

2024 年 11 月 27 日
 Cameco (CCJ.US)

SDICS

公司深度分析

证券研究报告

其他金属及矿物

全球铀资源龙头，乘行业上行东风

Cameco 公司全球铀矿资源开发及贸易头部企业。公司主营业务主要分为两部分：铀资源业务以及核燃料服务业务。公司业务涵盖从勘探到燃料服务的整个核燃料循环周期，从铀矿的勘探、开采、精炼、 UO_2 和 UF_6 转化服务、 U_3O_8 贸易、反应堆的燃料制造等环节。给予公司目标价 70.81 美元，对应 2024-2026 年 PB 为 6.74 倍/6.15 倍/5.52 倍，较最近收市价有 20.8% 的上涨空间，首次覆盖予以“买入”评级。

报告摘要

公司掌握铀资源丰富，全球拥有多处优质铀矿山。公司通过参控股拥有全球多处天然铀矿权益，主要分布在美、亚、澳三个大洲。公司旗下矿山产能每年超 3 千万磅 U_3O_8 的产量，占全球超过 1/4 的产量以及超过 4.8 亿磅 U_3O_8 的铀矿储量（已探明+可推论），处于全球领先水平。公司目前在运营铀矿主要在加拿大和哈萨克斯坦。2021-2023 年铀资源业务实现营收 10.55/14.80/21.52 亿加元，业务收入占总营收比例高于 70%。预计在未来铀矿需求进一步上升的背景下，铀矿价格上升利好公司未来业绩。同时公司拥有多处正在开发铀矿，保证未来长期发展。

核燃料服务业务产能优势行业领先。公司拥有全球最大的商业铀矿精炼厂之一 Blind River 精炼厂，该工厂精炼 UO_3 的设计产量为 2.4 万 tU。接下来， UO_3 将在公司的 Port Hope 转化厂被转化为 UO_2 或 UF_6 ，转化厂的年产量约为 1.3 万 tU，拥有全球约 21% 的转化产能。此外，Port Hope 工厂以及 Cobourg 工厂均可生产 CANDU 反应堆燃料组件和反应堆部件。

收购西屋电气公司，参与 GLE 项目，增强公司全产业链布局。公司分别于 2021 年以及 2023 年参与 GLE 项目以及收购西屋电气公司。西屋电气拥有第三代核电机组 AP1000 设计方案并积极研发小型模块化反应堆和微型反应堆等技术，提前布局先进核电技术。此外 GLE 项目积极研究新一代核燃料浓缩技术。收购完成后公司在除本业铀矿相关业务外，进一步向核电产业链的下游核电站设计以及核燃料循环领域布局，提升公司为客户提供核电全产业链解决方案的能力。

全球重新重视核电，核燃料行业增长潜力强劲 截止 2024 年 9 月 30 日，全球核电装机容量 396 吉瓦，在建容量 67 吉瓦。在多重外部能源因素刺激下，全球国家重新开始提出发展核电策略，2023 年底《三倍核电宣言》被提出，计划于 2050 年将全球核电装机提升至当前的三倍。核电行业规模预计会进一步增大，装机增加会带动上游核燃料需求，促进铀价进一步上行，利好核燃料行业。

首次覆盖予以“买入”评级，目标价 70.81 美元 Cameco 作为全球天然铀最大的生产商之一，其在全球铀资源方面拥有举足轻重的地位。公司拥有的位于 McArthur River 矿、Cigar Lake 矿、Inkai 矿等多个优质铀矿，相较于其他铀矿公司，其在铀资源上拥有强大的优势。同时，公司在全球范围内积极对铀资源进行勘探与开发，此举进一步巩固了公司的行业龙头地位，也保证了公司未来的长期发展潜力。2024-2026 年，预测公司营收为 29.4/33.6/37.4 亿加元，增速为 13.8%/14.2%/11.3%，归母净利润为 3.7/6.7/8.6 亿加元，增速为 1.7%/83.3%/27.1%。综合以上因素，给予公司目标价 70.81 美元，对应 2024-2026 年 PB 为 6.74 倍/6.15 倍/5.52 倍，较最近收市价有 20.8% 的上涨空间，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：国际天然铀价格波动，核电行业发展不及预期，汇兑风险，铀矿项目进展不及预期，铀矿开采成本涨幅超预期。

(转下页...)

投资评级： **XX 买入 XX**

买入 评级

6 个月目标价 **70.81 美元**

股价 2024-11-26 **58.62 美元**

总市值(百万美元)	25,511.42
流通市值(百万美元)	24,860.74
总股本(百万股)	435.2
流通股本(百万股)	424.1
12 个月低/高(美元)	35.4/61
平均成交(百万美元)	234.99

股东结构

Blackrock Inc	5.90%
FMR LLC	4.79%
Mirae Asset Financial Group	3.93%
Vanguard Group Inc	3.79%
Capital Group Cos Inc	3.15%
其他美股	78.44%

总共 **100.0%**

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.30	36.31	-3.05
绝对收益	8.98	43.99	29.28

数据来源：彭博、纽交所、纳斯达克、公司资料

朱睿泽 能源行业分析师

frankzhu@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

(年结 31/12; CAD 000)	FY 2022A	FY 2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
销售收入	1,868,003	2,587,758	2,943,750	3,360,874	3,740,414
增长率 (%)	26.6%	38.5%	13.8%	14.2%	11.3%
净利润	89,382	360,847	367,155	672,902	855,052
增长率 (%)	-vebase	304.2%	1.7%	83.3%	27.1%
毛利率 (%)	12.5%	21.7%	25.3%	30.2%	32.4%
净利率 (%)	4.8%	13.9%	12.5%	20.0%	22.9%
ROE, 平均 (%)	1.7%	6.0%	5.9%	10.0%	11.5%
每股盈利 (元)	0.220	0.833	0.847	1.553	1.973
每股净资产 (元)	14.392	14.062	14.791	16.224	18.076
市盈率 (x)	374.56	99.16	97.46	53.18	41.85
市净率 (x)	5.74	5.87	5.58	5.09	4.57
股息收益率 (%)	0.16	0.15	0.14	0.14	0.15

数据来源：公司资料，国证国际预测

目录

1. 公司介绍	4
1.1. 公司概况	4
1.2. 管理团队简介	5
2. 主营业务简介	6
2.1. 铀资源业务	7
2.2. 核燃料服务业务	10
2.3. 西屋电气公司 (Westinghouse Electric Company)	11
2.4. 环球激光浓缩公司 (Global Laser Enrichment LLC)	12
3. 行业分析	13
3.1. 核电行业	13
3.2. 天然铀行业	16
4. 公司盈利预测与估值	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 公司估值	19
5. 风险提示	19
附表：财务报表预测	20

1. 公司介绍

1.1. 公司概况

Cameco 公司全球最大的铀资源公司 Cameco 公司（以下简称公司或 Cameco），全称为加拿大矿业能源资源公司（Canadian Mining and Energy Corporation），创立于 1987 年 6 月 19 日，1996 年于纽交所上市，股票代码（NYSE: CCJ）。公司总部位于加拿大萨斯卡通，是目前全球最大的铀矿资源公司之一以及全球最大的铀交易商之一。

图表 1 Cameco 公司发展大事记

年份	事件
1988	▪ 两家加拿大政府企业萨斯喀彻温矿业开发与埃尔多拉多核子有限公司合并为 Cameco Corporation。
1991	▪ Cameco 公司完成 IPO 登陆多伦多证券交易所。
1996	▪ Cameco 公司完成 IPO 登陆纽约证券交易所，股票代码：CCJ。 ▪ 公司收购美国最大铀矿生产商-Power Resources Inc.，收购完成后公司铀矿储量增长 10%。
1998	▪ 收购加拿大 Uranerz Exploration and Mining Limited 和 Uranerz U.S.A., Inc.，收购完成后公司铀矿储量增长 30%。
1999	▪ 公司签署协议，购买来自俄罗斯拆除的核武器的高浓缩铀(HEU)提取的天然铀。 ▪ 公司旗下全球品位最高的 McArthur River 矿山开始产出铀矿。
2000	▪ McArthur River 矿山进入商业生产。
2001	▪ McArthur River 矿山达到计划产能。
2002	▪ 萨斯喀彻温政府出售剩余 10%股份后，公司全部普通股实现全流通。
2004	▪ 公司宣布开始开发哈萨克斯坦的 Inkai 矿。
2006	▪ 公司收购核燃料束生产商 Zircotec 精密工业公司。
2008	▪ 公司出资收购 Global Laser Enrichment (GLE) 公司 24%的股份，研究激光浓缩铀技术。
2010	▪ 公司与中核集团、中广核电力签订 5200 万磅浓缩铀供货合同。 ▪ 公司位于哈萨克斯坦 Inkai 矿山的主加工厂投入运行。
2013	▪ 公司从 NUKEM 集团手中收购其核燃料服务公司 NUKEM Energy GmbH
2014	▪ 公司出售其持有的 31.6%的 Bruce Power 的股权。
2016	▪ 由于铀价低廉，卡梅科中止了其 Rabbit Lake 矿山的运营。
2017	▪ 公司暂停其 McArthur River 矿山和 Key Lake 工厂的运营。
2021	▪ 通用电气-日立将所持有 GLE 公司的 76%股权出售给卡梅科公司以及 Silex Systems 有限公司。卡梅科公司持有 GLE 股权占比上升至 49%。
2022	▪ 公司和 Brookfield Renewable Partners 组成战略合作伙伴，开始对顶尖核电技术公司——西屋电气公司进行收购。 ▪ 公司与中核国际签署铀供应合同。
2023	▪ 公司与 Brookfield 完成联合收购西屋电气的交易。

资料来源：公司公告、公司官网、国证国际

1.2. 管理团队简介

管理层行业经验丰富，助力公司获取优质矿源 公司高管团队拥有丰富天然铀行业、公司管理或财务经验，其中，例如 Tim 先生及 Brain 先生均有超过 30 年从事于天然铀行业经历。Tim 先生同时作为多个加拿大及国际核能组织成员，使得公司在国际天然铀市场及核能行业中更具影响力。

