

中广核矿业 (01164.HK)

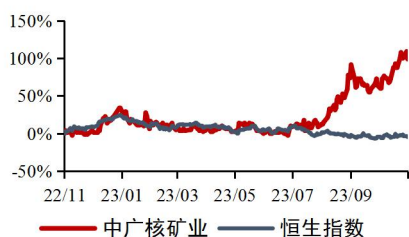
买入-B(首次)

碳中和助力铀周期重启，稀缺标的长期受益

2023年11月29日

公司研究/深度分析

## 公司近一年市场表现



资料来源：最闻

## 市场数据：2023年11月28日

收盘价(港元):	1.590
总股本(亿股):	76.01
流通股本(亿股):	76.01
流通市值(亿港元):	120.85

资料来源：最闻

## 基础数据：2023年6月30日

每股净资产(元):	0.43
每股留存收益(元):	0.22
每股息税前利润(元):	0.03

资料来源：最闻

## 分析师:

李旋坤

执业登记编码: S0760523110004

邮箱: lixuankun@sxzq.com

## 研究助理:

刘聪颖

邮箱: liucongying@sxzq.com

## 投资要点:

➤ **碳中和与能源危机助推核电需求复苏。**核能是仅次于水电的第二大低排放电力来源，在过去的50年里，核能的使用已经避免了大约700亿吨的二氧化碳排放，且核电相比于光伏、风电等具有更加灵活的可调度性，是节能减排的必选项。俄乌冲突带来的能源安全与能源价格飙升问题唤起了各国对核能的重视，多个国家重新调整核能政策，将核能建设列入计划。2022年全球新增核电装机容量为7.9GW，同比增加40%；预计2023-2030年全球核电装机容量以每年22GW的速度增长。

➤ **天然铀供需缺口预计长期存在，2023年天然铀约短缺0.9万tU。**福岛核事故后，由于核电推广相对谨慎，天然铀价格长期低迷，矿山减停产、勘探建设资本开支减少已成常态，供给增量有限。经我们测算，预计2023-2025年全球天然铀供应分别为4.9、5.2、6.0万tU。近年随着中国新增核电的并网，需求增量明显，预计2023-2025年全球天然铀需求分别为5.8、6.0、6.1万tU，供需缺口分别为0.9、0.8、0.2万tU，且2025年之后几乎无计划投产铀矿，供需缺口再次拉大。

➤ **公司具有稳定的内部需求与全球最左侧成本铀矿资源。**公司是中广核集团旗下的铀资源开发唯一平台，于2023-2025年期间每年向中广核铀业销售不少于1200tU。按照中广核集团当前在建机组的投产计划，预计2023-2029年期间，中广核集团每年新增装机容量在100万千瓦以上，对天然铀需求稳定增长，且仍需要大量的外部采购。公司分别持有哈萨克斯坦谢公司与奥公司49%股权以及下辖两座在运铀矿49%的天然铀产品包销权；哈萨克斯坦铀矿开采成本普遍低于其他国家，公司在运铀矿山生产成本位于13.8-24.7美元/磅之间，在全球处于成本最左侧。随着奥公司扎矿产能爬坡以及加拿大Fission项目的建设投产，产能增量持续。

**盈利预测、估值分析和投资建议:**预计公司2023-2025年归母公司净利润3.74/7.59/10.67亿元，同比增长-18.6%/102.7%/40.6%，对应EPS为0.05/0.10/0.14元，PE为29.4/14.5/10.3倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

**风险提示:**铀价大幅波动风险；产能投产不及预期风险；地缘政治风险；铀矿储量枯竭风险；矿山生产成本持续提高风险；核安全事故风险；国际汇率波动风险。



财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,162	3,274	4,205	4,372	4,904
YoY(%)	31.3	3.5	28.4	4.0	12.2
净利润(百万元)	146	460	374	759	1,067
YoY(%)	11.5	215.1	-18.6	102.7	40.6
毛利率(%)	2.5	4.5	18.7	25.2	29.4
EPS(摊薄/元)	0.02	0.06	0.05	0.10	0.14
ROE(%)	8.3	15.4	11.1	18.4	20.5
P/E(倍)	75.3	23.9	29.4	14.5	10.3
P/B(倍)	6.2	3.7	3.3	2.7	2.1
净利率(%)	4.6	14.1	8.9	17.4	21.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 国内铀行业唯一标的，背靠核电的天然铀生产商.....	6
1.1 唯一在亚太地区上市的天然铀生产商.....	6
1.2 受益于铀价上涨 2022 年净利润高增，2023H1 受奥公司罚款拖累.....	7
2. 核电是通向低碳能源的必选项，能源危机或助推核电需求复苏.....	9
2.1 核电是一种重要的低排放电力来源.....	9
2.2 地缘格局的变化为核电复苏提供机会.....	10
2.3 小型模块化反应堆（SMR）大众接受度高，受资本青睐.....	11
2.4 中国是在建核电机组规模最大，天然铀需求增速最快的国家.....	13
3. 供需缺口长期存在背景下，天然铀价格一触即发.....	15
3.1 天然铀分布极不均匀，70%产量来自哈萨克斯坦、俄罗斯与纳米比亚.....	15
3.2 核电 70%以上需求来自美国、中国、法国、俄罗斯与韩国.....	18
3.3 供需关系是决定天然铀价格走势的长期基本因素之一.....	19
3.4 天然铀供需缺口预计长期存在.....	21
4. 坐拥中广核稳定增长需求与哈萨克斯坦低成本供给.....	23
4.1 优先享有中广核集团内部需求，积极推进 PLS 项目扩大产能.....	23
4.2 哈萨克斯坦铀矿具备低成本优势.....	26
5. 盈利预测.....	28
6. 风险提示.....	29



## 图表目录

图 1: 中广核矿业历史沿革.....	6
图 2: 中广核矿业股权结构.....	7
图 3: 2023H1 公司营收同比增加 21.8%.....	7
图 4: 2023H1 公司归母净利润同比减少 49.4%.....	7
图 5: 国际贸易业务贡献公司主要营收.....	8
图 6: 2023H1 公司投资收益 1.1 亿元.....	8
图 7: 经营性活动产生的现金流量净额(百万元).....	8
图 8: 公司期间费用率稳定在 3%左右.....	8
图 9: 过去 50 年, 核能避免了近 70Gt 的二氧化碳排放 (Gt) .....	9
图 10: 核电装机量需进一步扩大(GW).....	10
图 11: 预计 2023-2030 年均新增装机 21.8GW(GW).....	10
图 12: 2022 年全球小型模块化反应堆项目数量.....	12
图 13: 中国核电站分布情况.....	13
图 14: 全球在建核反应堆数量 (截至 2022 年 12 月 31 日) .....	14
图 15: 自然界的铀矿石.....	15
图 16: 俄罗斯、哈萨克斯坦等七个地区铀储量占全球总量的约 94%.....	16
图 17: 全球铀资源量有所减少, 哈萨克斯坦低成本铀资源量丰富.....	17
图 18: 2022 年全球天然铀产量合计 4.89 万 tU.....	18
图 19: 哈萨克斯坦占铀总产量的 43.4% (2022 年) .....	18
图 20: 2021 年世界核电产量 (TWh) .....	18
图 21: 美中法俄韩核电产量占全球约 71%.....	18



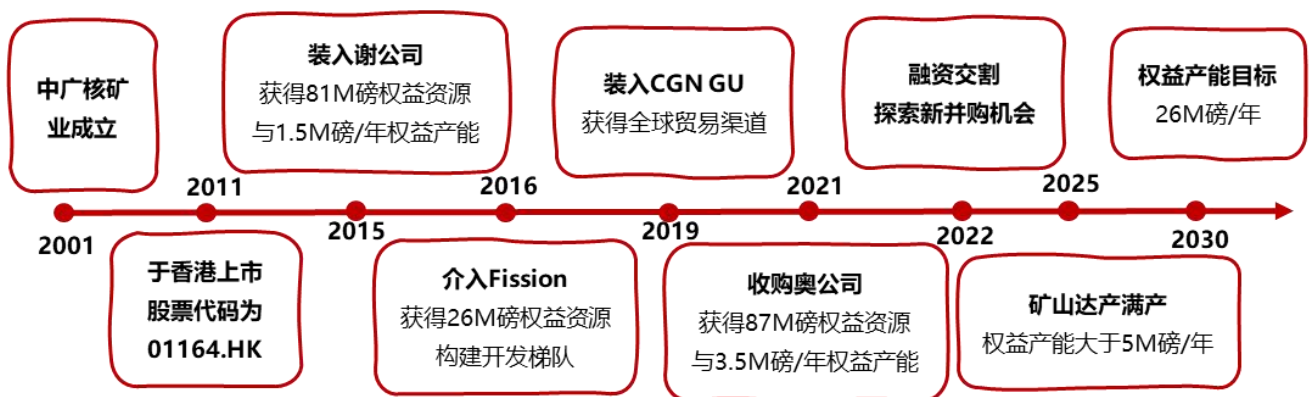
图 22: 天然铀生产国与反应堆消费国地区不匹配 (tU/年, 截至 2021 年 1 月) .....	19
图 23: 天然铀交易以来, 价格经历了三个大的周期.....	20
图 24: 全球天然铀供求情况, 供给的增减与天然铀价格密切相关.....	21
图 25: 预计天然铀行业长期处于供需紧张状态 (万 tU) .....	22
图 26: 公司业务模式包括自产销售与贸易销售.....	23
图 27: 中广核集团在运与在建机组容量.....	24
图 28: 中广核集团计划投产机组容量(MWe).....	24
图 29: 公司铀资源权益储量约 3 万 tU(万 tU).....	24
图 30: 在产铀矿 M&I 权益资源量占比约 54%.....	24
图 31: 预计 2025 年公司铀矿总产能约 3700 tU (tU) .....	25
图 32: 开采成本低于 40 美元/kgU 资源量分布.....	26
图 33: 开采成本低于 80 美元/kgU 资源量分布.....	26
图 34: 2023 年各铀矿山生产成本曲线.....	27
表 1: 多国采取措施扩大现有核电厂的运行, 并建造新的核电厂.....	11
表 2: SMR 获得越来越多的资金支持.....	12
表 3: 中广核矿业投资铀矿山储量与产量情况.....	25
表 4: 可比公司对比.....	29

## 1. 国内铀行业唯一标的，背靠核电的天然铀生产商

### 1.1 唯一在亚太地区上市的天然铀生产商

中广核矿业是香港主板上市产量最大的铀业集团，也是东亚唯一的纯铀业上市公司。中广核矿业于 2001 年成立，2011 年于香港上市，是一家主业清晰的铀资源开发和贸易公司。公司于 2015 年收购哈萨克斯坦谢米兹拜伊铀公司 49% 股权，并获得下辖两座在运铀矿 49% 的天然铀产品包销权；2016 年收购加拿大上市公司 Fission Uranium 19.99% 股权，并获得 20% 的天然铀产品包销权及额外的 15% 包销选择权，成功介入加拿大高品位铀矿项目，成为 Fission 单一最大股东。2019 年，中广核矿业完成对中广核国际铀产品销售有限公司 100% 股权的收购。2021 年，收购哈萨克斯坦奥尔塔雷克公司 49% 股权，并获得下辖两座在运铀矿 49% 的天然铀产品包销权。

