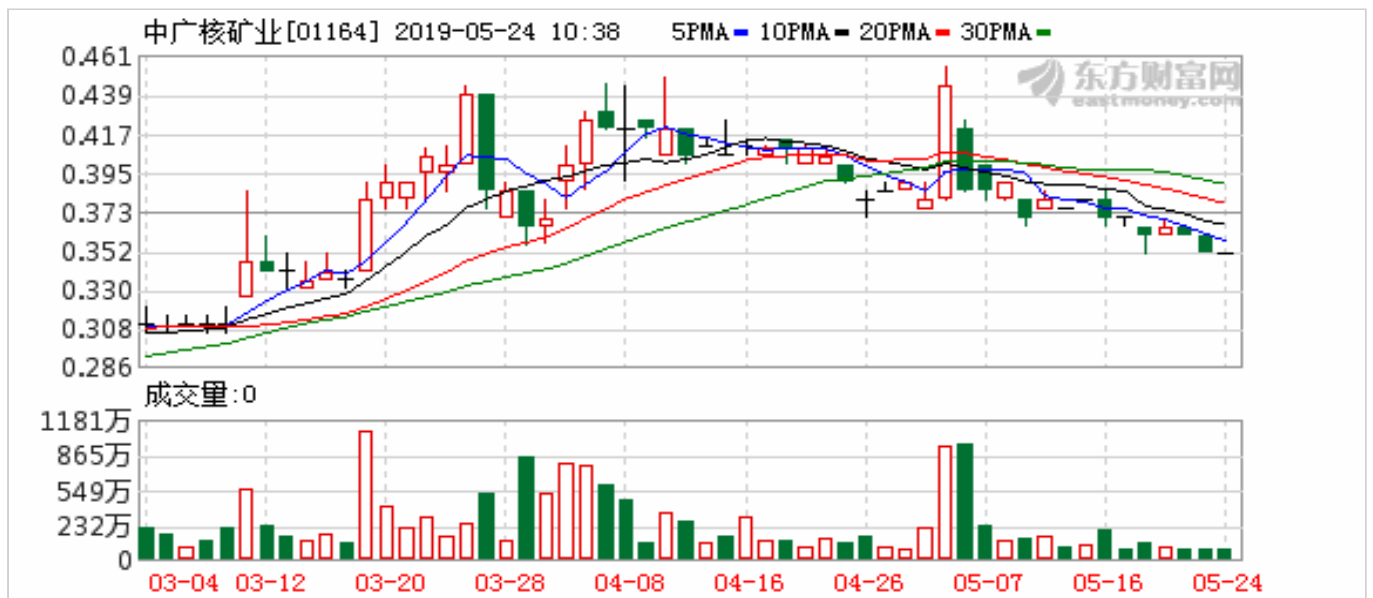




股票

中广核矿业（1164.HK）行业新一轮景气周期开启 全球铀资源潜力股

2019-05-24 10:23:00

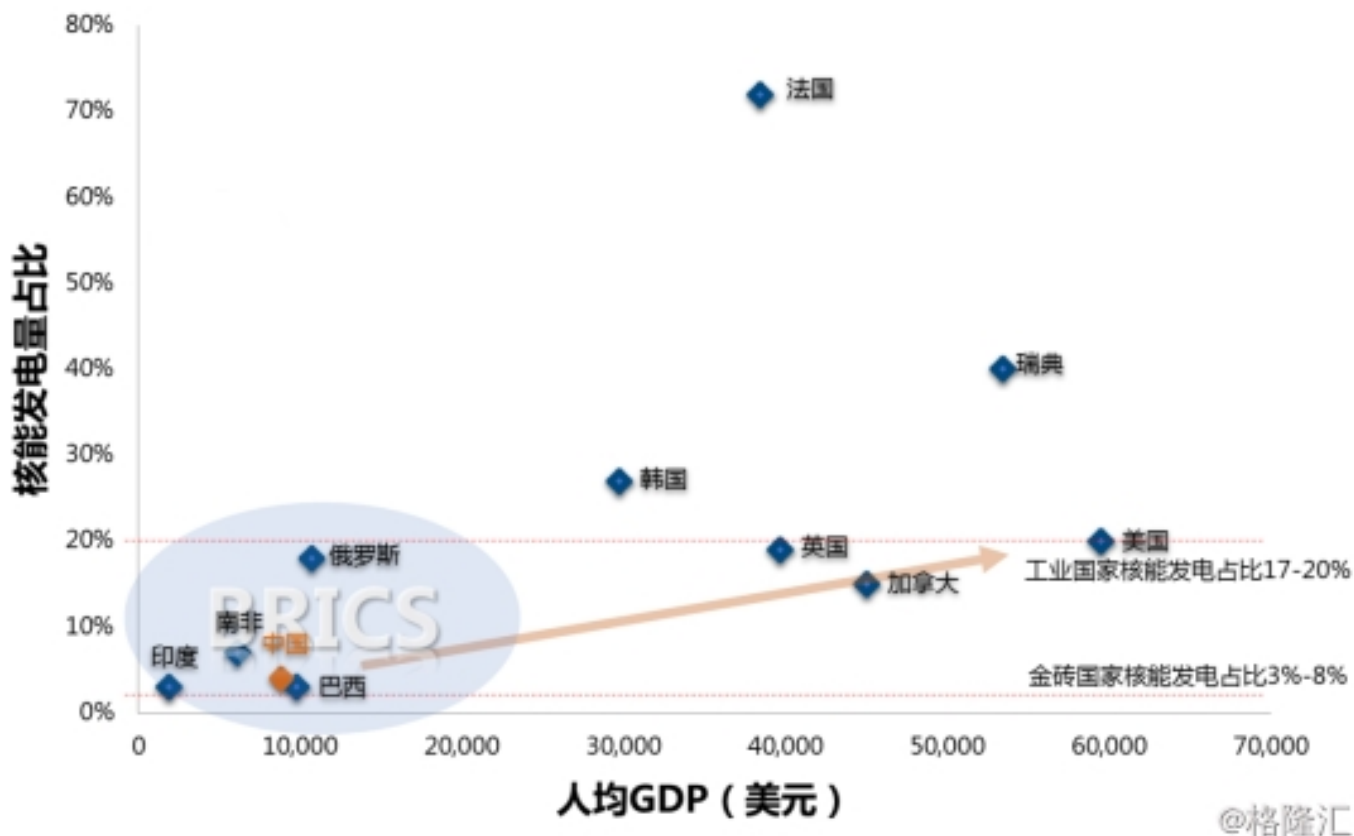


一、核电重启与核电产业链新景气周期

2019年3月11日，生态环境部发布了受理中广核广东太平岭核电厂一期工程、福建漳州核电厂1、2号机组环评报告的公示。4月1日，生态环境部副部长、国家核安全局局长刘华明确表示今年会有核电项目陆续开工建设，进一步增强了市场对核电建设重启的预期。若上述机组按期开工，这意味着中国正式重启建设新的核电机组。

