



國證國際
S D I C S I

Cameco公司深度解读

国证国际证券(香港)有限公司 • 研究部

2025年1月21日

分析师：
朱睿泽 Frank Zhu (中央編號：BSZ689)
frankzhu@sdicsi.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明

目录

行业概况



核心观点

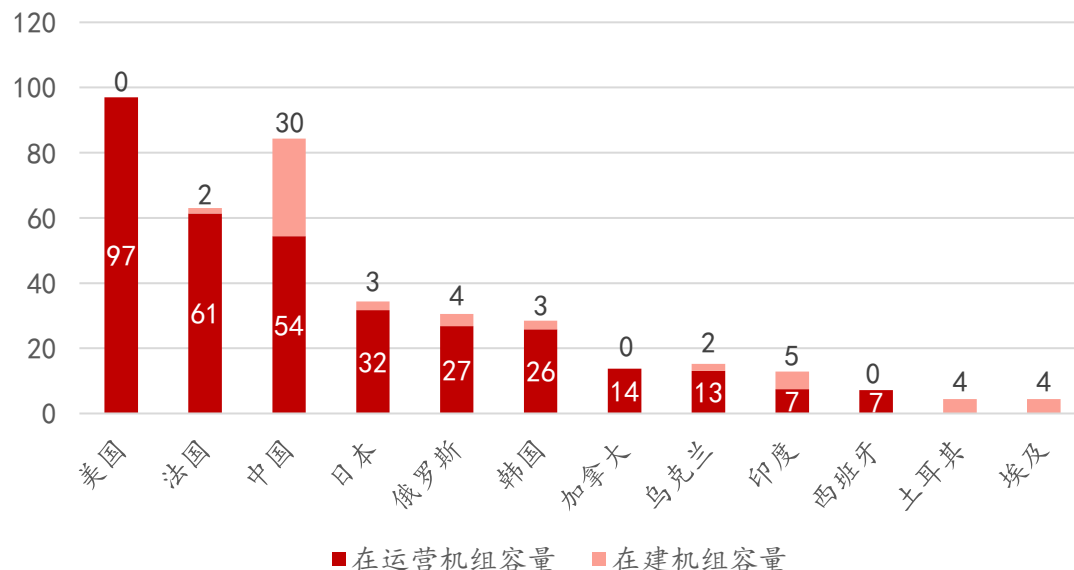
- **中美殊途同归，共同助力核电行业发展。**美国与中国分别拥有最多在运营核电机组和在建核电机组。随着AI的快速发展，美国科技巨头们为解决AI的能源供应问题，纷纷将核电作为能源供应解决方案。在中国随着各规划性文件中多次提及“积极安全有序发展核电”，核电新开工项目快速增多。预计未来在中美的共同努力下，全球核电行业将得到快速发展。
- **铀矿供应是行业重要环节。**随着全球国家加快核电的建造，上游铀矿核燃料需求也将随之增大。此外，核燃料产能与需求已存在一定缺口，未来更多新机组并网会使缺口扩大，从而推动铀矿价格上涨。推荐关注！



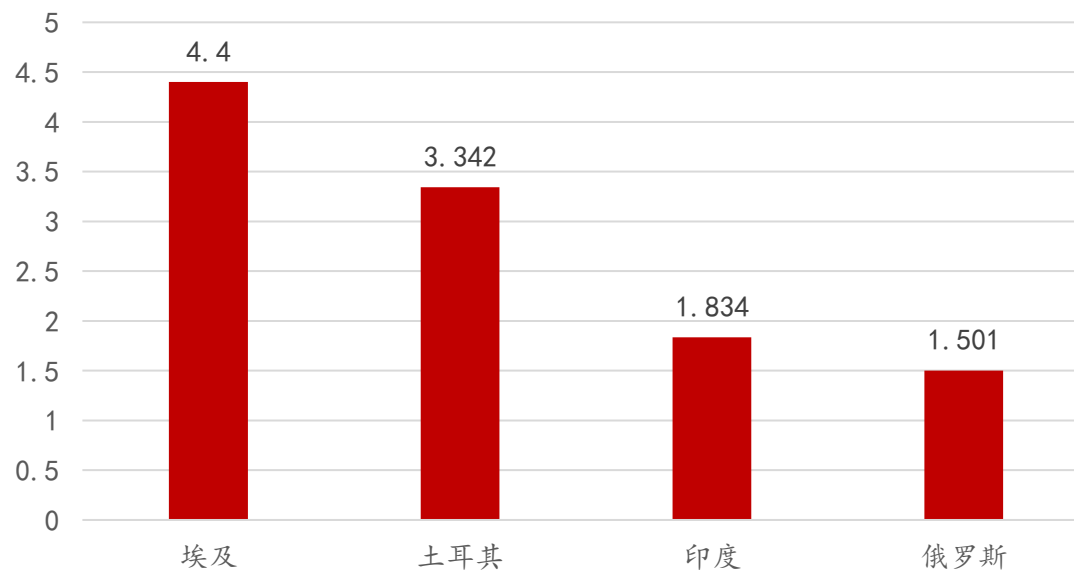
全球各国重新重视核电

- 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。
- 近几年，全球核电装机增加主要来自于发展中国家。同时，更多国家开始探索核电作为能源解决方案，例如埃及、土耳其和孟加拉国等无核电站国家开始新建核电站，中东国家也在考虑增加核电装机容量。此外，加纳、肯尼亚和尼日利亚等非洲国家已决定发展核电，正在推进相关计划的实施。

