

铀价方兴未艾，国内铀业龙头腾飞

——中广核矿业（HK1164）深度报告

股票投资评级：买入|首次覆盖

李帅华/魏欣

中邮证券研究所 有色新材料团队

中邮证券

2023年11月4日

- **公司发展进入快车道。** 公司是中广核集团下海外铀资源开发的唯一平台，母公司为中国铀业发展有限公司，实控人为国资委。公司业务主要为自有矿山产品销售和国际贸易，2019年公司收购中广核国际铀产品销售有限公司营收规模快速增长，2021年收购奥公司49%股权后包销量达1321tU，较2021年增加73%。
- **核电复苏叠加地缘冲突扰动，紧缺状态仍将持续。** 铀主要用于核电燃料，次贷危机及福岛核电站事件后，铀价经历了近10年的平台期，2021年出现复苏迹象，2022年至今铀价成震荡上行趋势。一方面，全球核电装机呈现逐渐回暖态势，金融及长贸需求显著增长，另一方面，在产矿山复产进度缓慢，地缘冲突频繁扰动，二次供应成下行趋势。我们预测未来3年天然铀将维持紧缺状态，根据UxC和世界核协会数据，中性预期下2040年核燃料需求将达到13万吨，而矿端供应在2030-2031年开始下滑，长期供需缺口逐渐扩大。
- **背靠中广核集团，资源丰富，成本优势显著。** 公司具备三大优势：中广核集团内部核电需求旺盛，公司潜在增量市场广阔，且新协议下售价更具弹性；在产矿山随着产量限制放松及新项目产能利用率提升，2025年权益产能有望达到1945吨/年；公司在产矿山采用酸浸方式生产，生产成本基本处于全球铀资源生产成本10%分位以内。
- **投资建议：** 我们预计公司2023/2024/2025年实现营业收入66.09/77.49/93.35亿港币，分别同比增长81.1%/17.2%/20.5%；归母净利润分别为6.38/8.68/10.37亿港币，同比增长24.0%/36.0%/19.5%，对应2023-2025年PE分别为16.79/12.34/10.33倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：** 项目投产不及预期；铀价下跌风险；下游需求不及预期；技术迭代风险；国际贸易风险；汇率风险等。

目录

- 一 公司介绍
- 二 铀市场：供需紧张，长期维持紧缺状态
- 三 背靠中广核集团，资源丰富，成本优势显著
- 四 盈利预测



公司介绍

1.1 中广核集团下海外铀资源开发的唯一平台

- 公司成立于2001年，是中广核集团下海外铀资源开发的唯一平台，母公司为中国铀业发展有限公司。2011年公司在港交所上市；2015年，收购哈萨克斯坦谢米兹拜伊铀公司49%股权，并获得下辖两座在运铀矿49%的天然铀产品包销权；2016年，收购加拿大上市公司Fission Uranium Corp 19.99%股权，并获得20%的天然铀产品包销权及额外的15%的包销选择权；2019年，中广核矿业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，收购哈萨克斯坦奥尔塔雷克公司49%股权，并获得下辖两座在运铀矿49%的天然铀产品包销权。

图表1：公司历史沿革

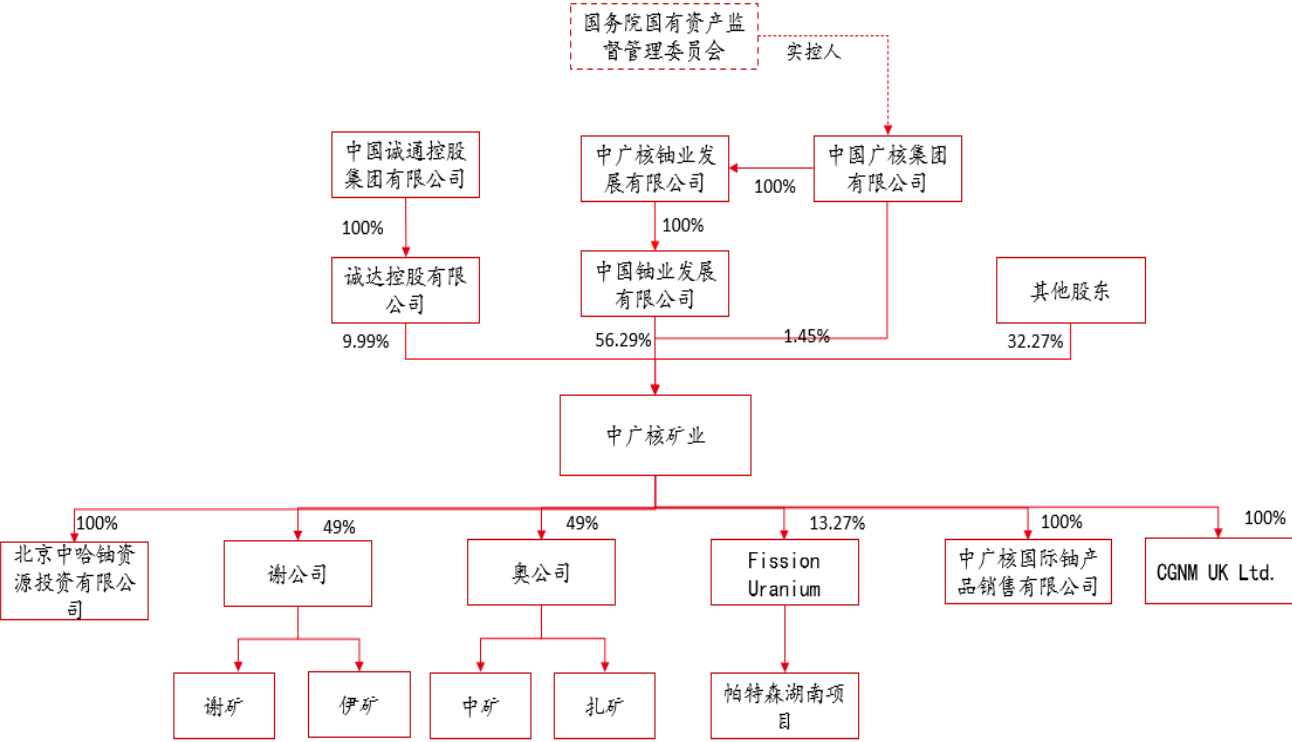


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.2 中广核集团控股，实控人为国资委

- 公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会**，其中中广核集团直接持有公司股权1.45%，通过中国铀业发展有限公司间接持有公司56.29%股权，合计持有57.74%股权，诚达控股有限公司持有公司9.99%股权。
- 谢公司、奥公司是公司重要参股公司**。公司旗下共有6家重要子公司、合营、联营公司，其中中广核国际铀产品销售公司和CGNM UK Ltd.主要从事国际贸易；北京中哈铀资源投资有限公司为投资项目子公司；谢公司、奥公司是公司参股49%的合营、联营公司，公司享有49%的天然铀产品包销权；Fission Uranium Corp.是公司位于加拿大的联营公司，持股比例为13.27%，主要从事铀矿项目收购、评估和开发，其核心资产为位于加拿大萨斯卡彻温省阿萨巴斯卡盆地西南部的PLS项目。

