

中广核矿业 (1164 HK)

低成本铀矿具优势

我们判断未来10年天然铀需求将受惠于核电结构性增长趋势,同时在铀矿供应受限的背景下,铀价将在未来数年保持高企(详见深度报告“原材料-天然铀受惠于全球核电未来十年的结构上升周期”)。中广核矿业,通过和哈原工(KAP)两家公司持有四个位于哈萨克的低成本铀矿,将受惠于铀价上升的长期趋势。我们假设2024年全年平均铀价85美元/ib(同比上升30%+),2025/26年每年上升8%。我们预测2026年盈利将有机会较2023年翻倍。首次覆盖并给予买入评级,3x净现值(NPV)目标价2.36港元。

■ **合资参股哈萨克的低成本铀矿。**中广核矿业目前权益包括铀矿位于哈萨克斯坦的谢公司和奥公司(各持股49%)。2023年谢公司和奥公司旗下四个矿山开采平均成本价分别为每磅17-27美元,在全球范围而言处于偏低水平。展望未来,哈萨克把矿山资源税(MET)上调,2025年的税率将会从2024年的6%上调至9%,而2026年的税率将进一步分为按量和按价计算,由于谢矿和扎矿年产量都在500吨以下,以量定税下税率为4%,而伊矿/中矿税率分别为6%/9%,但总体上由于矿山规模不算大,新增税额仍然在可控的范围内。此外,由于预计硫酸供应将仍然偏紧,因此我们预计2025/26年矿山单位生产成本将上升12%/9%。

■ **预期2026年盈利较2023年翻倍。**我们预计中广核矿业今年净利润同比下跌11%至4.4亿港元,主要由于1H24所得税支出同比大幅增加2.8倍至2.1亿港元,原因是哈萨克斯坦政府收紧税收政策口径,因此公司于1H24一次性补交过去几年的分红预提税。我们预计2025/26年净利润将回复增长态势,分别上升52%/63%。盈利敏感度方面,我们推算2025年铀现货价每上升1%,中广核矿业净利润将会上升0.7%。

■ **目标价2.36港元,评级买入。**我们采用净现值(NPV)计算估值,即未来的现金流(按矿山储量寿命或经营牌照年期)折换成现值计算。由于公司的盈利来源主要来自自营的矿山,因此现金流主要来自自营公司的股息分派。我们的目标价是基于3x NPV,以反映当前的上升周期以及资源量转化成储量的潜力。长期假设包括:2027-31年铀价从101美元起每年上升1.5%;2032-42年铀价107美元假设不变;2027-42年:铀生产成本以每年上升1%,以反映通胀。

财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万港元)	3,649	7,363	10,992	11,852	13,084
同比增长(%)	(5.5)	101.8	49.3	7.8	10.4
调整后净利润(百万港元)	514.9	497.1	443.4	675.4	1,099.6
同比增长(%)	188.5	(3.5)	(10.8)	52.3	62.8
调整后每股收益(港元)	0.07	0.07	0.06	0.09	0.14
市场平均预估每股收益(港元)	N/A	N/A	0.07	0.11	0.15
市盈率(倍)	24.9	27.4	30.7	20.1	12.4
市净率(倍)	4.1	3.5	3.1	2.8	2.3
股息(%)	0.0	0.0	0.5	0.7	1.2
股本回报率(%)	18.7	13.8	10.8	14.6	20.2
净负债比率(%)	68.8	18.8	22.5	7.1	(2.3)

资料来源:公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(首次覆盖)

目标价 **2.36 港元**
潜在升幅 **32.0%**
当前股价 **1.79 港元**

中国原材料

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	13,605.2
3月平均流通量(百万港元)	126.9
52周内股价高/低(百万港元)	3.03/1.32
总股本(百万)	7600.7

资料来源: FactSet

股东结构

中广核集团公司	56.9%
中国诚通控股集团	10.0%

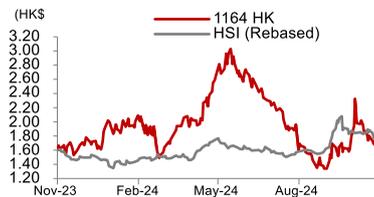
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.6%	5.7%
3-月	11.9%	0.4%
6-月	-32.2%	-32.3%

资料来源: FactSet

股份表现



资料来源: FactSet

相关报告:

原材料-天然铀受惠于全球核电未来十年的结构上升周期

2024-26 年盈利预测

我们预计中广核矿业的天然铀贸易于 2024-25 年将处于亏损状态，主要由于在当前的价格协议包销业务的价格和成本处于倒挂状态，我们预测公司于 26 年重新签订新的三年合同后，毛利率将有机会转正。

谢公司和奥公司是中广核矿业的主要盈利来源，我们预期两家合资公司贡献中广核矿业的 2024/25/26 的权益净利润分别为 9.5 亿/10 亿/11 亿港元，同比增长 62%/9%/8%，我们假设 2024 年全年平均铀价 85 美元/ib (同比上升 30% 以上)，2025/26 年每年上升 8%。

我们预计中广核矿业今年净利润同比下跌 11% 至 4.4 亿港元，主要由于 1H24 所得税支出同比大幅增加 2.8 倍至 2.1 亿港元，原因是哈萨克斯坦政府收紧税收政策口径，因此公司于 1H24 一次性补交过去几年的分红预提税。我们预计 2025/26 年净利润将回复增长态势，分别上升 52%/63%。盈利敏感度方面，我们推算 2025 年铀现货价每上升 1%，中广核矿业净利润将会上升 0.7%。

主要风险因素

矿山寿命较短。目前四个矿山中产量贡献最大的是中矿，中矿的寿命预计 2033 年左右结束，而伊矿/谢矿的寿命预计分别在 2029/2037 (谢矿矿权在 2031 年结束，假设能够续期)，如果中广核矿业无法尽快填补储量，2033 后公司的收入和利润将会大幅下降。

包销协议价格风险。谢公司和奥公司目前以接近现货价出售天然铀给中广核矿业，而中广核矿业和母公司的销售协议价格是以基准加现货计算，因此出现合营公司盈利，包销协议亏损的状态。假设 2026 年新的销售协议无法做到价格匹配，我们 2026 年的盈利预测会面临不确定性。

