



中信证券研究部



拜俊飞
金属分析师
S1010521070006



敖肿
金属行业
首席分析师
S1010515020001

核心观点

公司作为中广核集团旗下的唯一铀矿上市企业，拥有领先的成本、资源及下游客户优势。在核电需求复苏，铀价快速上涨的背景下，我们认为公司未来将受益于贸易量的增长和参股矿山盈利能力的提升，业绩有望大幅提高。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为6.49/8.26/11.32亿港元，结合可比公司Wind一致预期2023年EV/EBITDA平均倍数，给予公司2023年19倍EV/EBITDA倍数估值，对应目标价为1.8港元/股，首次覆盖、给予“买入”评级。

■ 公司是国内唯一上市的天然铀厂商。公司成立于2001年，先后通过并购获得位于哈萨克斯坦的4座铀矿49%的天然铀产品包销权。2022年，受益于天然铀价大幅上涨，公司实现归母净利润5.15亿港元，同比增长188.5%，创历史新高。2023年上半年，受成本上涨、提前开采被罚款等因素影响，公司归母净利润为1.80亿港元，同比下降49.4%。

■ 核电复苏提上日程，天然铀供需关系持续紧张。由于过去天然铀价长期低迷，减产已成为全球铀生产企业的主基调。近年来，全球核电行业迎来回暖。根据IAEA统计，2022年全球核电装机容量为371GW，已恢复至2011年福岛核事故前水平。WNA预测，全球对铀燃料的需求将从2023年的6.57万tU上升到2030/2040年的8.38/13.00万tU。因此我们认为未来铀行业或将长期处于供需紧张的状态。UxC预测，2030年铀行业供需缺口将达到8458.1tU。

■ 公司背靠中广核集团，拥有稳定的下游市场。中广核矿业的自产贸易是从子公司采购天然铀资源并全部包销给中广核集团。根据中广核电力公司公告，截至2022年底，中广核集团在运机组26台，装机容量29.38GW，占全国在运装机容量的51.6%，已成为全国最大的核电集团。中广核矿业公司作为中广核集团旗下的海外铀资源开发平台，拥有稳定的下游市场。

■ 公司资源禀赋优异，铀资源产能优势领先。公司矿山全部位于铀资源储量丰富的哈萨克斯坦，根据公司2022年报，截至2022年底公司铀矿权益储量3.03万tU，仅次于哈原工、卡梅科、欧安诺公司。此外，根据Fission Uranium公司发布的可研报告显示，公司与其合作运营的PLS项目可信铀资源储量超3.6万tU。目前公司正积极推进扎矿扩产及其他矿山复产工作，公司预计铀矿权益产能将从2022年的1273tU增长到2025年的1813tU，增幅为42.4%。

■ 公司生产成本优势领先，新框架协议助力自产贸易售价提升。根据中国核工业地质局的研究，哈萨克斯坦的铀矿生产成本全球最低，仅为美国、尼日尔等地的2/3。公司受益于在哈矿山的成本优势，2023H1公司在哈的合营和联营企业生产成本仅为24/17美元/磅U₃O₈。此外，公司优化定价机制，采取新的框架协议后自产贸易售价从2022H1的50美元/磅U₃O₈提升至2023H1的58美元/磅U₃O₈，高于同期现货价格和长贸价格，带动自产贸易毛利同比增长198%。

■ 风险因素：铀价大幅波动的风险；地缘政治的风险；加拿大PLS项目不能顺利投产的风险；公司产能扩张不及预期的风险；在哈矿山储量枯竭的风险；矿山生产成本继续提高的风险；哈原工对公司补偿款不能顺利支付的风险。

■ 盈利预测、估值与评级：我们认为，在下游核电需求回暖的背景下，公司未来将受益于贸易量的增长和参股矿山盈利能力的提升，业绩有望大幅提高。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为6.49/8.26/11.32亿港元。我们选取港股及A股上市的矿业公司东方钨业、中信金属、招金矿业以及下游核电行业的中国广核及中国核电作为可比公司。参考可比公司Wind一致预期2023年19倍的EV/EBITDA倍数均值，我们给予中广核矿业2023年19倍EV/EBITDA倍

中广核矿业	01164.HK
评级	买入（首次）
当前价	1.35 港元
目标价	1.80 港元
总股本	7,601 百万股
港股流通股本	7,601 百万股
总市值	103 亿港元
近三月日均成交额	24 百万港元
52周最高/最低价	1.53/0.73 港元
近1月绝对涨幅	29.81%
近6月绝对涨幅	62.65%
近12月绝对涨幅	64.63%

数估值，对应公司市值为 138 亿元，对应目标价为 1.8 港元/股，首次覆盖、给予“买入”评级。

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	3,860	3,649	6,609	8,341	9,324
营业收入(百万港元)	3,860	3,649	6,609	8,341	9,324
营业收入增长率 YoY	34.8%	-5.5%	81.1%	26.2%	11.8%
净利润(百万港元)	179	515	649	826	1,131
净利润(百万港元)	179	515	649	826	1,131
净利润增长率 YoY	15.0%	188.5%	26.1%	27.2%	37.0%
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.02	0.07	0.09	0.11	0.15
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.02	0.07	0.09	0.11	0.15
每股净资产 (港元)	0.28	0.44	0.53	0.62	0.74
每股净资产 (港元)	0.28	0.44	0.53	0.62	0.74
毛利率	2.3%	4.1%	4.4%	3.3%	3.9%
净利率	4.6%	14.1%	9.8%	9.9%	12.1%
核心净利润率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率 ROE	8.3%	15.4%	16.2%	17.6%	20.0%
PE	58.8	20.4	16.2	12.7	9.3
PB	4.9	3.1	2.6	2.2	1.9
PS	2.7	2.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	52.3	20.6	15.4	12.2	9.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 10 月 10 日收盘价

目录

国内铀行业唯一标的，2022 年归母净利润创新高.....	6
公司简介：中广核集团旗下唯一的海外铀资源开发平台	6
财务数据：2022 年归母净利润创历史新高，23H1 业绩同比有所下滑	7
下游核电领域迎来复苏，铀行业或将长期供需紧张	10
供给分析：天然铀资源总量有限，减产已成为近年主流趋势	10
需求分析：核电复苏提上日程，天然铀需求维持强劲	13
供需平衡及价格分析	18
公司天然铀资源禀赋优异，成本售价优势领先	20
优势一：背靠中广核集团，唯一在亚太地区上市的天然铀厂商	20
优势二：资源禀赋优异，铀资源产能优势领先	21
优势三：公司生产成本优势领先，新框架协议助力自产贸易售价提升	24
风险因素	26
盈利预测及估值、评级	26
盈利预测	26
估值、评级	30

插图目录

图 1: 中广核矿业公司历史沿革	6
图 2: 中广核矿业股权结构图	7
图 3: 2018-2023 年上半年公司营业收入情况	7
图 4: 2018-2023 年上半年公司归母净利润情况	7
图 5: 公司 2023H1 业绩同比变化情况及原因 (单位: 百万港元)	8
图 6: 2019-2023H1 各业务营收占比情况	8
图 7: 2018-2023H1 公司销售毛利率情况	8
图 8: 2018-2023H1 各地区主营业务收入占比情况	9
图 9: 2018-2023H1 费用率情况	9
图 10: 公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 亿港元)	9
图 11: 2018-2023 年上半年公司资产负债率情况	9
图 12: 全球已探明可开采的铀资源储量情况 (单位: 万 tU)	10
图 13: 全球已探明铀资源储量情况 (成本低于 50 美元/磅的 U_3O_8)	11
图 14: 全球已探明铀资源储量情况 (成本低于 30 美元/磅的 U_3O_8)	11
图 15: 2015-2022 年天然铀产量情况 (单位: 万 tU)	11
图 16: 2022 年全球天然铀生产国家分布情况	11
图 17: 2022 年全球主要天然铀生产企业 (单位: tU)	12
图 18: 2010-2022 年全球铀行业长贸合同、现货合同签订量情况 (单位: tU)	12
图 19: 全球天然铀勘探预算情况 (单位: 百万美元)	13
图 20: 2016-2025 年全球天然铀供给情况 (单位: tU)	13
图 21: 2008-2022 年全球核电装机量和发电量情况	14
图 22: 全球核电运行机组与新建机组情况 (单位: 台)	14
图 23: 世界主要核电国家运行机组情况 (单位: 台)	14
图 24: 2012-2022 年我国核能发电量及占总发电量的比例	15
图 25: 2022 年各国电力结构中核电占比情况 (单位: %)	16
图 26: 2013-2022 年中国核电机组装机量情况 (单位: GW)	16
图 27: 2013-2023 年中国核电机组在运及核准情况 (单位: 台)	16
图 28: 2022-2040 年全球核反应堆用铀燃料需求情况 (含预测) (单位: 万 tU)	17
图 29: 2022-2030 年铀行业供需平衡表 (单位: tU)	18
图 30: 2005-2023 年 9 月天然铀现货市场价格情况 (单位: 美元/磅 U_3O_8)	19
图 31: 中广核集团核电在运机组与在建机组装机量 (单位: GW)	20
图 32: 2022 年我国核电在运装机容量市场占比	20
图 33: 中广核电力在运及在建核电基地情况	21
图 34: 中广核集团与华能的合作项目石岛湾核电厂	21
图 35: 中广核“华龙一号”机组示意图	21
图 36: 公司与国际天然铀龙头企业储量对比 (单位: 万 tU)	22
图 37: 2022 年公司各矿山权益资源量占比	22
图 38: 中广核矿业在哈萨克斯坦的矿山布局情况	22
图 39: PLS 项目地图	23
图 40: 公司 2019-2022 年铀矿产量情况 (单位: tU)	23
图 41: 公司 2022-2025 年铀矿产能建设情况 (单位: tU)	23
图 42: 2017 年世界主要铀矿生产国铀矿生产平均成本 (单位: 万元/吨)	24

图 43: 2022 年铀矿主要生产国生产成本分阶段对比 (可靠储量) 25
图 44: 2022 年铀矿主要生产国生产成本分阶段对比 (推断储量) 25
图 45: 2022H1/2023H1 公司自产贸易售价情况 (单位: 美元/磅 U₃O₈) 25
图 46: 2022H1/2023H1 公司自产贸易毛利情况 (单位: 百万港元) 25

表格目录

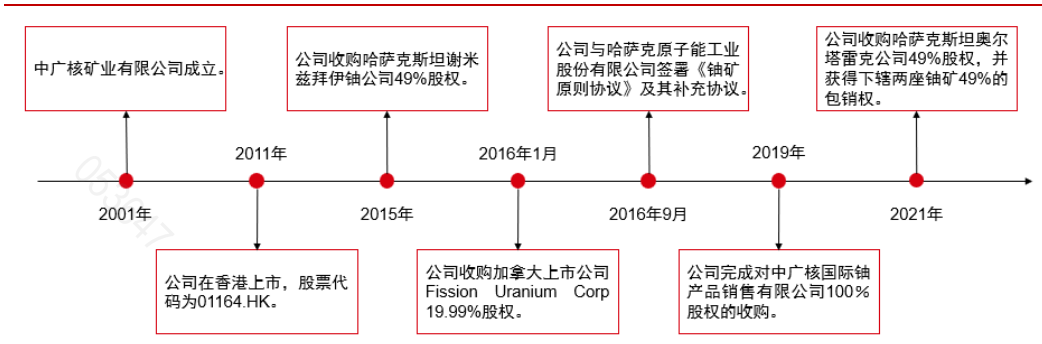
表 1: 近期全球主要核能国家在核能上发展策略 15
表 2: 国内在建核电项目情况 17
表 3: 中广核矿业公司各矿山储量情况 22
表 4: 各种铀矿类型的平均生产成本 24
表 5: 中广核矿业主营业务盈利及投资收益预测 28
表 6: 2023-2025 年中广核矿业盈利预测及估值水平 29
表 7: 中广核矿业可比公司估值情况 30

国内铀行业唯一标的，2022 年归母净利润创新高

公司简介：中广核集团旗下唯一的海外铀资源开发平台

历史沿革：公司成立于 2001 年 5 月 30 日，是中国第一、全球第三大核电集团中广核集团的子公司，亦是中广核集团旗下海外铀资源开发的唯一平台。公司主要从事作为核燃料的天然铀资源的开发与贸易。2011 年，公司于香港上市，股票代码为 01164.HK。2015 年，公司收购哈萨克斯坦谢米兹拜伊铀公司（简称“谢公司”）49% 股权，并获得下辖两座铀矿 49% 的天然铀产品包销权。2016 年，公司收购加拿大上市公司 Fission Uranium Corp（简称“Fission 公司”）19.99% 股权，并获得 20% 的天然铀产品包销权及额外 15% 的包销选择权。同年，公司与哈萨克原子能工业股份有限公司（简称“哈原工”）签署《铀矿原则协议》及其补充协议，约定双方就总资源量达 4 万吨铀的铀矿山开展合作，其中公司未来总包销量将不低于 2 万吨铀。2019 年，公司完成对中广核国际铀产品销售有限公司 100% 股权的收购。2021 年，公司收购哈萨克斯坦奥尔特塔雷克公司（简称“奥公司”）49% 股权，并获得下辖两座铀矿 49% 的天然铀产品包销权。

