

中广核矿业 (01164.HK) 全球核能新发展，铀业龙头乘风跃

2024年01月22日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

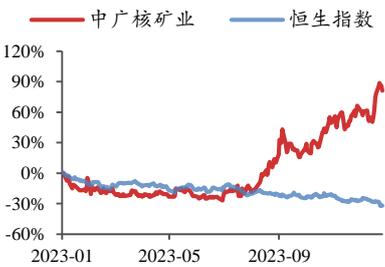
李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

日期	2024/1/19
当前股价(港元)	1.940
一年最高最低(港元)	2.110/0.780
总市值(亿港元)	147.45
流通市值(亿港元)	147.45
总股本(亿股)	76.01
流通港股(亿股)	76.01
近3个月换手率(%)	20.58

股价走势图



数据来源：聚源

● 矿山产能利用率提升，天然铀价格周期上行

公司谢矿、伊矿、中矿产能利用率提升、扎矿产能爬坡贡献增量，我们预计2022-2025年公司天然铀权益产量CAGR有望达13.3%。天然铀供需矛盾显现，铀价有望迎来上行周期。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为6.75、13.25、16.52亿港元，EPS分别为0.09、0.17、0.22港元；对应2024年1月19日收盘价的PE分别为21.9、11.1、8.9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 背靠中广核集团，拥有稳定的下游市场

中广核矿业是中国第一、全球第三大的核电集团中广核集团下属上市子公司之一，实控人为国资委。公司主营业务为天然铀的自产包销。中广核集团天然铀年需求量5000-6000tU，与目前公司1300tU的年权益产能相比仍有较大缺口。公司与集团签订新协议框架，铀价下行期，集团向公司让渡利益；铀价上行期，公司将充分受益自产贸易及子公司股权收益。

● 天然铀产量稳步增长，低成本矿山助力业绩提升

公司下属矿山包括谢矿、伊矿、中矿、扎矿、PLS项目（待产），2022年公司权益产铀量达1238tU，谢矿、伊矿、中矿产能利用率提升、扎矿产能爬坡贡献增量，我们预计2025年公司年权益产铀量有望达到1800tU，2022-2025年复合增长率有望达13.3%。公司在产矿山均位于哈萨克斯坦，砂岩地质适用于地浸采铀，生产成本处于全球矿山10%分位以内，低成本助力提高业绩弹性。

● 核电需求持续扩大，天然铀供需面临缺口

需求端，地区冲突与“双碳目标”促使全球逐渐重视核能的开发和利用。根据IAEA乐观预测，2030年天然铀需求量将达到76592tU，2020-2030年复合增长率2.5%。供给端，自2016年开始，全球天然铀产量逐年下降，勘探投资低迷，天然铀库存处于低位且存在补货需求。长期看，天然铀供给紧张，需求扩张，供需缺口逐渐放大，天然铀价格有望迎来上行周期。

● 风险提示：核安全事件、核电站规划落地不及预期、公司产量指引不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	3,867	3,665	5,794	7,097	8,201
YOY(%)	34.8	-5.5	58.2	22.6	15.6
净利润(百万港元)	178	515	675	1,325	1,652
YOY(%)	15.0	188.5	31.0	96.4	24.7
毛利率(%)	8.1	4.1	2.2	-3.5	-3.6
净利率(%)	4.6	14.1	11.7	18.7	20.2
ROE(%)	8.3	15.4	16.8	24.8	23.6
EPS(摊薄/港元)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
P/E(倍)	28.8	12.0	21.9	11.1	8.9
P/B(倍)	2.4	1.8	3.7	2.8	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 铀矿资源丰富，业绩增长迅速	4
1.1、 收购全球优质资产，铀矿资源丰富	4
1.2、 背靠中广核集团，股权结构稳定	5
1.3、 受益铀价上涨，业绩增长迅速	5
2、 天然铀产量稳定增长，低成本助力业绩增长	7
2.1、 自有矿山储量丰富，2022-2025 年产量复合增长率有望达 13.3%	7
2.2、 谢公司 2025 年权益产铀量有望达到 597tU，相比 2022 年增长 27.1%	8
2.3、 奥公司 2025 年权益产铀量有望达到 1259tU，相比 2022 年增长 56.8%	9
2.4、 Fission 公司：PLS 项目品位高、成本低，经济价值高	10
2.5、 原地浸出提铀，成本优势显著	11
3、 背靠中广核集团，拥有稳定的下游市场	12
4、 核电需求持续扩大，天然铀供需面临缺口	12
4.1、 全球核反应堆建设增加，发展中国家扩大核电需求	12
4.2、 全球天然铀勘探投资低迷，一次、二次供应持续下降	14
4.3、 天然铀供需缺口逐渐扩大	15
5、 盈利预测与投资建议	15
5.1、 业务拆分与盈利预测	15
5.2、 估值分析与投资建议	17
6、 风险提示	17
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 公司收购哈萨克斯坦优质天然铀资源	4
图 2： 截至 2023 年半年报，公司分别持有谢公司、奥公司 49% 股权	5
图 3： 公司控股股东为中广核集团，实控人为国资委	5
图 4： 2023H1 营业收入同比增长 21.82%	6
图 5： 奥公司补偿事项拖累 2023H1 净利润	6
图 6： 公司营收主要由天然铀自产贸易、国际贸易贡献	6
图 7： 2021 年后投资收益贡献主要净利润	6
图 8： 2021 年来毛利率稳步提升	7
图 9： 2021 年股权融资后，资产负债率下降	7
图 10： 公司与国际天然铀龙头企业产量对比（2022 年）	8
图 11： 2022 年公司各矿山权益资源量占比	8
图 12： 2022-2025 年天然铀产量年复合增长率有望达 13.3%	8
图 13： 谢矿 2025 年权益产铀量有望达到 249tU	9
图 14： 伊矿 2025 年权益产铀量有望达到 348tU	9
图 15： 中矿 2025 年权益产铀量有望达到 951tU	10
图 16： 扎矿 2025 年权益产铀量有望达到 309tU	10
图 17： PLS 项目资源分布图	10
图 18： 哈萨克斯坦天然铀开采具备成本优势	12
图 19： 中国核电装机规模稳定增长	13

图 20: 欧洲各国逐渐重视核电站的规划和建设.....	13
图 21: 据 IAEA, 2030 年乐观情况下全球天然铀需求量将达到 76592 tU (单位: tU)	14
图 22: 世界铀产量持续下降	14
图 23: 天然铀勘探投资持续低迷	14
图 24: 预计天然铀库存数量持续降低	15
图 25: 铀一次供应缺口持续增加	15
表 1: 公司自有矿山储量丰富 (截至 2022 年底)	7
表 2: 根据浸出机理的不同, 原地浸出分为酸法和碱法开采.....	11
表 3: 分业务收入预测	16
表 4: 投资收益预测	16
表 5: 公司估值低于可比公司平均水平	17

1、铀矿资源丰富，业绩增长迅速

1.1、收购全球优质资产，铀矿资源丰富

中广核矿业是中国第一、全球第三大的核电集团中广核集团下属上市公司之一，主要业务为从事投资开发天然铀资源及天然铀产品贸易，是中广核集团旗下海外铀资源开发的投、融资的唯一平台。

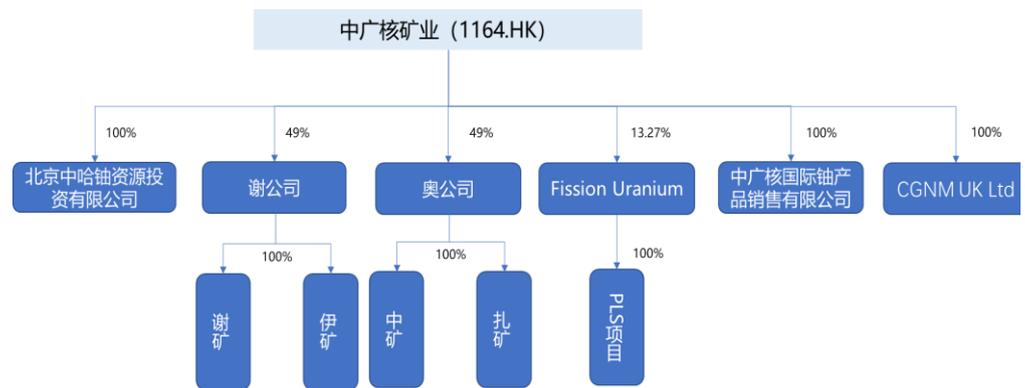
公司成立于 2001 年，母公司为中国铀业发展有限公司。2011 年公司在港交所上市；2015 年，收购哈萨克斯坦谢米兹拜伊铀公司（下文简称“谢公司”）49% 股权，并获得下辖两座在运铀矿 49% 的天然铀产品包销权；2016 年，收购加拿大上市公司 Fission Uranium Corp 19.99% 股权，并获得 20% 的天然铀产品包销权及额外的 15% 的包销选择权，成功介入加拿大高品位铀矿项目，成为 Fission 公司单一最大股东；同年，公司与哈萨克原子能工业股份有限公司签署《铀矿原则协议》及其补充协议，约定双方就总资源量达 4 万吨铀的铀矿山开展合作，其中公司未来总包销量将不低于 2 万吨铀；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（下文简称“奥公司”）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：公司收购哈萨克斯坦优质天然铀资源