图 1:中广核矿业谢公司和奥公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合资/联营公司					
谢公司					
产量(tU)	959	976	969	979	989
同比变化	-1.6%	1.8%	-0.7%	1.0%	1.0%
单价(美元/ib)	49	61	85	92	99
同比变化	29.3%	26.0%	39.0%	8.0%	8.0%
谢矿					
产量(tU)	385	407	395	399	403
同比变化	-5.4%	5.7%	-3.0%	1.0%	1.0%
单位成本(美元/ib)	24	27	30	34	37
同比变化	-	11.5%	12.0%	12.0%	9.0%
伊矿					
产量(tU)	574	569	575	580	586
同比变化	1.1%	-0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
单位成本(美元/ib)	17	23	26	29	31
同比变化	-	34.7%	12.0%	12.0%	9.0%
百万港元 (100% 权益)					
总收入	946	1,213	1,675	1,827	1,993
销售成本	-388	-488	-542	-613	-675
毛利	558	725	1,133	1,214	1,318
营运成本	-38	-50	-67	-73	-80
EBIT	521	675	1,066	1,141	1,238
净财务收入/(费用)	13	27	28	28	28
除税前溢利	534	702	1,094	1,169	1,266
所得税开支	-106	-146	-230	-245	-266
税后溢利	427	557	864	923	1,000
权益	49%	49%	49%	49%	49%
权益利润	209	273	423	452	490
奥公司					
产量(tU)	1,639	1,644	1,726	1,749	1,777
同比变化	2%	0%	5%	1%	2%
单价(美元/ib)	48	64	85	92	99
同比变化	163%	33%	33%	8%	8%
中矿					
产量(tU)	1,600	1,513	1,589	1,605	1,621
同比变化	-	-5%	5%	1%	1%
单位成本(美元/ib)	14	17	19	21	24
同比变化	-	23%	12%	12%	12%
扎矿					
产量(tU)	39	131	138	144	156
同比变化	-	236%	5%	5%	8%
单位成本(美元/ib)	25	27	30	34	37
同比变化	-	9%	12%	12%	9%
百万港元 (100% 权益)					
总收入	1,603	2,136	2,983	3,264	3,580
销售成本	-468	-593	-698	-793	-902
毛利	1,135	1,542	2,285	2,471	2,679
营运成本	-344	-594	-746	-783	-859
EBIT	791	949	1,539	1,687	1,819
净财务收入/(费用)	27	-1	1	1	1
除税前溢利	818	948	1,540	1,688	1,820
所得税开支	-235	-295	-462	-506	-546
税后溢利	583	653	1,078	1,182	1,274
权益	49%	49%	49%	49%	49%
权益利润	286	320	528	579	624
合资/联营公司					
总产量(100%权益) tU	2,598	2,620	2,696	2,728	2,766
总产量(中广核矿业权益) tU	1,273	1,284	1,321	1,337	1,355
权益净利润(百万港元)	488	586	948	1,031	1,114
同比变化	78%	20%	62%	9%	8%
权益净利润(美元/ib)	19	23	35	38	41

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

估值

我们首次覆盖中广核矿业，给予目标价 **2.36 港元**，评级**买入**。我们采用净现值(NPV)计算估值，即未来的现金流（按矿山储量寿命或经营牌照年期）折换成现值计算。由于公司的盈利来源主要来自合营的矿山，因此现金流主要来自合营公司的股息分派。我们的目标价是基于 3x NPV，以反映当前的上升周期以及资源量转化成储量的潜力。

主要假设如下：

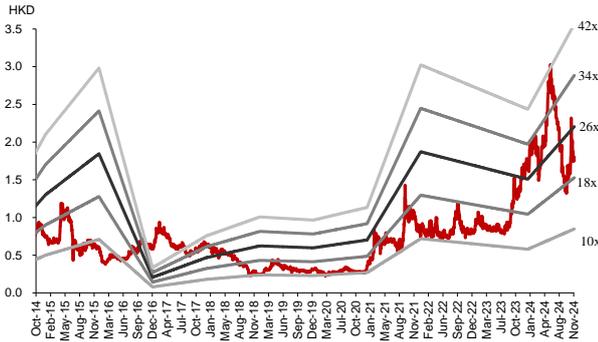
- 2024-26 年：根据前文提及的假设
- 2027-31 年：铀价从 101 美元起每年以 1.5% 上升
- 2032-42 年起假设长期铀价 107 美元不变
- 2027-42 年：铀生产成本以每年 1% 上升，以反映通胀
- WACC 7.4%，基于 4.3% 无风险利率（对标美国 10 年期国债），加上 5% 的风险溢价

图 2: 净现值(NPV)目标价测算

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E-42E
净现值(NPV)测算									
(百万港元)									
EBIT	(161.9)	(211.9)	168.7	157.1	172.3	71.8	150.1	153.0	
合营公司派息	948.3	1,031.4	1,114.4	1,146.5	1,175.2	922.9	916.4	942.1	
调整后 EBIT	786.4	819.5	1,283.1	1,303.6	1,347.4	994.7	1,066.5	1,095.1	
税率	39.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	
EBIT x (1-税率)	479.7	721.2	1,129.1	1,147.2	1,185.7	875.3	938.5	963.7	
折旧及摊销	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
资本开支	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
营运资金	(533.7)	188.1	(323.2)	157.9	32.0	31.2	(53.9)	32.3	
自由现金流	(53.4)	909.5	806.1	1,305.3	1,217.9	906.7	884.8	996.2	2,726.5
自由现金流现值	(53.4)	846.9	698.8	1,053.7	915.4	634.5	576.5	604.4	1,274.4
企业价值									
	6,551								
净现金/(净负债)	-728								
少数股东权益	0								
权益估值	5,823								
P/NPV (x)	-								3
合理值	-								2.30
Fission Uranium 权益市值 (11.26%)	496								0.07
目标价	-								2.36
假设									
无风险利率	4.3%								
风险溢价	5.0%								
Beta	0.8								
权益资金成本	8.2%								
税后债务成本	4.4%								
债权/总资产	20.0%								
WACC	7.4%								

