

# 中广核矿业 (01164. HK)

优于大市

分红预提税和公允价值变动致归母溢利下降，天然铀投资收益随铀价增长

## 核心观点

**铀价提高带动税前业绩明显增长，分红预提税和公允价值变动导致归母溢利下降。**2024 年实现营业额 86.24 亿元，同比+17.05%；实现除税前溢利 8.14 亿元，同比+48.3%；实现归母溢利 3.42 亿港元，同比-31.2%。公司主业天然铀贸易营业额 86.24 亿港元，分部溢利-0.95 亿港元；谢公司投资收益 3.99 亿港元，同比+46.4%；奥公司投资收益 6.17 亿港元，同比+92.8%。天然铀价格上涨推动公司天然铀业务利润显著提高，但归母溢利同比下降，1) 哈萨克斯坦新税法下，公司按照一般分红预提税税率计提当期分红预提税并按差额补提补缴过往年度分红预提税。其中，过往年度预提所得税率为 5%，公司当前按照 15%预提所得税率用于过往年度及本年度收取的所有分红。2) 公司以持有的 Fission Uranium 公司 11.26%股份交换 2.61%的 Paladin 公司股份，公司失去对联营公司重大影响力，Fission 公司 11.26%股权账面价值与 Paladin 公司 2.61%股权公允价值之差导致公司已终止业务亏损 1.7 亿港元。

**铀矿销售价格提高，自产贸易采铀量符合排产计划，生产成本有所提高。**2024 年，公司自产贸易包销 1294tU，与上年基本持平，平均销售价格 75.04\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，平均销售成本 80.80\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。谢公司实际采铀量 976tU，扣除加工损失量后全年共生产 964tU，其中谢矿生产 407tU，生产成本 32\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>；伊矿生产 569tU，生产成本 24\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。奥公司实际采铀量 1783tU，扣除加工损失量后全年共生产 1739tU，其中中矿生产 1663tU，生产成本 22\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>；扎矿生产 120tU，生产成本 31\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。矿山平均生产成本为 24\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，同比提高 4\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，主要系硫酸供应缺口导致原材料价格提高，以及地下资源使用税因销售价格上涨而提高所致。

**天然铀现货价格冲高回落，长贸价格稳定缓慢上行。**2024 年初天然铀现货价格高涨，一度超过 100\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，但随后现货价格持续回落，现货交易量也较上年同比下降 27.7%，其中核电业主采购量同比下降约 58%，生产商采购量同比增加约 50%；生产商销售量同比下降约 72%，中介机构销售量同比减少 20%。而长贸价格呈现稳定上行趋势，由年初的 58\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub> 上涨至 80\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。

**风险提示：**价格波动、汇率风险、项目进度不及预期、核安全风险。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到天然铀现货价格下行，及中矿地下资源使用税率有所提高，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 6.35/7.85/8.36 亿港元（2025-2026 年原预测为 7.28/9.69 亿港元，新增 2027 年预测），同比增速 86%/24%/6%，对应当前股价 PE 为 18/14/13X，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2019	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,363	8,624	8,831	9,746	10,755
(+/-%)	101.8%	17.1%	2.4%	10.4%	10.4%
归母净利润(百万元)	497	342	635	785	836
(+/-%)	-3.5%	-31.2%	85.5%	23.7%	6.5%
每股收益(元)	0.07	0.04	0.08	0.10	0.11
EBIT Margin	9.0%	10.2%	9.0%	9.9%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	8.7%	14.3%	15.5%	14.6%
市盈率 (PE)	22.6	32.9	17.7	14.3	13.5
EV/EBITDA	21.2	17.3	18.6	15.2	13.4
市净率 (PB)	2.90	2.87	2.54	2.22	1.96