资料来源：公司官网、开源证券研究所

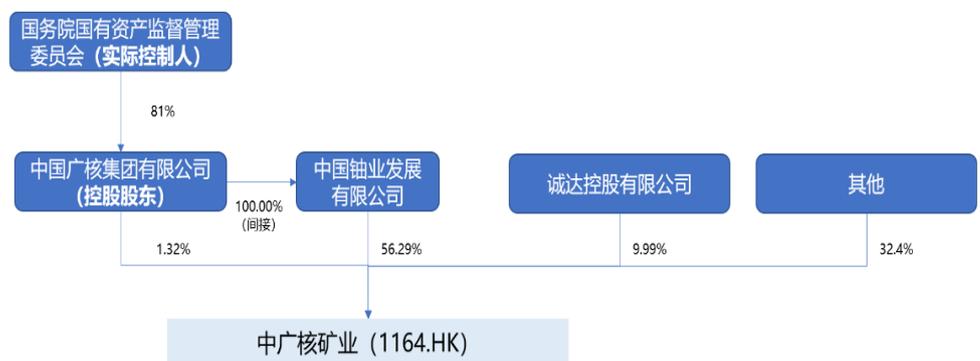
谢公司、奥公司是公司重要参股公司。公司旗下共有 6 家重要子公司、合营、联营公司，其中中广核国际铀产品销售公司和 CGNM UK Ltd. 主要从事国际贸易；北京中哈铀资源投资有限公司为投资项目子公司；谢公司、奥公司是公司参股 49% 的合营、联营公司，公司享有 49% 的天然铀产品包销权；Fission Uranium Corp. 是公司位于加拿大的联营公司，持股比例为 13.27%，主要从事铀矿项目收购、评估和开发，其核心资产为位于加拿大萨斯卡彻温省阿萨巴斯卡盆地西南部的 PLS 项目。

图2：截至 2023 年半年报，公司分别持有谢公司、奥公司 49% 股权


资料来源：公司推介材料、Wind、开源证券研究所

1.2、背靠中广核集团，股权结构稳定

公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会。截至 2023 年半年报，中广核集团直接持有公司股权 1.32%，通过中国铀业发展有限公司间接持有公司 56.29% 股权，合计持有 57.61% 股权，诚达控股有限公司持有公司 9.99% 股权。在目前中国积极发展核电的政策下，中广核集团核电建设处于稳步增长，预计每年有多台新机组开工以及新机组并网发电。在运营机组数量逐步增多进一步推升天然铀的资源需求，庞大的集团需求为公司的天然铀产能提供了充足的下游需求保障；在与国际天然铀生产商的合作中更加受到青睐。

图3：公司控股股东为中广核集团，实控人为国资委


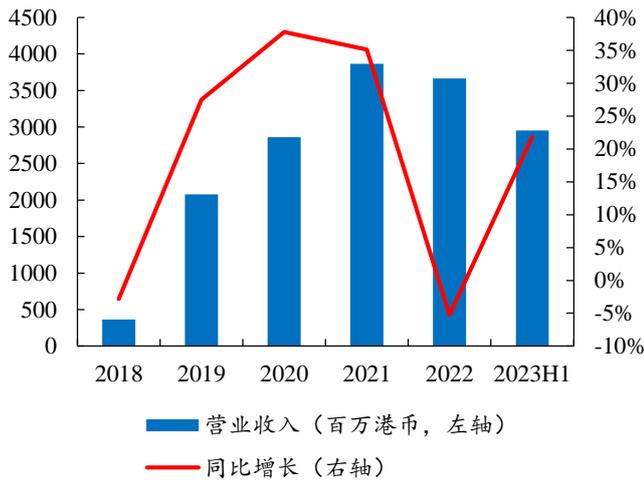
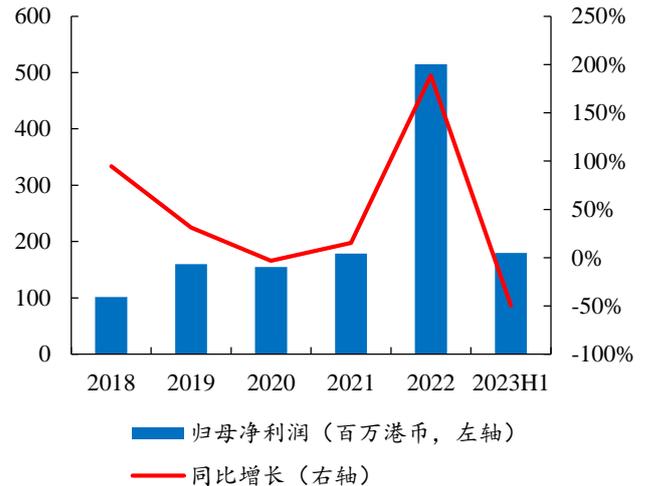
资料来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2023 H1）

1.3、受益铀价上涨，业绩增长迅速

受益天然铀价上涨，2023H1 营收同比增长 21.82%，但由于奥公司补偿事项，归母净利润同比减少 49.40%。公司 2019 年收购中广核国际铀产品销售有限公司后营收规模增长迅速，2019-2021 年营业收入年复合增速达到 23.02%，2022 年营收较 2021 年同期下降 5.23%，主要系国际贸易销量略有下滑。2023 H1 公司实现营收 29.54 亿港元，同比增长 21.82%，主要受益于天然铀价格上涨。

2023 年上半年哈萨克斯坦能源部拟要求奥公司于 2018 年至 2020 年期间在扎矿矿权合同未延期情况下实施开采行为向哈萨克斯坦政府进行补偿（“补偿事项”），哈萨克斯坦原子能工业公司（下文简称“哈原工”）与奥公司于 2023 年 5 月就补偿

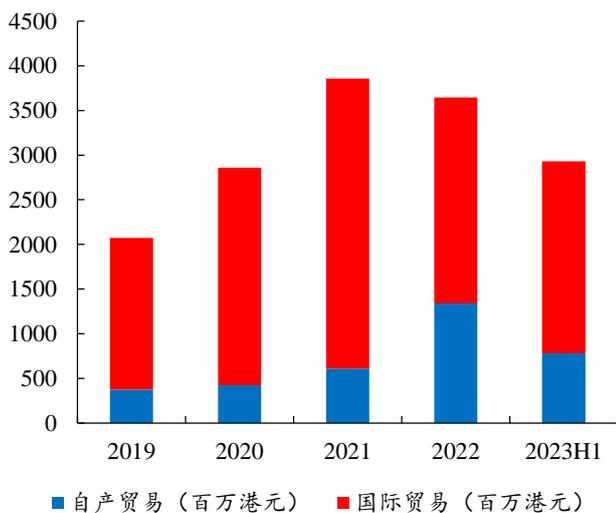
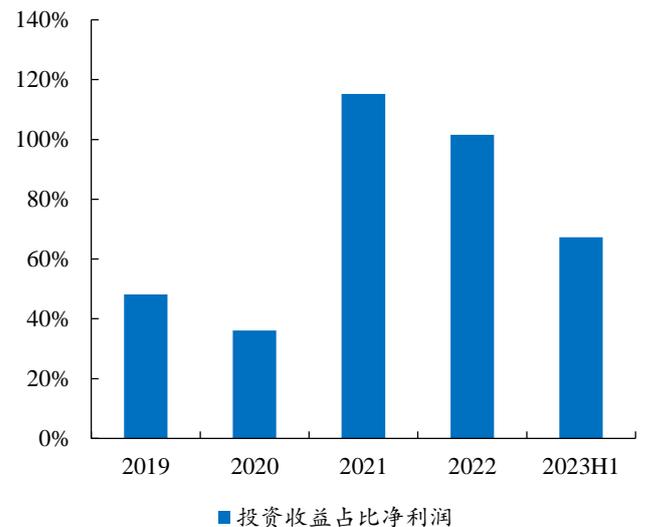
事项计提约 100.37 亿坚戈（约 174.02 百万港元）的预提负债。奥公司于 2023 年 6 月底按照国际天然铀价格更新计提补偿款为约 113.57 亿坚戈（约 196.91 百万港元），导致公司上半年来自奥公司之应占业绩减少约 96 百万港元。该开采行为属于公司完成收购前事项，奥公司之控股股东哈原工已于 2023 年 6 月计提对公司补偿款约 46.57 亿坚戈（约 80.74 百万港元）。根据公司公告，奥公司已于 2023 年 8 月 15 日向哈萨克政府支付补偿款 114.04 亿坚戈（约 197.72 百万港元），公司正在积极就补偿事项与哈原工进行磋商。

