

個股研究

11/4/2023

中廣核礦業(1164)

鈾價仍在上升軌 集團發展潛力巨大

首予「買入」評級

去年業績強勁 - 集團去年純利為 5.15 億元，按年增加 188%。純利大增主要原因是天然鈾價格上升，2022 年平均現貨鈾價上升 41%。另外集團權益產量亦大幅提升，2022 年包銷天然鈾產品 1,321 噸鈾，較 2021 年 762 噸鈾增加 73%。

需求將帶動天然鈾價上升 - 鈾與其它商品有些不同，鈾價並不太受供應增加影響，而主要由需求帶動，因鈾礦一般會因長期合約增加而逐步提升產能。在需求方面，核電具有低碳、不受氣候變化影響、發電高效穩定、成本低等優勢，近年重新受到多個國家重視。根據 UxC 預測，到 2035 年全球核電在運裝機容量將達到 543GWe，較 2022 年底增長 37%。根據中國核能行業協會預測，到 2035 年，核能發電量在中國電力結構中的佔比將達到 10% 左右；全國核電裝機將達 150GWe，相等於 2021 年底的三倍。金融機構及核電場亦普遍預期天然鈾現價未來會持續上升。

估值 - 集團 2023 年市賬率約 1.6 倍，市盈率約 8 倍，估值較國際鈾礦公司便宜。集團過往股價與鈾價有一定關聯性，未來有望跟隨鈾價反復上升。考慮到公司未來有機會透過母公司關係繼續收購具潛質的鈾礦，我們給予公司 1.29 元合理估值，相等於 2023 年市帳率的 2.5 倍。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2021	2022	2023E*	2024E*
股東應佔盈利 (百萬元)	178.5	514.9	777.3	972.7
增長率 (%)	15.0%	188.5%	51.0%	25.1%
P/E (倍)	30.7	11.6	8.3	6.4
P/B (倍)	2.5	1.8	1.6	1.3

資料來源：彭博及中廣核礦業

*彭博綜合預測

買入

估值 1.29 元

上日收市價 0.83 元

公司簡介

集團主要從事天然鈾資源的開發與貿易，客戶為國內外的核電站。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
1164	-9.8%	-7.8%	-1.2%
恒指	-1.3%	+12.9%	-7.9%

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	0.7 元- 1.2 元
市值	63 億元
已發行股數	76 億
每股帳面淨值	0.47 元

資料來源：彭博

陳思賢 Abraham, CFA

abraham_chan@chiefgroup.com.hk

集團簡介

集團是中廣核集團的子公司，而中廣核集團是中國第一、全球第三大的核電集團，持有公司 58% 股權，混改基金持有 10%。集團暫時是唯一在亞洲上市的天然鈾生產商，亦是全球唯一背靠核電集團的純鈾業上市公司。國際天然鈾生產商包括美國上市的 Cameco(CCJ)，以及哈薩克國家原子能工業公司(LSE:KAP)。

集團主要從事天然鈾資源的開發與貿易，客戶為國內及國外的核電站。集團的天然鈾銷售業務主要透過持有「奧公司」49% 的股權及產品包銷權，以及「謝公司」49% 的股權及產品包銷權實現。這兩間公司的鈾礦也是在哈薩克斯坦。另外，集團亦擁有加拿大上市公司 Fission Uranium Corp 13.75% 股權。

集團去年業績

集團去年純利為 5.15 億元，按年增加 188%。其中，集團錄得應佔「奧公司」溢利 2.86 億元，按年增加 292%，同時錄得應佔「謝公司」溢利 2.09 億元，按年增加 51%。加起來，這兩家公司佔集團溢利約 80%。天然鈾貿易業務則錄得溢利 1.01 億元，佔總溢利約 16%。

純利大增主要原因是天然鈾價格上升。在 2022 年，平均現貨鈾價上升 41%。另外，2022 年集團共從「謝公司」及「奧公司」包銷天然鈾產品 1,321 噸鈾，較 2021 年 762 噸鈾增加 73%。

集團鈾礦平均生產成本由每磅 13.82-24.69 美元不等，相對天然鈾現價接近每磅 50 美元低很多，利潤空間非常充裕。

截至去年底，集團總權益資源量約為 40,860 噸鈾，其中正在生產的佔 56.4%，在建產能佔 17.1%，可研階段產能佔 26.5%，集團未來有機會透過母公司繼續收購新的鈾礦，包括位於非洲，資源儲量約 29.3 萬噸，列世界第三的湖山鈾礦。此鈾礦乃中廣核鈾業發展有限公司聯同中非發展基金於 2012 年收購的項目。

