

2025 年 07 月 11 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

郑嘉伟
SAC: S1350523120001
zhengjiawei@huayuanstock.com
于炳麟
SAC: S1350524060002
yubinglin@huayuanstock.com
郑冰倩
SAC: S1350525040002
zhengbingqian@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 07 月 10 日
收盘价 (港元)	2.26
一年内最高/最低 (港元)	2.64/1.19
总市值 (百万港元)	17,177.54
流通市值 (百万港元)	17,177.54
资产负债率 (%)	49.99

资料来源：聚源数据

中广核矿业 (01164. HK)

——全球核电复苏下的铀资源核心资产，新长协定价机制抬升业绩预期

投资要点：

背靠中广核集团，全球资源布局领先，具备长期成长潜力。中广核矿业是东亚唯一的纯铀业上市公司，作为中广核集团旗下海外铀资源开发与投融资的唯一平台，承担着保障国家核燃料安全的重要使命。截至 2024 年底，公司参股哈萨克斯坦四座铀矿，权益资源量合计约 3.4 万吨 U，主要采用原地浸出法，开采成本低于全球平均水平，具备长期稳定供矿与成本优势。中广核集团持股超 56%，为公司提供稳定的下游消纳与项目协同平台。未来集团旗下铀矿等优质资产或将注入，公司资源保障能力和业绩成长性有望持续提升。

铀价驱动盈利弹性释放，“自产+国际贸易”双轮模式稳定增长。公司通过自产贸易与国际贸易双轮驱动构建稳健盈利模式：国际贸易板块采取“两端锁定”模式，稳定获取价差利润；自产部分则依托参股矿山享有 49%权益产量，按与现货价联动的定价机制供货中广核集团，具备价格上涨带动利润扩张的弹性。在铀价逐步上行背景下，公司盈利能力有望持续释放。2024 年，公司实现营业收入 86.24 亿港元，同比增长 17%，归母净利润为 3.42 亿港元，虽受税率调整等因素影响有所回落，但来自谢公司与奥公司的投资收益依然贡献逾 10 亿港元。近两年，公司资产负债率控制在 50%以内，财务结构稳健。新销售协议抬升利润中枢，定价机制中现货价格占比提升，更加市场化。2026~2028 年公司最新的定价机制为 30%BP*每年递增系数+70%SP，2026 年 BP 定为 94.22 美元/磅，递增系数为 1.041，意味着 2026/2027/2028 年 BP 分别为 94.22/98.08/102.1 美元/磅。

全球核电复兴加速，铀中长期供需缺口持续放大，价格有望维持高位。核电作为清洁能源重要组成正迎来全球复兴潮流，根据 WNA 预测，2024~2040 年天然铀需求年均复合增长超 4%。与此同时，全球铀资源集中度高，低成本资源稀缺，且勘探投入自 2015 年起持续下降，新增矿山投放周期长，导致未来供应偏紧趋势明显。二次供给比例逐步下降，供给或将更多依赖原矿开采。叠加哈萨克斯坦上调矿业税抑制产量扩张、SMR 技术推广拉动单位消耗提升，铀价中长期有望维持在相对高位，公司作为低成本、资源充裕、市场稳定的铀企业或将充分受益。

盈利预测与评级：公司作为东亚唯一的纯铀业上市公司，背靠中广核集团，兼具市场和资源双重优势，随着铀价中枢上行，我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现归母净利润 5.73/9.42/11.83 亿港元，同比增长 67.5%/64.4%/25.6%，由于港股、A 股缺少可比标的，我们选取美股铀矿公司 Cameco、Energy Fuels 作为可比公司，2026 年平均 PE 为 29X，公司 2026 年对应 PE 为 18X，低于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。铀价波动风险、海外资源政策与运营风险、客户集中度较高风险