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 公用事业·电力

**证券分析师：黄秀杰** 021-61761029  
huangxiujie@guosen.com.cn  
S0980521060002

**证券分析师：郑汉林** 0755-81982169  
zhenghanlin@guosen.com.cn  
S0980522090003

**证券分析师：刘汉轩** 010-88005198  
liuhanxuan@guosen.com.cn  
S0980524120001

**联系人：崔佳诚** 021-60375416  
cuijiacheng@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)

合理估值

收盘价 1.46 港元

总市值/流通市值 11097/11097 百万港元

52 周最高价/最低价 3.08/1.26 港元

近 3 个月日均成交额 72.70 百万港元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

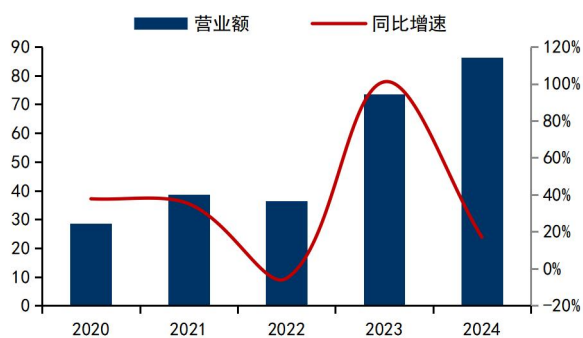
### 相关研究报告

《中广核矿业 (01164. HK) - 分红预提税政策口径收紧致溢利下降，核电发展支撑铀矿长期需求》——2024-08-31

《中广核矿业 (01164. HK) - 手握铀矿资源，背靠核电的天然铀贸易公司》——2024-05-13

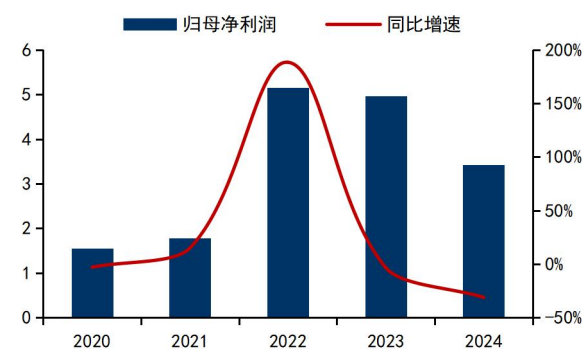
铀价提高带动税前业绩明显增长，分红预提税和公允价值变动导致归母溢利下降。2024 年实现营业收入 86.24 亿元，同比+17.05%；实现除税前溢利 8.14 亿元，同比+48.3%；实现归母溢利 3.42 亿港元，同比-31.2%。公司主业天然铀贸易营业额 86.24 亿港元，分部溢利-0.95 亿港元；其他投资分部溢利 10.16 亿港元，其中，谢公司投资收益 3.99 亿港元，同比+46.4%；奥公司投资收益 6.17 亿港元，同比+92.8%。天然铀价格上涨推动公司天然铀业务利润显著提高，但归母溢利同比下降，主要原因包括：1) 哈萨克斯坦新税法下，公司按照一般分红预提税税率计提当期分红预提税并按差额补提补缴过往年度分红预提税。其中，过往年度预提所得税率为 5%，公司当前按照 15%预提所得税率用于过往年度及本年度收取的所有分红。2) 公司以持有的 Fission Uranium 公司 11.26%股份交换 2.61%的 Paladin 公司股份，公司失去对联营公司重大影响力，Fission 公司 11.26%股权账面价值与 Paladin 公司 2.61%股权公允价值之差导致公司已终止业务亏损 1.7 亿港元。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



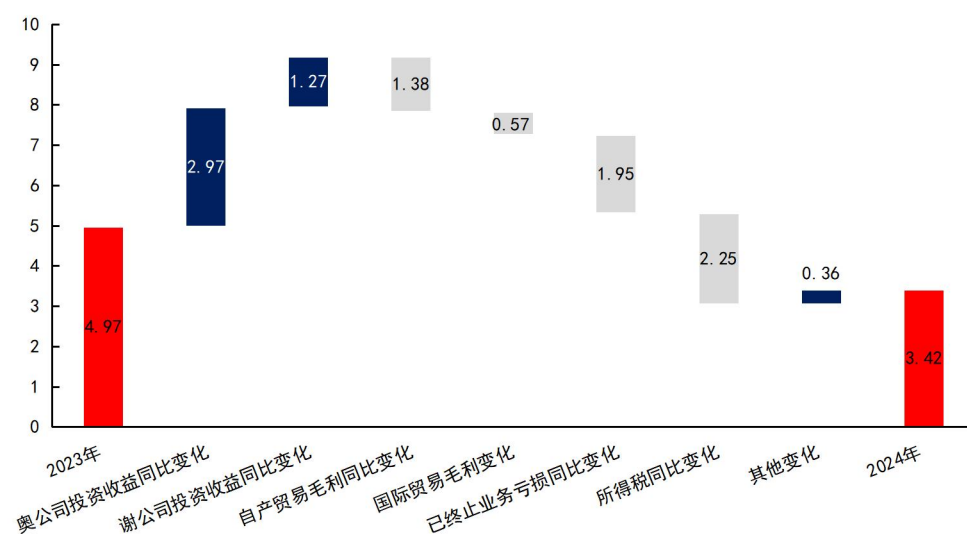
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司业绩同比变化拆分情况