图4：2023H1 营业收入同比增长 21.82%

图5：奥公司补偿事项拖累 2023H1 净利润


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主营业务聚焦于天然铀自产贸易与国际贸易。公司营收主要由天然铀自产贸易、国际贸易贡献，净利润主要由天然铀自产贸易和谢公司、奥公司、Fission 公司投资收益贡献。2023H1 自产贸易、国际贸易营收占比分别为 27%、73%；2021 年收购奥公司 49% 股权后，投资收益贡献主要利润，2023H1 投资收益占比净利润 67.2%。

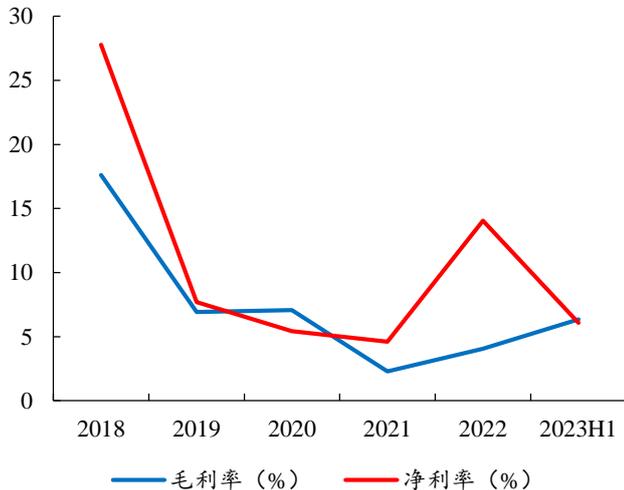
图6：公司营收主要由天然铀自产贸易、国际贸易贡献

图7：2021 年后投资收益贡献主要净利润


数据来源：公司公告、开源证券研究所

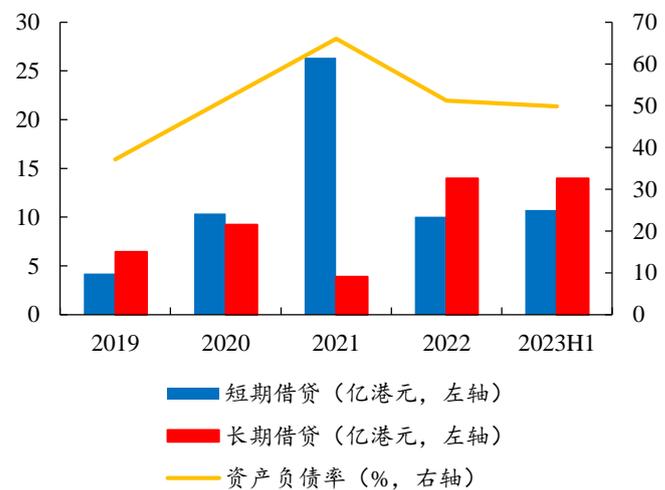
数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率稳步提升，资产负债率下降。利润率方面，公司主营业务包括天然铀贸

易和物业投资，其中天然铀贸易是公司主要利润来源，一方面受铀价上涨周期驱动，另一方面自产贸易业务自 2021 年获得奥公司 49% 产品包销权后发展迅速，毛利率从 2021 年的 2.29% 上涨至 2023H1 的 6.36%。资产负债率方面，公司 2019-2021 年并购多家公司导致资产负债率上升，2022 年资产负债率下滑至 51.23%，2023 年上半年资产负债率进一步降至 49.84%，资本结构稳健。

图8：2021 年来毛利率稳步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021 年股权融资后，资产负债率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、天然铀产量稳定增长，低成本助力业绩增长

2.1、自有矿山储量丰富，2022-2025 年产量复合增长率有望达 13.3%

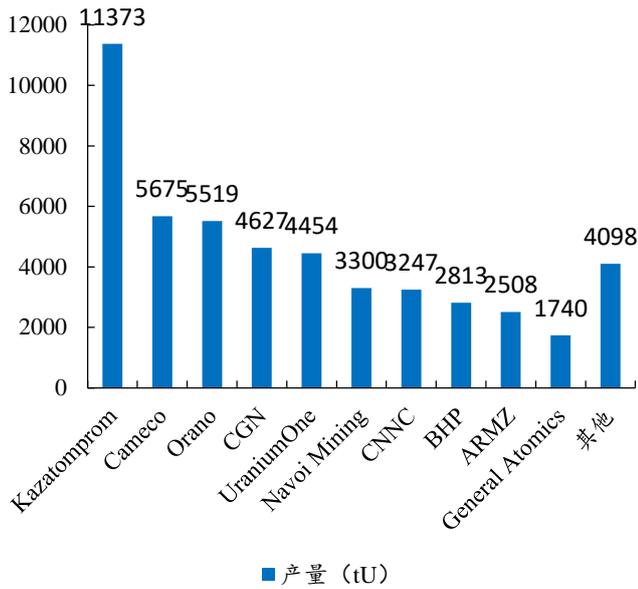
公司自有矿山储量丰富。中广核矿业公司通过位于哈萨克斯坦的谢公司和奥公司实现铀矿的稳定供应。谢公司下属谢矿、伊矿，奥公司下属中矿、扎矿，Fission 公司 PLS 项目为待开发矿山。根据公司 2022 年报，谢矿、伊矿储量分别为 6242/13966 tU；中矿、扎矿储量分别为 24444/ 14256 tU，PLS 项目的储量为 44196tU。截至 2022 年，公司总计铀矿储量为 10.3 万 tU，其中权益储量 3.5 万 tU，仅次于哈原工、卡梅科、欧安诺等公司。

表1：公司自有矿山储量丰富（截至 2022 年底）

所属公司	矿山层	储量 (tU)	股权份额	权益储量 (tU)	平均品位
谢公司	谢矿	6242	49.00%	3059	0.06%
	伊矿	13966	49.00%	6843	0.04%
奥公司	中矿	24444	49.00%	11978	0.03%
	扎矿	14256	49.00%	6985	0.03%
Fission	PLS 项目	44196	13.27%	5864	1.94%
总计		103104		34729	

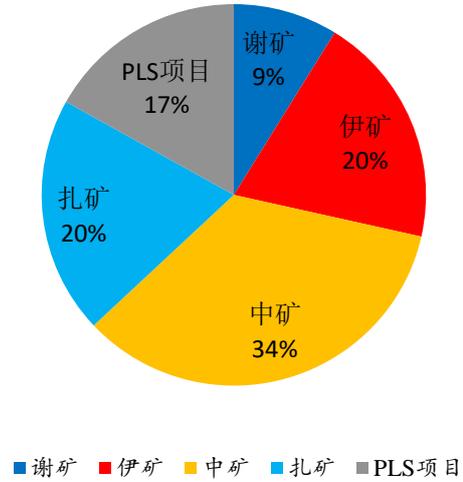
数据来源：公司公告、PLS 项目可研报告、开源证券研究所

图10: 公司与国际天然铀龙头企业产量对比 (2022年)