盈利预测与估值（港元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	7,368.03	8,624.27	9,112.95	11,237.25	12,860.56
同比增长率 (%)	101.0%	17.0%	5.7%	23.3%	14.4%
归母净利润（百万港元）	497.10	341.98	572.77	941.58	1,182.74
同比增长率 (%)	-3.5%	-31.2%	67.5%	64.4%	25.6%
每股收益（港元/股）	0.07	0.05	0.08	0.12	0.16
ROE (%)	12.8%	8.7%	12.8%	17.4%	17.9%
市盈率 (P/E)	26.30	36.22	29.99	18.24	14.52

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司作为东亚唯一的纯铀业上市公司，背靠中广核集团，兼具市场和资源双重优势，随着铀价中枢上行，我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现归母净利润 5.73/9.42/11.83 亿港元，同比增长 67.5%/64.4%/25.6%，由于港股、A 股缺少可比标的，我们选取美股铀矿公司 Cameco、Energy Fuels 作为可比公司，2026 年平均 PE 为 29X，公司 2026 年对应 PE 为 18X，低于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

国际贸易部分：2021~2024 年，公司国际贸易板块业务维持稳定价差，贸易规模维持在 5000tU 上下，我们假设 2025/2026/2027 年单位销售价格分别为 70/80/95 US\$/lb U3O8；单位毛利分别为 1.2/1.2/1.2 US\$/lb U3O8；销量分别为 13/13/13 mlbs U3O8。

自产贸易部分：公司通过持股谢公司和奥公司，享有 49%的权益产量。我们假设 2025/2026/2027 年的 SP（现货价格）为 70/85/95 US\$/lb U3O8，销售成本为 0.98*SP。销量端，我们根据四座矿山的预期产量，假设 2025/2026/2027 年谢矿产量分别为 406.5/400/400tU，伊矿产量分别为 570/420/400tU；中矿、扎矿产能逐步扩张，假设中矿产量分别为 1700/1850/2000tU、扎矿产量分别为 200/250/500tU，由此对应公司权益销量分别为 1409.3/1430.8/1617.0tU。

谢公司：假设谢公司 2025/2026/2027 年合计产量分别为 976.2/820/800 tU；售价按照 0.98*SP 计算，对应公司平均售价分别为 68.6/83.3/93.1 US\$/lb U3O8；生产成本我们假设 2025/2026/2027 年分别同比增长 2%/2%/3%，单位所得税支出我们按照 20%进行测算，由此测算得出单位总成本分别为 40.2/43.7/46.4 US\$/lb U3O8。

奥公司：假设奥公司 2025/2026/2027 年合计产量分别为 1900/2100/2500 tU；售价按照 0.98*SP 计算，对应公司平均售价分别为 68.6/83.3/93.1 US\$/lb U3O8；生产成本我们假设 2025/2026/2027 年分别同比增长 2%/2%/3%，单位所得税支出我们按照 30%进行测算，由此测算得出单位总成本分别为 45.3/50.2/53.9 US\$/lb U3O8。

投资逻辑要点

中广核矿业作为东亚唯一的纯铀业上市公司，是中广核集团海外铀资源开发与投融资的唯一平台，具备稀缺性和战略地位。公司通过参股哈萨克斯坦优质铀矿，构建了低成本、稳定供应的资源体系，并依托“自产+国际贸易”双轮驱动，形成稳健且具备弹性的盈利模式。背靠中广核集团，公司在资源获取、项目协同及下游消纳方面具备天然优势。中长期来看，全球核电复兴趋势明确，SMR（小型模块堆）推广加快，天然铀供需缺口持续扩大，铀价中枢有望上行，公司作为天然铀赛道的核心标的，有望持续受益，具备显著的中长期配置价值。

