

证券研究报告
(优于大市)

东方铁塔 (002545.CH): 钢结构与钾肥并行, 加快推进氯化钾项目扩产

Qingdao East Steel Tower Stock (002545.CH): Parallel development of steel structure and potassium fertilizer & Accelerating the expansion of potassium chloride project

庄怀超 Charles Zhuang
charles.zhuang@gpf.com.hk
2025年7月7日

概要

1. 公司简介：钢结构与钾肥并行的双主业上市公司
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 加快推进氯化钾项目扩产
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

公司为钢结构与钾肥产业并行的双主业上市公司

青岛东方铁塔股份有限公司是一家股份制大型企业，主营钢结构产品业务，其前身青岛东方铁塔公司始建于1982年，1996年组建青岛东方铁塔集团有限公司，2000年改制为青岛东方铁塔股份有限公司。2011年2月11日，公司在深圳证券交易所挂牌上市。2016年10月，公司完成重组，由单一的钢结构制造企业转变为钢结构与钾肥产业并行的双主业上市公司。公司总部地处山东胶州市。公司在山东青岛和江苏苏州拥有两个大型钢结构生产基地，在北京、上海、广州等地设有分支机构，国内主要省份也设有办事处。仅青岛的钢结构生产基地就占地九百多亩，厂房面积五十多万平方米，总资产近80亿元，年生产能力可达60万吨，已形成完善的研、产、销经营体系。