图 1：中广核矿业历史沿革

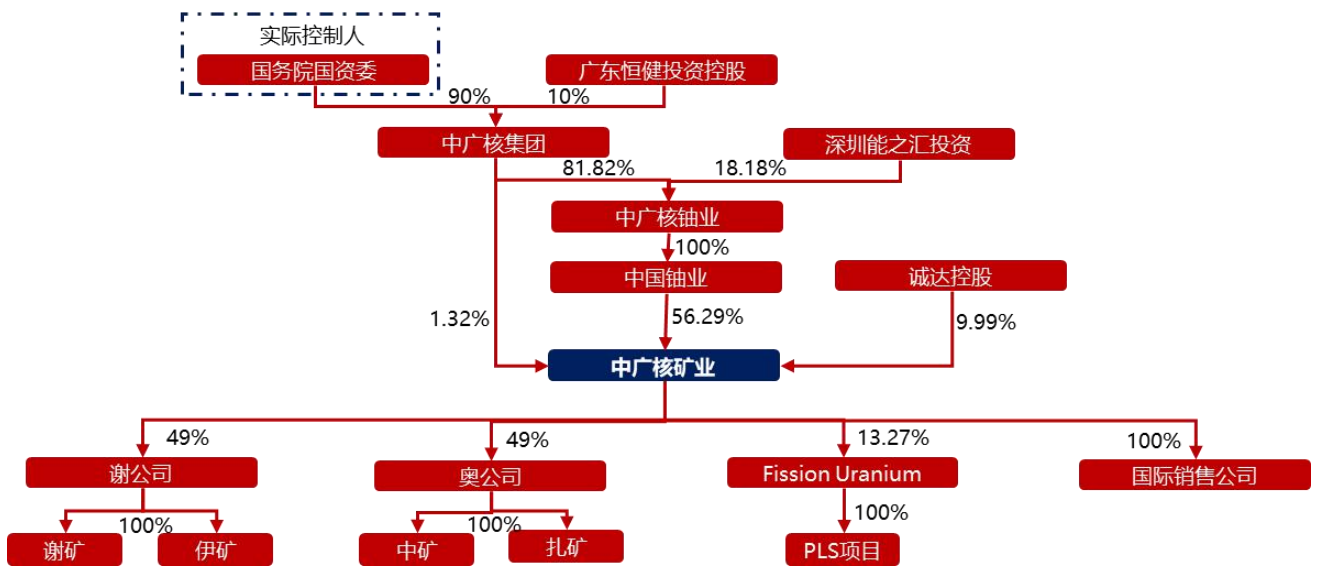


资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司实际控制人为国务院国有资产管理委员会，通过参股布局铀矿资源。中国铀业为公司控股股东，截至 2023 年 11 月 6 日，直接持有公司 56.29% 的股权；中广核集团直接持有公司 1.32% 股权，通过中广核铀业间接持有 46.06% 股权，合计持有公司 47.38% 股权。公司通过参股谢公司（49%）、奥公司（49%）与 Fission（13.27%）布局了谢矿、伊矿、中矿、扎矿以及 PLS 项目等优质铀矿资源。全资子公司国际贸易公司主要从事天然铀的国际贸易。



图 2：中广核矿业股权结构

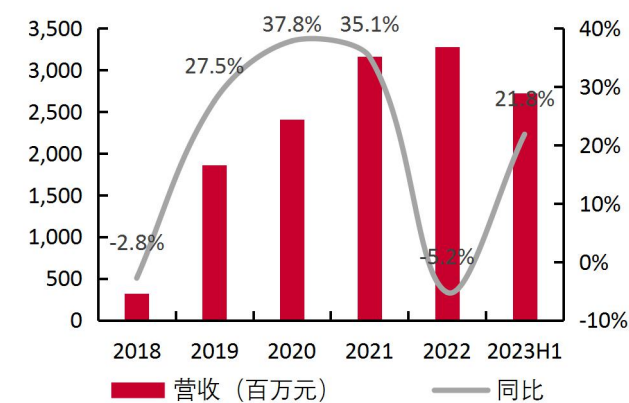


资料来源：Wind，公司公开资料，山西证券研究所

## 1.2 受益于铀价上涨 2022 年净利润高增，2023H1 受奥公司罚款拖累

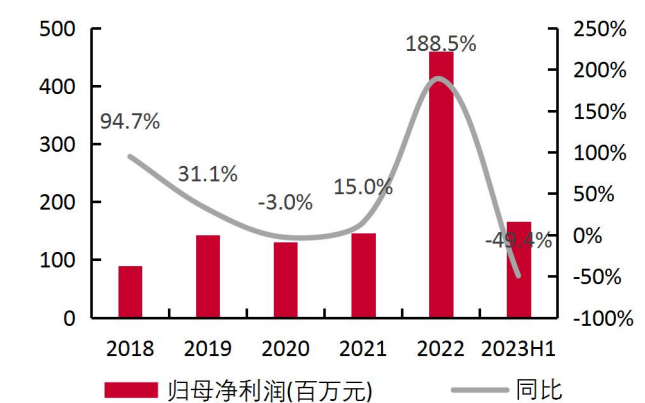
2023H1 公司实现归母净利润 1.66 亿元。2022 年公司实现营收 32.74 亿元，同比减少 5.23%；实现归母净利润 4.6 亿元，同比增加 188.47%，主要受益于天然铀价格大幅上涨。2023H1 公司实现营收 27.23 亿元，同比增加 21.82%；实现归母净利润 1.66 亿元，同比减少 49.40%，主要是由于谢公司与奥公司投资收益下降，包括开采成本上升、奥公司提前开采导致罚款等。

图 3：2023H1 公司营收同比增加 21.8%



资料来源：Wind，山西证券研究所

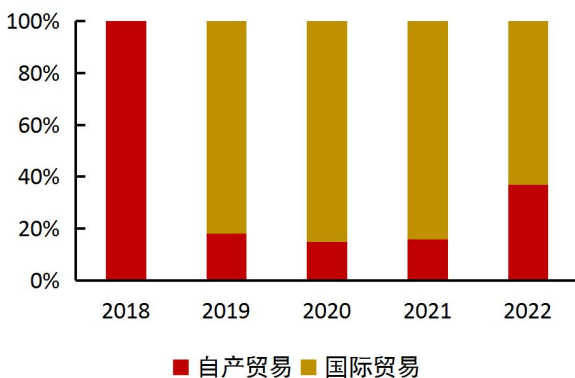
图 4：2023H1 公司归母净利润同比减少 49.4%



资料来源：Wind，山西证券研究所

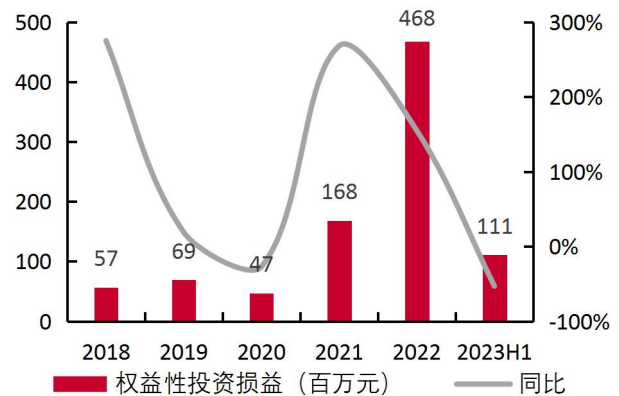
天然铀贸易是公司主要营收来源，投资收益受益于铀价上涨。天然铀贸易分为自产贸易与国际贸易两部分，是公司主要利润来源。2022 年公司天然铀自产贸易、国际贸易营收分别为 11.52、19.79 亿元，同比增速分别为 127%、-27%。2022 年受益于天然铀价格大幅上涨，公司投资收益涨幅达 155%至 4.68 亿元；2023H1 受奥公司补偿事项拖累，投资收益同比减少 53%。

图 5：国际贸易业务贡献公司主要营收



资料来源：Wind，山西证券研究所

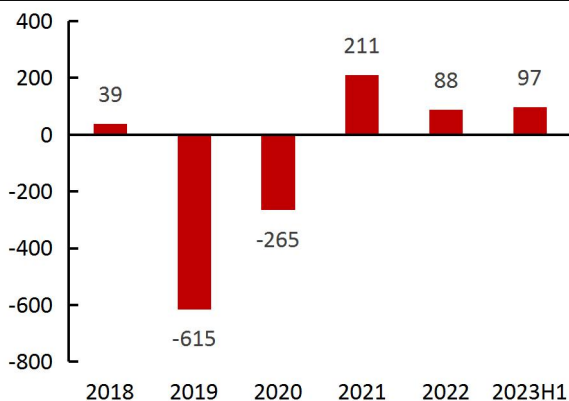
图 6：2023H1 公司投资收益 1.1 亿元



资料来源：Wind，山西证券研究所

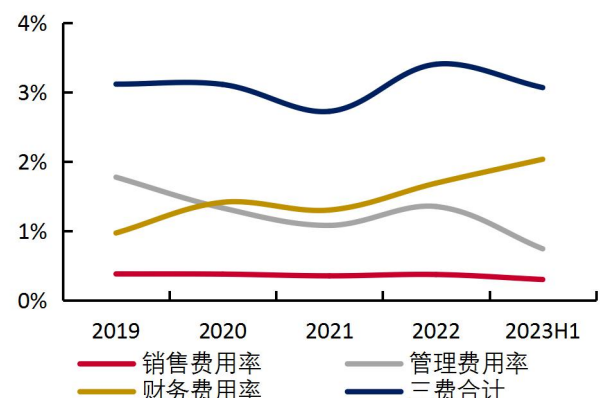
公司经营现金流有所改善，期间费用稳定。2021 年公司经营性活动产生的现金流量净额由 -2.65 亿元提升到 2.11 亿元，2022 与 2023H1 维持在 0.9 亿元左右。2023H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.3%、0.7%、2.0%，合计 3.07%。

图 7：经营性活动产生的现金流量净额(百万元)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：公司期间费用率稳定在 3%左右



资料来源：Wind，山西证券研究所

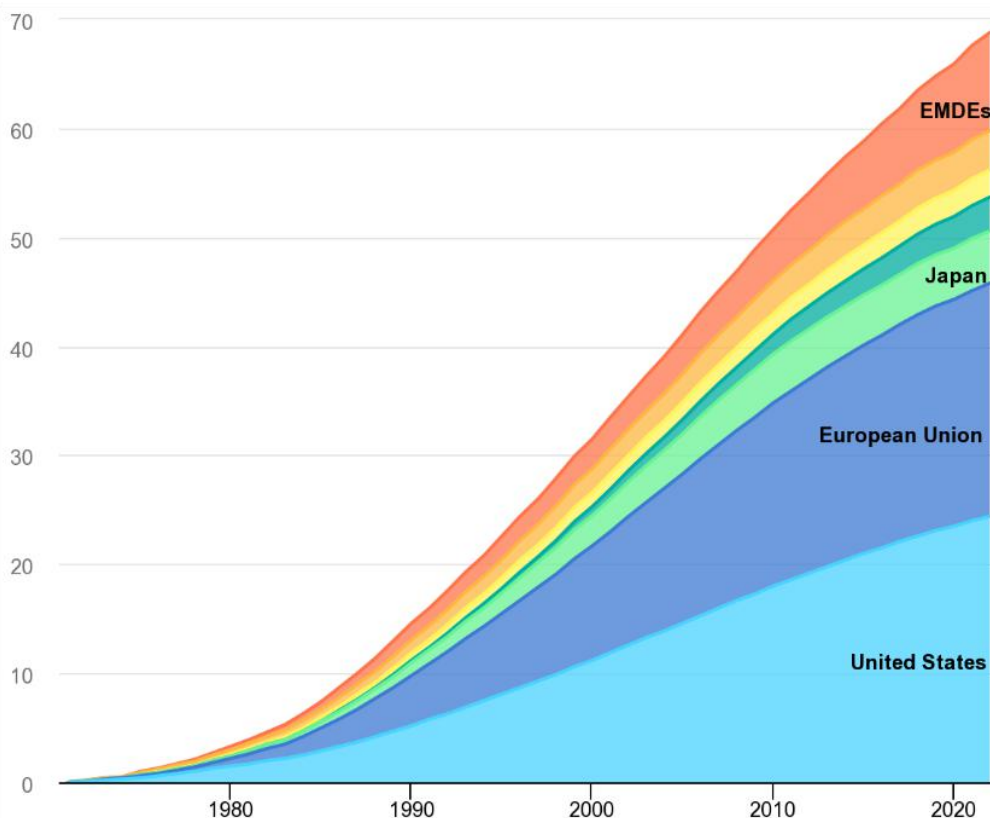


## 2. 核电是通向低碳能源的必选项，能源危机或助推核电需求复苏

### 2.1 核电是一种重要的低排放电力来源

减少碳排放是扩大使用核能的核心驱动因素。在 COP26 召开之后，《格拉斯哥气候公约》为到 2050 年实现全球二氧化碳零排放带来了新的动能。COP26 的关键成果之一是一些国家和国际金融机构承诺停止为新建燃煤电厂提供融资，并逐步淘汰现有燃煤电厂。核能发电具有低排放、效率高、稳定性好等特点，是仅次于水电的第二大低排放电力来源，具有可调度性与增长潜力，大力发展核电对于碳中和目标的实现有极大的促进作用。据 IEA 数据，在过去的 50 年里，核能的使用已经避免了大约 700 亿吨的二氧化碳排放。为达到 2050 年净零排放，减少对化石燃料的依赖已成为重中之重，虽然光伏与风电引领着取代化石燃料的步伐，但它们仍然需要可调度资源的补充，核能有望在减少碳排放方面与可再生能源相辅相成。