图表2：公司股权结构及重要子公司

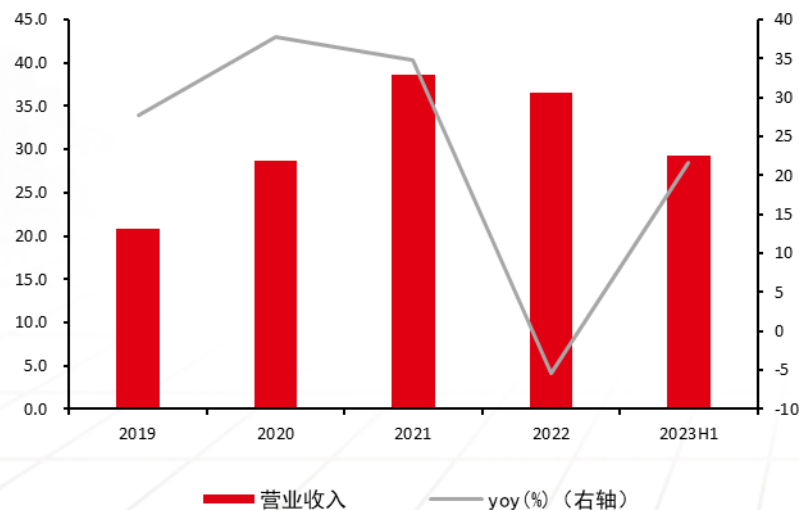


资料来源：iFinD，公司官网，中广核铀业官网，公司公告，中邮证券研究所

1.3 自产贸易和国际贸易是公司主要收入来源

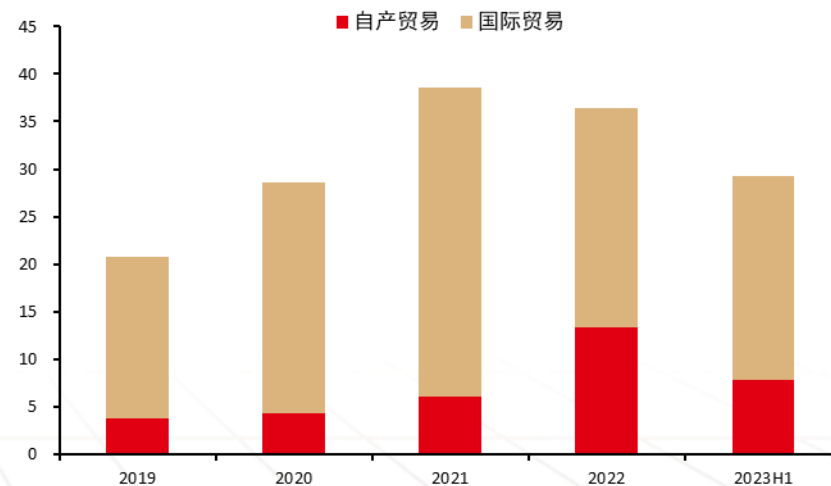
- 2019年起营收规模快速增长。** 公司2019年收购中广核国际铀产品销售有限公司后营收规模增长迅速，2019-2021年销售收入年复合增速达到36.32%，2022年营收较去年同期下降5.47%，主要系国际贸易销量略有下滑。2023年H1公司实现营收29.34亿港元，同比增长21.59%，主要由于天然铀价格上升。
- 自产贸易和国际贸易是公司主要收入来源。** 分业务看，公司营收来源主要为自有矿山产品销售和国际贸易，自产贸易指公司将谢公司、奥公司的天然铀产品全部销售给中广核铀业发展集团，国际贸易主要为公司在国际市场购买并销售铀产品，两端锁定，2023H1自产贸易/国际贸易营收占比分别为26.76%/73.21%。

图表3：2019-2023H1公司营收变化（亿港元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：2019-2023H1自产贸易/国际贸易营收变化（亿港元）

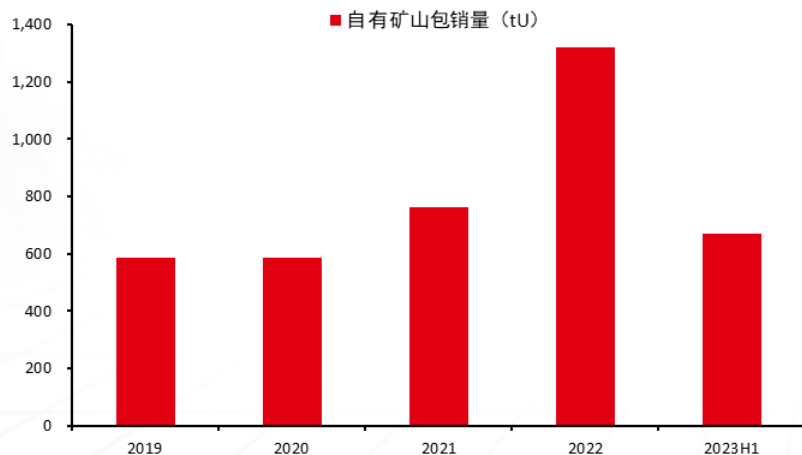


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 2022年公司包销量同比增73%，上半年略有下滑

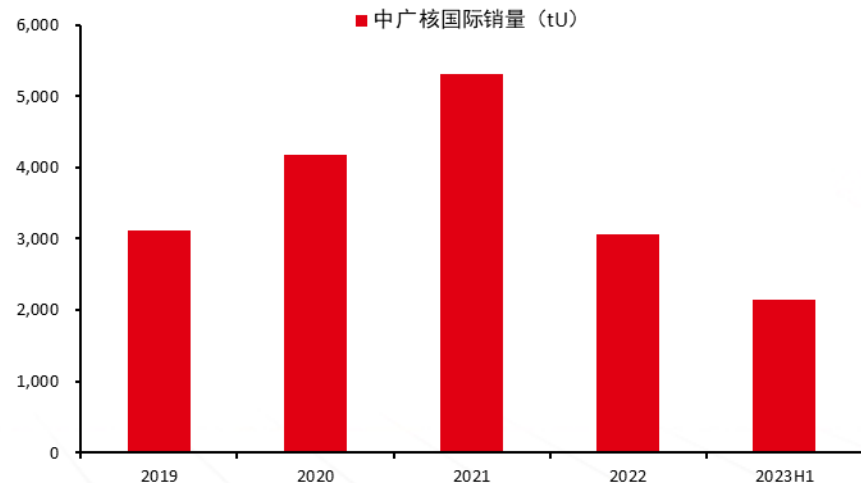
- **收购奥公司股权带动公司包销量增加。**公司2021年收购奥公司49%股权，获得旗下矿山49%的产品包销权，2022年共从谢公司及奥公司包销天然铀产品1321tU，较2021年762tU增加73%，2023H1包销量为672tU，较去年同期684tU的销量略有下滑。
- **核电需求复苏带动国际贸易销量增长。**公司2019-2021年天然铀销售量年复合增速为30.76%，2022年受俄乌冲突和美联储持续加息影响国际贸易量下滑。2023年H1公司国际贸易销量达2147吨，同比下滑2.65%，环比2022H2上涨152.29%，主要系核电需求复苏及美联储加息进入后半程带动贸易量增长。

图表5：2019-2023H1公司包销量变化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表6：2019-2023H1国际贸易销量变化

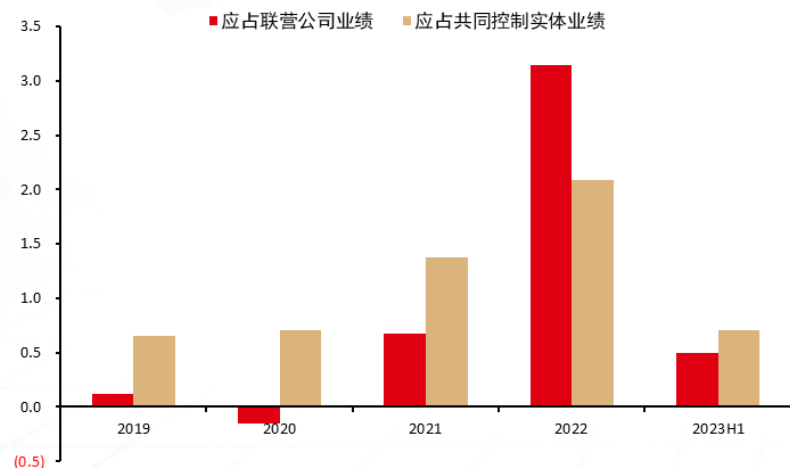


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.5 奥公司补偿事项拖累上半年业绩

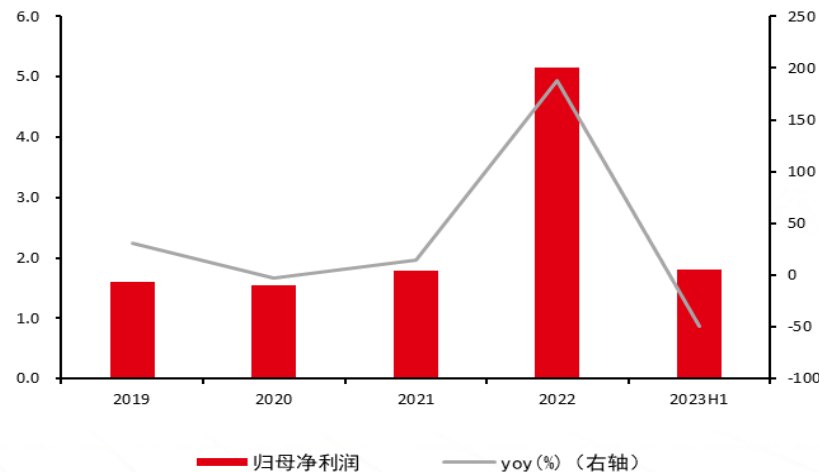
- 补偿事项拖累上半年业绩。** 2019-2021年公司盈利水平相对稳定，2022年自产贸易量提升带动净利润大幅增长188.47%。2023年H1公司归母净利润同比下滑49.40%，主要由于来自奥公司和谢公司投资受益下滑：（1）奥公司由于2018年至2020年期间在扎矿矿权合同未延期情况下实施开采行为，哈政府要求奥公司就此进行补偿，哈原工与奥公司就补偿事项计提约1.72亿港元，影响公司投资收益约0.96亿港元，该开采行为属于公司完成收购前事项，奥公司控股股东哈原工已计提对公司补偿款约0.81亿港元；（2）哈萨克斯坦当地劳工抗议和原材料硫酸价格提升，谢公司投资收益同样有所下降（3）美联储加息助推公司融资成本提升等原因。