2016年至2018年期间，受电力需求增速放缓、三代核电技术未投产以及福岛核事故对公众影响尚未彻底消除等因素影响，中国连续3年未批准新建核电项目。2018年，电力需求增速抬头、以AP1000、EPR为代表的三代核电技术相继投入商业运营，三代技术的可行性和安全性得到初步验证，且中国自主知识产权的华龙一号三代核电技术示范堆建设进展顺利，2011年福岛核事故的影响逐步远去，中国的核电建设已具备重启快速发展的条件。

新兴经济体核能占比仍有较大提升空间



作为一种大基荷数、零排放、运行稳定、生产效率高的能源形式，核电在全球各主要经济体的发展过程中扮演着重要角色，各国核能发电的占比也与其经济发展水平呈正比关系。美国、加拿大、英国等发达国家的核电发电量占比达15%-20%，瑞典高达39%，法国甚至高达75%。以中国、俄罗斯、印度、巴西和南非为代表的新型经济体，人口众多、工业发展速度快、对新增电力需求旺盛，因此核电在新兴经济体中前景广阔，市场空间巨大。

截至2019年4月，中国拥有在运核电机组45台，装机容量4298万千瓦，在建机组13台，装机容量1284万千瓦，与“十三五”目标提出的2020年在运5800万千瓦、在建3000万千瓦相比仍有较大差距。2018年中国核电发电量占比仅4.2%，远低于10.54%的世界平均水平。假设中国2018年至2030年发电量增速维持4%不变，且2030年中国核电发电量占比提升至10.54%(世界平均水平)或15%(发达国家入门水平)，则中国核电装机容量将分别增加至15000万千瓦或21400万千瓦，为目前中国核电装机容量4298万千瓦的3.49倍或4.98倍。因此，后续中国重启并加快核电建设进度预计为大概率事件。若按照2019-2020年年均开工建设6台-10台机组，每台机组(假设为100万千瓦)平均投资额200亿元计算，可带来直接投资约1200亿元-2000亿元，与此关联的核电行业上中下游将不同程度受益，整个核电产业链有望进入新的景气周期。

站在整个核电产业链来看，重启核电建设收益最大、最持久的当属铀矿开采及天然铀贸易行业。一旦核电重启建设，每新建一台核电机组意味着全寿期1.11万吨铀(约2886万磅U3O8)天然铀需求，上游的铀矿开采及天然铀贸易商便会重新进入“量价齐升”的上升周期。

笔者从核电技术人员获悉，一座100万千瓦压水堆核电机组，首炉装料需要约555吨天然铀(指铀金属含量，每吨天然铀折合约2600磅U3O8)，且需提前30个月(即开工30个月后)采购首炉所需天然铀，以便为后续加工预留充分的时间；对于存量在运的百万千瓦核电机组，每年换料需要约185吨天然铀。存量在运核电机组将在全寿期(一般为60年)内有刚性、持续的换料需求，也就意味着，新建核电机组贡献的需求增量给天然铀生产商带来的业绩弹性要远高于存量核电机组的需求。

中国对核燃料(含天然铀)实行专营资质，中广核、中核、国电投等三大核电集团均已成立各自核燃料公司，满足各自核燃料需求。因此核电行业虽然未来市场容量巨大，但不会出现“对手争先涌入，市场无序竞争”格局，核电重启和行业发展带来的天然铀需求红利将由三大核电集团各自的核燃料公司分享。

目前，资本市场可选投资标的包括中国广核集团旗下中广核矿业(1164.HK)以及中核集团旗下中核国际(2302.HK)。因天然铀市场持续低迷，旗下无低成本矿山支撑的中核国际开展天然铀贸易难度较大，2018年电子及其它产品贸易收入占比已达87%，天然铀贸易占比仅13%。而观之中广核矿业，该公司目前100%专注于铀资源投资及天然铀贸易，在全球范围内从事铀矿开发及天然铀贸易，拥有全球最具成本竞争优势的天然铀产能，其大股东中广核集团目前在运核电装机容量位居全球第三，中国第一(占中国54.44%)，在建核电装机容量排名全球第一(占中国55%)，作为中广核集团旗下唯一的海外铀资源开发投融资平台，同时在全球资本市场具备稀缺性的中广核矿业，有望在优势下享受核电行业重启的红利。