2024年全球国家核电机组装机容量（百万千瓦）



2020-2024年全球新开工装机容量*（百万千瓦）



资料来源：国际原子能机构、世界核协会、国证国际

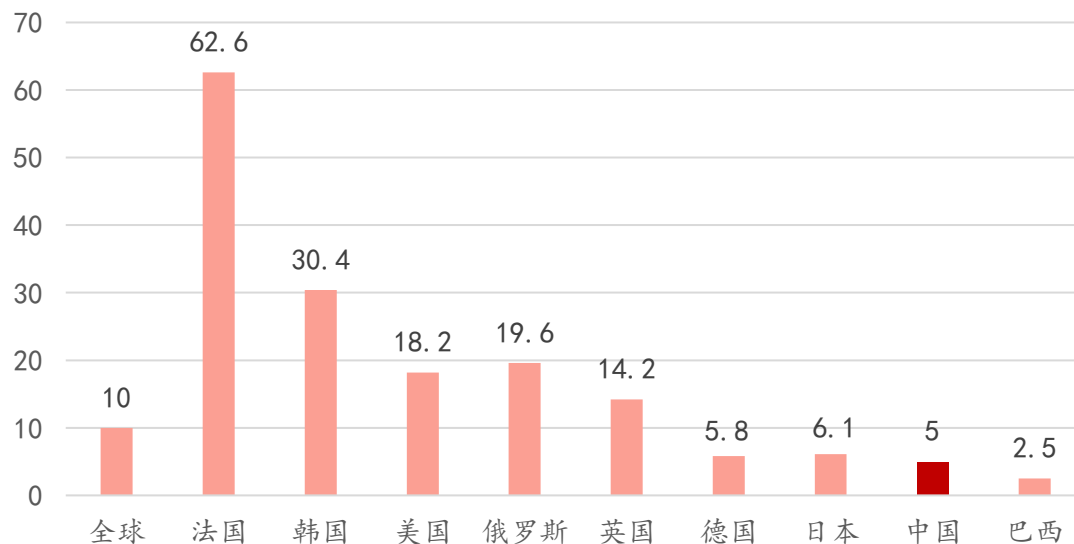
*不包含中国数据；资料来源：世界核协会、国证国际
请参阅本报告尾部免责声明



中国核电占比较低，发展空间大

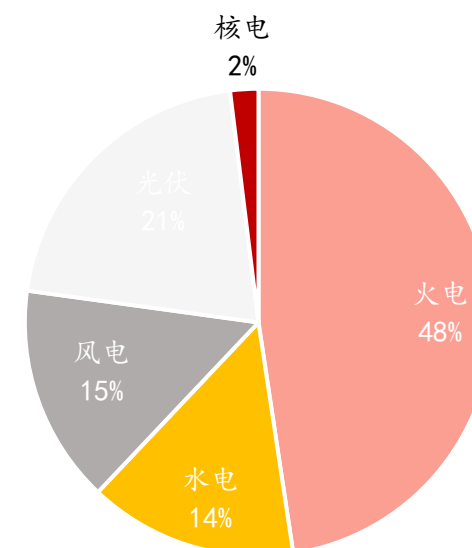
- 根据2023年数据，中国核电装机容量为5436万千瓦占比约为2%，发电量超4千亿千瓦时占比达到约5%。
- 中国目前能源结构中火电装机容量占比最大，但在低碳绿色发展的大趋势下，火电被清洁能源逐步替代势在必行。在当下清洁能源技术中，仅核电发电能力足够稳定，可以作为基荷能源以替代火电。叠加中国核电渗透率低于国际平均水平，核电未来发展空间大。