图表 2 公司管理层列表

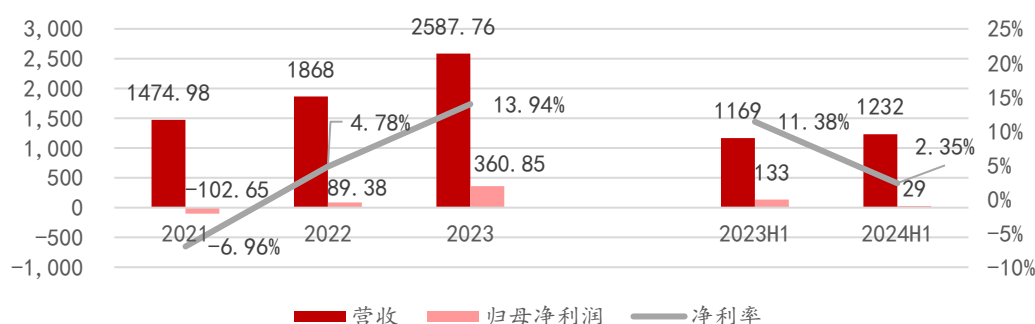
管理层	职务	简介
	总裁兼首席执行官	Tim 先生于 2007 年加入公司并担任高级副总裁兼首席运营官，2010 年担任公司总裁，2011 年开始担任公司首席执行官一职。在加入 Cameco 以前，Tim 先生在一家矿业公司负责铀矿与黄金矿的开发与退役事务。此外，Tim 先生也在加拿大及国际上的核能相关组织中担任职务。
Tim Gitzel		
	执行副总裁兼首席财务官	Grant 先生于 2009 年加入公司并担任高级副总裁，2011 年起同时兼任 CFO 职务。自 2023 年 Grant 先生开始担任执行副总裁并兼任 CFO。
Grant Isaac		
	高级副总裁兼 Chief Corporate Officer	Rachelle 女士拥有 CPA 及 CMA 资格，于 2006 年加入公司主要从事投资者关系相关事务，后于 2004 年开始担任高级副总裁兼 Chief Corporate Officer 职务。
Rachelle Girard		
	首席法律官兼公司秘书	Sean 先生于 1993 年加入公司法务部，从事法律相关工作超过 30 年，拥有丰富的专业知识。于 2014 年，Sean 先生开始担任公司首席法律官兼公司秘书职务。
Sean Quinn		
	高级副总裁兼首席运营官	Brain 先生于 2011 年加入 Cameco 的澳洲公司，主要负责 Cameco 澳洲的发展策略及规划，之后于 2017 年担任公司高级副总裁兼首席运营官。加入 Cameco 前，Brain 曾任 Titan Uranium 的总裁及 CEO，拥有丰富铀矿行业工作经验。
Brain Reilly		
	高级副总裁兼首席财务官	Heidi 女士于 2005 年加入公司，拥有超过 25 年财务管理经验，于 2013 年担任副总裁、财务总监，2023 年后开始担任高级副总裁兼副首席财务官。
Heidi Shockey		

资料来源：公司官网、国证国际

2. 主营业务简介

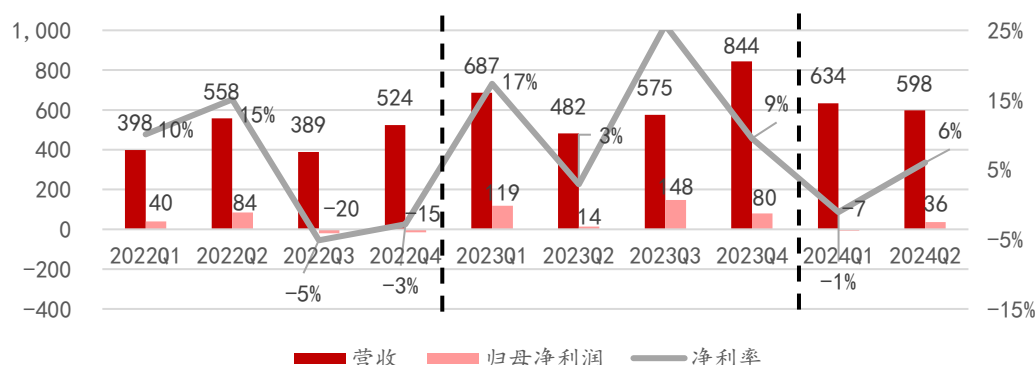
公司主营业务为铀矿资源及核燃料服务 Cameco 公司主营业务主要分为两部分：铀资源业务以及核燃料服务业务。公司业务涵盖从勘探到燃料服务的整个核燃料循环周期，从铀矿的勘探、开采、精炼、 UO_2 和 UF_6 转化服务、铀精矿 (U_3O_8) 贸易、反应堆的燃料制造等环节，同时，公司也在积极与 Silex Systems 有限公司合作研究天然铀浓缩等核相关技术。公司为全球 15 个国家的核电公司提供核燃料产品及服务。公司 2021-2023 年实现总营收分别为 14.75/18.68/25.88 亿加元，毛利分别为 0.02/2.33/5.62 亿加元，归母净利润分别为 -1.03/0.89/3.61 亿加元。公司业务表现与国际铀矿价格关联较大，因近两年全球核电行业回暖，国际铀价也逐步上升，公司业绩逐年向好。

图表 3 Cameco 公司年度营业收入（百万加元）及净利率



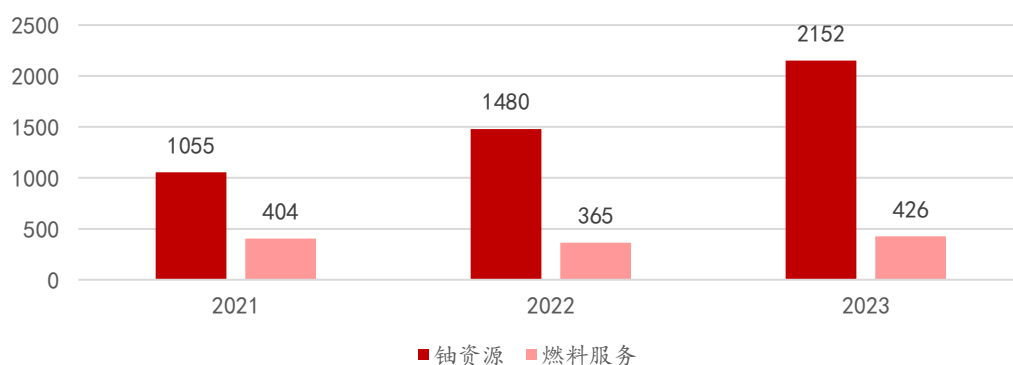
资料来源：公司公告、国证国际

图表 4 Cameco 公司季度营业收入（百万加元）及净利率



资料来源：公司公告、国证国际

图表 5 Cameco 公司收入按业务分类（百万加元）

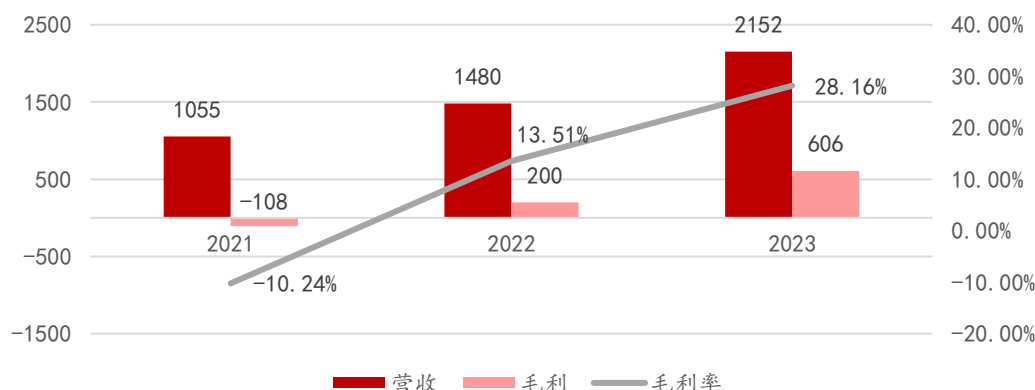


资料来源：公司公告、国证国际

2.1. 铀资源业务

铀价大幅上涨，铀资源业务业绩逐年向好 公司的铀资源业务为全球天然铀矿开发及铀矿相关产品贸易，涵盖天然铀矿勘探、开采、选矿、精炼以及铀矿贸易，是公司营收的最重要来源。2021-2023 年，铀资源业务实现营收 10.55/14.80/21.52 亿加元，业务收入占比比例常年高于 70%；在 2023 年进一步达到 80%。业务 23 年毛利率约为 21%，较 22 年毛利率提升约 12%，24 年最新毛利率达到 30% 水平。公司铀资源业务表现逐年向好的主因为近两年铀价大幅上升所带动。

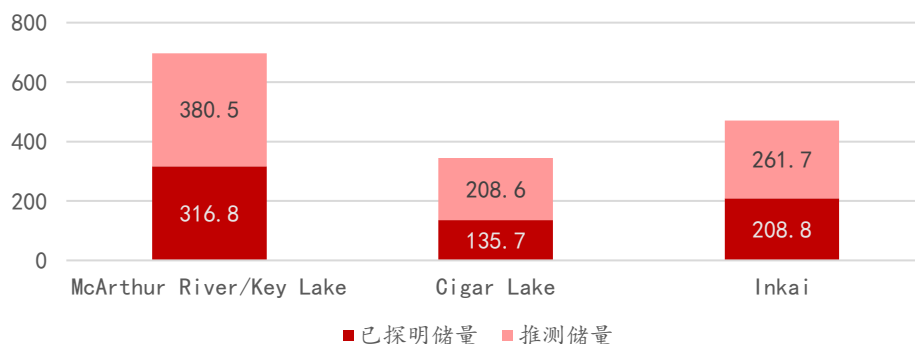
图表 6 2021-2023 年铀资源业务表现（百万加元）



资料来源：公司公告、国证国际

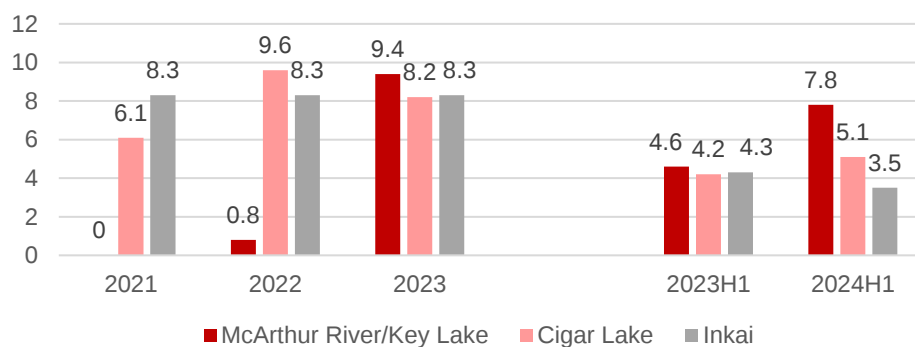
拥有多处优质在运营铀矿，铀矿储量全球名列前茅 铀矿开采是核燃料循环的最前端过程，它的任务是将工业品位的铀矿从天然铀矿矿场中开采出来并提取出 U_3O_8 产品，之后将 U_3O_8 出售给合作核电公司或者进一步提炼出核电级铀化合物。公司通过参控股拥有全球多处天然铀矿权益，分布在美、亚、澳三大洲。公司掌握了全球每年超 3 千万磅 U_3O_8 的产量，占全球超过 1/4 的产量以及超过 4.8 亿磅 U_3O_8 的铀矿储量（已探明+可推论），处于全球领先水平。公司目前在运营铀矿主要在加拿大和哈萨克斯坦：