图 1：中广核矿业公司历史沿革

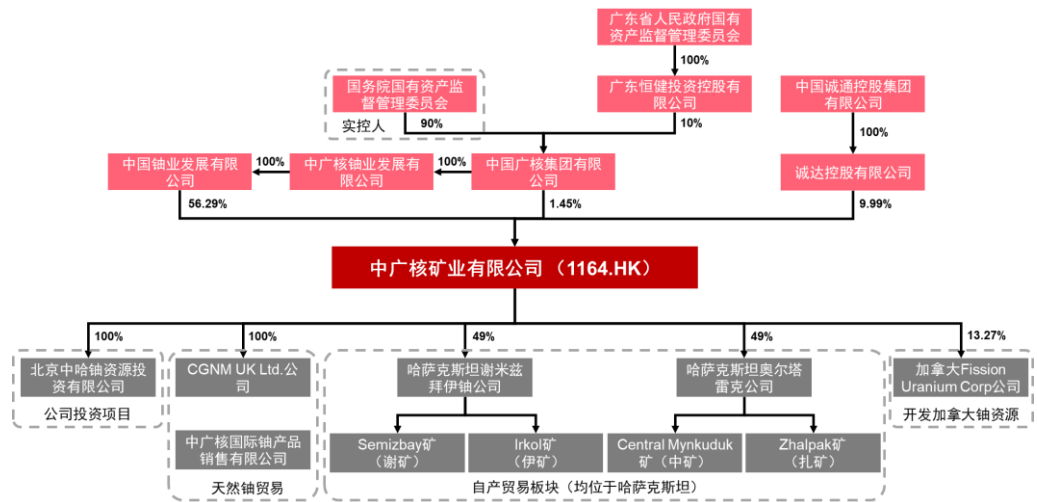


资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

公司实际控制人为国务院国有资产管理委员会。根据公司 2022 年报，中国铀业发展有限公司为公司的控股股东，持股比例为 56.29%。中国广核集团有限公司直接持有中广核矿业 1.45% 股权，并通过中国铀业发展有限公司间接控制中广核矿业 56.29% 股权，合计控制公司 57.74% 股权。中国诚通控股集团有限公司通过诚达控股有限公司间接控制中广核矿业 9.99% 股权。

控股子公司及合营、联营企业概况：公司共参股 6 家公司，其中全资子公司北京中哈铀资源投资有限公司主要负责公司投资项目；全资子公司 CGNM UK Ltd. 公司和 中广核国际铀产品销售有限公司主要负责天然铀贸易。截至 2023 年 6 月 30 日，公司持有合营企业谢公司 49% 股权，该公司主要负责提取、初步加工及销售 Semizbay（谢矿）及 Irkol（伊矿）的天然铀资源；公司持有联营企业奥公司 49% 股权，主要负责提取、初步加工及销售 Central Mynkuduk（中矿）及 Zhalpak（扎矿）的天然铀资源。此外，公司持有 Fission 公司 13.27% 股权，该公司主要负责加拿大 Patterson Lake South (PLS) 项目的投资建设。

图 2：中广核矿业股权结构图

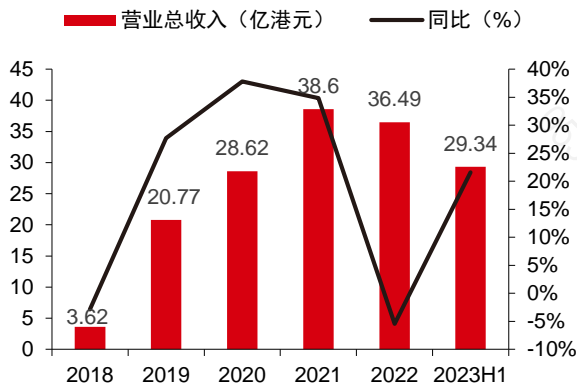


资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

财务数据：2022 年归母净利润创历史新高，23H1 业绩同比有所下滑

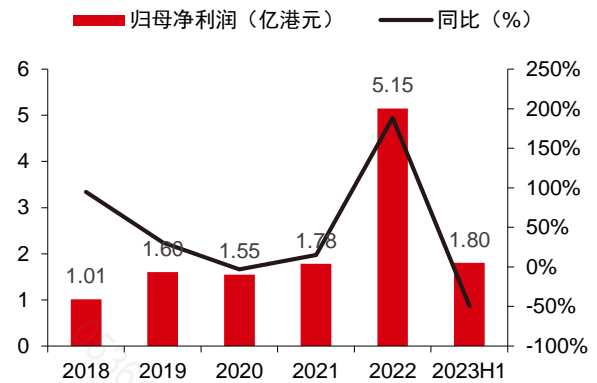
2022 年公司归母净利润大幅提升。2022 年，公司实现营收 36.49 亿港元，同比下降 5.46%；实现归母净利润 5.15 亿港元，同比增长 188.47%，创历史新高，主要受益于天然铀价的大幅上涨。2023 年上半年，受益于公司天然铀产品产销量上升，公司实现营收 29.34 亿港元，同比上升 21.59%；此外，公司实现归母净利润 1.80 亿港元，同比下降 49.4%。

图 3：2018-2023 年上半年公司营业收入情况



资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

图 4：2018-2023 年上半年公司归母净利润情况

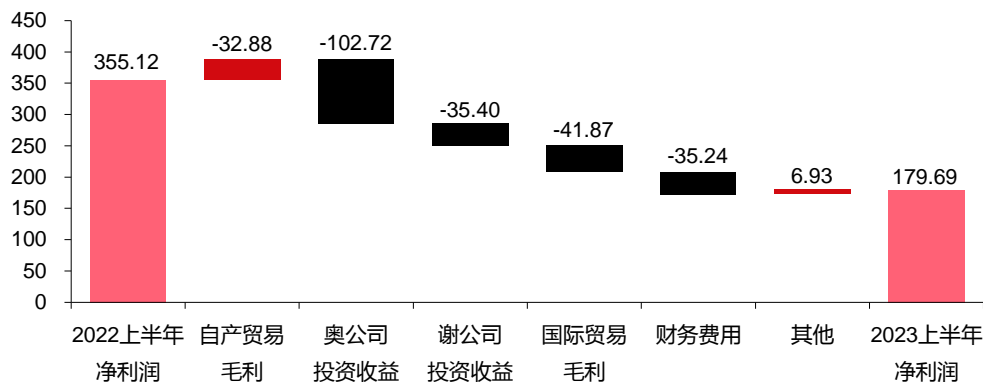


资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

公司 2023H1 净利润下降主要由于投资收益和国际贸易毛利下滑所致。2023 年上半年，奥公司投资收益下降 10272.3 万港元，谢公司投资收益下降 3524.2 万港元，其主要原因包括生产成本上升、奥公司提前开采导致的罚款等。根据公司 2023 年中期报告，奥公司在 2018-2020 年在扎矿矿权合同未延期的情况下提前开采，需要向哈萨克斯坦政府进行赔偿。由于扎矿提前开采属于公司向哈原工收购奥公司之前的事项，因此哈原工已于 2023 年 6 月计提对中广核矿业约 8074 万港元的补偿款，目前公司正积极就补偿款事项与哈原工进行协商。公司国际贸易毛利也有所下滑，主要原因在于公司采用加权平均法计量

存货成本且采用长贸合同的交易方式，近年铀价快速上升导致公司在交付之前签订的低价合同时存货平均成本高于采购成本，从而影响了公司 2023H1 的毛利。此外，由于美联储加息导致公司 2023H1 财务费用也有一定程度的增加。

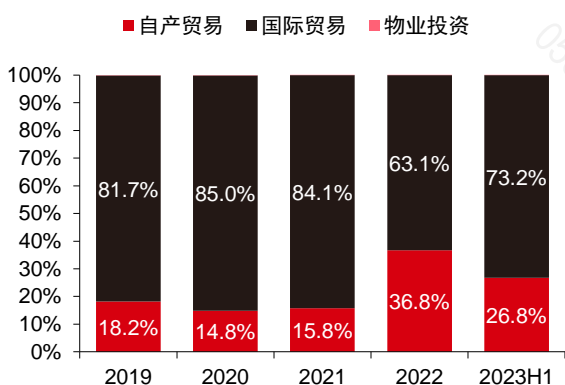
图 5：公司 2023H1 业绩同比变化情况及原因（单位：百万港元）



资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

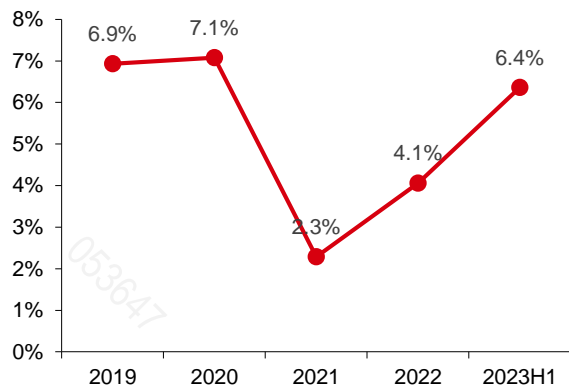
天然铀贸易是公司主要的盈利来源。公司主营业务包括天然铀贸易和物业投资，其中天然铀贸易业务又分为自产贸易和国际贸易两个板块。自产贸易指公司从奥公司和谢公司购买天然铀后出售至中广核集团；国际贸易是由中广核国际销售公司采购国际货源后销售给国际客户，采购和销售两端锁定，同时签约。2023H1，公司自产贸易和国际贸易的营收分别为 7.85/21.48 亿港元，占总营收的比例分别为 26.8%/73.2%。2021 年来，受铀价上行周期影响，公司销售毛利率持续走高，2023 年上半年销售毛利率为 6.4%。

图 6：2019-2023H1 各业务营收占比情况



资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

图 7：2018-2023H1 公司销售毛利率情况

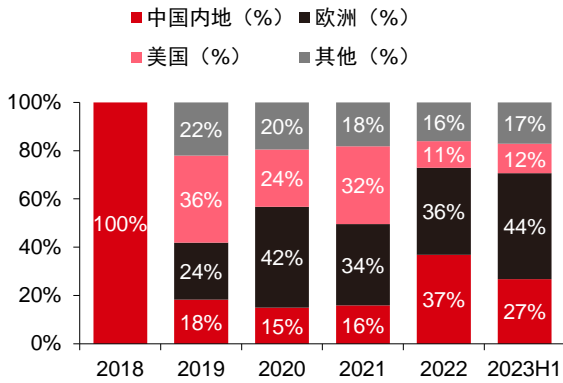


资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

公司面向全球客户开展天然铀贸易业务。2018 年，公司仅有自产贸易业务，因此只面向国内客户（中广核集团）开展业务。2019 年公司收购中广核国际销售公司后，公司开始面向全球客户开展天然铀贸易业务。2023 年上半年，公司在中国、欧洲、美国和其他地区的主营收入占比分别为 26.8%/43.9%/12.1%/17.2%，欧洲已成为公司最大的业务市场。由于公司拓展了国际贸易业务，公司费用率自 2019 起快速下降。2023 年上半年，受

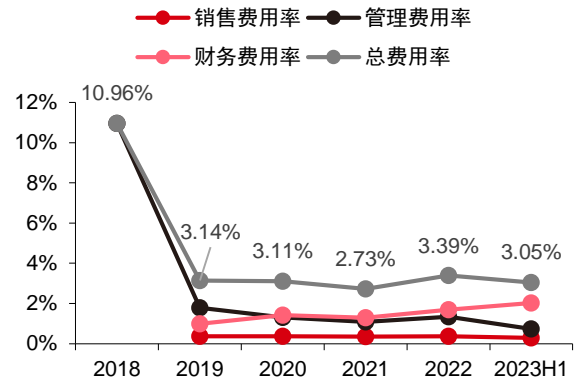
美联储加息影响，公司财务费用率有所上升，但管理费用、销售费用均有所降低，总体费用率为 3.05%，相比 2022 年下降 0.34pct。

图 8：2018-2023H1 各地区主营业务收入占比情况



资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

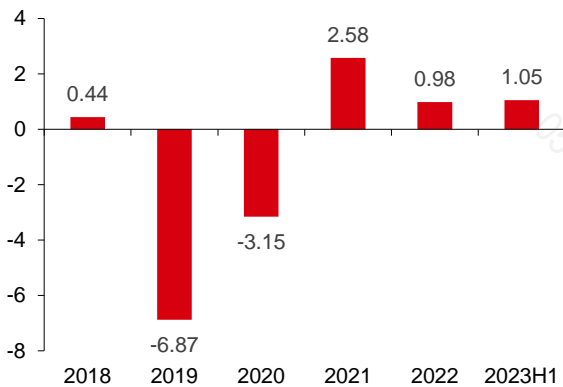
图 9：2018-2023H1 费用率情况



资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

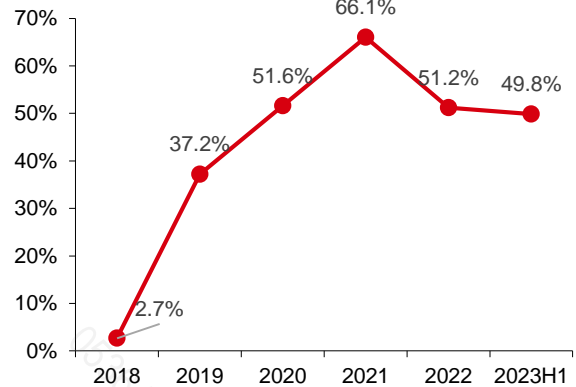
2022 年来公司资产负债率有所降低。2021 年，公司主营产品量价齐升，公司经营活动产生的现金流量净额从-3.15 亿港元上升到 2.58 亿港元。2023 年上半年，公司经营活动现金流净额为 1.05 亿元。2019 年中国重启核准新核电反应堆后，公司并购多家公司，导致资产负债率大幅提高。2022 年后，考虑到通货膨胀的影响，公司提前偿还部分贷款，因此资产负债率有所下降，2023 年上半年资产负债率为 49.84%。