数据来源: WNA、开源证券研究所

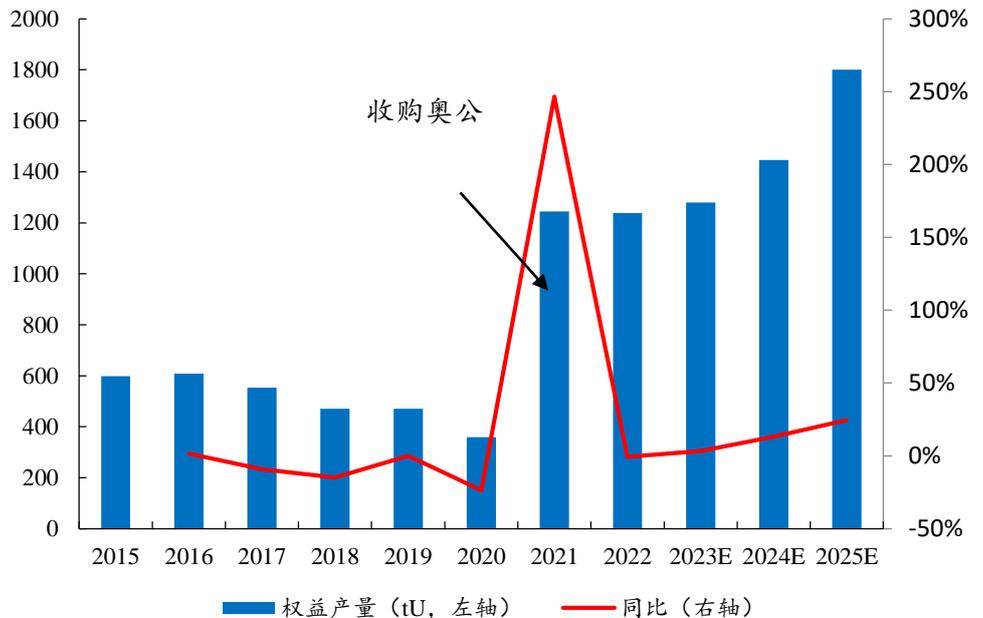
图11: 2022年公司各矿山权益资源量占比



数据来源: 公司公告、PLS项目可研报告、开源证券研究所

2022-2025年天然铀产量年复合增长率有望达13.3%。2021年之前,公司仅有谢公司下属矿山,年权益产量在500tU左右,2021年收购奥公司49%股权后,年权益产量实现大幅增长,2022年权益产铀量达1238tU。我们预计2025年公司年权益产铀量有望达到1800tU,2022-2025年复合增长率有望达13.3%,其中与一部分由谢、奥公司下属矿山100%产能(目前80%利用率)的释放贡献,另一部分由扎矿产能爬坡贡献。

图12: 2022-2025年天然铀产量年复合增长率有望达13.3%



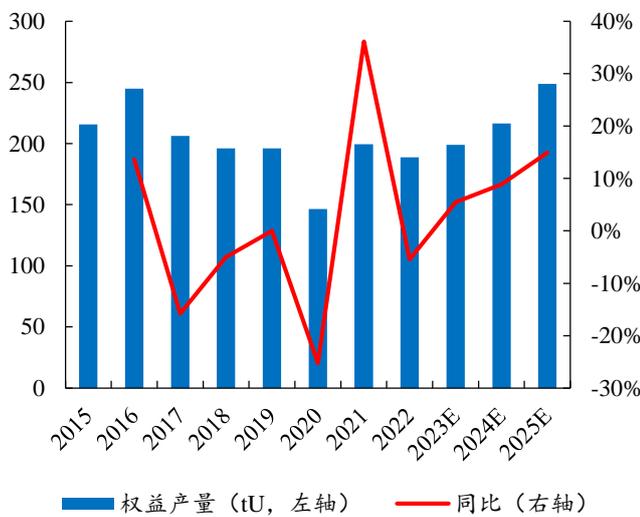
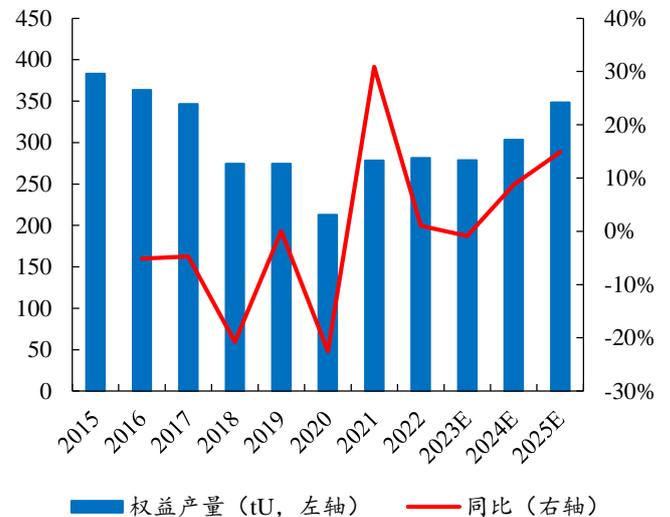
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、谢公司2025年权益产铀量有望达到597tU,相比2022年增长27.1%

谢公司下属谢矿、伊矿,设计产能分别为508吨铀/年、711吨铀/年。谢米兹拜

伊铀矿床位于哈萨克斯坦共和国阿克莫拉和北哈萨克斯坦两州交界处，距离阿克莫拉州瓦里哈诺夫区草原城东北 110km。谢米兹拜伊铀矿是地浸砂岩型铀矿，于 2012 年达产，项目设计产量 508 吨铀/年（约 1.32MLb U3O8），预计 2031 年退役。伊尔科利铀矿床位于哈萨克斯坦共和国克孜勒奥尔达州奇伊利区锡尔达林铀矿省。伊尔科利铀矿是地浸砂岩型铀矿，于 2010 年达产，项目设计产量 711 吨铀/年（约 1.85MLb U3O8），预计 2029 年退役。

谢公司 2025 年权益产铀量有望达到 597tU，相比 2022 年增长 27.1%。2022 年谢矿总产量为 385tU，产能利用率 76%，伊矿总产量为 574tU，产能利用率为 81%。2023-2025 年，哈原工有望逐步将产能利用率拉至 100%，谢公司 2025 年总产量有望达到 1219tU，公司权益产铀量达 597tU，相比 2022 年增长 27.1%。

图13：谢矿 2025 年权益产铀量有望达到 249tU

图14：伊矿 2025 年权益产铀量有望达到 348tU


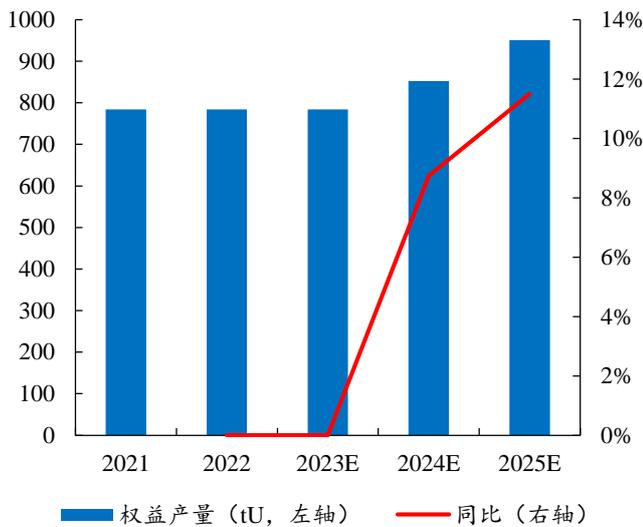
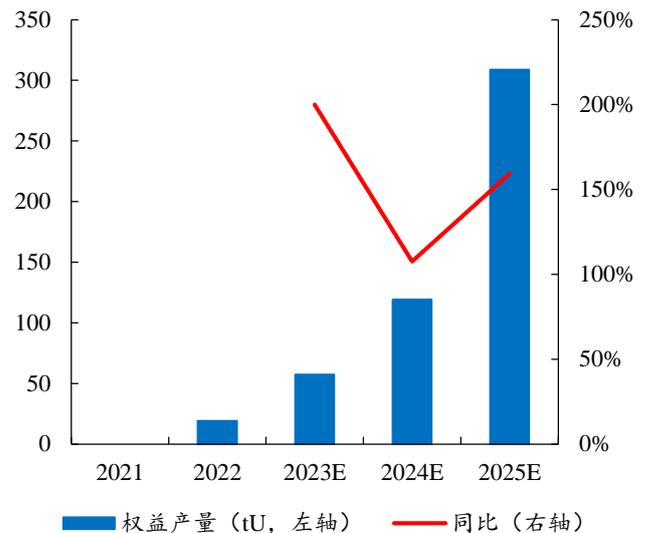
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、奥公司 2025 年权益产铀量有望达到 1259tU，相比 2022 年增长 56.8%

奥公司下属中矿、扎矿，设计产能分别为 2000 吨铀/年、900 吨铀/年。中门库杜克铀矿位于哈萨克斯坦南哈萨克斯坦省 Shu-Sarysu 盆地，在希姆肯特市以北 520 公里处，属于可地浸砂岩型铀矿，目前开采范围为 46.976 平方公里，最大深度 370 米；该矿于 2007 年投产，年生产能力为 2,000 吨天然铀；目前该矿的工业实验已取得成功，并在 2021 年底获得地下资源使用合同，2022 年上半年启动矿建，预计 2025 年将达产，拟将设计产能由原计划的 750 吨铀/年提升至 900 吨铀/年，根据目前的生产计划，中门库杜克铀矿将按计划营运至 2033 年。扎尔巴克铀矿位于哈萨克斯坦南哈萨克斯坦省 Shu-Sarysu 盆地，于希姆肯特市以北 500 公里处；于 2017 年至 2020 年 4 月期间进行试生产，生产约 200 吨铀。根据目前的生产计划，扎尔巴克铀矿的经营按在 2022 年开始建设井场，并从 2023 年至 2025 年逐步实现全面生产的基础，将持续至 2036 年。