图表7： 2019-2023H1投资收益变动（亿港元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8： 2019-2023H1公司归母净利润变化（亿港元）

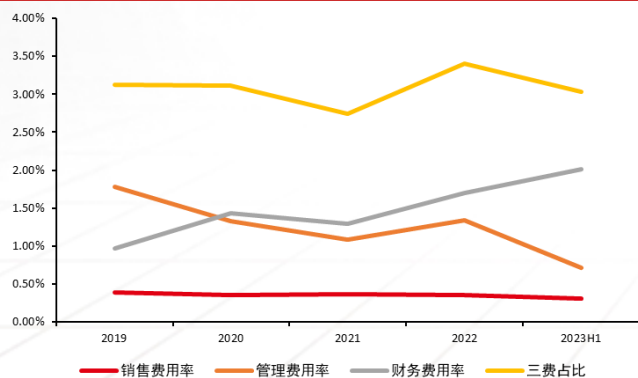


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.6 三费占比稳定，毛利率稳步提升

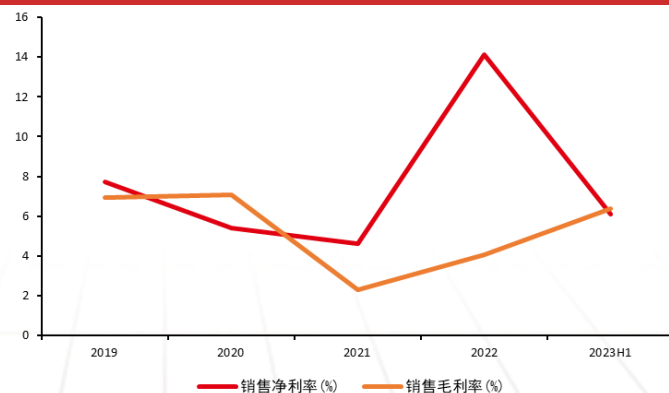
- **公司三费占比较为稳定**，2023年H1合计占比3.03%，具体来看，公司销售费用率表现相对平稳，管理费用成下降趋势，主要由于2019年并入中广核国际销售公司后，国际贸易业务营收规模增长，财务费用率受美联储加息影响，2022年/2023H1财务费用率达1.70%/2.01%。
- **毛利率稳步提升**。利润率方面，公司主营业务包括天然铀贸易和物业投资，其中天然铀贸易是公司主要利润来源，一方面受铀价上涨周期驱动，另一方面自产贸易业务自2021年获得奥公司49%产品包销权后发展迅速，毛利率从2021年的2.29%上涨至2023年H1的6.36%。
- **2021年进行股权融资，资产负债率下滑**。公司2019-2021年并购多家公司导致资产负债率上升，2021年资产负债率达到66.06%，后公司向11名投资人发行10亿股认购股份，获得权益融资总额8亿港元，主要用于营运资金及收购铀矿项目，2022年资产负债率下滑至51.23%，总体负债情况健康。

图表9：2019-2023H1三费比率变化



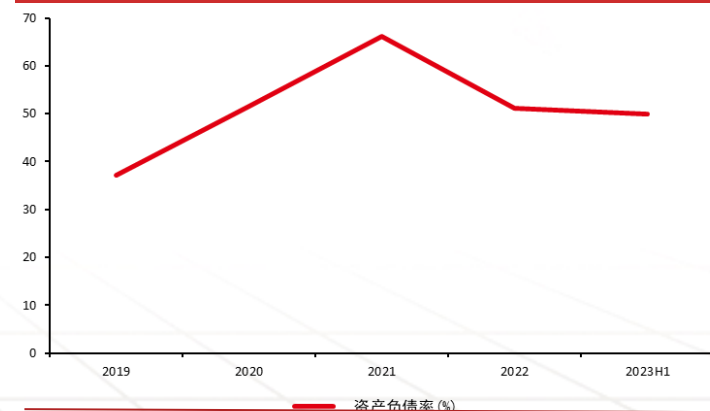
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表10：2019-2023H1销售利润率变化



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：2019-2023H1资产负债率变化



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

二

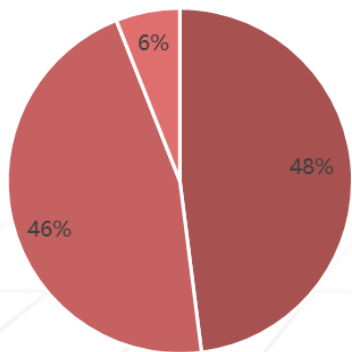
铀市场：供需紧张，长期维持紧缺状态

2.1 铀主要用于核电燃料，以U3O8形式出售

- **铀的主要下游为核电站燃料。**铀是一种天然放射性元素，具有微放射性。铀同位素不稳定，当前铀 - 238和铀 - 235最为常见，铀 - 235是唯一能够自发裂变的同位素，目前被广泛应用核能发电和核武器生产，其中99%的铀应用在核电站生产燃料，其余1%应用在医药等领域。
- **原地浸出法为主要开采方式。**铀矿资源的开采主要有副产品开采、地下和露天矿开采、原地浸出法等，其中原地浸出法成本效益较高，且对于环境破化程度小，因此成为主要开发方法，世界约48%的天然铀通过原位地浸开采生产出来，46%来自于常规开采方法（露天开采及地下开采）生产出来，6%作为其他矿产品副产品采出。
- **铀精矿一般以U3O8形式出售。**铀矿开采后，经过选矿过程，从矿石中提取铀，生产出U3O8（黄饼），然后在转化和浓缩设施中进行处理得到浓缩铀，浓缩铀被制成燃料芯块，然后组装成核反应堆的燃料棒，放在专门的燃料箱中，以建造核反应堆的燃料核心。

图表12：铀的开采方式

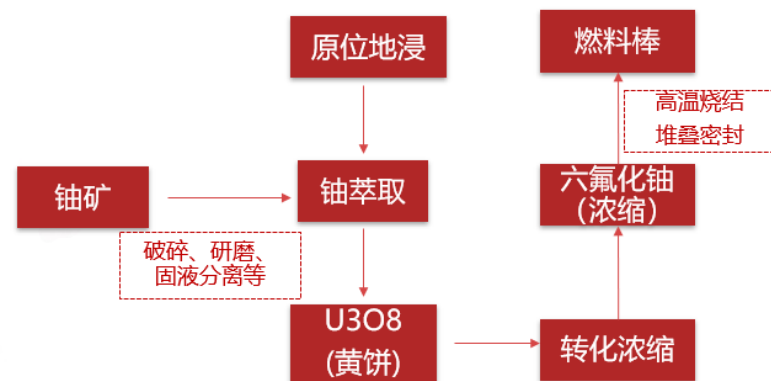
■ 原位地浸 ■ 露天及地下开采 ■ 副产品



资料来源：中广核矿业官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表13：铀被用于核燃料制备



资料来源：维基百科，中邮证券研究所

2.2 价格：核电政策和地缘冲突是铀价两大主线

- 从铀价历史表现看，2003年以前铀价波动甚微，2003年以后基本可以分为以下阶段：
- **上涨期（2004-2007年）：核电复兴推动铀价单边上行。**2000年美国布什政府时期推动核电再评估，世界各国加快发展核电，在“核电复兴”盛况及原油价格上涨推动下，铀价2004年起开启单边上涨，2007年铀期货推出进一步吸引金融资本流入。
- **下行期（2008-2016年）：次贷危机及福岛核事故造成巨大冲击。**2008年金融危机爆发，金融资本流出，铀期货成交量低迷，铀价在宏观金融及需求方面承压，2010年中国核电建设计划加速，带动铀价反弹，但2011年福岛核事故发生后，世界各国核电装机量下滑，中国亦暂停审批核电项目，矿产商大幅削减铀产能。
- **盘整期（2016-2020年）：铀价低迷抑制资本开支及产出。**2016年以来由于铀价长期低迷，最低跌至18美元/磅左右，铀矿企业资本开支减少，高成本铀矿被迫关闭，2017年末全球两大铀矿生产商Cameco和Kazatomprom先后宣布大幅减产以提振全球铀矿价格，天然铀产量从2016年的6.32万tU下滑至2020年的4.73万吨tU。
- **复苏期（2021年）：投资资金大步入场，核电关注度提升。**2021年3月，全球多家天然铀勘探和开发公司、生产商、投资基金密集宣布入场采购现货，全球最大的实物铀投资基金SPUT成立，由于门槛低，运作模式公开透明，因此融资能力强大且持续，支撑其在现货市场“追价采购”。2021年9月各国去碳化进程日渐明晰，投资者纷纷押注核电。
- **波动上升期（2022年至今）地缘冲突加剧叠加核电复苏，铀周期再起。**2022年全球最大的铀生产国哈萨克斯坦爆发大规模抗议活动，2月俄乌战争爆发，由于俄罗斯原子能公司旗下的TENEX是全球少数能够商业化销售高纯度低浓缩铀的公司，浓缩铀供应减少；2023年7月尼日尔发生政变，主要矿石公司Cameco等降低2023年产量指引，天然铀持续供应紧缺，核燃料供应安全引发市场担忧，欧洲芬兰、瑞典、德国等国政党态度转向，市场情绪趋于乐观。

