



买入 (维持)

所属行业: 原材料业/一般金属及矿石
当前价格(港币): 1.65 元

证券分析师

翟堃

资格编号: s0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

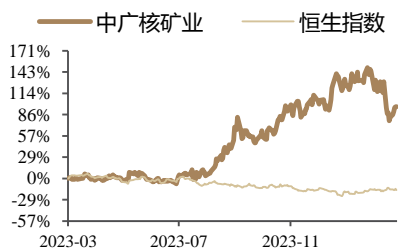
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-19.51	-14.06	-7.30
相对涨幅(%)	-18.16	-17.83	-8.28

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《中广核矿业 (1164.HK): 背靠核电的天然铀生产商》, 2023.11.3

中广核矿业 (1164.HK): 23 年受奥公司罚款影响溢利小幅下降, 长期或受益于铀价上涨

投资要点

- 公司发布 2023 年年度业绩公告。**公司 2023 年全年实现营业收入 73.68 亿港元, 较 2022 年的 36.65 亿港元增加 101.04%; 实现溢利 4.97 亿港元, 较 2022 年的 5.15 亿港元同比减少 3%。营收增加主要原因是中广核国际销售公司把握天然铀市场活跃时机, 全年销售量增加; 净利润减少的主要原因系奥公司罚款对公司投资收益影响约 0.95 亿港元, 若剔除本因素, 公司受益于天然铀现货价格上涨, 2023 年实现净利约 5.87 亿港元, 较 2022 年同期上涨 14%。公司 2023 年下半年度实现归母净利 3.17 亿港元, 环比上涨 76.6%, 同比上涨 98.6%。
- 受益于天然铀价格上涨, 公司贸易端营收大幅增加。**自产贸易 (包销): 公司 2023 年销售 1299 吨天然铀 (2022 年 1321 吨), 同比减少 1.7%, 实现销售收入 16.88 亿港元, 同比增加 26%, 由于全年天然铀价格上涨超过销售价格机制中的基价, 平均销售价格 64.42 美元/lbU₃O₈, 平均销售成本 64.9 美元/lbU₃O₈, 实现毛利-1200 万港元。国际贸易: 公司 2023 年销售天然铀 5670 吨 (2022 年 3055 吨), 实现销售收入 56.72 亿港元, 实现毛利 1.41 亿港元, 同比增加 60%。截至 2023 年末, 公司持有天然铀 697tU, 加权平均成本为 49.61 美元/lbU₃O₈; 持有已签订但尚未交付的天然铀销售量 3303tU, 加权平均售价为 56.78 美元/lbU₃O₈。
- 矿山投资收益新高, 多阶段 (在产、在建、可研) 项目储备保证公司持续经营。**2023 年末, 公司总权益资源量为 3.9 万 tU, 权益产量为 1277tU; 权益资源量中在产矿山 (谢矿、伊矿、中矿) 占比 54%, 在建矿山 (扎矿) 占比 18%, 可研项目 (PLS) 占比 28%。2023 年公司合营企业 (谢公司)、联营企业 (奥公司、Fission 公司) 合计贡献投资收益 6.06 亿港元, 测算单位净利为 27.03 美元/lbU₃O₈, 若剔除奥公司罚款影响, 实现单位净利 31.26 美元/lbU₃O₈, 创历史新高。①谢公司 (49%权益) 实现投资收益 2.73 亿港元; 实际采铀量 976tU, 其中谢矿 407tU, 生产成本为 27 美元/lbU₃O₈, 伊矿 569tU, 生产成本为 23 美元/lbU₃O₈, 扣除加工损失量, 全年共生产天然铀 963tU; 由于哈萨克斯坦资源评估标准与参数的变化, 以及当地《水资源法》修订规定, 伊矿部分矿体由储量调整为资源量。②奥公司 (49%权益) 实现投资收益 3.2 亿港元; 实际采铀量 1644tU, 其中中矿 1513tU, 生产成本为 17 美元/lbU₃O₈, 扎矿 131tU, 生产成本为 27 美元/lbU₃O₈, 扣除加工损失量, 全年共生产天然铀 1642tU; 公司 2023 年 10 月启动扎矿现场矿建工作, 开始水冶车间建设。③Fission 公司 (12.62%权益) 实现投资收益 1300 万港元, 重点致力于旗下 PLS 项目的开发工作。2023 年 1 月 17 日 Fission 公司发布可研结果显示 PLS 项目预计全寿期产量约为 35000tU, 矿山寿命可达 10 年, 生产成本约为 9.77 美元/lbU₃O₈, 内部收益率约为 27.2%, 投资回收期约 2.6 年。Fission 于 2023 年 4 月份向加拿大核安全委员会提交了在阿萨帕斯卡尔盆地建设铀矿山和水冶厂的申请; 6 月在 PLS 项目完成了两个工程地质孔和 10 个水文地质孔, 预计 2024 年 6 月可完成全部前期工程设计工作。
- 经营性现金流进入改善通道, 增加 17.4 亿港元。**公司 2023 年经营性现金流增加 17.4 亿港元达到 12.42 亿港元; 实现投资性现金流 4.77 亿港元; 净现金流回正, 达到 9.55 亿港元, 现金余额增加 9.6 亿港元, 截至 2023 年底达到 10.17 亿港元。