奥公司 2025 年权益产铀量有望达到 1259tU，相比 2022 年增长 56.8%。2022 年中矿总产量为 1600tU，产能利用率 80%，扎矿总产量为 39tU。2023-2025 年，中矿有望逐步将产能利用率拉至 100%，扎矿产能利用率有望达到 70%。奥公司 2025 年总产量有望达到 2570tU，中广核权益产铀量达 1259tU，相比 2022 年增长 56.8%。

图15：中矿 2025 年权益产铀量有望达到 951tU

图16：扎矿 2025 年权益产铀量有望达到 309tU


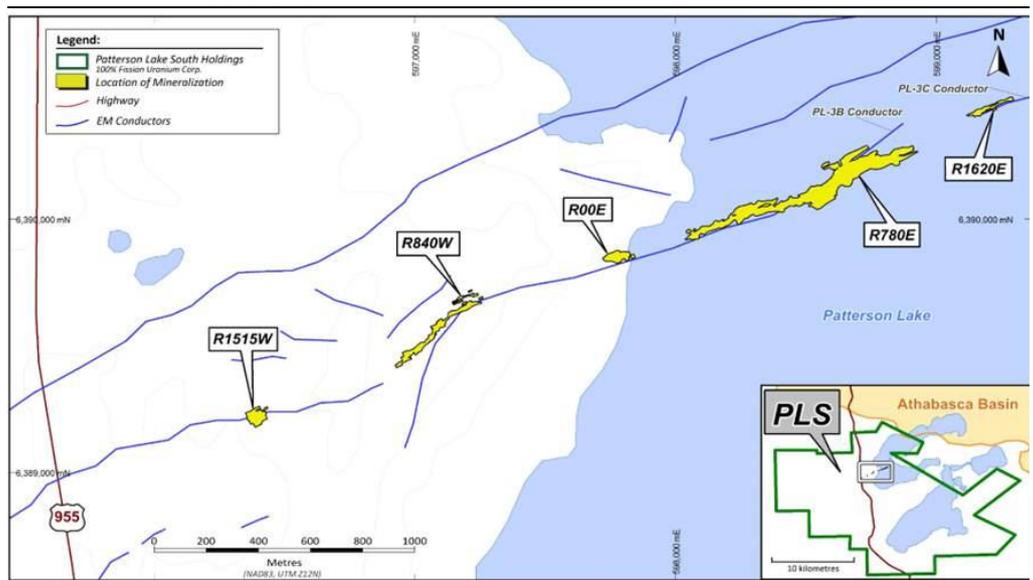
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、Fission 公司：PLS 项目品位高、成本低，经济价值高

2016 年公司收购 Fission Uranium Corp 19.99% 股权，并获得 20% 的天然铀产品包销权及 15% 的额外包销选择权。由于新的股权发行计划，截至 2023H1，公司持有 Fission 公司 13.27% 的股权。Fission 公司是一家初级勘探公司，主要从事铀矿项目收购、评估和开发，其核心资产为位于加拿大萨斯卡彻温省阿萨斯卡盆地西南部的 PLS 项目。

根据 2023 年 1 月 17 日公布的可行性研究，PLS 项目天然铀资源储量 44196tU，计划采取地下方式开采，矿建期 3 年，矿山寿命 10 年，矿山平均品位 1.41%，生产成本为 9.77 美元/磅 U_3O_8 ，具有较高的品位和较低的生产成本，项目经济价值较高。

图17：PLS 项目资源分布图


资料来源：PLS 项目可研报告

2.5、原地浸出提铀，成本优势显著

原地浸出采铀生产成本低，安全、环保。原地浸出采铀是将溶浸液通过注液钻孔注入到可渗透的含矿含水层，使溶浸液在渗透过程中与铀接触并进行溶解反应，生成含铀溶液，并从抽液孔被抽至地表，输送到车间加工处理后获得铀产品的流程。与地上或者地下开采相比，原地浸出缩短了采冶工艺流程，减少了基建投资，减少固定资产折旧，生产成本较低，同时抽注基本平衡、无废气、尾矿等污染，更加安全环保。

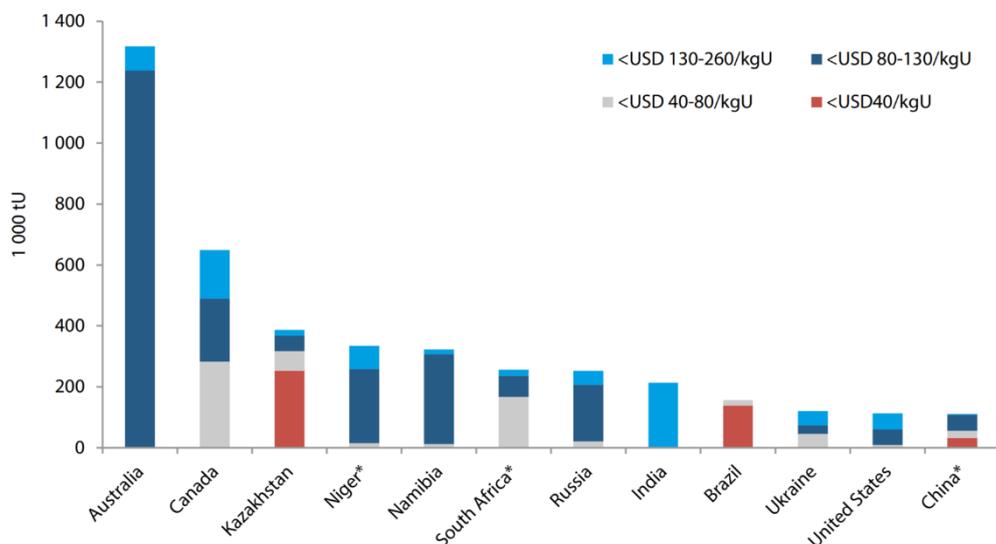
原地浸出采铀开采适用于（1）含矿岩性应为具有渗透性的砂岩、砂砾岩。矿体赋存于地下水位以下的含矿含水层中。充水性和渗透性是地浸是否可行的决定性因素。（2）矿体产状平缓（倾角一般小于 10 度），矿体顶底板应是良好封闭的不透水流层。（3）矿床平米铀量应在最低经济指标之上，含矿含水层中碳酸盐含量>2%则不宜用酸法浸出。围岩以长石石英质或石英质砂岩最宜。

表2：根据浸出机理的不同，原地浸出分为酸法和碱法开采

方式	溶浸剂	原理	缺点
酸法	硫酸	矿石中铀随溶浸液 pH 值的下降 2 以下后从沉淀态变为溶解态，生成硫酸铀酰溶液	含矿含水层中碳酸盐含>2%则不适用。
	氧化铁 硫杆菌	浸出铀的过程中，主要起间接催化作用，能促进黄铁矿和硫酸亚铁的氧化，促进 6 价铀生成。	可降低酸耗。需配合酸法使用，但并非一种独立的浸出方法。
碱法	碳酸氢铵	矿石中铀随溶浸液 pH 值上升到 9 以上后矿石中的 6 价铀与碳酸盐中的碳酸根(CO ₃ ²⁻)络合，生成碳酸铀酰溶液	产品液铀含量低，铵盐也造成地下水污染
	二氧化 碳+氧气	氧气氧化矿石，在地下水加入二氧化碳后，形成的碳酸氢根（HCO ₃ ⁻ ）离子与矿层中的铀发生反应，使铀溶解在溶液中	-

资料来源：高端装备产业研究中心公众号、开源证券研究所

矿山成本优势显著。哈萨克斯坦在产铀矿床均为砂岩型，适用于安全、环保、低成本的地浸采铀法。根据 IAEA 发布的《2022 年铀：资源、生产和需求》，截至 2021 年 1 月 1 日，开采成本低于 40USD/KgU 的天然铀资源共计 77.59 万吨，占全球资源量 9.80%，其中哈萨克斯坦 50.2 万吨，占比 64.70%。2023 年上半年公司四座在产矿山谢矿、伊矿、中矿、扎矿的生产成本分别为 25.75 美元/lbU₃O₈、21.99 美元/lbU₃O₈、14.44 美元/lbU₃O₈ 和 26.64 美元/lbU₃O₈，具备成本优势。