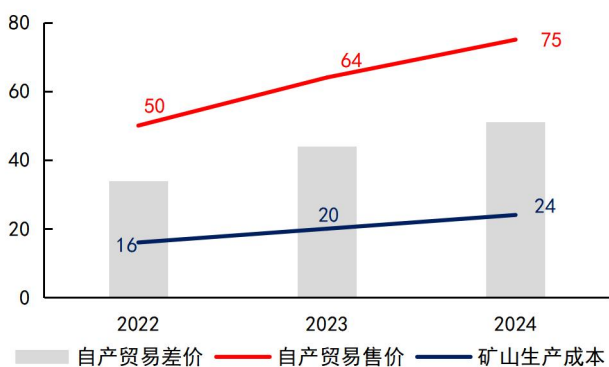


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铀矿销售价格提高，自产贸易采铀量符合排产计划，生产成本有所提高。2024 年，

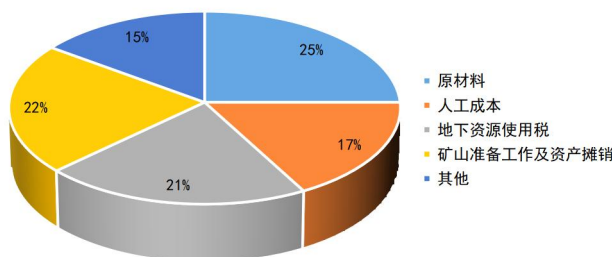
公司自产贸易包销 1294tU，与上年基本持平，平均销售价格 75.04\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，平均销售成本 80.80\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。谢奥公司按照设计产能的 80%排产，谢公司实际采铀量 976tU，扣除加工损失量后全年共生产 964tU，其中谢矿生产 407tU，生产成本 32\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>；伊矿生产 569tU，生产成本 24\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。奥公司实际采铀量 1783tU，扣除加工损失量后全年共生产 1739tU，其中中矿生产 1663tU，生产成本 22\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>；扎矿生产 120tU，生产成本 31\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。矿山平均生产成本为 24\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，同比提高 4\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，主要系硫酸供应缺口导致原材料价格提高，以及地下资源使用税因销售价格上涨而提高所致。

图4：公司自产贸易售价和矿山生产成本



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：单位生产成本占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**天然铀现货价格冲高回落，长贸价格稳定缓慢上行。**2024年初天然铀现货价格高涨，一度超过 100\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>，但随后现货价格持续回落，现货交易量也较上年同比下降 27.7%，其中核电业主采购量同比下降约 58%，生产商采购量同比增加约 50%；生产商销售量同比下降约 72%，中介机构销售量同比减少 20%。而长贸价格呈现稳定上行趋势，由年初的 58\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub> 上涨至 80\$/lbU<sub>3</sub>O<sub>8</sub>。

图6：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**哈萨克资源修正地下资源使用税，或影响公司未来收益。**2024年7月1日，哈政府对税法进行修正，将调整多种金属矿产开采税。根据该修正案，2024年铀开采税为 6%，2025年为 9%，自 2026年1月1日起，哈天然铀开采税将从 4%至 18%不等，具体取决于开采数量。自 2026年1月1日起，天然铀精矿 (U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>) 年开采量

500 吨（含）以内的，开采税为 4%；开采量在 1000 吨以内为 6%，2000 吨以内为 9%，3000 吨以内为 12%，4000 吨以内为 15%，超过 4000 吨为 18%。同时，如果铀的加权均价高于一定数额，则开采税率相应增加：每磅铀精矿均价超过 70 美元时，税率增加 0.5%；超过 80 美元时，增加 1%；超过 90 美元增加 1.5%，超过 110 美元增加 2.5%<sup>1</sup>。目前公司拥有权益的四座矿山中，中矿实际采铀量为 1663tU，适用税率较当前有所提高，将影响奥公司业绩和公司投资收益。