核心风险提示

铀价波动风险、海外资源政策与运营风险、客户集中度较高风险

内容目录

1. 中广核矿业：依托集团优势，构建全球铀资源版图	5
1.1. 东亚唯一纯铀业上市公司，稳步拓展全球布局	5
1.2. 商业模式具备特殊性，重识公司的价值逻辑	6
1.3. 背靠中广核集团，资源与市场双重优势	10
2. 盈利预测与评级	13
2.1. 盈利预测	13
2.2. 公司估值	16
3. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司发展历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 12 月 31 日)	6
图表 3: 公司业务模式	7
图表 4: 公司营业收入情况	7
图表 5: 公司收入结构 (百万港币)	7
图表 6: 公司扣非归母净利润情况	8
图表 7: 公司权益投资收益与营业利润 (百万港币)	8
图表 8: 谢公司+奥公司贡献主要利润 (百万港币)	8
图表 9: 公司经营性现金流情况 (百万港币)	9
图表 10: 公司投资性现金流情况 (百万港币)	9
图表 11: 谢公司+奥公司分红贡献公司主要投资性现金流 (百万港币)	9
图表 12: 公司毛利率与净利率情况	10
图表 13: 公司资产负债率情况	10
图表 14: 公司股价复盘	10
图表 15: 公司参股哈萨克斯坦铀矿主要情况(截至 2024 年 12 月 31 日)	11
图表 16: 公司参股铀矿成本情况 (美元/lbU3O8)	11
图表 17: 公司参股矿山产量情况 (tU)	11
图表 18: 2023 年全球在产矿山成本曲线	12
图表 19: 中广核集团在运及在建核电机组情况	12
图表 20: 2023 年至今铀现货价格与 BP 变化情况	13
图表 21: 公司国际贸易板块业务关键假设	14
图表 22: 公司自产贸易关键假设情况	14
图表 23: 谢公司铀矿关键假设表	15
图表 24: 奥公司铀矿关键假设表	15
图表 25: 2025 年公司业绩敏感性测算	16
图表 26: 2026 年公司业绩敏感性测算	16
图表 27: 可比公司估值表	17

1. 中广核矿业：依托集团优势，构建全球铀资源版图

1.1. 东亚唯一纯铀业上市公司，稳步拓展全球布局

中广核矿业是中广核集团旗下海外铀资源开发的投、融资的唯一平台，同时也是东亚唯一的纯铀业上市公司，主要业务为核能企业使用的天然铀资源的开发与贸易。公司前身为维奥集团控股有限公司，2011年，中国广核集团通过其子公司中国铀业发展有限公司收购了维奥集团控股有限公司，成为其控股股东，公司更名为中广核矿业有限公司，于香港上市。自上市以来，公司积极拓展国际业务，提升资源储备。2015年，公司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，正式成为一家主业清晰的铀资源开发和贸易公司。2021年，收购哈萨克斯坦奥尔特塔雷克公司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：公司发展历史沿革



资料来源：公司官网、华源证券研究所

公司背靠中国第一、全球第三大的核电集团中广核集团。截至2024年12月31日，中广核集团直接与间接控制公司56.87%的股份。公司通过中广核矿业英国公司持有49%奥公司的股权，通过北京中哈铀资源有限公司持有49%的谢公司股权，获得谢矿、伊矿、中矿、扎矿的包销权。