二、中广核矿业：进入业绩拐点，持有资产极具价值，双轮驱动发展模式是核心竞争力

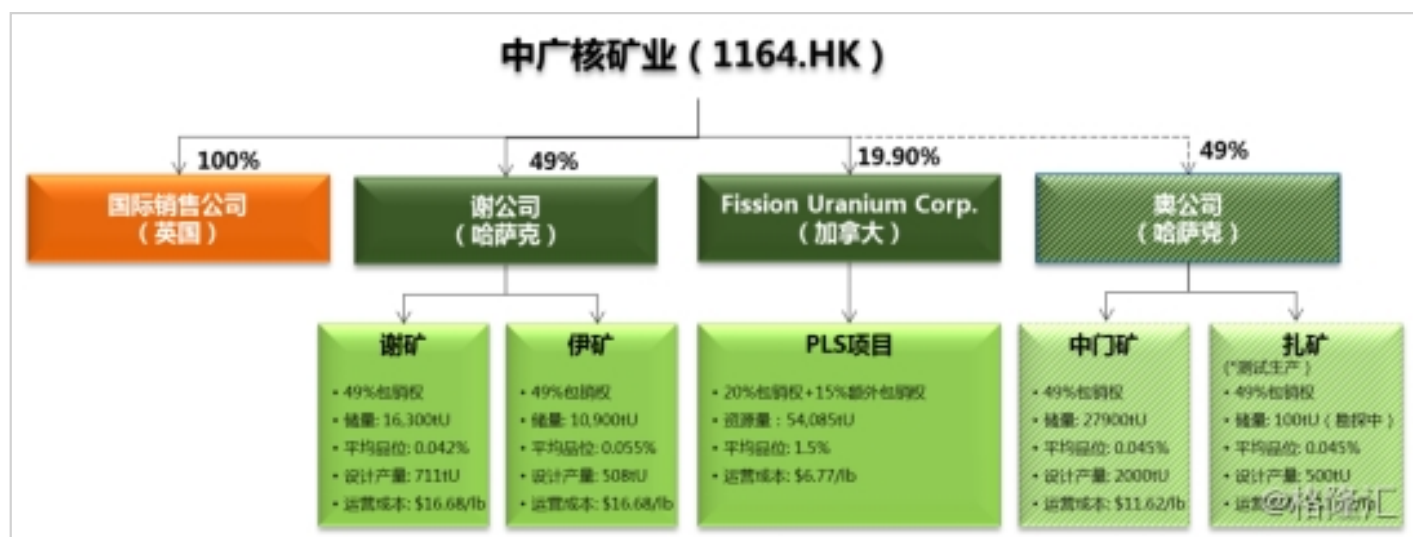
(1) 受益于铀价探底回升，2018年业绩进入拐点

中广核矿业于3月26日发出业绩公告，宣布2018年收益全面好转。

受益于天然铀价格上涨(2019年3月25日，天然铀价格已较2016年11月上漲44%。但仍较2007年高点低81.5%)，中广核矿业于2018年实现收入3.62亿港元，当年净利润率达28%，较2017年14%的净利润率，同比增长100%，提升14pct，致使股东应占溢利1.01亿港元，同比大幅增长94.72%。

值得注意的是，即使在行业低潮，中广核矿业仍维持盈利和持续分红，我们翻查历史记录发现，过去三年公司的分红派息率维持在25%以上，坚持稳定的分红率是公司经营状况正常的重要信号之一。同时，通常管理层会在判断行业反转在即和公司经营好转时，倾向于通过提升分红率来增强投资者信心，而2018年度正是这样的状况：2018年中广核矿业实现每股基本盈利1.54港仙，拟派发末期股息每股0.5港仙，较2017年的每股0.2港仙，同比增加150%，而派息率提升逾32%。

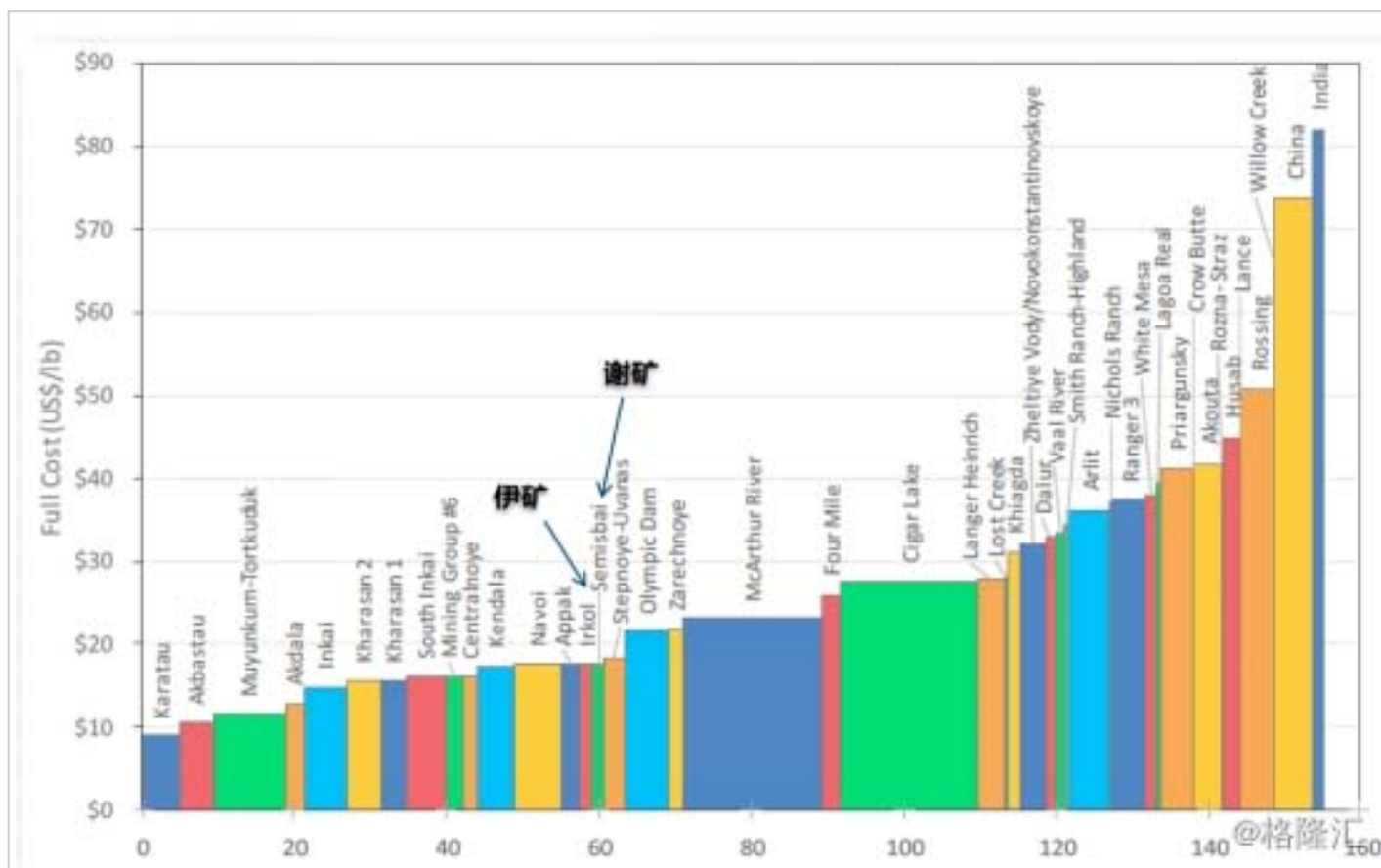
(2) 进击中的铀业巨头，内生增长和外延式并购双轮驱动



(图片来源：公开信息，截至2019年3月)