图：东方铁塔

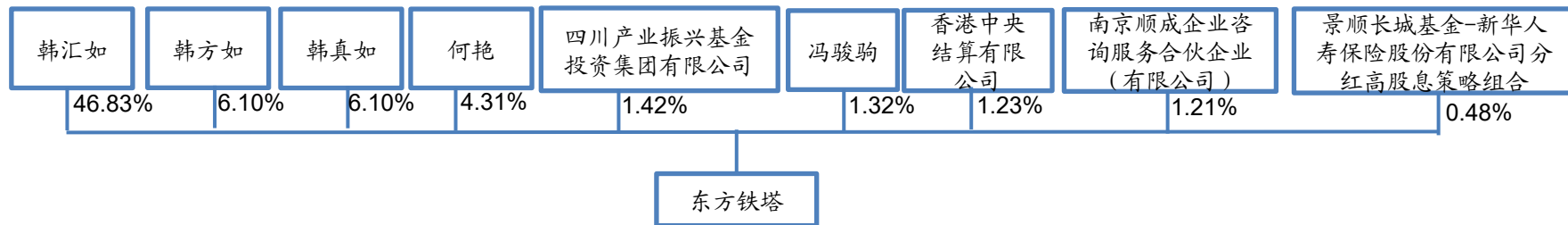


青岛东方铁塔股份有限公司
QINGDAO EAST STEEL TOWER STOCK CO.LTD

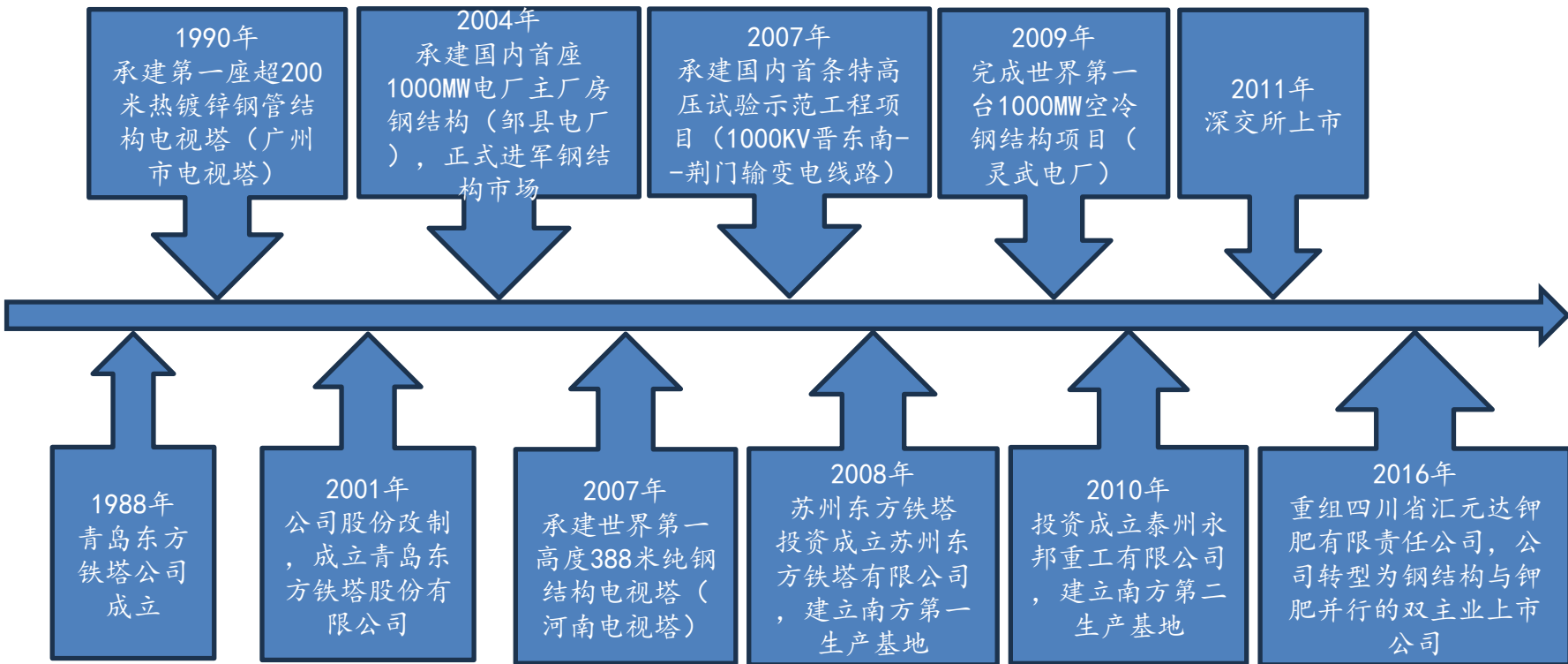
韩汇如为公司最大股东

截至2025年一季报，韩汇如为公司最大股东，持股比例为46.83%。

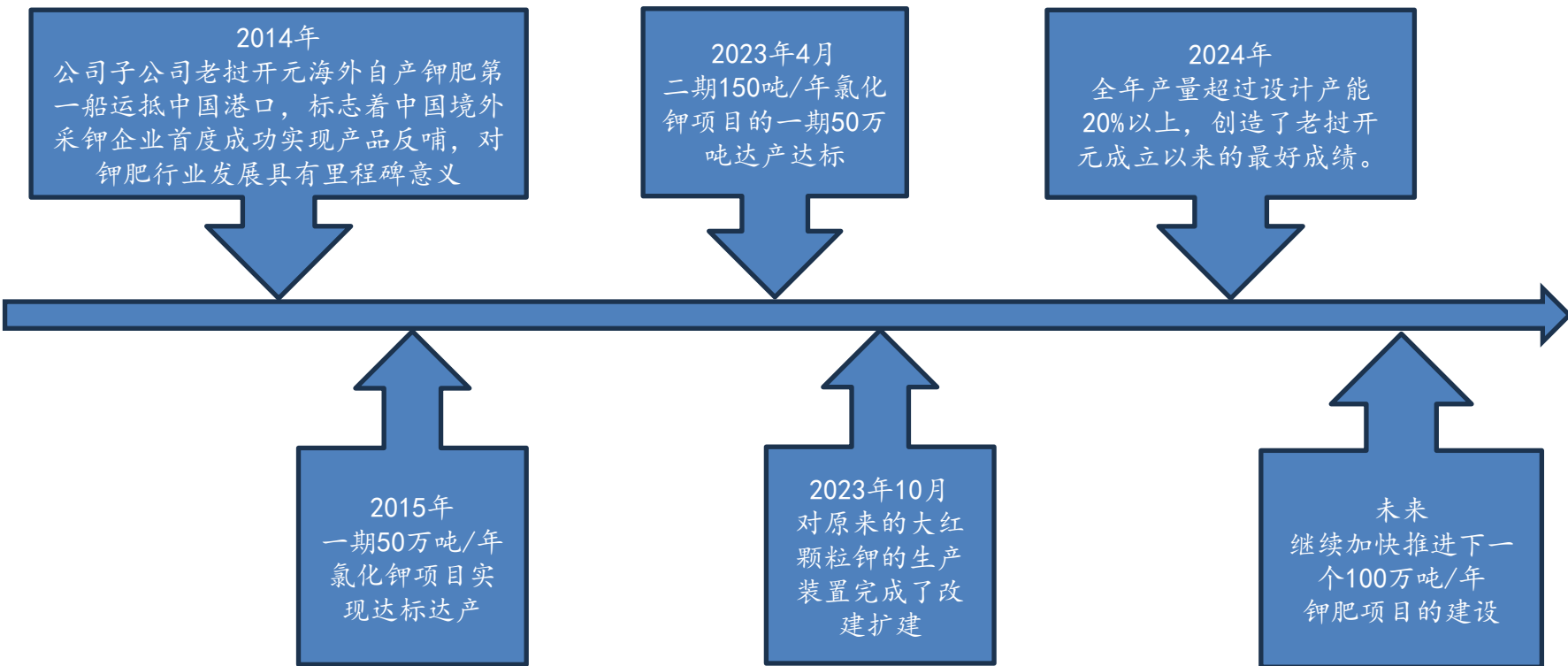
图：公司股权结构图（截至2025年一季报）



公司发展历史：转型为钢结构与钾肥并行



集团钾肥业务发展历史



公司钾肥业务主要产品为氯化钾

境外子公司老挝开元主要生产产品为氯化钾，分为粉末结晶状与颗粒状，用于农业直接施用，或者用作复合肥、复混肥生产原料。公司对老挝优质钾盐矿资源进行开采并加工，主要生产氯化钾产品，由销售部负责各渠道的建设及营销，采用直销结合经销模式（主要为经销商）的销售模式。

表：公司钾肥业务产品介绍

产品名称	产品介绍
氯化钾	公司全资子公司老挝开元主要生产四种产品：白/红标钾，白/红大颗粒钾肥，主要用于农业施肥。老挝开元钾肥源于高品位矿藏，经过具有世界先进水平的生产工艺研制生产而成，自2012年以来，已有红色、白色粉状钾肥等各种产品投放市场，并获得消费者的认可和喜爱。

公司的钢结构涉及电力、电网、新能源、广播通信、石油化工、民用建筑、市政建设等多领域，能够根据下游各行业景气周期即使调整产品结构，保证公司业绩的稳定及可持续发展。

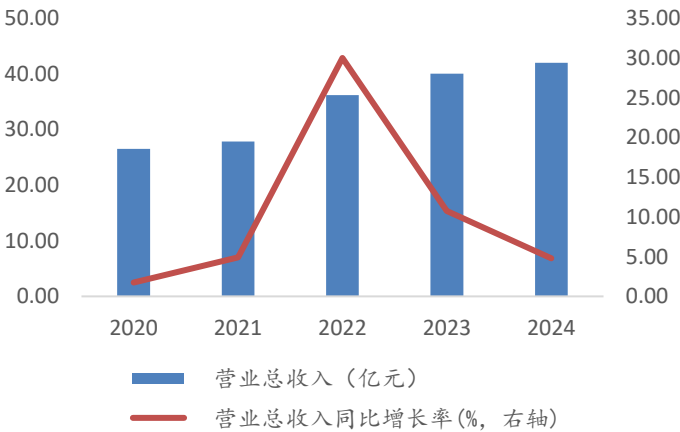
表：公司钢结构业务产品介绍

产品类型	具体产品细分
广播电视塔	多用途广播电视塔、广播电视发射塔、广播电视塔构件
电力线路塔	电力输送塔-直线塔、电力输送塔-跨越塔、电力输送塔-转角塔
风力发电塔	风电塔筒
跨越钢管塔	大跨越钢管塔
工业钢结构	核电主体钢结构、电厂厂房钢结构、空冷平台钢结构、绿色煤电主体钢结构
民用钢结构	民用建筑钢结构
石化钢结构	煤基烯烃钢结构、大炼油钢结构
变电站工程	变电站钢结构、太阳能钢构架