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

2023年中国核电装机占比（%）



资料来源：国家能源局、国证国际

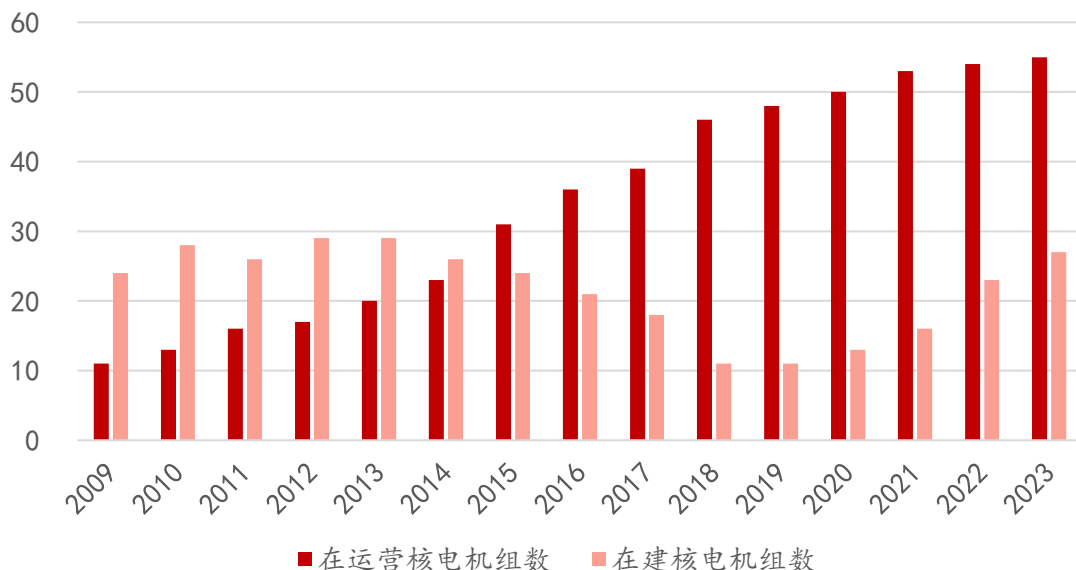
请参阅本报告尾部免责声明



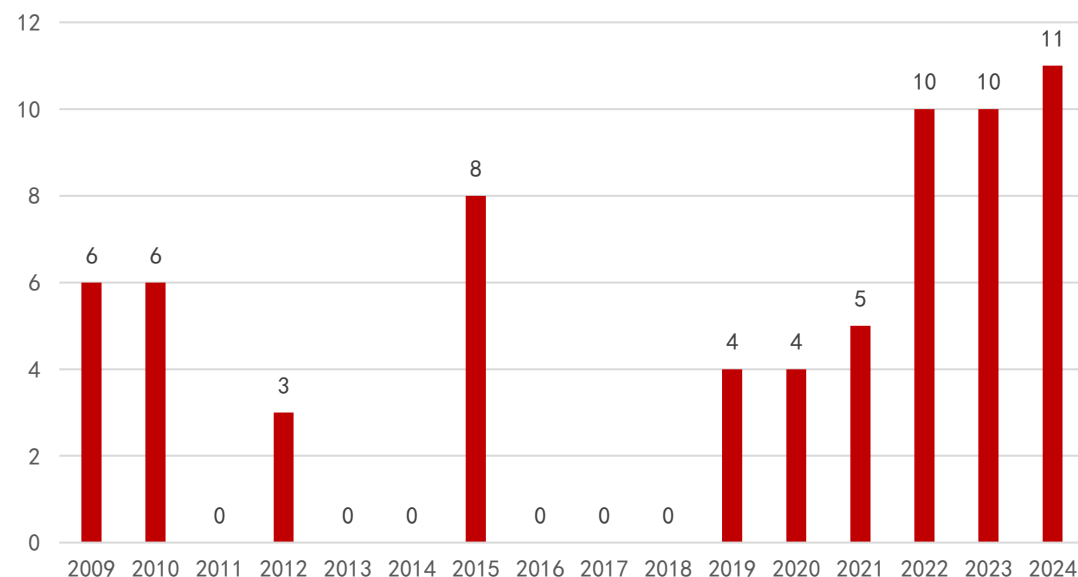
中国核电审批加速，迎接行业快速发展

- 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。

中国在运营及在建核电机组数（个）



2009-2024年中国核准核电机组数



资料来源：新闻整理、国证国际

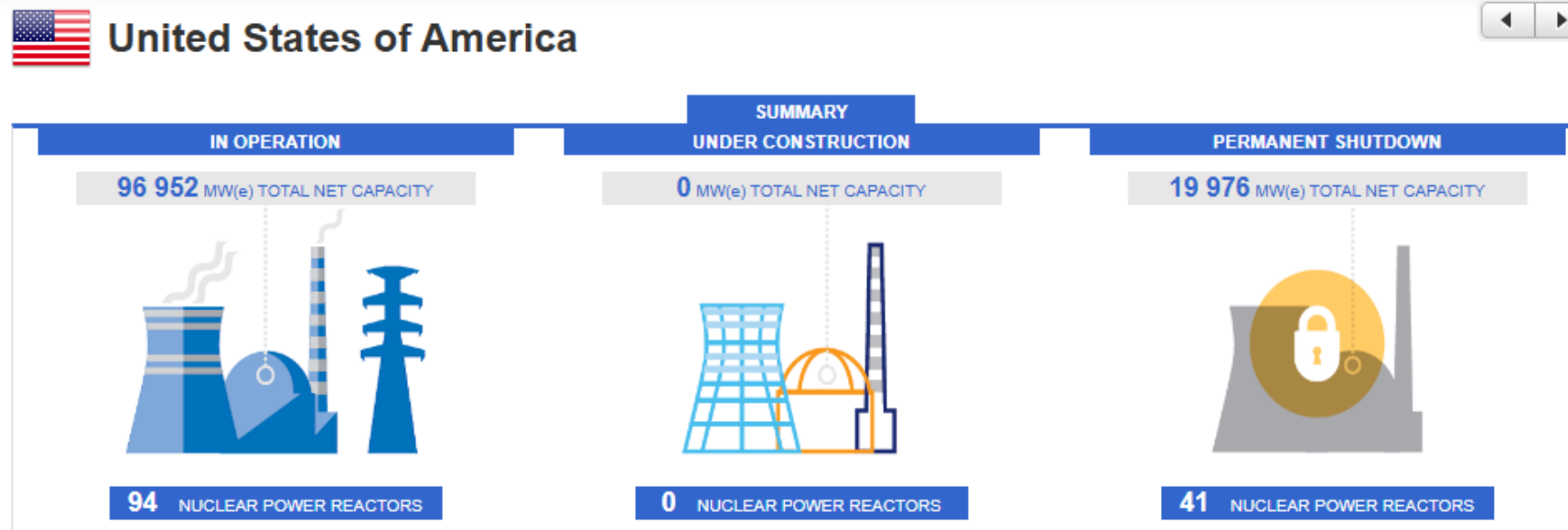
资料来源：新闻整理、国证国际
请参阅本报告尾部免责声明



美国核电挑战与机遇共存

- 截止2024年12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。
- 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。

美国核电现况

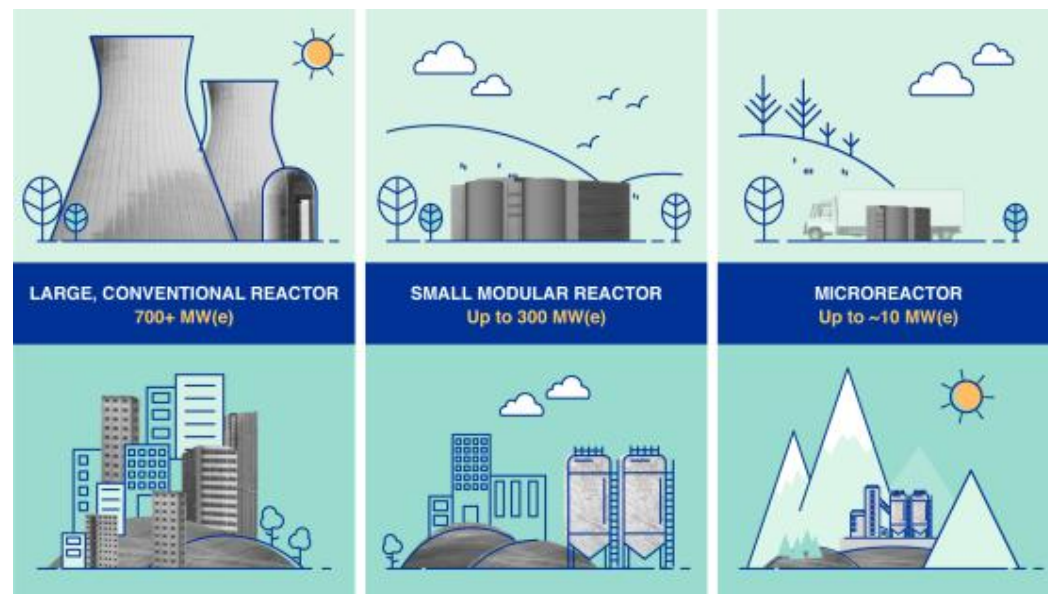




小型反应堆扩大核电应用场景，推升核燃料需求

- 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。

各类型核电站区别



资料来源：国际原子能机构、国证国际

“玲龙一号”小型模块化反应堆



资料来源：央视新闻、国证国际

请参阅本报告尾部免责声明



科技巨头竞相投资核电

- 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。
- 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。

New nuclear clean energy agreement with Kairos Power

Oct 14, 2024
3 min read

To accelerate the clean energy transition across the U.S., we're signing the world's first corporate agreement to purchase nuclear energy from multiple small modular reactors (SMR) to be developed by Kairos Power.