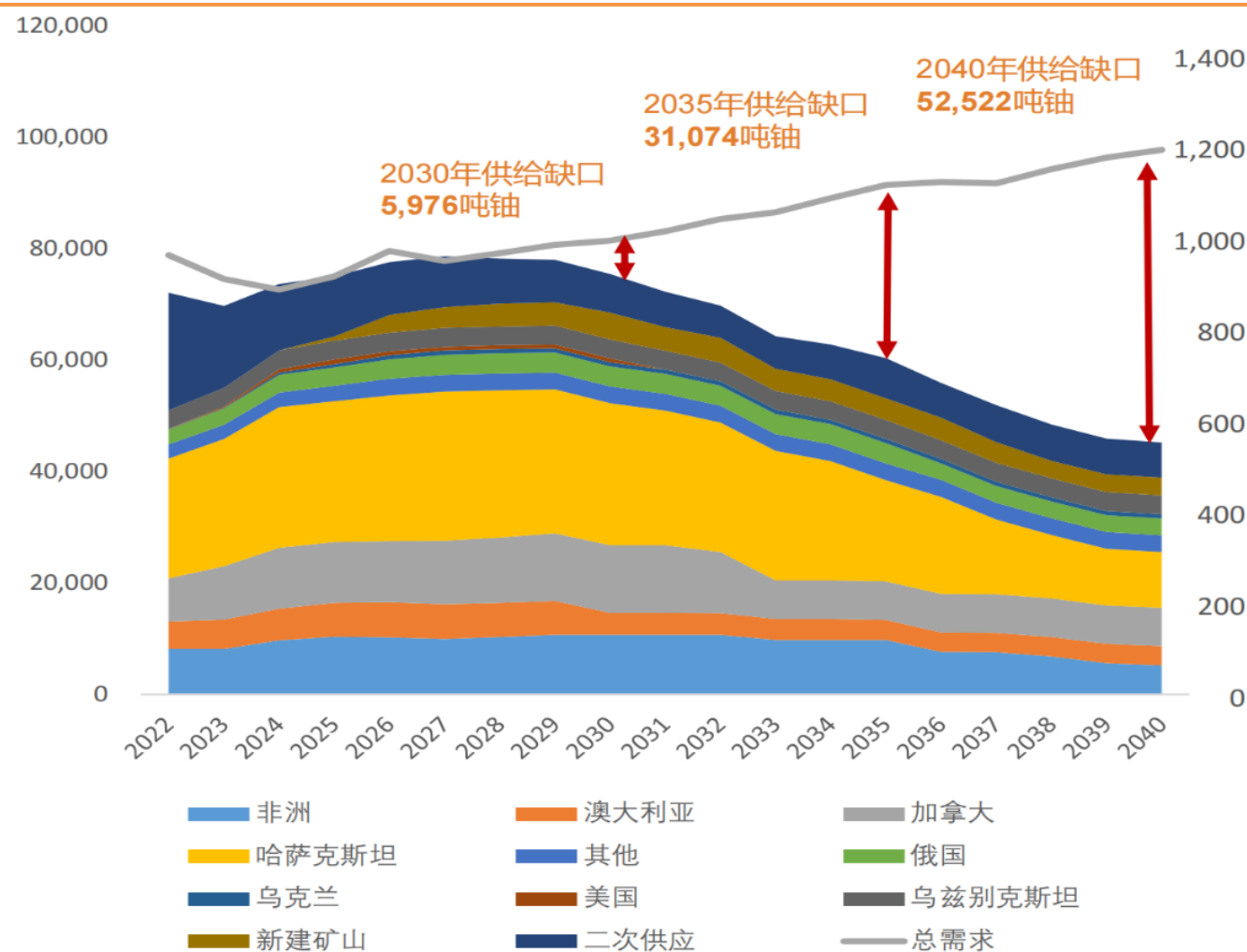
全球天然鈾的供需現況

在供應方面，據 UxC 報告，2022 年全球天然鈾產量約 51,154 噸鈾，較 2021 年上漲 5.8%。鈾與其它商品不同，鈾價並不太受供應增加影響，而主要由需求帶動，因鈾礦一般會因長期合約增加而逐步提升產能。

在需求面，核電具有低碳、不受氣候變化影響、發電高效穩定、發電成本低等優勢，近年重新受到多個國家重視，亦被歐盟、韓國列入可持續投資的能源類別。根據 UxC 預測，到 2035 年全球核電在運裝機容量將達到 543GWe，較 2022 年底增長 37%。在中國，第四代核能技術近年得到突破，大大加強了安全性。根據中國核能行業協會預測，預計「十四五」期間，中國核電發電量將大幅增加，到 2035 年，核能發電量在中國電力結構中的佔比將達到 10% 左右。全國核電裝機將達 150GWe，相等於 2021 年底的三倍。到時候，預計母公司中廣核集團的天然鈾需求量已達每年 1 至 1.5 萬噸，而集團去年自產包銷量只有 1,321 噸，未來新增產量能輕易被母公司旗下的核電廠消化。

市場對天然鈾的未來價格整體傾向樂觀。在 2021 年底，Sprott 及 Yellow Cake Plc 等金融機構大量採購現貨天然鈾後，其在 2022 年均並未選擇在現貨市場售出而是選擇長期持有，似乎期待鈾價會進一步上升。另外，2022 年長貿交易量按年增長 61.2%，反映核電場普遍預期天然鈾價格有上漲的風險而選擇鎖定價格。