图 10：公司经营活动产生的现金流量净额（单位：亿港元）



资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

图 11：2018-2023 年上半年公司资产负债率情况



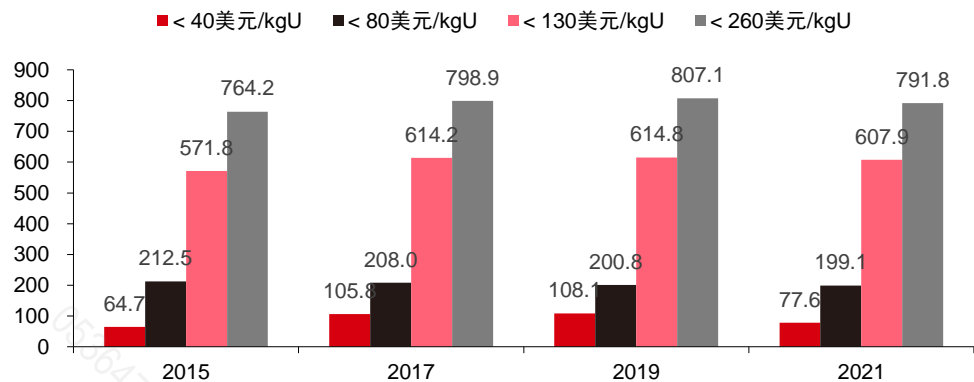
资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部

■ 下游核电领域迎来复苏，铀行业或将长期供需紧张

供给分析：天然铀资源总量有限，减产已成为近年主流趋势

全球较低成本的已探明可开采铀资源储量仅占总资源量的 1/4。根据国际原子能机构 (IAEA) 和经合组织核能署 (NEA) 联合发布的《铀 2022：资源、产量和需求》红皮书，2015-2019 年，全球铀资源量呈现小幅增长趋势；2019-2021 年，铀资源量略有下降，主要受哈萨克斯坦和加拿大等国采矿损耗、截止品位的变化等影响所致。截至 2021 年 1 月 1 日，全球已探明可开采的铀资源储量为 791.8 万 tU，相比于 2019 年下降 1.9%，其中较低成本 (<80 美元/kgU，对应约 30 美元/磅 U₃O₈) 的铀资源量为 199.1 万 tU，仅占总资源量的 1/4。

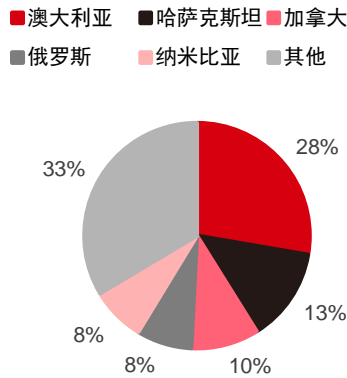
图 12：全球已探明可开采的铀资源储量情况（单位：万 tU）



资料来源：IAEA, NEA, 中信证券研究部 注：统计日期均截至当年 1 月 1 日

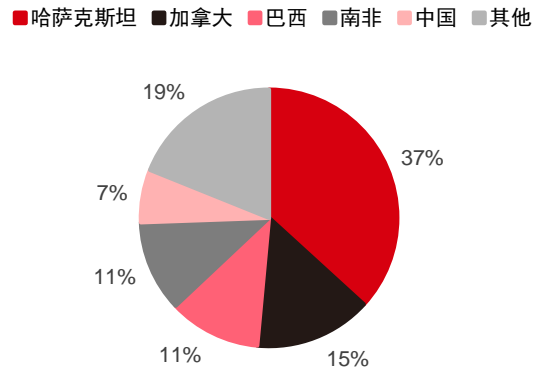
澳大利亚和哈萨克斯坦铀资源储量丰富。根据 NEA 统计，澳大利亚是全球成本低于 130 美元/kgU（折合 50 美元/磅 U₃O₈）类别中铀资源储量最丰富的国家，其已探明储量为 168.41 万 tU，占全球的 28%。就低成本铀资源（成本<80 美元/kgU，折合约 30 美元/磅 U₃O₈）而言，哈萨克斯坦是低成本铀资源储量最丰富的国家，其已探明储量为 73.21 万吨铀，占全球的 37%。我国已探明的低成本铀资源储量为 13.25 万 tU，占全球的 7%，是世界第五大铀资源储量国。

图 13: 全球已探明铀资源储量情况 (成本低于 50 美元/磅的 U₃O₈)



资料来源: IAEA, NEA, 中信证券研究部 注: 数据统计截至 2021 年 1 月 1 日

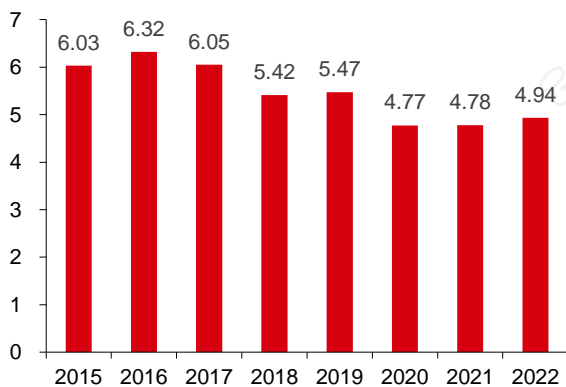
图 14: 全球已探明铀资源储量情况 (成本低于 30 美元/磅的 U₃O₈)



资料来源: IAEA, NEA, 中信证券研究部 注: 数据统计截至 2021 年 1 月 1 日

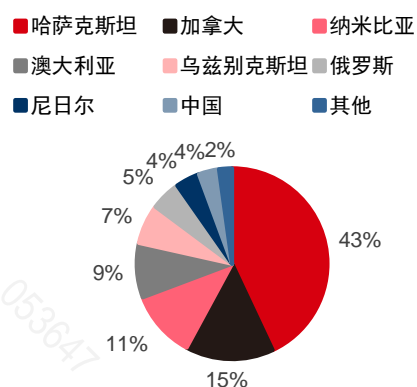
2022 年哈萨克斯坦天然铀产量占全球的 43%。由于过去几年天然铀价持续低迷, 减产已成为全球铀生产企业的主基调。根据世界核能协会 (WNA) 统计, 天然铀产量自 2016 年创下 6.32 万 tU 高点后开始持续下滑, 2020 年已降至低点 4.77 万 tU, 降幅约为 24.5%。2021 年后, 天然铀现货市场价格开始上涨, 带动全球天然铀产量逐渐回升。2022 年全球天然铀产量为 4.94 吨, 同比小幅增长 3.2%。分国家来看, 哈萨克斯坦是全球第一大天然铀生产国, 根据 WNA 统计, 2022 年哈萨克斯坦占全球天然铀产量的 43%, 超过前五名内其他四国 (加拿大、纳米比亚、澳大利亚、乌兹别克斯坦) 的产量总和。整体来看 2022 年全球天然铀的生产相对集中, 前五大生产国占据了全球超过 85% 的产量。

图 15: 2015-2022 年天然铀产量情况 (单位: 万 tU)



资料来源: WNA, 中信证券研究部

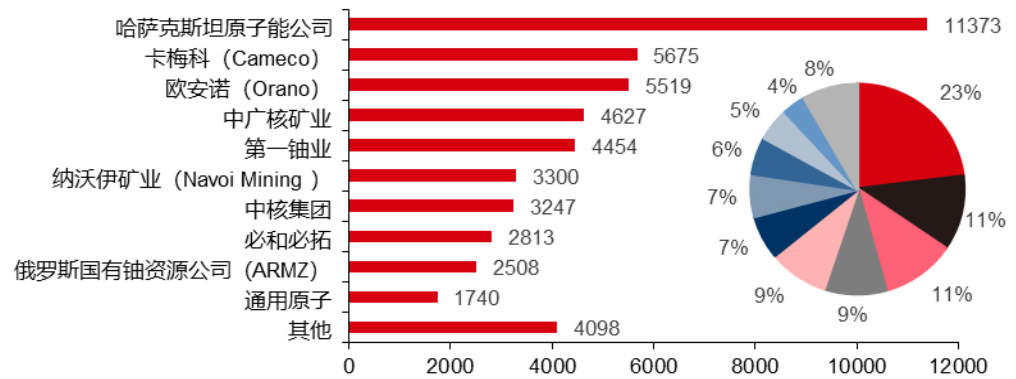
图 16: 2022 年全球天然铀生产国家分布情况



资料来源: WNA, 中信证券研究部

全球前十大企业占据了 2022 年全球铀产量的 91.7%。分企业来看, 根据 WNA 统计, 哈萨克斯坦原子能公司是全球第一大铀矿生产企业, 该公司 2022 年生产天然铀 11373 tU, 占全球总产量的 23%。此外, 加拿大的 Cameco、法国的 Orano、中广核矿业、俄罗斯的第一铀业公司 2022 年铀产量占全球总量的比例分别为 11%/11%/9%/9%。世界前十大铀生产厂商占据了 2022 年全球铀矿产量的 91.7%, 生产集中度较高。

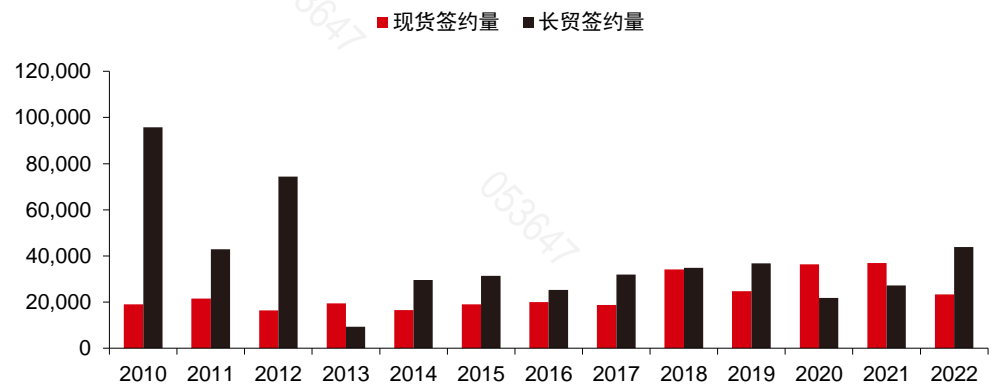
图 17：2022 年全球主要天然铀生产企业（单位：tU）



资料来源：WNA，中信证券研究部

2022 年天然铀贸易签约量仅恢复至前期高点的一半。根据《世界铀资源、生产、供应与需求的新动态》(张建国、孟晋)，铀的供应分为一次和二次两种。其中一次供应指的是直接从铀矿山和水冶厂中生产的铀；二次供应指的是天然铀和浓缩铀库存，以及从核反应堆乏燃料和核弹头中回收的铀。铀资源的供应也可以分为长贸供应和现货供应两种。长贸供应是指下游核电厂商为保证天然铀长期、稳定的供应而与生产厂商签订长期贸易合同，其交付时间一般为五年内，在铀价相对低迷时签订长贸合同可以形成一段时间内的价格锁定，保障供应的同时建立适当的储备；现货供应指的是立即或一年内交货的短期合同供应，其价格波动往往高于长贸合同。根据 UxC 公司统计，2010 年长贸合同签约量占总签约量的 83.4%；2020 年，现货合同签约量已超过当年长贸合同签约量，现货供应已成为铀行业重要的供应方式；2022 年全球长贸合同和现货合同签约量分别为 43846/23385 tU，签约总量仅恢复至 2010 年前期高点的 58.5%。

图 18：2010-2022 年全球铀行业长贸合同、现货合同签约量情况（单位：tU）

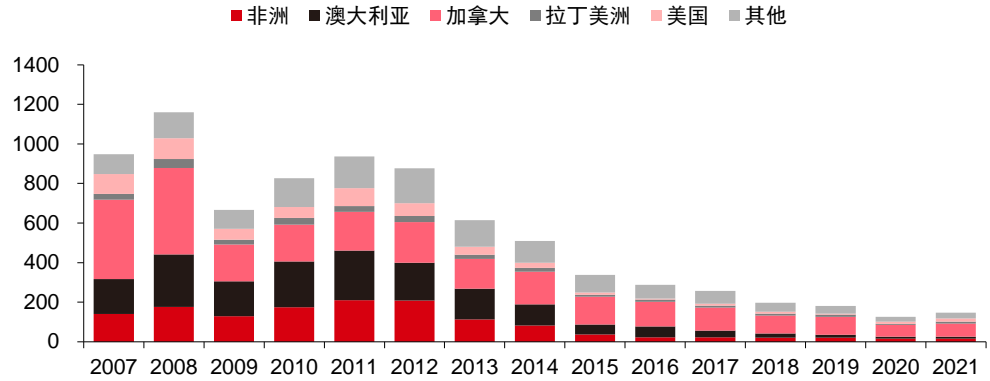


资料来源：UxC，中信证券研究部

2011 年以来天然铀勘探投资持续低迷。根据 S&P Global Market Intelligence 统计，自 2011 年福岛核事故后，全球对天然铀矿的勘探预算持续下滑。即使 2021 年后天然铀价格触底反弹，但主产国的勘探投入支出仍然处于历史低位。2021 年，全球天然铀勘探预算同比增长 10.7%，其中加拿大预算最高，为 6700 万美元，其次是美国的 1010 万美元。