图18：哈萨克斯坦天然铀开采具备成本优势


资料来源：IAEA《2022年铀：资源、生产和需求》

3、背靠中广核集团，拥有稳定的下游市场

中广核运营中国核电机组总量的49%。中国核电机组主要由中国核电和中广核电力运营，2023年，中国在运核电机组55台，其中中国核电运营25台，中广核电力运营27台，国电投运营2台，华能运营1台，中广核运营机组占比总量49%。

中广核集团的快速发展为公司创造了稳定的业务空间。中广核矿业通过自产贸易实现向中广核集团的铀矿供应，随着公司优质矿山新项目的开发和生产运营管理的优化，公司铀矿供应能力持续提升。根据中国广核(003816.SZ)公告，截至2023年12月31日，集团共管理11台已核准及在建核电机组，其中4台处于FCD准备阶段，剩余7台机组预计将于2024-2028年逐步投产。中广核集团在运和在建核电机组装机量稳步提升，为公司天然铀自产业务提供较大的需求增长空间。中广核矿业现有1300吨权益铀矿产能与集团5000-6000吨的需求相比存在缺口，因此公司天然铀需求将有较大确定性。

新协议保障收益，充分受益铀价上涨。2022年公司与中广核集团签订新协议，公司以98%现货价格从谢公司、奥公司采购天然铀资源并销售给中广核集团，2023-2025年向中广核集团每年销售不低于1200吨天然铀，销售价格=40%×基价+60%×现货价格，2023-2025年基价分别为61.78/63.94/66.17美元/磅。在新协议框架下，铀价下行期，集团向公司让渡利益；铀价上行期，充分受益自产贸易及谢公司、奥公司股权收益。

4、核电需求持续扩大，天然铀供需面临缺口

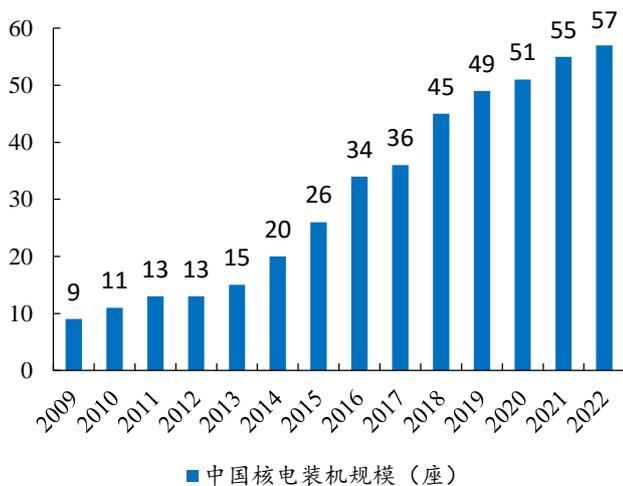
4.1、全球核反应堆建设增加，发展中国家扩大核电需求

俄乌冲突使得欧盟各国逐渐重视核能的使用。俄乌冲突前，欧盟成员国内部存在是否使用核能的分歧。在过去的十年里，由于核电技术伴随着严重的残留风险，可能对人体和环境造成安全影响，核能并未被欧盟正式视为清洁能源。包括德国、意大利、比利时在内的一些国家则持反对态度，逐渐关闭核反应堆并拆除核电站。

俄乌冲突后，俄罗斯中断了对欧洲天然气的供应，导致欧洲面临严重的能源危机。德国紧急停止了关闭核电站的计划，比利时延长了核反应堆的服役时间，意大利也在考虑新建核能项目。核能作为一种稳定的能源供应重新成为许多国家能源建设的重要议题。

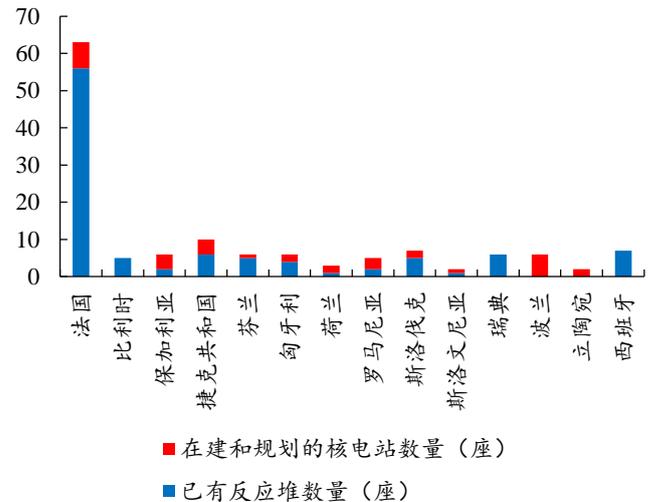
“双碳目标”提出后，我国政府逐步重视对于核能的开发利用。2022 年全年共核准 10 台核电机组，数量创近年新高。根据“十四五”规划，至 2025 年，我国核电运行装机容量将达 7000 万千瓦；根据中国核能行业协会预测，预计“十四五”期间，我国核电装机规模将进一步加快增长，发电量将大幅增加，到 2030 年，核能发电量在我国电力结构中的占比将达到 10% 左右。

图19：中国核电装机规模稳定增长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

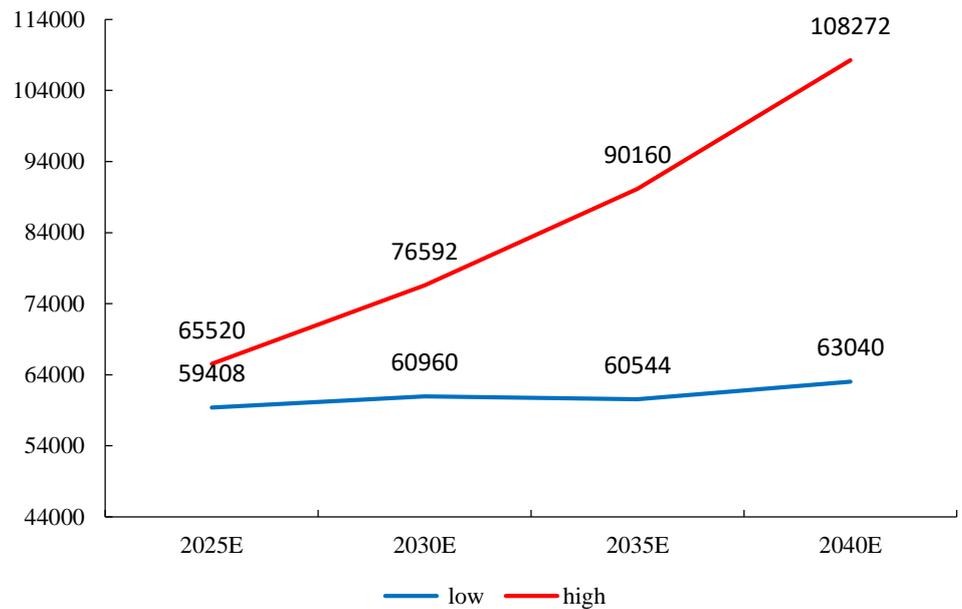
图20：欧洲各国逐渐重视核电站的规划和建设



数据来源：WNA、开源证券研究所

截至 2023 年 6 月，全球在运核电装机容量为 391GW (437 台机组)，已远超福岛前水平。根据 IAEA 发布的《2022 年铀：资源、生产和需求》，2020 年全球天然铀需求量为 60114 tU。IAEA 预测乐观情况下 2030 年全球在运核电装机容量将达到 479GW, 2035 年达到 564GW; 2025 年乐观情况下全球天然铀需求量将达到 65520tU, 2020-2025 年复合增长率 1.7%, 2030 年将达到 76592tU, 2020-2030 年复合增长率 2.5%。

图21: 据 IAEA, 2030 年乐观情况下全球天然铀需求量将达到 76592 tU (单位: tU)