2.2 价格：核电政策和地缘冲突是铀价两大主线

图表14：铀价变动（美元/磅）

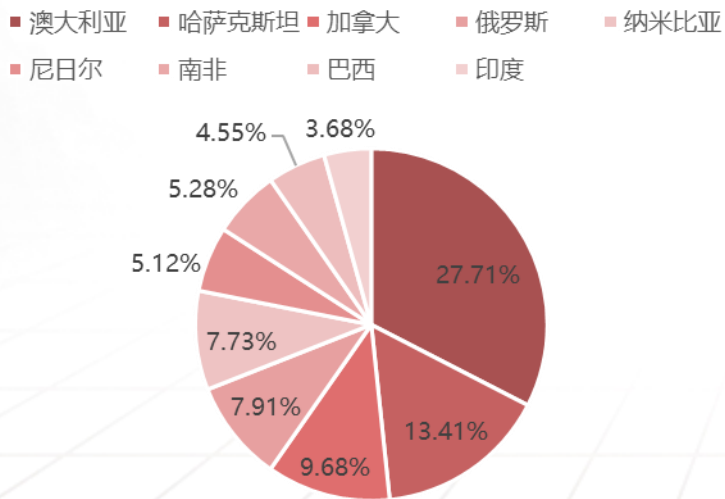


资料来源：iFinD，TRADING ECONOMICS，中邮证券研究所

2.3 铀资源分布相对集中

- **全球铀供应主要分为一次供应和二次供应。**一次供应指矿山当年的产量，**占据全球反应堆铀燃料需求的八成以上**，二次供应是指非传统途径（非当年矿山产量）的市场供应。根据WNA（世界核协会）的定义，二次供应主要包括俄罗斯政府库存、美国政府库存、西方浓缩厂欠料供应、企业商业库存、铀钚混合氧化物燃料（MOX）和后处理回收铀。
- **铀资源相对集中，CR5为83.58%。**一次供应方面，根据世界核能协会（WNA）和《2022年铀：资源、生产和需求》的数据显示，全球开采成本低于130美元/kgU的铀资源量为607.85万tU，低于260美元/kgU的资源量为791.75万tU；2022年全球铀产量为4.94万吨，较2019年低点提升3.40%，但较2016年高点仍有21.92%的下降。**哈萨克斯坦、加拿大、纳米比亚、澳大利亚、俄罗斯**等目前是主要的储量和生产国，2022年产量占全球比重分别为43.01%/14.89%/11.37%/9.23%/5.08%，**前五大生产国合计占比为83.58%。**

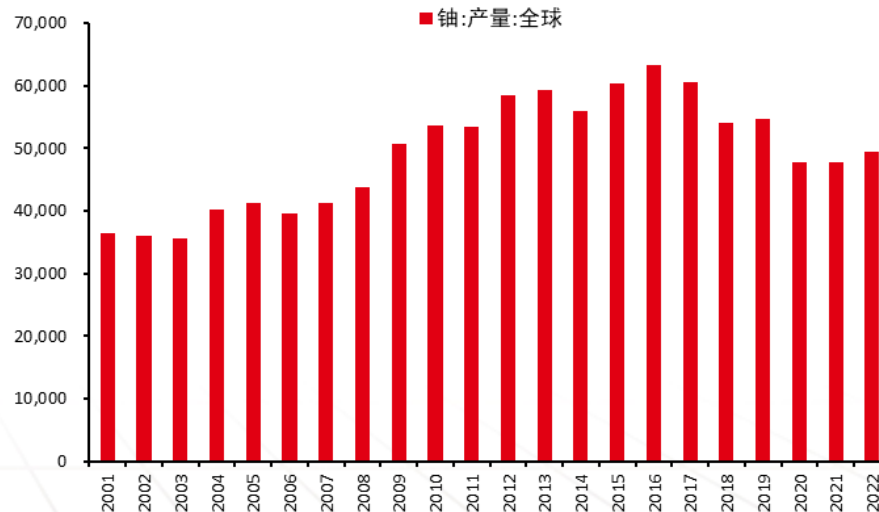
图表15：2022年全球前十大铀储量国



资料来源：《2022年铀：资源、生产和需求》，OECD/NEA, IAEA, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表16：2001-2022年全球铀产量（吨）

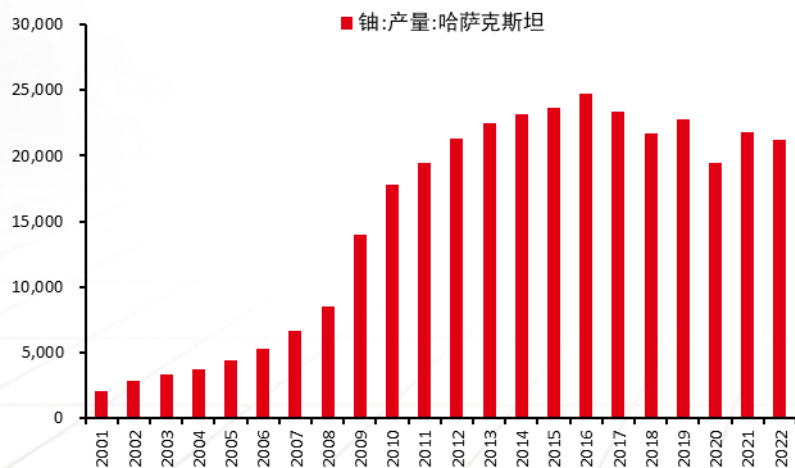


资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

2.4 哈萨克斯坦：计划2025年产量提升至3万吨以上

- **资源禀赋优秀，产量居首位。** 哈萨克斯坦资源量为81.52万吨，占全球铀资源量的13%，居世界第二，2022年开采量达2.12万吨，占比为43.01%，产量排名前10的铀矿中，哈萨克斯坦占5个，在全球铀资源和市场中拥有绝对的优势和地位。
- **哈原工控制哈萨克斯坦国内所有铀矿经营活动。** 目前哈萨克斯坦国内有21处大中型砂岩型铀矿床正在开发，矿权分属14家公司，均采用地浸法开采，其中，3家为哈萨克斯坦国家原子能工业公司独资，11家为哈萨克斯坦国家原子能工业公司与俄罗斯、加拿大、法国、日本、中国等国的合资公司。
- **未来两年哈原工产量或小幅增长至3万吨以上。** 自2018年以来，哈原工将产量限制在哈萨克斯坦地下资源使用许可证最大容许产量的80%，以避免供应过剩，根据哈原工计划，到2023年底，哈原工会将产量保持在容许水平的80%，但到2024年，会将该数值设定在90%，2025年或提升至100%，届时哈原工产量将提升至3.05-3.15万吨。

图表17：2001-2022年哈萨克斯坦铀产量（吨）



图表18：哈原工铀部门成本

	单位	2023年	2022年	变动
现金成本	美元/磅	12.18	9.97	22%
资本成本	美元/磅	7.22	5.33	35%
总维持现金成本	美元/磅	19.40	15.30	27%
矿业公司资本支出	百万坚戈	76845	56293	37%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：哈原工公告，中邮证券研究所，注：2023年上半年，不包括扩张支出的全部维持现金成本为18.80美元/磅。

2.5 加拿大：未来两年产量预计小幅增长

- 加拿大拥有丰富的铀资源和勘探，开采和核电发电历史，2009年以前一度成为全球最大的产铀国。
- 加拿大矿业能源公司（Cameco）是世界第二大铀生产商和第一大铀交易商，在美、加、哈萨克斯坦等地拥有18万吨探明铀矿石储量。国内生产主要来自萨斯喀彻温省北部的**麦克阿瑟河、基湖和雪茄湖矿**。
- **24/25年产量预计小幅增长**。根据Cameco近期披露，公司下调了2023年加拿大天然铀预期产量，主要由于雪茄湖铀矿的设备可靠性问题，以及基湖的生产存在不确定性，雪茄湖2023年天然铀产量预计将从1800万磅下调到1630万磅，麦克阿瑟河铀矿/基湖的天然铀产量由之前预测的1500万磅下调至1400万磅（5385吨铀），合计产量由1.27万吨铀下调至1.17万吨铀，从未来规划看，**公司针对麦克阿瑟河铀矿复产带来的增量将减少雪茄湖的产量**，24/25年产量总体预计保持小幅增长。

图表19：2001-2022年加拿大铀产量（吨）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表20：Cameco全球铀矿布局