通过深入挖掘中广核矿业所持权益的铀矿资源，我们发现高品位、低产出成本和关键技术是其持有矿产资源具备核心竞争力和长期价值的主要原因。中广核矿业持有Semizbay-U(谢米兹拜伊铀合伙企业)的49%股权和49%产品包销权，以及Fission的19.90%股权、20%的未来天然铀产品包销权和15%的可选产品包销权，如上图所列。

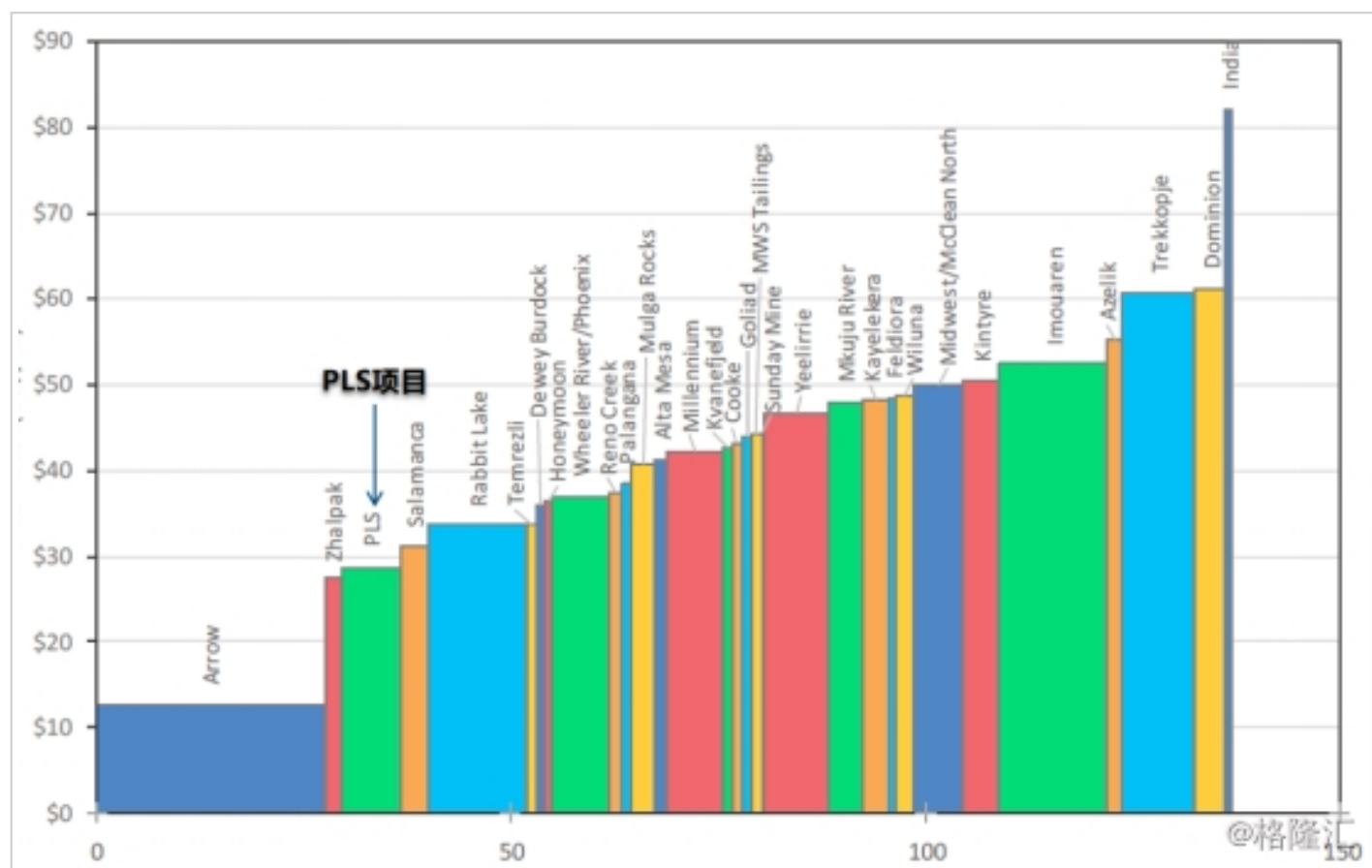
Semizbay-U(谢米兹拜伊铀合伙企业)是由哈萨克斯坦国家原子能公司拥有51%股权，后者是世界上最大的铀生产商，占全球供应量的20%，Semizbay-U曾在2017年贡献了哈萨克斯坦国家原子能公司总产量的5%，Semizbay-U旗下主要的矿山分别为谢米兹拜伊铀矿和伊尔科利铀矿(以下分别简称“谢矿”和“伊矿”)。截至2018年12月31日，Semizbay-U旗下的谢矿和伊矿的铀储量分别为16,300吨和10,900吨，两矿所含铀的品位分别为0.042%及0.055%，远高于国际平均工业品位标准的0.03%品位认定，而最重要的是拥有两者的谢公司2018年运营成本仅为16.68美元每磅，这是中广核矿业得以成为在历史周期底部具备保持持续盈利能力的少数铀资源生产商的重要原因之一。与此同时，Semizbay-U旗下的谢矿和伊矿采用的是原地浸(ISL)技术，无需岩石破碎，自动化程度高，对环境友好，安全高效，极大降低铀矿生产成本。