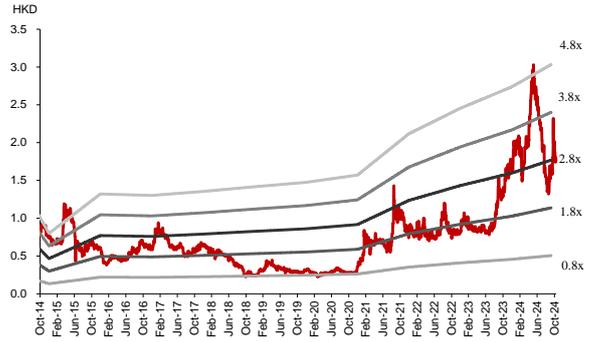
资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场预测

图 3: 中广核矿业 12 个月预测 P/E



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 4: 中广核矿业 12 个月预测 P/B



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 5: 同业估值

股票代码	公司	评级	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		股息率 (%)
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	
US listed									
NXE US Equity	NEXGEN ENERGY LT	NR	7.38	4,170	n/a	n/a	2.8	3.2	n/a
UEC US Equity	URANIUM ENERGY	NR	7.42	3,053	n/a	98.9	n/a	n/a	n/a
DNN US Equity	DENISON MINES CO	NR	2.09	1,866	n/a	n/a	3.2	3.4	n/a
UUUU US Equity	ENERGY FUELS INC	NR	6.64	1,289	n/a	52.3	n/a	n/a	n/a
EU US Equity	ENCORE ENERGY CO	NR	3.59	668	n/a	27.3	n/a	n/a	n/a
CCJ US Equity	CAMECO CORP	NR	53.59	23,322	108.2	42.1	3.7	3.4	0.2
URG US Equity	UR-ENERGY INC	NR	1.25	455	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
UROY US Equity	URANIUM ROYALTY	NR	2.56	312	72.1	20.0	n/a	n/a	n/a
	Average				90.1	48.1	3.2	3.3	0.2
Canada listed									
NXE CN Equity	NEXGEN ENERGY LT	NR	10.41	4,184	n/a	n/a	3.9	4.5	n/a
EFR CN Equity	ENERGY FUELS INC	NR	9.33	1,289	n/a	52.1	n/a	n/a	n/a
EU CN Equity	ENCORE ENERGY CO	NR	5.06	669	n/a	27.4	n/a	n/a	n/a
CCO CN Equity	CAMECO CORP	NR	75.48	23,368	108.1	42.1	5.2	4.8	0.2
URE CN Equity	UR-ENERGY INC	NR	1.75	453	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
URC CN Equity	URANIUM ROYALTY	NR	3.61	313	72.2	20.1	n/a	n/a	n/a
FCU CN Equity	FISSION URANIUM	NR	0.77	470	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ISO CN Equity	ISOENERGY LTD	NR	3.16	402	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	Average				90.2	35.4	4.6	4.7	0.2
UK listed									
KAP LI Equity	NAC KAZATOG-REGS	NR	40.00	13,152	11.4	8.9	2.1	1.7	7.4
Australia listed									
PDN AU Equity	PALADIN ENERGY	NR	7.69	1,487	35.7	10.2	3.9	3.0	0.0
BOE AU Equity	BOSS ENERGY LTD	NR	3.07	813	24.8	9.6	2.0	1.6	0.0
DYL AU Equity	DEEP YELLOW LTD	NR	1.22	765	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
	Average				30.3	9.9	2.9	2.3	0.0
HK listed									
1164 HK Equity	中广核矿业	买入	1.79	1,748	30.7	20.1	3.1	2.8	0.5

资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场预测

备注: 股价截至 2024 年 11 月 19 日

公司背景

中广核矿业成立于2001年，控股股东为中国铀业发展有限公司，实际控制人为中广核集团，通过中国铀业发展有限公司间接持股，目前持股比例为56.4%，中广核集团同时直接持股比例为0.58%，中广核集团是由国资委和广东省资产管理委员会控股的国有企业，主要经营核电相关的运营，铀矿开采是其重要的业务分支。另外，中国诚通控股持股9.99%。

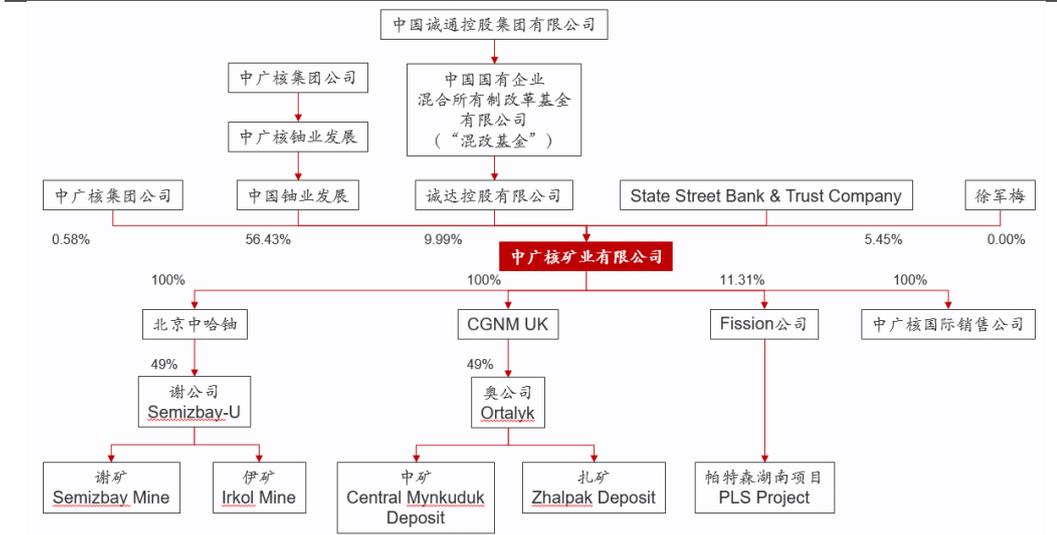
中广核矿业公司主营铀矿的开采和销售，2011年公司于香港上市；2015年公司收购全球第一大天然铀公司哈原工子公司Semizbay-U公司49%股权，承担其旗下矿山Semizbay Mine和Irkol Mine 49%的天然铀包销责任；2019年公司收购中广核国际铀销售有限公司，进军国际铀产品销售市场；2021年公司收购哈原工旗下公司奥公司49%股权，并承担旗下扎矿和中矿49%矿产能的包销责任，通过董事会参与公司的矿山管理。公司背靠中广核集团，享有核电行业高速增长的内部市场。