图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）

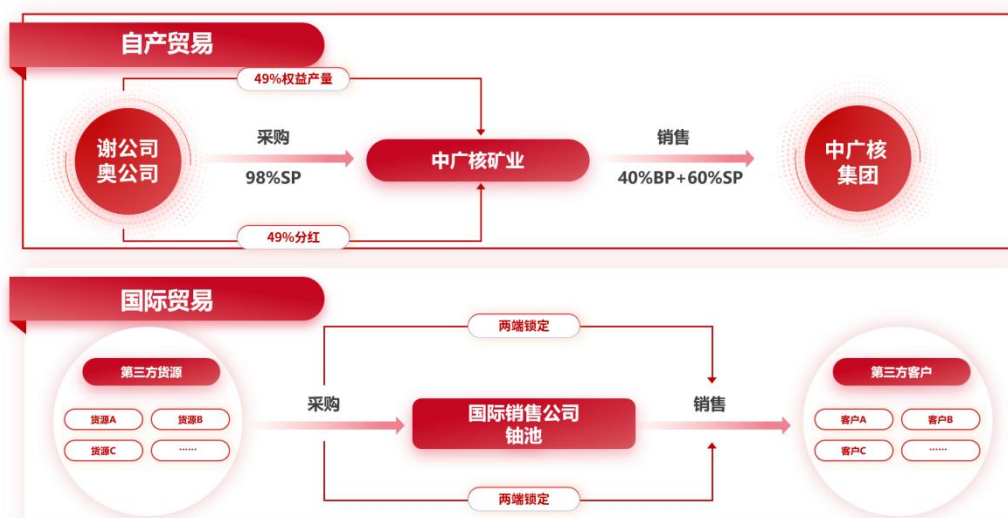


资料来源：wind、公司推介材料、华源证券研究所

1.2. 商业模式具备特殊性，重识公司的价值逻辑

公司的业务模式主要分为自产贸易和国际贸易两大部分，国际贸易板块稳定赚取差价，自产贸易既保证稳定供应链，又保证了享有一定价格弹性：1）自产贸易：公司通过持股谢公司和奥公司，享有 49% 的权益产量。2023~2025 年公司从谢公司与奥公司按照 98%SP（现货价格）的价格采购铀产品，并以 40%BP（基准价格）+60%SP 的定价机制销售给中广核集团，同时享有谢公司与奥公司 49% 的分红。2）国际贸易：公司通过国际销售公司进行两端锁定贸易模式。一方面，公司从第三方供应商采购不同货源的铀产品，另一方面，将这些产品销售给第三方客户。该模式依托国际市场采购和销售，以灵活的贸易策略保持市场竞争力。

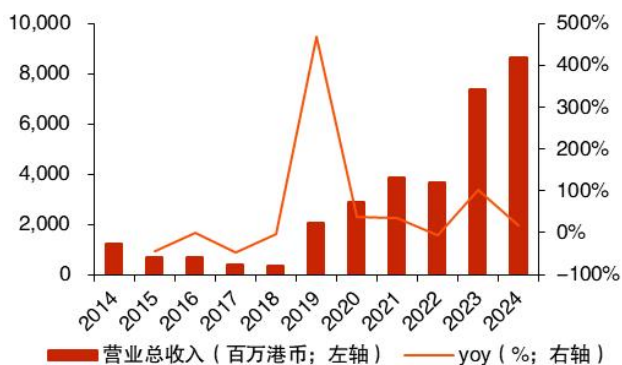
图表 3：公司业务模式



资料来源：公司推介材料、华源证券研究所

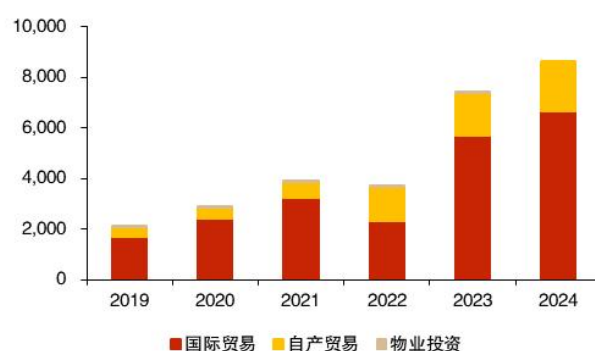
收入端，公司营收主要由国际贸易和自产贸易两部分贡献。2019 年公司收购中广核国际产品销售有限公司 100%股权，营收规模大幅提升，同时 2019 年开始铀价逐步上升，带动公司总体营收稳步增长。2024 年公司实现营业总收入 86.24 亿港元，同比增长 17%，主要受益于天然铀价格上涨带动公司国际贸易与自产贸易收入增长。