虽然 2021 年的勘探支出有所抬升，但考虑到投入勘探到资源产出仍需要较长的周期，因此我们认为短期内天然铀市场难以新增充足的产能。

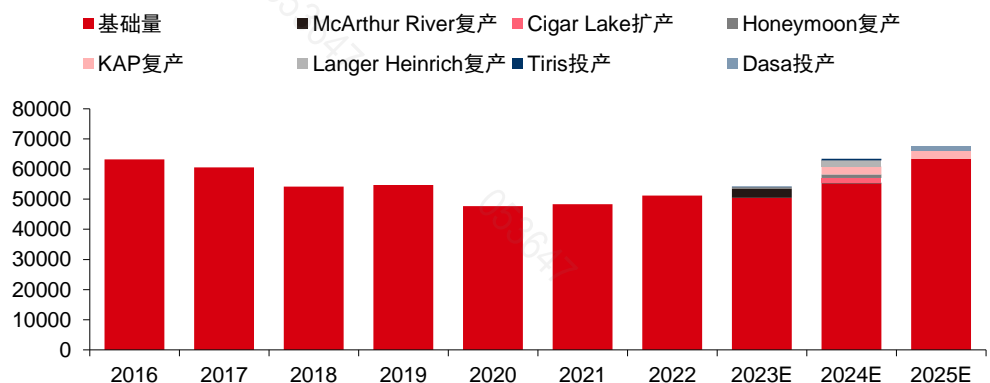
图 19：全球天然铀勘探预算情况（单位：百万美元）



资料来源：S&P Global Market Intelligence，中信证券研究部

2022 年以来全球铀矿供应有所回升。2022 年 2 月，卡梅科公司公告，该公司宣布重启全球单体最大的 McArthur River 铀矿项目，公司预计该项目 2022 年产量为 500 万磅 U₃O₈（折合约 1923 tU），2024 年产量将达到 1500 万磅 U₃O₈（折合约 5770 tU）。此外，澳大利亚的 Boss Energy 公司于 2022 年宣布复产 Honeymoon 铀矿项目，公司预计该项目将于 2023 年四季度投产，投产后每年生产 245 万磅 U₃O₈（折合约 942 tU）。考虑到在铀价持续上涨的背景下，哈原工、卡梅科、帕拉丁能源等企业正积极推进旗下铀矿项目的投产或复产计划，因此我们预计在乐观情境下（以上项目均按时投产），到 2025 年全球铀矿供应量有望达到 6.75 万 tU。

图 20：2016-2025 年全球天然铀供给情况（单位：tU）



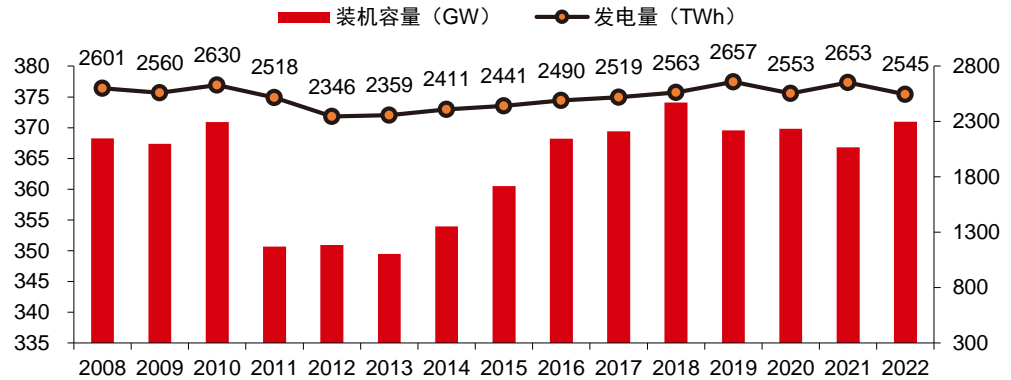
资料来源：UxC，各公司公告，中信证券研究部预测

需求分析：核电复苏提上日程，天然铀需求维持强劲

全球核电行业迎来回暖，装机容量已恢复至福岛核事故前水平。受日本福岛核电站事件影响，根据 IAEA 统计，2011 年全球核电装机量减少到 351GW，同比下滑 5.5%。根据 WNA 统计，全球核电发电量也从 2010 年的阶段高点 2630TWh 下降到 2012 年的 2346TWh，

下降幅度为 10.8%。此后,核电行业逐渐迎来回暖。2021 年,全球核电发电量实现 2653TWh,超越前期高点。2022 年,全球核电装机容量已上升至 371GW,恢复至 2010 年福岛事故前的水平。

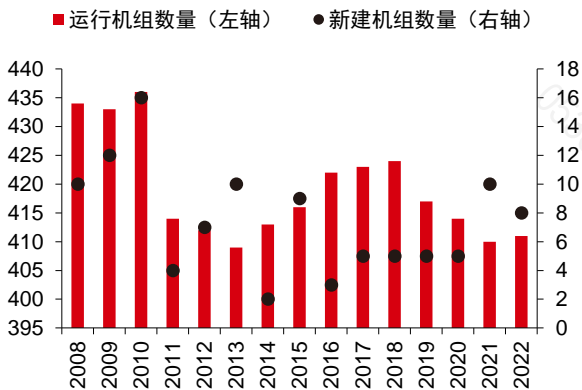
图 21: 2008-2022 年全球核电装机量和发电量情况



资料来源: WNA, IAEA, 中信证券研究部

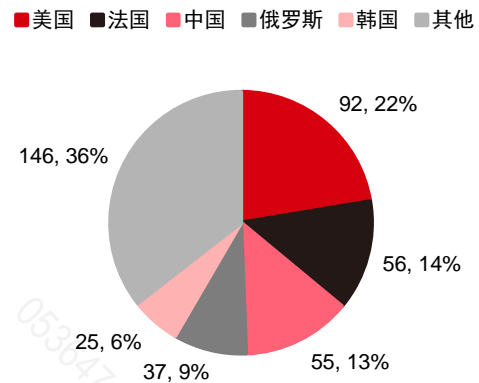
美国、法国、中国是全球前三大核电发电国家。根据 IAEA 统计,截至 2022 年底,全球共有 411 台核电机组运行,主要分布在美国、法国、中国、俄罗斯、日本等核大国;此外,2022 年在建核电机组数量为 8 台。分国家来看,美国、法国、中国是全球核电运行机组数量最多的前三个国家,运行机组数量分别为 92/56/55 台。尽管我国发展核能相对较晚,但近几年展势头迅猛,运行机组占比已从 2007 年的 2.5% 上升到 2022 年的 13.1%。

图 22: 全球核电运行机组与新建机组情况 (单位: 台)



资料来源: IAEA, 中信证券研究部

图 23: 世界主要核电国家运行机组情况 (单位: 台)



资料来源: IAEA, 中信证券研究部 注: 数据截至 2022 年底

核能作为能源安全保障的重要工具再上议题。根据中能传媒能源安全新战略研究院,从全球各主要核大国有关核能发展的政策来看,2020 年以来随着能源价格飙升,核能发展重新进入各主要用核国家的重点发展规划中。法国决定不再关闭现有核电站,并大幅延长核电站使用寿命;美国 2022 年颁布的《通胀削减法案》中不仅加强了对于核技术开发的支持,同时对于核电采取进一步补贴手段,确保核电机组商业化进程加速;日本在福岛核事故之后一度暂停运行所有核电站,2022 年 2 月开始决定重启核电站,计划到 2030 年

重启 27 座反应堆，将核能在能源结构中的份额提高到 22%。各国均在加快核能的开发以及建设发展，核能全球化大发展的政策土壤已经非常坚实。

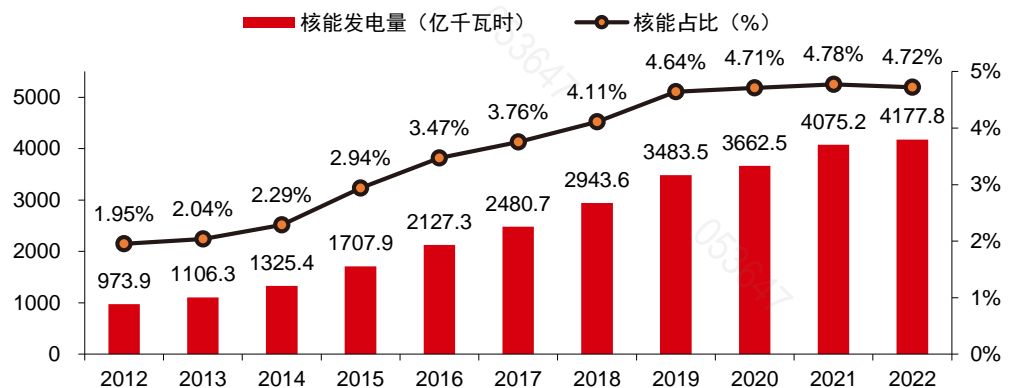
表 1：近期全球主要核能国家在核能上发展策略

国家	主要政策文件与涉核发展部分	近期新建与远期目标
俄罗斯	2009 年，俄联邦政府批准通过《俄罗斯 2030 年能源战略》，提出 2030 年前实现如下计划：核电站的现代化和升级改造；开发快中子反应堆的实验堆和商业核电站；建造具有超临界蒸汽参数和中子谱可调的新一代压水反应堆；闭式燃料循环，包括开发新技术、建立新企业；开发废物处理创新技术，实现放射性废物的辐射当量最小化。	俄罗斯总理米舒斯京 2022 年 2 月宣布，俄联邦政府将为新核能发展计划拨款约 1000 亿卢布(约 13 亿美元)。俄罗斯最新的目标是到 2030 年实现在全球小型核电市场占比达 20%，核燃料市场占比达 24%
美国	2021 年 1 月，美国能源部核能办公室发布了《战略远景》报告，概述了支持美国现有核电机组、示范核能技术创新和探索新市场机会的战略，是推进核能科技以满足美国能源、环境和经济需求的任务蓝图	2022 年 2 月，美国政府对 2020 年 10 月发布的《关键和新兴技术国家战略》进行了更新，增加了包括先进核能技术在内的多项关键技术。美国 2022 年通过了《通胀削减法案》，这是美国历史上最重要的气候法案，其中包含了关于核工业发展的多项优惠政策
法国	2021 年 10 月提出的《法国 2030 计划》，即走“核能—绿氢—可再生能源”三位一体的碳中和能源发展路线。2022 年 2 月，法国宣布将推行新能源战略，以提高脱碳电能产量为目标，重点发展可再生能源和核能两大支柱能源	2022 年 2 月，法国宣布将推行新能源战略，核能方面，法国将不再关停核电站，并大力发展创新型核反应堆，这是对此前法国核能政策的战略性转向。法国政府提出“重启民用核能的伟大征程”
日本	2022 年 8 月，在日本绿色转型执行委员会第二次会议上，日本首相提出，为保障能源供应安全，未来将在加强现有核电机组利用的同时，重启核电建设	日本内阁会议在 2023 年 2 月 10 日通过“以实现绿色转型为目标的基本方针”，明确了要最大限度利用可再生能源与核能，提出致力于研发和建设采用新安全机制的新一代核反应堆。计划到 2030 年重启 27 座反应堆，将核能在能源结构中的份额提高到 22%

资料来源：中能传媒能源安全新战略研究院，中信证券研究部

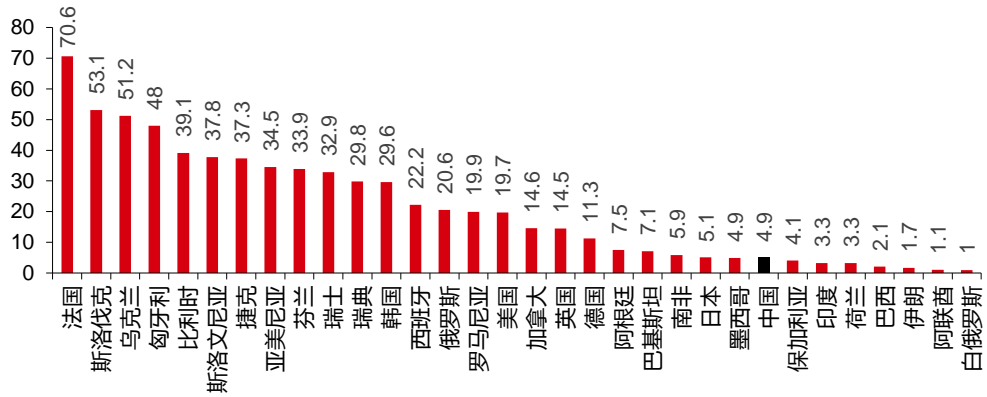
党的二十大报告提出要积极安全有序发展核电。近年来，我国一直有序、积极推进核电的发展应用。2022 年，党的二十大报告中提出要“积极安全有序发展核电”，明确了核电在构建我国清洁低碳、安全高效的能源体系中的地位和作用，为我国核能产业高质量发展可持续发展提供了新的机遇。2022 年，我国核能共发电 4177.9 亿千瓦时，2012-2022 年核能发电量 CAGR 为 15.7%。核电发电量占总发电量的比例也从 2012 年的 1.95% 上升到 2022 年的 4.72%，但我目前我国核能发电占比与美国的 19.7% 和法国的 70.6% 仍然存在一定差距，我国对于核电事业的发展正方兴未艾。