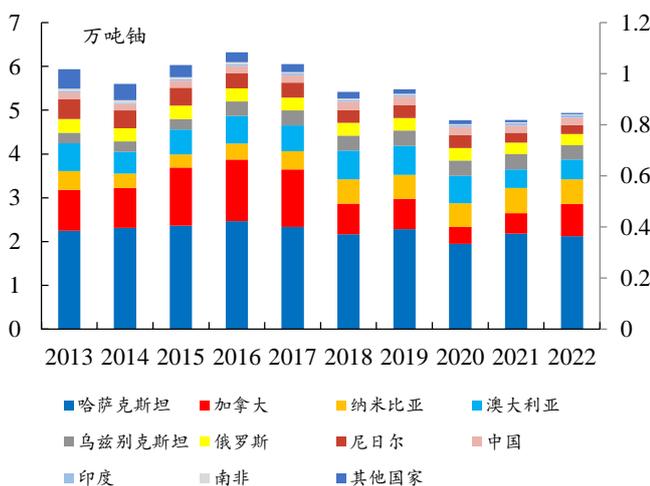


数据来源: NEA、IAEA、开源证券研究所

4.2、全球天然铀勘探投资低迷，一次、二次供应持续下降

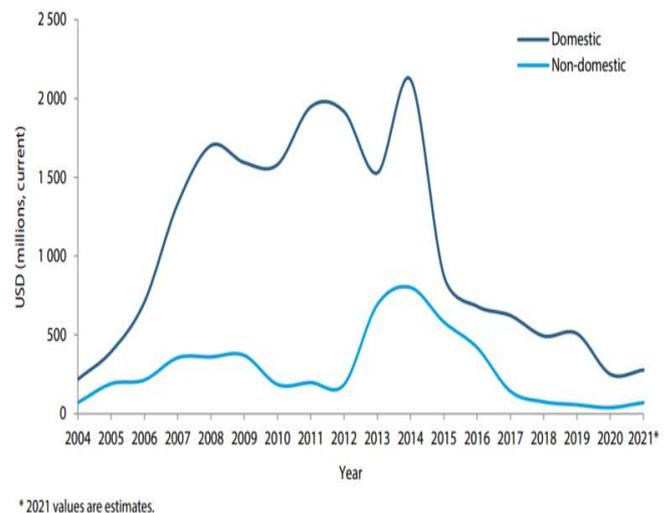
天然铀产量下降，勘探投资持续低迷。全球铀矿产量从 2016 年的 63207 吨下降到了 2022 年的 49355 吨。铀矿主要生产商勘探、开发投入处于历史低位，天然铀勘探投资持续低迷，短期内铀矿无法大量增产，天然铀有着较大的需求缺口。

图22: 世界铀产量持续下降



数据来源: WNA、开源证券研究所

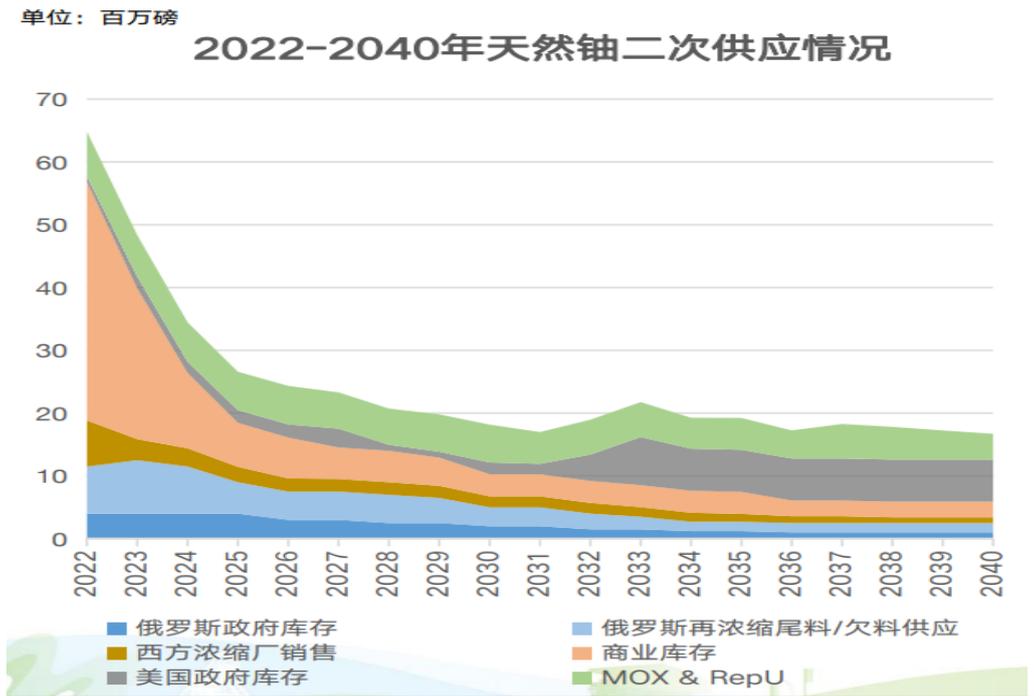
图23: 天然铀勘探投资持续低迷



资料来源: IAEA 《2022 年铀: 资源、生产和需求》

二次供应面临供给不足的问题。由于自 2011 年福岛核危机之后，铀市场持续低迷，铀矿产出逐年下降，2022 年以来，天然铀市场逐步复苏，商业库存、政府库存等持续补充需求缺口，库存水平已消耗至历史低位。因核电业主提前锁定需求策略，长贸合同需求增量大于产量增量，预计未来几年长贸需求与供给缺口不断扩大，未满足的长贸需求量仍呈逐年上涨趋势。随着天然铀需求侧的繁荣，二次供应或将存在补货需求，进一步提升天然铀的市场需求量。

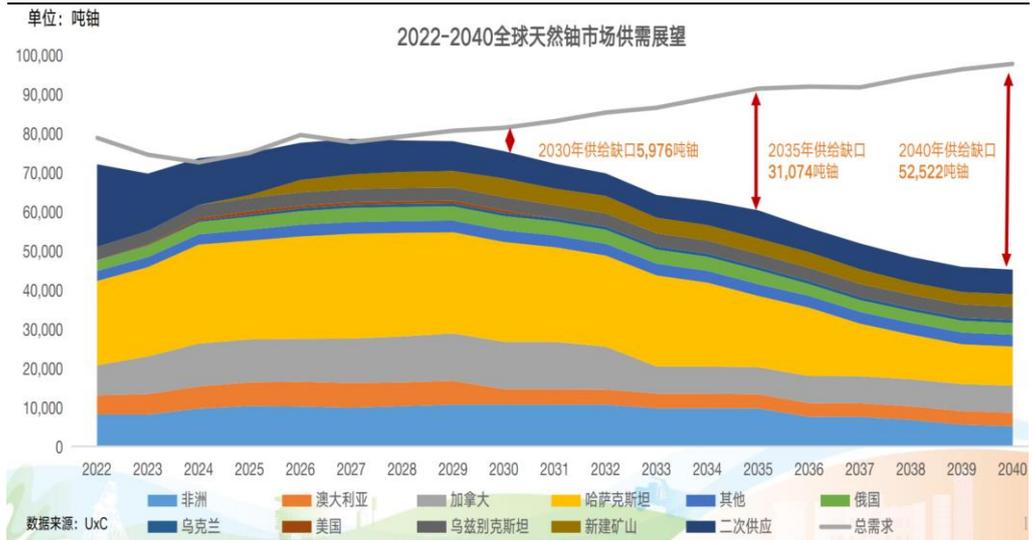
图24：预计天然铀库存数量持续降低



4.3、天然铀供需缺口逐渐扩大

长期看，天然铀需求缺口逐步扩大。预计在 2030 年前后，世界铀矿将进入减产、退役高峰期。根据 UxC 数据，预计 2030 年开始，铀的供应缺口将达到 5976 吨，到 2040 年铀缺口将达到 52552 吨。中长期天然铀供给紧张，供给与需求缺口扩大，天然铀价格有望迎来上行周期。

图25：铀一次供应缺口持续增加



5、盈利预测与投资建议

5.1、业务拆分与盈利预测

铀价假设：根据 CAMECO 官网，2023 年 1-12 月现货铀价平均值 62.51 美元/磅，考虑到铀矿建设周期较长，现有的资本开支及产量无法满足需求的增长，我们预计，在供不应求的情况下，铀价大概率维持高位。我们预计 2023、2024 和 2025 年现货铀价分别为 63、100 和 100 美元/磅。

自产贸易：主要为谢公司、奥公司 49%股权对应的天然铀包销权，考虑到谢矿、伊矿、中矿产能利用率的提升以及扎矿产能爬坡，我们预计 2023-2025 年公司包销量分别为 1280、1447 和 1801 吨铀。

国际贸易：公司国际贸易业务为两端锁定价格，毛利率较为稳定，我们预计 2023-2025 年国际贸易毛利率维持在 2.5%，2023 年供给扰动事件频发，我们预计公司国际贸易业务增速为 80%，考虑到天然铀需求日益增长，我们预计 2024-2025 年国际贸易营业收入每年以 10%的增速稳定增长。