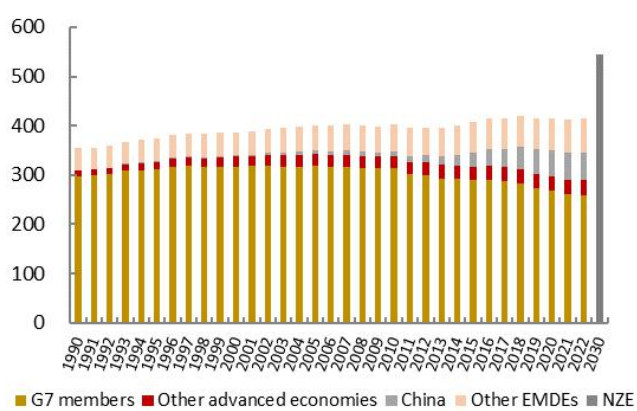
图 9：过去 50 年，核能避免了近 70Gt 的二氧化碳排放（Gt）



资料来源：IEA，山西证券研究所

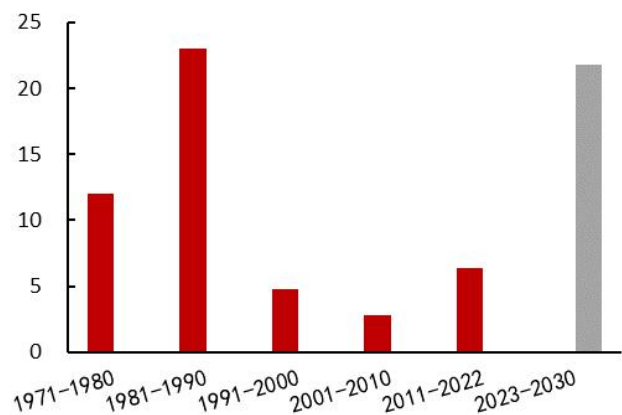
核电装机持续净增长是走向净零排放的关键。2022年，因核电装机容量的增加超过退役装机容量（6GW），全球核电装机容量增加了约1.5GW，同比增加0.3%。为实现净零排放，且核能在发电量中的份额保持在10%左右，到2030年，全球核电装机容量平均每年需要扩大约15GW，年增长率略高于3%。2022年全球新增核电装机容量为7.9GW，同比增加40%；其中，中国连续十年成为新增核电装机容量最多的国家。为实现2050年净零排放，核电站的建设需大幅加速，预计2023-2030年全球核电装机容量增加至平均每年约22GW。

图 10：核电装机量需进一步扩大(GW)



资料来源：IEA，山西证券研究所

图 11：预计 2023-2030 年均新增装机 21.8GW(GW)



资料来源：IEA，山西证券研究所

## 2.2 地缘格局的变化为核电复苏提供机会

能源安全愈受重视，多国重新考虑核电计划。潜在的核电事故风险是禁止核电或逐步淘汰核电的主要因素之一，出于对安全与核废料的担忧，某些国家仍然对核电进行限制。俄乌冲突之前，核电在欧洲的发展并不受到重视，欧盟成员国分歧严重；俄乌冲突带来的能源安全问题与能源价格飙升，凸显了非化石能源和能源多样化组合的价值，唤醒能源危机意识。核电占欧洲电力供应的25%左右，其巨大的供应体量迫使欧盟成员国重新制定和调整各自的核电政策。除欧洲外，日、韩等地区也考虑重新将核电列入计划，做出了现有反应堆长期运行、新建造第三代/第三代+核电站以及开发和部署小型模块化反应堆等决定。

表 1：多国采取措施扩大现有核电厂的运行，并建造新的核电厂

国家	进展与措施
比利时	将两座现有反应堆的运行时间从 2025 年延长至 2035 年，这将满足约 15% 的电力需求。
加拿大	在 2022 年底为清洁能源技术引入了高达 30% 的投资税收抵免，明确包括 SMR，加拿大基础设施银行最早于 2028 年提供贷款，用于在现有核电站建造 SMR。
中国	2022 年建成了两座大型反应堆，另有四座反应堆开始建设，并计划进一步加快部署。
芬兰	于 2023 年完成了 Olkiluoto 3，这是 15 年来西欧第一座新核反应堆。
法国	2022 年同意建造 6 座新的大型核反应堆，以满足约 10% 的电力需求，并可选择再建造 8 座。第一座反应堆的目标是 2035 年投入使用。
日本	于 2023 年根据绿色转型倡议制定了一项法律，允许电力公司将核资产运营更长时间，在某些情况下超过 60 年，但不包括出于安全原因暂停的时期。2022 年 12 月宣布的一项新政策还旨在最大限度地利用现有机组，并预见到新核电站的发展。
韩国	目标是到 2030 年，根据第 10 个基本能源计划，核电占发电量的比重从目前的 28% 提高到 30% 以上。
波兰	内阁于 2022 年 11 月正式批准了波兰第一座核电站将使用三台西屋 AP1000 机组的决定。此外，APR1400 装置的开发正在取得进展，SMR 继续在私营部门中获得牵引力。
英国	2022 年能源安全战略的目标是到 2050 年新建 8 座大型反应堆和 SMR，以实现 24 吉瓦的核电容量，这可以提供高达 25% 的预计电力需求。
美国	2022 年的《通胀削减法案》为零排放核电的生产创造了税收抵免，极大地提高了现有核反应堆的经济性，还包括对新建核电的额外支持。

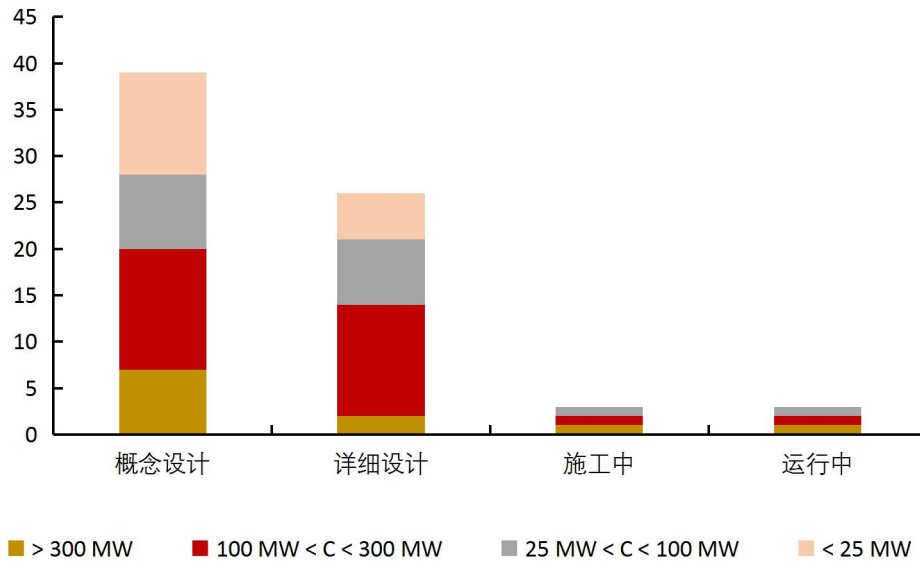
资料来源：IEA，山西证券研究所

在 1973 年石油危机之后的十年中，近 170GW 的核电站开始建设，这些电厂仍占当今核电装机容量的 40%。过去十年的核电新增量仅 56GW，在政策支持和严格的成本控制下，能源安全问题或助推核电复苏。

### 2.3 小型模块化反应堆（SMR）大众接受度高，受资本青睐

SMR 可更实惠、更容易、更快速的建造。与传统的核反应堆相比，小型模块化核反应堆（通常低于 300MW，常规反应堆的额定容量一般超过 1000MW）的建造相对简单，系统和部件可以在工厂组装，完成后作为一个单元运输到一个地方进行整体安装，这将大幅缩短核电站的建设周期，价格比大型反应堆更低，降低建设风险和融资成本，而且可以降低发生严重事故的概率。随着电力系统脱碳，太阳能与风能份额的增加，SMR 有助于满足日益增长的电力系统灵活性的需求，还可用于供热和制氢。

图 12：2022 年全球小型模块化反应堆项目数量



资料来源：IEA，山西证券研究所

**SMR 近两年获得的资金支持大幅增加，未来或成为核电重要增量。**较低的资本成本、固有的安全和废物管理属性以及较低的项目风险，使得 SMR 的社会接受度高于常规核反应堆，并吸引了私人投资进行研发、示范与开发。SMR 可以重新利用退役化石燃料发电厂的场地，利用现有的输电、冷却水和劳动力等；还可以从简化许可和监管框架的政策和监管改革中受益。虽然只有少数机组可能在十年内开始运营，但凭借最近的势头，SMR 可能会在 2030 年代的能源转型中开始发挥重要作用。

表 2：SMR 获得越来越多的资金支持

国家	措施
罗马尼亚	在 2023 年 G7 峰会上，美国、日本、韩国和阿拉伯联合酋长国宣布为罗马尼亚的 SMR 项目提供高达 2.75 亿美元的公私支持，预计将于 2029 年部署。
美国	能源部启动了先进反应堆示范计划。NuScale 预计将在 2030 年左右完成美国的第一个 SMR。
法国	计划投资 10 亿欧元开发 SMR 技术。
乌克兰	总部位于美国的能源公司 Holtec International 与乌克兰国家核电运营商 Energoatom 之间的合作协议旨在到 2029 年在乌克兰安装多达 20 个 SMR。
印尼	SMR 技术正在考虑为电解氮肥厂供电，该厂最早将于 2028 年开始运营。
日本	几家公司已投资 8000 万美元用于开发熔盐反应堆 (MSR) 核电站的项目，目标是在 2030 年代初实现商业化。



加拿大	加拿大启动了新的小型模块化反应堆资助计划，提供 3000 万加元的资金，以支持加拿大的 SMR 行业和安全 SMR 废物管理研究。SMR 技术还受益于 2022 年 11 月推出的清洁技术高达 30% 的投资税收抵免。
中国	正在开发多项先进核技术，包括高温气冷堆。全球首个陆上商用模块化小堆玲龙一号反应堆于 2023 年 11 月 ASP-1 平台应用取得阶段性成果。