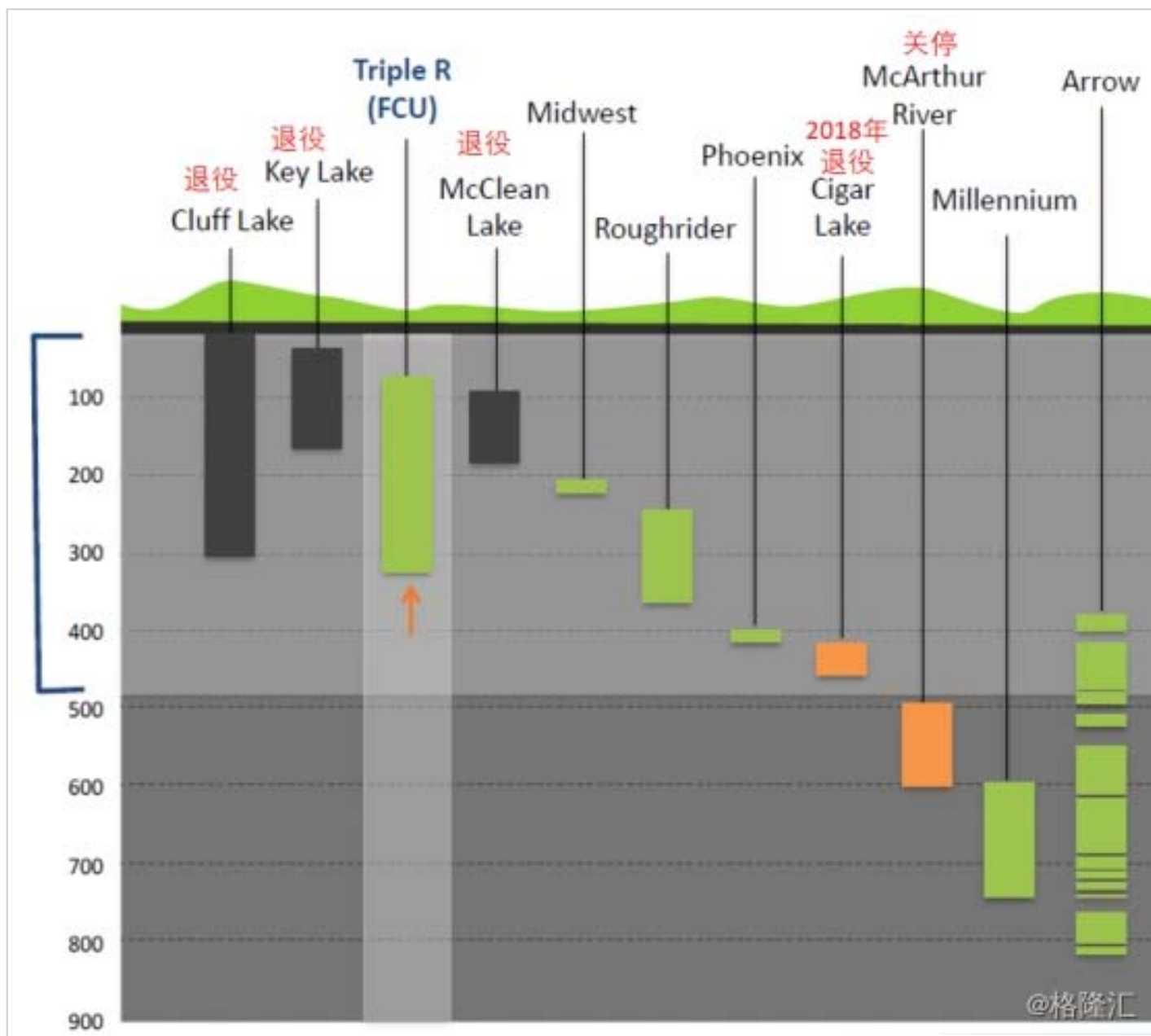


(资料来源：公开信息)

中广核矿业持有Fission Uranium，是其高品位及低产出成本的又一经典力作，Fission Uranium旗下的PLS项目主要矿体埋深仅100m-350m，是全球埋藏最浅的待开发高品位铀矿。PLS项目已探明的(下图红圈区域)矿产储量为36,533吨铀，控制级资源量为39,912吨铀，平均品位1.5%U，已识别矿化带达3.18km，具有较大的资源量增长潜力。由于PLS项目为可露天开采的浅藏铀矿，所以无论从矿山基建投入成本及开采成本来看均能达到很低的水平。根据UxC2018年报告，Fission Uranium旗下PLS项目的全成本位于全球同阶段可比铀矿山的1/4分位以下，成本优势明显。