October 16, 2024

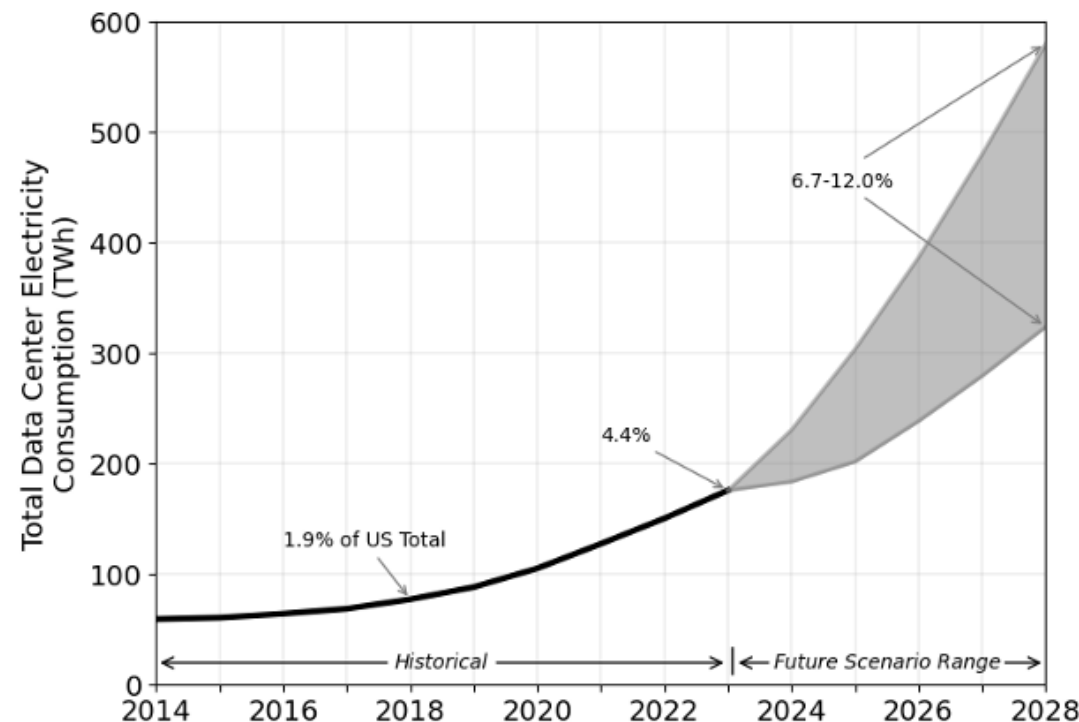


Amazon signs agreements for innovative nuclear energy projects to address growing energy demands

未来数据中心电力需求持续增长

- 近期美国能源部的报告显示，2014-2016年，美国数据中心的每年能耗保持稳定，约为60TWh（十亿度），延续了自2010年以来的最低增长趋势。
- 从2017年开始，美国整体服务器安装数量开始增长，AI的GPU加速服务器成为数据中心服务器库存中相当重要的一部分，数据中心的总用电量开始再次增加。
- 到了2018年，数据中心消耗了约76TWh，占美国年度总用电量的1.9%。2018-2023年间，美国数据中心的电力使用持续增长，从2018年的76TWh增长到20年的176TWh，占美国总电力消耗的4.4%。
- 美国能源部预计，在不包含加密货币挖矿商消耗电力的情况下，从2023年开始，美国数据中心的电力将每年增加13-27%。到2028年时将达到325-580TWh，占美国总电力需求的6.7%-12%。按照这一预测，从2023到2028年，美国数据中心的电力需求有望增长2-3倍。

2014-2028年美国数据中心能耗占比测算



资料来源：美国能源部、国证国际



总结

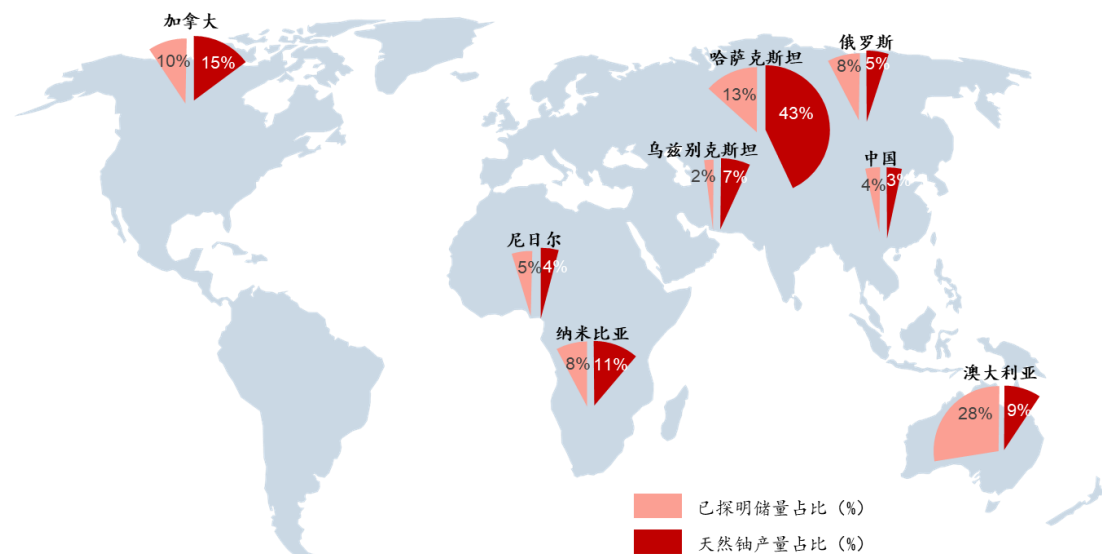
- 中国核电未来增长将主要来自于大型核电站的建设与并网，提升核电装机容量及发电量占比。
- 美国核电未来将会在于小型模块化反应堆。小型反应堆体积小、投资规模小、建造周期短等特点更贴合美国核电发展实际情况。
- 随着全球核电建造加快，核燃料需求变大，推升铀矿价格上升。可关注铀价上升所带来对铀矿相关公司的利好。



天然铀资源全球均有分布

- 铀矿在地球上分布范围广泛，截止2022年全球探明铀矿储量为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%。
- 2022年，全球铀资源产量为49,355吨铀，其中哈萨克斯坦产量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%。