图6：中广核矿业公司发展历程



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图7：中广核矿业股权结构图



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

中广核矿业旗下矿山分布

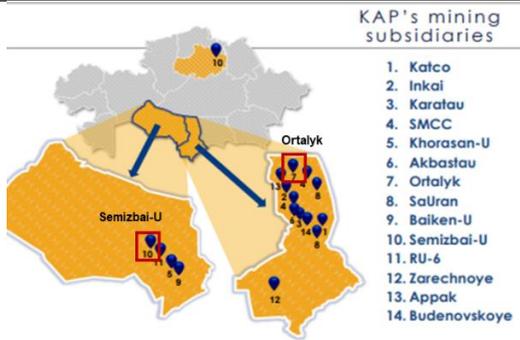
核心资产来自和哈原工的合营公司：

中广核矿业旗下矿山主要与哈萨克斯坦原子能工业(“哈原工”，KAP)经营，目前在产权益包括铀矿位于哈萨克斯坦的**谢公司(Semizbay-U)**和**奥公司(Ortalyk)**。

Semizbay-U 拥有并经营谢矿(Semizbay Mine)和伊矿(Irkol Mine)。截至 2023 年末，Semizbay-U 总体资源量为 19,800 tU，储量约为 8,800 tU。当中，在 Irkol Mine，储量同比下降 79%，主要由于哈萨克斯坦资源评估标准与参数的变化，以及哈萨克斯坦《水资源法》最新修订的规定导致伊矿在锡尔达里亚河附近的矿段在现行立法下开采受限，将该部分矿体由储量调整为资源量。

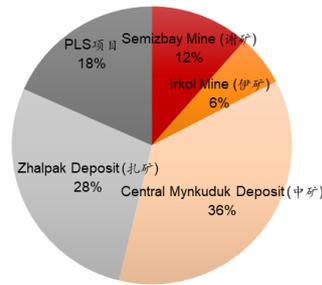
Ortalyk 拥有并经营中矿(Central Mynkuduk Deposit)和扎矿(Zhalpak Deposit)。截至 2023 年末，Ortalyk 总体资源量约为 36,900 tU，储量为 32,500 tU。

图 8：Semizbai-U/ Ortalyk 分布



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 9：中广核 2023 年矿山权益储量



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

矿山产量

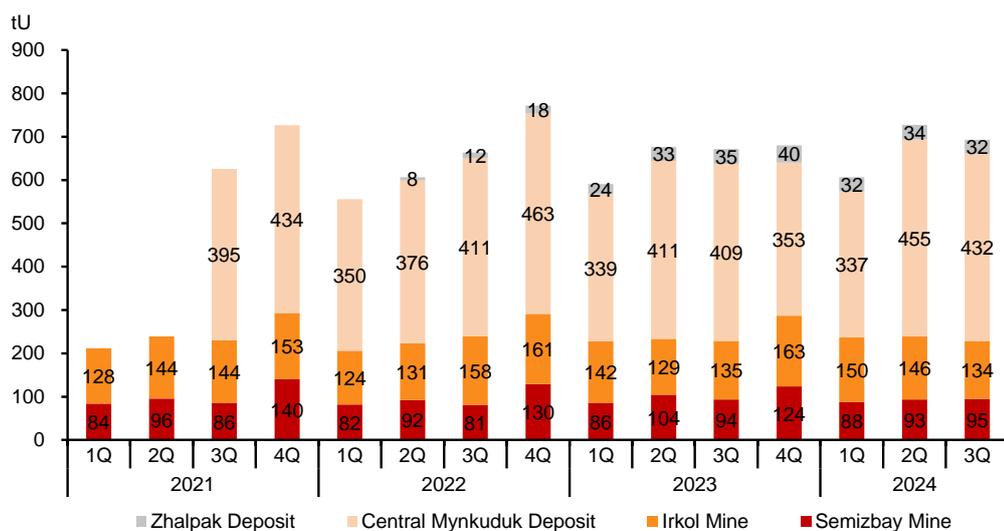
谢公司(Semizbay-U)

Semizbay-U 下属两个矿的产量在 2021-23 年相对平稳，2023 年的产量 976tU，同比上升 2%，当中谢矿(Semizbay Mine)/伊矿(Irkol Mine)的产量分别+6%/-1%至 407/569tU。今年首九个月，Semizbay Mine/Irkol Mine 的产量分别-3%/+6%至 276/429tU。由于产能利用率已经较高，我们预期未来两至三年产量将大致平稳。谢矿的矿权将于 2031 年结束，假设矿权获得延续，我们预计矿山寿命将于 2037 年左右结束。

奥公司(Ortalyk)

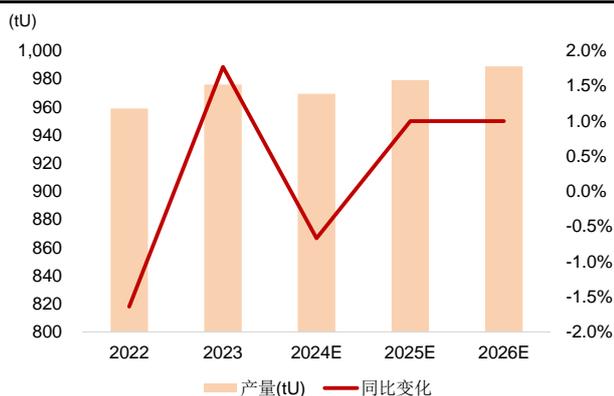
奥公司的主要产量来自中矿，2023 年中矿产量 1,513 tU(同比-5%)，今年首九个月产量同比回升 6%至 1,224tU，我们预计中矿未来产将保持平稳，并预计矿山寿命将于 2033 年左右结束。扎矿处于初步投产阶段，2023 年产量 131tU，在低基数下同比大增 2.3 倍，今年首 9 个月产量为 98tU，同比升 7%。我们预计扎矿未来产能将逐步爬坡。