资料来源：IEA，中国核动力研究设计院，山西证券研究所

## 2.4 中国是在建核电机组规模最大，天然铀需求增速最快的国家

中国的核电行业经过 30 多年的发展，已经从最初的“跟跑者”发展成为世界核电的“领跑者”。截至 2023 年 9 月 30 日，我国在运核电机组 55 台（不含台湾地区），装机容量为 57GW（额定装机容量）；在建核电机组 22 台，总容量约 20GW。

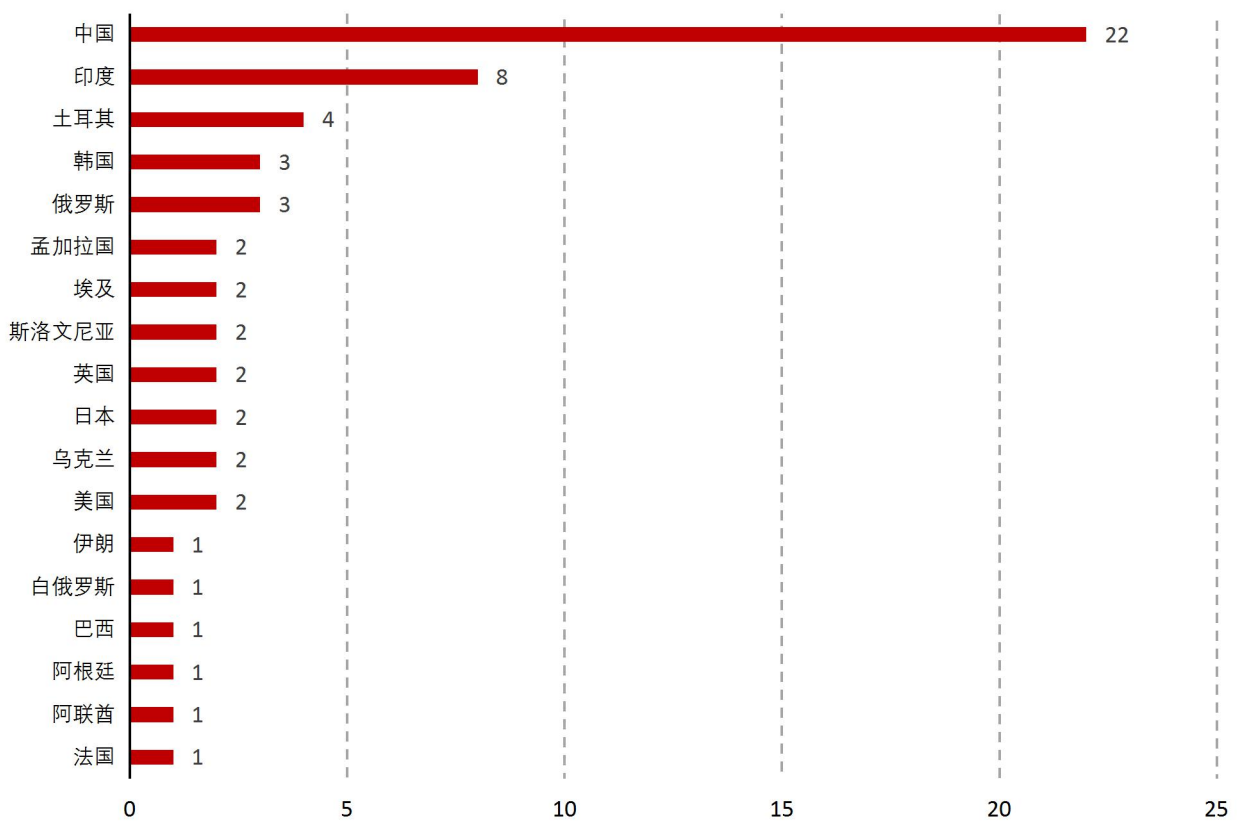
图 13：中国核电站分布情况



资料来源：WNA，山西证券研究所

我国在建核电机组规模位居全球第一。2022年，全球有8座大型压水堆开工建设，其中5座位于中国，2座位于埃及，1座位于土耳其。截至2022年底，全球在建核电机组共60台，其中中国在建核电机组22台，占全球总数的37%。

图 14：全球在建核反应堆数量（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：WNA，《World Nuclear Performance Report 2023》，山西证券研究所

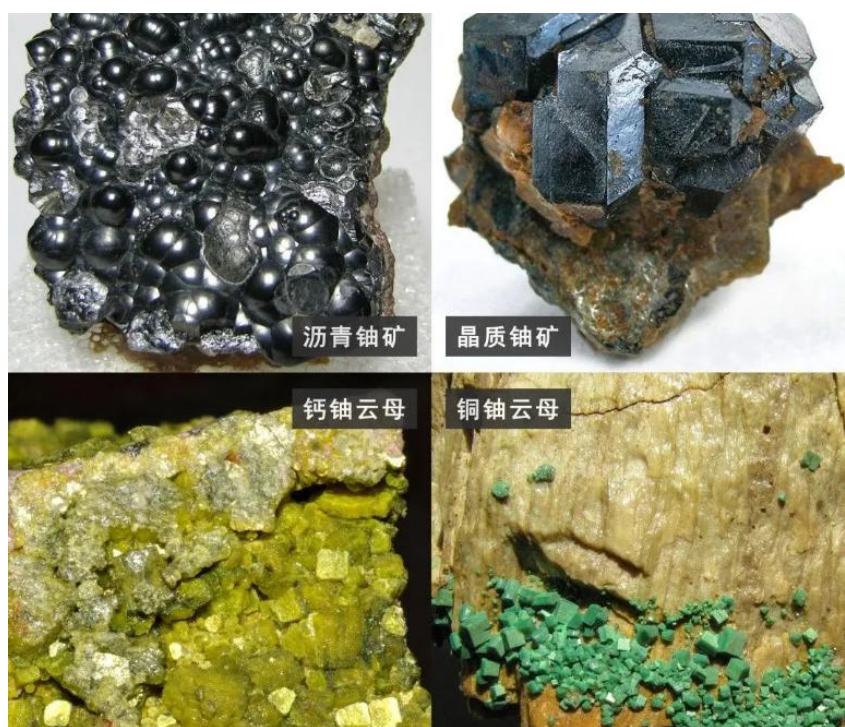


### 3. 供需缺口长期存在背景下，天然铀价格一触即发

#### 3.1 天然铀分布极不均匀，70%产量来自哈萨克斯坦、俄罗斯与纳米比亚

铀是一种重要的战略资源和能源矿石。天然铀是自然界具有天然放射性的稀有金属，是高度敏感、军民两用的国家紧缺战略资源和能源矿产，其核裂变后释放出的巨大能量被广泛应用于核能发电、核武器制造及医疗健康等领域。目前已知的含铀矿石主要有沥青铀矿（ $U_3O_8$ ）、晶质铀矿（ $UO_2$ ）、铀石（铀的硅酸盐）和铀黑（铀和钍的氧化物）。

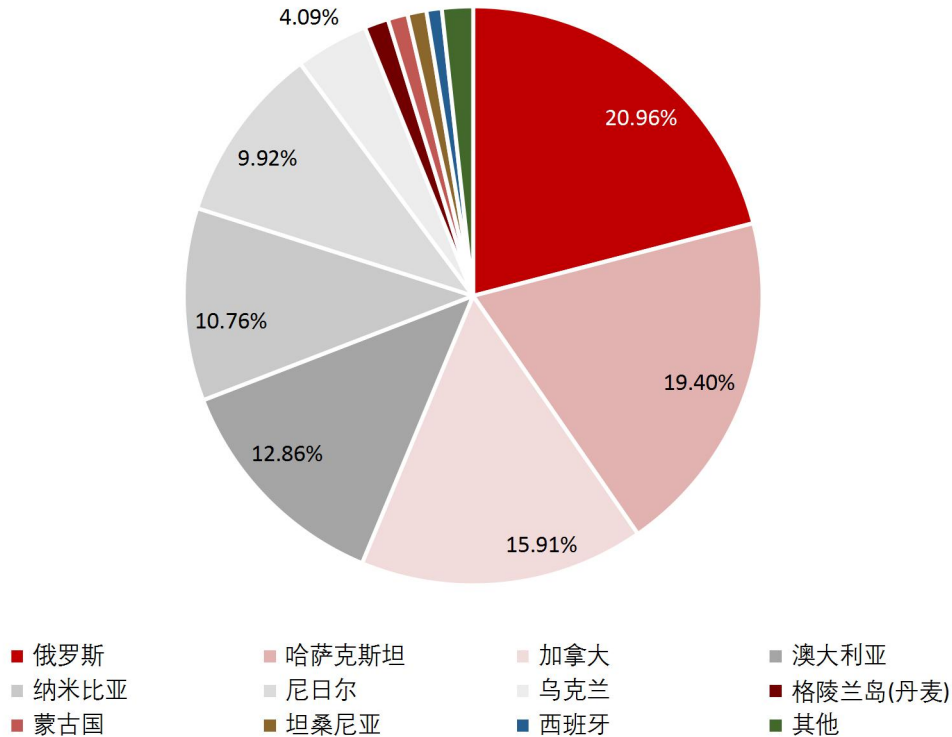
图 15：自然界的铀矿石



资料来源：地球知识局，山西证券研究所

全球铀资源的地域分布极不均匀，储量 CR7 约 94%。全球有超过 55 个国家或地区存在铀矿资源，据 S&P，全球  $U_3O_8$  储量合计约 288.56 万吨；其中，俄罗斯、哈萨克斯坦、加拿大、澳大利亚、纳米比亚、尼日尔、乌克兰占比分别为 20.96%、19.40%、15.91%、12.86%、10.76%、9.92%、4.09%，合计占全球总储量的约 94%。