元。

- **盈利预测。**三倍核能协议催化，天然铀价格中枢上移。我们预计 2024-2026 年铀价维持在 80 美元/lbU₃O₈。产量方面，结合扎矿建设进度和谢公司、奥公司生产安排，我们预计 2024-2026 年矿山权益产量分别为 1385/1556/1703tU。我们调整公司 2024-2026 年营收分别至 99.7/106.3/112.7 亿港元，归母净利分别为 9.8/10.4/11.2 亿港元，同比增速 96.56%、6.14%和 8.22%，对应 2024 年 3 月 22 日收盘价计算 PE 分别为 11.7x、11.0x 和 10.2x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**Fission 开发及扎矿扩产节奏不及预期；国际汇率波动风险；核电建设进度不及预期风险；铀价下行风险。

股票数据

总股本(百万股):	7,600.68
流通港股(百万股):	7,600.68
52 周内股价区间(港元):	0.780-2.090
总市值(百万港元):	12,541.13
总资产(百万港元):	6,750.36
每股净资产(港元):	0.51

资料来源：公司公告

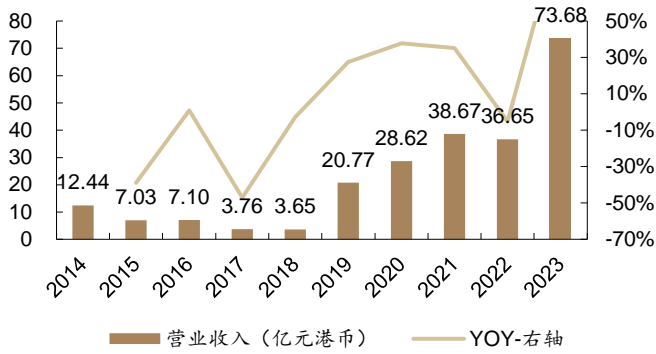
主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025	2026
营业收入(百万元)	3649	7363	9973	10625	11273
(+/-)YOY(%)	-5.46%	101.80%	35.45%	6.54%	6.09%
净利润(百万元)	515	497	977	1037	1122
(+/-)YOY(%)	188.47%	-3.46%	96.56%	6.14%	8.22%
全面摊薄 EPS(元)	0.07	0.07	0.13	0.14	0.15
毛利率(%)	4.06%	1.79%	0.12%	0.26%	0.46%
净资产收益率(%)	15.38%	12.81%	20.12%	17.59%	16.00%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

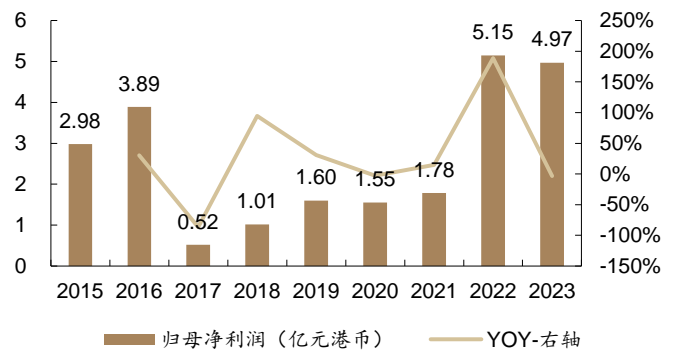
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润，上述数据货币种类为港币

图 1: 公司主营收入及增速



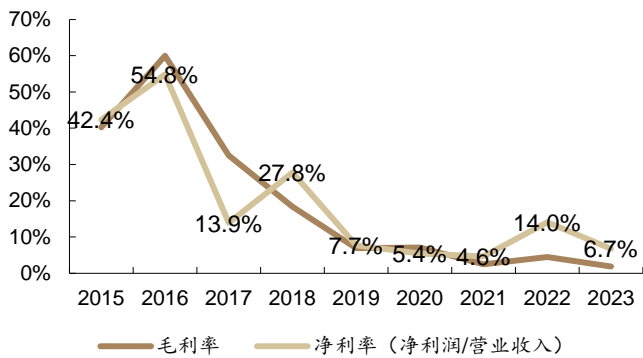
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润及增速



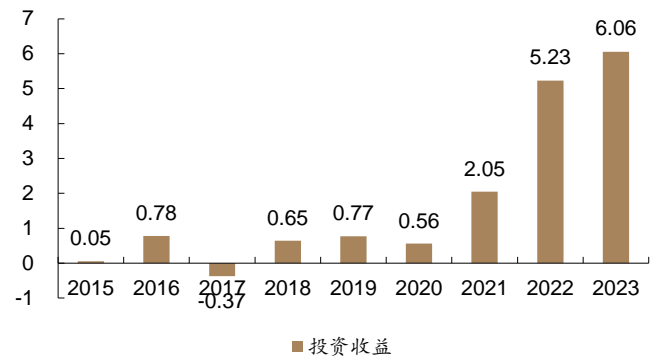
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司毛利率和净利率