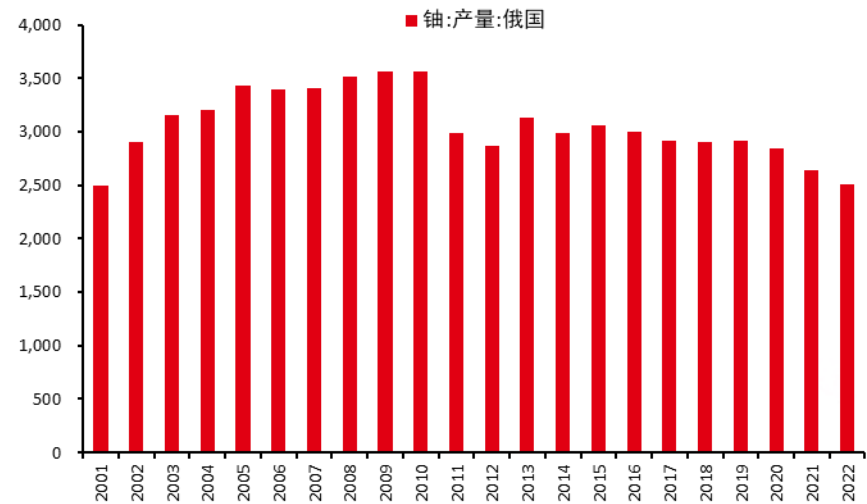


资料来源：Cameco 官网，中邮证券研究所

2.6 俄罗斯：产量稳定，转换浓缩产能居全球首位

- **短期产量稳定。**苏联曾拥有世界最大的铀储量和各类铀加工设施，但苏联解体后，俄罗斯仅拥有1处铀矿生产基地和少量铀储量。经过20余年的发展，俄罗斯重新成为铀资源大国，现有铀矿储量为65.69万吨，居世界第四，且具有极大的铀矿资源潜力，目前开采的铀矿床主要集中在维季姆地区，未来或在铀价上涨刺激下重启艾利康矿山的开采，但短期看并无即将落地的扩产计划。
- **转换浓缩产能居全球首位，美欧国家严重依赖。**虽然2022年俄罗斯产量仅为0.25万吨，占比5.08%，但俄罗斯控制着全球约40%的铀转换市场和46%的铀浓缩总产能，美国和欧洲各国从铀矿开采到燃料制造主要依靠俄罗斯原子能公司。2022年，俄乌战争爆发时西方大国争相制裁俄罗斯的出口，但由于美国和欧洲并没有建立起自己的铀供应链，俄罗斯原子能公司仍可正常营业，但该情况未来或随着美国国会推动白宫禁止进口俄罗斯核燃料发生变化，此外根据RBC Capital Partners在本周给投资者的一份报告中提到，考虑到全球铀供应危机，Rosatom公司正在寻求新的原材料，并被迫进入现货市场。

图表21：2001-2022年俄罗斯铀产量（吨）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

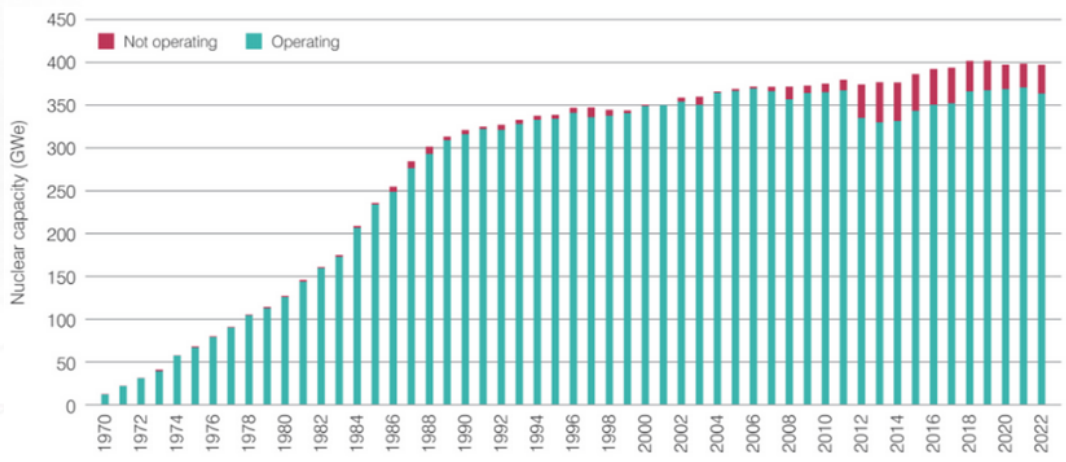
2.7 其他地区：增产潜力大

- **澳大利亚：最大矿山产量提升受限，增量矿山复产推迟。** 澳大利亚铀资源丰富，开采成本低于130美元/kgU的资源储量达168.41万吨，居全球第一，虽然身为世界铀资源大国，但对铀矿开采政策却极为严格，过去曾有多多个州禁止开采铀矿，近些年态度有所松动。该国目前最大的铀矿石为必和必拓旗下奥林匹克坝铀矿，已探明铀储量120万吨，品位0.06%，是目前世界上地下储量最大的铀矿，但铀仅为铜矿和金矿开采业务的副产品，产量相对稳定，2023/2024估计产量为3465/3273tU；兰杰铀矿2020年产铀1346吨，2021年因法律和监管要求停产，目前虽有复产计划，但成本高于预期，最终完工日期预计将有推迟。
- **纳米比亚：中资深度介入，未来增量显著。** 纳米比亚是世界第三大铀生产国，2022年铀产量达5613吨，主要在产矿山为罗辛铀矿、兰格·海因里希铀矿和中广核湖山铀矿项目，其中罗辛铀矿由中核集团旗下中核铀业控制，2022年产量为2882吨U308，运行时间从2026年延长至2036年；湖山铀矿2022年因淡化厂供水中断生产39天，产量为3392吨铀，2023年有望实现5000吨U308产量，公司未来将新建海水淡化厂解决海水含硫量高问题，增建堆浸厂等基础设施提高矿石处理量750万吨/年，年产量或增加986吨铀，此外，纳米比亚还有4座新铀矿将在不久的将来实施开采，例如帕拉丁公司宣布纳米比亚兰格海因里奇铀矿(LH)于2024年复产，爬坡至满产2000-2200吨铀，该项目中国铀业参股25%；全球原子公司推进尼日尔达萨铀矿(Dasa)融资和矿建，计划2025年初投产，爬坡至满产1300-1500吨铀；Goviex公司推进尼日尔马达乌埃拉铀矿(Madaouela)融资，计划2025年末投产，爬坡至满产1100吨铀。

2.8 一次需求：全球核电装机逐渐回暖

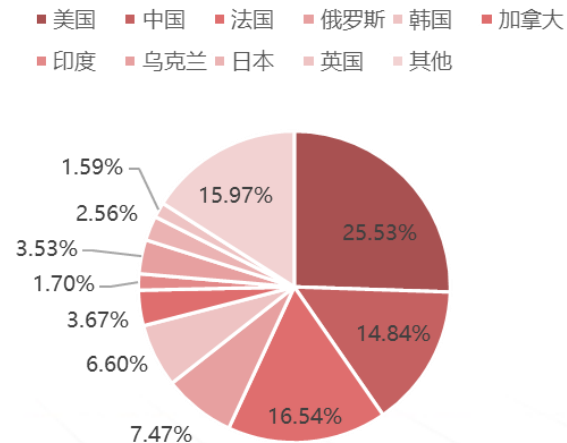
- **全球核电装机呈现逐渐回暖态势。** 俄乌冲突爆发以来，发展核能成为各国保障能源安全的现实选择，2022年欧盟将满足特定条件的核能和天然气归为可持续投资的“过渡”能源，法国、英国提出了明确的核电发展计划，比利时推迟了其核电的退役时间表，俄罗斯为新核能发展计划拨款约1000亿卢布，美国颁布的《通胀削减法案》明确对核电技术和商业化的支持，日本自福岛核事故后关闭所有核电站，2022年2月决定重启核电。
- **2022年全球在运核电装机容量达371GW。** 根据IAEA，截止2022年，世界32个国家在运核电机组共计411台，装机容量371GW，美、中、法、俄、韩在运核电机组分别为92/57/56/37/25台，装机容量合计达263.34GW，占全球在运核电装机容量的70.98%。