圖表 1：2022-2040 全球天然鈾市場需求 vs 潛在供應



資料來源：中廣核礦業

集團資產負債狀況

集團資本負債比率為 105%，比 2021 年度的 195% 大幅改善。主要因為去年 3 月 28 日及 6 月 30 日共發行了 10 億股新股份，佔擴大股本約 13%。

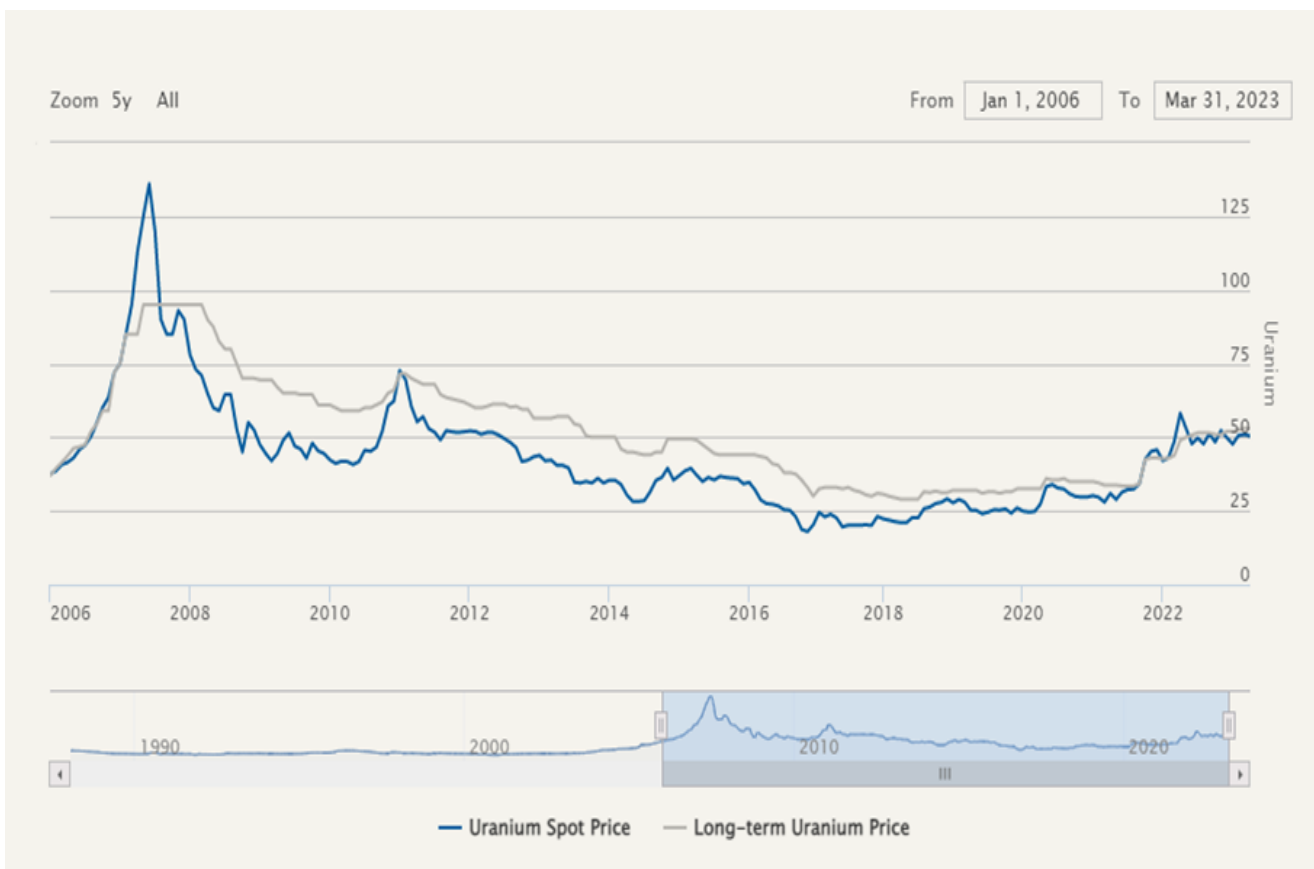
風險

集團主要風險來自鈾價波動，若有大型的核電廠出現事故，核電安全將被質疑，未來核電發展計劃將受影響，拖累現鈾價及集團股價。

估值

根據彭博綜合預測，集團 2023 年市賬率約 1.6 倍，市盈率約 8 倍，估值較國際鈾礦公司便宜。較有代表性的國際鈾礦公司預期市賬率一般在 2.3-3 倍左右，預期市盈率在 12 至 35 倍不等。集團過往股價與鈾價有一定關聯性，未來有望跟隨鈾價反復上升。考慮到公司未來的增長前景，我們認為 2.5 倍 2023 年市賬率為公司的合理估值，即 1.29 元。按 4 月 6 日收市價 0.83 元計，現價有 36% 折讓。

圖 2：國際天然鈾價



資料來源：Cameco

評級	說明
買入	現價較估值有超過 30%折讓
中性	現價正處於估值正負 30%變幅的區間之內
沽出	現價較估值有超過 30%溢價

免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。