2022年全球铀资源分布与产量情况



2020-2024铀矿市场现货价格与长贸价格（美元/磅 U_3O_8 ）



资料来源：世界核能协会、国证国际整理

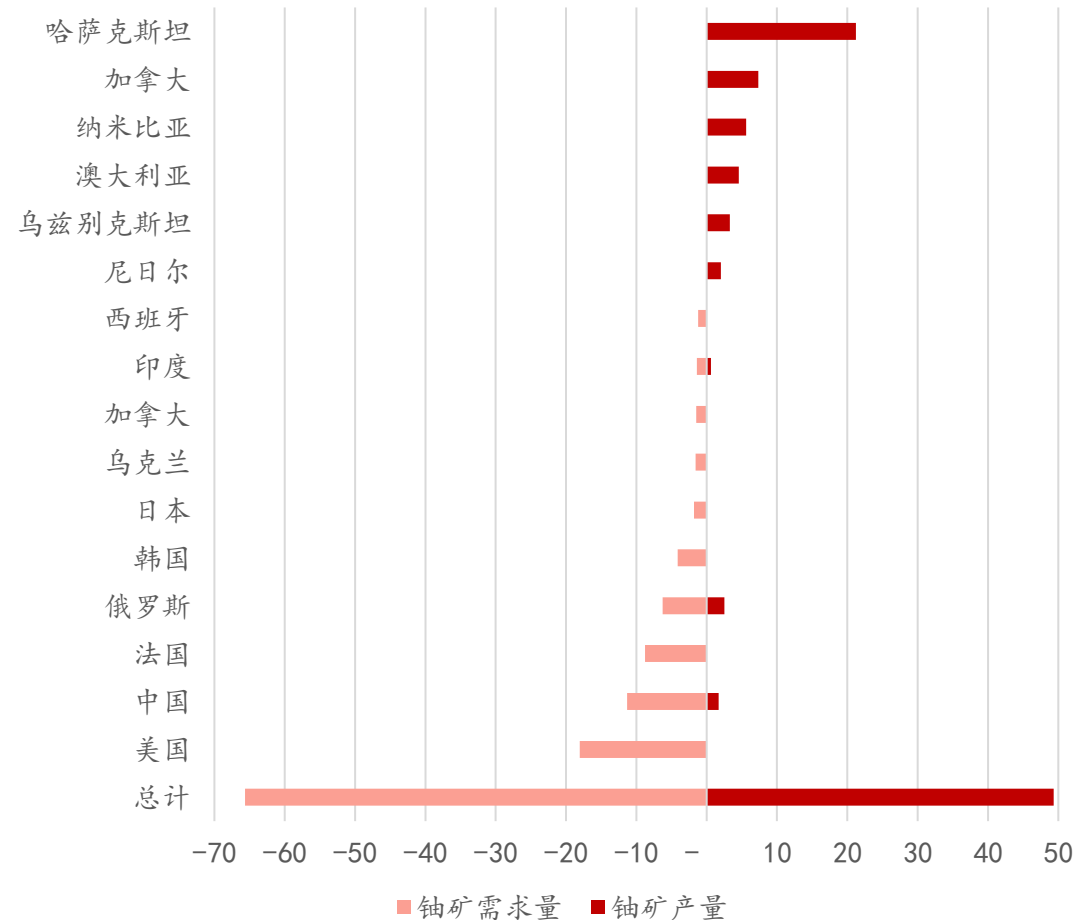
资料来源：UxC、TradeTech、Cameco、国证国际整理
请参阅本报告尾部免责声明



市场供需存在空间错配

- 供应：全球铀产能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。
- 需求：铀资源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。空间上的错配以及铀的特殊性使得其贸易为高度透明的国际性贸易，促使全球市场形成。
- 当前产量仅能覆盖约70%的全球铀资源需求。

2022年全球天然铀市场供需情况（千吨铀）

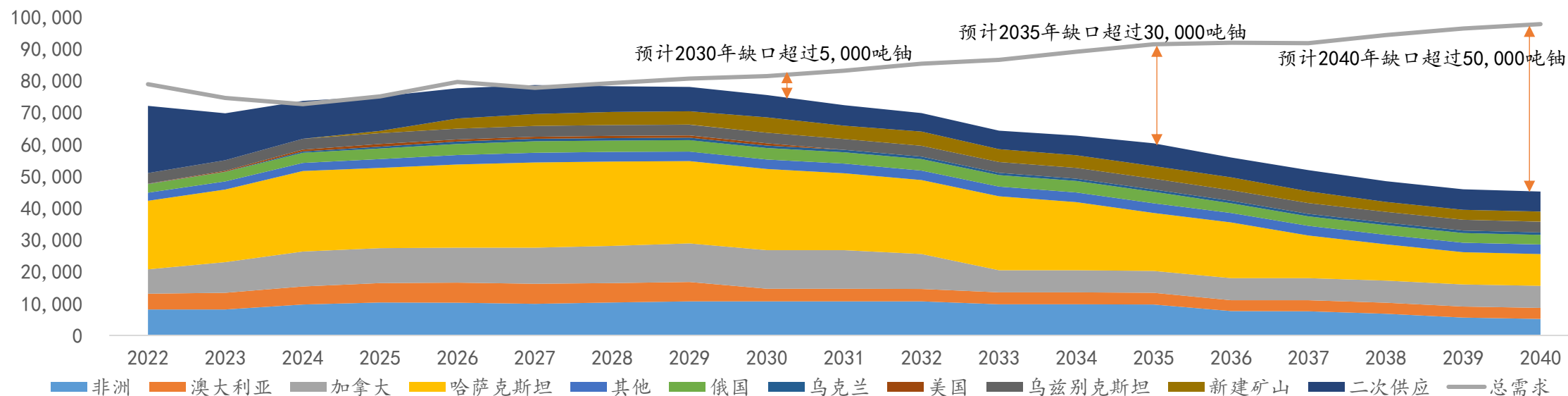




天然铀市场缺口预计逐步扩大

- 二次供应：主要来源为核弹头稀释、铀资源回收、铀尾料再浓缩、浓缩厂库存等。目前铀资源产能与需求的缺口主要依靠二次供应来进行补充，但随着未来二次供应的减少以及需求的快速上涨，供需缺口会逐步被放大。
- 供需缺口扩大会推升铀矿价格，而更高的铀价也会刺激更多新产能的开发与投产。

2022-2040全球天然铀市场供需展望（吨铀）



资料来源：公开资料、国证国际

请参阅本报告尾部免责声明

目录

公司概况



Cameco Corporation (CCJ.US)