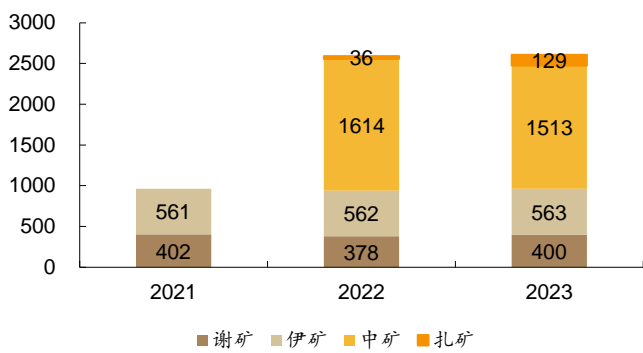
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司投资收益 (亿港元)



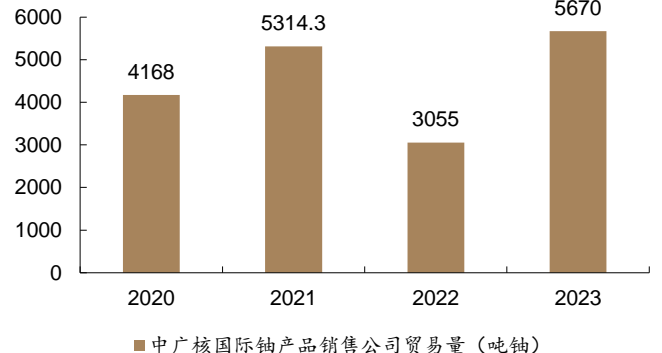
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司包销矿山产量 (tU)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司国际贸易量



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.13	0.14	0.15
每股净资产	0.51	0.64	0.78	0.92
每股经营现金流	0.16	-0.02	-0.03	-0.02
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	-71.07	11.66	10.98	10.15
P/B	3.06	2.35	1.93	1.62
P/S	1.61	1.14	1.07	1.01
EV/EBITDA	18.70	9.65	8.49	7.19
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	1.79%	0.12%	0.26%	0.46%
净利润率	6.75%	9.80%	9.76%	9.96%
净资产收益率	12.81%	20.12%	17.59%	16.00%
资产回报率	7.36%	11.71%	11.08%	10.54%
投资回报率	10.60%	15.75%	14.17%	13.15%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	101.80%	35.45%	6.54%	6.09%
EBIT 增长率	8.04%	72.43%	4.67%	6.14%
净利润增长率	-3.46%	96.56%	6.14%	8.22%
偿债能力指标				
资产负债率	42.5%	41.8%	37.0%	34.1%
流动比率	1.6	1.9	2.3	2.7
速动比率	1.1	1.4	1.8	2.2
现金比率	0.7	1.0	1.4	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	19.2	21.9	25.3	24.8
存货周转天数	68.3	30.1	33.9	33.9
总资产周转率	1.1	1.3	1.2	1.1
固定资产周转率	6298.7	9785.3	11659.5	13845.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	497	977	1037	1122
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	2	0	0	0
非经营收益	719	-1189	-1216	-1284
营运资金变动	24	36	-63	17
经营活动现金流	1242	-176	-242	-144
资产	-1	0	0	0
投资	0	-71	-99	-85
其他	478	1282	1309	1377
投资活动现金流	477	1210	1210	1292
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-764	-93	-93	-93
融资活动现金流	-764	-93	-93	-93
现金净流量	955	942	875	1055

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 22 日

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所，货币种类为港币

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7368	9973	10625	11273
营业成本	7231	9962	10598	11221
毛利率%	1.79%	0.12%	0.26%	0.46%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	19	31	30	33
营业费用率%	0.25%	0.31%	0.28%	0.29%
管理费用	52	102	92	106
管理费用率%	0.71%	1.02%	0.86%	0.94%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	673	1160	1215	1289
财务费用	114	73	54	36
财务费用率%	1.54%	0.73%	0.51%	0.32%
资产减值损失				
投资收益	606	1282	1309	1377
营业利润	66	-121	-94	-88
营业外收支				
利润总额	559	1088	1161	1253
EBITDA	675	1161	1215	1289
所得税	62	111	124	131
有效所得税率%	11.15%	10.18%	10.66%	10.42%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	497	977	1037	1122

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1017	1959	2834	3889
应收账款及应收票据	451	764	732	820
存货	697	969	1026	1089
其它流动资产	49	47	60	59
流动资产合计	2214	3738	4653	5857
长期股权投资	4495	4567	4665	4750
固定资产	1	1	1	1
在建工程				
无形资产	1	1	0	0
非流动资产合计	4536	4607	4706	4791
资产总计	6750	8346	9359	10648
短期借款	367	367	367	367
应付票据及应付账款	434	692	686	753
预收账款				
其它流动负债	591	951	933	1032
流动负债合计	1391	2010	1985	2152
长期借款	1396	1396	1396	1396
其它长期负债	83	83	83	83
非流动负债合计	1479	1479	1479	1479
负债总计	2870	3488	3464	3631
实收资本	76	76	76	76
普通股股东权益	3880	4857	5894	7017
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	6750	8346	9359	10648

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。