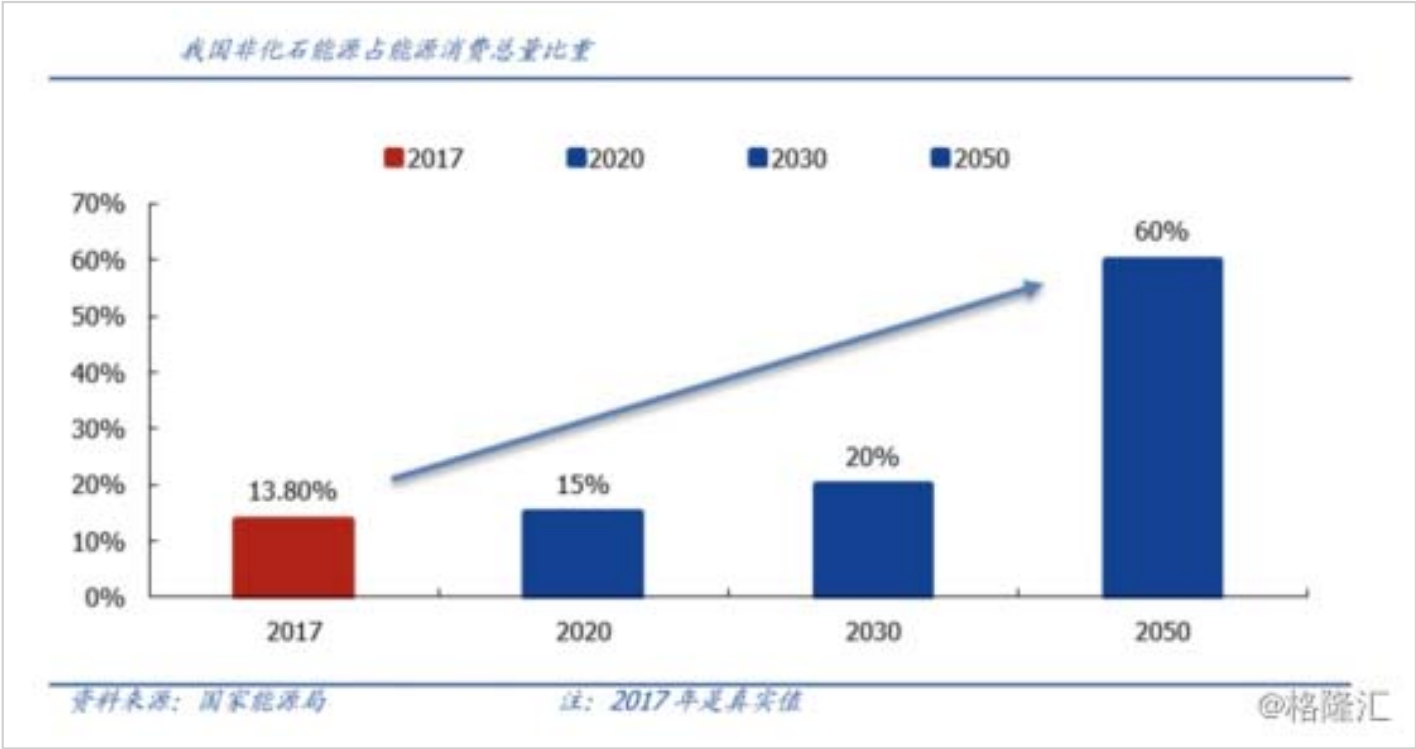
(资料来源：公开信息)

中广核矿业具备的核心竞争力、稳定生产的高品位低成本的铀矿资源、逐步提升的矿山管理效率，持续降低的运营成本是其内生性增长的主要动力，而公司颇具战略眼光的并购计划带来了外延式的成长性，双轮驱动下的增长模式令人注目。

中广核矿业在多年经营实践中，不断通过并购获取铀矿资源。背靠中国经营规模最大的核电集团公司中国广核集团，中广核矿业近年来成为了全球天然铀资源市场里最活跃和规模扩张最快的铀业公司之一。进击中的中广核矿业有望长期受益于远大且广阔的中国市场前景。

2018年11月，国家发改委和国家能源局发布了《清洁能源消纳行动计划(2018-2020年)》，已明确将核电列为清洁能源，鼓励核电开展“优价满发”试点。中国《能源发展“十三五”规划》明确指出要“提高可再生能源发展质量和在全社会总发电量中的比重”，到2020年非化石能源占能源消费总量比重达到15%，而至2030年的目标至20%，国务院更指出要安全高效发展核电，核能是唯一可大规模替代化石能源的稳定低碳能源，在能源转型中发挥

重要作用。根据国际原子能机构估计，核电使用量将于未来20年内继续增长，且未来大部分核电装机容量增长预计来自中国、俄罗斯、印度等国家，所以对于上游铀矿资源的长期需求及增量需求的大部分贡献也来自于这些国家，截至2019年1月，中国在运机组数和总装机容量已经超越日本跻身全球第三，而根据在建机组及正在规划的机组项目计划来看，中国的核电规模超越全球第二的法国，仅是时间问题，这意味着，未来5年-10年间，全球铀矿的增量需求很可能大部分来自于中国市场，对于矿业公司来说，需求远比价格要重要，所以中广核矿业在与交易对手谈判中一直享有“特殊”优势，这些方面是其他铀矿公司在对外收购扩张中所缺乏的，并且难以模仿。



其次，中广核矿业核心管理层均具备专业核电从业经验及国际化视野，加上公司自身财务优势支持，截至2018年12月31日，中广核矿业的总资产为18.62亿港元(单位下同)，其中，归属所有者权益净资产为18.12亿，所持账上现金为10.71亿，无长期借款，资产负债率低至2.66%，近五年以来的经营活动产生的现金流一直为正值，可为支撑公司长期对外收购高价值标准的铀矿资源及矿业产业链相关的优秀运营公司。

董事会成员					
	姓名	职务	任职日期	性别	出生年份
三	余志平	董事会主席、非执行董事	2018-01-25	男	1964
余志平先生，于2011年8月加入本公司为主席及非执行董事。余先生是高级工程师，他于1989年加入中广核集团，现任中广核燃料有限公司（前称「中广核铀业发展有限公司」）总经理。担任现职之前，曾担任中国广东核电集团有限公司（「中广核集团公司」，本公司之最终控股股东，连同其附属公司，合称「中广核集团」）财经委员会秘书长，研究中心主任和战略规划部总经理。余先生拥有超过22年的公司管理和铀矿勘探经验。余先生目前担任中广核铀业新疆发展有限公司董事长，中广核铀业广东有限公司董事长和中国铀业发展有限公司董事长。彼亦为Kaldhari Minerals PLC（伦敦上市公司）、Extract Resources Ltd（澳洲，多伦多及纳尔逊尼亚上市公司）及Tasman Mineral Ltd之董事。余先生于1985年毕业于华中科技大学工程力学专业，获学士学位。					
三	安军靖	执行董事	2018-01-25	男	1974
安军靖先生，现担任中广核集团公司核燃料板块总经理及中广核铀业发展董事兼总经理。安先生于1996年7月加入广东核电合营并于2003年3月至2011年8月期间先后担任大亚湾核电运营管理有限责任公司的综合培训处处长，培训中心主任助理及防城港分公司副总经理。安先生于2011年12月至2014年5月期间相继担任广西防城港核电厂有限公司生产部经理及总经理助理。并于2014年2月至2016年2月期间担任中广核集团公司董事会办公室副主任及研究室主任。彼自2016年2月至2018年1月担任中广核集团公司体系管理部副总经理（主持工作）。安先生于1996年7月毕业于清华大学并获得核能及热能利用专业工学学士学位，并随后于2009年6月获得上海交通大学的核能及核技术工程专业工程硕士学位。安先生于2009年获中广核集团公司授予高级工程师。					

