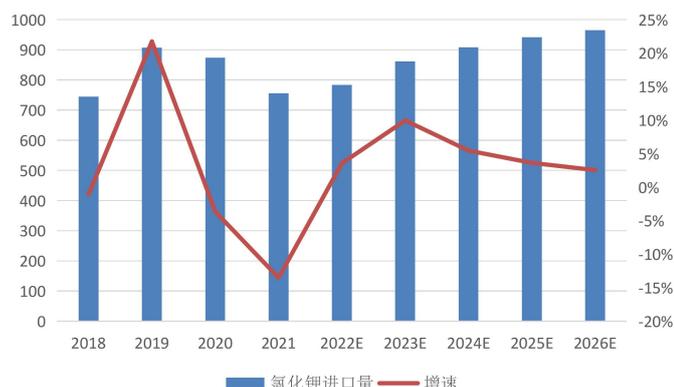
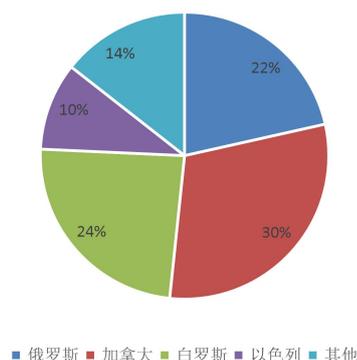


图 27: 进口量结构



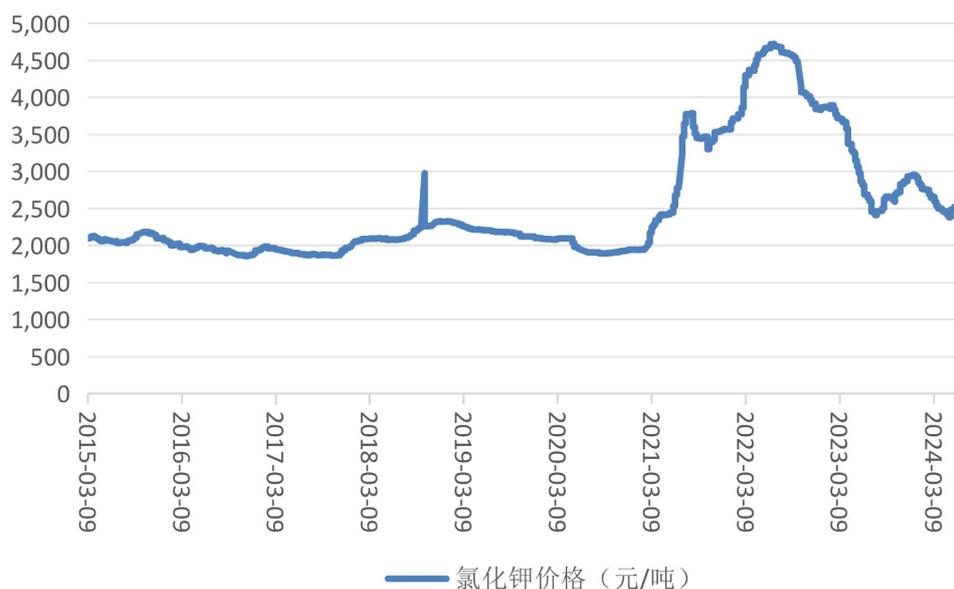
资料来源: 招股书, 安信国际整理

资料来源: 招股书, 安信国际整理

产品价格

22年氯化钾价格大幅上涨，23年开始下滑。于2015年至2019年，氯化钾平均售价维持于约每吨人民币2000元的水平。于COVID-19爆发后，由于封锁期间化肥需求萎缩，导致氯化钾的价格出现下跌。自2021年至2022年，下游需求回暖和供应紧张，以及俄乌战争将氯化钾的价格推升至前所未有的水平。2022年，全球钾肥供应短缺加剧，中国氯化钾平均售价大幅上涨，于第二季度达到顶峰，随后缓慢下降。2024年氯化钾价格已经下跌至历史常态水平，6月氯化钾价格为2600元/吨。

图 28: 价格



资料来源: 商务部, 安信国际整理

竞争优势

大型的钾肥公司，提供高质量及多样化钾肥产品，获得客户与行业的广泛认可。

公司是中国钾肥龙头企业。具有集采购、制造、加工及销售为一体的综合能力。公司的产品包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及复合肥。根据弗若斯特沙利文报告，按 2023 年度钾肥销量计算，米高集团在中国钾肥公司中排名第四，于中国非储备型钾肥公司中排名第三。