**换股 Paladin 后，其股价波动将产生公允价值变动损益。**2024 年 6 月 24 日，Paladin 与 Fission 签订收购协议，溢价 30% 换股收购 Fission。当日 Paladin 收盘价 13.24 澳元/股（约合 12.05 加元/股），Fission 股价 1.01 加元/股。2024 年 12 月 24 日，Fission 完成退市，Paladin 股票于 12 月 27 日上市交易。当日 Paladin 开盘价 6.75 加元/股，Fission 股价 0.72 加元/股。公司原持有的 11.26% Fission 股权转换为 2.61% Paladin 股权，由于换股日当天 Paladin 股票换股价值低于 Fission 的账面价值，导致产生经调整后亏损约 1.7 亿港元。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到天然铀现货价格下行，及中矿地下资源使用税率有所提高，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入为 88.3/97.5/107.8 亿港元（2025-2026 年原预测为 142.0/155.7 亿港元，新增 2027 年预测）；归母净利润 6.35/7.85/8.36 亿港元（2025-2026 年原预测为 7.28/9.69 亿港元，新增 2027 年预测），同比增速 86%/24%/6%，对应当前股价 PE 为 18/14/13X，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿港元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	
2899.HK	紫金矿业	16.94	4,502	1.20	1.60	1.67	2.01	14.12	10.60	10.14	8.43	23%	0.3	无
3993.HK	洛阳钼业	6.16	1,324	0.63	0.65	0.75	0.78	9.78	9.45	8.22	7.88	19%	2.4	无
1818.HK	招金矿业	15.06	533	0.35	0.78	0.97	1.33	43.03	19.31	15.57	11.32	7%	0.2	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：紫金矿业、洛阳钼业、招金矿业取自 Wind 一致预测，单位均为原始币种

<sup>1</sup> 商务部《哈萨克斯坦调整金属矿产开采税》

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1017	1154	1154	1269	1396	营业收入	7363	8624	8831	9746	10755
应收款项	500	128	798	881	972	营业成本	7231	8690	8661	9532	10591
存货净额	697	2158	2179	2926	3033	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	19	15	15	17	19
<b>流动资产合计</b>	<b>2214</b>	<b>3440</b>	<b>4131</b>	<b>5076</b>	<b>5401</b>	管理费用	54	58	60	66	73
固定资产	1	1	1	1	1	财务费用	126	122	39	38	29
无形资产及其他	1	5	4	4	5	投资收益	606	1016	700	835	955
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	4535	4040	3546	3052	2558	其他收入	19	59	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>6750</b>	<b>7842</b>	<b>8039</b>	<b>8490</b>	<b>8321</b>	营业利润	559	814	759	930	1001
短期借款及交易性金融负债	367	2916	3076	2806	1904	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	446	771	237	261	290	<b>利润总额</b>	<b>559</b>	<b>814</b>	<b>759</b>	<b>930</b>	<b>1001</b>
其他流动负债	579	45	45	50	55	所得税费用	62	287	124	145	165
<b>流动负债合计</b>	<b>1391</b>	<b>3732</b>	<b>3358</b>	<b>3117</b>	<b>2249</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1396	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>497</b>	<b>342</b>	<b>635</b>	<b>785</b>	<b>836</b>
其他长期负债	83	188	251	316	346	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1479</b>	<b>188</b>	<b>251</b>	<b>316</b>	<b>346</b>	净利润	497	342	635	785	836
<b>负债合计</b>	<b>2870</b>	<b>3921</b>	<b>3610</b>	<b>3432</b>	<b>2595</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	2	2	2	2	2
股东权益	3880	3922	4429	5057	5726	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6750</b>	<b>7842</b>	<b>8039</b>	<b>8490</b>	<b>8321</b>	财务费用	126	122	39	38	29
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	1189	(1193)	(1162)	(737)	(134)
每股收益	0.07	0.04	0.08	0.10	0.11	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	<b>经营活动现金流</b>	<b>1688</b>	<b>(849)</b>	<b>(525)</b>	<b>51</b>	<b>705</b>
每股净资产	0.51	0.52	0.58	0.67	0.75	资本开支	0	0	(2)	(2)	(2)
ROIC	4%	-5%	3%	3%	1%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	13%	9%	14%	16%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(120)</b>	<b>494</b>	<b>492</b>	<b>492</b>	<b>492</b>
毛利率	2%	-1%	2%	2%	2%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	10%	9%	10%	10%	负债净变化	0	(1396)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	9%	10%	10%	支付股利、利息	0	0	(127)	(157)	(167)
收入增长	102%	17%	2%	10%	10%	其它融资现金流	(604)	3283	160	(270)	(902)
净利润增长率	-3%	-31%	86%	24%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(604)</b>	<b>491</b>	<b>33</b>	<b>(427)</b>	<b>(1069)</b>
资产负债率	43%	50%	45%	40%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>965</b>	<b>137</b>	<b>0</b>	<b>115</b>	<b>127</b>
息率	0.0%	0.0%	1.1%	1.4%	1.5%	货币资金的期初余额	52	1017	1154	1154	1269
P/E	22.6	32.9	17.7	14.3	13.5	货币资金的期末余额	1017	1154	1154	1269	1396
P/B	2.9	2.9	2.5	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(624)	(486)	84	740
EV/EBITDA	21	17	19	15	13	权益自由现金流	0	1185	(359)	(218)	(187)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032