- 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。

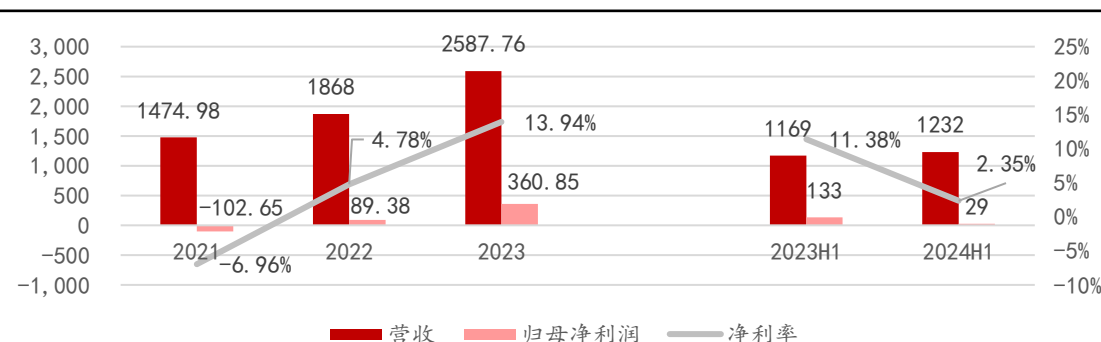
年份	事件	年份	事件
1988	▪ 两家加拿大政府企业萨斯喀彻温矿业开发公司与埃尔多拉多核子有限公司合并为Cameco Corporation。	2010	▪ 公司与中核集团、中广核电力签订5200万磅浓缩铀供货合同。
1991	▪ Cameco公司完成IPO登陆多伦多证券交易所。	▪ 公司位于哈萨克斯坦Inkai矿山的主加工厂投入运行。	
1996	▪ Cameco公司完成IPO登陆纽约证券交易所，股票代码：CCJ。	2013	▪ 公司从NUKEM集团手中收购其核燃料服务公司NUKEM Energy GmbH
▪ 公司收购美国最大铀矿生产商-Power ResourcesInc.，收购完成后公司铀矿储量增长10%。	2014	▪ 公司出售其持有的31.6%的Bruce Power的股权。	
1998	▪ 收 购 加 拿 大 Uranerz Explorationand Mining Limited 和 Uranerz U.S.A.,Inc.，收购完成后公司铀矿储量增长30%。	2016	▪ 由于铀价低廉，卡梅科中止了其RabbitLake矿山的运营。
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。	2017	▪ 公司暂停其McArthur River矿山和Key Lake工厂的运营。
▪ 公司旗下全球品位最高的McArthur River矿山开始产出铀矿。	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%。	
2000	▪ McArthur River矿山进入商业生产。	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。
2001	▪ McArthur River矿山达到计划产能。	▪ 公司与中核国际签署铀供应合同。	
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。	2023	▪ 公司与Brookfield完成联合收购西屋电气的交易。
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Zircatec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。		



主营业务为铀矿资源及核燃料服务

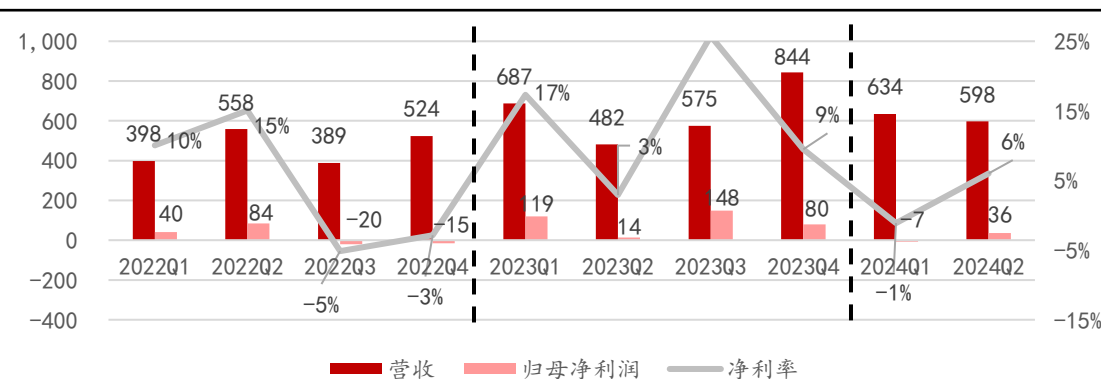
- 公司主营业务为铀矿资源及核燃料服务。Cameco公司主营业务主要分为两部分：铀资源业务以及核燃料服务业务。
- 公司业务涵盖从勘探到燃料服务的整个核燃料循环周期，从铀矿的勘探、开采、精炼、 UO_2 和 UF_6 转化服务、铀精矿（ U_3O_8 ）贸易、反应堆的燃料制造等环节，同时，公司也在积极与Silex Systems有限公司合作研究天然铀浓缩等核相关技术。公司为全球15个国家的核电公司提供核燃料产品及服务。
- 公司2021-2023年实现总营收分别为14.75/18.68/25.88亿加元，毛利分别为0.02/2.33/5.62亿加元，归母净利润分别为-1.03/0.89/3.61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