图 24：2012-2022 年我国核能发电量及占总发电量的比例



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

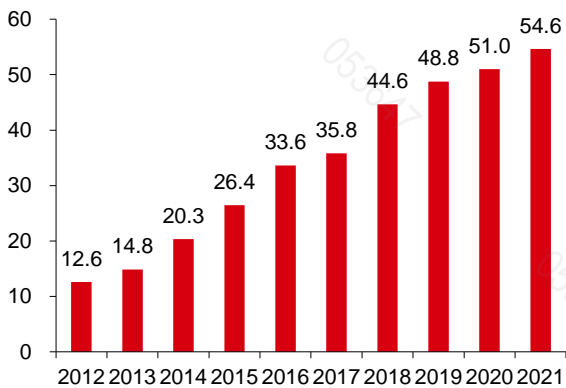
图 25：2022 年各国电力结构中核电占比情况（单位：%）



资料来源：世界核能协会，中信证券研究部

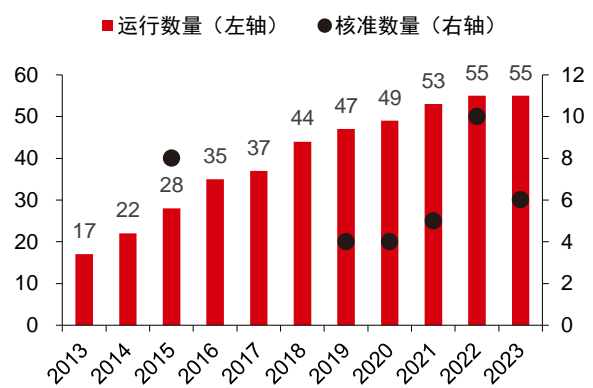
2019 年以来我国核电机组审批明显加速。2013 年以来，我国一直持续推进核电机组建设，核能装机容量稳步提升。截至 2022 年底，我国在运核电机组数量已达到 55 台，总装机容量达到 57.0 GW，2013-2022 年装机容量 CAGR 为 16.2%。2011 年后，我国核电核准机组工作明显放缓。2019 年后，我国重启审批核准工作，2019-2022 年相继核准 4/4/5/10 台核电机组，我国核电发展步入快车道。

图 26：2013-2022 年中国核电机组装机容量情况（单位：GW）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 27：2013-2023 年中国核电机组在运及核准情况（单位：台）



资料来源：IAEA，中信证券研究部（统计截至 2023 年 9 月 30 日）

我们预计后续机组核准有望稳步推进。2023 年 7 月 31 日，国务院常务会议召开，决定核准山东石岛湾、福建宁德、辽宁徐大堡核电项目的共 6 台机组，这也是今年首次有新核电项目通过审批。根据《“十四五”现代能源体系规划》，2025 年核电运行装机容量将达到 7000 万千瓦左右，规划中预计 2035 年我国核能发电量在总发电量的占比将达到 10%，相比 2022 年翻倍，核电在我国能源结构中的重要性进一步提升。根据生态环境部官网披露，“广西防城港核电厂 5、6 号机组”环评（选址阶段）与“广西白龙核电厂 1、2 号机组”环评（选址阶段）均于 2023 年 6 月获批，“浙江金七门核电厂 1、2 号机组”环评（选址阶段）也于 2023 年 6 月 20 日进入公示阶段，我们预计后续机组核准节奏有望稳步推进。

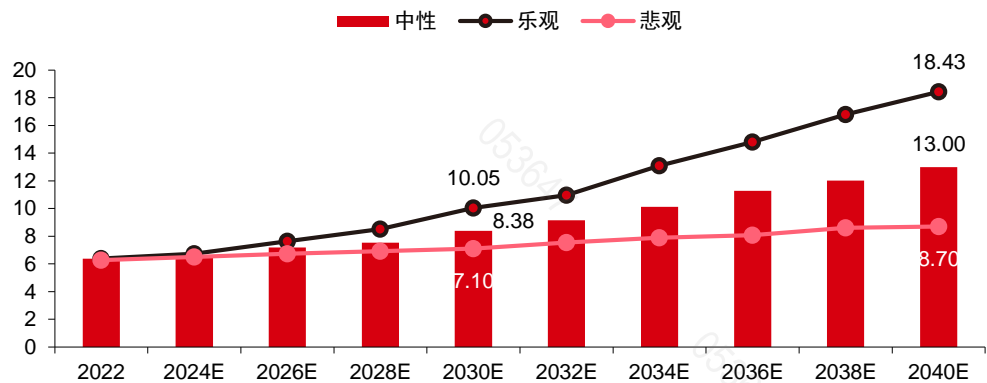
表 2: 国内在建核电项目情况

项目名称	机组	控股股东	技术	状态	额定功率 (万千瓦)	开工日期
田湾核电站	7 号机组	中核	VVER-1200/V491	在建	127.4	2021/5/19
	8 号机组	中核	VVER-1200/V491	在建	127.4	2022/2/25
三门核电站	3 号机组	中核	CAP1000	在建	125.1	2022/6/28
海阳核电站	3 号机组	国家电投	CAP1000	在建	125.3	2022/7/7
防城港核电站	3 号机组	中广核	华龙一号 HPR1000	在建	118	2015/12/24
	4 号机组	中广核	华龙一号 HPR1000	在建	118	2016/12/23
漳州核电站	1 号机组	中核	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2019/10/16
	2 号机组	中核	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2020/9/6
惠州核电站	1 号机组	中广核	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2019/12/26
	2 号机组	中广核	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2020/10/15
霞浦核电站	示范快堆 1 号机组	中核	CFR600	在建	60	2017/12/29
	示范快堆 2 号机组	中核	CFR600	在建	60	2020/12/27
三澳核电站	1 号机组	中广核	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2020/12/31
	2 号机组	中广核	华龙一号 HPR1000	在建	112.6	2021/12/30
昌江核电站	3 号机组	华能	华龙一号 HPR1000	在建	120	2021/3/31
	4 号机组	华能	华龙一号 HPR1000	在建	120	2021/12/28
	多用途模块化小型堆 科技示范工程项目	中核	玲龙一号 ACP100	在建	12.5	2021/7/13
徐大堡核电站	3 号机组	中核	VVER-1200/V491	在建	127.4	2021/7/28
	4 号机组	中核	VVER-1200/V491	在建	127.4	2022/5/19
陆丰核电站	5 号机组	中广核	华龙一号 HPR1000	在建	120	2022/9/8

资料来源:《中国核能发展报告 2023》蓝皮书(中国核能行业协会发布),中信证券研究部

世界核能协会预测到 2040 年全球铀资源需求量将增加至 13 万吨。根据世界核能协会 2023 年 9 月发布的《核燃料报告:2023-2040 年全球需求和供应情景》,在悲观/中性/乐观场景下,全球核电装机容量将从 2023 年的 391 GW 分别提升至 486/686/931 GW。据此世界核能协会预测,在中性场景下,全球核反应堆对铀燃料的需求将从 2023 年的 6.57 万 tU 增加到 2030/2040 年的 8.38/13.00 万 tU,乐观场景下 2040 年全球铀需求将达到 18.43 万吨,相比于 2023 年的需求量增幅高达 180.5%。

图 28: 2022-2040 年全球核反应堆用铀燃料需求情况(含预测)(单位:万 tU)

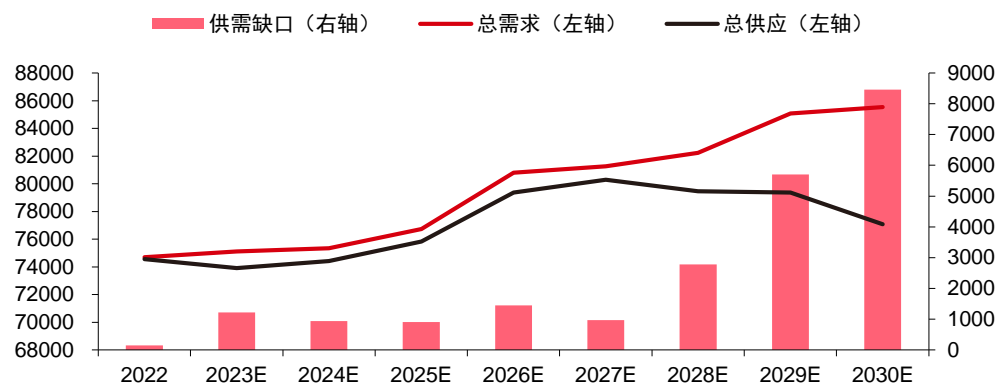


资料来源:WNA(含预测),中信证券研究部

供需平衡及价格分析

我们预计未来铀行业或将长期处于供需紧张的状态。2020年8月，哈原工发布公告称将减少2021和2022年20%的铀矿开采量。2023年9月，Cameco公司发布公告称公司控制的Cigar Lake和McArthur River铀矿今年的产量指引将分别从原计划的1800/1500万磅U₃O₈下调到1630/1400万磅U₃O₈，合计减少复产270万磅U₃O₈(折合约1038 tU)。考虑到近年全球天然铀矿勘探预算距离2021年前水平仍有较大差距，叠加加拿大等地铀矿复产不及预期及尼日尔政变带来的供应扰动，我们认为铀矿供给将持续偏紧。基于对下游核电行业回暖的乐观预期，我们认为未来铀行业或将长期处于供需紧张的状态。UxC预测，2023年铀行业供需缺口为1217.3 tU，2030年将望达到8458.1 tU。

图 29：2022-2030 年铀行业供需平衡表（单位：tU）



资料来源：UxC（含预测），中信证券研究部

历史价格回顾：2005年至今，铀价格已经经历一轮完整的周期。根据UxC统计，2005年1月至2007年6月，天然铀现货市场价格从21美元/磅U₃O₈一路上涨至136美元/磅U₃O₈，涨幅为548%。2007年后，铀价开始走低，尽管在2010年底出现小幅反弹，但随后继续下跌至2017年8月的20美元/磅U₃O₈。2017年后，铀价开始筑底并在2022年后进入快速上行通道，2023年9月，天然铀现货价格已涨至70.1美元/磅U₃O₈。

2005-2007年：加拿大Cigar Lake矿由于洪水影响停产带来一定供应扰动；尽管全球大量矿山开启扩产计划，但产能落地至少需要5年以上的时间。2006年，我国发布的《核电中长期发展规划（2005-2020年）》明确指出“积极推进核电建设”，核电需求旺盛。部分金融机构（如加拿大UPC天然铀实物投资基金）入场进一步推升铀现货价格走向历史峰值136美元/磅U₃O₈。

2007-2011年：下行阶段：由于哈萨克斯坦宣布大幅增产铀矿，叠加美国能源部出售铀库存，铀供给呈现宽松态势；同时受美国经济危机影响，金融机构开始去库存，带动铀现货价格从高点快速回落至40美元/磅U₃O₈。上行阶段：当现货价格跌破部分生产成本线后，部分高成本铀矿厂商宣布减产计划，对铀价形成了支撑，现货价格触底反弹。

2011-2016年：受福岛核事故影响，各国纷纷放缓核电发展步伐，我国暂停审批核电项目，并调整了中长期核电发展规划，核电行业进入冷冻期，铀现货价格因此一路下行至最低的17.75美元/磅U₃O₈。

2016-2020 年：随着上一批长贸合同陆续到期，主流铀矿厂商开始减产、停产，叠加核电需求开始复苏，带动铀现货价格反弹至 2020 年底的 30 美元/磅 U_3O_8 。

2021 年以来：哈原工、Cameco 等核心企业纷纷宣布减产计划或下调产量指引，叠加尼日尔政变等供给扰动因素，铀现货市场供给紧张。前期充当二次供给的商业库存已接近低位，在价格上涨和供应担忧的考虑下可能使二次供给转向二次需求，进一步加剧供需紧张的矛盾。此外，SPUT、ANU 等金融机构开始成立天然铀实物 ETF，助推价格快速上行。截至 2023 年 9 月 26 日，UxC 天然铀现货价格已飙升至 70.1 美元/磅 U_3O_8 。