目前中广核矿业的拟对外收购项目：哈萨克新铀矿资产——奥尔塔雷克公司，同样值得关注，中广核矿业与哈萨克斯坦国家原子能公司约定就剩余储量不少于4万吨铀的在产铀矿资产开展合作，已锁定合作标的为奥尔塔雷克公司，待合作铀矿为中门库杜克和扎尔巴克

铀矿，两矿均属于原位地浸铀矿且品位为0.045(%U)的高品位铀矿，可采取与Semizbay-U旗下的谢矿和伊矿采用相同的原位地浸(ISL)技术进行开采，能极大降低铀矿生产成本，2018年奥尔塔雷克公司营运成本仅为11.62美元每磅，较Semizbay-U旗下的谢矿和伊矿的营运成本还要低30.33%。预计在该交易项目交割后，中广核矿业包销量增加1225tU/年，同比增长208%。

同时，2019年1月中广核矿业完成对英国国际铀产品销售公司(“CGN GU”)的100%股权的收购，并藉此获得国际销售渠道，为中广核矿业持续增长的权益产量提供了市场出口。



而CGN GU作为全球主要天然铀贸易商之一，其主要贸易对象包括Orano、必和必拓、卡梅科(Cameco Corporation)、TRAXYS等；此外，CGN GU是全球第三大铀矿，中国在非洲最大实体投资项目，湖山铀矿唯一国际销售代理。站在中长期的角度，中广核矿业能为CGN GU提供低成本的贸易资金和稳定供应其生产成本具全球竞争力的天然铀，CGN GU可为中广核矿业提供迅速对接铀矿贸易商和核电业主的全球销售网络，两家企业优势互补，协同效应明显，

三、中广核矿业长期或将受惠于行业供求缺口降临



我们观察到国际天然铀现货价格自2007年6月创下138美元/磅后，至2016年的十年期间现货价格整体处于下降趋势。一般情况下，铀价快速上涨期间，市场会提高对铀价的预期值，全球的核电业主们倾向于签订长贸合同去锁定未来的燃料成本，反之，在铀价下跌时，全球的核电业主们则会通过采购较低价格的现货降低整体燃料成本。在2005-2007年铀价快速上涨期间，全球签订的长贸合同量连续创下新高，长贸合同具备的保护性机制成为保障全球矿山在市场低迷期持续盈利和导致全球天然铀一次供应量持续保持高位的重要原因。随着这些长贸合同陆续到期和全球几大矿山在2016年至2018年间积极地关停或者减产，从2017年起天然铀一次供应量开始减少，2018年全球天然铀已至少减产6,699吨铀，预计全球一次供应量降至52,800吨，连续两年的供应量缩减进一步验证了天然铀供应量下降趋势的形成，拐点特征明显，而根据UxC预测，全球铀矿的供求从2023年开始逆转，将出现供不应求的市场格局。2018年Yellow Cake(黄饼)储备基金在伦敦上市也成为体现天然铀市场供需关系的一个标志性事件。



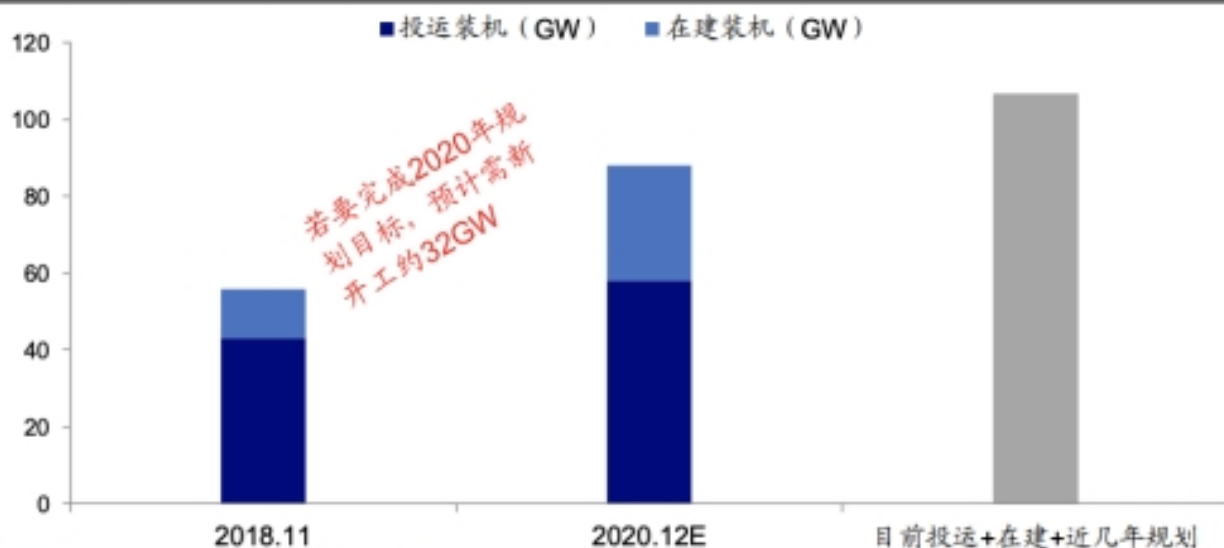
随着天然铀生产商主动减产及铀价复苏，为了规避铀价迅速攀升的风险，核电业主开始谋求签订长期采购合同，但正如前述，全球天然铀一次供应总量在**2018年**已经开始了下降趋势，过去十年全球铀矿山中高成本、低品位或效率低老矿陆续被关停，退出供给，此外长期的低迷价格也抑制了资本对新铀矿资源勘探和建设的投入，这些因素从根本上减少了未来全球天然铀的供给潜力。**2017年**至今，据我们观察发现，全球知名天然铀生产商和储备基金都在加大力度介入现货市场，呈明显的战略性囤积意图，可预期，当未来天然铀需求快速上升时，被人为减少的现货库存将势必造成铀价的向上剧烈波动。市场规模的稳定、需求的增加和热钱的涌入进一步加强了市场对铀价快速反弹的预期。