公司可根据种植环境为客户研发并提供定制钾肥产品，以满足他们的多元化及特定需求。公司能够提供多种规格的氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及适用于烟草、辣椒、水果、茶叶、蔬菜等各类作物的专用复合肥，同时公司也可根据客户各自的需要提供定制化复合肥产品。公司的主要产品广泛应用于农业领域，尤其是用于农作物，用于增加产量并提高农作物质量。

政府支持钾肥行业发展。促进化肥生产企业提升技术创新能力，并促进该行业的稳健快速发展。例如，政府将优质高效安全生产的新型肥料技术列入国家重点支持的高新技术领域目录。根据《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》，中国政府将通过各项专项资金项目支持化肥行业的转型发展。

产品得到客户和行业的广泛认可。米高品牌是中国钾肥市场中的知名品牌。公司的钾肥产品已凭借其高质量获得政府部门和行业协会的各种奖项，其中包括多项市级、省级以及国家级奖项。于 2020 年度，公司获中国无机盐工业协会钾盐钾肥分会授予中国钾盐钾肥工业功勋企业。自 2016 年以来，公司连续同时获得中国化工资讯中心、中国化工情报信息协会评选为年度中国钾肥 10 强和中国化肥企业 100 强。

公司与大型企业客户建立了长期稳定的关系，并战略性布局公司的客户服务网络

公司的主要客户包括大型农垦公司、国有烟草公司以及农业综合服务公司。公司直接向主要客户供应钾肥产品，而无需依赖第三方经销商。鉴于这些客户的经营规模，其通常会大批量订购米高的钾肥产品。公司的大客户包括呼伦贝尔农垦、贵州烟草投资、安徽辉隆，均保持超过 10 年的业务合作关系。于 2021 财年、2022 财年及 2023 财年，来自五名主要客户的收入分别共占总收入的约 50.7%、54.2%及 46.7%。

公司与主要客户建立了战略关系及合作。于 2018 年，米高与黑龙江北大荒成立了宝清米高和安达米高两家合营企业，而公司于 2022 年 3 月 31 日进一步将两家合营企业整合为公司的附属公司。于 2016 年，公司收购大兴米高的 51% 股权，而余下 49% 由一个主要烟草公司客户贵州烟草投资拥有。我们认为该等战略关系及合作可以使客户与米高互惠互利，客户能够获得稳定的优质化肥产品供应，而米高能够获得对公司化肥产品稳定的需求。此外，通过与客户的该等战略合作安排，公司能够更好地了解客户的需求，为他们提供定制化的化肥产品。

米高因应市场需求，战略性布局客户服务网络。公司的生产设施均位于中国的主要种植区，分别坐落于(i)东北大豆春麦玉米甜菜区、(ii)北部高原小杂粮甜菜区、(iii)川陕盆地稻玉米薯类柑橘桑区、(iv)云贵高原稻玉米烟草区以及(v)华南双季稻热带作物甘蔗区，地理位置优越。于 2021 财年、2022 财年及 2023 财年，分别有约 95.3%、76.1%及 70.8% 的收入源自位于该等种植区的客户。公司实体设施的战略选址及该等位址享有的发达的交通运输网络，令公司能够及时、具成本效益地向客户提供钾肥产品并及时提供售后服务。

米高拥有全方位采购钾肥原材料的多种管道，以保障稳定的供应。

氯化钾是钾肥生产的主要原材料。全球钾盐资源储量分布不均。中国钾肥生产商及供应商倚重少数境外氯化钾生产商供应氯化钾是业内常见做法，因为这些境外氯化钾生产商占有市场主导地位，而中国本土缺乏优质钾矿储备。公司于中国运营钾肥业务超过 20 年，建立了全方位的氯化钾采购管道，可以以具竞争力的价格，从境外主要钾肥生产商

处获得稳定的氯化钾供应。公司拥有相关进口资质，公司已就每批进口氯化钾申请并获发自动进口许可证，使公司有权直接从海外供应商进口氯化钾。公司也与其他拥有相关进口资质的企业合作，间接采购源自海外的氯化钾。公司与境外主要钾肥生产商保持长期业务关系，其中包括世界排名前五的钾矿公司。