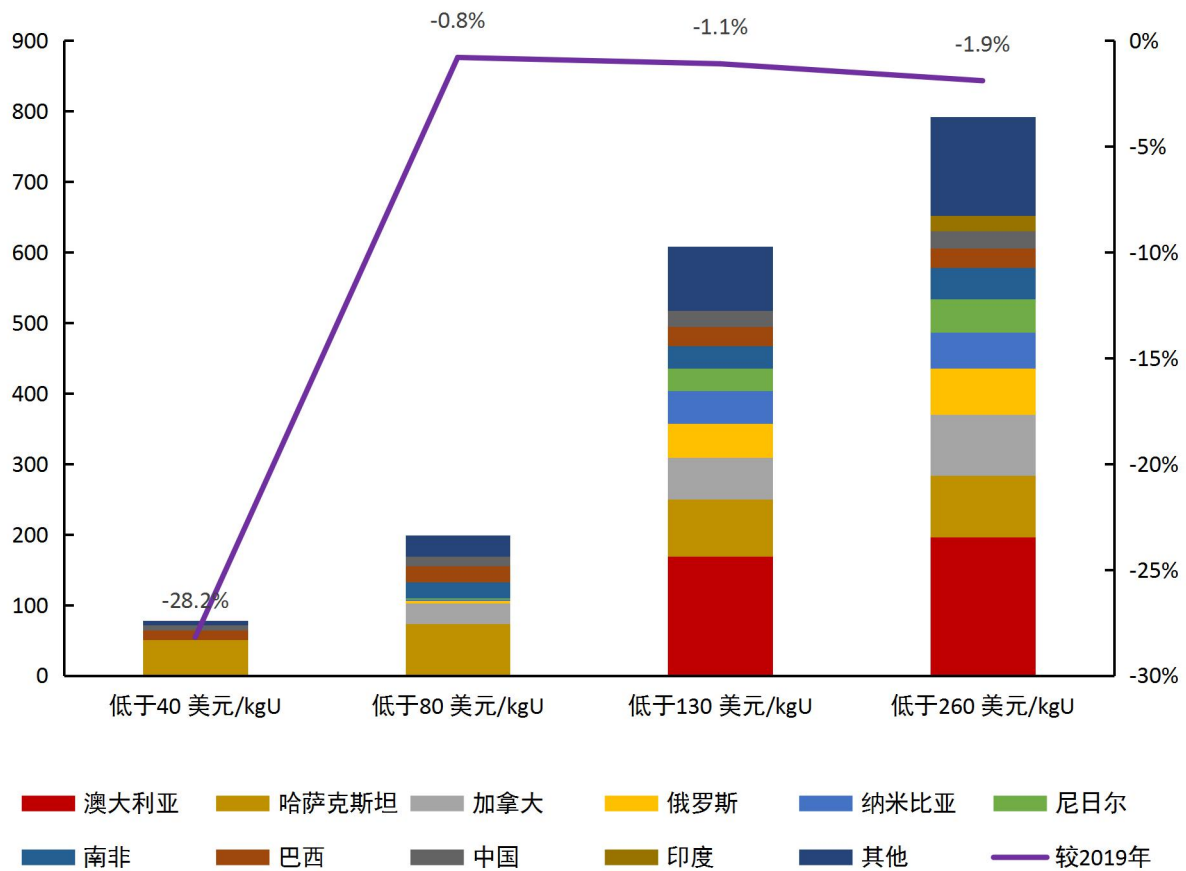
图 16：俄罗斯、哈萨克斯坦等七个地区铀储量占全球总量的约 94%



资料来源：S&P，山西证券研究所

全球已查明铀资源量约 792 万 tU。截至 2021 年 1 月，全球已查明回收成本小于 260 美元/kgU 的铀资源量为 791.75 万 tU，相较 2019 年数据减少 1.9%。其中，回收成本小于 130 美元/kgU 的铀资源量为 607.85 万 tU，相较 2019 年数据减少 1.1%；回收成本小于 80 美元/kgU 的铀资源量为 199.08 万 tU，相较 2019 年数据减少 0.8%；回收成本小于 40 美元/kgU 的铀资源量为 77.59 万 tU，相较 2019 年数据减少 28.2%。资源量的减少主要是由于澳大利亚、哈萨克斯坦等国家采矿消耗。

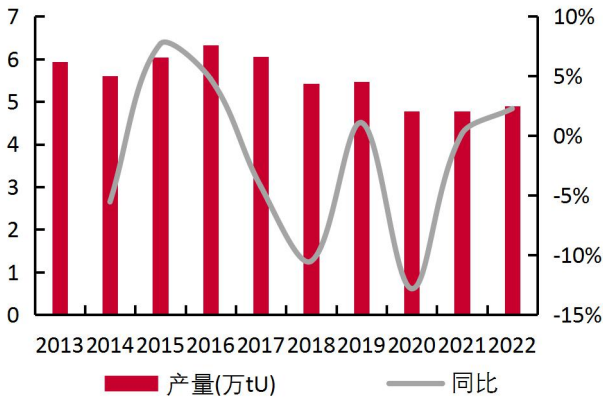
图 17：全球铀资源量有所减少，哈萨克斯坦低成本铀资源量丰富



资料来源：IAEA，NEA，山西证券研究所（注：40 美元/kgU=15 美元/磅 U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，80 美元/kgU=31 美元/磅 U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，130 美元/kgU=50 美元/磅 U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，260 美元/kgU=100 美元/磅 U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>）

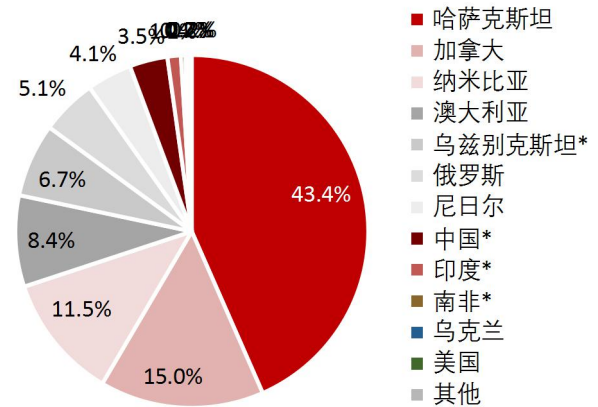
2022 年哈萨克斯坦、加拿大、纳米比亚天然铀生产量占全球约 70%。由于过去几年天然铀价格持续低迷，减产已成为全球铀生产企业的主基调。2022 年全球共有 15 个天然铀生产国，总产量为 4.89 万 tU，同比+2.26%，增量主要来自于加拿大。哈萨克斯坦从 2009 年以来一直保持全球第一大天然铀生产国地位，2022 年天然铀产量 2.12 万 tU，同比-2.71%，占全球总产量的 43%。2022 年加拿大天然铀产量 0.74 万 tU，同比+56.64%，占全球总产量的 15%。是世界第二大天然铀生产国。天然铀生产国家集中度高，CR3 约 70%，CR5 约 85%。

图 18: 2022 年全球天然铀产量合计 4.89 万 tU



资料来源:《2022 年世界天然铀生产概况》, 山西证券研究所

图 19: 哈萨克斯坦占铀总产量的 43.4% (2022 年)

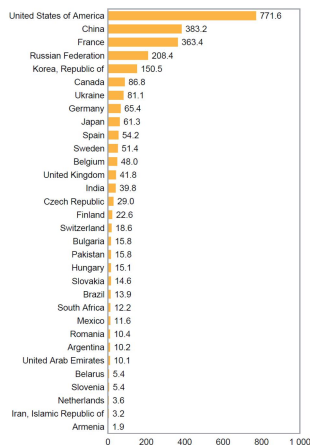


资料来源:《2022 年世界天然铀生产概况》, 山西证券研究所

### 3.2 核电 70% 以上需求来自美国、中国、法国、俄罗斯与韩国

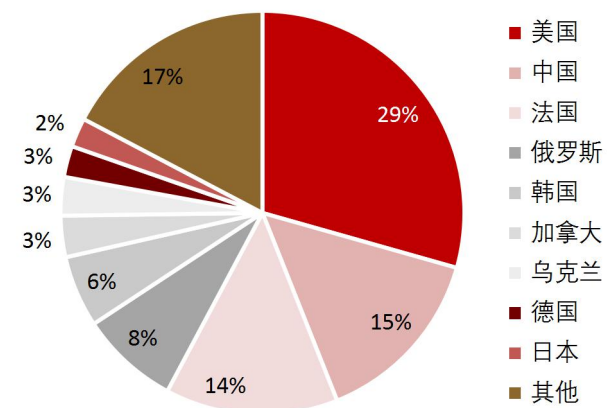
铀矿的开采与使用地区严重不匹配。2021 年, 全球核电发电量约 2626.3TWh, 其中, 29.38% 来自美国, 14.59% 来自中国, 13.84% 来自法国, CR5 约为 71%; 而美国、中国、法国、俄罗斯与韩国 2021 年天然铀产量合计占全球比例不足 10%。

图 20: 2021 年世界核电产量 (TWh)



资料来源: IAEA, 《Energy, Electricity and Nuclear Power Estimates for the Period up to 2050》, 山西证券研究所

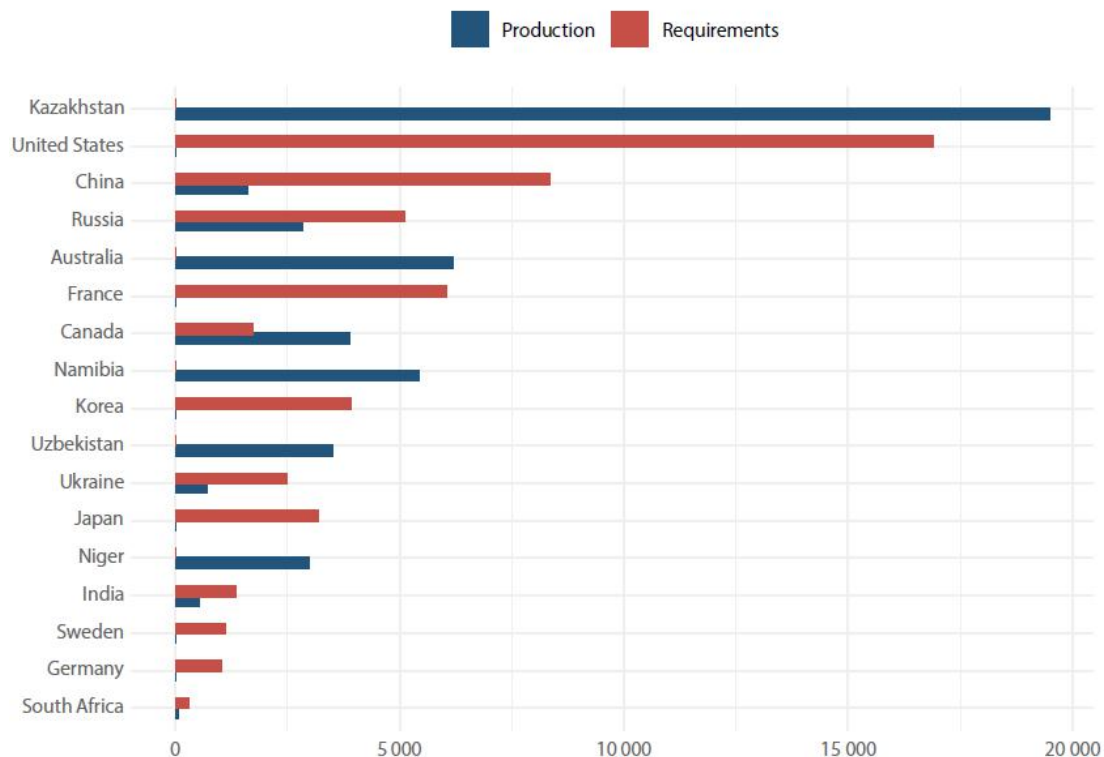
图 21: 美中法俄韩核电产量占全球约 71%



资料来源: IAEA, 《Energy, Electricity and Nuclear Power Estimates for the Period up to 2050》, 山西证券研究所

天然铀生产者与消费者之间的地理分布不均匀。世界天然铀产量的 99%来自于包括哈萨克斯坦、纳米比亚、加拿大、澳大利亚、乌兹别克斯坦、俄罗斯、尼日尔、中国、印度和乌克兰在内的 10 个国家。在所有拥有核电装机容量的国家中，只有加拿大在 2021 年生产了满足国内需求的铀，其他拥有核能的国家必须使用进口铀或二次能源。