图 10: 谢公司和奥公司旗下四个矿山的季度产量



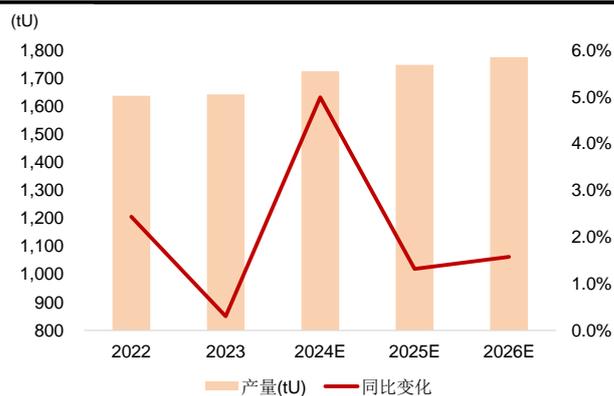
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 11: 谢公司产量(包括谢矿和伊矿)



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 12: 奥公司产量(包括中矿和扎矿)



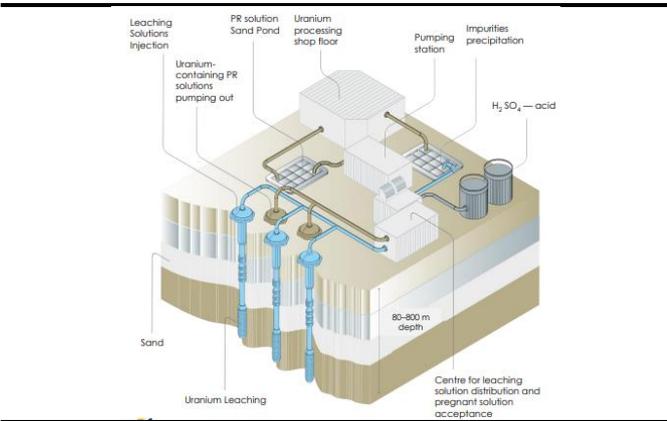
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

哈萨克矿山原地位浸出法产能成本具优势

根据 KAP 和 UxC 总结的铀矿开采成本分布曲线图，2023 年全球铀矿开采成本低于 20 美元/lb 的约占铀矿年产量的 25%，而且均集中在哈萨克斯坦境内。主要原因是哈萨克斯坦在产的铀矿均为砂岩型，因此可以更多采用原地位浸出法 (ISR Mining) 进行铀矿开采，通常铀矿开采是通过地下开采和露天开采后经过粉碎研磨并进行固体分离，而原地位浸出法采矿后可直接进行萃取沉淀，环节较地下、露天开采更少，因此开采成本更低。

低成本铀矿产量在全球产量的占比出现逐年减少的趋势，我们认为这将进一步提升低成本生产商的市场竞争力。根据 KAP 和 UxC 总结的生产成本曲线，生产成本低于 20 美元/lb 的铀矿产量占全球当年天然铀产量的比例在 2021/22/23 分别约为 55%/50%/25%。

图 13: ISR Mining 流程



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 14: 中广核矿业各矿山和同业生产成本对比

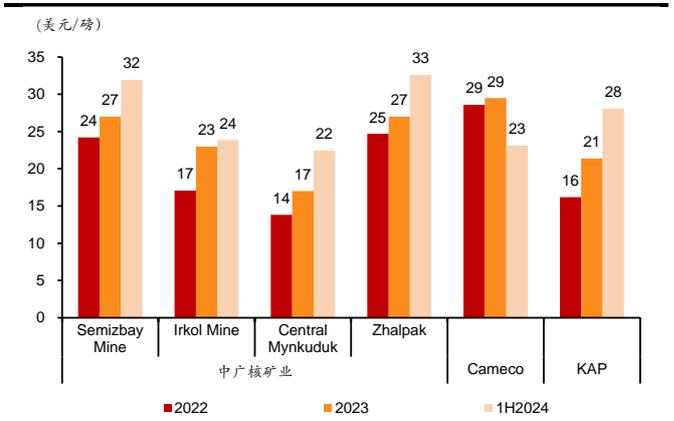
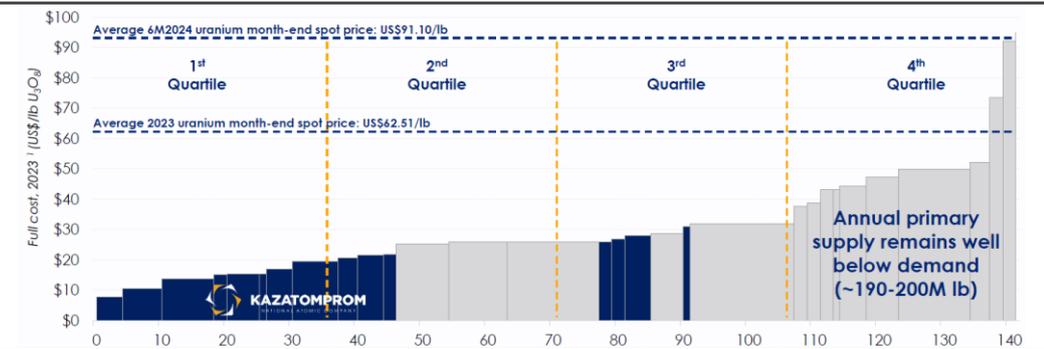


图 15: 2023 年全球铀矿生产成本分布曲线



资料来源：KAP, UxC

2023 年谢公司和奥公司旗下四个矿山开采平均成本价分别为每磅 17-27 美元，在全球范围而言处于偏低水平。

展望未来,哈萨克把矿山资源税(MET)上调,2025 年的税率将会从 2024 年的 6%上调至 9%,而 2026 年的税率将进一步分为按量和按价计算,由于谢矿和扎矿年产量都在 500 吨以下,以量定税下税率为 4%,而伊矿/中矿税率分别为 6%/9%,但总体上由于矿山规模不算大,新增税额仍然在可控的范围内。此外,由于硫酸供应将仍然偏紧,我们预计 2025/26 年矿山单位生产成本将上升 12%/9%。

图 16: 哈萨克按量计算的铀矿资源税(2026)