图表22：1970-2022全球核电可运行装机容量（净）



资料来源：WNA，IAEA，中邮证券研究所

图表23：各国核电机组装机容量占比

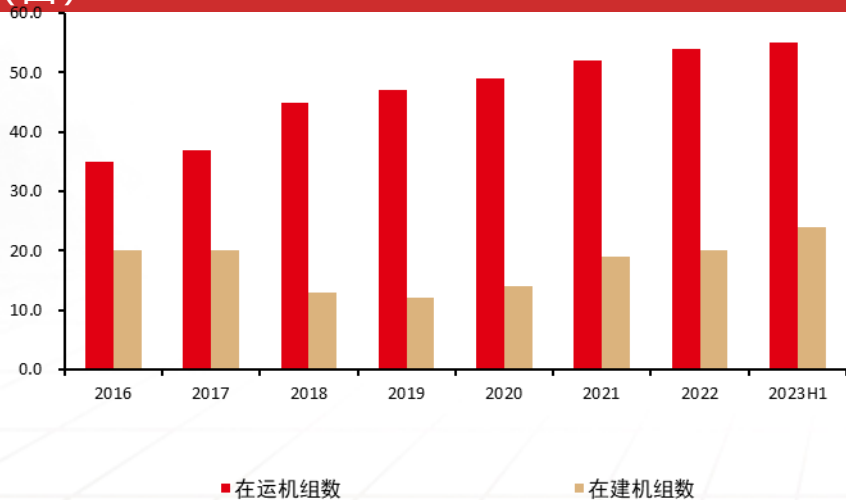


资料来源：IAEA，中邮证券研究所

2.9 一次需求：国内核电装机有望加速增长

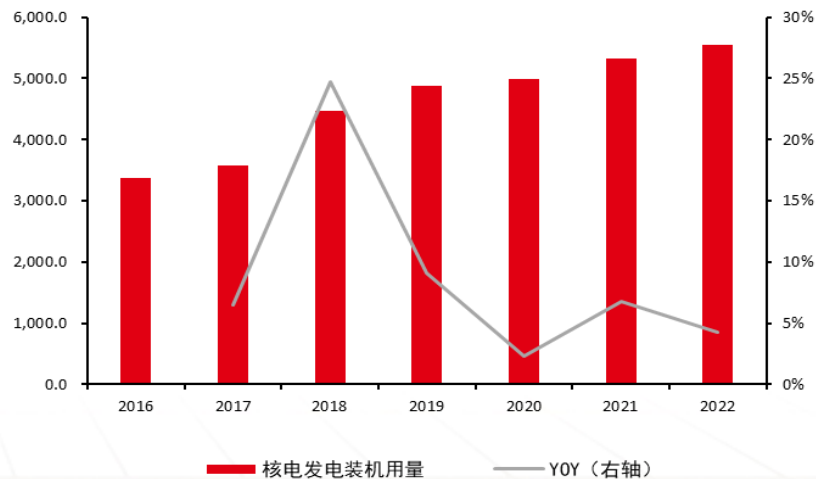
- **我国在运核电装机约为57GW，2025年将达70GW。** 2016年我国核电审批停止，2019年核电审批重启，2020年我国具有自主知识产权的华龙一号全球首堆——福清核电5号机组投入运行，标志着我国在三代核电技术领域跻身世界前列，截至2023年6月30日，我国运行核电机组共55台（不含台湾地区），装机容量约为57GW，在建核电机组24台，装机容量约27.8GW，截至今年8月，我国已核准建设山东石岛湾、福建宁德、辽宁徐大堡三个核电项目共计6台机组，并有望在未来一段时间保持每年6-8台的建设节奏，根据《“十四五”现代能源体系规划》，到2025年核电运行装机容量将达到7000万千瓦左右，以当前装机容量进行计算，未来两年复合增长率达10%以上，2030年在运核电装机规模有望成为世界第一。

图表24：2016-2023H1中国在运/在建核电机组（台）



资料来源：IAEA，中邮证券研究所

图表25：2016-2022年中国核电装机容量及增长（万千瓦）

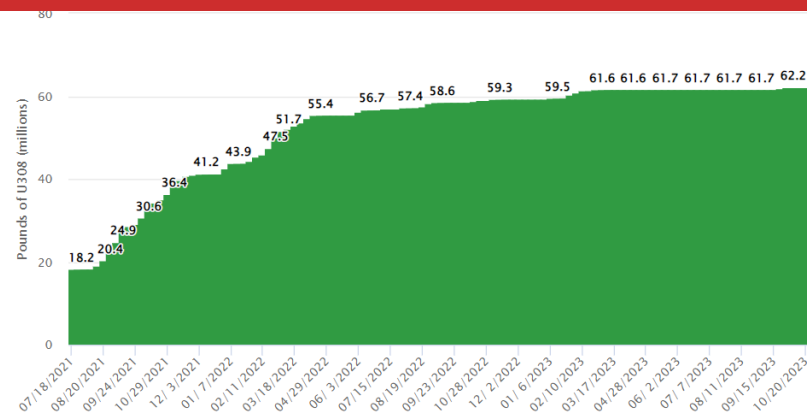


资料来源：国家统计局，智研咨询，中邮证券研究所

2.10 二次需求：投资基金入场，提前锁定未来需求

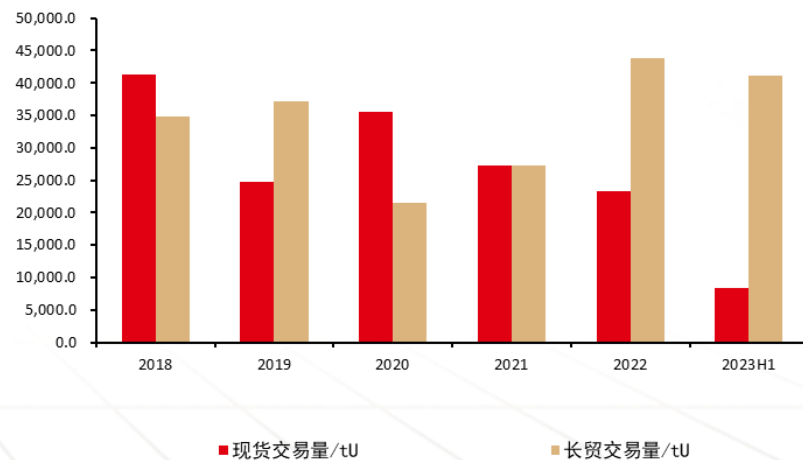
- **投资基金是现货市场边际变化的重要推手。**目前市场主流的铀投资基金包括 SPUT、Yellow Cake、ANU（哈原工持股48.5%），其中2021年成立的 SPUT 基金规模最大，该信托在资本市场融资，将其全部资产以U3O8形式持有，是市场上第一个允许个人直接投资实物铀的产品，且具备管理费用较低、流动性好、市值与铀价挂钩等优点，因此吸引了大量有兴趣持有铀的投资者投资。2022年，SPUT共采购1799万磅U3O8，合6918吨铀，约占全球矿产量的14%，截止10月25日，保有库存6220万磅，约合2.39万吨铀。虽然2023年以来由于美联储加息导致投资基金交易活跃度较低，但随着美联储的加息周期进入尾声，预计将有更多的金融资本进入铀投资市场。
- **长贸需求超过现货签约量，未来需求提前锁定。**2022年全球的天然铀长贸交易量为4.38万吨，较同期增长61.2%，全年现货交易量为2.34万吨，较同期降低14.1%，长贸交易量反超现货交易量，2023年H1长贸交易量达4.12万吨，现货签约量为0.84万吨，较去年同期下跌33.9%，主要由核电业主和生产商长贸合同陆续到期，入场采购行为活跃。

图表26：SPUT持有的铀总磅数（百万磅）



资料来源：sprott官网，中邮证券研究所

图表27：2018-2023H1天然铀现货/长贸签约量



资料来源：中广核矿业公告，中邮证券研究所

2.11 未来三年天然铀将维持紧缺状态

- 根据UxC预测，2022年反应堆需求约6.15万吨，如考虑核电公司提前的库存采购和金融市场的二级购买需求，2022年的总需求约为7.26万吨，其中一次供应铀仅4.94万吨，剩余由二次供应补足。
- **未来3年天然铀将维持紧缺状态。**我们基于2022年数据进行假设，供给方面考虑各国主要矿产公司产量规划并假设未来二次供给随着库存减少逐步下滑，需求方面考虑2040年核电装机目标，假设未来核电装机以年化3.36%的增速增长，金融需求将受益于美联储加息结束，提前采购需求由于铀市场持续供不应求也将有所增加。**预计未来3年全球各矿山复产放量难以满足市场需求，天然铀将维持紧缺状态。**

图表28：未来三年铀供需变动预测（万吨）

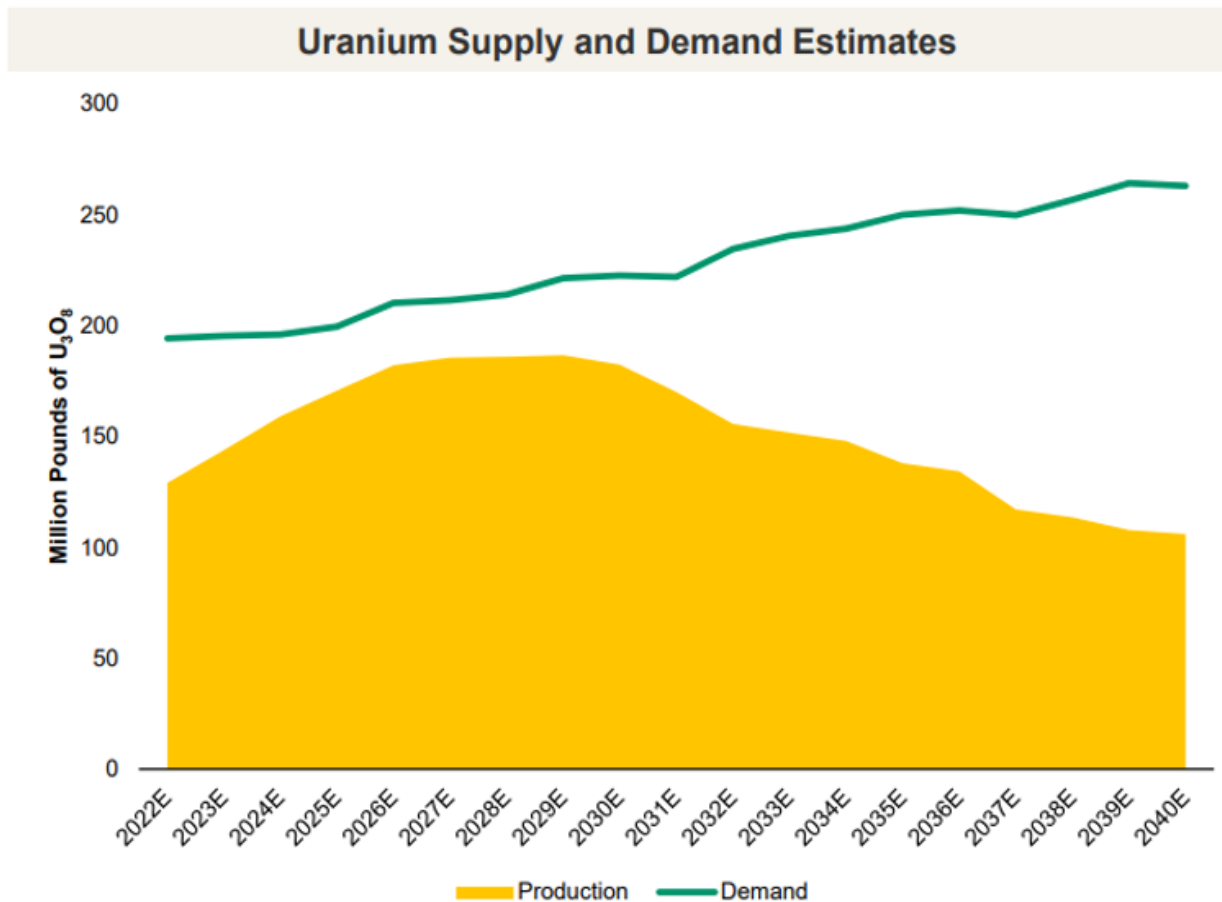
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
供给	7.15	7.59	8.42	9.54	10.08
哈萨克斯坦	2.12	2.20	2.48	3.10	3.20
加拿大	0.74	1.17	1.30	1.50	1.60
俄罗斯	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
澳大利亚	0.46	0.50	0.63	0.70	0.80
纳米比亚	0.56	0.76	0.95	1.28	1.42
尼日尔	0.20	0.10	0.10	0.20	0.20
其他国家	0.61	0.61	0.71	0.81	0.91
二次供给	2.21	2.00	2.00	1.70	1.70
需求	7.26	8.28	9.33	10.09	10.66
核电装机（GW）	371	400.00	413.20	426.84	440.92
核电需求	6.15	7.58	7.83	8.09	8.36
提前采购及金融需求	1.11	0.70	1.50	2.00	2.30
供需平衡	(0.11)	(0.69)	(0.92)	(0.55)	(0.58)

资料来源：UxC, WNA, iFinD, 中邮证券研究所

2.12 长期供需缺口逐渐扩大

- **世界核协会中性预期下2040年核燃料需求将达到13万吨。**根据世界核协会9月发布的《核燃料报告：2023—2040年全球需求和供应情景》，低中高三种情形下，到2040年可运行的核电装机容量将从目前的391GW增加到486/686/931GW，对铀燃料的需求预计将从目前的约6.565万吨铀增加至约8.7/13/18.43万吨铀。
- **长期供需缺口逐渐扩大。**根据UxC2023年Q2预测，未来铀供给将在2025-2026年达到平台期，2030-2031年开始下滑，主要受在产矿山品位下降，逐步结束服役期影响，供给成下滑趋势，长期供需缺口逐渐扩大。

图表29：长期供需缺口逐渐扩大



资料来源：UxC, WNA, 中邮证券研究所

三

背靠中广核集团，资源丰富，成本优势显著

3.1 背靠中广核集团，集团内部需求旺盛

- **背靠中广核集团，内部需求旺盛。**中国广核拥有位于广东的大亚湾核电站、岭澳核电站、岭东核电站、阳江核电站、台山核电站，福建的宁德核电站，广西的防城港核电站，以及联营的辽宁红沿河核电站，根据中广核电力公告，截至2023H1，公司在运核电机组27台，在建核电机组6台，装机容量合计37776MW，占大陆装机比重45.87%，假设按照每GW200吨铀/年的销售量计算，集团内部对天然铀的需求量约为7555吨，相比于公司目前1800吨权益铀矿产能仍有较大缺口。
- **新协议下价格弹性增强，充分受益铀价上涨。**公司以98%现货价格从谢公司、奥公司采购天然铀资源并销售给中广核集团，根据公司2022年新签订销售协议，公司将在2023-2025年向中广核铀业每年销售不低于1200吨天然铀，天然铀价格按照40%天然铀预测价格+60%交付期现货价格计算，预测价格分别为61.78/63.94/66.17美元/磅。

图表30：中广核集团核电装机及分布情况



资料来源：中广核电力官网，中邮证券研究所

3.2 资源丰富，产量提升进入快车道

- 公司铀矿资源丰富，在产矿山包括谢公司旗下谢矿和伊矿，奥公司旗下中矿和扎矿，待开发矿山为Fission公司旗下PLS项目。
储量上，根据公司2022年年报及官网公告，谢公司/奥公司储量分别为23156/38700吨铀，权益储量合计为3.03万吨铀，Fission公司储量约为34808吨铀，权益储量为0.46万吨，合计权益储量为3.49万吨。**产量上**，2022年公司谢矿、伊矿、中矿和扎矿产量为385/574/1600/39吨铀，权益产量为主要为1269吨铀（扣除加工损失）。
- **未来增长点：**（1）公司目前在哈矿山产量保持在容许水平的80%，2024/2025年会逐步提高到90%/100%。（2）扎矿设计产能为750吨铀/年，2023-2025年逐步实现全面生产，2025年公司总产能有望达到3969吨/年，权益产能有望达到1945吨/年。（3）公司积极推动Fission公司PLS项目建设，目前已完成可行性研究，预计全寿期产量约为35,000tU，矿山寿命可达10年。

图表31：公司矿山储量/产量情况（吨）

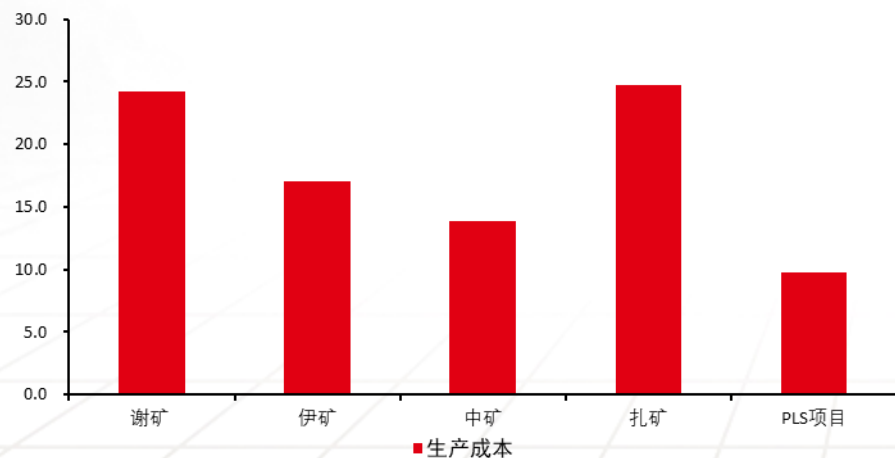
	谢公司（49%）		奥公司（49%）		Fission公司（13.27%）
	谢矿	伊矿	中矿	扎矿	
品位	0.059%	0.042%	0.027%	0.031%	1.410%
储量（tU）	9190	13966	24444	14256	34808
权益储量	4503	6843	11978	6985	4619
产能	508	711	2000	750	
权益产能	249	348	980	368	
2022年产量	385	574	1600	39	
2022年权益产量	189	281	784	19	
计划退役时间	2031年	2029年	2033年	2036年	