图 22：天然铀生产国与反应堆消费国地区不匹配（tU/年，截至 2021 年 1 月）



资料来源：IAEA, NEA, 《Uranium 2022: Resources, Production and Demand》，山西证券研究所

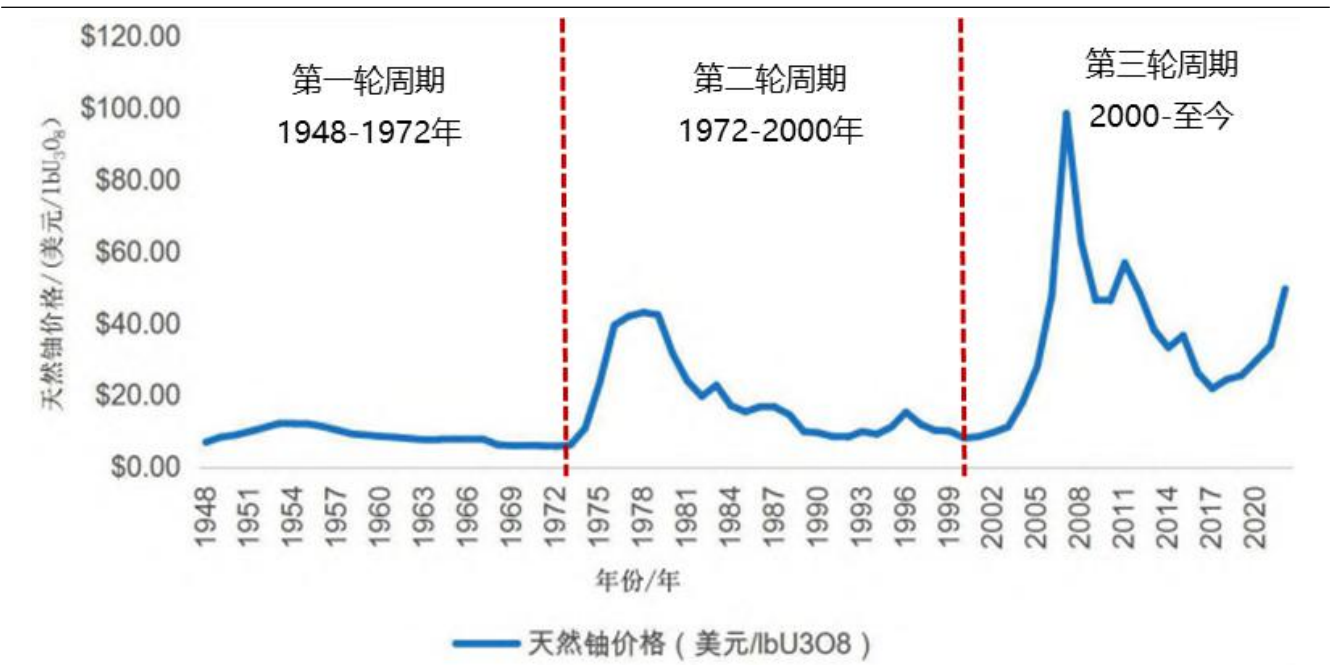
### 3.3 供需关系是决定天然铀价格走势的长期基本因素之一

1948 年天然铀交易以来，天然铀价格经历了 3 个大的周期，每轮周期的持续年限大概为 25-30 年。前两轮周期均呈现前期快速上涨之后长期低迷的特点，并且低点位置在不断提高。第一轮周期为天然铀产业发展初期，整体较为平稳，波动幅度不大，价格最高点仅 12.35 美元/磅；1972 年随着核电站的建成投运，市场对于核电需求预期强烈，铀价上涨到 43.23 美元/磅，1979 年美国三哩岛核电站严重失水事故、1986 年切尔诺贝利核电站反应堆破裂事故等引起世界各国对核安全的重视，铀价格再次低迷；2005 年加拿大 Cigar Lake 铀矿受洪水影响停产，



叠加天然铀投资基金等资本介入，铀价快速上涨到 136 美元/磅，此后随着哈萨克斯坦扩产以及美国经济危机，铀价再次回落；2020 年新冠疫情与 2022 年俄乌冲突等一系列事件的影响，使全球大宗商品与天然铀的价格出现较大幅度的上涨。截至 2023 年 11 月 16 日，天然铀收盘价为 76.25 美元/磅。

图 23：天然铀交易以来，价格经历了三个大的周期



资料来源：UxC，山西证券研究所

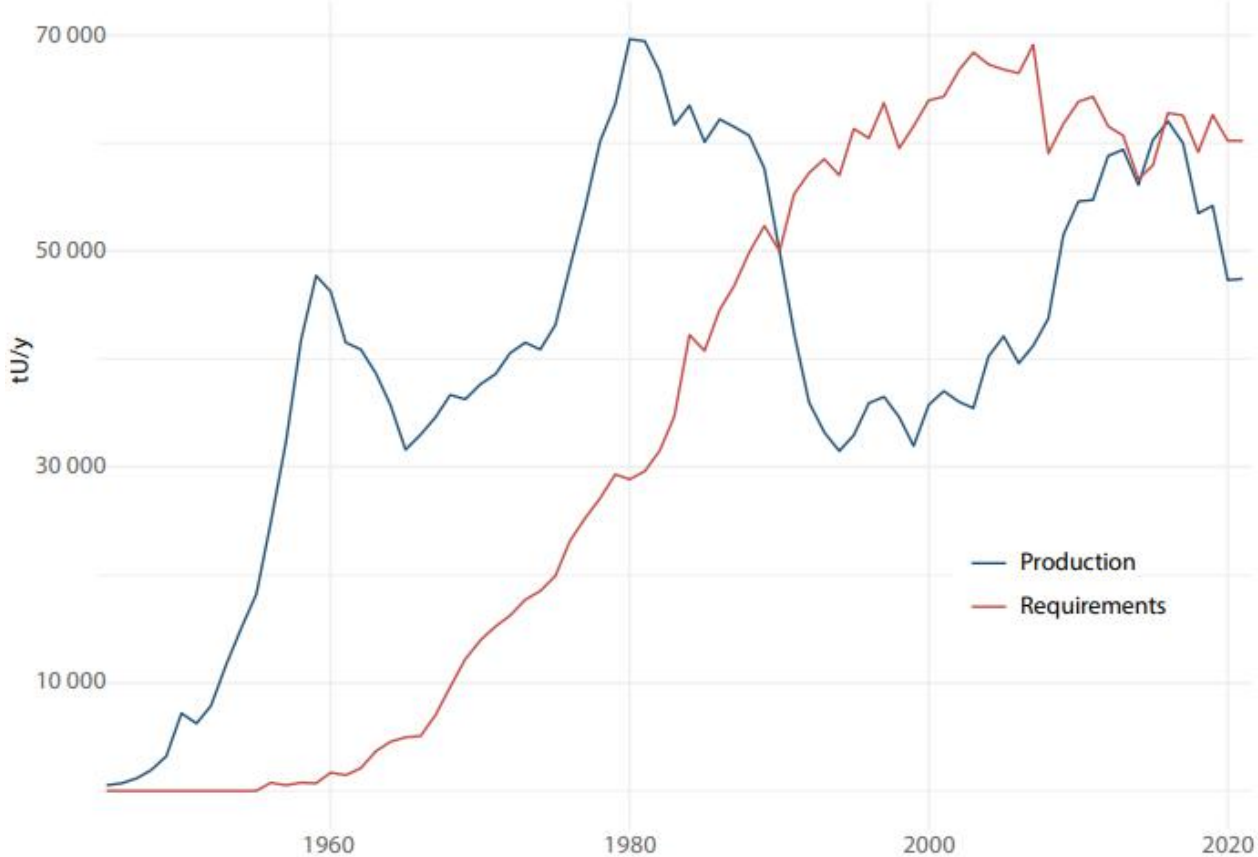
**1948-1990 年天然铀生产增速远大于核电增速。**从 20 世纪 50 年代末核电开始商业化开发到 1990 年，铀产量一直超过商业需求。1956 年世界第一座核电站投运，大国核武器研究先后取得突破，天然铀生产出现爆发式增长；但由于核电发电能力增长率低于预期，以及出于战略目的的高水平生产，这段时期过剩生产了可用于商业发电厂的铀库存。1980 年产能达到历史峰值（约 6.97 万 tU/年），三哩岛与切尔诺贝利核事故发生之后，核电增速放缓，天然铀市场出现量价齐跌的局面，1990 年第一次达到供需基本平衡。

**1990 年后，需求缓慢增长，产量远低于需求。**1990 年之后随着美国等西方国家核电快速发展期结束，全球核电装机进入缓慢增长阶段，天然铀年需求维持在 5.5-6.9 万吨 U 之间。此阶段铀价处于低位，全球天然铀产量大幅萎缩，1994 年产量（3.1 万吨 U）不及 1980 年的 50%。供给与需求之差主要靠前期积累的二次铀源进行补充。



2000 年之后，天然铀产量随着铀价上升有所增加，产量与反应堆需求之间的差距逐渐减小，2013-2015 年基本维持供需平衡。2011 年福岛第一核电站事故之后，德国与日本关闭部分反应堆，全球反应堆需求有所下滑；铀生产商为了应对铀市场的持续低迷，暂时关闭了一些业务，并缩减其他矿山的铀产量，供需缺口再次拉大。

图 24：全球天然铀供求情况，供给的增减与天然铀价格密切相关

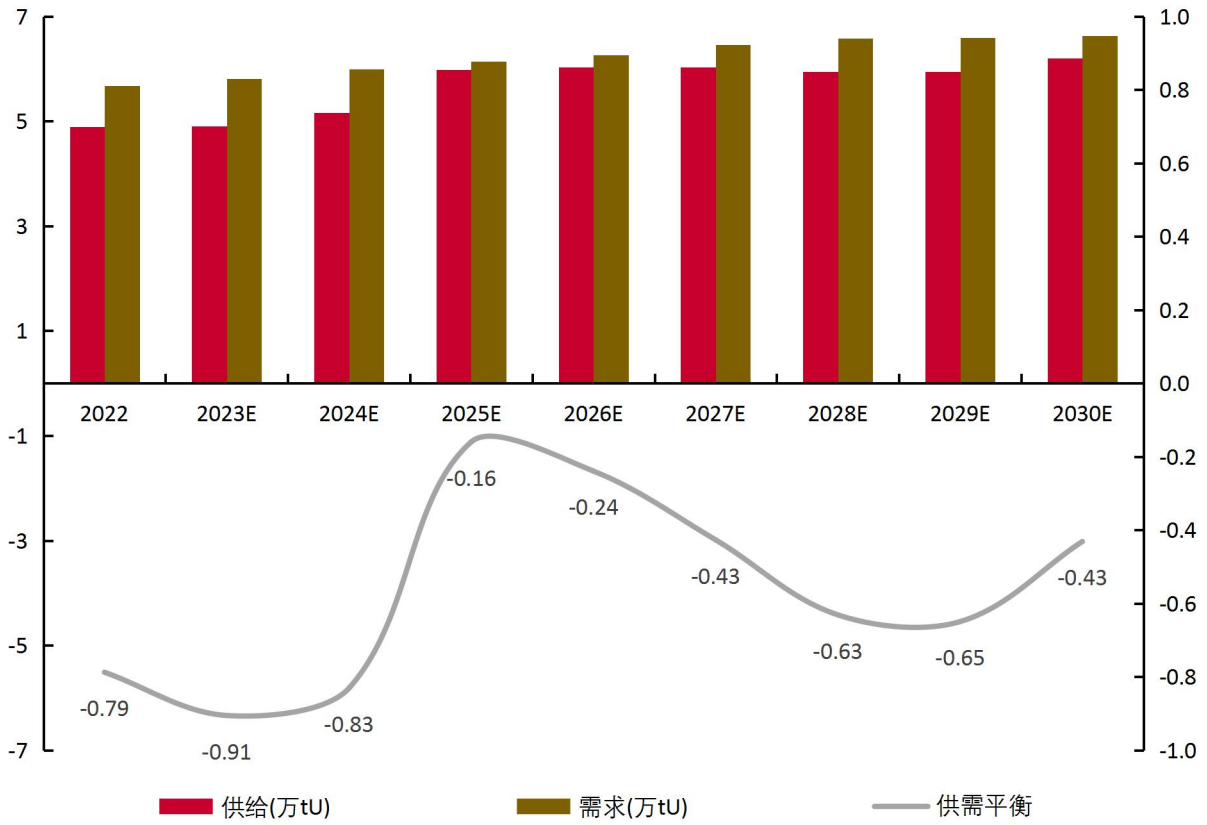


资料来源：IAEA, NEA, 《Uranium 2022: Resources, Production and Demand》，山西证券研究所

### 3.4 天然铀供需缺口预计长期存在

我们预计铀行业供需缺口或长期存在。经我们整理与测算，预计 2023-2025 年全球天然铀供应分别为 4.9、5.2、6.0 万 tU；需求分别为 5.8、6.0、6.1 万 tU；供需缺口分别为 0.9、0.8、0.2 万 tU。由于巴西 Santa Quitéria、哈萨克斯坦 Budenovskoe 6 号与 7 号矿、俄罗斯 Priargunsky 6 号矿计划于 2024、2025 年集中投，而核电装机量每年小幅稳定增长，导致 2023-2025 年天然铀供需缺口逐年收窄。2025 年之后，几乎无计划投产铀矿，供需缺口逐渐拉大。