年产量	税率
500吨或以下	4%
1,000吨或以下	6%
2,000吨或以下	9%
3,000吨或以下	12%
4,000吨或以下	15%
4,000吨以上	18%

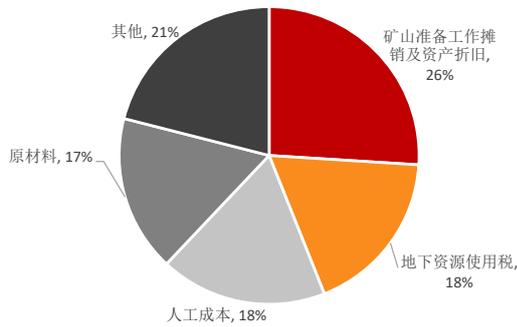
资料来源：哈原工、招银国际环球市场

图 17: 哈萨克按价计算的铀矿资源税(2026)

铀平均价格	税率
>\$70/lb	0.5%
>\$80/lb	1.0%
>\$90/lb	1.5%
>\$100/lb	2.0%
>\$110/lb	2.5%

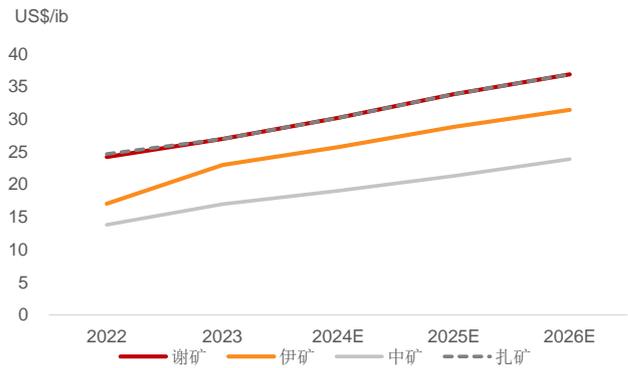
资料来源：哈原工、招银国际环球市场

图 18: 中广核矿业成本结构(2023)



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 19: 中广核矿业单位成本预测



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

自产矿山天然铀包销：前处于价格倒挂状态

天然铀包销是指由中广核矿业投资的矿山，通过购买矿山的天然铀产品并将其销售给客户，这些自产天然铀主要的销售客户是中广核铀业发展及其子公司。

中广核矿业自产的天然铀主要销售至下游的中广核集团。具体而言，中广核矿业与中广核铀业签订长期贸易合同，每 3 年签订一次。从销售额看，公司自产天然铀贸易销售量保持稳定。根据中广核矿业与中广核铀业签订的新销售框架协议（2022 年 8 月），在 2023-25 年内，中国铀业发展公司将每年从中广核矿业采购不少于 1,200 吨的天然铀；从售价看，中广核矿业的天然铀定价采取现货价格指数和长期预测价格相结合的方式。根据新销售框架协议，2023 年至 2025 年天然铀销售价格=40%*基础价格*天然铀预测价格+60%*现货指数，其中基础价格为 TradeTech 和 UxC 的预测价格的平均值，在 2023/2024/2025 年分别为 61.78 / 63.94 / 66.17 美元/lb；通胀系数则分别为 1.000/1.035/1.071；现货价格指数为交付日期 Tradetech 和 Uxc 最新现货指数的平均值。因此，在这协议下，当铀现货价高于已协议的基础价格，包销业务会处于亏损的状态。我们预计倒挂状态将会在 2026 年开始（即当前的三年协议结束后）有所改善。

国际铀贸易：全球核电发展带动需求增长

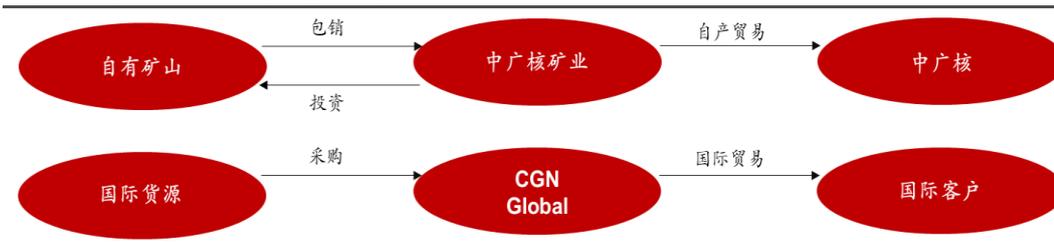
中广核矿业于 2019 年收购 CGN Global Uranium（中广核国际销售公司），主要通过其从事天然铀海外销售业务。铀矿交易形式包括现货和长期市场贸易，公司通过国际市场的第三方货源采购天然铀，再向第三方客户销售天然铀，其中采购端和销售端两端锁定、同时签约。海外客户主要来自欧洲、亚洲和北美洲。

2022/23/1H24 天然铀国际贸易量分别达 3,055 / 5,670 / 2,355 tU。我们推算 2022/23 毛利差为每磅 1.4/1.2 美元，总体稳定。2024 年前三季度新签约销售合同量分别为 3,340/889/1,288 tU，加权平均售价分别为 86.5/82.8/82 美元/lb；新签约采购合同量分别为 3,340/1,026/1,179 tU，加权平均价格分别为 84.8/88.1/78.9 美元/lb。

同时，公司存货管理较好，总体上在手订单在价格方面能够覆盖已有库存，在销量方面能够消化已有库存。截至 1H24，公司持有天然铀 875 tU，加权平均成本为 73.85 美元/lb；同时公司持有已签订但未交付天然铀销售量为 4,613 tU，加权平均售价为 75.47 美元/lb。

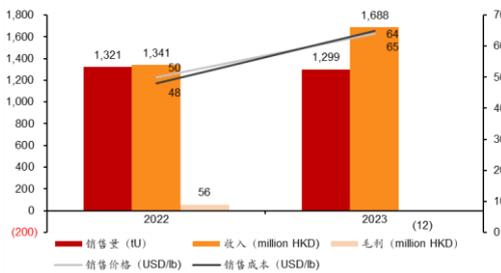
随着下游核电建设和铀资源的需求增长，预计公司国际贸易新增订单将稳定增加，我们预测 2024E-26E 公司国际铀资源贸易业务毛利差将整体稳定在每磅 1.2 美元。