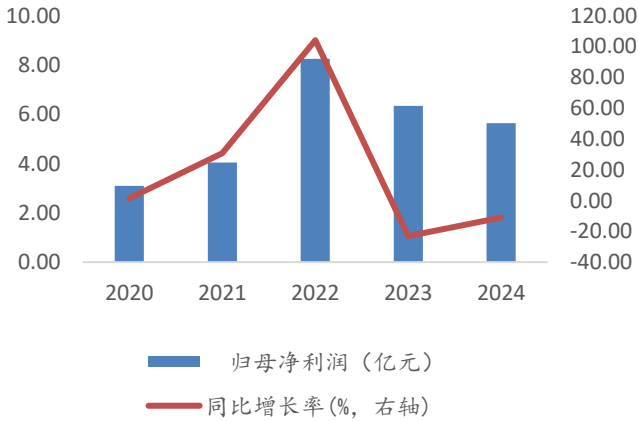
2020-2024年净利润复合年增速为16.23%

2020-2024年公司净利润复合年增速为16.23%。2020-2024年公司营收分别为26.51、27.82、36.16、40.04和41.96亿元，分别同比+1.74%、+4.92%、+29.99%、+10.74%和+4.79%，2020-2024年公司营收年复合增速为12.16%。2020-2024年公司净利润分别为3.09、4.04、8.25、6.34和5.64亿元，分别同比+1.37%、+30.77%、+104.12%、-23.13%和-10.97%，2020-2024年公司净利润复合年增速为16.23%。

图：2020-2024年公司收入及增速



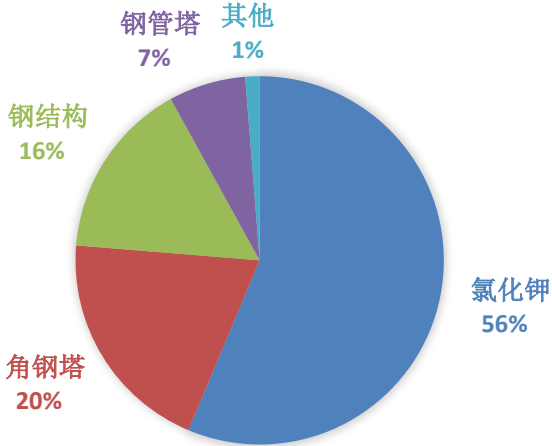
图：2020-2024年公司净利润及增速



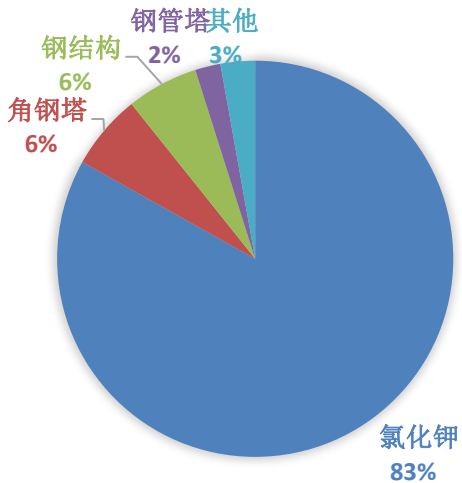
氯化钾业务占公司总毛利的83%

氯化钾业务占公司总毛利的83%。2024年，氯化钾、角钢塔、钢结构、钢管塔的营收占公司总收入分别约56.33%、19.97%、15.70%和6.76%。2024年，氯化钾、角钢塔、钢结构、钢管塔的毛利占公司总毛利分别约83.12%、6.14%、5.85%和2.07%。

图：2024年公司产品营收拆分



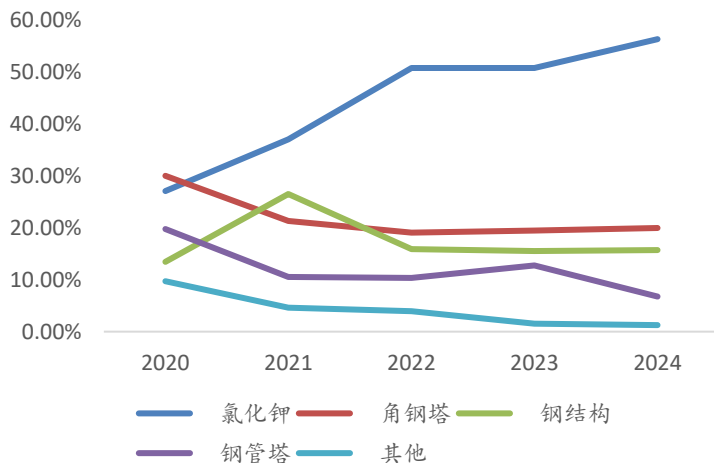
图：2024年公司毛利拆分



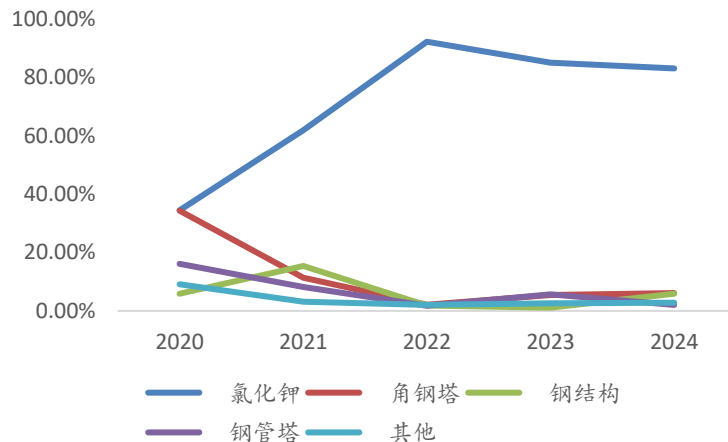
氯化钾收入占比持续提升

氯化钾收入占比持续提升。2020-2024年，氯化钾占总收入的比重分别为27.07%、37.01%、50.75%、50.75%和56.33%。2020-2024年，氯化钾占总毛利的比重分别为34.48%、61.94%、92.24%、85.05%和83.12%。