图 25：预计天然铀行业长期处于供需紧张状态（万 tU）



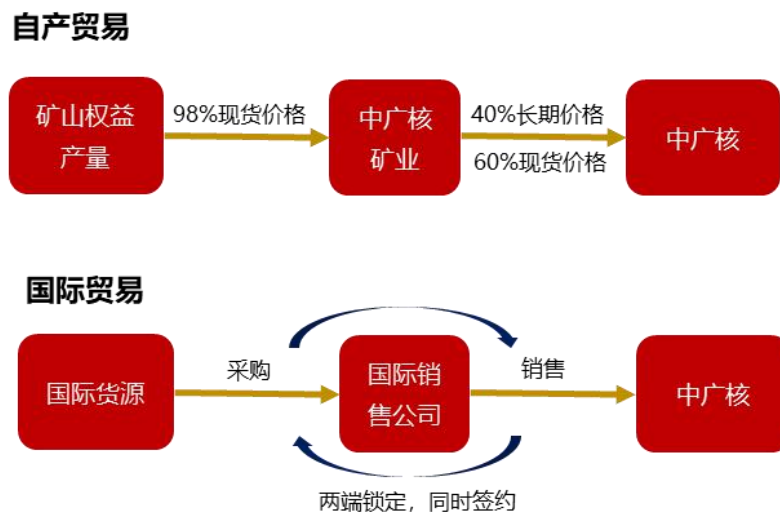
资料来源：WNA，S&P，山西证券研究所

## 4. 坐拥中广核稳定增长需求与哈萨克斯坦低成本供给

### 4.1 优先享有中广核集团内部需求，积极推进 PLS 项目扩大产能

唯一背靠核电（中广核集团）的天然铀生产商。公司主要从事天然铀资源投资与贸易，天然铀贸易主要为了扩大公司影响力，主要利润来源于公司投资的铀矿山以及报销产品。公司是中广核集团旗下的铀资源开发唯一平台，公司于 2022 年 6 月 16 日与中广核铀业发展签订一份新销售框架协议，内容有关公司于 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间向中广核铀业发展及其附属公司（本集团成员公司除外）销售天然铀每年的最低采购量为 1200 吨铀，销售价格考虑 40%的基价以及 60%的现货指数。

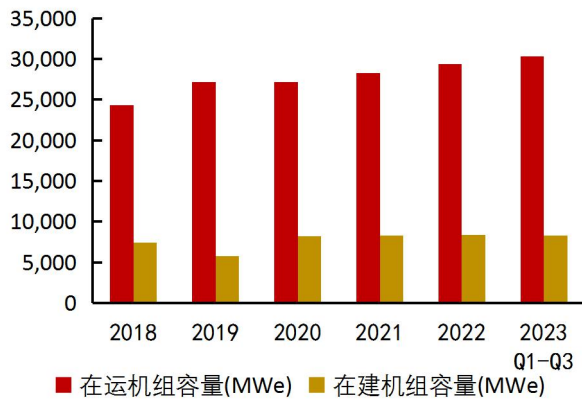
图 26：公司业务模式包括自产销售与贸易销售



资料来源：公司公开资料，山西证券研究所

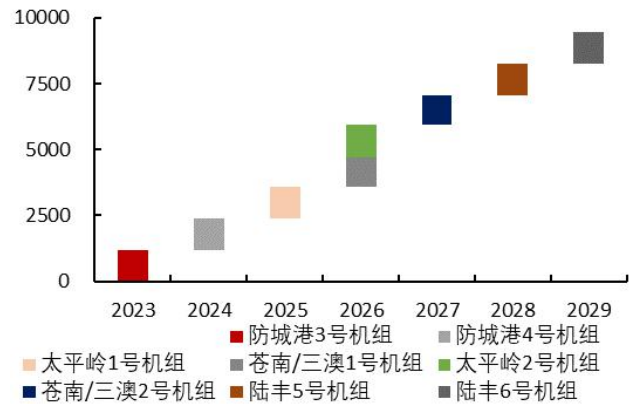
中广核集团拥有稳定增长的铀需求。2023 年 1-9 月，中广核在运核电机组总发电量约为 1697.07 亿千瓦时，同比增加 11.39%；总上网电量约 1589.89 亿千瓦时，同比增加 11.31%。截至 2023 年 9 月，中广核在运核电机组共 27 台，装机容量约 3035 万千瓦，约需消耗 5000tU/年；在建核电机组 7 台，总装机容量约 828 万千瓦。按照当前在建机组的投产计划，预计 2023-2029 年中广核集团每年新增装机容量均在 100 万千瓦以上，对天然铀需求增长稳定。

图 27：中广核集团在运与在建机组容量



资料来源：中广核电力年报，中广核集团官微，山西证券研究所

图 28：中广核集团计划投产机组容量(MWe)



资料来源：WNA，中国核能行业协会，山西证券研究所

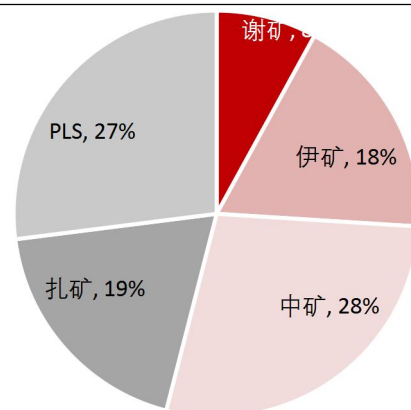
铀矿资源储量丰富，仅次于头部企业。中广核矿业通过谢公司获得谢矿与伊矿 49%的包销权，通过奥公司获得中矿与扎矿 49%的包销权。截至 2022 年底，公司在谢矿、伊矿权益储量分别为 4503tU、6843tU，在中矿、扎矿权益储量分别为 11978tU、6985tU，合计约 3.03 万 tU。M&I 权益资源量中，在产、在建、可研阶段项目权益资源量占比分别为 54%、19%、27%。

图 29：公司铀资源权益储量约 3 万 tU(万 tU)



资料来源：S&P，公司公开资料，山西证券研究所  
(注：截至 2022 年底)

图 30：在产铀矿 M&I 权益资源量占比约 54%



资料来源：公司公开资料，山西证券研究所（注：截至 2022 年底）

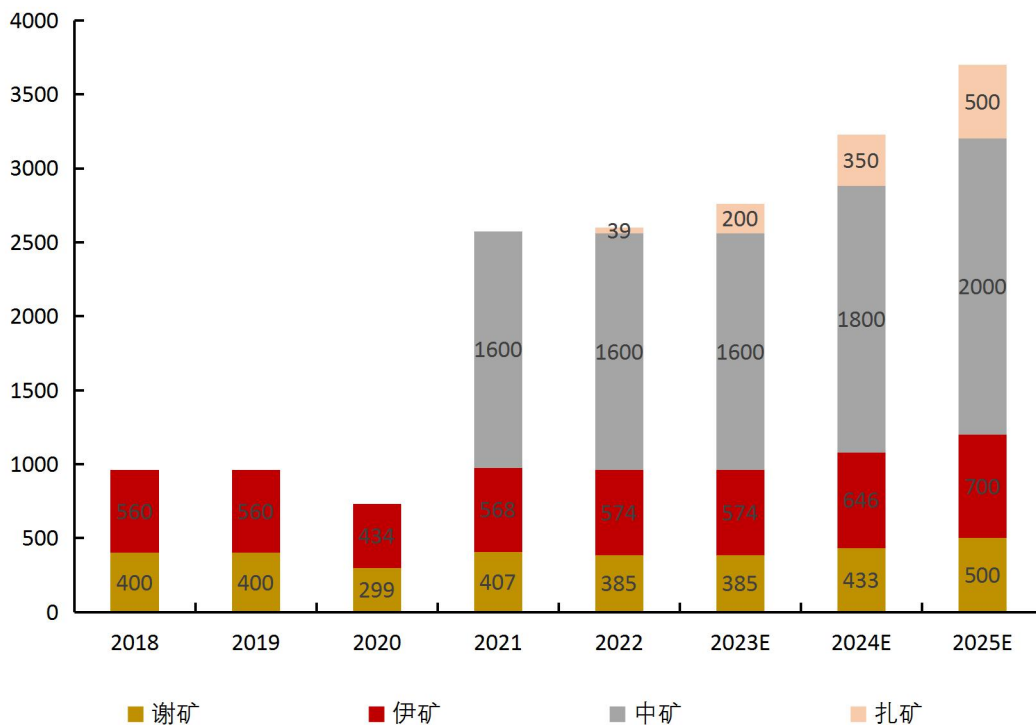
表 3：中广核矿业投资铀矿山储量与产量情况

	品位	储量(tU)	权益储量(tU)	2022 产量(tU)	2022 权益产量(tU)
谢矿(Semizbay Mine)	0.06%	9190	4503	385	189
伊矿(Irkol Mine)	0.04%	13966	6843	574	281
中矿(Central Mynkuduk Deposit)	0.03%	24444	11978	1600	784
扎矿(Zhalpak Deposit)	0.03%	14256	6985	39	19

资料来源：中广核矿业 2022 年报，山西证券研究所

预计公司 2025 年铀矿权益产能达到 1813 tU。2022 年谢公司与奥公司总产量为 2526 tU，中广核矿业权益产量为 1321 tU。目前，公司铀矿山产能利用率维持在 80%；根据公司公告，旗下铀矿 2024、2025 年产能利用率将分别提高到 90%、100%。扎矿矿建计划已通过奥公司董事会批准，2023H2 正式启动矿建，预计 2024 年底完成矿建，2025 年产能达到 500 tU。预计 2023-2025 年，公司铀矿总产量分别为 2759、3229、3700 tU，权益产量分别为 1352、1582、1813 tU。

图 31：预计 2025 年公司铀矿总产能约 3700 tU (tU)



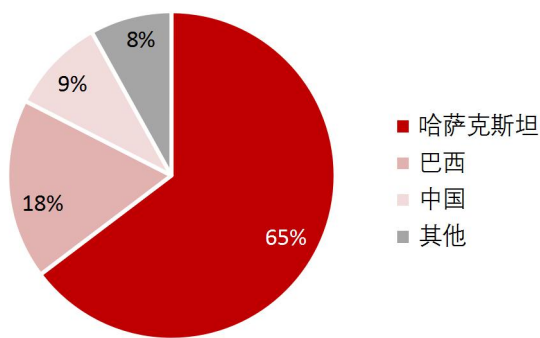
资料来源：公司公开资料，山西证券研究所

公司积极推进加拿大 PLS 项目建设。Fission Uranium 公司于 2022 年 12 月底完成了 PLS 项目可行性研究主要工作，在 2023 年 1 月 17 日发布了可行性研究结果，预计全寿命期产量约为 3.5 万 tU，矿山寿命可达 10 年，矿建成本为 11.55 亿加元，生产成本约 9.77 美元/磅 U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。