图表 4：公司营业收入情况



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 5：公司收入结构（百万港币）

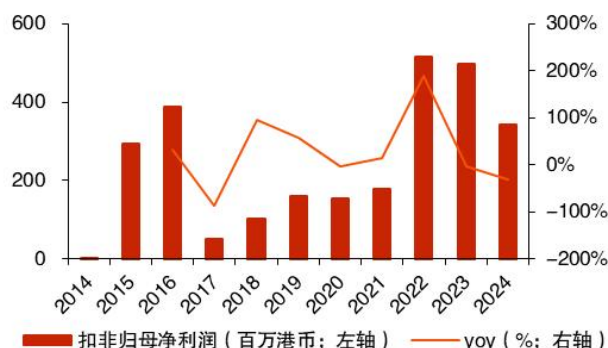


资料来源：公司公告、华源证券研究所

利润端，国际贸易贡献稳定利润，自产贸易与权益投资收益具备一定弹性，核心利润由权益投资贡献。公司营业利润来自于天然铀贸易利润，其中国际贸易部分相对稳定，锁定价差，稳定贡献利润，自产贸易部分的盈利受天然铀价格波动影响较大。公司当下净利润主要来源于谢公司和奥公司的权益性投资损益。2024 年公司实现归母净利润 3.42 亿港元，2024 年公司归母净利润下滑的主要原因在于分红预提税税率的提升、补缴以前年度的分红预提税

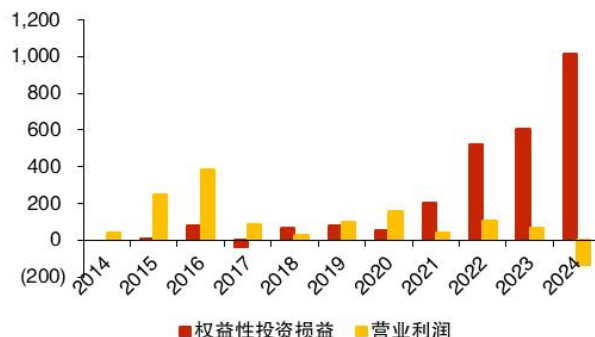
导致公司所得税费用上升，以及 Fission 终止经营损失导致。2024 年公司权益性投资收益为 10.16 亿港元，其中谢公司贡献净利润 3.99 亿港元，奥公司贡献净利润 6.17 亿港元。

图表 6：公司扣非归母净利润情况



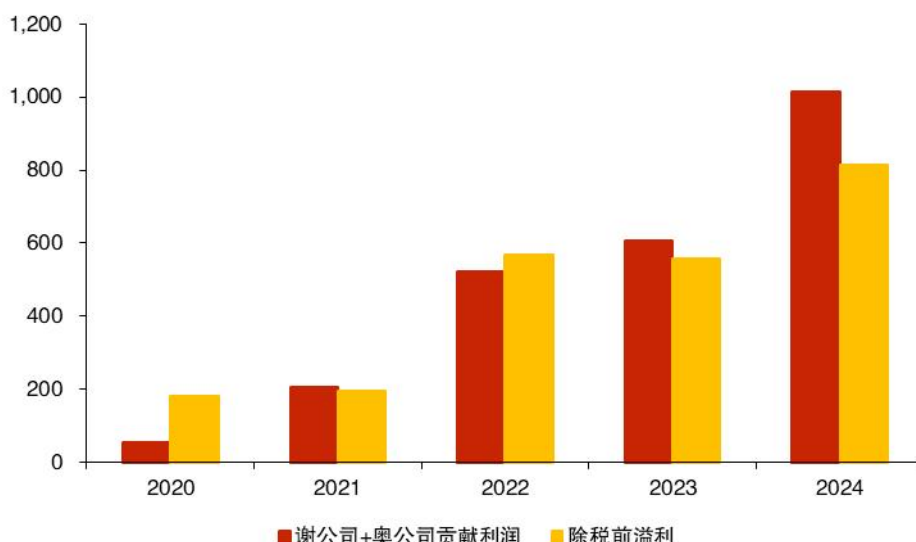
资料来源：wind、华源证券研究所

图表 7：公司权益投资收益与营业利润 (百万港币)