图 20: 中广核矿业主要业务模式



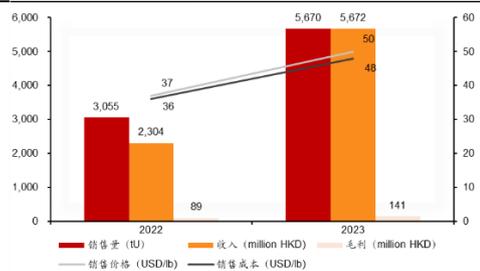
资料来源：公司资料

图 21: 自产贸易



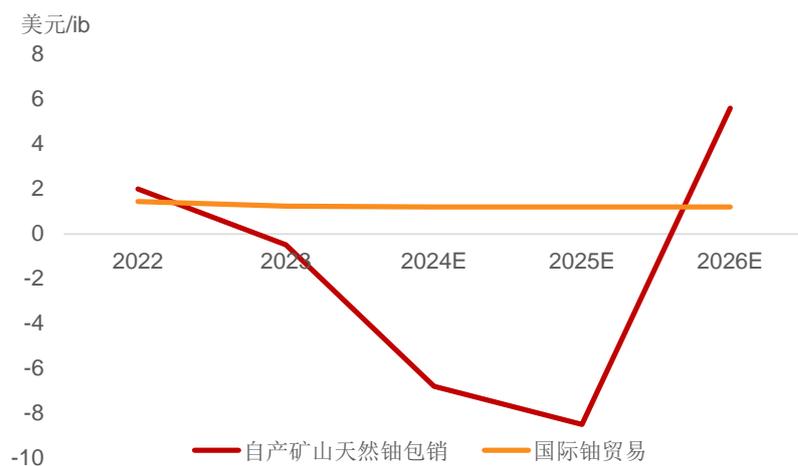
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 22: 国际贸易



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 23: 中广核矿业贸易业务毛利差



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

中广核矿业董事会及高管介绍

成员	年龄	职位	概况
王先锋	49	董事会主席 执行董事 首席执行官	王先锋先生，现任中广核铀业发展有限公司党委书记、董事长及总经理。王先生于一九九六年七月加入广东核电合营有限公司，此后于中国广核集团有限公司及其附属公司多家企业从事经营管理岗位。王先生于二零零三年三月至二零一一年十二月任职于大亚湾核电运营管理有限责任公司，先后担任维修部大修处大修计划科科长、维修部大修处副处长、阳江分公司计划处处长及总经理助理等职务。王先生于二零一一年十二月至二零二二年六月任职于阳江核电有限公司，先后担任生产部副经理、总经理助理及副总经理等职务。王先生于二零二二年六月至二零二四年五月任职于中广核陆丰核电有限公司担任党委副书记、董事及总经理，并自二零二四年五月起加入中广核铀业发展有限公司任党委书记、董事长及总经理。王先生于一九九六年七月毕业于华中理工大学电机电器及其控制专业获得工学学士学位，并于二零零九年三月毕业于上海交通大学核能与核技术工程领域工程专业获得工程硕士学位。王先生分别于二零零八年二月和二零二三年十二月获中国广核集团有限公司认定为高级工程师和正高级工程师职称。王先生于核电行业拥有近三十年的管理经验。
徐军梅	45	执行董事 首席财务官	徐军梅女士，于2022年3月委任为执行董事及首席财务官，同时担任中广核铀业发展董事、总会计师及斯科公司非执行董事。于2002年8月至2013年8月，徐女士就职于毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)，其中于2011年6月至2013年8月被借调至国务院国有资产监督管理委员会。徐女士于2013年8月加入中广核集团，先后担任多个职务，包括中广核铀业发展财务部副经理及经理以及中国广核电力股份有限公司(于联交所主板上市，股份代号：01816，于深交所上市，股份代号：03816)之财务共享服务中心副总监。徐女士在2002年7月毕业于北京科技大学英语专业，获文学学士学位，并于2015年7月获得清华大学工商管理专业管理学硕士学位。徐女士亦为中国注册会计师协会会员及国际内部审计师协会授予的注册内部审计师。
丁怀博	42	副总裁	丁怀博先生，现任副总裁，同时担任中广核铀业发展副总经理。丁先生于2009年加入中广核铀业发展，曾先后担任产业发展部暨核燃料部副经理及核燃料部经理。丁先生亦曾担任中国广核集团有限公司及中国广核电力股份有限公司(于联交所主板上市，股份代号：01816，于深交所上市，股份代号：03816)核燃料管理经理。丁先生于2004年毕业于西安交通大学应用物理学专业，获理学学士学位，并于2009年毕业于清华大学物理学专业，获理学博士学位。丁先生在核燃料行业拥有逾14年的经验及知识。
邱斌	51	副总裁	邱斌先生，现任副总裁，同时担任中广核铀业发展副总经理以及斯科公司执行董事兼总经理。邱斌先生于1994年加入中国广核集团有限公司，先后于广东核电合营有限公司的生产部、大亚湾核电运营管理有限责任公司的技术部和安质部、咸宁核电有限公司的生产部及中广核陆丰核电有限公司的运行部担任重要岗位。邱斌先生于2019年加入中广核铀业发展，先后担任斯科公司副总裁兼总经理，及中广核铀业发展副总经理职位。邱斌先生在核燃料行业拥有30年的丰富经验及深厚知识。邱斌先生于1994年7月毕业于西安交通大学电厂热能动力工程专业，获得工学学士学位，并于2009年6月毕业于上海交通大学核能与核技术工程领域工程专业，获得工程硕士学位。