资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所，注：谢矿资源重估后剩余储量为6242tU

3.3 成本优势显著

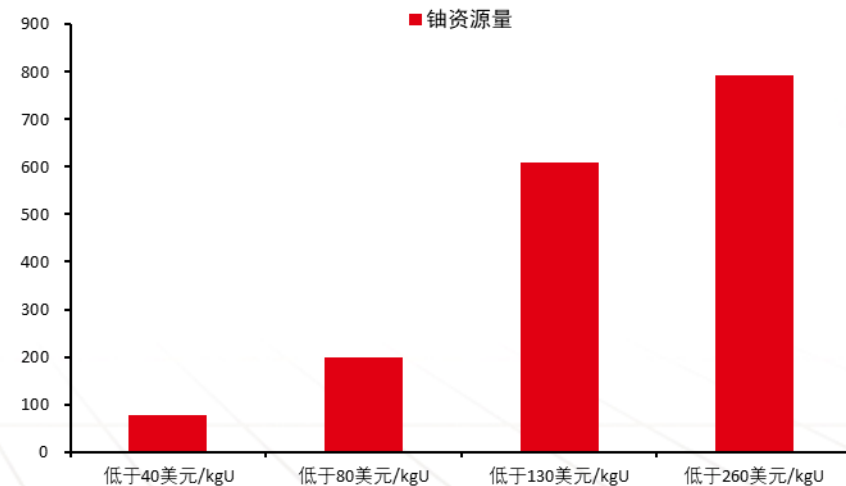
- **矿山成本处于全球生产成本10%分位以内。**成本方面，由于哈萨克斯坦在产铀矿床均为砂岩型，因此可以采用高效、环保、低成本的地浸方式开采，根据《铀红皮书》显示，全球开采成本低于40美元/kgU的资源量仅为77.59万吨，占全球总资源量的9.80%，其中哈萨克斯坦低于40美元/kgU的资源量为50.2万吨，占比64.70%。公司现有矿山谢矿/伊矿/中矿/扎矿生产成本分别为24.22/17.07/13.82/24.69/9.77美元/磅，相较于其他地区矿山成本优势显著。

图表32：公司矿山生产成本（美元/磅）



资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所，注：谢矿资源重估后剩余储量为6242tU

图表33：不同开采成本铀资源量分布（万吨）



资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

四

盈利预测

■ 假设:

- (1) 考虑到公司在产矿山扩产计划及新矿山建设进度，假设公司2023-2025年自产铀矿包销量为1344/1512/1850吨铀，国际贸易销量为4200/4800/5200吨铀。
- (2) 假设铀价2023-2025年均价为55/60/65 美元/磅，美元与港币汇率维持7.82。
- (3) 公司2023年H1由于奥公司前期违规开采问题导致来自奥公司投资收益减少约96百万港元，根据目前协商进度假设哈原工将于2024年给予公司补偿。

■ **盈利预测:** 我们预计公司2023/2024/2025年实现营业收入66.09/77.49/93.35亿港币，分别同比增长81.1%/17.2%/20.5%；归母净利润分别为6.38/8.68/10.37亿港币，同比增长24.0%/36.0%/19.5%，对应EPS分别为0.08/0.11/0.14港币。

■ **投资建议:** 以2023年11月3日收盘价1.41港币为基准，2023-2025年对应PE分别为16.79/12.34/10.33倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

- 可比公司方面，我们选择纽交所上市公司加拿大铀矿，NexGen能源，A股及港股上市公司中国广核、中国核电、中信金属、东方钽业进行对比，其中加拿大铀矿，NexGen能源为同类铀矿企业，市值/储量比为66/23，公司市值/储量比为30左右，中国广核、中国核电为核电建设及运营公司，平均PE为13-14倍，中信金属业务模式与公司类似，同为贸易+矿山投资模式，PE为21.28，东方钽业为小金属类上市公司，PE为29.27。

图表34：可比公司估值

股票代码	可比公司	上市地点	总市值（亿元）	PE	PB	铀权益储量(万吨)	2022年铀品销量(吨)
CCJ.N	加拿大铀矿	纽交所	1183.36	225.02	3.71	18.03	4000
NXE-1.A	NexGen能源	纽交所	208.68	-	8.86	9.22	-
2302.HK	中国广核	港交所	1525.06	13.84	1.39	-	-
601985.SH	中国核电	上交所	1367.15	13.27	1.52	-	-
601061.SH	中信金属	上交所	363.09	21.28	2.02	-	-
000962.SZ	东方钽业	深交所	53.42	29.27	2.3	-	-

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

- **风险提示：**
- 项目投产不及预期；
- 铀价下跌风险；
- 下游需求不及预期；
- 技术迭代风险；
- 国际贸易风险；
- 汇率风险等。

财务报表和主要财务比率

盈利预测:

单位/百万港币	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3649	6609	7749	9335
(+/-) (%)	-5%	81%	17%	20%
归母净利润	515	638	868	1037
(+/-) (%)	188%	24%	36%	19%
EPS	0.07	0.08	0.11	0.14
P/E	11.28	16.79	12.34	10.33

附录: 公司财务预测表

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,447	3,893	5,063	6,534
现金	52	-427	-24	381
应收账款及票据	336	608	713	859
存货	2,048	3,693	4,352	5,269
其他	10	19	22	26
非流动资产	4,419	4,419	4,419	4,418
固定资产	1	1	1	1
无形资产	2	2	2	2
其他	4,415	4,415	4,415	4,415
资产总计	6,866	8,311	9,482	10,953
流动负债	2,064	2,917	3,254	3,722
短期借款	1,005	1,005	1,005	1,005
应付账款及票据	655	1,181	1,392	1,685
其他	403	730	856	1,031
非流动负债	1,454	1,442	1,442	1,442
长期债务	1,396	1,396	1,396	1,396
其他	58	46	46	46
负债合计	3,518	4,359	4,696	5,164
普通股股本	76	76	76	76
储备	4,007	4,611	5,445	6,448
归属母公司股东权益	3,348	3,952	4,786	5,789
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,348	3,952	4,786	5,789
负债和股东权益	6,866	8,311	9,482	10,953

现金流量表

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	98	-950	-348	-531
净利润	515	638	868	1,037
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	2	0	0	0
营运资金变动及其他	-418	-1,589	-1,216	-1,569
投资活动现金流	434	584	864	1,049
资本支出	-1	0	0	0
其他投资	434	584	864	1,049
筹资活动现金流	-550	-78	-78	-78
借款增加	-1,666	0	0	0
普通股增加	776	0	0	0
已付股利	0	-78	-78	-78
其他	339	0	0	0
现金净增加额	-29	-479	403	404

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,649	6,609	7,749	9,335
其他收入	16	0	0	0
营业成本	3,501	6,311	7,438	9,004
销售费用	13	24	28	34
管理费用	49	88	103	125
研发费用	0	0	0	0
财务费用	56	77	87	79
除税前溢利	567	703	956	1,143
所得税	52	65	88	105
净利润	515	638	868	1,037
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	515	638	868	1,037
EBIT	623	780	1,043	1,221
EBITDA	625	780	1,043	1,221
EPS (港币)	0.07	0.08	0.11	0.14

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-5.46%	81.14%	17.24%	20.47%
归属母公司净利润	188.47%	23.99%	36.01%	19.46%
获利能力				
毛利率	4.06%	4.51%	4.01%	3.55%
销售净利率	14.11%	9.66%	11.21%	11.11%
ROE	15.38%	16.15%	18.14%	17.92%
ROIC	9.84%	11.15%	13.18%	13.54%
偿债能力				
资产负债率	51.23%	52.45%	49.53%	47.15%
净负债比率	70.16%	71.57%	50.67%	34.90%
流动比率	1.19	1.33	1.56	1.76
速动比率	0.19	0.07	0.22	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.87	0.87	0.91
应收账款周转率	17.06	14.01	11.73	11.88
应付账款周转率	9.37	6.87	5.78	5.85
每股指标 (港币)				
每股收益	0.07	0.08	0.11	0.14
每股经营现金流	0.01	-0.13	-0.05	-0.07
每股净资产	0.44	0.52	0.63	0.76
估值比率				
P/E	11.28	16.79	12.34	10.33
P/B	1.84	2.71	2.24	1.85
EV/EBITDA	13.61	17.36	12.60	10.43

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

分析师声明

李帅华承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

李帅华 (首席分析师)

SAC编号: S1340522060001

邮箱: lishuaihua@cnpsec.com

魏欣 (研究助理)

SAC编号: S1340123020001

邮箱: weixin@cnpsec.com



中邮证券

CHINA POST SECURITIES