图 30：2005-2023 年 9 月天然铀现货市场价格情况（单位：美元/磅 U_3O_8 ）



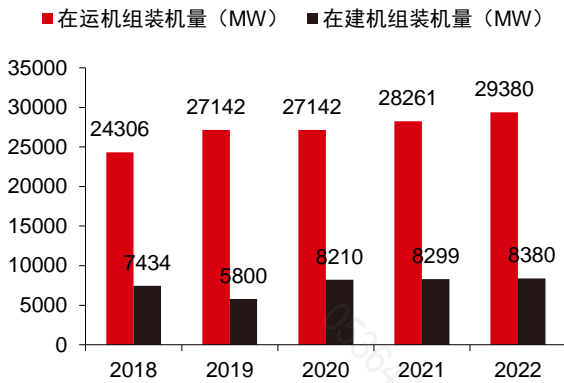
资料来源：UxC，中信证券研究部

公司天然铀资源禀赋优异，成本售价优势领先

优势一：背靠中广核集团，唯一在亚太地区上市的天然铀厂商

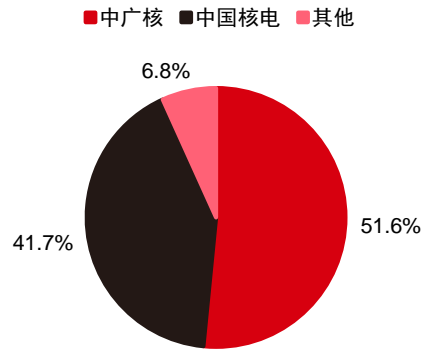
公司作为中广核集团旗下的铀资源开发企业，拥有稳定的下游市场。中广核矿业是全球第三大的核电集团中广核集团旗下海外铀资源开发的唯一平台。中广核矿业以 98% 现货价格从位于哈萨克斯坦的联营和合营企业采购天然铀资源，之后以 40% 基价+60% 现货指数的价格全部包销给中广核集团。根据中广核电力公司公告，2022 年中广核集团在运机组装机量 29.38GW，在建装机量 8.38GW，在运装机量占全国总装机量的 51.6%，已成为全国最大的核电集团。中广核矿业公司作为全球唯一背靠核电集团的铀矿生产商，拥有稳定的下游市场。

图 31：中广核集团核电在运机组与在建机组装机量（单位：GW）



资料来源：中广核电力公司公告，中信证券研究部

图 32：2022 年我国核电在运装机容量市场占比



资料来源：相关公司公告，中信证券研究部

中广核集团的快速发展为公司创造了稳定的业务空间。中广核矿业通过自产贸易实现向中广核集团的铀矿供应，随着公司优质矿山新项目的开发和生产运营管理的优化，公司铀矿供应能力继续提升。根据中广核电力公司公告，公司目前在运机组 27 台，分布在辽宁省大连市，广东省深圳市、阳江市、台山市，广西省防城港市，福建省宁德市等地；2022 年公司新增在建核电机组 7 台，分布在浙江、广西、广东等地，其中防城港 3 号机目前已投产，其余机组将于 2024-2027 年投产。中广核集团在运和在建核电机组装机量稳步提升，为中广核矿业公司天然铀自产业务提供巨大的需求增长空间。根据公司 2023 年中期业绩交流会，中广核矿业现有的 1800 吨权益铀矿产能与集团 5000-6000 吨的需求相比存在缺口，因此我们认为公司未来自产业务仍有较大的增长空间。

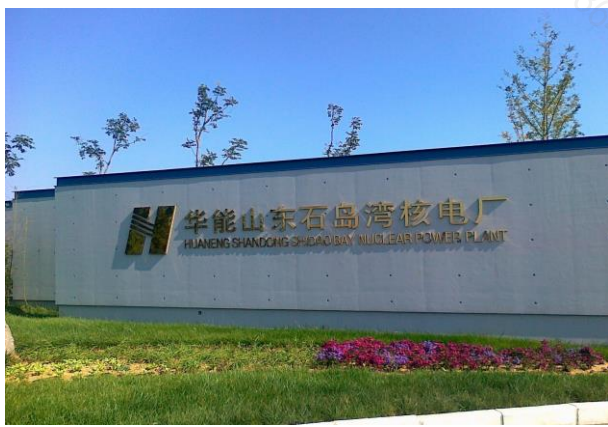
图 33：中广核电力在运及在建核电基地情况



资料来源：中广核电力公司公告，中信证券研究部

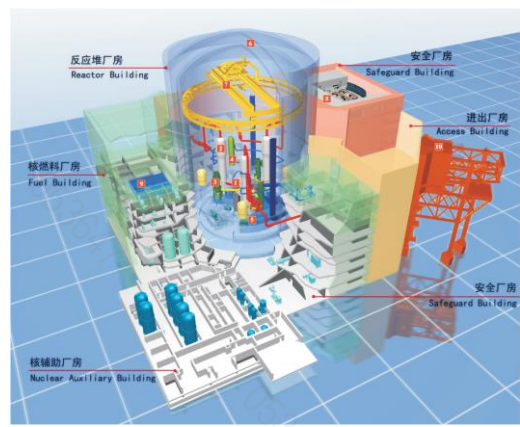
公司借助中广核集团平台不断拓展新客户。2023 年华能集团新获批的石岛湾核电项目采用中广核集团“华龙一号”水堆核电技术，宣告了其市场化的开端。该项目成果将成为两家大型核电企业合作成效的试金石，两集团将借此提升合作的广度和深度。根据中广核矿业 2023 年中期业绩报告，中广核矿业将把握拓展华能新客户的机会，深入参与合作项目的落地执行，打造能源企业合作典范。

图 34：中广核集团与华能的合作项目石岛湾核电站



资料来源：北极星电力论坛

图 35：中广核“华龙一号”机组示意图



资料来源：中广核电力公司公告

优势二：资源禀赋优异，铀资源产能优势领先

公司铀矿储量在天然铀生产企业中具有较大优势。中广核矿业公司通过位于哈萨克斯坦的谢公司和奥公司实现铀矿的稳定供应。根据公司 2022 年报，截至 2022 年底，谢公司

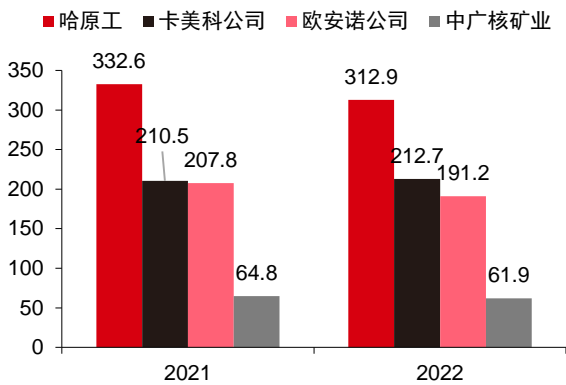
的谢矿、伊矿储量分别为 9190/13966 tU;奥公司的中矿、扎矿储量分别为 24444/14256 tU。截至 2022 年,公司总计铀矿储量为 6.19 万 tU,其中权益储量 3.03 万 tU,仅次于哈原工、卡梅科、欧安诺等公司。

表 3: 中广核矿业公司各矿山储量情况

所属公司	矿山名称	储量 (tU)	权益储量 (tU)	平均品位
谢公司	谢矿	9190	4503	0.059%
	伊矿	13966	6843	0.0422%
奥公司	中矿	24444	11978	0.027%
	扎矿	14256	6985	0.031%

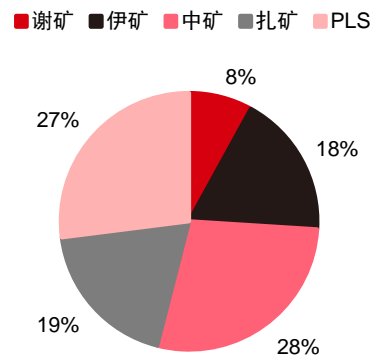
资料来源:公司公告,中信证券研究部 注:数据截至 2022 年 12 月 31 日

图 36: 公司与国际天然铀龙头企业储量对比 (单位: 万 tU)



资料来源:相关公司公告,中信证券研究部 注:数据截至 2022 年 12 月 31 日

图 37: 2022 年公司各矿山权益资源量占比



资料来源:中广核矿业公司公告,中信证券研究部 注:数据截至 2022 年 12 月 31 日

公司矿山基地位于哈萨克斯坦南哈萨克斯坦省、阿克莫拉州等地。根据公司官网显示,中矿位于南哈萨克斯坦省,属于可地浸砂岩型铀矿,开采范围为 46.976 平方公里,最大深度 370 米,公司计划运营至 2033 年。同在南哈萨克斯坦省的扎矿正逐步推进全面生产建设,公司预计该矿将运营至 2036 年。位于克孜勒奥尔达州的伊矿设计产量为 711 tU/年,公司预计该矿将于 2029 年退役。位于阿克莫拉州的谢矿设计产量为 508 tU/年,公司预计该矿将于 2031 年退役。

图 38: 中广核矿业在哈萨克斯坦的矿山布局情况



资料来源:中广核矿业公司官网,中信证券研究部

公司积极推进位于加拿大的 PLS 项目建设。2023 年 1 月，Fission Uranium 公司发布了 PLS 项目的可行性研究报告，报告显示该项目矿山寿命预计可达 10 年，可信储量为 9370 万磅 U₃O₈（折合约 36041 tU），平均单位生产成本为 13.02 美元/磅 U₃O₈，税后 IRR 为 27.2%，投资回报年限为 2.6 年。PLS 项目铀矿储量可观，是加拿大阿萨巴斯卡盆地待开发的优质项目之一。

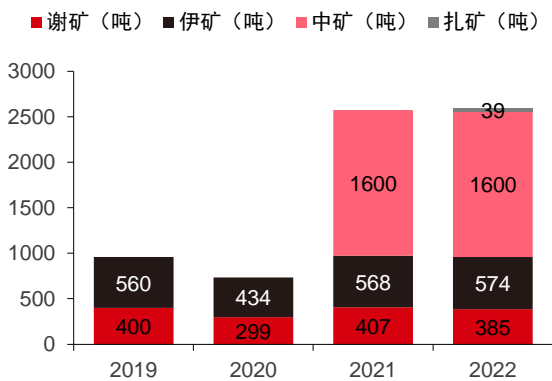
图 39: PLS 项目地图



资料来源: Fission Uranium 公司官网

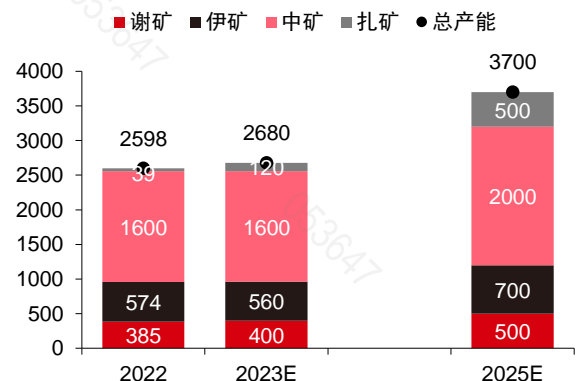
公司预计 2025 年形成 1813 tU 权益产能。根据公司 2022 年报，2022 年谢公司和奥公司总产量为 2598 tU，权益产量为 1269tU，同比上升 1%。根据公司公告，公司旗下的中矿/谢矿/伊矿设计产能分别为 2000/500/700 tU，2023-2025 年将按照 80%/90%/100% 的产能利用率逐步复产。扎矿 2022 年产能为 120 tU，公司正积极推进扎矿扩产工作，且预计 2025 年扎矿产能达到 500 tU。因此公司预计到 2025 年将合计拥有 3700 tU 铀矿产能，折合权益产能约为 1813 tU。

图 40: 公司 2019-2022 年铀矿产量情况 (单位: tU)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 41: 公司 2022-2025 年铀矿产能建设情况 (单位: tU)



资料来源: 公司公告 (含预测), 中信证券研究部

优势三：公司生产成本优势领先，新框架协议助力自产贸易售价提升

公司具有领先的天然铀生产成本优势。影响铀矿山生产成本的关键因素包括资源禀赋（包括矿石品位、储量、深度、共伴生元素等）、开采工艺、人工成本、运输成本和税收等。根据《全球铀矿生产成本及供需形势展望》（徐浩、任忠宝、刘鑫扬著），以 Olympic Dam 为代表的多金属铁氧化物角砾杂岩型铀矿山由于可以同时开采铜、金等多种金属，因此分摊后的铀生产成本最低，但该种矿物储量较低，仅位于澳大利亚的部分地区；哈萨克斯坦的砂岩型铀矿储量丰富，其生产成本仅次于多金属型铀矿，低于加拿大、美国等地的不整合面型及角砾岩筒型铀矿。此外，公司的谢矿、伊矿平均品位分别为 0.06% 和 0.04%，相对于较高的品味优势有助于进一步降低生产成本。