投资收益：主要为谢公司、奥公司 49%股权对应的投资收益和 FISSION 公司 13.27%股权对应的损益，我们预计 2023-2025 年谢公司天然铀产量分别为 946、1029、1182 吨铀，奥公司天然铀产量分别为 1665、1924、2493 吨铀，2023-2025 年 FISSION 公司净收益分别为 33、18 和 26 百万港元。

表3：分业务收入预测

单位：百万港元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
自产贸易	收入	611	1341	1622	2510	3158
	成本	607	1255	1602	2875	3579
	毛利	4	86	20	-364	-421
	毛利率	0.6%	6.4%	1.2%	-14.5%	-13.3%
国际贸易	收入	3245	2304	4147	4562	5018
	成本	3164	2246	4044	4448	4893
	毛利	81	58	104	114	125
	毛利率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
其他业务	收入	12	25	25	25	25
	成本	3	0	0	0	0
	毛利	9	25	25	25	25
	毛利率	0.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	收入	3868	3670	5794	7097	8201
	成本	3774	3501	5646	7323	8472
	毛利	94	169	149	-225	-271
	毛利率	2.4%	4.6%	2.6%	-3.2%	-3.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：投资收益预测

单位：百万港元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
投资收益	谢公司	139	209	299	694	786
	奥公司	73	286	504	1271	1622
	Fission 公司	-6	28	33	18	26
	合计	206	523	836	1983	2435

数据来源：Wind、开源证券研究所

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年总营业收入分别为 57.94、70.97、82.01

亿港元，同比增速分别为 58.2%、22.6%、15.6%；归母净利润分别为 6.75、13.25、16.52 亿港元，同比增速分别为 31.0%、96.4%、24.7%。

5.2、估值分析与投资建议

Cameco (CCJ) : 卡梅科公司成立于 1988 年，总部位于加拿大萨斯卡通。从事勘探，开发，开采，提炼，转换及制造铀，销售铀用于核发电的燃料。Cameco 三项业务分别是铀，燃料服务和电力。

Energy Fuels (UUUU) : Energy Fuels Inc. (Energy Fuels) 是一家加拿大中间铀矿开采和生产公司，其业务覆盖犹他州，亚利桑那州，科罗拉多州和怀俄明州等地。该公司是一家铀矿，能源，以及钒矿生产商。公司全资持有位于犹他州的 White Mesa Mill。在 White Mesa Mill, Energy Fuels 主要生产两种产品，铀 (U3O8 或黄饼) 和钒 (V2O5 或 blackflake 钒)。

Kazatomprom (KAP.L) : Kazatomprom 是世界上最大的铀生产商，该公司的可归属产量占 2018 年全球初级铀产量的约 23%。该集团受益于该行业最大的储备基础。公司的所有采矿业务均位于哈萨克斯坦，并使用 ISR 技术进行开采，重点是保持行业领先的健康，安全和环境标准。

我们选择纽交所上市公司 Cameco，纳斯达克上市公司 Energy Fuels，伦交所上市公司 Kazatomprom 作为可比公司，主营业务均为天然铀的开采、加工、销售，我们选择市值储量比作为估值指标，可比公司 2023-2025 年平均 PE 比分别为 34.3、24.2、27.0，公司 2023-2025 年 PE 分别为 21.9、11.1、8.9，公司估值低于行业平均水平。

综上，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.75、13.25、16.52 亿港元，EPS 分别为 0.09、0.17、0.22 港元；对应 2024 年 1 月 19 日收盘价的 PE 分别为 21.9、11.1、8.9 倍，预计谢矿、伊矿、中矿产能利用率提升、扎矿产能爬坡贡献增量，受益于天然铀价格上涨，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司估值低于可比公司平均水平

股票代码	公司简称	收盘价 (美元/ 港元)	EPS (美元/港元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
CCJ.N	卡梅科	47.81	0.26	0.63	1.26	1.52	87.0	75.5	38.0	31.5
UUUU.A	ENERGY FUELS	7.60	-0.46	0.61	-0.19	0.20		12.5		38.0
KAP.L	JSC NATIONAL ATOMIC CO KAZATOMPROM	45.90	2.80	3.05	4.39	3.99	15.5	15.0	10.5	11.5
	行业平均						51.3	34.3	24.2	27.0
1164.HK	中广核矿业	1.94	0.07	0.09	0.17	0.22	12.0	21.9	11.1	8.9

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（中广核矿业股价及 EPS 单位为港元，其他公司股价及 EPS 单位为美元，数据截至时间：2024 年 1 月 19 日）

注：中广核矿业盈利预测来自开源证券研究所，其他公司盈利预测来自彭博一致预期

6、风险提示

(1) 核安全事件：若因地震、海啸或者其他原因发生核电站安全事件，或将影响各国核电站规划，进而影响天然铀市场需求。

(2) 核电站规划落地不及预期：若各国核电站规划落地不及预期，或将导致天

然铀需求不及预期。

(3) 公司产量指引不及预期。若公司 2024、2025 年产量指引不及预期，或将影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,933	2,447	3,968	6,797	8,305
现金	81	52	1,031	2,892	4,554
应收账款	92	336	408	441	555
存货	1,743	2,048	2,468	3,390	3,126
其他流动资产	17	10	61	74	69
非流动资产	4,416	4,419	4,418	4,415	4,412
固定资产及在建工程	1	1	2	2	2
无形资产及其他长期资产	4,415	4,418	4,416	4,413	4,410
资产总计	6,350	6,866	8,386	11,213	12,717
流动负债	3,754	2,064	2,909	4,411	4,264
短期借款	2,637	1,005	1,566	2,192	2,297
应付账款	92	655	599	1,028	855
其他流动负债	1,026	403	744	1,191	1,111
非流动负债	440	1,454	694	688	610
长期借款	388	1,396	636	630	552
其他非流动负债	52	58	58	58	58
负债合计	4,194	3,518	3,603	5,099	4,874
股本	66	76	76	76	76
储备	2,722	4,007	4,682	6,007	7,658
归母所有者权益	2,155	3,348	4,023	5,348	6,999
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
负债和股东权益总计	6,350	6,866	7,626	10,446	11,873

现金流量表(百万港元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	258	98	-272	-571	-673
税前利润	178	515	675	1,325	1,652
折旧和摊销	2	2	0	0	0
营运资本变动	234	24	-258	-93	-98
其他	-156	-442	-689	-1,803	-2,227
投资活动现金流	-3,337	434	834	1,983	2,435
资本开支	-0	-1	1	1	1
其他	-3,336	434	834	1,982	2,434
融资活动现金流	1,981	-550	416	449	-99
股权融资	0	776	0	0	0
银行借款	958	-623	-199	620	28
其他	1,023	-703	615	-170	-127
汇率变动对现金的影响	4	-11	0	0	0
现金净增加额	-1,093	-29	978	1,861	1,662
期末现金总额	81	52	1,031	2,892	4,554

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万港元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,867	3,665	5,794	7,097	8,201
营业成本	3,771	3,501	5,646	7,323	8,472
营业费用	14	13	21	25	29
管理费用	42	49	77	95	110
其他收入/费用	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	88	148	127	(247)	(293)
净财务收入/费用	48	56	141	175	203
其他利润	-0	-0	-0	-0	-0
除税前利润	197	567	743	1,459	1,819
所得税	18	52	68	134	167
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	178	515	675	1,325	1,652
EBITDA	248	628	887	1,637	2,025
扣非后净利润	178	515	675	1,325	1,652
EPS(港元)	0.03	0.07	0.09	0.17	0.22

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.8	-5.5	58.2	22.6	15.6
营业利润(%)	15.0	188.5	31.0	96.4	24.7
归属于母公司净利润(%)	15.0	188.5	31.0	96.4	24.7
获利能力					
毛利率(%)	8.1	4.1	2.2	-3.5	-3.6
净利率(%)	4.6	14.1	11.7	18.7	20.2
ROE(%)	8.3	15.4	16.8	24.8	23.6
ROIC(%)	4.3	9.9	12.9	18.2	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	66.1	51.2	43.0	45.5	38.3
净负债比率(%)	136.6	70.2	29.1	-1.3	-24.4
流动比率	0.5	1.2	1.4	1.5	1.9
速动比率	0.1	0.2	0.5	0.8	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	17.6	17.3	15.7	16.9	16.6
应付账款周转率	32.0	9.5	9.1	9.1	9.1
存货周转率	2.2	1.9	2.5	2.5	2.6
每股指标(港元)					
每股收益(最新摊薄)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.1
每股净资产(最新摊薄)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9
估值比率					
P/E	28.8	12.0	21.9	11.1	8.9
P/B	2.4	1.8	3.7	2.8	2.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn