

中广核矿业（1164.HK）

手握铀矿资源，背靠核电的天然铀贸易公司

公司研究 · 深度报告

公用环保

投资评级：增持（首次覆盖）

证券分析师：黄秀杰
021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：郑汉林
0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

证券分析师：李依琳
010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

联系人：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

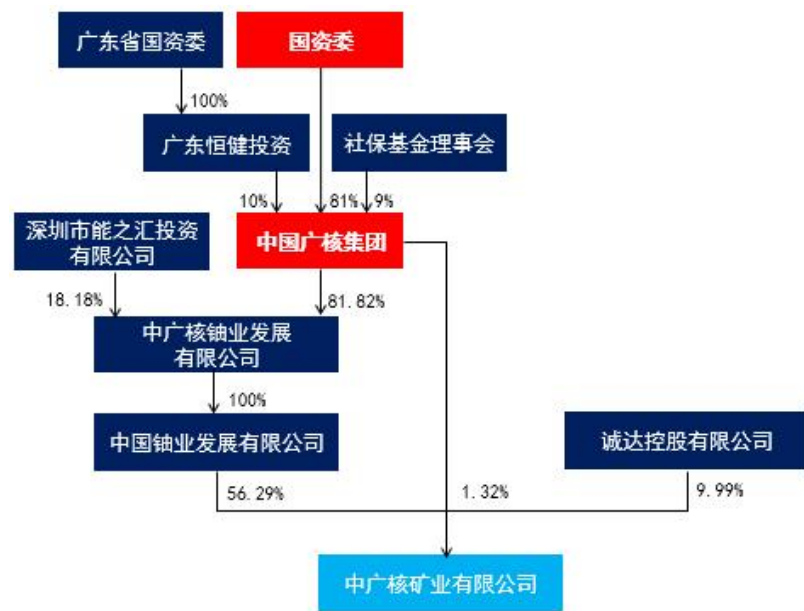
- **手握4+1铀矿资源的天然铀供应商。**中广核矿业持有哈萨克斯坦谢米兹拜伊铀公司49%股权、哈萨克斯坦奥尔塔雷克公司49%股权，并通过两公司拥有谢矿、伊矿、中矿、扎矿四座铀矿49%股权和天然铀产品包销权，还持股拥有PLS项目的Fission公司13.3%股权。2023年公司权益资源量为3.9万tU，权益产量为1227tU，包销天然铀产品1299tU。
- **背靠核电，下游铀需求稳步增长。**公司向中国广核集团运营的核电站供应天然铀资源，中国广核集团在运核电机组装机容量31GW；在建核电机组11台，装机容量13GW，占中国大陆在运核电装机的一半以上。集团核电装机保障公司下游铀资源需求。集团为保障核电燃料成本相对稳定，与矿业公司定期签署购销长协。
- **世界核电复苏势头强劲。**22个国家在COP28上共同签署了《三倍核电宣言》，要求到2050年全球核电装机达到约1200GW。根据IAEA估算，核电天然铀消耗量约为160tU/GW*年，据此推测，到2050年全球天然铀需求将增长至18.8万吨。而2022年天然铀年产量仅4.9万吨，天然铀供应缺口将进一步扩大。
- **铀矿产能爬坡增长不及预期，铀价高企。**2023年下半年起，受哈原工缺酸、尼日尔政变、哈萨克斯坦洪水等因素影响，全球天然铀产能增长不及预期，天然铀供需缺口预期扩大，导致铀价快速上升，一度涨破100美元/磅U₃O₈，达到16年以来的最高点。随着未来核电装机持续增长，预计天然铀供需形式仍将偏紧，天然铀价格或将维持高位。
- **盈利预测及估值：**预计公司2024-2026年营业收入为123.8/136.5/151.6亿港元，同比增速68%/10%/11%；净利润7.5/8.6/12.9亿港元，同比增速51%/15%/49%；每股收益0.10/0.11/0.17港元。预计公司2024年净资产约为46.3亿港元，考虑到公司天然铀权益产量处于爬坡阶段，叠加天然铀价格上行，市场活跃度增强，给予公司4.1-4.3倍PB，对应市值190-199亿港元，合理价格区间2.50-2.62港元/股，较当前价格有6%-11%溢价空间。首次覆盖，给予“增持评级”。
- **风险提示：**铀矿产能爬坡不及预期，铀价下调，核电增长不及预期，汇率波动风险，生产事故风险。

- [01] 持有4+1铀矿资源，向国内最大核电运营商供铀
- [02] 天然铀供应缺口显现，价格有望维持高位
- [03] 全球排名居前，生产成本低于可比公司
- [04] 首次覆盖，给予“增持”评级

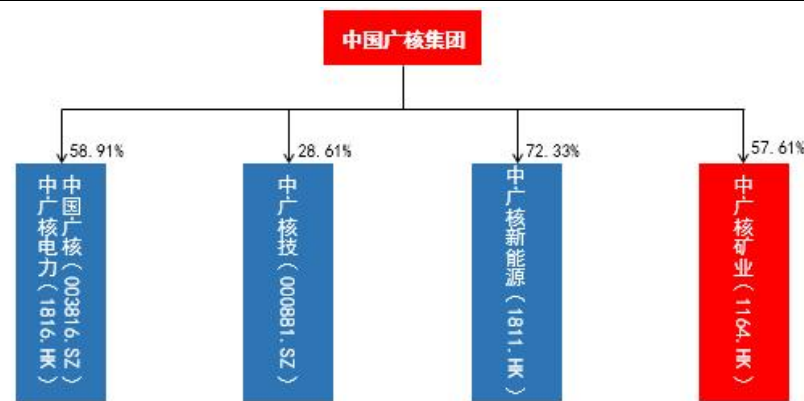
背靠中国广核集团，为国内最大核电运营商供铀

- 公司控股股东为中国铀业发展有限公司，持股比例56.29%，实控人为国资委。公司为中国第一、全球第三大核电集团中国广核集团旗下天然铀贸易的上市公司，主要从事天然铀的开发和贸易，向中国广核集团运营的核电站供应天然铀资源。
- 背靠核电，铀资源需求常驻。截至2024年3月31日，中国广核集团在运核电机组27台，装机容量30.57GW；在建核电机组11台，装机容量13.25GW，占中国大陆在运及在建核电装机容量的43.5%，其中在运核电装机占总在运装机的一半以上。集团核电装机保障公司下游铀资源需求。

图：公司股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理
图：中国广核集团旗下上市平台

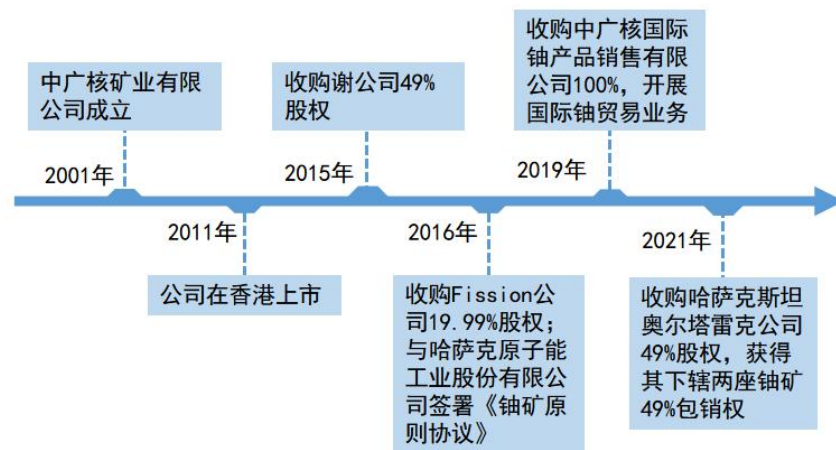


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

铀资源开采与贸易并重，手握铀矿包销权保障供应

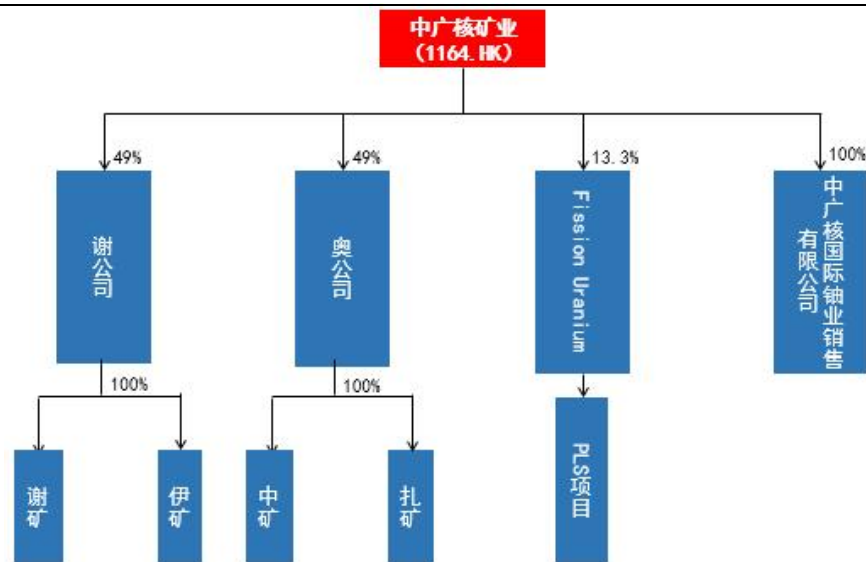
- 手握“4+1”铀矿资源，2023年公司权益资源量为3.9万tU，权益产量为1227tU，包销天然铀产品1299tU用于自产贸易。公司先后收购哈萨克斯坦谢米兹拜伊铀公司（简称“谢公司”）49%股权、加拿大Fission Uranium Corp（简称“Fission公司”）19.99%股权（截至2023年底，已稀释至12.62%）、哈萨克斯坦奥尔塔雷克公司（简称“奥公司”）49%股权。公司通过谢公司和奥公司拥有谢矿、伊矿、中矿、扎矿四座铀矿49%的天然铀产品包销权，并参股Fission公司矿山PLS项目。公司从在产四座矿山包销的自产天然铀直接供给国内核电。
- 通过销售公司开展国际贸易业务，与自产业务隔离，2023年共销售5670tU。2019年，公司收购了中广核国际铀业销售有限公司，并开展天然铀贸易业务。国际贸易业务并不向国内供应天然铀，而是在国际市场上的资源方和国际客户之间做市，两端锁定价格并同时签订购销合同。

图：公司历史沿革



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中广核矿业旗下铀矿资源和国际贸易公司



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

固定价和现货价共同确定自产铀价，国际贸易同时锁定双端价格

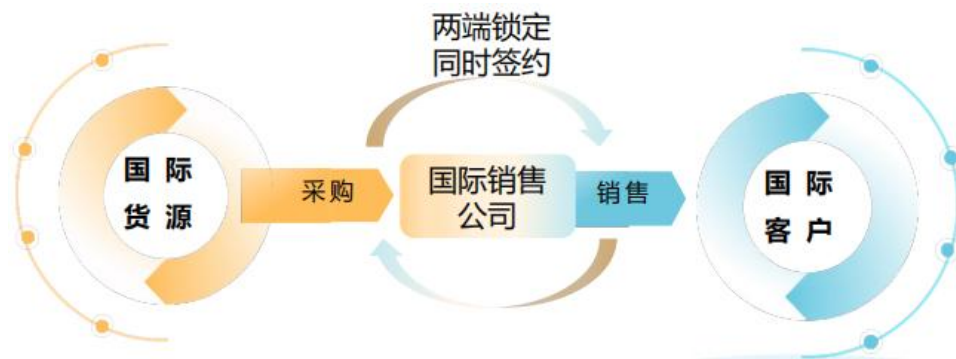
- 公司自产铀销售价格定价公式为60%天然铀现货价格（SP）+40%议定的基价（BP），购进价格为98%现货价格。集团为保障核电燃料成本相对稳定，2022年与公司签署销售框架协议，确定2023-2025年BP分别为61.78/63.94/66.16\$/1bU₃O₈，而矿业公司向矿山采购铀矿则按照现货价格的98%确定价格。因此矿业公司在集团铀燃料供应中承担了一定的价格波动风险。2023年公司包销的天然铀产品平均销售价格为64.42美元/1bU₃O₈，平均销售成本则为64.90美元/1bU₃O₈，出现了一定的价格倒挂。
- 国际贸易业务同时与买方和卖方锁定价格并签约，毛利率主要由公司制定的做市策略决定。公司国际贸易业务营收受天然铀市价价格波动较大，毛利率较低但相对稳定。2023年公司国际贸易平均销售价格为49.62美元/1bU₃O₈，平均销售成本为48.38美元/1bU₃O₈，毛利率约为2.6%。

图：公司自产贸易业务模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司国际贸易业务模式



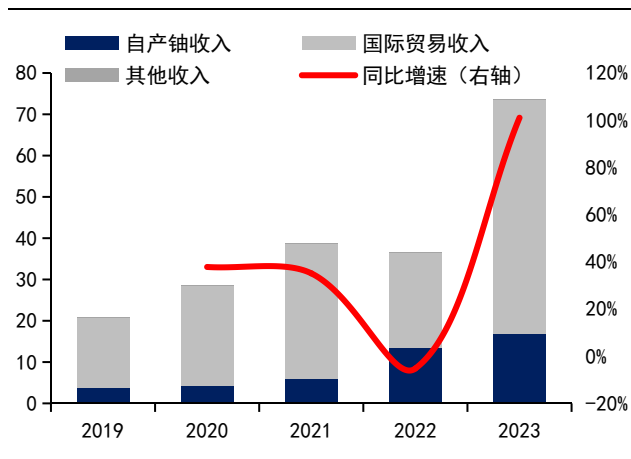
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

天然铀价格上涨推动营收高增，投资收益贡献主要净利润

• 2023年公司实现营业收入73.68亿港元，同比增加101.04%，实现归母净利润4.97亿港元，同比减少3.46%。2023年，受国际核电复苏势头强劲，及地缘政治和美联储加息等因素影响，天然铀价格上行，公司增加国际贸易销售量，营业额大幅增加。归母净利润同比减少主要系利息支出同比增加了0.7亿港元、自产贸易价格倒挂及国际贸易价差同比收窄0.76美元/lbU₃O₈所致。

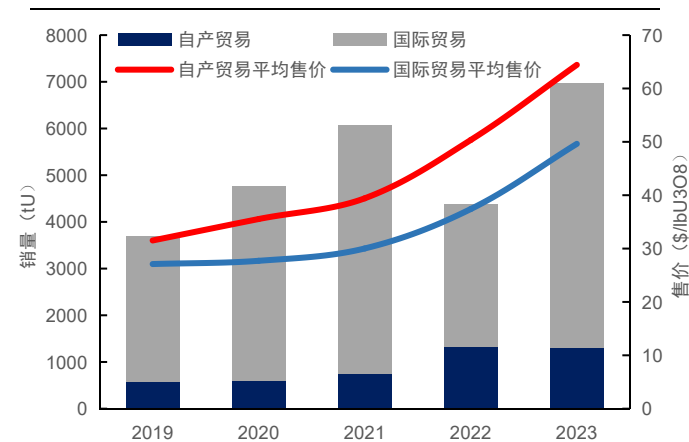
• 公司净利润主要来自对谢公司和奥公司等合营和联营企业的投资收益。2023年公司权益性投资收益6.06亿港元，同比增加15.87%，占净利润比例为122%。其中，应占谢公司业绩为2.73亿港元，同比增加30%；应占奥公司业绩为3.2亿港元，同比增加12%。

图：公司营业收入情况（亿港元）



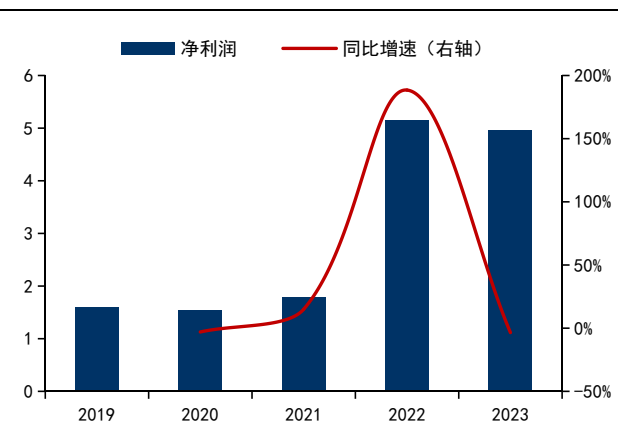
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司天然铀销量及平均售价



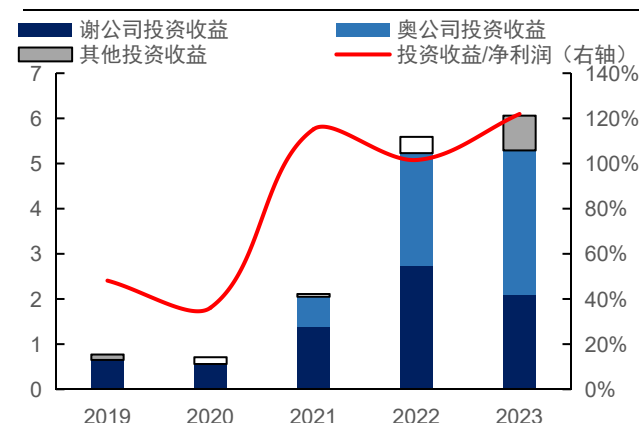
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润情况（亿港元）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司投资收益情况（亿港元）



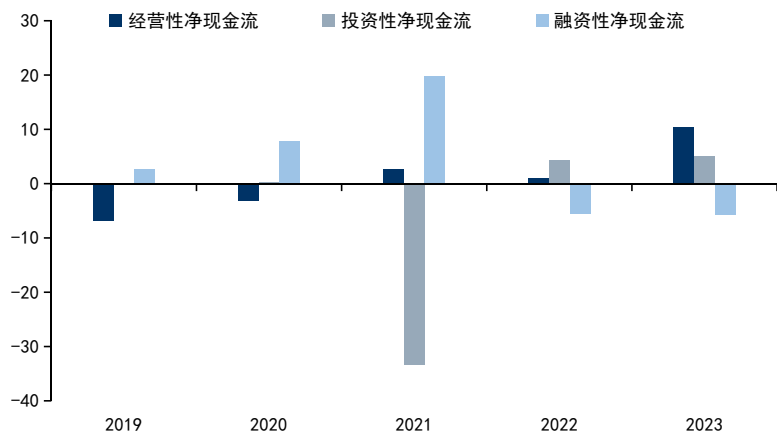
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

注：其他投资收益为公司总投资收益扣除谢、奥公司投资收益，白色框表示该项为负

经营性现金流受存货影响较大，资产负债率有所降低

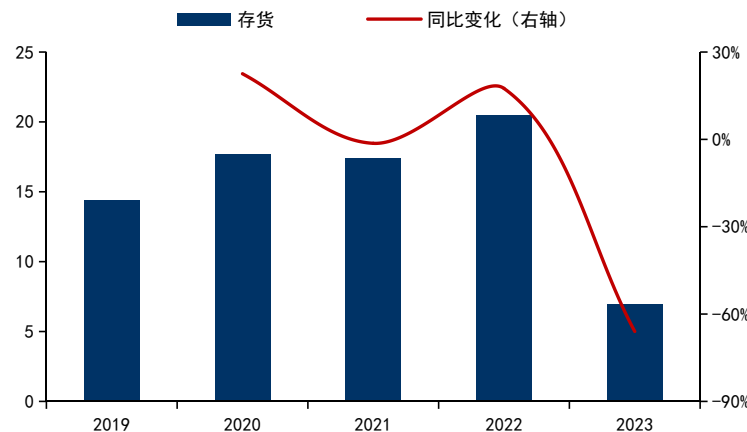
- **把握高位铀价机会，经营性现金流大幅增长。**2023年下半年铀价高企，公司积极开展天然铀贸易业务，加速出清库存，全年经营性现金净流入10.40亿港元，同比增加961.2%；公司投资性现金净流入4.99亿港元，2021年完成收购奥公司49%股权后，公司每年从谢公司和奥公司收到的股息稳定增长，2023年共收到股息4.86亿港元，同比增加13.6%，占投资性现金净流入的97.4%；融资性现金流方面，公司持续偿还债务，全年净流出5.82亿港元。
- **存货变化对公司营运资本变动及经营性现金流影响较大，库存达较低水平。**公司2019-2023年存货分别增加7.4/3.2/-0.2/3.1/-13.5亿港元，2023年公司增加了天然铀销售量，库存明显减少，持有的天然铀由2022年底的2310tU降低至2023年底的697tU，而加权平均成本由43.98美元/lbU₃O₈提高到了49.61美元/lbU₃O₈。

图：公司现金流情况（亿港元）



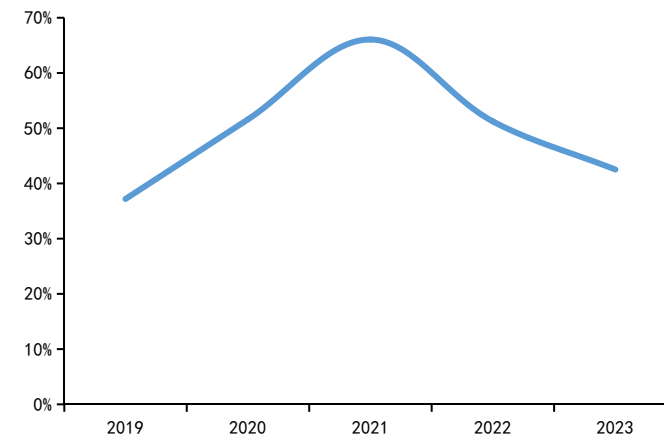
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司存货变化情况（亿港元）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司资产负债率



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股价与铀价关联密切

图：公司股价与铀价复盘



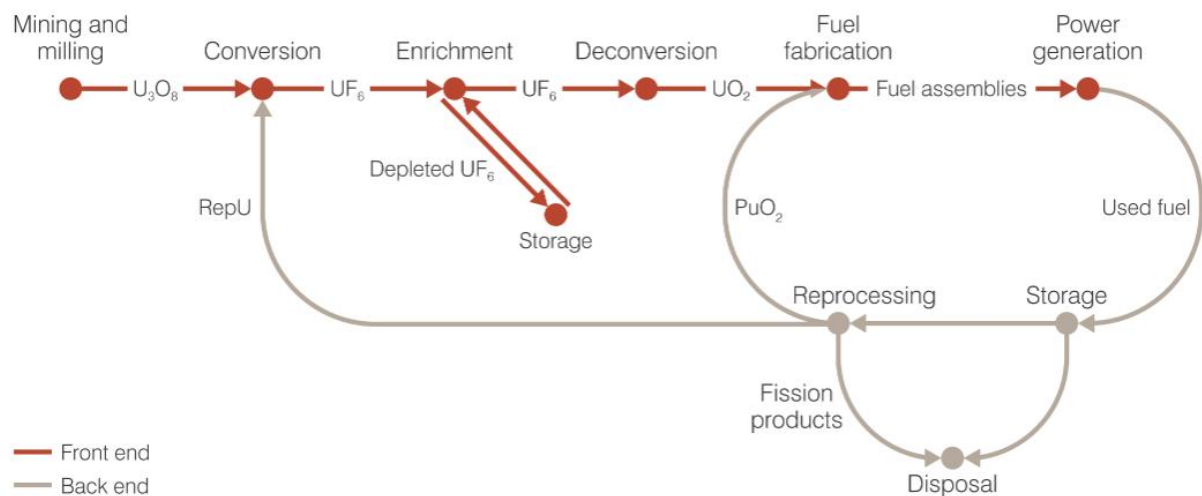
资料来源：Wind，公司公告，国际货币基金组织，国信证券经济研究所整理

- **2012-2016年铀价下行：**受福岛核事故影响，核电发展停滞，铀价低迷。虽然2014年下半年对核电发展预期有所改善，铀价一度反弹，但整体上铀价仍处于下行周期。
- **2017-2021年铀价复苏：**2017年11月，Cameco宣布停产，年底哈萨克斯坦国有矿业Kazatomprom宣布2018-2020年期间减产20%，2018年7月Cameco再次宣布无限期延长McArthur River和Key Lake两座铀工厂的关闭期限，2018年8月澳大利亚帕拉丁能源运营的纳米比亚Langer Heinrich矿开始保养和维护，直到铀价达到40-45美元/磅才会复产。全球天然铀市场供应收缩，铀价开始回升。
- **2021-2022年铀价反弹：**2021年受疫情影响，大宗商品价格上扬，加拿大贵金属资产投资公司Sprott成立的实物信托基金持续买入和囤积铀矿现货，铀价随之有所反弹。
- **2023年下半年铀价高企：**受欧洲能源危机等因素影响，各国开始将核电视为低碳能源并重启核电发展，铀矿供应商复产开工产能爬坡进度不及需求增长，铀价快速上涨。

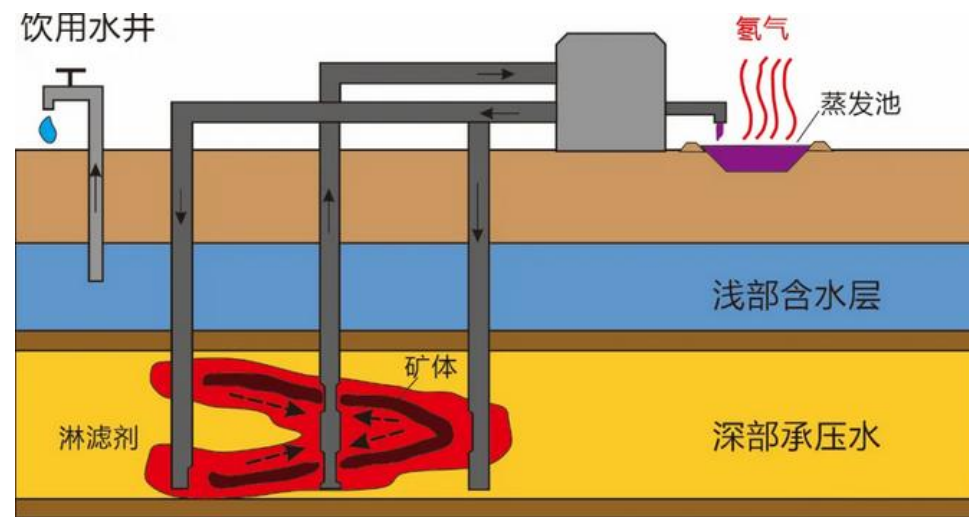
- 【 01 】 持有4+1铀矿资源，向国内最大核电运营商供铀
- 【 02 】 天然铀供应缺口显现，价格有望维持高位
- 【 03 】 全球排名居前，生产成本低于可比公司
- 【 04 】 首次覆盖，给予“增持”评级

- 核燃料循环也被称为核燃料链，指核燃料的获得、使用、处理、回收利用的全过程。核燃料链前端主要包括铀矿的开采和加工（包括选矿、浸出、沉淀等多种工序），铀的提取、精制和转化，以及铀-235的浓缩和元件制造等；后端包括对反应堆辐照后产生的乏燃料进行铀钚分离的后处理及放射性废物处理、储存和处置。
- 铀矿开采**：主要有地下开采、露天开采、原地浸出采铀和副产物四种形式，分别对应地下铀矿、露天铀矿、地浸铀矿和伴生铀矿四种矿体。其中公司参股的哈萨克斯坦铀矿主要为地浸铀矿，采用原地浸出采铀法开发，其主要原理是对可地浸砂岩铀矿钻孔和注入地浸液（分酸法和碱法，哈萨克斯坦矿山主要使用硫酸），地浸液溶解铀后经抽液孔提出地表，而后在地表工厂进行铀的萃取。

图：核燃料链示意图



图：原地浸出采铀原理示意图



- 铀矿浸出液经萃取、浓缩、提取等加工工序后，可得到不同形式的铀化学浓缩物，俗称“黄饼”，其主要成分为重铀酸盐等，但由于 U_3O_8 （橄榄绿色至黑色固体）是所有铀氧化物中最稳定的，易于长期储存，因此目前世界铀交易市场都是以 U_3O_8 的形式进行交易。此后还需经过铀精制控制产品中的杂质，尤其是吸收中子能力较强的镅、钼、钛、钨、钽、矾等元素
- 铀转化： UF_6 是唯一一种既稳定又具有高度挥发性的铀化合物，有利于下一步对铀-235的浓缩，因此需要将 U_3O_8 转换为 UF_6 形式，用作浓缩供料。
- 铀浓缩：U-235在天然铀中的丰度为0.7%，铀浓缩根据铀同位素之间的质量数差异，使用气体扩散法和气体离心法分离目前无法作为核燃料的铀同位素（主要是铀-238）核电一般利用铀-235浓度3%-5%左右的低浓缩铀，而当铀-235浓度达到90%以上则称为武器级浓缩铀，可用于制造核武器，因此铀浓缩是世界各国保证核不扩散重点关注的环节。

图：“黄饼”



资料来源：新华国际，国信证券经济研究所整理

图：伊朗气体离心机铀浓缩设施



资料来源：中科院物理所，AP，国信证券经济研究所整理

图：美国俄亥俄派克顿气体扩散浓缩铀工厂



资料来源：中科院物理所，wikimedia，国信证券经济研究所整理

核燃料循环：燃料件制造

- **核燃料件制造：**在浓缩后的 UF_6 基础上，通过化学转化为 UO_2 粉末，再通过物理加工为 UO_2 陶瓷，数百个陶瓷芯块堆叠装入锆合金套管内，形成核燃料棒。燃料棒与管座、格架、控制棒导向管等配套件组装成燃料组件。AFA3G核电燃料组件是世界先进压水堆核电站大量应用的核燃料组件，2006年7月12日，我国国产首批5组全M5AFA3G燃料组件由中核集团建中核燃料元件公司制造成功，同年9月底前交付中广核集团岭澳核电站；2015年11月，中核阿海珐（上海）锆合金管材有限公司（CAST）举行“CAST首批本土化M5包壳管发运庆典仪式”，实现了M5锆合金管材实现了本土化生产和交运。全M5AFA3G核燃料组件较早期的AFA2GA和AFA3G燃料组件相比，由1/3换料技术提升为1/4换料技术，即每年大修替换整个反应堆燃料组件的1/4以维持反应堆满功率发电。

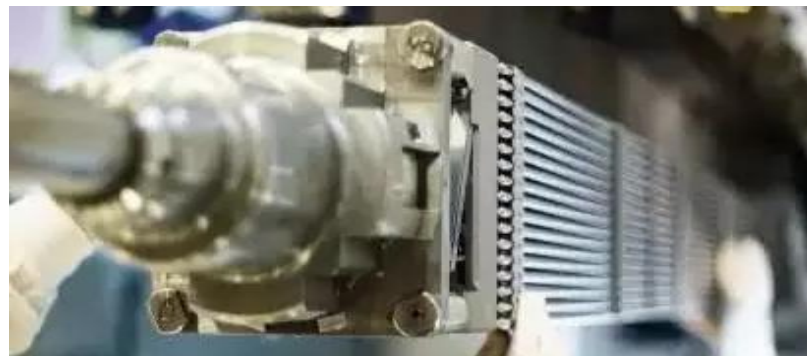
图：二氧化铀陶瓷芯块



资料来源：国家核安全局，核电那些事公众号，国信证券经济研究所整理
图：核燃料棒



资料来源：国家核安全局，核电那些事公众号，国信证券经济研究所整理
图：核燃料组件

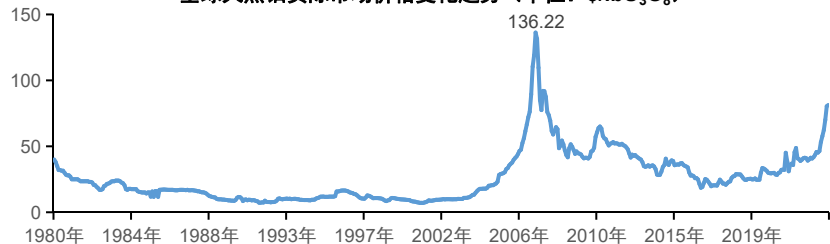


资料来源：国家核安全局，核电那些事公众号，国信证券经济研究所整理

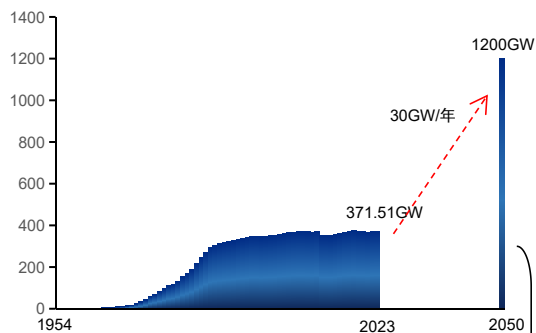
天然铀供需分析

图：全球天然铀供需形势分析

全球天然铀实际市场价格变化趋势（单位：\$/lbU₃O₈）

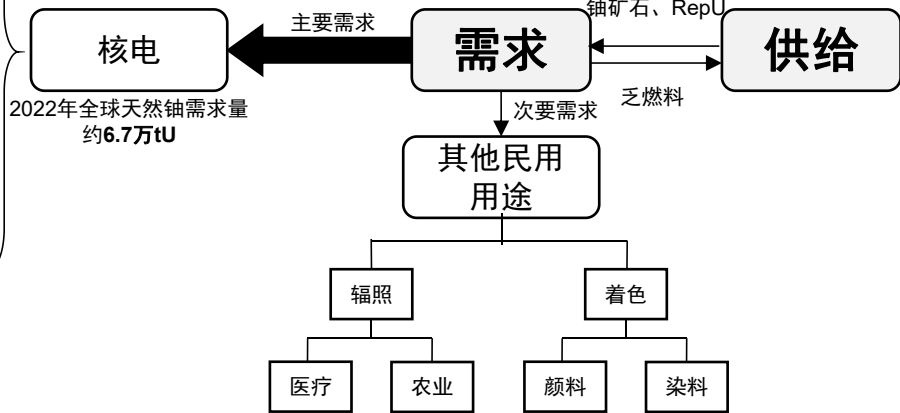
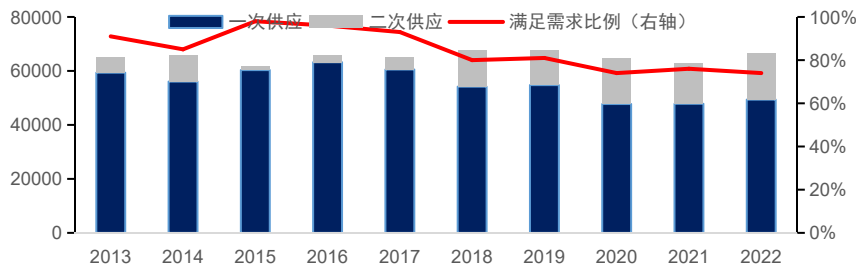


全球核电装机情况及2050年装机预测



核电天然铀消耗量约为160~200tU/（GW*年）

全球天然铀供需变化情况（单位：tU）

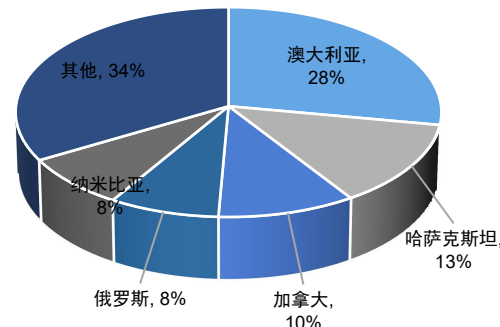


2022年全球天然铀需求量约6.7万tU

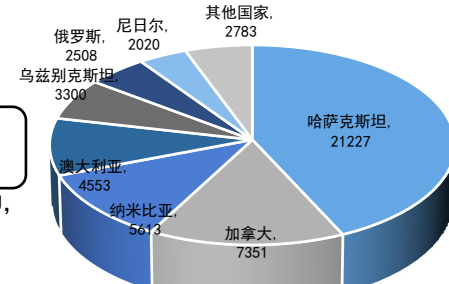
开采成本：储量
注：1kgU约为1.87lb/U₃O₈

<40 \$/kgU	78万tU
<80 \$/kgU	199万tU
<130 \$/kgU	608万tU
<260 \$/kgU	792万tU

2021年各国开采成本130\$/kgU以下的天然铀储量占比

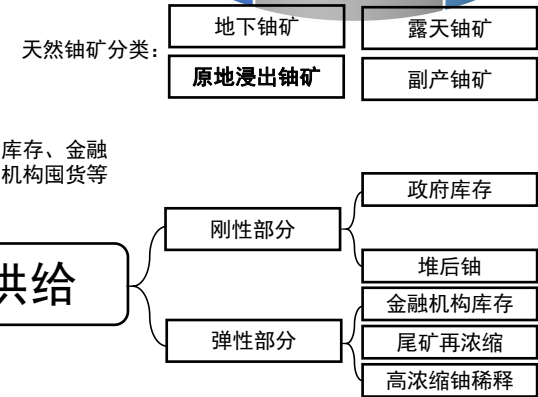


2022年全球天然铀产量（tU）

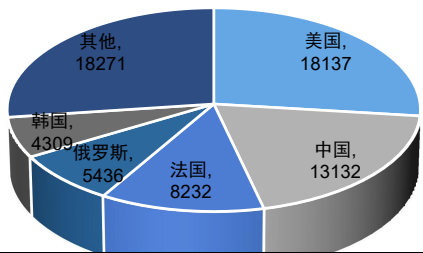


一次供给
2022年全球铀矿产量4.9万tU，满足需求比例74%

二次供给



2024年全球天然铀需求预测（单位：tU）



资料来源：IAEA, WNA, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

需求：中国是世界上第二大铀资源需求国，对外依存度高



- 根据WNA的估计，2024年全球铀需求量将达到67517tU，其中中国的需求量为13132tU，仅次于美国的18137tU。同时，中国是全球在建及规划核电机组最多的国家，铀资源需求量将随装机增长和快速提高。
- 根据IAEA和NEA的估算，2021年中国铀需求量高达9500tU，但自主产量仅1800tU。2021年中国进口U₃O₈共13613.9吨，进口额13.1亿美元。IAEA和NEA预计，到2030和2040年，我国铀资源需求量将分别达到22600tU和43400tU。

表：全球核电发展情况及2024年铀资源需求预测

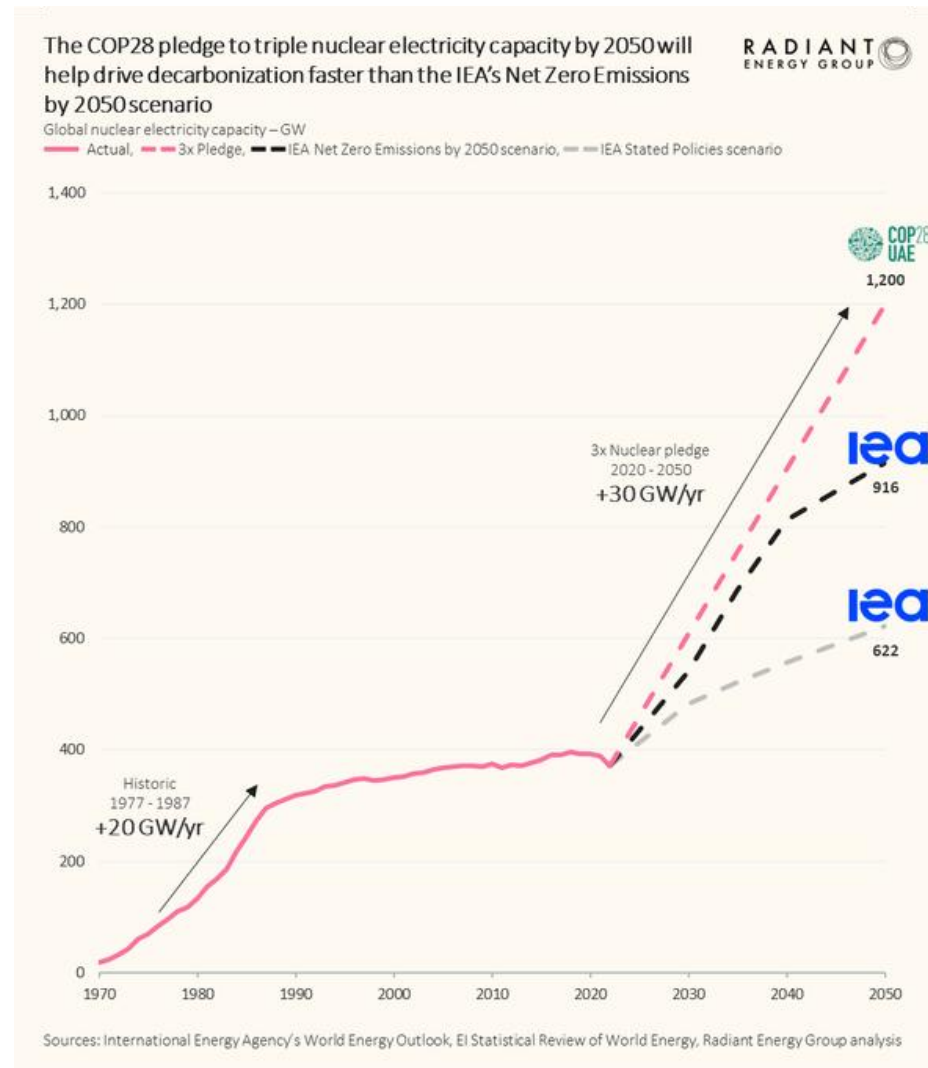
国家	2022年核电发电量		在运机组		在建机组		已规划机组		筹备机组		2024铀资源需求量 tU
	亿kWh	增速 (%)	数量	装机 (MW)	数量	装机 (MW)	数量	装机 (MW)	数量	装机 (MW)	
美国	7722	18.2	94	96,952	0	0	0	0	13	10,500	18,137
中国	4178	5	55	53,307	27	30,943	41	44,660	158	186,450	13,132
法国	2821	62.5	56	61,370	1	1650	0	0	6	9900	8232
俄罗斯	2095	19.6	36	26,802	4	3988	14	8930	36	37,716	5436
韩国	1675	30.4	26	25,825	2	2680	2	2800	0	0	4309
日本	519	6.1	33	31,679	2	2756	1	1385	8	11,562	2180
印度	420	3.1	23	7425	7	5900	12	8400	28	32,000	1725
乌克兰	587	-	15	13,107	2	1900	2	2500	7	8750	1673
加拿大	817	12.9	19	13,624	0	0	2	400	9	5700	1455
西班牙	560	20.3	7	7123	0	0	0	0	0	0	1218
其他国家	428.3	-	75	57988	16	18402	18	20667	78	61472	10020
全球	2545.3	9.8%	439	395,202	61	68,219	92	89,742	343	364,050	67,517

资料来源：WNA，国信证券经济研究所整理 注：根据《中国核能发展报告（2024）》，中国2023年核电发电量为4334亿kWh，在运机组55台，装机容量57031MW，在建机组26台，总装机容量3030万kW

需求：世界范围内核电复苏势头强劲，铀资源需求高涨

- 福岛核事故以来，世界各国对核电的发展采取了审慎的态度，核电也因放射性危害等风险被视为非清洁能源，德国、意大利、比利时等国家逐渐关停反应堆并拆除核电站。而2022年欧洲能源危机导致欧洲国家再度关注核电，以法国为首的多个国家将核电发展重新提上日程。
- 2023年12月2日，在《联合国气候变化框架公约》第28次缔约方大会（COP28）上，22个国家表示，核能在达成碳中和目标过程中扮演着重要角色，要求2050年前，将世界核电产能提高到2020年水准的3倍，以帮助全球达成净零排放的目标。WNA数据显示，截至2020年底，全球核电装机容量约392.4GW，以此测算2050年全球核电装机将达到约1177GW，按照2023年底全球核电装机容量371.5GW计算，平均每年需要新增29.8GW。
- 根据国际原子能机构2020年“红皮书”，核电天然铀消耗量约为160tU/GW*年，据此估算，到2050年全球天然铀需求将增长至18.8万吨。

图：“核电三倍计划”下全球核电装机及预测



资料来源：Radiant energy group，国信证券经济研究所整理

一次供给：铀矿山直接产出的铀矿，核电复苏推动产能爬坡



- 一次供给指铀矿山直接产出的铀矿，是天然铀主要供给形式。据WNA统计，2022年全球铀产量49355吨，约满足全球需求的74%。分国家看，世界天然铀产量前五的国家分别是哈萨克斯坦、加拿大、纳米比亚、澳大利亚和乌兹别克斯坦。其中哈萨克斯坦2022年产铀21227吨，约占世界总产量的43%。

表：全球历年天然铀产量情况（单位：tU）

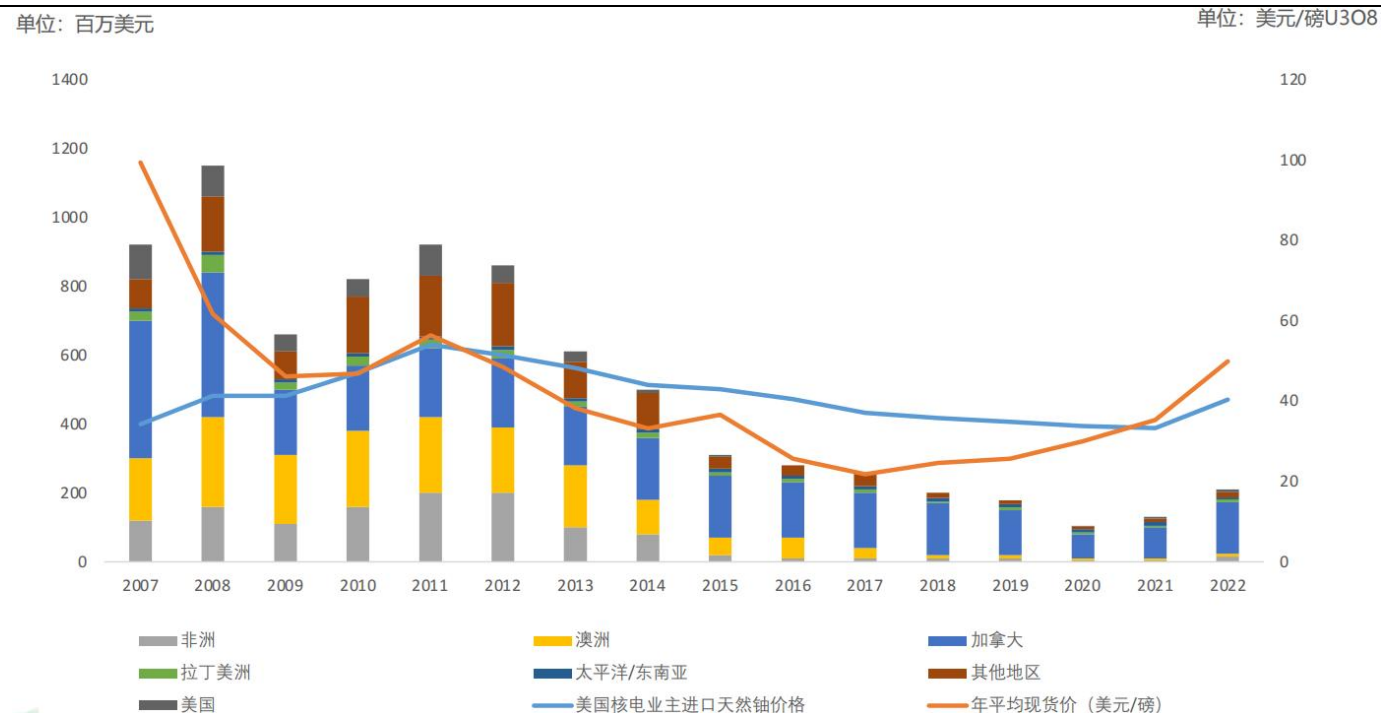
国家	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
哈萨克斯坦	22451	23127	23607	24689	23321	21705	22808	19477	21819	21227
加拿大	9331	9124	13,325	14,039	13,116	7001	6938	3885	4693	7351
纳米比亚	4323	3255	2993	3654	4224	5525	5476	5413	5753	5613
澳大利亚	6350	5001	5654	6315	5882	6517	6613	6203	4192	4553
乌兹别克斯坦	2400	2400	2385	3325	3400	3450	3500	3500	3520	3300
俄罗斯	3135	2990	3055	3004	2917	2904	2911	2846	2635	2508
尼日尔	4518	4057	4116	3479	3449	2911	2983	2991	2248	2020
中国	1500	1500	1616	1616	1692	1885	1885	1885	1600	1700
印度	385	285	385	385	421	423	308	400	600	600
南非	531	573	393	490	308	346	346	250	192	200
其他国家	4407	3729	2775	2211	1784	1487	974	881	556	283
全球	59331	56041	60304	63207	60514	54154	54742	47731	47808	49355
满足需求比例	91%	85%	98%	96%	93%	80%	81%	74%	76%	74%

资料来源：WNA，国信证券经济研究所整理

一次供给：铀矿勘探投资低迷，未来产能增长动力不足

- 2017年以来全球铀矿勘探投资处于较低水平。2011年福岛核事故后，世界核电放缓，天然铀产能相对过剩，全球铀市场价格多年持续低迷。2017年11月，卡梅科宣布McArthur River铀矿和Key Lake水冶厂停产；2017年12月，哈原工宣布未来三年减产20%，并在2018年9月宣布调整发展战略，减少资本支出。尽管铀价自2017年后有所反弹，全球铀资源勘探投资支出仍处于较低水平。受此影响，全球铀矿勘探及新建铀矿项目放缓，导致全球新建铀矿项目投产出现“空窗期”，产能增长动力不足。

图：全球勘探支出及美国核电业主进口天然铀价格（单位：tU）



资料来源：公司公告，EIA，UxC，S&P Global Market Intelligence，国信证券经济研究所整理

一次供给：资源量与开采成本相关，低成本铀资源迅速消耗



- **低成本铀资源迅速消耗，开成成本可能有所上升，支撑铀价。**根据IAEA公布的数据，2021年全球开采成本低于130\$/kgU的铀资源量为607.85万吨，较2019年减少了1.1%，其中低于40\$/kgU的铀资源量较2019年减少了28.2%。由于2022年及以前国际天然铀价格维持低位，全球在采铀矿以低成本铀资源为主，开采成本40\$/kgU以下的铀资源迅速消耗。随着低成本铀资源的持续消耗，以及铀价上升推动开采成本较高的铀矿投产，未来新建铀矿的平均开采成本可能有所上升，从而对铀价形成一定的支撑作用。中广核矿业核卡梅科2023年平均开采成本分别为20.36和26.18\$/lbU₃O₈。若天然铀价格提高至开采成本130\$/kgU（约合50\$/lbU₃O₈）以下的天然铀资源具备开发条件，全球天然铀资源量将比80\$/kgU（约合31\$/lbU₃O₈）以下的天然铀资源具备开发条件时增加2.1倍；若达到260\$/kgU（约合100\$/lbU₃O₈）以上，这一比例将提升至3.0倍。

表：全球不同开采成本的铀资源储备情况（单位：tU）

2021年全球铀资源（tU）	<40 \$/kgU	<80 \$/kgU	<130 \$/kgU	<260 \$/kgU
已探明储备	775900	1990800	6078500	7917500
较2019年变化（%）	-28.2	-0.8	-1.1	-1.9
其中：				
合理可靠资源（RAR）	457200	1211300	3814500	4688300
推测资源（IR）	318700	779600	2263900	3299200

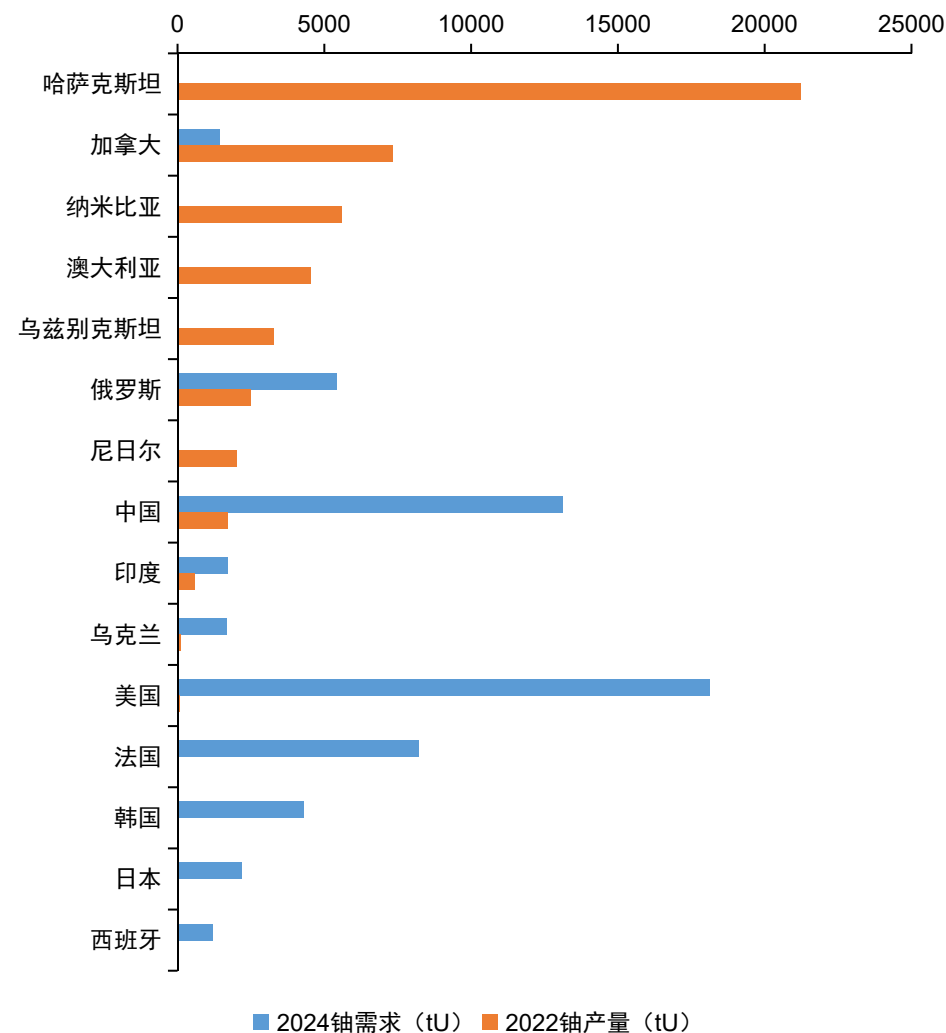
资料来源：WNA，IAEA，国信证券经济研究所整理

注：1 USD/kgU约合0.38\$/lbU₃O₈

一次供给：全球天然铀存在供需错配，储采不平衡

- **主要核电国家铀资源稀缺，依赖进口，燃料成本和国际铀价关联密切。**目前世界上主要的产铀国包括哈萨克斯坦、加拿大、纳米比亚等国，而除加拿大外世界上主要的核电国家如美国、中国、法国、俄罗斯等铀产量均远无法满足本国核电需求，需要持续稳定的天然铀进口，因此各国核电燃料成本与世界铀市场价格密切相关。
- **各国铀资源产量和资源量可能动态变化。**目前哈萨克斯坦是全球铀产量最大的国家，2022年产铀21227吨，约占世界总产量的43%，但其资源量（开采成本130\$/kgU，下同）为81.52万吨，仅占全球资源量的13%，表明哈萨克斯坦正以超过世界平均水平的速度快速消耗本国天然铀资源储备。世界上铀资源量最大的国家是澳大利亚，约为168.41万吨，约占全球资源量的28%，但澳大利亚主要铀矿为副产矿，铀产量受铜等主要矿物需求制约，2022年产量为4553吨，储采比仅0.3%。随着世界范围内对铀矿的勘探和开发持续推进，各国天然铀产量和资源量可能动态变化，从而对天然铀市场价格产生影响。

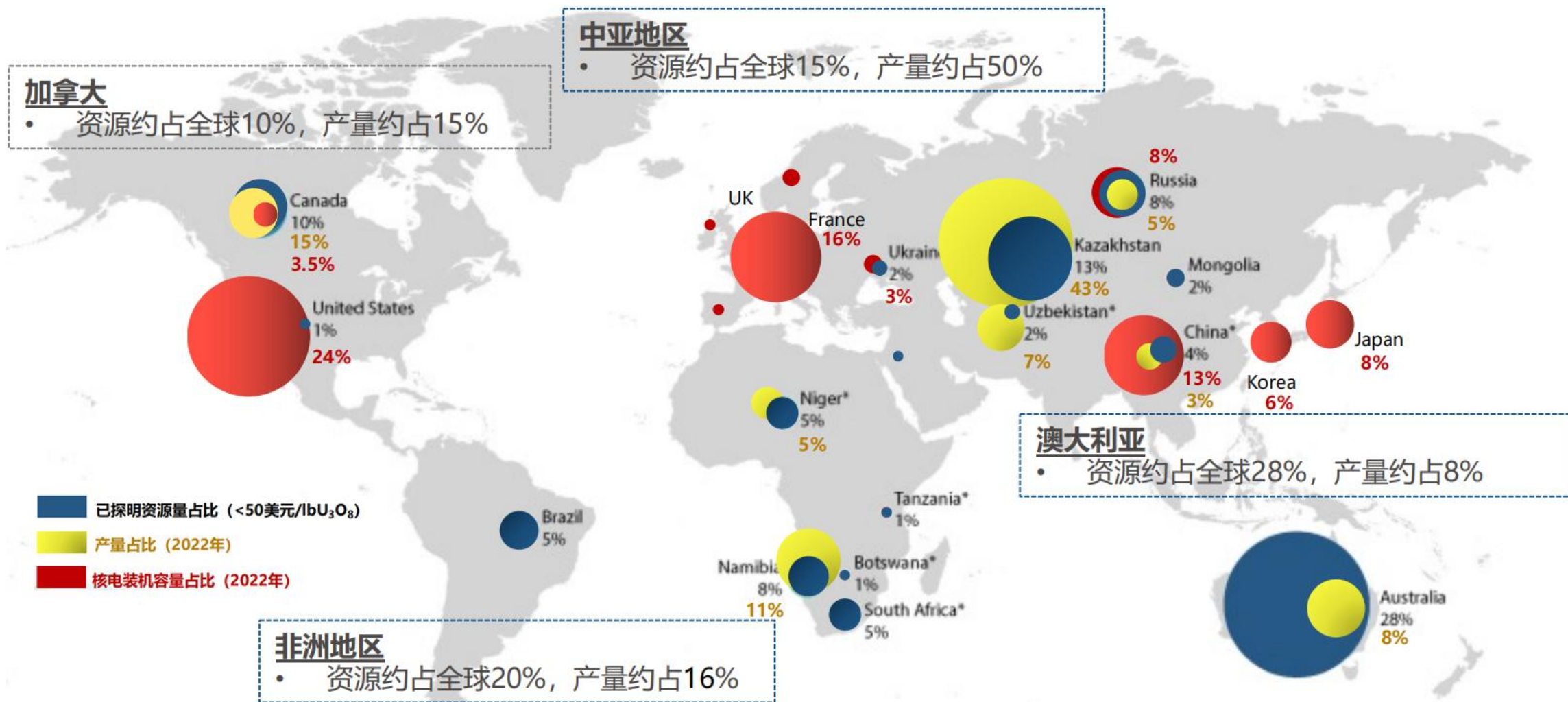
图：世界各国天然铀供需情况（单位：tU）



资料来源：WNA，国信证券经济研究所整理

一次供给：全球天然铀需求、产量和资源量分布情况

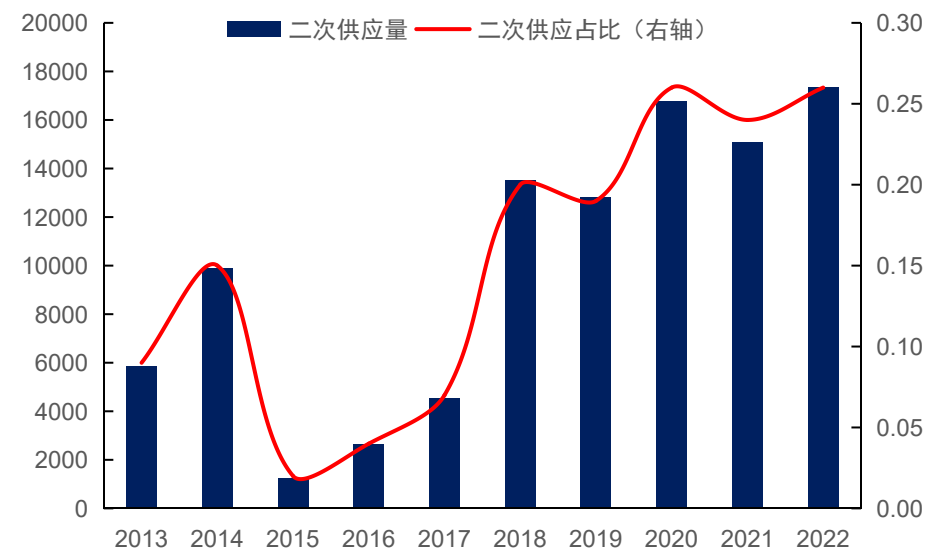
图24：全球天然铀供给、需求、储量分布情况



资料来源：IAEA，WNA，公司公告，国信证券经济研究所整理

- 二次供给指间接进入市场流通的天然铀，包括存货、高浓度铀的稀释、尾料再浓缩和乏燃料提取等来源。其中政府存货、乏燃料提取等二次供给形式保证满足核电用铀需求，被视为二次供给的**刚性部分**；金融机构存货和尾料再浓缩、高浓铀稀释等二次供给形式受供应商的主观投机行为影响，与市场价格关联性较强，是二次供给的**弹性部分**。
- 二次供给补充天然铀供给缺口。若一次生产不能满足天然铀需求，天然铀价格将有所上升，同时二次供给投入市场满足供给缺口。由于二次供给主要是存货和再提取，不生产新的铀资源，在一次供给持续存在缺口，二次供给的铀资源量将快速消耗，从而降低天然铀供给弹性。根据WNA统计和估算，截至2020年底，全球公用事业天然铀总库存约为28.2万吨，其中美国4.1万吨，欧盟4.2万吨，中国12.9万吨。
- 二次供给弹性受市场价格、投资者期望等外部因素影响较大。2022年主要美股指数均累计下跌，三大指数同时创2008年来最大年度跌幅，上市公司面临通胀高企增长乏力，盈利前景恶化，投资者对市场的信心降低，天然铀市场中金融机构采购量8700吨，同比下降30%，其中最主要的金融机构SPUT实物信托基金（Sprott Physical Uranium Trust）下半年仅新增采购245万lbU₃O₈。因此，虽然2022年二次供给比例明显提高，但弹性部分活跃度降低，并未直接带动铀价格快速上涨。

图：世界二次供给量（单位：tU）

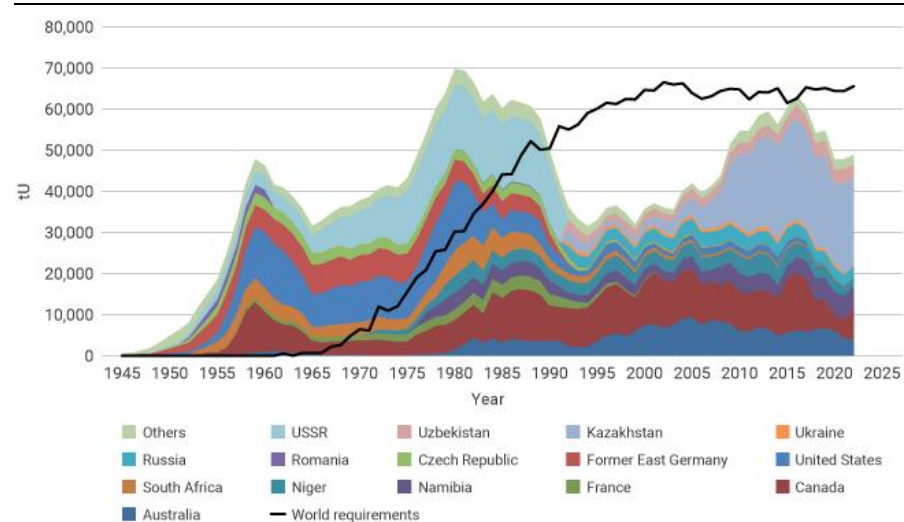


资料来源：WNA，国信证券经济研究所整理

供需平衡：一次供给存在缺口，二次供给占比或进一步提高

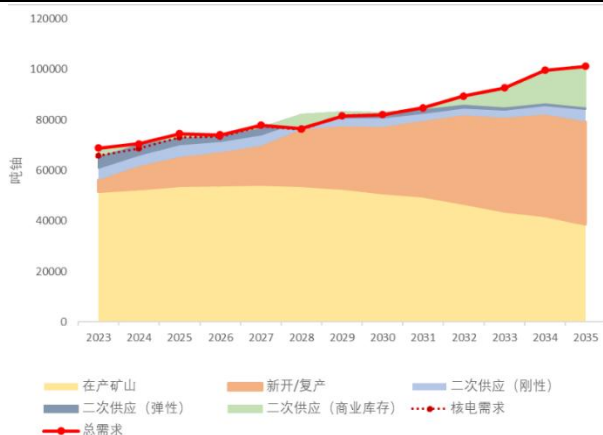
- 一次供给产能增长不足，仍存在供给缺口。据WNA和中国核能行业协会预测，随着在产矿山产能爬坡和停产矿山的复产，全球在产矿山产量在未来几年将保持增长，至2028年达到5.4万tU，短暂消除供应缺口；此后产量逐步下降，至2035年重回4.7万tU。另一方面，铀价上涨后，因经济性而停产维护的矿山有望恢复生产，在建勘探矿山有望加快建设和钻探进展，但随着新增核电陆续投产，老旧矿山产能下降，天然铀供应缺口仍将逐渐扩大，需要由二次供给中的商业库存补足，可能导致铀市场价格的迅速上升。

图：世界天然铀供需历史情况（单位：tU）



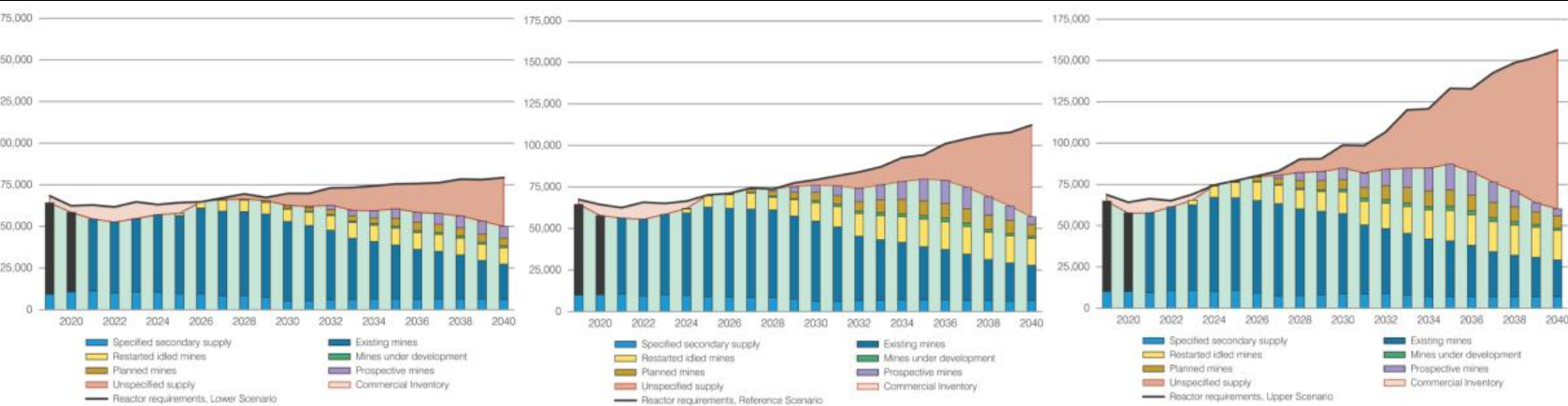
资料来源：WNA，国信证券经济研究所整理

图：世界天然铀产量和需求量预测（单位：tU）



资料来源：中国核能行业协会、中国铀业，国信证券经济研究所整理

图：世界天然铀供需分析（单位：tU，左：较低预期，中：正常预期，右：较高预期）



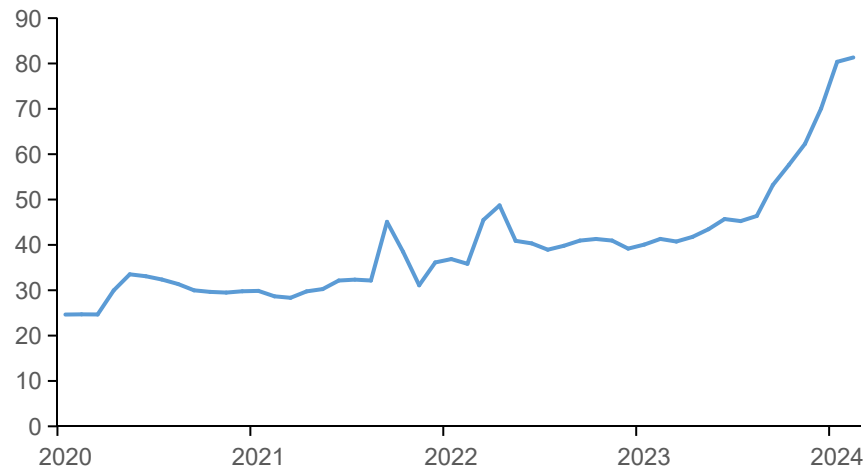
资料来源：WNA，国信证券经济研究所整理

- **哈萨克斯坦铀产量可能下架，一次供给减少。**受硫酸短缺影响，哈原工下调2024年天然铀产量，由原定排产计划2.87万tU降至2.10-2.25万tU，按2022年全球天然铀产量估算，下调的产量约占全球产量的12.6%-15.6%。此外，哈萨克斯坦2024年3月受洪灾影响，铀生产可能受到影响，进一步加剧了市场对铀资源供应的担忧。
- **金融机构持续囤货，影响二次供给弹性。**二次供给方面，随着天然铀市场价格维持高位，投资基金的融资环境趋于改善，金融机构或将进一步启动铀资源采购。SPUT、YCP (Yellow Cake Plc) 等金融机构在2021年底大量采购现货天然铀并在2022年长期持有，2023年继续加大采购力度，并在公告中提及“保持只买不卖的业务模式，持续建立实物天然铀库存”；继2022年哈原工与哈萨克国家银行等共同成立ANU天然铀实物基金和SPUT成立新初级铀矿厂商ETF后，2023年Zuri-Invest发布了实物天然铀AMC产品，进一步压迫天然铀供应。相关统计显示，截至2023年底，金融机构共计持有天然铀库存33188tU。
- **美国禁止进口俄罗斯铀，二次供给格局或产生变化。**俄罗斯是国际天然铀市场重要的二次供给提供国，通过稀释高浓铀、欠料加工和尾料再富集补偿国内较低的天然铀产量并投入市场。据俄新社2024年5月1日报道，美国国会参议院能源与自然资源委员会发布声明称，参议院批准了关于禁止进口俄罗斯铀的法案。此前，美国能源部1月表示，美国计划与日本、英国、法国和加拿大合作建立低浓缩铀国际供应链，以摆脱对俄罗斯的依赖。

价格：勘探投资低迷致未来供给缺口扩大，价格有望维持高位

- 2023年，受各国核电复苏势头强劲，天然铀需求预期增加，以及尼日尔政变等因素影响，国际天然铀市场价格高企。中国核能行业协会对未来天然铀市场价格给出了以下预测：
- 一次供给减产叠加二次供给收缩，可能导致2024年全球天然铀市场供需持续偏紧，价格可能有望维持高位震荡。CNEA国际天然铀价格预测指数推测，2024年4-6月天然铀现货价格出现震荡，波动区间为85-110\$/lbU₃O₈，价格波动主要受中间商投机交易热情影响。
- 2024-2027年，价格将逐步上升。全球核电总需求将由6.9万吨铀增加至7.8万吨铀。全球多座矿山相继确定复产/投产计划，补充一次供给。需求涨幅相较供给涨幅更大，价格呈稳步上升趋势。
- 2028-2032年，价格将在一定范围内波动。预计一批较低成本的勘探项目将在2028年前后投产，一次供给涨幅明显。该阶段预计二次需求较少，需求涨幅主要来源于全球核电增长，供给涨幅更大，叠加通货膨胀效应，价格将呈区间振荡趋势。
- 2033-2035年，价格将快速上涨。预计部分在产铀矿因资源耗尽先后停产，而新投产的勘探项目总体规模较小，一次供给逐步下降；同时短料富集、尾料再浓缩等二次供给受制于库存规模和市场价格显著下降。需求端仍呈较大涨幅，刚性缺口扩大，商业库存加速消耗，现货价格进入快速上涨阶段。

图：国际铀实际价格（美元/磅）



资料来源：国际货币基金组织，国信证券经济研究所整理

图：2024年4月CNEA国际天然铀价格预测指数（单位：美元/磅U₃O₈）



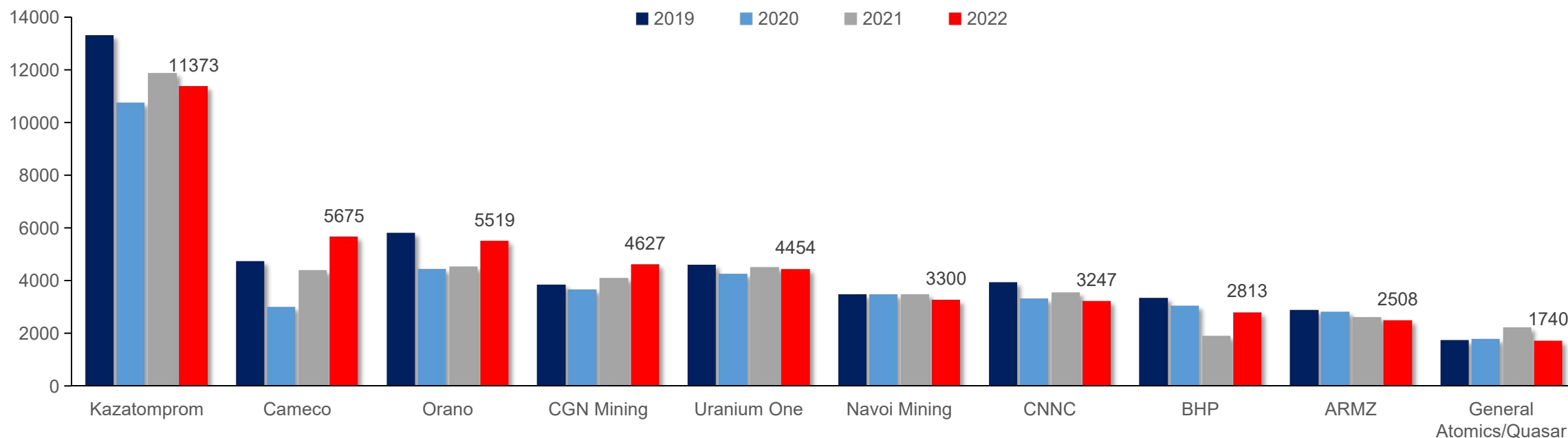
资料来源：中国核能行业协会，国信证券经济研究所整理

- [01] 持有4+1铀矿资源，向国内最大核电运营商供铀
- [02] 天然铀供应缺口显现，价格有望维持高位
- [03] 全球排名居前，生产成本低于可比公司
- [04] 首次覆盖，给予“增持”评级

公司是世界主要的铀资源供应商

- 世界前十大铀资源供应商分别为哈萨克斯坦国家原子能工业公司（哈原工）Kazatomprom（哈萨克斯坦）、卡梅科 Cameco（加拿大）、奥拉诺Orano（法国）、中广核矿业CGN Mining（中国）、一号铀业Uranium One（俄罗斯）、纳沃伊矿业Navoi Mining（乌兹别克斯坦）、中核集团CNNC（中国）、必和必拓集团BHP（澳大利亚）、俄罗斯国有铀资源公司ARMZ（俄罗斯）、通用原子能/桂星公司General Atomics/Quasar（美国）。前十大公司铀产量4.5万tU，占全球产量的90.8%。

图：全球前十铀矿供应商产量（单位：tU）



资料来源：WNA，英为财经，Kitco，伍浩松,李晨曦.《2021年世界天然铀生产概况》.国外核新闻,2022,(09):24-26., 国信证券经济研究所整理 注：数据与上表有差异的主要原因是统计口径不同

世界铀资源集中在头部供应商和大型矿山

- **2022年全球前十大公司铀产量4.5万tU，占全球产量的90.8%。**根据自然资源部全球地质矿产信息系统，2022年全球十大在产铀矿合计产量为28125吨，占世界铀产量的57%。目前在产铀矿以原地浸出（ISL）铀矿为主，2022年ISL产量2.78万tU，占总产量56%。

表：全球前十大在产铀矿情况

铀矿	国家	运营公司	其他股东	2022年产量（吨）	全球产量占比	其他情况
雪茄湖 Cigar Lake	加拿大	卡梅科Cameco（54.55%）	奥拉诺加拿大公司Orano Canada（40.45%） TEPCO资源公司（5%）	6928	14%	地下矿山，被誉为世界品位最高的铀矿，U ₃ O ₈ 平均品位14.69%
湖山铀矿 Husab	纳米比亚	中广核铀业斯科公司Swakop Uranium	纳米比亚国矿公司	3358	7%	湖山铀矿为中国在非洲的最大单笔投资，世界规模最大的露天铀矿
伊凯1-3矿区 Inkai	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦国家铀业公司（60%）	卡梅科（40%）	3201	7%	原地浸出铀矿
奥林匹克坝 Olympic Dam	澳大利亚	必和必拓BHP		2813	6%	副产矿/地下矿山，该矿区为多金属矿，生产铜、铀、金、银
卡拉套项目（Karatua） 布德诺韦克奇2矿山 Budenovskoye 2	哈萨克斯坦	卡拉套合资企业（哈萨克斯坦国家铀业公司和一号铀业Uranium One合资）		2560	5%	原地浸出铀矿
罗辛 Rössing	纳米比亚	中核集团（68.62%）	伊朗国际投资公司（15%） 南非工业发展公司（10%） 纳米比亚政府（3%）	2255	5%	露天铀矿，纳米比亚首个商业生产铀矿山，力拓公司是最初开发商，2018年11月26日中核集团收购力拓集团持有的罗辛铀矿68.62股权，2019年7月25日完成交接，成为控股股东
索麦尔 SOMAIR	尼日尔	奥拉诺Orano（63.4%）	尼日尔矿业公司Samamin（36.66%）	2020	4%	露天铀矿，2021年，尼日尔另一个大型铀矿Cominak因矿石储量耗竭而关闭，奥拉诺还持有Cominak、Imouraren等矿山附近的另外一家合资企业股份
四英里铀矿 Four Mile	澳大利亚	类星体资源公司Quasar Resources		1740	3%	原地浸出铀矿，具备IOCG（铁氧化物-铜-金）型矿床潜力
中门库杜克铀矿 Central Mynkuduk	哈萨克斯坦	奥尔塔雷克公司（哈萨克斯坦原子能工业公司51%、中广核矿业49%）		1650	3%	原地浸出铀矿
南伊凯4号 South Inkai 4	哈萨克斯坦	一号铀业Uranium One（70%）	哈萨克斯坦铀业公司（30%）	1600	3%	原地浸出铀矿

资料来源：自然资源部全球地质矿产信息系统，WNA，国信证券经济研究所整理

生产成本和产销量规模低于卡梅科，具有成本优势

- **公司天然铀生产量和销售量低于卡梅科。**卡梅科是世界主要的天然铀供应商，是哈原工之前世界最大的铀业公司，拥有雪茄湖高品位铀矿、麦克阿瑟河铀矿等铀矿资源及水冶厂等配套设施，同时提供铀燃料和电力服务。2023年，卡梅科实现营业收入25.88亿加元，同比增长38.53%，实现净利润3.61亿加元，同比增长303.71%，完成天然铀生产量6769tU，销售量12308tU，均高于中广核矿业同期的1277tU和6969tU。
- **公司平均生产成本低于卡梅科。**中广核矿业2022年和2023年平均生产成本分别为16.23和20.36\$/lbU₃O₈，均低于卡梅科同期的25.62和26.18\$/lbU₃O₈。虽然中广核矿业产能爬坡的扎矿开采成本较高（2023年为27\$/lbU₃O₈），公司在天然铀生产方面仍具备一定的成本优势。
- **平均售价有所上升，长协一定程度抵御市场波动影响。**中广核矿业天然铀平均售价相比于卡梅科基本持平，2023年为52.38\$/lbU₃O₈，同比提高26.8%。由于核电站需要签订一定比例的燃料长协以保障供应稳定性，叠加2023年下半年铀价开始走高，两家公司平均售价涨幅均低于天然铀价格涨幅。

表：中广核矿业和卡梅科天然铀业务经营情况

代码	公司简称	天然铀生产量 (tU)		天然铀销售量 (tU)		平均生产成本 (\$/lbU ₃ O ₈)		平均售价 (\$/lbU ₃ O ₈)	
		2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
1164.HK	中广核矿业	1269	1277	4376	6969	16.23	20.36	41.32	52.38
CCJ.N	Cameco	4000	6769	9847	12308	25.62	26.18	42.40	49.33

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：中广核矿业生产量为下属矿山的权益产量，销售量为自产铀包销量和国际贸易销售量之和；平均生产成本为各矿山按产量的平均值，平均售价为自产铀包销量和国际贸易销售量的平均值，美元对加元汇率按1.36计算

- [01] 持有4+1铀矿资源，向国内最大核电运营商供铀
- [02] 天然铀供应缺口显现，价格有望维持高位
- [03] 全球排名居前，生产成本低于可比公司
- [04] 首次覆盖，给予“增持”评级

2024年自产增量有限，主营业务承压，投资收益有望增长



- **2024年权益产量增长有限。**公司投资收益主要来自哈萨克斯坦国家原子能工业公司（简称“哈原工”）旗下谢公司、奥公司。2023年哈原工因缺酸下调了2024年产量指引，预计公司权益产量较上年增长有限，主要增量可能来自扎矿的产能爬坡。
- **铀价高企可能导致价格倒挂，主营业务承压。**公司自产贸易价格方面按照60%现货价格+40%基价确定，在天然铀现货价格居高不下的情况下，在当前公司与集团签署的长协周期（2023-2025年）内，公司自产贸易仍存在价格倒挂风险。
- **铀价有望维持高位。**2024年4月29日UxC天然铀价格指数为88.00\$/lbU₃O₈，仍处于较高水平。在全球核电复苏推动天然铀需求增长，供给产能爬坡速度相对不足，叠加5月1日美国批准禁止进口俄罗斯铀法案等事件影响，天然铀价格仍有望维持较高水平。
- **投资收益有望带动公司业绩增长。**虽然短期内公司主营业务有所承压，但由于公司净利润主要来自对谢公司、奥公司的投资收益，公司整体业绩在2024年天然铀现货价格维持高位的情况下仍有望改善。由于谢公司和奥公司矿山开采成本相对固定，公司包销部分也按照现货价格的98%执行，谢公司和奥公司的业绩受益于铀价增长的幅度明显高于公司主营业务的承压程度。

- **哈原工采取行动解决缺酸问题，短期内产能爬坡有限。**哈原工于2023年4月24日宣布新成立的合伙企业Taiqonyr Qyshqyl Zauyty公司已获得国家注册证书，该公司由哈原工占股49%，旨在实施在突厥斯坦州苏扎克地区建设硫酸厂的项目，计划于2024年开工建设，预计2026年投产并达产，年产量80万吨。
- **在产铀矿产量相对平稳，推进扎矿矿建产能继续增加。**2023年4月扎矿矿建计划通过奥公司董事会批准，10月启动了现场矿建工作，开始水冶车间建设。随着扎矿产能持续爬坡，公司天然铀权益产量有望持续增加。
- **PLS项目保障远期自产铀持续性。**2023年1月17日，Fission公司发布了可行性研究结果，显示PLS项目预计全寿期产量约为3.5万tU，寿命可达10年，矿建成本约为11.55亿加元。按照长期铀价65美元/lbU₃O₈，折现率8%条件测算，PLS项目生产成本约为9.77美元/lbU₃O₈，项目内部收益率约为27.2%，投资回收期约为2.6年。目前PLS项目正在进行前期工程设计工作，预计2024年6月完成，预计2028年PLS项目有望投产。
- **按照公司谢矿、伊矿、中矿、扎矿储采比情况，预计2032年前公司现有矿山暂不会出现矿石耗竭问题；**PLS项目投产后将扩充公司铀矿资源和产能，并抵消未来铀矿停产造成的影响。

- 公司主营业务为天然铀贸易业务，分为自产铀贸易业务国际铀贸易业务，业务盈利能力主要受天然铀市场价格、天然铀贸易量及销售成本影响。此外公司投资收益占净利润的比例较高，投资收益主要来自应占谢公司、奥公司业绩，与谢矿、伊矿、中矿、扎矿产量、生产成本、销售价格及费用率等方面密切相关。
- 自产贸易方面，根据哈原工2024年产量指引，预计谢矿、伊矿、中矿2024年按照设计产能的80%进行生产，产量较2023年基本持平，并假设后续2025/2026年分别按照90%/100%进行产能爬坡；扎矿正在进行矿建，2023年产量增加92tU达到131tU，未来产量有望继续增长，假设2024-2026年产量达到188/263/338tU。按照公司过往损耗率水平，假设损耗率为1.5%，按照49%包销权测算，2024-2026年公司自产贸易销量为1326/1517/1707tU。
- 国际贸易方面，随着天然铀市场供需齐增，价格维持较高水平，叠加金融机构入场交易意愿增强，预计公司达成国际贸易的机会会有所增加，假设国际贸易交易量年均增速5%，2024-2026年国际贸易销量为5954/6251/6564tU。
- 价格方面，自产贸易售价按照公司与集团约定的40%基价+60%现货价执行，2024-2026年现货价格参考当前天然铀现货价格假设为85/88/90\$/1bU₃O₈；根据公司长贸合同，2024-2025年基价为64/66\$/1bU₃O₈，假设2026年新长协确定基价为90\$/1bU₃O₈，则2024-2026年销售价格为76.6/79.2/90.0\$/1bU₃O₈；销售成本按照98%现货价格执行，2024-2026年销售成本为83.3/86.2/88.2\$/1bU₃O₈，受天然铀价格高企影响，2024-2025年自产贸易仍存在一定程度的价格倒挂；国际贸易售价按现货价格85/88/90\$/1bU₃O₈执行，由于公司采用锁定价格，两端同时签约的方式进行做市交易，交易价差由公司交易策略决定，参考公司过往价差水平，假设国际贸易按照2%毛利率锁定价差，则销售成本为83.3/86.2/88.2\$/1bU₃O₈。

- 谢公司和奥公司产量及损耗率参考前述假设，假设2024-2026年谢公司实际采铀量960/1080/1200tU，扣除加工损失量后天然铀生产量946/1064/1182tU；奥公司实际采铀量1788/2063/2338tU，扣除加工损失量后天然铀生产量1761/2032/2302tU。
- 公司对谢公司和奥公司的包销比例为49%，包销部分售价即为自产贸易销售成本，剩余部分按现货价格执行，2024-2026年平均售价为84.2/87.1/89.1\$/lbU₃O₈；开采成本参考公司过去平均水平，谢公司约为24.7\$/lbU₃O₈，而奥公司因生产成本较高的扎矿产能正在爬坡，预计未来平均开采成本有所升高，假设2024-2026年平均开采成本约为18.0/18.3/18.4\$/lbU₃O₈。
- 公司2022年披露应占谢公司、奥公司业绩及哈萨克斯坦企业所得税率20%推算其费用率，假设谢公司和奥公司费用率分别为5%/25%。
- 根据2023年1月颁布的哈萨克斯坦修订版税法，谢公司除缴纳20%企业所得税外，还需缴纳10%的预提股息税；奥公司遵守英国-哈萨克斯坦双重税项及较低预提股息税，按照英国公司企业所得税法，所得税率为25%，而预提股息税率为5%。由于中国内地企业所得税率25%低于谢公司、奥公司总税率，公司对谢公司、奥公司的投资收益在中国内地的附属公司无需补充缴税。

盈利预测：关键假设

表：公司盈利预测假设条件（单位：百万港元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
自产铀业务					
从谢公司和奥公司包销天然铀的销售额	1341	1702	2066	2443	3125
YoY	119%	27%	21%	18%	28%
销售成本	1299	1715	2247	2660	3063
包销天然铀产品量 (tU)	1321	1299	1326	1517	1707
平均销售价格 (美元/lbU ₃ O ₈)	50.35	64.42	76.60	79.20	90.00
平均销售成本 (美元/lbU ₃ O ₈)	48.35	64.90	83.30	86.24	88.20
天然铀贸易业务					
销售收入	2324	5722	10293	11189	12015
YoY	-28%	146%	80%	9%	7%
销售成本	2235	5579	10087	10965	11775
总销售量 (tU)	3055	5670	5954	6251	6564
平均销售价格 (美元/lbU ₃ O ₈)	37.41	49.62	85.00	88.00	90.00
平均销售成本 (美元/lbU ₃ O ₈)	35.97	48.38	83.30	86.24	88.20
美元对港元汇率	7.82	7.82	7.82	7.82	7.82

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表：中广核矿业投资收益（单位：百万港元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
谢公司					
营业收入	934	1261	1619	1885	2143
YoY		35%	28%	17%	14%
营业成本	389	490	482	542	602
总采铀量 (tU)	959	960	960	1080	1200
包销部分平均销售价格 (美元/lbU ₃ O ₈)	48.4	64.9	83.3	86.2	88.2
剩余部分平均销售价格 (美元/lbU ₃ O ₈)	49.3	66.2	85.0	88.0	90.0
平均开采成本 (美元/lbU ₃ O ₈)	19.9	25.1	24.7	24.7	24.7
奥公司					
营业收入	1578	2127	2968	3546	4110
YoY		35%	40%	20%	16%
营业成本	469	595	656	767	877
总采铀量 (tU)	1639	1644	1788	2063	2338
包销部分平均销售价格 (美元/lbU ₃ O ₈)	48.4	64.9	83.3	86.2	88.2
剩余部分平均销售价格 (美元/lbU ₃ O ₈)	49.3	66.2	85.0	88.0	90.0
平均开采成本 (美元/lbU ₃ O ₈)	14.1	17.8	18.0	18.3	18.4
美元对港元汇率	7.82	7.82	7.82	7.82	7.82

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

- 根据前述假设，预计公司天然铀贸易业务2024-2026年营业收入为123.6/136.3/151.4亿港元，同比增速67%/10%/11%。
- 预计谢公司2024-2026年净利润为8.5/10.0/11.5亿港元，公司对谢公司的投资收益为4.1/4.9/5.6亿港元。
- 预计奥公司2024-2026年净利润为11.8/14.2/16.5亿港元，公司对奥公司的投资收益为5.8/6.7/7.8亿港元。
- 综上所述，预计公司2024-2026年营业收入为123.8/136.5/151.6亿港元，同比增速68%/10%/11%；净利润7.5/8.6/12.9亿港元，同比增速51%/15%/49%；每股收益0.10/0.11/0.17港元。

表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3649	7363	12378	13652	15160
(+/-%)	-5.5%	101.8%	68.1%	10.3%	11.1%
净利润(百万元)	515	497	752	862	1285
(+/-%)	188.5%	-3.5%	51.2%	14.6%	49.1%
每股收益(元)	0.07	0.07	0.10	0.11	0.17
EBIT Margin	16.7%	9.0%	7.4%	7.7%	10.0%
净资产收益率(ROE)	15.4%	12.8%	16.2%	15.7%	19.0%
市盈率(PE)	35.1	36.4	24.1	21.0	14.1
EV/EBITDA	35.4	31.4	24.9	22.1	14.7
市净率(PB)	5.40	4.66	3.91	3.29	2.67

资料来源：Wind，公司资料，国信证券经济研究所整理和预测

- 公司为A股及港股唯一天然铀开发和利用标的，我们选择美股的世界最大天然铀开发商之一的加拿大卡梅科（CCJ.N）和澳大利亚必和必拓（BHP.N），以及从事早期有矿资源的收购、勘探和开发工作的加拿大NexGen Energy（NXE.N）作为可比公司。需要特别指出的是，BHP是一家综合矿业公司，最主要的矿物为铜；而NexGen Energy为“资本池公司”，除现金外没有经营业务或资产，不进行业务。

表：可比公司财务情况

代码	公司简称	营业收入（亿元）			净利润（亿元）			归母净资产（亿元）			ROE（%）			ROA（%）		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
1164.HK	中广核矿业	38.7	36.7	73.7	1.8	5.2	5.0	21.6	33.5	38.8	8.3	15.4	12.8	3.4	7.8	7.3
CCJ.N	Cameco	14.8	18.7	25.9	-1.0	0.9	3.6	48.5	58.4	60.9	-2.1	1.5	5.9	-1.4	1.1	3.9
BHP.N	BHP Group Limited	608.2	651.0	538.2	113.0	309.0	129.2	512.6	450.0	445.0	22.8	64.2	28.9	10.6	30.3	13.2
NXE.N	NexGen Energy				-1.2	-0.6	0.8	4.3	4.2	8.2	-27.5	-13.5	9.9	-26.4	-10.3	10.4

资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理 注：以上数据均为原始币种，BHP年报报告期为每年7月至次年6月

表：可比公司估值

代码	公司简称	股价	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE			PB	ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	23A	24E	
1164.HK	中广核矿业	1.95	148.2	0.07	0.07	0.09	30	26	22.	3.8	12.8%	1.5	增持
CCJ.N	Cameco	49.35	214.3	0.6	1.5	2.4	68	33	21	4.6	5.9%	0.2	无
BHP.N	BHP Group Limited	56.43	1431.3	2.6	2.7	2.6	12	21	22	3.5	28.9%	15	无
NXE.N	NexGen Energy	7.96	5.8	0.2	-0.1	-0.2	40	-50	-35	4.5	9.9%	-	无

资料来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理 注：以上数据均为原始币种，BHP年报报告期为每年7月至次年6月

- **中广核矿业在手铀矿生产稳定，Fission项目可接续供应。**受哈原工下调业绩指引影响，预计中广核矿业参股的谢矿、伊矿、中矿在2024年的产量将和2023年持平，而扎矿正处于产能爬坡阶段，权益产能有望维持稳步增长。谢公司、奥公司的平均开采成本相对稳定，公司获得的投资收益有望受益于铀价上升。公司参股的Fission项目预计于2028年投产，将进一步提升天然铀供应能力，并抵消2030年后公司所属铀矿退役影响。
- **下游需求稳定增长，长协合同价格相对稳定。**近年来中广核集团核电装机容量稳步增长，2026年后将进入每年投产2台机组的投产高峰期。考虑到核电机组一般提前两年左右锁定天然铀供应，预计公司下游需求将稳定增长。公司与集团签署的长协购销合同在一定程度上平抑了集团燃料成本受天然铀价格波动的影响，但在铀价高企的情况下也对公司自产铀贸易形成了价格倒挂。
- **铀价有望维持高位。**随着世界核电发展复苏，天然铀需求将进一步增长；另一方面，天然铀价格升高也推动供应商持续进行勘探和开发，从而增加天然铀供应。综合需求和供应的增长趋势，叠加哈原工下调产能指引等因素的影响，预计国际天然铀市场价格仍将维持高位，且具有一定的上升弹性。
- **盈利预测及估值：**由于公司净利润主要来自对谢、奥公司的投资收益，不适用自由现金流估值法。过去数年由于天然铀价格处于相对低位，全球铀业上市公司盈利能力减弱，业绩振幅较大，PE估值波动较为剧烈，而PB估值相对稳定。同时，公司主要盈利来自对谢公司、奥公司矿山的投资收益，具有矿业资产属性，因此采用PB估值法进行估值。预计公司2024年净资产约为46.3亿港元，考虑到公司天然铀权益产量处于爬坡阶段，叠加天然铀价格上行，市场活跃度增强，给予公司4.1-4.3倍PB，对应市值190-199亿港元，合理价格区间2.50-2.62港元/股，较当前价格有6%-11%溢价空间。首次覆盖，给予“增持评级”。

• 估值风险

我们使用相对估值法计算得出公司的合理估值，该估值建立在一定假设及可比公司估值情况计算而来，假设和可比公司的选择具有一定的主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向不符预期，可能导致估值结果与实际不同。

• 盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测设定了很多参数，这些参数系基于历史数据及对未来变化的个人判断确定的，主要风险包括：未来全球天然铀市场价格不及预期、公司下属矿山产量不及预期、矿山开采成本上升等。

• 经营风险

产能爬坡不及预期。哈原工生产安排影响公司自产铀矿产量，且扎矿正处于矿建产能爬坡阶段，若未来公司产能爬坡不及预期，可能导致公司业绩增长不足；

铀价下调。若未来全球天然铀价格低于预期，或下一长协周期集团与公司确定的定价方式发生变化，可能导致公司盈利能力下降。

• 政策风险

国际贸易风险。公司自产贸易和投资收益主要来自哈萨克斯坦的业务，若未来外贸政策或对手方国家相关政策发生变化，可能对公司开展业务产生不利影响。

• 其他风险

核电增长不及预期。天然铀需求主要来自核电燃料，若核电增长不及预期，可能导致全球天然铀供应过剩，产销量和售价随之下降，降低天然铀行业盈利水平，对公司产生不利影响。

核事故导致的舆情风险。若世界范围内出现严重核安全事故，可能导致全球对核电安全的重新评估，进而使核电发展放缓甚至停滞，降低全球天然铀需求。

汇率波动风险。公司国际贸易业务在营收中占比较高，以美元等外币结算规模上升。近年来，国际政治经济形势不确定因素增多，国家汇率市场化改革深入，人民币汇率可能产生波动，对公司外汇结算产生不利影响。

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	52	1017	1017	1119	1231	营业收入	3649	7363	12378	13652	15160
应收款项	346	500	1119	1234	1371	营业成本	3501	7231	12334	13626	14838
存货净额	2048	697	2532	3501	3512	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	14	13	31	35	39
流动资产合计	2447	2214	4669	5855	6113	管理费用	43	50	88	98	109
固定资产	1	1	1	1	1	财务费用	48	56	81	95	88
无形资产及其他	2	1	2	3	4	投资收益	523	606	991	1157	1339
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	4415	4535	4654	4774	4893	其他收入	1	(59)	0	1	2
资产总计	6866	6750	9326	10633	11011	营业利润	567	559	835	957	1428
短期借款及交易性金融负债	1005	367	1863	2149	1082	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	666	446	338	373	407	利润总额	567	559	835	957	1428
其他流动负债	392	579	987	1090	1188	所得税费用	52	62	84	96	143
流动负债合计	2064	1391	3187	3613	2676	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1396	1396	1396	1396	1396	归属于母公司净利润	515	497	752	862	1285
其他长期负债	58	83	111	130	160						
长期负债合计	1454	1479	1507	1526	1556	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3518	2870	4694	5139	4232	净利润	515	497	752	862	1285
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3348	3880	4632	5494	6779	折旧摊销	2	2	0	1	2
负债和股东权益总计	6866	6750	9326	10633	11011	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	48	56	81	95	88
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(591)	1189	(2127)	(926)	14
每股收益	0.07	0.07	0.10	0.11	0.17	其它	0	0	0	0	(0)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(74)	1688	(1374)	(63)	1301
每股净资产	0.44	0.51	0.61	0.72	0.89	资本开支	0	(0)	(2)	(2)	(2)
ROIC	8%	5%	-3%	-3%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	15%	13%	16%	16%	19%	投资活动现金流	(9)	(120)	(122)	(122)	(122)
毛利率	4%	2%	0%	0%	2%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	9%	7%	8%	10%	负债净变化	1008	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	9%	7%	8%	10%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-5%	102%	68%	10%	11%	其它融资现金流	(1962)	(604)	1496	287	(1067)
净利润增长率	188%	-3%	51%	15%	49%	融资活动现金流	54	(604)	1496	287	(1067)
资产负债率	51%	43%	50%	48%	38%	现金净变动	(29)	965	0	102	112
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	81	52	1017	1017	1119
P/E	28.8	29.8	24.1	21.0	14.1	货币资金的期末余额	52	1017	1017	1119	1231
P/B	4.4	3.8	3.9	3.3	2.7	企业自由现金流	0	1790	(1303)	19	1376
EV/EBITDA	30	26	25	22	15	权益自由现金流	0	1137	119	220	230

资料来源: Wind, 公司资料, 国信证券经济研究所整理和预测

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032