- **加拿大 McArthur River/Key Lake 矿，全球最大高品位铀矿** McArthur River/Key Lake 铀矿位于加拿大的萨斯喀彻温省北部。该矿是全球最大的高品位铀矿，平均品位达到 6.72%，已探明+可推论储量约为 3.7 亿磅 U_3O_8 。公司拥有铀矿 70% 的股权，权益储量约为 2.6 亿磅 U_3O_8 。2024 年该矿山计划产量 1260 万磅 U_3O_8 。此外，公司在 Key Lake 出拥有一个精炼加工厂，是目前全球最大的高品位矿加工厂之一，主要对 McArthur River/Key Lake 出产的铀矿进行提炼加工。
- **加拿大 Cigar Lake 矿，全球品位最高铀矿** Cigar Lake 矿位于加拿大的萨斯喀彻温省北部，是全球品位最高的铀矿，平均品位达到 17.03%。公司拥有铀矿 54.5% 的股权。矿山探明+推测储量超 2 亿磅 U_3O_8 ，其中公司拥有权益储量约为 1.1 亿磅 U_3O_8 。2024 年 Cigar Lake 矿计划产量为 980 万磅 U_3O_8 。
- **哈萨克斯坦 Inkai 矿，与哈萨克斯坦共同运营** 2004 年公司公告开始开发哈萨克斯坦 Inkai 矿，2008 年开始正式运营。公司拥有矿山 40% 股权，预测拥有权益储量约 1 亿磅 U_3O_8 。2024 年 Q1 及上半年产量分别为 190 万磅 U_3O_8 和 350 万磅 U_3O_8 ，前一年同期产量分别为 190 万磅 U_3O_8 和 350 万磅 U_3O_8 。Q1 及上半年产量同比下降主要因为哈萨克斯坦硫酸供应紧张所致。

图表 7 公司在运营矿山储量 (百万磅 U_3O_8)


*以上数据均为矿山 100% 储量

资料来源: 公司官网、国证国际

 图表 8 公司在运营矿年产量 (百万磅 U_3O_8)


* McArthur River/Key Lake 及 Cigar Lake 为公司所占权益产量, Inkai 为 100% 产量

资料来源: 公司官网、国证国际

图表 9 McArthur River/Key Lake 矿



资料来源: 公司官网、国证国际

图表 10 Cigar Lake 矿



资料来源: 公司官网、国证国际

图表 11 Inkai 矿



资料来源: 公司官网、国证国际

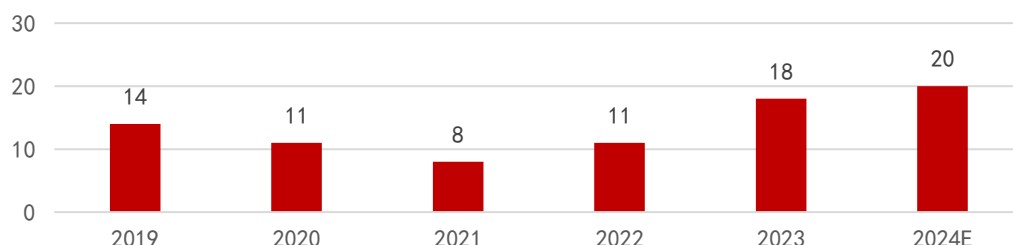
多个在开发铀矿项目，保证未来全球铀矿供应 新的铀矿项目需要经历项目启动、确立项目目标、预可行性分析、可行性分析等多个节点通过才会进入矿建，并进一步成为在运营铀矿。为保证未来铀矿的供应，在现有在运营铀矿开采完之前，公司需要持续勘探新铀矿。目前公司主要有三个在开发铀矿，分别是加拿大的 Millennium 矿以及澳大利亚的 Yeelirrie 矿和 Kintyre 矿。同时，公司会根据全球天然铀市场最新情况来调整勘探及开发活动。自 2019 年来，核燃料市场热度持续上升，国际铀价稳步上行，为响应核燃料市场的积极势头，公司加大勘探活动支出，以应对未来铀矿的需求上行。

图表 12 公司在开发矿山列表

铀矿	位置	预计权益所占储量	平均品位	参股比例
Millennium 矿	加拿大	53-73.2 百万磅 U_3O_8	2.39%-3.19% U_3O_8	69.9%
Yeelirrie 矿	澳大利亚	128.1 百万磅 U_3O_8	0.15% U_3O_8	100%
Kintyre 矿	澳大利亚	53.5-59.5 百万磅 U_3O_8	0.53%-0.62% U_3O_8	100%

资料来源：公司官网、国证国际

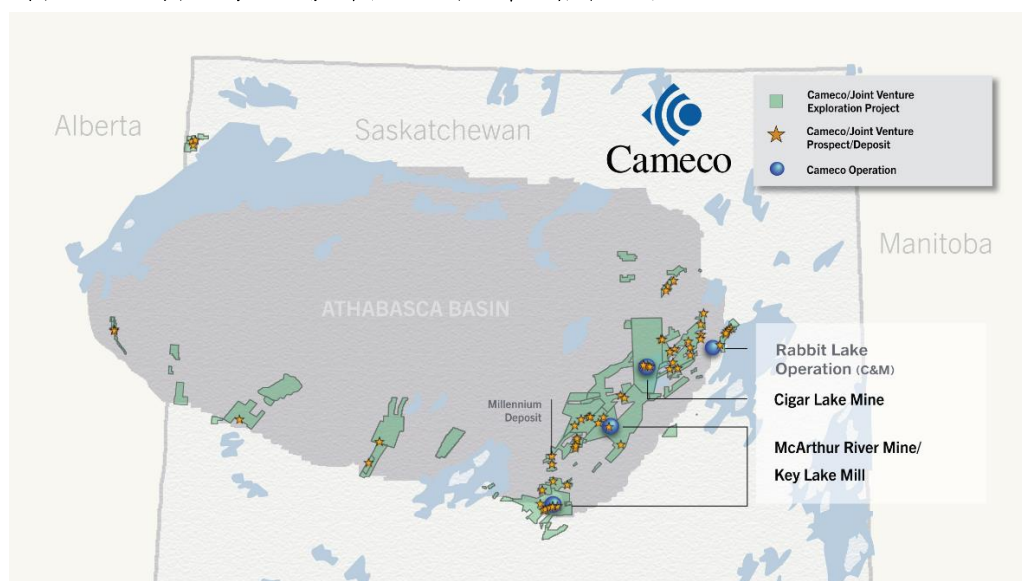
图表 13 公司历年勘探开发费用支出（百万加币）



资料来源：公司公告、国证国际

拥有大量潜在可开发优质潜在矿址，未来增量可期 公司在全球拥有约 74 万公顷土地面积的可开发权，遍布加拿大、澳大利亚、哈萨克斯坦和美国四国的优质铀矿产区。其中大约为 65 万公顷的土地面积位于加拿大的萨斯喀彻温省北部地区，这些土地中覆盖了阿萨巴斯卡盆地（著名优质高品位铀矿地区）许多优质铀矿区位。因公司目前已在萨斯喀彻温省北部地区拥有多处经营矿场，过往的开发经验以及已有的设施可以很大程度上协助未来的勘探开发工作，使得公司在本区位的铀矿勘探开发更具优势。

图表 14 公司在加拿大的萨斯喀彻温省北部的勘探区域

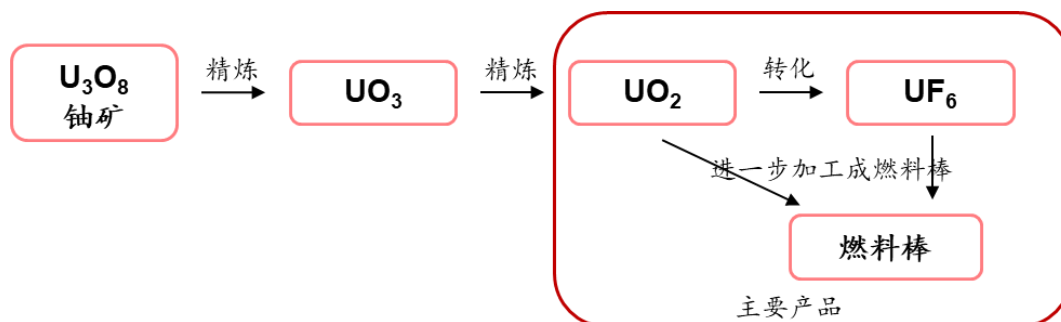


资料来源：公司官网、国证国际

2.2. 核燃料服务业务

核燃料服务业务 公司的核燃料服务业务主要从事铀精矿 (U_3O_8) 的提炼、转化、以及燃料制造服务；公司将 U_3O_8 精炼成 UO_3 ，并进一步提纯为 UO_2 ，最后转化为 UF_6 以及核燃料，其中 UO_3 、 UO_2 以及 UF_6 均为该分部的终端产品。同时该分部也可生产用于 CANDU 机组的燃料棒及反应堆组件。

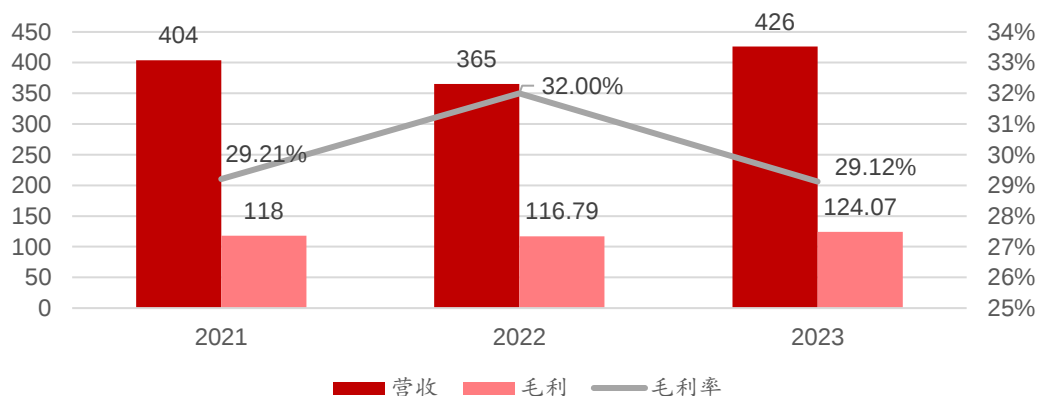
图表 15 燃料服务业务主要流程



资料来源：公开资料、公司官网、国证国际

全球领先铀矿加工服务供应商 公司拥有全球最大的商业铀矿精炼厂之一 Blind River 精炼厂，该工厂精炼 UO_3 的设计产量为 2.4 万 tU。接下来， UO_3 将在公司的 Port Hope 转化厂被转化为 UO_2 或 UF_6 ，转化厂的年产量约为 1.3 万 tU，拥有全球约 21% 的转化产能。此外，Port Hope 工厂以及 Cobourg 工厂均可生产 CANDU 反应堆燃料组件和反应堆部件。2021-2023 年公司的核燃料服务业务实现营收 4.04/3.65/4.26 亿加元，业务毛利率约为 30%。