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

Cameco公司季度营业收入（百万加元）及净利率



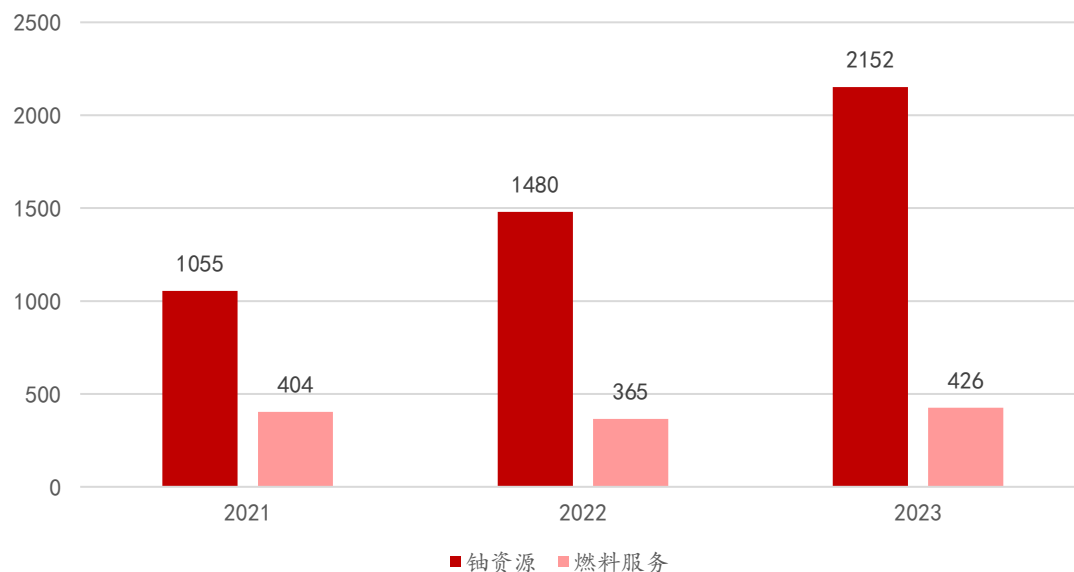
资料来源：公司公告、国证国际



铀矿资源业务

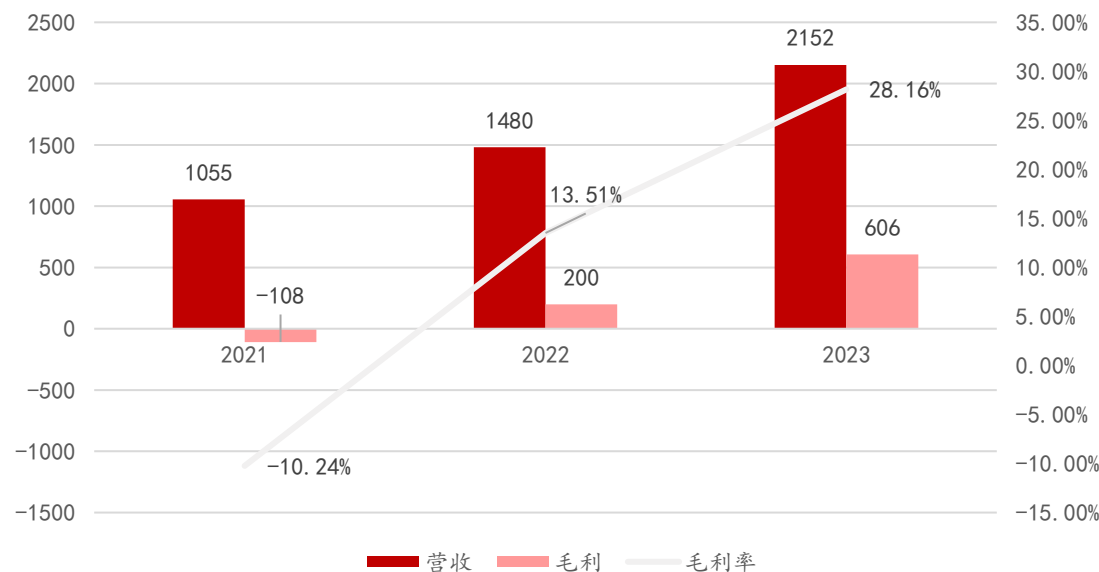
- 铀价大幅上涨，铀资源业务业绩逐年向好。公司的铀资源业务为全球天然铀矿开发及铀矿相关产品贸易，涵盖天然铀矿勘探、开采、选矿、精炼以及铀矿贸易，是公司营收的最重要来源。
- 2021-2023年，铀资源业务实现营收10.55/14.80/21.52亿加元，业务收入占比常年高于70%；在2023年进一步达到80%。业务23年毛利率约为21%，较22年毛利率提升约12%，24年最新毛利率达到30%水平。
- 公司铀资源业务表现逐年向好的主因为近两年铀价大幅上升所带动。

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

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

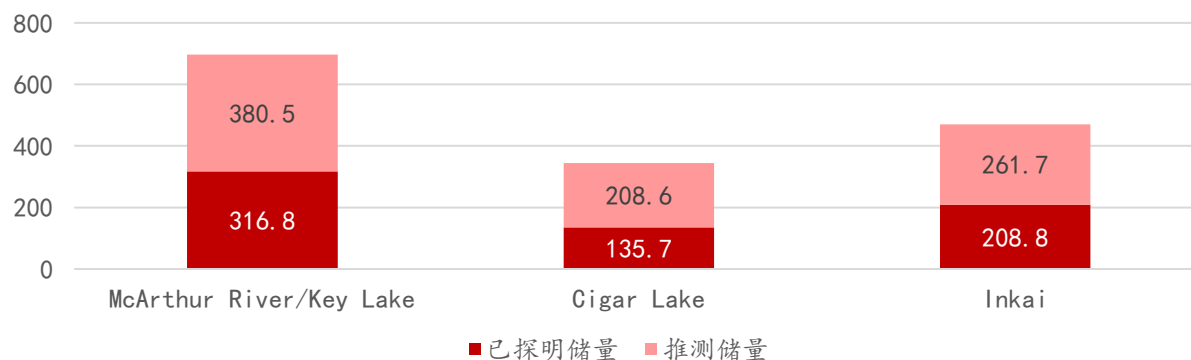
请参阅本报告尾部免责声明



拥有多处优质在运营铀矿，储量全球领先

- 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 。全年计划产量为770万磅 U_3O_8 。

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

请参阅本报告尾部免责声明

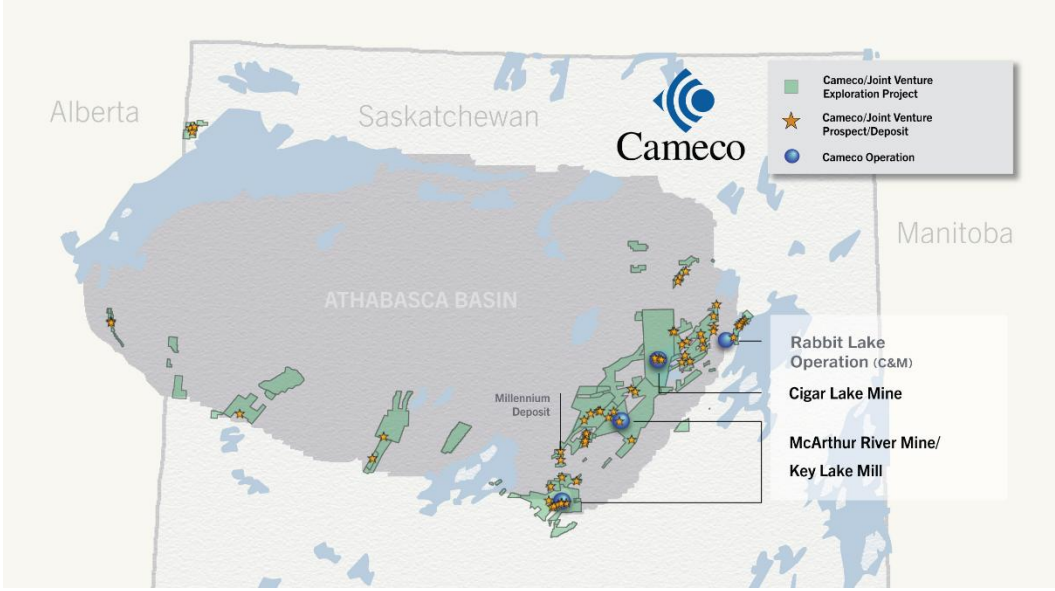
在开发铀矿项目

- 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。
- 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。

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 ₃ O ₈	2.39%- 3.19%U ₃ O ₈	69.9%
Yeelirrie矿	澳大利亚	128.1百万磅 U ₃ O ₈	0.15%U ₃ O ₈	100%
Kintyre矿	澳大利亚	53.5-59.5百万 磅U ₃ O ₈	0.53%- 0.62%U ₃ O ₈	100%