图：2020-2024年各业务收入占比变化



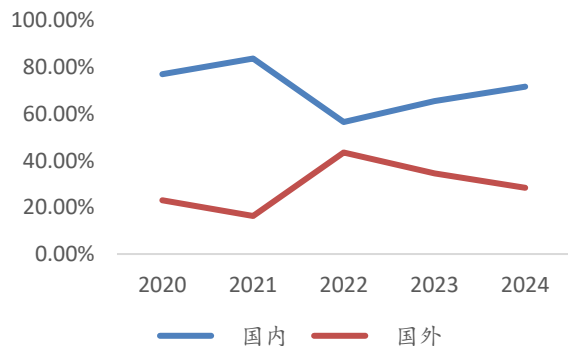
图：2020-2024年各业务毛利占比变化



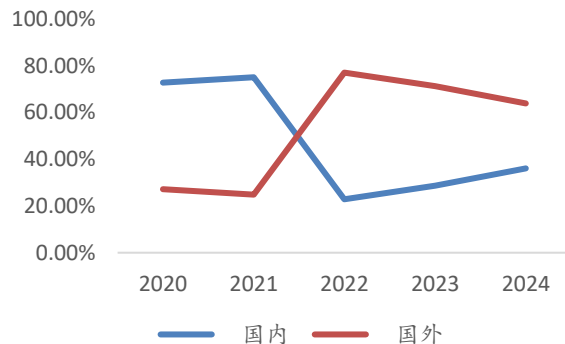
2022-2024年公司国内营收和毛利占比提升

2022-2024年公司国内营收和毛利占比提升。2020-2024年，公司国外营收占比分别为22.95%、16.29%、43.47%、34.51%和28.34%。2020-2024年，公司国外毛利占比分别为27.17%、24.87%、77.12%、71.3%和63.86%。

图：2020-2024年公司国内外营收占比

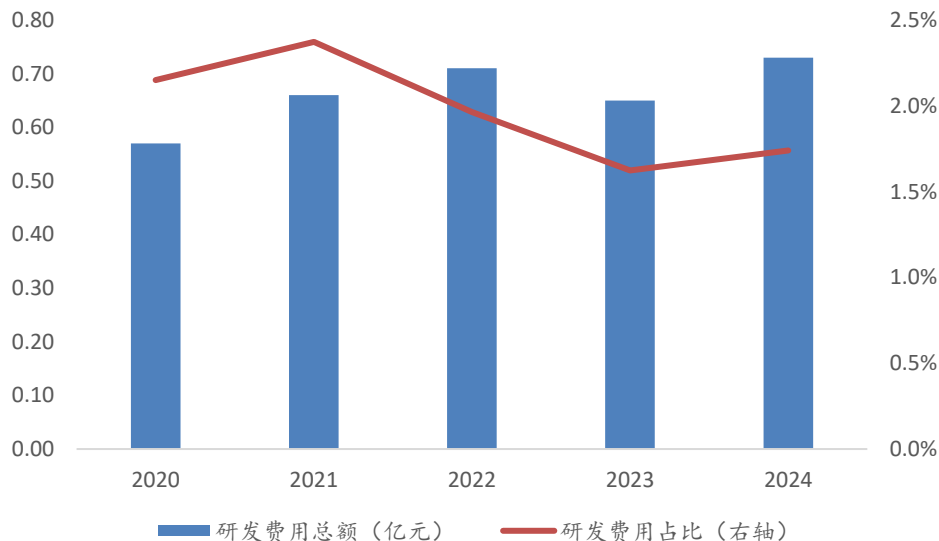


图：2020-2024年公司国内外毛利占比



公司持续加大研发力度

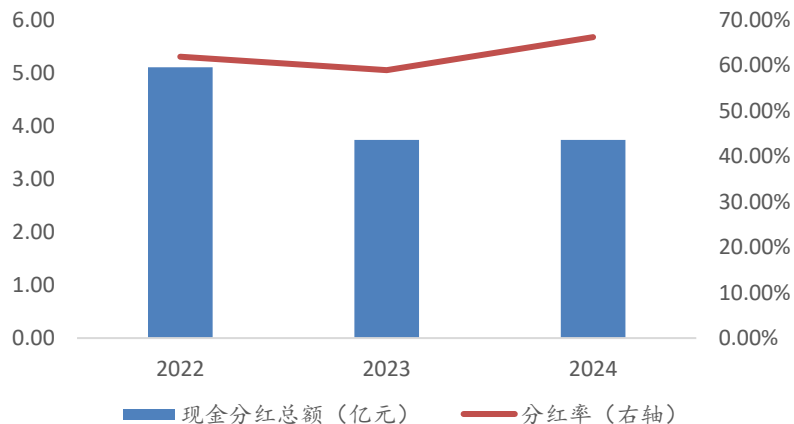
公司持续加大研发力度。研发上，公司具备业内领先的新产品、新工艺和设备工装的开发能力，拥有近百项专利（其中发明专利12项）。2024年，公司继续加大研发创新力度，2024年研发投入7253万元，阶段有序地引进（更新）光纤激光切割机、数控高精细等离子切割机、焊接机器人等设备及相关工艺技术，加快了对钢结构类产品生产线的技术化改造，通过生产技术改造提高公司产品质量及成本竞争能力。



2024年公司现金分红总额为3.73亿元

2024年公司每10股派发现金红利3.0元（含税）。2024年度，公司累计现金分红总额为3.73亿元，占公司2024年度合并报表净利润的66.25%。

图：2022-2024年公司现金分红总额和分红率



概要

1. 公司简介：钢结构与钾肥并行的双主业上市公司
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 加快推进氯化钾项目扩产
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

钾肥行业呈龙头主导格局，头部生产商主导定价

钾盐生产具有极高的集中度，战略意义突出。根据USGS数据，2023-2024年全球钾盐（折合K₂O）产能分别为6430万吨和6520万吨，预计到2028年，氧化钾的年生产能力将增至约7600万吨。产能的增长大部分将来自老挝和俄罗斯新的钾盐矿以及扩建项目所生产的氯化钾（MOP）。白俄罗斯、巴西、加拿大、埃塞俄比亚、摩洛哥和西班牙计划新建的氯化钾矿预计将在 2028 年之后开始运营。从行业集中度来看，全球前五大生产企业产能占比超过75%，行业呈龙头主导格局。

表：世界主要钾肥生产企业产能情况（2023年）

企业名称	国家/地区	产能（百万吨）
Nutrien	加拿大	20.60
Mosaic	加拿大	14.22
Uralkali	俄罗斯	14.20
Belaruskali	白俄罗斯	15.13
K+S	德国	7.91
ICL	以色列	6.47
SQM	智利	4.41
Arab Potash	约旦	2.78
Intrepid Potash	美国	0.79
盐湖股份	中国	5.0
藏格钾肥	中国	2.0
亚钾国际	中国	1.0
东方铁塔	中国	0.8

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

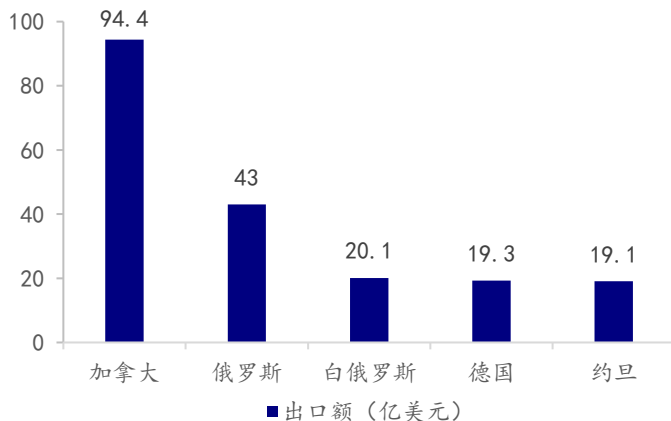
2018年

资料来源：Google，环球富盛理财整理

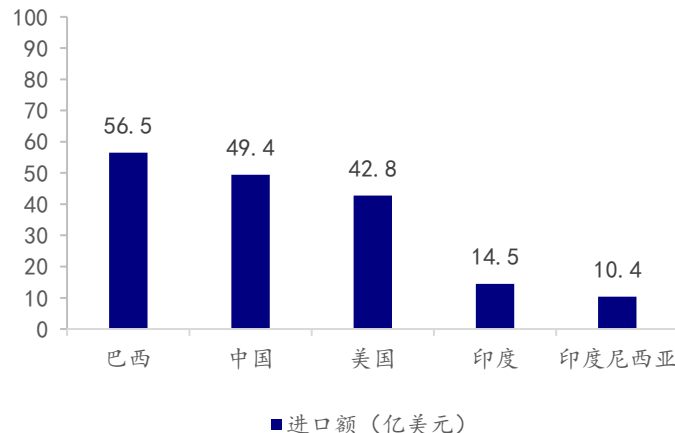
钾肥资源存在区域性错配，供需严重失衡

根据OECD数据，2023年全球前五大钾肥出口国分别为加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、德国、约旦，出口总值为196亿美元。以加拿大位居全球第一，出口总额为94.4亿美元，第二大为俄罗斯，出口总额为43.0亿美元，第三大为白俄罗斯，出口总额为20.1亿美元。而从进口来看，前五大进口国进口总额为173.6亿美元。以巴西位居全球第一，进口额为56.5亿美元，第二大为中国，进口额为49.4亿美元。

图：全球前五大钾肥出口国出口额（亿美元）



图：全球前五大钾肥进口国进口额（亿美元）



地缘政治波动增加全球供应不确定性

白钾制裁增加全球供给的不确定性。2021年6月24日，欧盟出台一系列针对白俄罗斯国家新措施，针对的实体包括白俄罗斯钾肥公司；2021年8月9日，美国总统拜登签署行政令，宣布对白俄罗斯实施新一轮制裁，白俄罗斯钾肥亦被列入制裁名单；英国随后也“配合”美国采取行动，宣布对白俄罗斯的钾肥和石油产品出口实施制裁。2021年12月8日，美国对白俄罗斯钾肥公司制裁正式生效。白俄罗斯是世界第三大钾肥生产国，钾肥出口量约占全球的20%。白俄受多国制裁出口受限，全球范围内钾肥供应的不确定性增加。

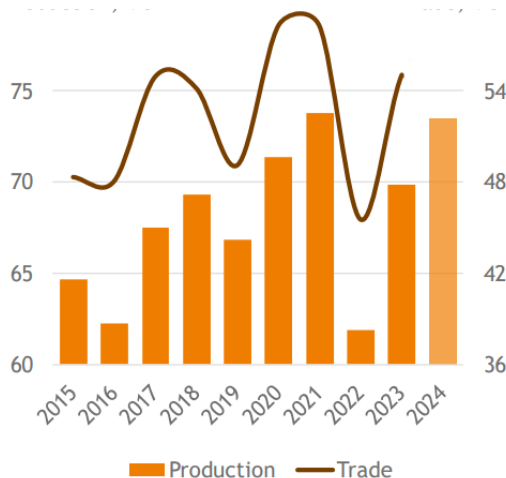
表：各国针对白钾制裁具体政策

国家	时间	针对白钾的制裁内容
欧盟	2021年6月	限制 K2O含量低于40%的产品或含量高于62%的产品及其他含钾元素的肥料产品进口
美国	2021年8月	禁止与Belaruskali，以及该公司拥有或控制50%以上权益的任何实体的交易
英国	2021年8月	限制税则号31042010、31042090、31052010、31052090、31056000，以及归在31059020或31059080含钾元素的肥料产品进口
加拿大	2021年8月	与欧盟规定的制裁范畴大致相同

白俄罗斯和俄罗斯计划削减钾肥供给

白俄罗斯和俄罗斯计划削减钾肥供给。2025年1月22日，白俄罗斯钾肥厂（Belaruskali）宣布，计划在其索利戈尔斯克4号（Soligorsk-4）矿区开展大规模设备维护作业，停产检修7个月。2025年2月18日，俄罗斯乌拉尔钾肥公司（Uralkali）宣布三座矿山将于2025年二三季度停产检修。整体而言，按减量下限，即白俄罗斯减量90万吨，俄罗斯减量70万吨估计，两俄目前已经落地的减产计划预计将形成至少160万吨的供给减量。

图：全球钾肥产量（折KCL，单位：百万吨）



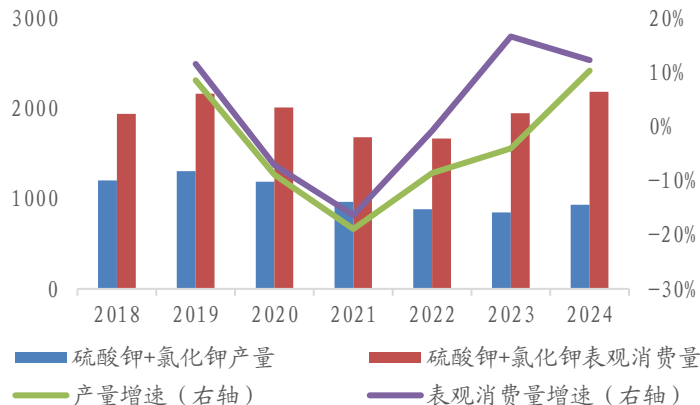
概要

1. 公司简介：钢结构与钾肥并行的双主业上市公司
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 加快推进氯化钾项目扩产
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

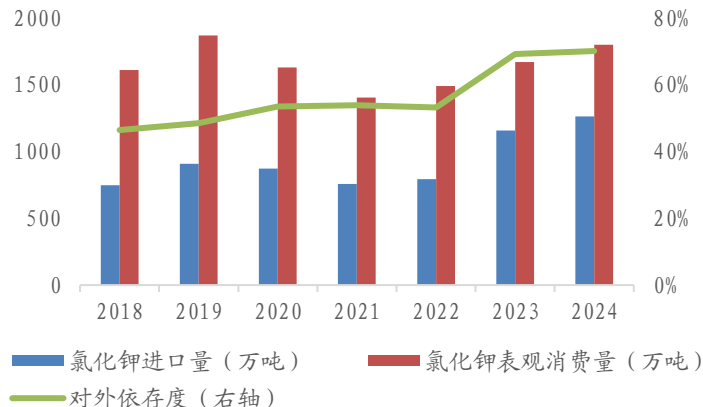
中国钾肥供给存较大缺口，对外依存度攀升

中国钾肥产量呈下降趋势，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，2018-2024年，我国硫酸钾加氯化钾产量由1203.2万吨降至934.1万吨，复合增速为-4.13%；氯化钾表观消费量由1940.1万吨增长至2186.3万吨，复合增速为2.01%。由于我国自主产能受限，钾肥进口依存度常年在 50%以上，去年进口比例攀升至70%左右，长期依赖进口的局面难以改变。据海关总署统计数据，2024年国内累计进口钾肥量为 1263.25 万吨（折KCl），同比增长 9.14%，创历史新高。

图：中国钾肥的产量和表观消费量（单位：万吨）



图：中国钾肥对外依存度创新高



表：我国氯化钾供需平衡表

	产能（万吨）	开工率（%）	产量（万吨）	进口量（万吨）	出口量（万吨）	表观消费量（万吨）
2025（截至5月）	840		211.60	563.01	19.52	772.66
2024	860	72.15%	620.53	1263.15	12.04	1871.63
2023	860	76.43%	657.31	1157.23	50.47	1764.07
2022	860	75.78%	651.70	793.66	2.66	1442.70
2021	860	67.61%	581.46	756.62	22.55	1315.54
2020	860	81.90%	704.37	866.47	22.02	1548.82

我国钾肥进口采取谈判机制

由于我国钾肥进口需求较大，自 2005 年起我国建立钾肥进口谈判机制，由中化、中农、中海化学等企业组成谈判小组，谈判小组会在合同签订前进行内部讨论，明确谈判的目标、策略和底线等；谈判小组会对国际上主要的钾肥供应商进行评估和筛选，选择具有稳定供应能力、良好信誉和合理价格的供应商作为谈判对象，就合同价格、数量、交货期、付款方式等关键条款进行谈判。通过谈判机制，我国增强钾肥进口议价能力。