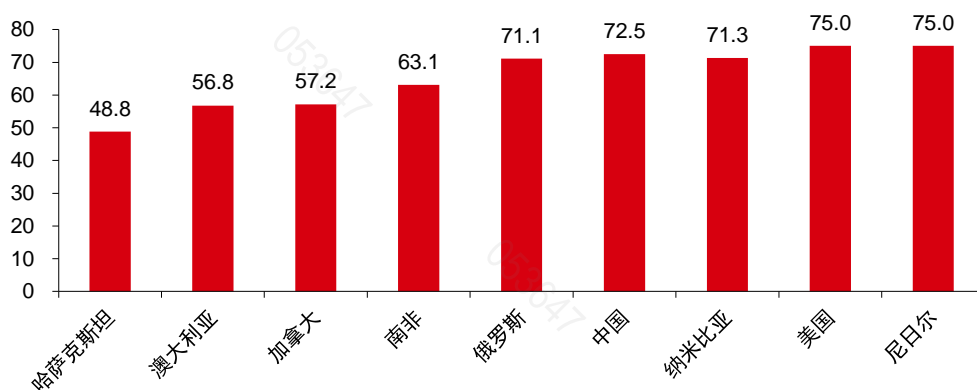
表 4：各种铀矿类型的平均生产成本

类型	生产成本(万元/吨)	主要国家	代表性项目
多金属铁氧化物角砾杂岩型	46.30	澳大利亚	Olympic Dam
砂岩型	53.90	哈萨克斯坦、俄罗斯	Karatau
不整合面型	60.08	加拿大、澳大利亚	Cigar Lake
石英卵石砾岩型	63.00	南非	Vaal River
侵入岩型、脉型等	84.20	纳米比亚、尼日尔	Rossing
角砾岩筒	87.20	美国	White Mesa

资料来源：《全球铀矿生产成本及供需形势展望》（徐浩、任忠宝、刘鑫扬著），中信证券研究部

哈萨克斯坦地区资源禀赋优良，为公司降低生产成本提供了有利条件。根据中国核工业地质局测算，2017 年哈萨克斯坦铀矿生产成本为 48.8 万元/吨，位于全球最低水平，与第二名澳大利亚（56.8 万元/吨）相比优势显著。位于北美的加拿大、美国等地铀矿生产成本约为 57-75 万元/吨，位于非洲的纳米比亚和尼日尔的铀矿生产成本约为 71-75 万元/吨，均显著高于哈萨克斯坦。

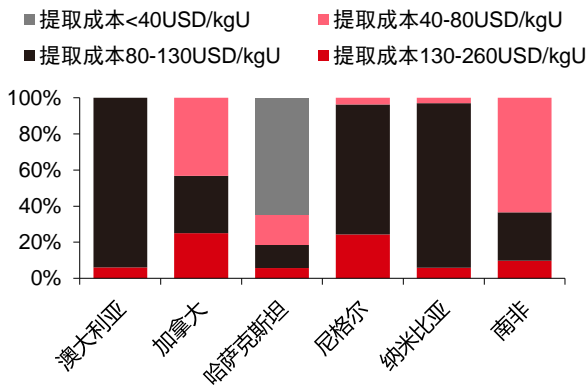
图 42：2017 年世界主要铀矿生产国铀矿生产平均成本（单位：万元/吨）



资料来源：中国核工业地质局测算，中信证券研究部

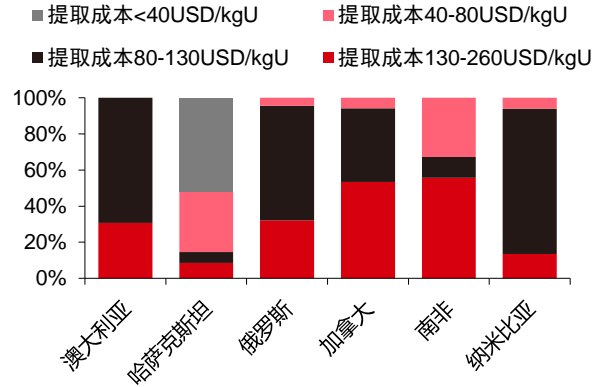
哈萨克斯坦铀矿提取成本显著低于其他铀矿生产国。根据 IAEA 测算，在可靠储量条件下，哈萨克斯坦有 64% 以上的铀矿提取成本小于 40 美元/千克，相比之下其他主要铀矿生产国提取成本小于 80 美元/千克的占比甚至都未达到这一比例。公司有效利用哈萨克斯坦的优势成本因素，通过收购当地铀矿生产企业实现了低价铀矿的稳定生产，将生产成本降至全球最低之列。

图 43: 2022 年铀矿主要生产国生产成本分阶段对比 (可靠储量)



资料来源: IAEA (含测算), 中信证券研究部

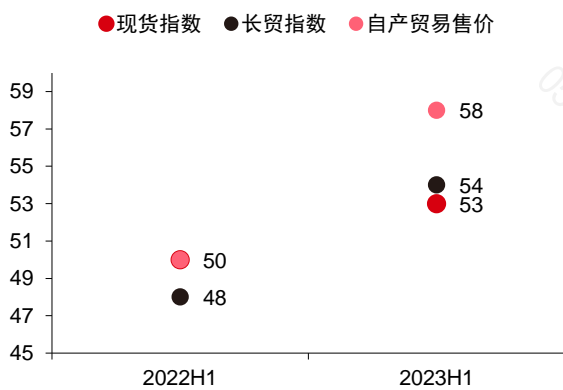
图 44: 2022 年铀矿主要生产国生产成本分阶段对比 (推断储量)



资料来源: IAEA (含测算), 中信证券研究部

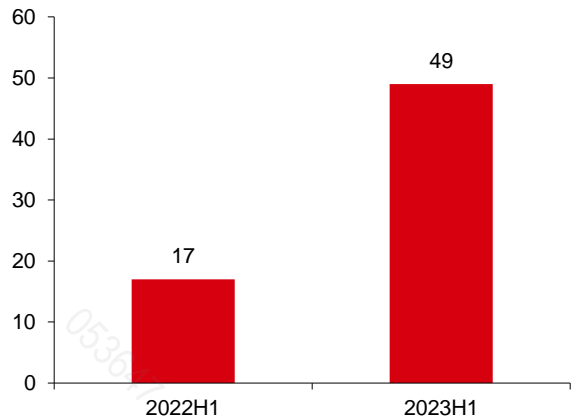
公司优化定价机制, 实现领先的产品售价。2020-2022 年, 公司采用了 100%*长贸指数的价格协议向中广核集团出售天然铀产品, 长贸指数为交付月份前二个月的 Trade Tech 和 UxC 长贸价格平均值。自 2023 年以来, 公司采用 40%基价+60%现货指数作为新的销售价格, 并规定 2023-2025 年基价分别为 61.78/63.94/66.17 美元/磅 U₃O₈。新的定价机制有效跟踪了现货市场的价格, 缓解了现货和长贸价格指数倒挂的风险, 保障了公司的经营业绩。2023 年上半年, 采用新协议框架后公司自产贸易的平均售价为 58 美元/磅 U₃O₈, 超越了现货指数 (53 美元/磅 U₃O₈) 和长贸指数 (54 美元/磅 U₃O₈)。新的定价机制带动自产贸易的毛利从 2022H1 的 1700 万港元增长到 2023H1 的 4900 万港元, 同比增长 198%。

图 45: 2022H1/2023H1 公司自产贸易售价情况 (单位: 美元/磅 U₃O₈)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 46: 2022H1/2023H1 公司自产贸易毛利情况 (单位: 百万港元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

■ 风险因素

1) **铀价大幅波动的风险**: 目前天然铀现货市场的价格由于供需紧张而出现快速上涨, 如果后续铀价冲高回落, 可能会影响公司天然铀贸易业务的经营业绩。

2) **地缘政治的风险**: 公司在采的矿山均位于哈萨克斯坦境内, 该国毗邻俄罗斯与乌克兰的交接地带, 周边局势紧张, 若俄乌冲突继续蔓延可能会对矿山的正常开采经营产生影响。此外, 2022 年哈萨克斯坦曾爆发“一月事件”, 若哈境内再发生类似的情况, 可能会干扰公司自产贸易业务的正常进行。

3) **加拿大 PLS 项目不能顺利投产的风险**: 公司通过收购 Fission Uranium 公司股权介入位于加拿大的 PLS 项目。2022 年, 加拿大工业部曾要求三家中国公司剥离其在加拿大铀矿公司的股权。作为同属于关键战略矿产资源的铀, 未来如果面临加拿大政府类似的要求, 可能会影响 PLS 项目的运营。此外, PLS 项目的可研报告在今年 3 月才正式发布, 距离正式投产仍有较长的建设周期, 如果建设进度不及预期, 可能会影响 PLS 项目的投产时间。

4) **公司产能扩张不及预期的风险**: 公司正积极推进扎矿扩产的计划, 公司预计 2025 年后扎矿产能将提升至 900 tU, 但具体扩产建设的时间尚未确定, 后续可能存在产能扩张不及预期的风险。

5) **在哈矿山储量枯竭的风险**: 公司预计目前其在哈的四座矿山将于 2029-2036 年间陆续退役, 如果在此期间公司没有收购新的铀矿矿山, 可能会面临矿山储量枯竭的风险, 从而影响公司自产贸易的产销量及经营业绩。

6) **矿山生产成本继续提高的风险**: 2023 年上半年, 由于受通货膨胀、原材料成本上升、人工成本上升等因素影响, 公司的合营和联营企业谢公司和奥公司的生产成本分别上升 22%/23%, 如果后续生产成本继续提高, 可能会影响公司的盈利能力。

7) **哈原工对公司补偿款不能顺利支付的风险**: 由于扎矿提前开采属于中广核矿业公司向哈原工收购奥公司之前的事项, 因此哈原工已于 2023 年 6 月计提对公司约 8074 万港元的补偿款, 如果该补偿款未能顺利支付给公司, 可能会对公司经营业绩造成影响。

■ 盈利预测及估值、评级

盈利预测

关键假设

1、主营业务假设

公司主营业务为天然铀贸易业务, 业务盈利能力与当年铀价、贸易量以及销售成本相关; 此外, 参股的哈萨克斯坦谢公司、奥公司为公司贡献投资收益占利润总额比例较高,

2020-2022 年投资收益占公司税前利润比例分别为 31%/104%/92%。因此我们会对天然铀贸易业务盈利以及谢公司、奥公司贡献的投资收益进行预测：

(1) 天然铀贸易业务

销量假设：中广核矿业天然铀贸易业务销量包括参股公司谢公司、奥公司的包销量，以及国际贸易中的销量。2023 年上半年，中广核矿业天然铀贸易业务销量为 2819tU，由于公司参股矿山的产能仍在爬坡，全球天然铀需求不断增长，因此假设 2023 年下半年销量较上半年有所增长，2023-2025 年销量也维持小幅增长，因此预计 2023-2025 年贸易业务销量分别为 6128.2/6382.9/6589.8tU。

售价假设：根据我们对全球铀行业的供需判断，我们预计天然铀价格在 2022 年之后会逐步上涨，假设 2023-2025 年天然铀现货价分别为 62.0/68.0/71.0 美元/lb，而 2021-2022 年公司贸易业务天然铀售价均低于现货价，因此我们假设未来也会较现货价有价差，假设 2023-2025 年公司贸易业务天然铀售价分别为 53.2/64.4/69.9 美元/lb。

单位毛利假设：在铀价上行阶段，我们预测公司贸易业务的单位毛利总体保持上行态势，假设 2023-2025 年公司贸易业务天然铀单位毛利分别为 2.4/2.1/2.7 美元/lb。

(2) 投资收益预测

——谢公司业绩预测

销量假设：谢公司产能为 1200tU，谢公司旗下谢矿及伊矿产量释放顺利，产能利用率预计会逐步提高，因此预计 2023-2025 年谢公司天然铀销量分别为 921.0/1079.6/1199.5tU。

售价假设：根据中广核矿业公司公告，中广核矿业向谢公司及奥公司采购天然铀的价格为市场现货价的 98%，因此假设 2023-2025 年谢公司天然铀售价分别为 60.8/66.6/69.6 美元/lb。

单位成本假设：2023H1 谢公司单位成本为 24 美元/lb，较 2022 年有所增加，主要由于通货膨胀带来的原材料及人工成本上升。随着产量增长，我们预计未来公司成本将有所下降，我们预测 2023-2025 年谢公司单位成本分别为 25.4/24.4/23.9 美元/lb。

总费用率假设：根据公司 2022 年报中的销量、成本、单价数据，我们测算谢公司 2022 年收入为 1.26 亿美元，毛利为 7639 万美元。2022 年谢公司为公司贡献投资收益为 2.09 亿港元，我们测算谢公司 2022 年税后净利润为 4.27 亿港元。以美元兑换港元汇率为 7.8 为计算基础，可测得谢公司 2022 年总费用率为 6.3%。假设 2023-2025 年谢公司总费用率在 6%左右，分别为 6.0%/5.6%/6.1%

所得税率：据公司公告，哈国企业所得税税率为 20%。

——奥公司业绩预测

销量假设：奥公司产能为 2750tU，奥公司旗下中矿产量释放顺利，产能利用率预计会逐步提高，扎矿正式投入生产，因此预计 2023-2025 年奥公司天然铀销量分别为 921.0/1079.6/1199.5tU。

售价假设：假设奥公司产品售价与谢公司相同，因此假设 2023-2025 年奥公司天然铀售价分别为 60.8/66.6/69.6 美元/lb。。

单位成本假设：奥公司 23H1 生产成本为 17 美元/lb，旗下扎矿生产经营仍处于起步阶段，随着产量增长，规模效应凸显，预计未来该公司成本有所下降，我们预测 2023-2025 年奥公司单位成本分别为 16.4/16.0/16.1 美元/lb。