公司的管理团队拥有深厚经验，且大部分已与公司共事逾十年

管理层是公司成功的关键。公司拥有一支实力强大、积极进取、并致力于成功的管理团队。管理团队拥有深厚经验，且大部分已与公司共事超过十年。

公司拥有成熟的研发团队，为集团持续发展提供技术支持

公司重视研发。公司的研发总监孙平福先生在化工行业的技术开发、生产管理及项目管理方面拥有超过 30 年经验，且为硝酸钾国家标准 GB/T 20784-2018 的起草人之一。孙福平先生也于 2020 年度获中国无机盐工业协会评为「中国钾盐钾肥工业功勋人物」。

自公司成立以来，一直将研发作为公司战略的重要一环。公司的研发团队启动了超过 140 个研发项目，旨在(i)提升产品质量及稳定性，(ii)降低能耗并提升生产效率，(iii)加强生产环境标准的合规性，(iv)开发特定的复合肥及新型肥料，及(v)改进生产工艺及推进自动化生产流程，以确保公司的竞争力。

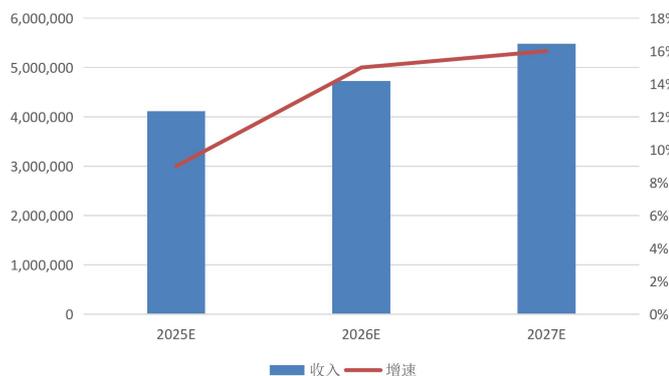
公司在中国有 114 项注册专利。相信随着公司在研发方面持续的投入，技术水平得到了长足的发展，也为公司的成功注入强心剂。

盈利预测及估值

我们认为米高集团拥有优质的客户资源，成长空间大。公司与主要客户如北大荒、贵州烟草建立战略关系，其他客户如呼伦贝尔农垦、安徽辉隆，均保持超过 10 年的业务合作关系。预计未来三年销量将保持 15% 左右增长，氯化钾的销量将达到 145/165/190 万吨。2024 年氯化钾价格已经下跌至历史常态水平，6 月氯化钾价格为 2600 元/吨，预计未来钾肥企业的产品价格与盈利将企稳回升。

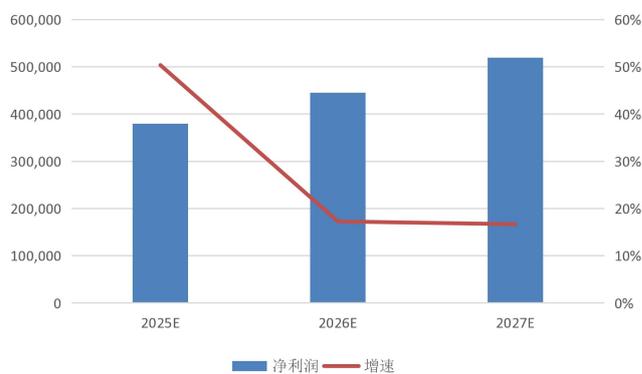
我们预测米高集团在 2025-2027 财年的营业收入达到 41.1/47.3/54.8 亿元，分别同比增长 9%/15%/16%，归母净利润 3.8 亿/4.4 亿/5.2 亿，同比增长 50%/17%/17%。

图 29：收入预测（千元）



资料来源：安信国际预测

图 30：净利润预测（千元）



资料来源：安信国际预测

估值

我们选取了 A+H 股中钾肥行业相关公司进行比较，与米高集团主营业务类似的有 A 股的盐湖股份、藏格矿业、亚钾国际、东方铁塔，A 股 24 年钾肥行业平均预测市盈率为 13 倍。

综合考虑 A 股可比公司的情况，以及米高集团未来业绩持续高增长，钾肥进口权稀缺性。给予米高集团目标价 8 港元，对应 2025 财年预测 PE 倍数 13.4 倍，首次评级买入。

图 31：行业估值

| 代码 | 公司 | 股价 | 市值（亿） | 归母净利润(亿) | | PE | |
|--------|------|------|-------|----------|------|------|------|
| | | | | 24E | 25E | 24E | 25E |
| 000792 | 盐湖股份 | 16.0 | 870 | 55.1 | 57.6 | 15.8 | 15.1 |
| 000408 | 藏格矿业 | 24.7 | 390 | 25.2 | 30.8 | 15.5 | 12.7 |
| 000893 | 亚钾国际 | 15.7 | 146 | 15.7 | 23.1 | 9.3 | 6.3 |
| 002545 | 东方铁塔 | 6.5 | 81 | 7.1 | 9.0 | 11.4 | 9.0 |
| | 平均 | | | | | 13.0 | 10.8 |