图表 16 2021-2023 年燃料服务业务表现（百万加元）



资料来源：公司公告、国证国际

图表 17 精炼、转化、制造厂产品及产能

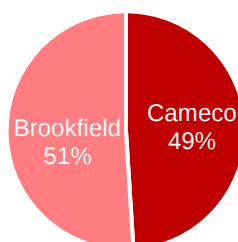
	最终产品	年均产能
Blind River 精炼厂	UO_3	18 百万 kgU，设备升级后可达 24 百万 kgU
Port Hope 转化厂	UF_6 、 UO_2	UF_6 : 12.5 百万 kgU UO_2 : 2.8 百万 kgU
Cameco 燃料制造厂	CANDU 堆型燃料棒	1.65 百万 kgU

资料来源：公司公告、国证国际

2.3. 西屋电气公司 (Westinghouse Electric Company)

收购西屋电气公司 (Westinghouse)，完善公司核电产业链布局 在 2023 年 11 月，公司与 Brookfield 合作完成对 Westinghouse 的收购。收购完成后，公司拥有西屋电气 49% 的股份，Brookfield 拥有西屋电气 51% 的股权。西屋电气是一家全球领先核电反应堆技术及核电设备制造商，它于 1957 年便设计出全球第一台商用核电压力堆。此次西屋电气的收购极大的增强了公司行业竞争力，进一步延伸公司在核电产业链的布局，向上延伸至核电反应堆设计行业，向下延伸至核燃料循环业务。通过核燃料循环业务将进一步增强核心业务为客户提供更多核燃料循环领域的解决方案。

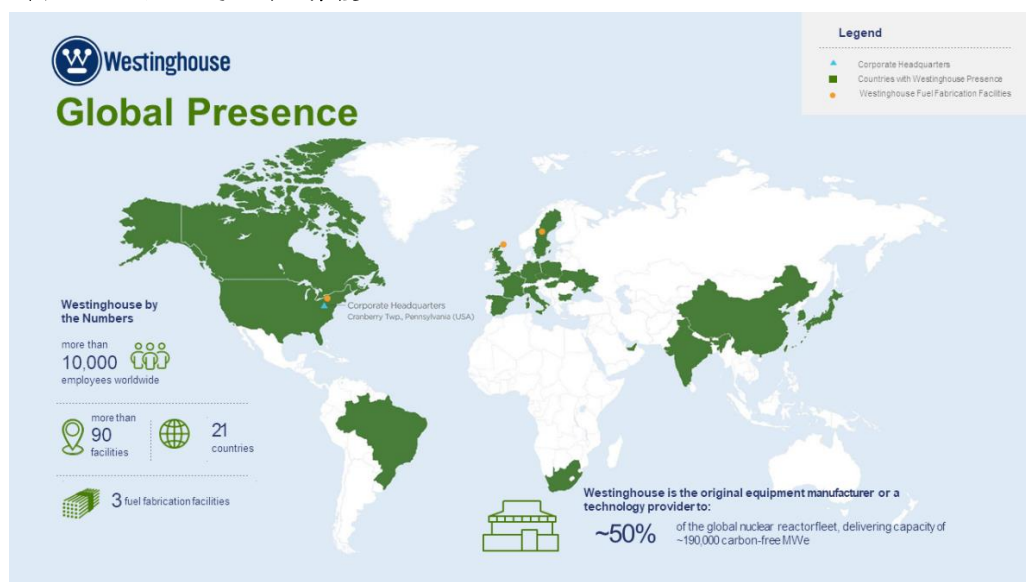
图表 18 西屋电气公司股权结构



资料来源：公司官网、国证国际

全球领先核电机组设计方案提供商 西屋电气主要业务为反应堆设备的设计研发等工作，并拥有 AP1000 三代核电堆型知识产权，全球多个国家均有使用该型号反应堆的核电站。在业务方面，西屋电气公司不参与核电站建造过程，也不承担建造时可能产生的风险，除前期设计工作外，其主要在核电站投入商运后的核燃料及反应堆维护方面获得长期稳定的回报。当下，核能发电的重要性正被更多国家发现，未来核电将会在各国的能源系统中扮演更加重要角色。西屋电气也会为将公司在核电产业链布局提供更大价值。

图表 19 西屋电气公司业务覆盖地区



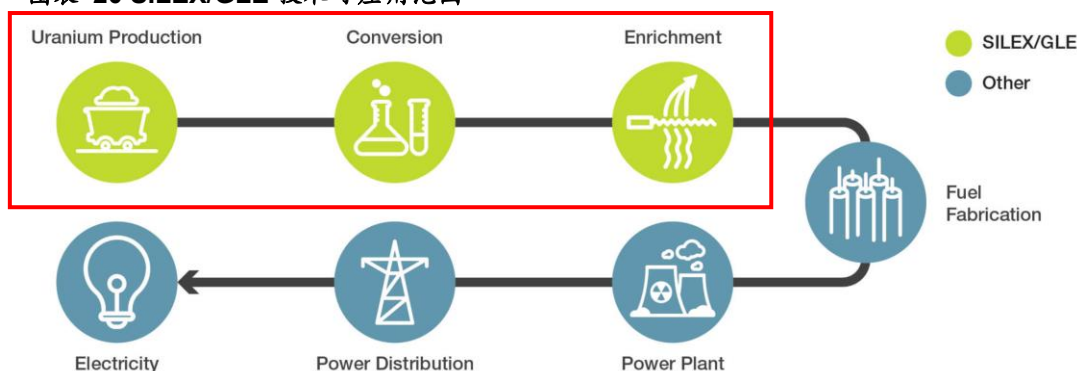
资料来源：公司公告、国证国际

积极探索小型模块化反应堆可行方案 为扩大未来核电应用场景，核电企业开始聚焦于小型核电技术。除大型核电反应堆外，西屋电气也致力于开发小型模块化反应堆，其 AP300 小型模块化反应堆是基于 AP1000 的成熟设计进行小型化研发。同时，西屋电气也在研发更小型的微反应堆 eVinci，该项目获得美国能源部资助，用于在爱达荷国家实验室进行反应堆的前端工程设计。AP300 小型堆和 eVinci 微型堆与大型堆一样可以提供长期稳定的能源供应，但是 AP300 以及 eVinci 可应用于更多更复杂场景，例如工业供电、偏远地区采矿、海上钻井平台、国防设施和关键基础设施等；此外，小型堆也可适用于发电之外的应用，包括供热、海水淡化和制氢等。

2.4. 环球激光浓缩公司 (Global Laser Enrichment LLC)

环球激光浓缩公司 (Global Laser Enrichment LLC, 简称 GLE) GLE 公司为全球领先铀浓缩技术公司, 拥有激光激发同位素分离 (SILEX) 技术的全球独家授权, 即第三代铀浓缩技术。GLE 公司正式成立于 2007 年以研究 SILEX 技术在铀浓缩上的应用。2008 年, 卡梅科公司收购 GLE 公司 24%, 加强其在铀浓缩产业的布局。2021 年, 通用电气-日立出让其 76% 的 GLE 公司股份给卡梅科及 Silex 公司, 交易完成后卡梅科所占份额从 24% 上升至 49%, Silex 公司持有 51%。

图表 20 SILEX/GLE 技术可应用范围



资料来源: SILEX 官网、国证国际

布局 SILEX 技术, 抢占技术先发优势 GLE 公司拥有的 SILEX 技术是目前全球在研三代浓缩技术中, 是未来最有可能实现商业化应用的技术之一。SILEX 技术通过利用特定波长的激光选择性激发铀 235, 实现不同铀的同位素铀 235 与铀 238 的分离, 从而提高铀 235 的浓度, 所得的浓缩铀 235 可进一步用于生产核燃料。相比于第一代浓缩铀技术气态扩散法以及当前主流的第二代技术离心法, SILEX 技术可以在更低浓缩成本下实现更高的浓缩效率, 同时其生成废料更少更绿色环保。对于目前主流的大型轻水堆燃料所需的商用低浓缩铀, SILEX 技术未来可做到进一步提高生产效率并减少生产过程中所产生的污染。此外, 该技术也具有更高的可控灵活性, 可根据反应堆的不同而制成不同浓度的浓缩铀产品。在未来核电技术不断发展、应用场景逐步扩大的趋势下, SILEX 技术将可为更先进反应堆提供燃料, 例如小型模块化反应堆等。

图表 21 各代铀浓缩技术对比

	技术	浓缩效率	成本
气体扩散法	第一代	低	高
离心法 (当前主流)	第二代	中	中
SILEX 激光浓缩	第三代	高	低

资料来源: SILEX 官网、国证国际

SILEX 技术除可对天然铀进行浓缩外, 还可应用于处理前代浓缩技术所产生的贫化铀尾料, 并将其进一步转化为可以再次使用的核燃料。在 2016 年 GLE 公司与美国能源署签署一份协议, GLE 公司将会从美国能源署购买 20 万吨前代技术产生的贫化 UH6 尾料库存。之后, GLE 公司将会在肯塔基州新建的帕迪尤卡激光浓缩设施 (PLEF) 中进行重新浓缩, 并将贫化 UH6 尾料转化为商业核燃料。预计该浓缩设施将在不晚于 2030 年实现商业化。

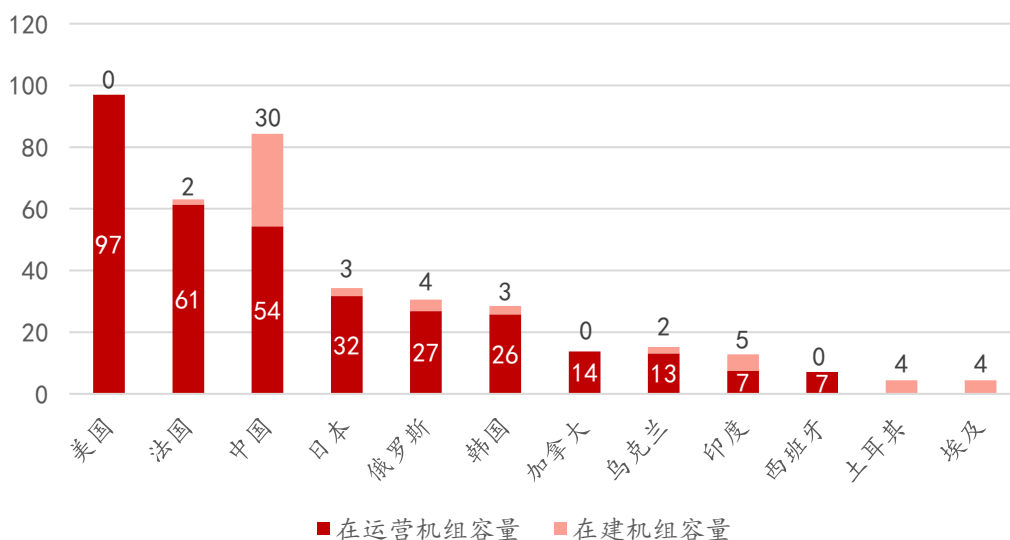
综上, SILEX 技术优势明显, 可应用场景众多。在随着核电行业快速发展情况下, 燃料浓缩以及废料循环需求变多, 该技术在这些方面优势会进一步巩固公司在铀资源产业链地位, 开创增长新曲线。