## 4.2 哈萨克斯坦铀矿具备低成本优势

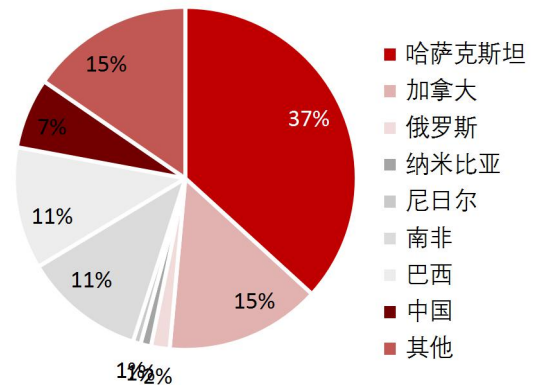
哈萨克斯坦铀矿普遍具有低开采成本优势。公司布局铀矿山均位于哈萨克斯坦，哈萨克斯坦铀矿提取成本显著低于其他铀矿生产国。根据 IAEA 与 NEA 发布的数据，截至 2021 年底，全球已查明铀资源量中开采成本低于 40 美元/kgU 的资源量约 78 万 tU，其中哈萨克斯坦占比约 65%；开采成本低于 80 美元/kgU 的资源量约 199 万 tU，其中哈萨克斯坦占比约 37%。

图 32：开采成本低于 40 美元/kgU 资源量分布



资料来源：IAEA, NEA, 《Uranium 2022: Resources, Production and Demand》，山西证券研究所

图 33：开采成本低于 80 美元/kgU 资源量分布

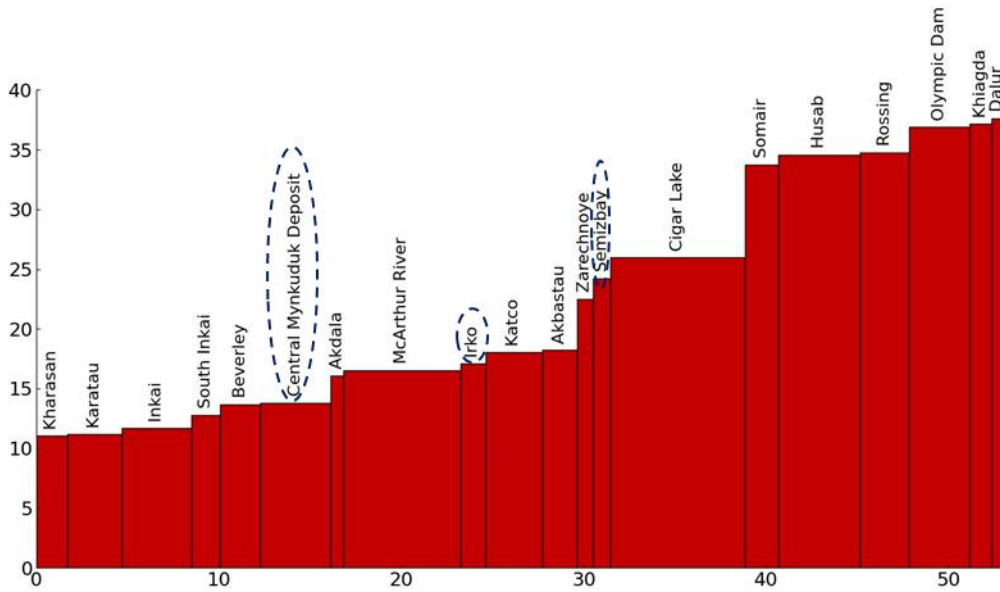


资料来源：IAEA, NEA, 《Uranium 2022: Resources, Production and Demand》，山西证券研究所

公司成本优势显著。2022 年，谢矿、伊矿、中矿、扎矿生产成本分别为 24.22、17.07、13.82、24.69 美元/磅，分别约等于 63、44、36、64 美元/kgU，在目前在产矿山中处于较低水平。



图 34：2023 年各铀矿山生产成本曲线



资料来源：S&P，山西证券研究所（注：横轴坐标-千吨，纵轴-美元/磅 U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，1 美元/tU=2600 美元/磅 U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>）

## 5. 盈利预测

**产量方面：**公司天然铀贸易业务包括参股公司谢公司和奥公司各 49%的包销量，以及国际贸易中的贸易量。2023H1 谢公司、奥公司产量分别为 443 tU、807 tU，销量分别为 362 tU、762 tU。谢公司谢矿、伊矿的设计产能分别为 500 tU/年、700 tU/年；奥公司中矿设计产能 2000 tU/年，扎矿正在产能爬坡中，预计 2025 年产能达到 500 tU/年。按照公司当前规划，2023-2025 年公司在产矿山的产能利用率将分别达到 80%、90%、100%，以此推算 2023-2025 年公司铀矿山权益产量分别为 1352、1582、1813 tU。

**价格方面：**公司自产贸易按照 40%基价+60%现货价格来进行定价，2023-2025 年公司天然铀基价分别为 61.78、63.94、66.17 美元/磅  $U_3O_8$ ；现货价格按照标普预测天然铀价格中位数，2023-2025 年分别为 58、70、80 美元/磅  $U_3O_8$ ；折算 2023-2025 年自产贸易价格分别为 112.17、127.37、140.36 万元/tU。

**成本方面：**2023H1 谢公司、奥公司铀矿山生产成本分别为 24、17 美元/磅  $U_3O_8$ ，同比分别增加 22%、23%；随着产量的增长，我们预计矿山成本增幅逐渐减小，预计 2023-2025 年谢公司生产成本分别为 24、27.6、30.4 美元/磅  $U_3O_8$ ，奥公司生产成本分别为 17、19.6、21.5 美元/磅  $U_3O_8$ 。2023H1 谢公司与奥公司综合销售成本约 32 美元/磅  $U_3O_8$ ，假设 2024/2025 年分别有 5%的成本上涨，折算 2023-2025 年公司自产贸易成本分别为 60.31、63.33、66.50 万元/tU。假设天然铀国际贸易销售毛利率维持在 3%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营收 42.05、43.72、49.04 亿元，同比增速分别为 28.4%、4.0%、12.2%；实现归母公司净利润 3.74/ 7.59/ 10.67 亿元，同比增速分别为-18.6%/ 102.7%/ 40.6%；对应 EPS 为 0.05/ 0.10/ 0.14 元，PE 为 29.4/ 14.5/ 10.3 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

**可比公司：****Kazatomprom** 是世界上最大的铀生产商，该公司 2022 年天然铀产量占全球总产量的约 23%，通过其子公司、合资公司和联营公司运营 26 个矿床；公司所有采矿业务均位于哈萨克斯坦，并使用 ISR 技术进行开采，成本位于行业底部。**Cameco** 从事勘探、开发、开采、提炼、转换及制造铀，并作为核发电的燃料来销售，该公司 2022 年天然铀产量占全球总产量的 12%，是仅次于 **Kazatomprom** 的全球第二大天然铀生产商。

表 4：可比公司对比

公司名称	证券代码	市值单位	市值	EPS 单位	EPS(2023E)	PE(2023E)	PB
Kazatomprom	KAP.L	亿美元	104.28	美元	3.27	12.3	3.74
Cameco	CCJ.N	亿美元	195.20	美元	0.46	98.1	4.37
中广核矿业	1164.HK	亿港元	123.13	元	0.05	32.9	3.7

资料来源：Wind, S&P, 山西证券研究所（注：Kazatomprom 与 Cameco 估值采取一致预期）

## 6. 风险提示

1) **铀价大幅波动风险**：俄乌冲突引起各国对核电重视，天然铀价格在供需紧张背景下快速上涨，如果后续各国对核电关注度下降或核电站建设不及预期，铀价或冲高回落，对公司业绩造成影响；

2) **产能投产不及预期风险**：公司预计 2025 年扎矿产能达到 500tU，但具体投产时间未定，存在扩产节奏不及预期风险，Fission 开发的 PLS 项目仍有较长的建设周期，如果产能建设进度不及预期会影响 PLS 项目产能释放；

3) **地缘政治风险**：公司布局铀矿均在哈萨克斯坦境内，毗邻俄罗斯与乌克兰，地缘冲突可能影响公司矿山开采活动；

4) **铀矿储量枯竭风险**：公司在哈萨克斯坦布局的四座矿山预计 2029-2036 年之间陆续退役，如果公司不能收购到新铀矿，可能面临储量枯竭风险，影响公司产销量；

5) **矿山生产成本持续提高风险**：2023H1 谢公司与奥公司矿山准备及摊销、原材料、人工成本、地下资源使用 MET 均有不同程度的提高，最终导致谢公司矿山生产成本同比增加 22%，奥公司矿山生产成本同比增加 23%，如果后续成本持续提高，会影响公司盈利能力；

6) **核安全事故风险**：核泄露等核电站安全事故的发生会对全球核电站建设产生较为明显的影响，切尔诺贝利、福岛核电站之后，全球核电装机出现明显减速或下滑，如再有严重核电站安全事故发生，可能对全球核电装机需求造成影响；

7) **国际汇率波动风险**：公司天然铀国际贸易业务占营收比重较高，易受汇率波动影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1581	2186	4331	3931	4869
现金	66	47	2259	2127	2444
应收票据及应收账款	75	300	243	281	312
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1425	1830	1800	1514	2081
其他流动资产	15	9	29	9	32
<b>非流动资产</b>	3611	3947	5043	6525	7534
长期投资	3559	3903	4954	6380	7325
固定资产	1	1	10	28	54
无形资产	43	41	38	35	31
其他非流动资产	8	2	42	82	124
<b>资产总计</b>	5191	6133	9374	10455	12402
<b>流动负债</b>	3069	1843	4346	4313	4716
短期借款	2156	898	3533	2878	3345
应付票据及应付账款	75	585	0	306	74
其他流动负债	838	360	813	1130	1296
<b>非流动负债</b>	360	1299	1662	2016	2492
长期借款	317	1247	1623	1972	2447
其他非流动负债	43	52	39	45	45
<b>负债合计</b>	3429	3142	6008	6329	7208
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	54	68	68	68	68
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	-517	-657	-283	476	1543
归属母公司股东权益	1762	2991	3366	4126	5194
<b>负债和股东权益</b>	5191	6133	9374	10455	12402

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	211	88	68	1653	315
净利润	146	460	374	759	1067
折旧摊销	0	0	3	4	6
财务费用	0	0	147	188	193
投资损失	0	0	14	0	0
营运资金变动	0	0	-471	702	-952
其他经营现金流	65	-372	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-2728	387	-1113	-1485	-1015
<b>筹资活动现金流</b>	1620	-491	1033	500	317
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.06	0.05	0.10	0.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.01	0.01	0.22	0.04
每股净资产(最新摊薄)	0.23	0.39	0.44	0.54	0.68

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3162	3274	4205	4372	4904
营业成本	3083	3127	3418	3271	3462
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	63	66	74
管理费用	45	55	311	198	202
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	147	188	193
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	-14	0	0
<b>营业利润</b>	33	91	252	649	973
营业外收入	169	473	232	291	332
营业外支出	42	58	44	48	50
<b>利润总额</b>	161	507	440	893	1255
所得税	15	47	66	134	188
<b>税后利润</b>	146	460	374	759	1067
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	146	460	374	759	1067
EBITDA	311	642	590	1085	1455

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.3	3.5	28.4	4.0	12.2
营业利润(%)	-74.6	175.8	177.3	157.3	49.8
归属于母公司净利润(%)	11.5	215.1	-18.6	102.7	40.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	2.5	4.5	18.7	25.2	29.4
净利率(%)	4.6	14.1	8.9	17.4	21.8
ROE(%)	8.3	15.4	11.1	18.4	20.5
ROIC(%)	6.6	11.2	5.6	9.6	10.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	66.1	51.2	64.1	60.5	58.1
流动比率	0.5	1.2	1.0	0.9	1.0
速动比率	0.1	0.2	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	17.0	17.5	15.5	16.7	16.5
应付账款周转率	31.0	9.5	23.8	21.4	18.2
<b>估值比率</b>					
P/E	75.3	23.9	29.4	14.5	10.3
P/B	6.2	3.7	3.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	43.3	20.5	24.3	13.2	10.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