公司在加拿大的萨斯喀彻温省北部勘探区域



资料来源：公司官网、国证国际

资料来源：公司官网、国证国际
请参阅本报告尾部免责声明



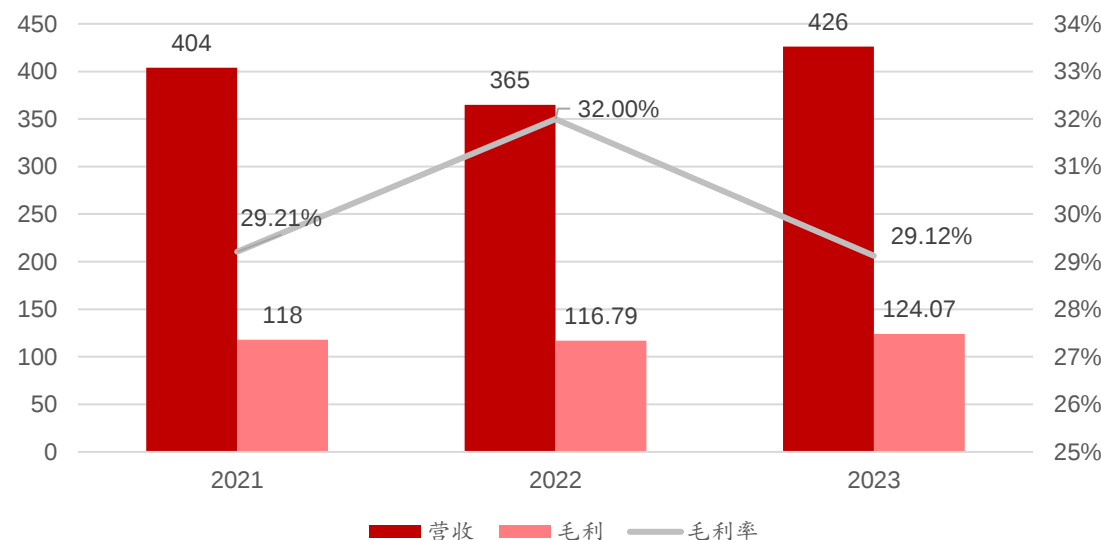
核燃料服务业务

- **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。
- **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%。

2021-2023 年燃料服务业务表现 (百万加元)

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

2021-2023 年燃料服务业务情况 (百万加元)

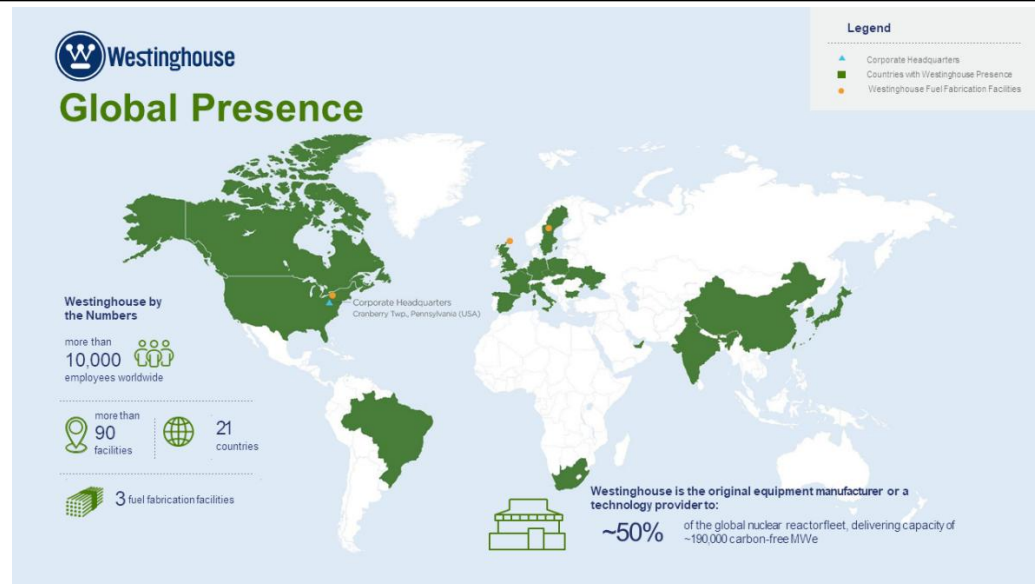




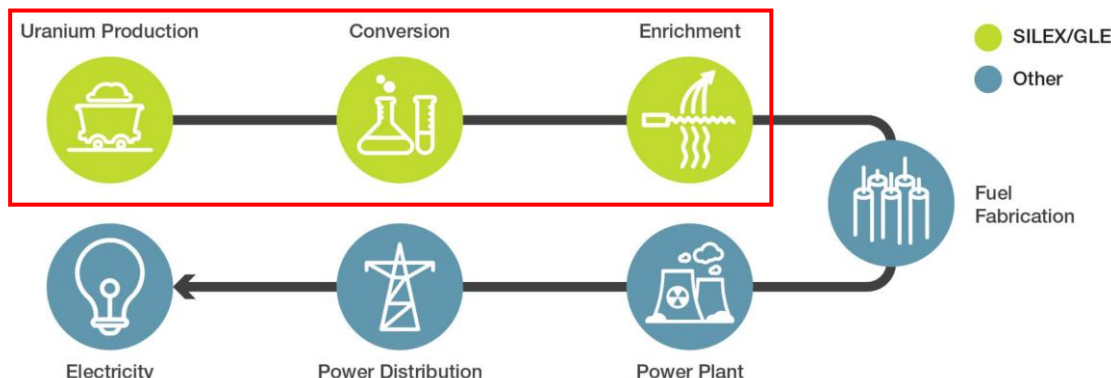
西屋电气+GLE项目，巩固公司产业链地位

- 公司分别于2021年和2023年通过参股的方式分别控制西屋电气49%以及GLE项目49%的股权，借此完善公司在核电产业链上的布局。
- **西屋电气全球老牌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。
- **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。该技术可实现以更高的浓缩效率以及更低成本进行铀浓缩，未来优势或会进一步巩固公司在铀资源产业链地位，开创增长新曲线。

西屋电气公司业务覆盖地区



GLE技术可应用范围





天然铀资源业务测算

- **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、93.5加元/磅，以及成本假设分别为57加元/磅、60加元/磅、64加元/磅。
- **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 U_3O_8 。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 U_3O_8 、33500千磅 U_3O_8 、34000千磅 U_3O_8 。
- **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%。

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_3O_8	32,000.00	33,000.00	33,500.00	34,000.00
售价 C\$/磅 U_3O_8	67.31	75.00	85.00	93.50
成本 C\$/磅 U_3O_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



核燃料服务业务测算

- **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%。
- **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12500/13000/13500千kgU。
- **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。
- **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4.7亿/5.1亿/5.6亿加元，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%。

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



估值

- 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2024-2026公司营收为29.4亿/33.6亿/37.4亿加元，归母净利润分别为3.7亿/6.7亿/8.5亿加元，EPS为0.85/0.155/1.97加元。
- 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。2024-2026年，公司彭博一致预期PB为5.13/4.71/4.28，PE为124.49/45.16/37.25



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

多谢！

国证国际 研究部

免责声明

客户服务热线 香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

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