3. 行业分析

3.1. 核电行业

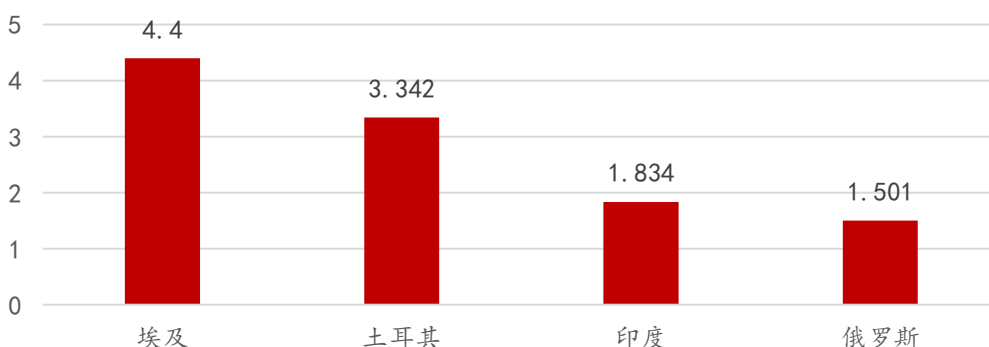
全球国家重新开始重视核电发展 在 2023 年 12 月的第 28 届联合国气候大会（COP28）期间，共 22 国达成联合宣言《三倍核能宣言》，加入宣言国家包括：美国、保加利亚、加拿大、捷克、芬兰、法国、加纳、匈牙利、日本、韩国、摩尔多瓦、蒙古、摩洛哥、荷兰、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、瑞典、乌克兰、阿联酋和英国。该宣言主要内容为在 2050 年时各国共同努力将全球核电装机容量再翻两倍，即当前装机容量的三倍，同时也鼓励国际金融机构将核电纳入能源贷款政策。根据国际原子能机构数据，截止宣言发出时间，全球在运营核电机组 413 台，总装机容量为 3.71 亿千瓦；以此计算如宣言达成，2050 年全球核电装机容量将会超过 11 亿千瓦，在此期间全球将需建成 700+ 台大型核电机组。据此各国预计将积极关注核电发展，共同推动核能在全球能源系统占有率上升，进一步提升核能重要性。

图表 22 2024 年全球国家核电机组运营及在建装机容量（吉瓦）



资料来源：国际原子能机构、世界核协会、国证国际

图表 23 2020-2024 年全球新开工装机容量（除中国）（吉瓦）



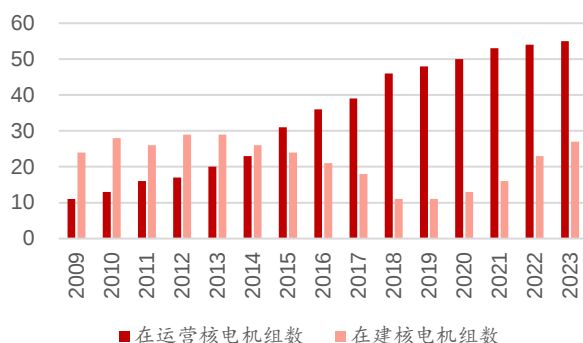
资料来源：世界核协会、国证国际

美国核电站存量，机遇与挑战并存 截止 2024 年 6 月，在全球国家中，美国拥有最多在运营核电站，共计 90 台机组，净装机容量 9.58 亿千瓦，年发电量基本维持 800 亿千瓦时以上。但在进入 2000 年后核电行业发展放缓，20 多年间仅有 3 台新增核电机组并网，分别于 2016 年、2023 年以及 2024 年并网发电。其中，2023 年并网的 Vogtle 3 号机组以及 2024 年并网的 Vogtle 4 号机组，均采用西屋电气公司的 AP1000 三代核电技术。此外，美国政府提出 2050 年实现净零排放，并计划到 2050 年建成 2 亿千瓦的核电装机容量；同

时，许多公司开始积极研发布局新技术四代核电技术。整体看美国核电行业发展逐渐开始有积极迹象，未来发展充满期待。但是美国现有核电站大部分建成于上世纪 70-80 年代期间，服役平均年限 40+ 年，未来或会面临机组老化，“延寿”等问题。

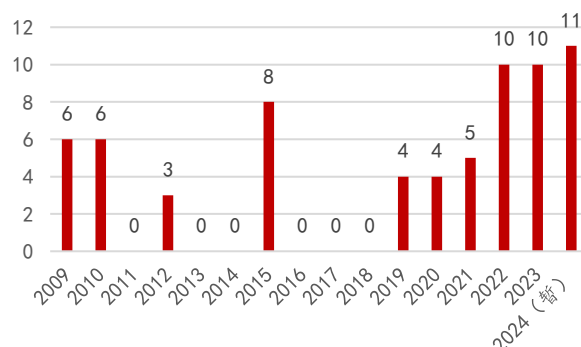
中国核电增速全球首屈一指 中国的核电发展速度处于领先地位，截止 2024 年 6 月，中国在运营核电机组共 56 台，在建核电机组共 30 台，在建数量全球领先。此前由于 2011 年日本福岛核事故发生，全球政府对于核电安全性有所顾虑，中国核电项目审批进度也随之整体放缓。拥有独立自主知识产权的“华龙一号”三代核电技术的安全性得到验证后，自 2019 年开始，中国核电审批重新开始；在 2022 与 2023 年均均有 10 台核电机组获批，2024 年 8 月一次性核准 11 台机组（10 台大型机组+1 台小型机组），近年核准数量远超行业预计的每年 6-8 台机组的核准速度。之后，我们预计中国核电在建核电容量将快速上升，核电行业发展将进入快车道。

图表 24 中国在运营及在建核电机组数（个）



资料来源：国际原子能机构、新闻整理、国证国际

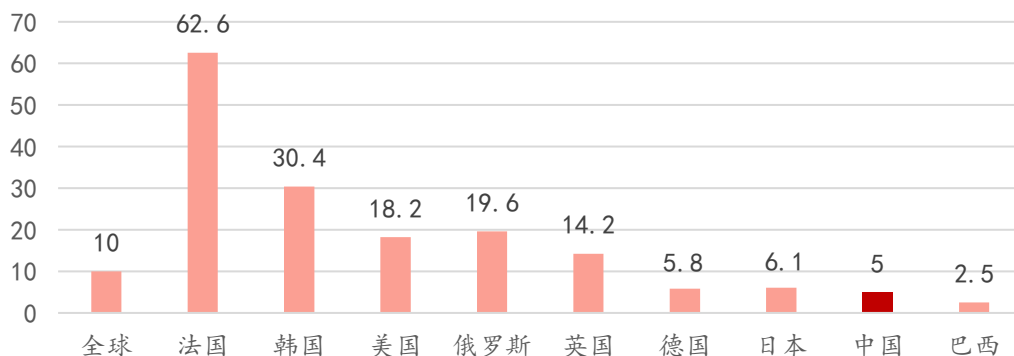
图表 25 2009-2024 年中国核准核电机组数



资料来源：国务院网站、新闻整理、国证国际

全球整体核电渗透率较低，发展空间宽广 2023 年，全球平均核电发电量占比为 10%，其中法国占比 62.6%、韩国占比 30.4%、俄罗斯占比 19.6%、美国占比 18.2%、英国占比 14.2%。

图表 26 2023 年全球国家核电占总发电量比例（%）



资料来源：国际原子能机构、世界核协会、国证国际

未来 AI 发展或带动核电需求，科技巨头开始积极布局 随着人工智能（AI）技术的快速发展，其能耗问题也逐渐被大家关注到。根据行业公开信息，训练 GPT-3 预估消耗 130 万千瓦时的电力，相当于 130 个美国家庭一年用电量；后续使用产生的能耗随着使用场景及人数的拓展，长期预计将会产生更大量的能源需求。核电因为其可靠稳定的电力供应是作为给 AI 供电的合适选择。在 2024 年 9 月，微软与美国最大核电公司星座能源公司

（Constellation Energy）签署史上最大的购电协议，微软将在未来 20 年购买三哩岛核电站生产的所有电力。根据协议，星座能源公司将重新启动曾发生 5 级核事故的三哩岛核电站，为微软的云计算和人工智能项目提供清洁电力。同时在微软之前，亚马逊曾与 Talen Energy 在 2021 年 6 月达成协议，购买 Susquehanna 核电站生产的电力，用于宾夕法尼

亚州计划中的数据中心园区。以上多家科技公司均选择核能作为他们 AI 或数据中心的能源供应，因此我们认为随着 AI 技术的不断发展，核电作为清洁的稳定能源也会得到更快的发展。

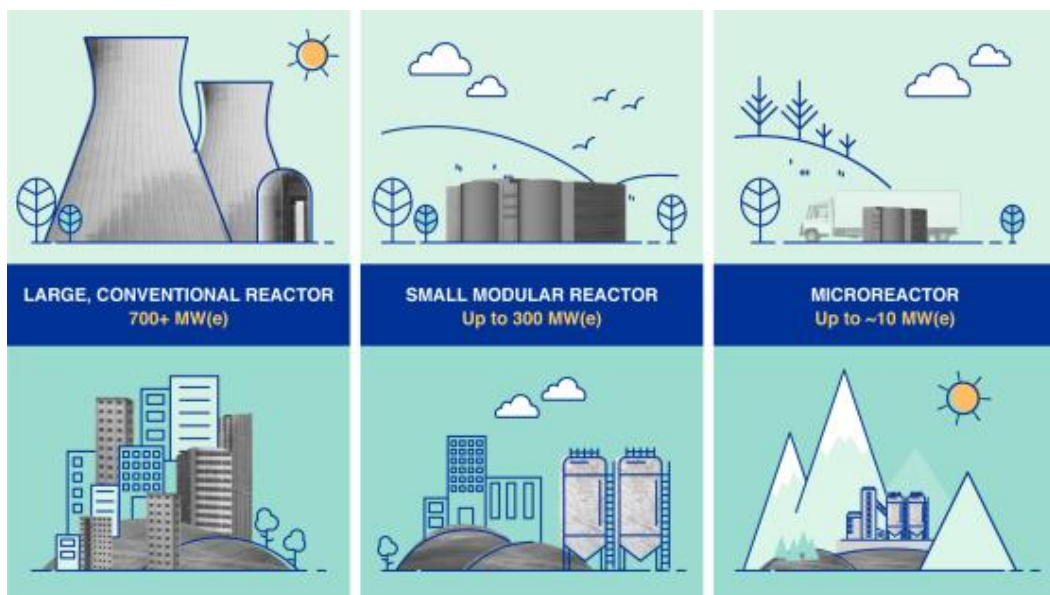
图表 27 海外科技巨头布局核电新闻



资料来源：公司官网、国证国际

小型反应堆成熟，扩大核电应用场景，推升核燃料需求 为了适应未来能源使用场景的多样化趋势，模块化小型核反应堆应运而生。根据国际原子能机构的定义，电功率 30 万千瓦以下的核反应堆被定义为小型核反应堆。小型反应堆体积更小、应用场景更加多样，例如像海上钻井平台、为偏远地区提供电力、城市供热、工业供汽、海水淡化、同位素生产等需求。目前包括中国、美国、俄罗斯、韩国、英国等国家均提出了各自的小型反应堆设计方案。小型反应堆技术的逐渐成熟，核电的应用场景进一步扩大，填补大型核电站难以满足的空缺。核电应用场景增多将会促进核燃料需求的提升。