总费用率假设：根据公司 2022 年报中的销量、成本、单价数据，我们测算奥公司 2022 收入为 2.05 亿美元，毛利为 1.45 亿美元。2022 年奥公司为公司贡献投资收益为 2.86 亿港元，测得奥公司 2022 年税后净利润为 5.84 亿港元。以美元兑换港元汇率为 7.8 为计算基础，可测得奥公司 2022 年总费用率为 25.3%。未来扎矿产能提升之后，预计费率会有所下降，假设 2023-2025 年奥公司总费用率分别为 25.6%/23.4%/20.0%。

所得税率：据公司公告，哈国企业所得税税率为 20%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 66.09/83.41/93.24 亿港元，毛利率分别为 4.4%/3.3%/3.9%。

2、费用率假设：公司主营业务为贸易，研发费用率始终为 0%，过往管理费用率和销售费用率波动较小，因此我们预计管理费用率和销售费用率维持小幅变化，假设 2023 年-2025 年销售费用率分别为 0.3%/0.31%/0.32%，管理费用率分别为 0.81%/0.83%/0.82%。预计未来公司投资收益会逐年增长，给公司贡献更多现金流，公司财务压力逐步减小，因此预测 2023 年-2025 年公司财务费用率分别为 1.5%/1.2%/1.1%。

3、所得税率：2021-2022 年公司实际所得税率均为 9.2%，据公司公告，哈国修改境内企业税法，投资收益预提所得税税率有所提高，而公司主要盈利来源为哈国境内参股公司贡献的投资收益，因此我们预计公司未来所得税税率会逐步提高，预计 2023 年-2025 年公司所得税率分别为 12.3%/13.5%/13.7%。

4、资本支出：公司目前并无在建项目，并未公布未来资本支出规划，我们根据过往资本支出简单预测 2023 年-2025 年公司资本支出分别为 86/38/106 万港元。

5、股利支付率：根据公司公告，公司股利支付率约为 20%，假设未来股利支付率维持平稳，我们预计 2023 年-2025 年公司股利支付率均为 20%。

表 5：中广核矿业主营业务盈利及投资收益预测

	单位	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	百万港元	3648.7	6608.8	8341.3	9324.2
总毛利	百万港元	148.0	293.7	276.2	360.2
毛利率	%	4.1%	4.4%	3.3%	3.9%
天然铀贸易业务					
收入	百万港元	3645.0	6608.8	8341.3	9324.2

	单位	2022	2023E	2024E	2025E
总销量	tU	4376.0	6128.2	6382.9	6589.8
单价	美元/lb	41.1	53.2	64.4	69.8
销售成本	美元/lb	39.4	50.8	62.3	67.1
成本	百万港元	3501.0	6315.1	8065.1	8964.0
毛利	百万港元	145.0	293.7	276.2	360.2
单位毛利	美元/lb	1.6	2.4	2.1	2.7
毛利率	%	4.0%	4.4%	3.3%	3.9%
投资收益					
——谢公司					
收入	百万美元	126.1	145.5	187.0	217.0
产能	tU	1200.0	1200.0	1200.0	1200.0
销量	tU	1003.2	921.0	1079.6	1199.5
单价	美元/lb	48.4	60.8	66.6	69.6
单位成本	美元/lb	19.1	25.4	24.4	23.9
成本	百万美元	49.7	60.7	68.6	74.7
毛利	百万美元	76.4	84.8	118.4	142.3
单位毛利	美元/lb	29.3	35.4	42.2	45.6
毛利率	%	60.6%	58.3%	63.3%	65.6%
费用率	%	6.3%	6.0%	5.6%	6.1%
所得税率	%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	百万美元	54.8	60.8	86.4	103.2
净利润	百万港元	427.4	474.6	673.7	805.3
——奥公司					
收入	百万港元	205.4	266.3	337.4	443.2
产能	tU	2750.0	2750.0	2750.0	2750.0
销量	tU	1634.4	1685.6	1947.8	2450.0
单价	美元/lb	48.4	60.8	66.6	69.6
单位成本	美元/lb	14.1	16.4	16.0	16.1
成本	百万美元	60.0	71.7	80.9	102.7
毛利	百万美元	145.5	194.6	256.6	340.5
单位毛利	美元/lb	34.2	44.4	50.7	53.5
毛利率	%	70.8%	73.1%	76.0%	76.8%
费用率	%	25.3%	25.6%	23.4%	20.0%
所得税率	%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	百万美元	74.8	101.1	142.1	201.5
净利润	百万港元	583.7	788.7	1108.4	1571.8
合计投资收益	百万港元	523.4	619.0	873.2	1164.8

资料来源：中广核矿业公司公告，中信证券研究部预测 注：1 tU≈2,599.78 lbU₃O₈，美元兑换港元汇率为 7.80

盈利预测

中广核矿业为国内唯一铀矿上市企业，背靠大股东中广核集团，在铀行业拥有成本优势及资源优势，在铀需求回暖，铀价上涨的背景下。公司未来将受益于贸易量的增长，参股矿山盈利能力的提升，公司业绩有望大幅提高。基于上述假设和测算，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.49/8.26/11.32 亿港元，对应 EPS 预测分别为 0.09/0.11/0.15 港元，最新股价对应 PE 为 16.2/12.7/9.3 倍。

表 6：2023-2025 年中广核矿业盈利预测及估值水平

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万港元）	3,860	3,649	6,609	8,341	9,324
营业收入增长率 YoY	34.8%	-5.5%	81.1%	26.2%	11.8%
归母净利润（百万港元）	179	515	649	826	1,132
净利润增长率 YoY	15.0%	188.5%	26.1%	27.2%	37.0%

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益 (基本) (港元)	0.02	0.07	0.09	0.11	0.15
每股净资产 (港元)	0.28	0.44	0.53	0.62	0.74
毛利率	2.3%	4.1%	4.4%	3.3%	3.9%
净利率	4.6%	14.1%	9.8%	9.9%	12.1%
净资产收益率	8.3%	15.4%	16.2%	17.6%	20.0%
PE	58.8	20.4	16.2	12.7	9.3
PB	4.9	3.1	2.6	2.2	1.9
PS	2.7	2.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	52.3	20.6	15.4	12.2	9.1

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2023 年 10 月 9 日收盘价

估值、评级

考虑公司未来经营业绩会受铀价影响, 较长预测期的经营业绩会随着铀价产生较大波动, 并且业绩预测难度较大, 不适宜使用绝对估值法, 因此采用相对估值法对公司进行估值。

相对估值法

中广核矿业的主营业务为天然铀贸易, 绝大多数利润来源于参股铀矿公司贡献的投资收益, 我们选取 A 股及港股上市的矿业公司东方钨业(000962.SZ)、中信金属(601061.SH)以及招金矿业(01818.HK)。由于铀行业并无可比公司, 为反映核电行业未来需求增长对公司估值的影响, 我们选取铀下游核电行业部分企业为可比公司, 因此选取中国广核(003816.SZ)及中国核电(601985.SH)。

PE 估值法

根据 Wind 数据, 截至 2023 年 10 月 9 日, 可比公司 2023-2025 年预测 PE 均值分别为 21/18/14 倍。给予公司 2023 年 21 倍 PE 估值, 对应目标市值为 136 亿港元, 对应目标价为 1.8 港元/股。

EV/EBITDA 估值法

由于 EBITDA 剔除了息税折旧摊销, 排除了各国之间利率、会计准则、税收和资本结构的不同, EV/EBITDA 估值法更适合评估跨国公司之间的估值水平, 且中广核矿业贡献主要利润的参股公司均在境外, 因此我们选取 EV/EBITDA 估值法对中广核矿业估值进行讨论。据 Wind 数据, 截至 10 月 9 日, 可比公司 2023-2025 年预测 EV/EBITDA 倍数均值分别为 19/16/15 倍。给予公司 2023 年 19 倍 EV/EBITDA 倍数估值, 对应目标市值为 138 亿元, 对应目标价为 1.8 港元/股。

表 7: 中广核矿业可比公司估值情况

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS (港元/股)			PE (倍)			EV/EBITDA (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
003816.SZ	中国广核	1752	0.25	0.27	0.28	14	13	12	9	8	8
601985.SH	中国核电	1516	0.59	0.65	0.72	13	12	11	8	7	6
601061.SH	中信金属	419	0.59	0.70	0.85	14	12	10	30	24	22
1818.HK	招金矿业	353	0.30	0.40	0.60	36	27	18	12	11	9
000962.SZ	东方钨业	62	0.49	0.56	0.68	29	25	21	36	32	29
平均	-	-	-	-	-	21	18	14	19	16	15

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 股价为 2023 年 10 月 9 日收盘价, 可比公司 EPS 预测为 Wind 一致预期

由于中广核矿业主要盈利来自境外参股公司, 更适合使用 EV/EBITDA 估值法。综上, 给予中广核矿业 2023 年 19 倍 EV/EBITDA 倍数估值, 对应目标市值为 138 亿元, 对应目标价为 1.8 港元/股。首次覆盖、给予“买入”评级。

053647

053647

053647

053647

053647

利润表 (百万港元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,860	3,649	6,609	8,341	9,324
营业成本	(3,771)	(3,501)	(6,316)	(8,066)	(8,965)
毛利	88	148	293	275	359
销售费用	(14)	(13)	(20)	(26)	(30)
管理费用	(42)	(49)	(54)	(69)	(76)
融资收入净额	(48)	(56)	(97)	(97)	(105)
其他收益	(1)	(3)	(2)	(2)	(2)
投资收益	205	523	619	873	1,165
利润总额	197	567	740	955	1,311
所得税费用	(18)	(52)	(91)	(129)	(180)
税后利润	179	515	649	826	1,131
归属于母公司股东的净利润	179	515	649	826	1,131
EBITDA	246	625	838	1,053	1,417

资产负债表 (百万港元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	81	52	354	1,036	2,246
存货	1,743	2,048	2,809	3,270	3,553
应收及预付款	109	346	330	481	629
流动资产	1,933	2,447	3,493	4,787	6,428
物业、厂房及设备	1	1	4	6	8
联营及合营公司的权益	4,353	4,369	4,369	4,369	4,369
无形资产	4	2	3	4	5
其他长期资产	59	46	3	5	7
非流动资产	4,416	4,419	4,379	4,384	4,389
资产总计	6,350	6,866	7,873	9,171	10,817
短期借款	2,637	1,005	1,322	1,668	1,865
应付账款及应计费用	92	655	1,077	1,343	1,483
其他流动负债	1,026	403	269	183	248
流动负债	3,754	2,064	2,668	3,194	3,595
长期借款	388	1,396	1,149	1,225	1,504
其他长期负债	52	58	58	58	58
非流动性负债	440	1,454	1,207	1,283	1,562
负债合计	4,194	3,518	3,875	4,477	5,157
归属于母公司所有者权益合计	2,155	3,348	3,998	4,694	5,660
股东权益合计	2,155	3,348	3,998	4,694	5,660
负债股东权益总计	6,350	6,866	7,873	9,171	10,817
负债所有者权益和夹层权益总计	6,350	6,866	7,873	9,171	10,817

现金流量表 (百万港元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	179	515	649	826	1,131
折旧和摊销	2	2	1	1	1
营运资金的变化	234	24	-457	-432	-227
其他经营现金流	-156	-442	-522	-776	-1,060
经营现金流合计	258	98	-329	-382	-154
资本支出	-0	-1	-5	-4	-4
其他投资现金流	-3,336	434	662	872	1,163
投资现金流合计	-3,337	434	658	868	1,159
权益变动	-	776	-	-	-
负债变动	1,064	-1,666	70	422	476
股息支出	-33	-	-	-130	-165
其他融资现金流	951	339	-97	-97	-105
融资现金流合计	1,981	-550	-27	195	206
现金及现金等价物净增加额	-1,093	-29	302	682	1,210
期初现金及现金等价物	1,175	81	52	354	1,036
期末现金及现金等价物	81	52	354	1,036	2,246

主要财务指标

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率					
营业收入(%)	34.8%	-5.5%	81.1%	26.2%	11.8%
归母净利润(%)	15.0%	188.5%	26.1%	27.2%	37.0%
利润率					
毛利率(%)	2.3%	4.1%	4.4%	3.3%	3.9%
EBIT Margin(%)	6.3%	17.1%	12.7%	12.6%	15.2%
EBITDA Margin(%)	6.4%	17.1%	12.7%	12.6%	15.2%
净利率(%)	4.6%	14.1%	9.8%	9.9%	12.1%
回报率					
净资产收益率(%)	8.3%	15.4%	16.2%	17.6%	20.0%
总资产收益率(%)	2.8%	7.5%	8.2%	9.0%	10.5%
其他					
资产负债率(%)	66.1%	51.2%	49.2%	48.8%	47.7%
所得税率(%)	9.2%	9.2%	12.3%	13.5%	13.7%
股利支付率(%)	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
费用率					
销售费用率(%)	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率(%)	1.1%	1.3%	0.8%	0.8%	0.8%
财务费用率(%)	1.2%	1.5%	1.5%	1.2%	1.1%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。