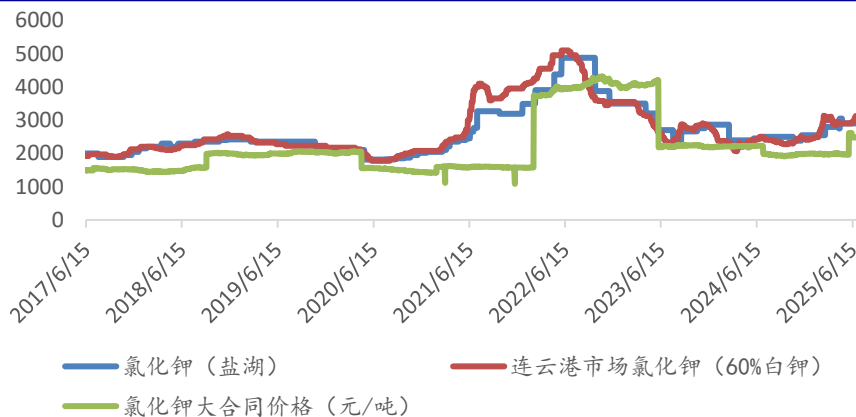
图：我国钾肥进口大合同谈判流程



中国市场钾肥定价追随国际价格

国内钾肥进口价格通过谈判确定，国内市场跟随定价。中外钾肥长单谈判起始于2004年，实行自动进口许可证管理制度，在商务部领导下，在五矿化工进出口商会统一组织下，由中农、中化牵头的10家企业组成联合谈判小组，与加拿大 Canpotex 和 BPC 进行谈判。2009年2月开始，国家发改委对中农、中化为首的四家企业以一般贸易方式进口的钾肥实行政府指导价管理，谈判长单价格。港口边境小额贸易交货价格在上浮下限3%的范围内市场化具体调节。国产钾肥主要是跟随进口钾肥合同的价格来跟随定价。因此中农，中化为首的联合谈判小组和国际钾肥供应商的钾肥谈判价格也就决定了中国钾肥的市场价格。6月12日，中国钾肥进口谈判小组(中化、中农、中海化学)与食安供应链有限公司(迪拜)就2025年钾肥年度进口合同价格达成一致，合同价格为346美元/吨到岸价，相较去年273美元/吨CFR的合同价格上调73美元/吨。

图：国内钾肥价格（单位：元/吨）
与大合同谈判价格具有较强关联性



中国钾肥大合同价格位于国际价格洼地

中国钾肥进口价格位于国际价格洼地。由于中国钾肥进口体量大、具有一定程度的自给率，叠加过去几年间钾肥行业景气度整体较为低迷，因此中国谈判具有较高的议价能力，国内钾肥进口价格长期位于国际价格洼地。2025年6月12日，中方钾肥进口谈判小组与国际主要钾肥供应商达成一致，确定2025年度钾肥进口大合同价格为346美元/吨（CFR），继续保持了全球钾肥“价格洼地”。

表：2025年中国钾肥大合同价格同比上涨

年份	日期	中国大合同价格 (美元/吨)	印度大合同价格 (美元/吨)	巴西大合同价格 (美元/吨)	东南亚大合同价格 (美元/吨)
2013	1月4日	400	427	460	460
2014	1月20日	305	322	340	325
2015	3月19日	315	332	355	335
2016	7月14日	219	227	220	240
2017	7月13日	230	240	250	265
2018	9月17日	290	290	340	300
2019	-	290	280	340	300
2020	4月30日	220	230	237	235
2021	2月10日	247	280	775	590
2022	2月15日	590	590	590	600
2023	6月6日	307	422	345	390
2024	7月9日	273	283	305	275
2025	6月12日	346	349	365	350

注：巴西和东南亚钾肥价格为CFR价格，2022、2023、2024、2025年分别采用2月、6月、7月和6月份价格

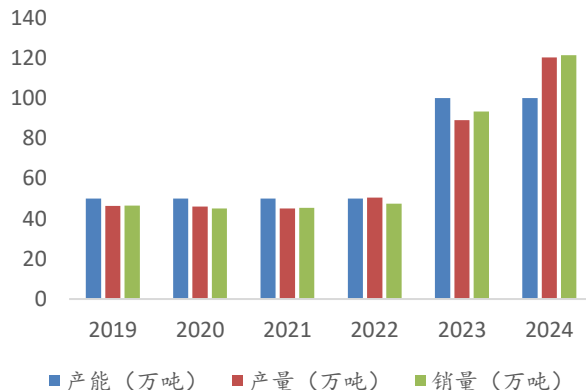
概要

1. 公司简介：钢结构与钾肥并行的双主业上市公司
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 加快推进氯化钾项目扩产
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

加快推进下一个100万吨/年钾肥项目的建设

公司在老挝甘蒙省当前拥有老挝甘蒙省133平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量超过4亿吨，是最早一批在境外开发钾盐矿的企业。2015年5月一期50万吨/年氯化钾项目实现达标达产，2023年4月二期150万吨/年氯化钾项目的一期50万吨达产达标，2023年10月对原来的大红颗粒钾的生产装置完成了改建扩建。目前已拥有100万吨/年氯化钾项目产能，其中氯化钾产能包含40万吨颗粒钾/年产能。2024年度，氯化钾产量呈现“连续、稳定、长周期、满负荷”的态势。全年产量超过设计产能20%以上，创造了老挝开元成立以来的最好成绩。同时结合当地政策流程及公司实际情况以及市场行情等，公司继续加快推进下一个100万吨/年钾肥项目的建设。2024年，公司实现产量120.2万吨，同比增长35%；实现销量121.3万吨，同比增长39%。2021-2024年，公司产量实现年复合增速38.7%，销量年实现复合增速38.9%。

图：公司氯化钾产能、产量和销量（万吨）



概要

1. 公司简介：钢结构与钾肥并行的双主业上市公司
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 加快推进氯化钾项目扩产
5. 盈利预测及估值
6. 风险提示

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.77 亿元、11.63 亿元、13.34 亿元。参考可比公司估值，我们给予公司 2025 年 26.5 倍 PE，对应目标价为人民币 11.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表：可比公司估值表

公司代码	上市公司	股价（元）	EPS			PE		
			24A	25E	26E	24A	25E	26E
000792.SZ	盐湖股份	17.12	0.86	1.06	1.19	11	16	14
000408.SZ	藏格矿业	42.32	1.63	1.88	2.85	13	23	15
可比公司均值						12	20	15