图表 28 各类型核电反应堆分类

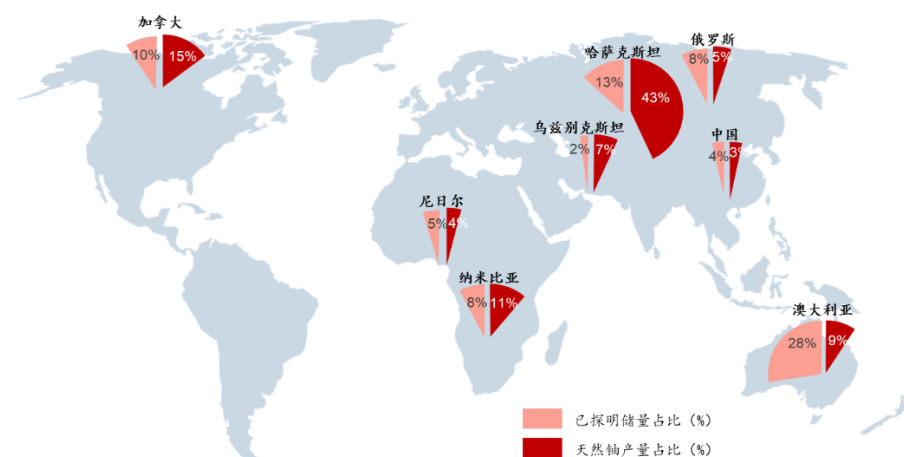


资料来源：国际原子能机构、国证国际

3.2. 天然铀行业

全球天然铀资源丰富，存在众多未开发资源。铀资源在地球上分布范围广泛，含量丰富，但由于提取难度大，导致产量有限制。截止 2022 年，全球已探明天然铀矿储量约为 600 万吨铀，其中澳大利亚拥有最多已探明储量约为 168 万吨铀，占比 28%、哈萨克斯坦为 81.5 万吨铀，占比 13%、加拿大为 58.8 万吨铀，占比 10%。同时期，全球天然铀产量为 49,355 吨铀，其中前三分别哈萨克斯坦产量 21,227 吨铀，占比 43%、加拿大产量 7,351 吨铀，占比 15%、纳米比亚产量 5,613 吨铀，占比 11%、澳大利亚产量 4,553 吨铀，占比 9%；哈萨克斯坦、加拿大以、纳米比亚及澳大利亚四国为全球主要天然铀资源产地，占全球总产量将近 80%。根据以上数据，天然铀资源储量与产量间存在不平衡，储量占比 13% 的哈萨克斯坦贡献全球 43% 的产量，而储量最多的澳大利亚仅贡献 9% 的产量；同时，海外地区仍有众多未开发的天然铀资源。

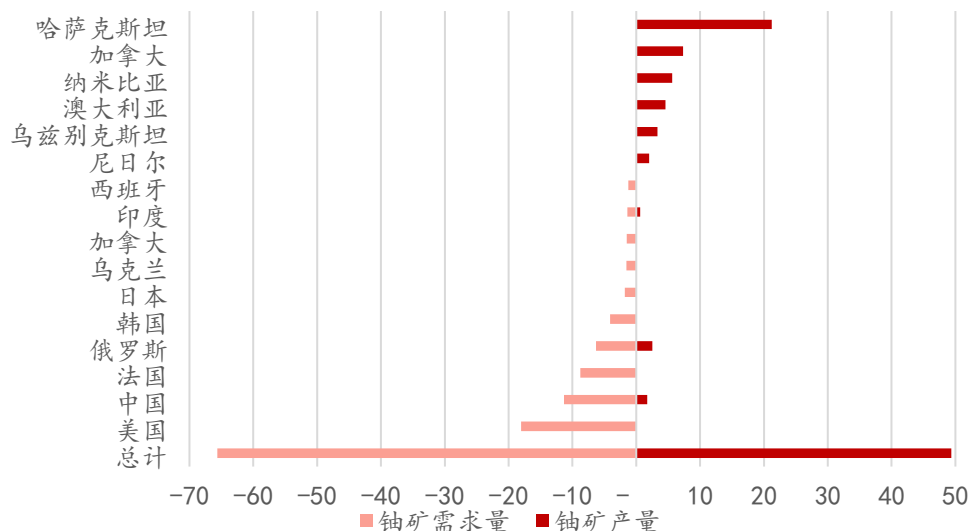
图表 29 2022 年全球铀资源分布与产量情况



资料来源：世界核能协会、国证国际

全球天然铀市场供需存在空间错配 目前全球天然铀主要来源于中亚地区，例如哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦等国家，他们所贡献产能超过全球产能的 50%，其余地区依次为非洲、加拿大、澳洲等。然而，天然铀的需求地区主要分布在东亚、欧洲以及北美洲，其中中国、美国、法国、俄罗斯、韩国为主要需求国家。天然铀资源的供应端以及需求端均分布在全球不同地区，供需存在空间错配。空间上的错配使得天然铀成为全球分工明确的产业链，但也使得产业链易受到供需双方地缘政治所造成的供需、运输等影响。

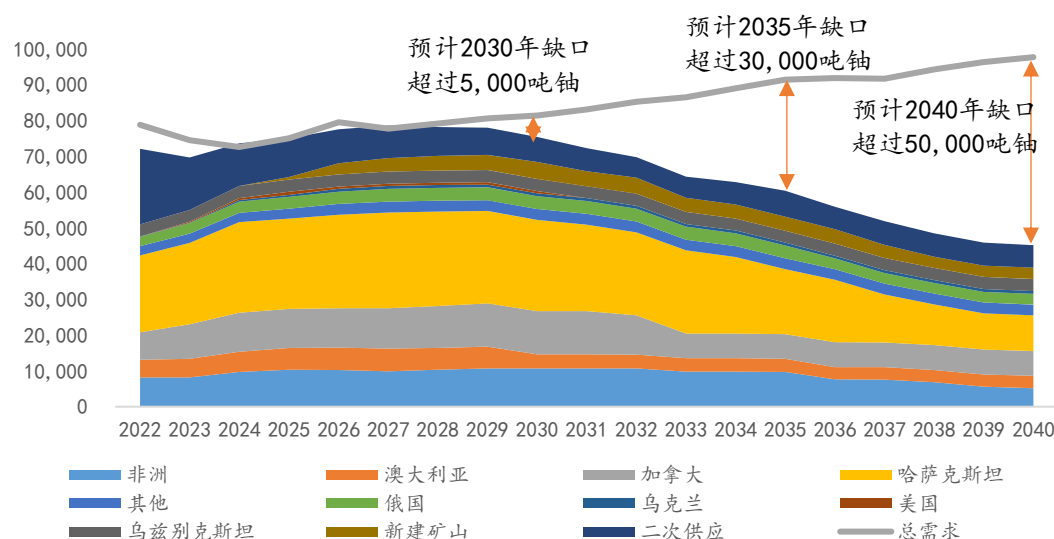
图表 30 2022 年全球天然铀市场供需情况 (千吨铀)



资料来源：世界核能协会、国际原子能机构、国证国际

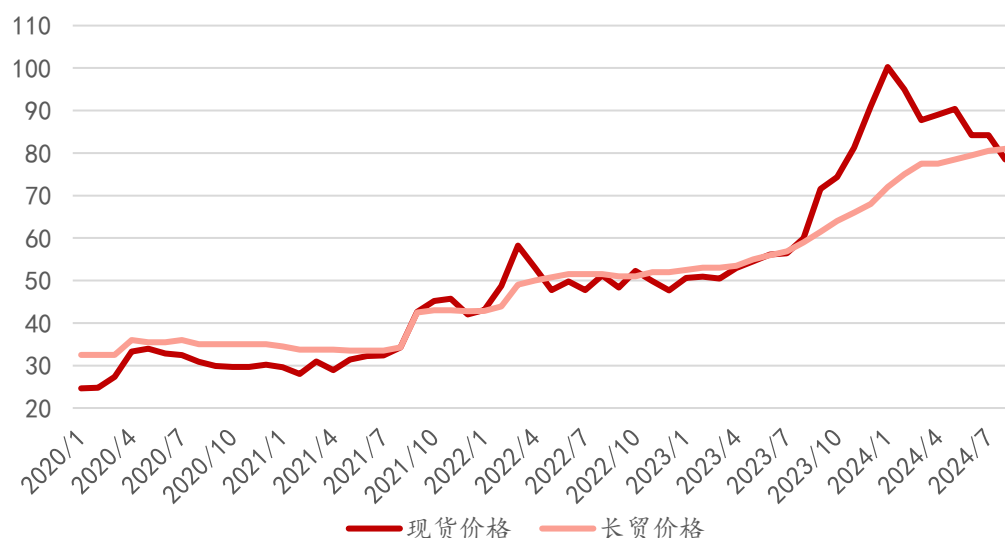
天然铀矿勘探 CapEx 维持低迷，未来供需缺口逐步扩大 在 2011 年的福岛核事故后，由于各国对于核电的安全忧虑，许多机组暂停运行，并导致天然铀需求与价格同步下滑。受到天然铀价格低迷的影响，全球对于新开发铀矿资源的勘探资本支出逐步减少。2018 年天然铀价格触底反弹，自进入 2023 年现货价格从 50+美元/磅上涨至 65+美元/磅。然而，开发新矿的资本支出仍然处于低位，因此在短时间内难以有新的产能形成（一般新天然铀产能形成需要 3-5 年），目前天然铀矿产能与需求间已出现一定缺口，2022 年全球总产能与总需求分别为 4.9 万吨铀与 6.5 万吨铀，供需比约为 87.5%。在开采矿山根据行业预期在 2030 年前后将会进入减产以及退役的高峰期；新矿投资低迷、矿山退役期限临近以及新增机组并网发电等多方因素下，未来中长期的天然铀供需缺口预计会逐步扩大，供需关系将会愈发趋紧。我们认为未来天然铀价格或将继续延续上行趋势。

图表 31 2022-2040 全球天然铀市场供需展望（吨铀）



资料来源：上市公司公开资料、UxC、世界核能协会、国证国际

图表 32 2020-2024 铀矿市场现货价格与长贸价格（美元/磅 U3O8）



资料来源：UxC、TradeTech、Cameco、国证国际

4. 公司盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

公司主要收益来源两大部分：天然铀资源业务以及核燃料服务业务。

➤ **天然铀资源业务：**公司将旗下矿山和参股矿山所产出的天然铀以及通过国际市场收购的天然铀销售给全球天然铀矿买家。公司该项业务表现主要会受到生产成本、采购成本、销量、国际铀价、签订的长协合同价格等因素的影响。在 2021/2022/2023 年，铀资源业务实现营收 10.55/14.80/21.52 亿加元，业务收入占总营收一般高于 70%。