田德强	41	副总裁	田德强先生，现任副总裁，同时担任中广核铀业发展副总经理和斯科公司非执行董事。田先生自2006年9月加入中广核工程有限公司，先后于岭澳二期现场项目部、防城港项目部、红沿河项目部及施工管理中心工作。田先生于2016年3月加入中国广核集团有限公司，曾担任体系管理部政策制度处制度业务经理。田先生于2018年9月加入中广核铀业发展，曾担任其下属公司中广核铀业物流(北京)有限公司的总经理及董事长。田先生于2023年3月加入本公司。田先生于2004年7月毕业于西安交通大学建筑环境与设备工程专业，获得工学学士学位。
王建东	--	副总裁	王建东先生获委任为中广核矿业的副总裁，现时亦是中广核铀业发展有限公司的副总经理。王先生于2007年加入中广核工程有限公司，曾先后担任工程培训中心培训讲师、培训高级主管及人力资源部模块副经理等职务。王先生于2018年4月至2024年6月任职于中国广核集团有限公司，先后担任人力资源部人事处处长及干部处处长，于2022年7月至2024年6月亦担任中国广核电力股份有限公司（于香港联合交易所有限公司主板上市，股份代号：01816；于深圳证券交易所上市，股份代号：03816）人力资源部干部一处处长。王先生分别于2004年7月及2007年1月取得大连理工大学工程管理专业的管理学学士学位及土木工程专业的工学硕士学位。王先生持有中国环境保护部行政体制与人事司认定的注册核安全工程师资格。
单学群	52	总裁助理	单学群先生，现任中广核矿业总裁助理，同时担任中广核铀业发展总经理助理。单先生自1998年1月起在国家经济贸易委员会办公厅、国务院国有资产监督管理委员会办公厅（党委办公室）先后担任干部、主任科员、秘书一处副处长、调研员等职务，并于2016年5月加入中国广核集团有限公司、中广核电力股份有限公司（于联交所主板上市，股份代号：01816，于深交所上市，股份代号：03816），先后担任主任助理、总裁办副主任、投资发展部总经理助理等职务。单先生于1994年7月毕业于哈尔滨工业大学飞行器结构与强度专业，获得工学学士学位，并于1996年7月毕业于中国人民大学工业经济专业，获得经济学硕士学位。
周荣生	53	总裁助理	周荣生先生，现任中广核矿业总裁助理，同时担任中广核铀业发展总经理助理。加入中广核集团前，周先生曾是上海交通大学核科学与工程学院讲师兼副教授，机械与动力工程学院副教授兼教育培训中心主任。周先生于2010年9月加入中广核集团，先后担任中广核集团公司科技与生产管理部核燃料经理、科技研发部核燃料管理处处长，中国广核电力股份有限公司资产经营部核燃料管理处处长等职务。周先生于2016年1月加入中广核铀业发展，出任总经理助理至今。周先生于1995年毕业于安徽教育学院化学专业获学士学位；于1998年毕业于中国核动力研究设计学院获核燃料循环与材料专业工学硕士学位，并于2002年获得该校核燃料循环专业工学博士学位。

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万港元)						
销售收入	3,860	3,649	7,363	10,992	11,852	13,084
销售成本	(3,771)	(3,501)	(7,231)	(11,097)	(12,004)	(12,848)
毛利润	88	148	132	(105)	(151)	235
销售费用	(14)	(13)	(19)	(11)	(12)	(13)
行政费用	(42)	(49)	(52)	(55)	(59)	(65)
其他	(1)	(3)	(6)	(11)	(7)	(8)
其他收入	8	16	12	20	18	20
应占联营公司的(亏损)/溢利	205	523	606	948	1,031	1,114
EBITDA	41	101	69	(161)	(212)	169
折旧	2	2	2	1	0	0
EBIT	40	100	67	(162)	(212)	169
利息收入	2	6	18	28	35	53
利息支出	(50)	(62)	(131)	(87)	(87)	(86)
净利息收入(支出)	(48)	(56)	(114)	(60)	(52)	(34)
税前利润	197	567	559	727	768	1,250
所得税	(18)	(52)	(62)	(283)	(92)	(150)
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	178	515	497	443	675	1,100
调整后净利润	178	515	497	443	675	1,100
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万港元)						
流动资产	1,933	2,447	2,214	3,644	3,142	4,991
现金与现金等价物	81	52	1,017	823	1,496	2,033
应收账款	99	343	462	562	607	612
存货	1,743	2,048	697	2,221	1,002	2,307
其他流动资产	9	2	38	38	38	38
非流动资产	4,416	4,419	4,536	4,702	4,882	5,078
物业及厂房及设备(净额)	1	1	1	1	1	0
使用权资产	4	2	1	0	0	0
合资及联营公司投资	4,353	4,369	4,495	4,661	4,842	5,038
其他非流动资产	58	46	39	39	39	39
总资产	6,350	6,866	6,750	8,346	8,024	10,069
流动负债	3,754	2,064	1,391	2,543	1,613	2,659
短期债务	0	958	349	399	449	499
应付账款	1,103	1,044	999	2,102	1,121	2,117
应付税款	9	11	12	12	12	12
其他流动负债	2,640	50	30	30	30	30
租赁负债	1	2	1	1	1	1
非流动负债	440	1,454	1,479	1,479	1,479	1,479
长期债务	388	0	0	0	0	0
其他非流动负债	52	1,454	1,479	1,479	1,479	1,479
总负债	4,194	3,518	2,870	4,022	3,092	4,138
股东权益总额	2,155	3,348	3,880	4,324	4,932	5,931
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	6,350	6,866	6,750	8,346	8,024	10,069

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万港元)						
经营现金流						
税前利润	197	567	559	727	768	1,250
折旧摊销	2	2	2	1	0	0
税款	(19)	(15)	(35)	(283)	(92)	(150)
营运资金变化	233	24	989	(534)	188	(323)
其他	(155)	(465)	(476)	(878)	(972)	(1,073)
净经营现金流	258	113	1,040	(967)	(109)	(296)
投资现金流						
资本开支	(0)	(1)	(0)	0	0	0
收购与投资	(3,374)	0	0	0	0	0
其他	38	419	499	810	885	971
净投资现金流	(3,337)	419	499	810	885	971
融资现金流						
已支付股息	(33)	0	0	0	(67)	(101)
净借贷	(667)	570	(609)	50	50	50
发行股票所得现金	0	776	0	0	0	0
其他	2,681	(1,896)	27	(87)	(87)	(86)
净融资现金流	1,981	(550)	(582)	(37)	(103)	(138)
净现金流变动						
年初现金	0	81	52	1,017	823	1,496
汇率变动	1,179	(11)	8	0	0	0
年末现金	81	52	1,017	823	1,496	2,033

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。