资料来源：wind，安信国际整理

风险提示

- 全球氯化钾供应不确定性的风险；
- 氯化钾的采购价及采购成本波动的风险；
- 依赖主要客户，可能使公司面临与收入波动或下降有关的风险；
- 可能无法取得新的氯化钾自动进口许可证风险；

财务预测

百万元人民币；3月31日

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 4,723 | 3,771 | 4,110 | 4,726 | 5,483 |
| 营业成本 | (3,955) | (3,234) | (3,481) | (3,989) | (4,616) |
| 毛利 | 768 | 537 | 629 | 737 | 866 |
| 销售管理费用 | (167) | (124) | (136) | (165) | (192) |
| 研发费用 | (31) | (31) | (33) | (33) | (44) |
| 其他收入 | (36) | (48) | 2 | 2 | (0) |
| 税前盈利 | 533 | 334 | 462 | 541 | 630 |
| 所得税 | (112) | (57) | (79) | (92) | (107) |
| 税后利润 | 422 | 276 | 384 | 449 | 523 |
| 其他费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 422 | 276 | 384 | 449 | 523 |
| 少数股东损益 | 16 | 24 | 4 | 4 | 5 |
| 归母公司净利润 | 405 | 252 | 380 | 444 | 518 |

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性(%) | | | | | |
| 营业收入 | 23% | -16% | 9% | 15% | 16% |
| 净利润 | 1% | -31% | 50% | 17% | 17% |
| 盈利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 16% | 14% | 15% | 16% | 16% |
| 归母净利率 | 9% | 7% | 9% | 9% | 9% |
| ROE | 26% | 10% | 13% | 13% | 15% |
| 偿债能力(%) | | | | | |
| 流动比率 | 64% | 47% | 54% | 53% | 60% |
| 资产负债率 | 51% | 43% | 40% | 38% | 42% |

资料来源：安信国际预测

转下页

百万元人民币；3月31日

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2,451 | 3,861 | 3,485 | 3,790 | 3,875 |
| 现金及等价物 | 366 | 812 | 510 | 413 | 261 |
| 应收款 | 1,731 | 2,428 | 2,352 | 2,696 | 2,870 |
| 其他应收款项 | 354 | 620 | 623 | 681 | 744 |
| 非流动资产 | 788 | 745 | 1,527 | 1,828 | 1,961 |
| 物业、厂房及设备 | 486 | 455 | 1,211 | 1,515 | 1,619 |
| 无形资产 | 12 | 12 | 13 | 13 | 14 |
| 其他非流动资产 | 290 | 278 | 303 | 300 | 328 |
| 资产总计 | 3,239 | 4,606 | 5,012 | 5,618 | 5,836 |
| | | | | | |
| 流动负债 | 1,574 | 1,822 | 1,868 | 2,020 | 2,319 |
| 应付款项 | 631 | 520 | 559 | 673 | 857 |
| 计息银行及其他借款 | 165 | 381 | 377 | 381 | 400 |
| 其他流动负债 | 779 | 922 | 932 | 966 | 1,063 |
| 非流动负债 | 89 | 168 | 135 | 142 | 149 |
| 借款 | 80 | 164 | 132 | 138 | 145 |
| 其他非流动负债 | 5 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 递延税项 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| 负债合计 | 1,663 | 1,990 | 2,003 | 2,162 | 2,468 |
| 非控股权益 | 155 | 167 | 172 | 177 | 177 |
| 股东权益合计 | 1,576 | 2,616 | 3,009 | 3,456 | 3,367 |

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生现金流量 | 134 | (526) | 413 | 321 | 81 |
| 投资活动产生现金流量 | (91) | (21) | (744) | (353) | (172) |
| 融资活动产生现金流量 | 38 | 994 | 29 | (65) | (62) |
| 现金净变动 | 80 | 447 | (302) | (97) | (153) |

资料来源：安信国际预测

客户服务热线

香港：22131888

国内：4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。
- 安信国际及每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，向本报告提及的米高集团控股有限公司在过去12个月内有就投资银行服务收取补偿或受委托。

公司评级体系

收益评级：

买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；

增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；

中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；

减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；

卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010