1. 成本与售价：随着近两年全球国家对于核电关注度提升以及核电行业发展加快，国际天然铀现货价格快速提升，自 2022 年初 40+美元/磅逐渐上涨至 2024 年 10 月的 80+美元/磅，涨幅超过 50%；在此期间，价格曾一度突破 100 美元/磅价格。我们预计未来由于国际天然铀资源缺口逐步扩大，叠加全球核电机组数增加，提升铀资源需求，天然铀将会量价齐升。此外，多年前公司所签长协合同时，天然铀价格处于较低位置，目前暂未执行完毕的合同对于实现价格会有所拖累，但随着长协合同逐步执行完毕，实现价格也会随之提升。因此我们预估 2024-2026 年公司天然铀矿贸易业务的实现价格假设约为 75 加元/磅、85 加元/磅、64 加元/磅，以及成本假设分别为 57 加元/磅、60 加元/磅、66.79 加元/磅。

2. 铀矿销量：在清洁绿色能源需求推动下，全球对于核电重视程度逐渐加大，许多国家都开始新建核电机组，使得上游铀矿需求提升。同时公司公告预计每年销量将不低于 29000 千磅 U3O8。我们预计随着全球铀资源需求的提升，公司铀矿销量将在公司所提基础上逐步提升，2024-2026 年公司铀矿销量假设为 33000 千磅 U3O8、33500 千磅 U3O8、34000 千磅 U3O8。

3. 盈利预测：按以上假设，2024-2026 年公司天然铀资源业务收入预测分别为 24.8 亿/28.5 亿/31.8 亿加元，增速为 15%/15%/12%；毛利预测分别为 5.9 亿/8.4 亿/10.0 亿加元，增速为 34%/41%/20%。

图表 33 公司天然铀资源业务盈利测算

	2023 年度	2024 预测	2025 预测	2026 预测
销量 千磅 U ₃ O ₈	32,000.00	33,000.00	33,500.00	34,000.00
售价 C\$/磅 U ₃ O ₈	67.31	75.00	85.00	93.50
成本 C\$/磅 U ₃ O ₈	-53.43	-57.00	-60.00	-64.00
业务收入 千 C\$	2,152,242.00	2,475,000.00	2,847,500.00	3,179,000.00
业务成本 千 C\$	-1,707,773.00	-1,881,000.00	-2,010,000.00	-2,176,000.00
毛利 千 C\$	444,469.00	594,000.00	837,500.00	1,003,000.00

资料来源：公司公告、国证国际测算

➤ **核燃料服务业务：**公司旗下工厂拥有 2.4 万 tU/年的精炼产能，以及 1.3 万 tU/年的转化产能，占全球转化产能约 21%。2021-2023 年公司的核燃料服务业务实现营收 4.04/3.65/4.26 亿加元，营收占比维持在 30%左右，毛利率约为 20%。

1. 销量：随着新并网核电站数量变多，公司未来销量预计会保持平稳上升，但今年由于公司精炼转化厂上半年由于运营问题导致生产进度有所影响，或可能会对销量有所影响，预计今年会与去年销量持平，同时预计未来销量会保持平稳上升。预计 2024-2026 年销量预测为 12000/12500/13000 千 kgU。

2. 售价与成本：因未来核电行业快速发展，预计对产品售价会保持合理平稳上涨。同时由于上游天然铀矿价格上升，核燃料业务成本也会有所上升。因为 2024-2026 年业务成本与售价分别为 25.50/25.77/26.05 CAD/kgU 以及 37.50/39.49/41.59 CAD/kgU。

3. **盈利预测：**按以上假设，2024-2026 年公司核燃料服务业务收入预测分别为 24.8 亿/28.5 亿/31.8 亿加元，增速为 10%/10%/9%；毛利预测分别为 1.50 亿/1.78 亿/2.10 亿加元，增速为 21%/19%/18%。

图表 34 公司核燃料服务业务盈利测算

	2023 年度	2024 预测	2025 预测	2026 预测
销量 kgU	12,000.00	12,500.00	13,000.00	13,500.00
售价 CAD/kgU	35.61	37.50	39.49	41.59
成本 CAD/kgU	-25.23	-25.50	-25.77	-26.05
业务收入 千 CAD	425,557.00	468,750.00	513,374.05	561,414.50
业务成本 千 CAD	-301,488.00	-318,750.00	-335,047.56	-351,657.44
毛利 千 CAD	124,069.00	150,000.00	178,326.49	209,757.06

资料来源：公司公告、国证国际测算

2024-2026 年归母净利润预测为 6.32 亿/8.16 亿/10.69 亿加元 公司全球铀资源产业链开发、精炼加工等环节的龙头企业。同时，在收购西屋电气公司以及参股 GLE 公司后，公司将产业链中反应堆设计以及尾料及乏燃料后处理等关键环节打通，进一步增加公司行业竞争力以及核电整体解决方案能力。在全球核电行业发展加速，天然铀需求与价格共同提升的背景下，公司两大业务预计保持快速增长。我们预估 2023-2025 公司归母净利润分别为 3.67 亿/6.72 亿/8.54 亿加元，EPS 为 0.85/0.155/1.97 加元。

4.2. 公司估值

首次予以“买入”评级，目标价 70.81 美元 Cameco 作为全球天然铀最大的生产商之一，其在全球铀资源方面拥有举足轻重的地位。公司拥有的位于加拿大的麦克阿瑟河矿（McArthur River）以及雪茄湖矿（Cigar Lake）等多个高品位铀矿，相较于其他铀矿公司，其在铀资源上拥有强大的优势。同时，公司在全球范围内积极对铀资源进行勘探与开发，此举进一步巩固了公司的行业龙头地位，也保证了公司未来的长期发展潜力，为全球核电行业整体发展发挥重要作用。因为公司每年现金流表现较为稳定，我们将采用 DCF 估值法，考虑到核电未来发展空间、铀资源的稀缺性以及特殊性以及公司在未来行业中突出的竞争力，预计未来公司营收会保持约 15% 增速，中长期预计能保持 10% 左右增速；此外，假设 WACC 与永续增长率分别估计为 8% 以及 3%。综合以上因素，给与公司目标价 70.81 美元，对应 2024-2026 年 PB 为 6.74 倍/6.15 倍/5.52 倍，较最近收市价有 20.8% 的上涨空间，首次覆盖予以“买入”评级。

图表 35 同业可比公司估值对比

股份名称	代码	市值 百万港元	股价 港元	最近报表 年结, YO	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率 % *	ROE %	ROA %
					YO	Y1f	Y2f	Y3f	YO	Y1f	Y2f	Y3f	2個月	Y1f	Y2f	YO	Y1f	Y2f			
天然铀产业																					
Cameco 公司	CCJ	25,511	58.11	12/2023	n/a	127.0	47.4	38.4	277.3	n/a	167.9	23.5	0.19	0.18	0.20	n/a	5.66	5.24	20.0	1.9	1.29
NexGen 能源有限公	NXE	4,695	8.39	12/2023	n/a	-ve E	-ve E	-ve E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.10	4.75	-15.9	16.1	11.59
铀能源公司	UEC	3,337	8.08	07/2024	-ve E	-ve E	107.7	81.6	n/a	n/a	n/a	32.0	n/a	n/a	n/a	4.26	n/a	n/a	-19.7	-4.1	-3.59
能源燃料股份有限	UUUU	1,348	6.96	12/2023	n/a	-ve E	54.8	58.0	n/a	n/a	n/a	-5.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-50.4	-9.3	-8.72
NAC Kazatomprom ,KAP		10,465	40.25	12/2023	n/a	11.5	8.9	7.5	20.4	n/a	29.1	18.7	6.41	7.29	9.34	n/a	2.14	1.78	-12.1	32.0	17.49
中广核矿业有限公	KAP	12,769	1.7	12/2023	26.0	23.6	15.5	10.9	-8.9	10.1	52.8	41.8	0.18	0.76	0.47	3.33	2.93	2.47	18.8	11.5	5.83
行业平均					0.0	69.2	54.7	46.4	148.9	0.0	98.5	17.2	3.3	3.7	4.8	4.3	4.6	3.9	-15.6	7.3	3.6

注：*净负债比率为负数代表净现金
数据来源：彭博

5. 风险提示

- 全球核电行业发展不及预期
- 国际天然铀价格波动
- 汇兑风险
- 铀矿项目进展不及预期
- 铀矿开采成本涨幅超预期



附表：财务报表预测

(年结31/12; 千CAD 000)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
综合损益表					
营业收入	1,868,003	2,587,758	2,943,750	3,360,874	3,740,414
销售成本	-1,634,712	-2,026,082	-2,199,750	-2,345,048	-2,527,657
毛利	233,291	561,666	744,000	1,015,826	1,212,757
其他营运费用	22,944	-7,509	2,343	5,926	253
勘探费用	10,578	17,551	20,000	22,000	24,200
管理费用	172,029	245,539	223,454	255,117	283,927
财务收入	37,499	111,670	51,991	67,053	76,905
资产减值损失	514	2,188	2,168	1,623	1,993
经营盈利	15,051	282,861	459,035	688,918	855,370
投资收益	93,988	154,462	63,165	228,646	294,126
衍生品利润 (损失)	-72,949	37,791	-7,543	-14,234	5,338
其他非经营盈利	96,934	16,238	44,842	52,671	37,917
除税前盈利	84,795	487,153	495,610	908,412	1,154,361
所得税	-4,469	126,337	128,530	235,585	299,369
期内持续经营净利润	89,264	360,816	367,080	672,827	854,992
期内净利润	89,264	360,816	367,080	672,827	854,992
股东应占盈利	89,264	360,816	367,080	672,827	854,992
母公司股东权益	89,382	360,847	367,155	672,902	855,052
少数股东权益	-118	-31	-75	-75	-60
每股盈利 (EPS), 元	0.22	0.83	0.85	1.55	1.97
每股股利 (DPS), 元	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12
其他参考项目:					
经营活动盈利	415,898	824,756	987,454	1,292,943	1,520,884
经营活动税前盈利	342,949	865,547	979,911	1,278,710	1,526,222
EBIT	15,051	282,861	459,035	688,918	855,370
+ 折旧	173,183	216,840	238,524	262,376	275,495
+ 摊销	---	---	---	---	---
EBITDA	188,234	499,701	697,559	951,294	1,130,866
股息宣布	51,895	52,079	51,402	51,813	52,158
期末股息	405,494	433,383	433,383	433,383	433,383
平均股息, 基本	405,494	433,383	433,383	433,383	433,383
同比增长率:					
毛利	26.6%	38.5%	13.8%	14.2%	11.3%
毛利	11962.6%	140.8%	32.5%	36.5%	19.4%
经营盈利	-ve base	1779.4%	62.3%	50.1%	24.2%
EBITDA	188.1%	165.5%	39.6%	36.4%	18.9%
除税前盈利	-ve base	474.5%	1.7%	83.3%	27.1%
股东应占盈利	-ve base	304.2%	1.7%	83.3%	27.1%
重要财务比率:					
毛利率%	12.5%	21.7%	25.3%	30.2%	32.4%
经营盈利率%	0.8%	10.9%	15.6%	20.5%	22.9%
利息覆盖倍数, 倍 (EBIT/利息费用)	17.6%	244.1%	396.1%	600.9%	741.9%
税前盈利率%	4.5%	18.8%	16.8%	27.0%	30.9%
净利率 (持续经营)%	4.8%	13.9%	12.5%	20.0%	22.9%
销售费用/营业总收入%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
管理费用/营业总收入%	-9.2%	-9.5%	-7.6%	-7.6%	-7.6%
有效税率%	-5.3%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
派息比率%	58.1%	14.4%	14.0%	7.7%	6.1%