盈利预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,196	5,506	5,833	6,486	货币资金	3,345	3,980	4,439	4,951	净利润	564	1,077	1,163	1,334
营业成本	3,047	3,871	4,097	4,519	应收账款及应收票据	665	872	924	1,027	少数股东损益	-1	0	0	0
毛利率%	27.4%	29.7%	29.8%	30.3%	存货	634	796	842	929	非现金支出	550	362	378	395
营业税金及附加	289	110	117	130	其它流动资产	637	578	591	616	非经营收益	-60	67	54	54
营业税金率%	6.9%	2.0%	2.0%	2.0%	流动资产合计	5,281	6,225	6,795	7,523	营运资金变动	94	98	4	5
营业费用	35	33	29	32	长期股权投资	176	176	176	176	经营活动现金流	1,148	1,604	1,599	1,787
营业费用率%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	2,483	2,348	2,201	2,038	资产	-413	-350	-350	-350
管理费用	145	143	143	152	在建工程	285	407	526	644	投资	-335	0	0	0
管理费用率%	3.4%	2.6%	2.5%	2.3%	无形资产	3,393	3,393	3,393	3,393	其他	59	-28	0	0
EBIT	587	1,300	1,395	1,594	非流动资产合计	8,293	8,311	8,282	8,237	投资活动现金流	-690	-378	-350	-350
财务费用	-58	3	-6	-13	资产总计	13,574	14,536	15,077	15,761	债权募资	149	48	10	0
财务费用率%	-1.4%	0.1%	-0.1%	-0.2%	短期借款	1,120	1,120	1,120	1,120	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-9	0	0	0	应付票据及应付账款	746	925	979	1,080	其他	-446	-634	-800	-925
投资收益	41	0	0	0	预收账款	1	0	0	0	融资活动现金流	-297	-586	-790	-925
营业利润	685	1,297	1,401	1,607	其它流动负债	1,025	1,293	1,354	1,474	现金净流量	162	635	459	512
营业外收支	0	0	0	0	流动负债合计	2,891	3,337	3,452	3,673					
利润总额	685	1,297	1,401	1,607	长期借款	540	540	540	540					
EBITDA	1,099	1,663	1,773	1,989	其它长期负债	1,233	1,258	1,268	1,268					
所得税	122	221	238	273	非流动负债合计	1,773	1,798	1,808	1,808					
有效所得税率%	17.8%	17.0%	17.0%	17.0%	负债总计	4,664	5,135	5,260	5,481					
少数股东损益	-1	0	0	0	实收资本	1,244	1,244	1,244	1,244					
归属母公司所有者					归属于母公司所有者	8,899	9,390	9,806	10,269					
净利润	564	1,077	1,163	1,334	权益									
营业总收入	4,196	5,506	5,833	6,486	少数股东权益	11	11	11	11					
营业成本	3,047	3,871	4,097	4,519	负债和所有者权益合									
毛利率%	27.4%	29.7%	29.8%	30.3%	计	13,574	14,536	15,077	15,761					
营业税金及附加	289	110	117	130										
营业税金率%	6.9%	2.0%	2.0%	2.0%										
营业费用	35	33	29	32										

概要

1. 公司简介：钢结构与钾肥并行的双主业上市公司
2. 寡头垄断格局下，海外龙头产能受限
3. 中国市场供应高度依赖进口，产品定价追随国际
4. 加快推进氯化钾项目扩产
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

分析师介绍

分析师庄怀超，本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于香港大学金融学专业，主要覆盖化工和新材料行业。

该分析师2022-2024年曾任职于海通国际研究部，团队2022年获得过亚洲货币第一名。该分析师2025年加入环球富盛理财有限公司，继续覆盖化工和新材料行业。环球富盛理财有限公司是一家香港的持牌券商机构，成立于2014年。

该分析师曾在wind发布报告超过500篇，主要覆盖行业包括化肥、农药、气体、炸药、氟化工、分子筛、电解液和合成生物学等行业。覆盖的公司包括：东岳集团、环球新材国际、中国心连心化肥、中化化肥、阜丰集团、中国三江化工、中国联塑、浦林成山、米高集团、中国石油化学、中国旭阳集团、天德化工、彩客新能源、天德化工和理文化工等。



邮箱: charles.zhuang@gpf.com.hk

电话: (852) 9748 7114

APPENDIX 1

- **Company Profile: A listed company with dual main businesses of steel structure and potassium fertilizer in parallel**
- **The production capacity of overseas leading companies is limited under the oligopoly structure**
- **The Chinese market is highly dependent on imports for supply, and product pricing follows international standards**
- **Accelerate the expansion of potassium chloride project production**
- **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

本研究报告由环球富盛理财有限公司分销。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Global Prosperity Financial Company Limited.

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。I, Zhuang Huaichao, 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.

评级定义（从2025年6月18日开始执行）：

环球富盛理财有限公司（以下简称“GPF”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：买入、收集、中性、减持或卖出。投资者应仔细阅读GPF的评级定义。并且GPF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

买入，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在15%以上，基准定义如下

收集，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在5%-15%%，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。

减持，未来6-18个月内预期相对基准指数跌幅在5%-15%%，基准定义如下

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, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 18 June 2025):

Global Prosperity Financial uses a relative rating system using Buy, Accumulate, Neutral, Reduce, or Sell for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Global Prosperity Financial. In addition, since Global Prosperity Financial contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Global Prosperity Financial 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

Buy: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Accumulate: The stock's total return over the next 6-18 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 6-18 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.

Reduce: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Sell: The stock's total return over the next 6-18 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.

重要免责声明：本报告由环球富盛理财有限公司（“GPF”）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。

香港投资者的通知事项：环球富盛理财有限公司（“GPF”）负责分发该研究报告，GPF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GPF销售人员。

环球富盛理财有限公司

地址：香港上环德辅道中308号23楼2301室

联系人电话：(852) 9748 7114

联系人电邮：charles.zhuang@gpf.com.hk