接下来我们来简单测算一下，由中国市场因素及其核电重启带来的铀矿长期增量需求会有多大的规模？截至**2019年4月**，中国在运核电机组达到**45**台，装机容量**4298**万千瓦，在建机组**13**台，装机容量**1284**万千瓦。我们沿用一座**100**万千瓦压水堆核电机组的首炉装料(可用三年)需要**555**吨天然铀，存量在运的每**100**万千瓦核电机组每年换料需要约**185**吨天然铀这些数据，假设这些在建机组会在三年后开始采购，则中国将拥有**45**台在运核电机组及总装机容量约为**4298**万千瓦，单每年的换料对天然铀的刚性需求约在**7951**吨，**13**台新增机组的首炉需求则约为**7126**吨，那么三年内中国确定性的对天然铀的需求将维持年均复合增长**CAGR**为**23.77%**的高速增长(占**2018**年全球长贸合约**52,800**吨的**28.56%**)。所以，中广核矿业近年来在全球范围对天然铀资源的频繁出手，其背后的意图是可以理解的，就是满足中国核电行业日益增长的需求，肩负起重要责任。

从储备项目看，中国待核准的拟建项目共**43**台机组，对应装机**5,090**万千瓦，处于规划中的项目**92**台机组，对应装机容量为**10,920**万千瓦，储备项目丰富，核电产业具备持续推进的项目基础。

由海通证券研究所统计数据可知，中国拟建项目的**43**台机组及对应的装机容量**5,090**万千瓦分别占全球拟建的项目均接近**30%**的比例。

我国核电投运、装机现状及规划



资料来源: WNA, 能源发展十三五规划, 海通证券研究所

@格隆汇

全球及中国核电机组在运、在建和拟建情况 (截止 2018 年 11 月)

		在运	在建	拟建
全球	反应堆数 (台)	451	56	148
	装机容量 (GW)	399.82	60.24	150.88
中国	反应堆数 (台)	45	13	43
	装机容量 (GW)	42.98	12.84	50.90

资料来源: WNA, 海通证券研究所

@格隆汇

若考虑中国核电重启后, 真如市场预期的年均新开工建设6台-10台机组, 假设真如规划的92台机组全部落地, 10年后则每年换料带来对天然铀刚性需求为19,743吨, 较2018年末增加约11,800吨, 而新增机组带来的首炉(可用3年)新增需求为21,000吨-25,000吨, 两者合共折合每年对天然铀的需求增量区间预计约在4,074-4,474吨。

按此推算, 10年后中国的累计总增量需求至少超40,000吨, 按照占比30%来推算, 全球长期的对天然铀的增量需求或对应超过约13.33万吨, 所以, 站在长期视野下观察, 供给和需求的缺口势必会产生而, 未来的十年, 很大机会是铀矿价格重新步入牛市的十年, 挑战历史新高位置的十年。

成熟的第三代核电技术的推广、中国核电重启、能源使用的结构性调整目标及清洁高效能源的环保诉求共同开启了这一全球核电和天然铀矿资源使用的新周期。

四、中广核矿业的投资机会总结

中广核矿业的战略目标是把握天然铀价格历史低位及全球核电复苏和天然铀需求持续增长的历史性机遇, 通过“资本运营”及“投资并购”双轮驱动模式, 依托大股东在全球天然铀需求主要增量市场上的优势, 在全球范围内获取强成本竞争力的铀资源项目, 进而跻身成为国际一流的天然铀供应商。

对比已上市的两家全球铀矿开采及贸易供应商龙头公司：卡梅科Cameco Corporation及哈国际原子能工业公司Kazatomprom(全球存托凭证GDR)，其总市值分别是44.53亿美元和38.64亿美元(参考备注)，在已公布的财报数据可知，前者的估值PE(TTM)高达36.47倍，对比起中广核矿业的25.39倍的PE(TTM)，明显，中广核矿业的估值有被低估的可能性存在。另外，从单位资源储量市值来对三者的估值情况进行对比发现，中广核矿业是最低，进一步印证了公司在估值上存在折价的现象存在。

最后，综合整个行业的供求关系变化、行业周期波动的变化、公司基本面与估值关系、公司未来的成长性、合适的投资时点，我们认为中广核矿业至少存在以下三个投资机会可供投资者进一步深入挖掘：

- (1)行业周期底部、绝对估值底部，及市场行情好转所带来的投资机会；
- (2)公司内生和外延的高成长性和中国核电重启的预期带来的投资机会；
- (3)大集团小公司，集团内上市平台中最低市值与其战略资源的重要地位不匹配带来的投资机会；

(*备注：哈国际原子能工业公司的全球存托凭证(GDR)和股票已于2018年11月在伦敦证交所(LSE)上市交易，该部分发行上市交易的证券占公司已发行股本的15%，共3890万股，据此，哈国际原子能工业公司的总股本为25933万股。)

郑重声明：东方财富网发布此信息的目的在于传播更多信息，与本站立场无关。

相关阅读

数字王国(00547.HK)委任非执行董事蒲坚为董事会副主席

红星美凯龙(01528.HK)拟向招商银行申请综合授信10亿元

长飞光纤光缆(06869)：带着员工去“抄底”？

汇银智慧社区(01280.HK)：扬州汇银就两名供应商再次提出反对向法院提出抗辩

汇银智慧社区(01280.HK)将于6月5日举行董事会会议以审议批准年度业绩

申基国际(02310.HK)：苏洁仪及阎正为获控股股东债权人委任为联席及各别接管人及经理

申基国际(02310)：苏洁仪及阎正为获任公司相关股份的联席及各别接管人及经理人

汇银智慧社区(01280)：扬州汇银就民事申索向法院提出抗辩 继续停牌

中国通号(03969)就科创板上市申请文件的第二轮审核问询函作出回复

红星美凯龙(01528)拟向招商银行申请融资性保函及贷款

[首页](#) | [股票](#) | [财经](#) | [行情](#) | [导航](#)

证券之星 Copyright© 1996-2019年