(年结31/12; 千CAD 000)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
现金流量表					
经营活动:					
经营活动产生的现金流量净额	304,607	688,136	327,149	478,619	889,568
毛利	84,795	487,153	495,610	908,412	1,154,361
营运资本变动	-128,726	-63,116	-85,691	-146,487	67,670
包括: (贸易应收账款增加)	92,195	-238,389	118,810	-129,584	46,397
(存货增加)	-255,177	-27,563	-13,675	-14,430	-13,535
贸易应付账款增加	34,256	202,636	190,826	2,473	34,809
折旧及摊销	173,183	216,840	238,524	262,376	275,495
投资活动:					
出售固定资产、无形资产等所收到的现金	780	69	-	-	-
(购买固定资产、无形资产等资本支出)	-143,448	-153,631	-240,000	-264,000	-290,400
出售附属或联营公司所产生的现金	-	-	-	-	-
(购买附属或联营公司)	-101,681	-3,028,977	-	-	-
(定存等投资净增加)	-	-	-	-	-
收取联营公司股息	-	-	-	-	-
其他投资活动产生的现金流量净额	-1,046,473	1,137,687	20,066	31,102	31,102
投资活动产生的现金流量净额	-1,290,822	-2,044,852	-219,934	-232,898	-259,298
筹资活动:					
净债务增加/(减少)	750	787,174	179	-393,420	7,023
(利息支付)	85,728	115,869	115,881	114,642	115,296
(股利支付及资本证券分派)	51,895	52,079	51,402	51,813	52,158
其他筹资活动产生的现金流量净额	778,507	-160,647	76,890	144,291	144,291
筹资活动产生的现金流量净额	869,258	748,812	244,352	-82,674	318,768
所有现金流量净额	-116,957	-607,904	351,567	163,047	949,038
现金及现金等价物净增加:					
汇率变动影响	13,184	31,039	-	-	-
其他现金流量调整	-	-	-	-	-
现金及现金等价物净增加	-103,773	-576,865	351,567	163,047	949,038
现金及现金等价物期初余额	1,247,447	1,143,674	566,809	918,376	1,081,422
现金及现金等价物期末余额	1,143,674	566,809	918,376	1,081,422	2,030,460

年结31/12; 千CAD 000)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
综合资产负债表					
流动资产					
现金及现金等价物	1,143,674.00	566,809.00	918,375.65	1,081,422.40	2,030,460.42
贸易及其他应收账款	183,944.00	422,333.00	303,523.16	433,106.76	386,710.11
存货	664,698.00	692,261.00	705,936.26	720,366.64	733,902.02
其他	1,329,320.00	160,487.00	-	-	-
流动资产总额	3,321,636.00	1,841,890.00	1,927,835.08	2,234,895.81	3,151,072.55
非流动资产					
净固定资产	3,473,490.00	3,368,772.00	3,370,248.00	3,371,871.60	3,386,776.38
无形资产	47,117.00	43,577.00	43,577.00	43,577.00	43,577.00
长期股权投资	210,972.00	317,318.00	317,318.00	317,318.00	317,318.00
递延税项	984,071.00	892,860.00	810,103.11	735,016.75	666,889.94
其他	595,507.00	613,773.00	613,773.00	613,773.00	613,773.00
非流动资产总额	5,311,157.00	8,092,167.00	8,010,886.11	7,937,423.35	7,884,201.32
总资产	8,632,793.00	9,934,057.00	9,938,721.19	10,172,319.15	11,035,273.87
总负债					
流动负债					
贸易及其他应付款项	374,714.00	577,550.00	386,723.97	384,250.57	419,059.74
短期银行贷款	-	499,821.00	393,420.00	392,977.00	398,582.00
应付短期款项	6,498.00	24,076.00	24,076.00	24,076.00	24,076.00
预计负债的流动部分	48,305.00	39,113.00	44,594.33	44,004.11	42,570.48
其他	131,324.00	48,544.00	-	-	-
流动负债总额	560,841.00	1,189,104.00	848,814.31	845,307.68	884,288.22
非流动负债					
长期银行贷款	997,000.00	1,284,353.00	1,390,933.00	997,956.00	999,374.00
预计负债	1,022,725.00	1,022,871.00	1,045,201.67	1,030,265.89	1,032,779.52
其他	216,162.00	343,420.00	243,785.33	267,788.11	284,986.15
非流动负债总额	2,235,887.00	2,650,544.00	2,679,920.00	2,296,011.00	2,317,151.67
总负债	2,796,728.00	3,839,748.00	3,528,734.31	3,141,318.68	3,201,439.89
净资产	5,836,065.00	6,094,309.00	6,409,986.88	7,031,000.47	7,833,833.98
资本及储备					
归属股东权益	2,880,336.00	2,914,165.00	2,914,165.00	2,914,165.00	2,914,165.00
股本	2,696,379.00	2,979,743.00	3,295,496.22	3,916,584.58	4,719,478.47
储备	5,836,065.00	6,094,309.00	6,409,986.88	7,031,000.47	7,833,833.98
其他参考项目:					
每股净资产, BPS (元)	14.39	14.06	14.79	16.22	18.08
存货周转天数	119.93	122.23	116.00	111.00	105.00
贸易应收账款周转天数	44.95	42.76	45.00	40.00	40.00
贸易应付账款周转天数	79.84	85.78	80.00	60.00	58.00
带息负债	997,000.00	1,784,174.00	1,784,353.00	1,390,933.00	1,397,956.00
净负债 (负数代表净现金)	-146,674.00	1,217,365.00	865,977.35	309,510.60	-632,504.42
总资产同比增长	0.15	0.15	0.00	0.02	0.08
净资产同比增长	0.20	0.04	0.05	0.10	0.11
COGS/inventories, year-end	2.46	2.93	3.12	3.26	3.44
COGS/inventories, average	3.04	2.99	3.15	3.29	3.48
Turnover/AR, year-end	10.16	6.13	9.70	7.76	9.67
Turnover/AR, average	8.12	8.54	8.11	9.13	9.13
COGS/AP, year-end	4.36	3.51	5.69	6.10	6.03
COGS/AP, average	4.57	4.26	4.56	6.08	6.29

(年结31/12; 千CAD 000)	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
盈利能力及收益质量					
毛利率%	12.5%	21.7%	25.3%	30.2%	32.4%
经营溢利率%	0.8%	10.9%	15.6%	20.5%	22.9%
经营活动溢利率%	22.3%	31.9%	33.5%	38.5%	40.7%
EBITDA率%	10.1%	19.3%	23.7%	28.3%	30.2%
税前盈利率%	4.5%	18.8%	16.8%	27.0%	30.9%
净利率 (持续经营)%	4.8%	13.9%	12.5%	20.0%	22.9%
销售成本/营业总收入%	87.5%	78.3%	74.7%	69.8%	67.6%
销售费用/营业总收入%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
管理费用/营业总收入%	-9.2%	-9.5%	-7.6%	-7.6%	-7.6%
财务费用/营业总收入%	3.9%	-	0.3%	0.4%	-
有效税率%	5.3%	-	-	-	-
经营活动现金流量净额/营业收入%	16.3%	26.6%	11.1%	14.2%	23.8%
资本支出/折旧和摊销, 倍	0.83	0.71	1.01	1.01	1.05
利息比率%	58.1%	14.4%	14.0%	7.7%	6.1%
ROE (平均, 年化)	1.7%	6.0%	5.9%	10.0%	11.5%
ROA (平均, 年化)	1.1%	3.9%	3.7%	6.7%	8.1%
营运能力					
存货周转天数	119.9	122.2	116.0	111.0	105.0
贸易应收账款周转天数	44.9	42.8	45.0	40.0	40.0
贸易应付账款周转天数	79.8	85.8	80.0	60.0	58.0
营业周期(存货日数+应收账款日数-应付账款日数)	164.9	165.0	161.0	151.0	145.0
总资产周转率, 倍(收入/平均总资产)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
资本结构					
资产负债率% (总负债/总资产)	32.4%	38.7%	35.5%	30.9%	29.0%
权益乘数, 倍 (总资产/总权益)	1.48	1.63	1.55	1.45	1.41
产权比率, 倍 (总负债/总权益)	0.48	0.63	0.55	0.45	0.41
流动资产/总资产%	38.5%	18.5%	19.4%	22.0%	28.6%
流动负债/总负债%	20.1%	31.0%	24.1%	26.9%	27.6%
带息债务/全部投入资本%	14.6%	22.6%	21.8%	16.5%	15.1%
净负债比率% (负数=净现金)	-2.5%	20.0%	13.5%	4.4%	-8.1%
偿债能力					
流动比率, 倍	5.92	1.55	2.27	2.64	3.56
速动比率, 倍	4.74	0.97	1.44	1.79	2.73
保守速动比率, 倍(现金及应收账款/流动负债)	2.37	0.83	1.44	1.79	2.73
EBITDA/流动负债, 倍	0.34	0.42	0.82	1.13	1.28
EBITDA/负债合计, 倍	0.07	0.13	0.20	0.30	0.35
经营活动现金流量净额/流动负债, 倍	0.54	0.58	0.39	0.57	1.01
经营活动现金流量净额/负债合计, 倍	0.11	0.18	0.09	0.15	0.28
利息覆盖倍数, 倍(EBIT/利息费用)	0.18	2.44	3.96	6.01	7.42
利息支出/平均资产%	2%	2%	2%	2%	2%
杜邦分析					
ROE (平均, 年化)	1.7%	6.0%	5.9%	10.0%	11.5%
=(经营利润率x资产周转-利息支出/资产)					
x权益乘数(1-有效税率)					
经营溢利率%	0.8%	10.9%	15.6%	20.5%	22.9%
总资产周转率, 倍(收入/平均总资产)	23.1%	27.9%	29.6%	33.4%	35.3%
利息支出/平均资产%	1.6%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%
权益乘数, 倍 (总资产/总权益)	147.9%	163.0%	155.1%	144.7%	140.9%
有效税率%	5.3%	-	-	-	-

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国证国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010