资料来源：wind、华源证券研究所

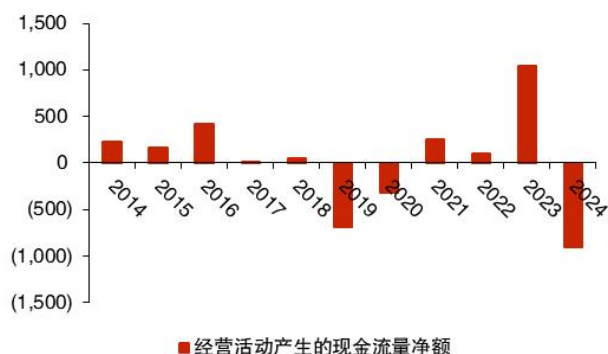
图表 8：谢公司+奥公司贡献主要利润 (百万港币)



资料来源：公司公告、华源证券研究所

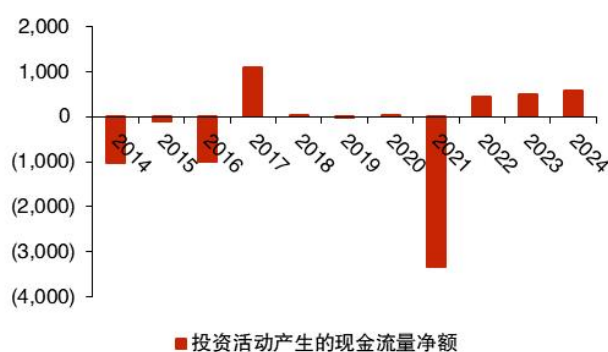
现金流量端，中广核矿业的经营模式具有显著特殊性，单一以经营性现金流衡量其经营质量可能导致误判其真实价值。作为一家专注天然铀资源开发与国际贸易的企业，其核心资产布局在哈萨克斯坦等海外资源型项目，相关企业多数以合营或联营方式运作，利润主要通过股权投资收益和分红回流体现，而非体现在母公司的经营性现金流中。2024 年，公司经营性现金流因库存增加而转负，但同期来自合营与联营公司的现金分红高达 5.2 亿港元，投资活动现金净流入稳健，体现了其强劲的资产变现能力与稳固的资源控制优势。2024 年公司经营性现金流为-9.03 亿港币，投资性现金流为 5.77 亿港币，经营活动现金流或无法反映公司实际价值，2024 年公司虽然实现 3.42 亿港币的净利润，但是主要利润由权益性投资收益带来，2024 年公司权益性投资收益为 10.16 亿港元，营业利润为-1.38 亿港元。

图表 9：公司经营性现金流情况（百万港币）



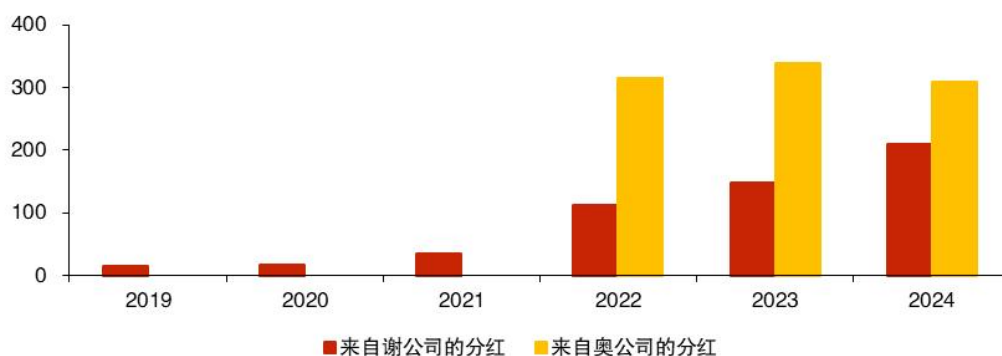
资料来源：wind、华源证券研究所

图表 10：公司投资性现金流情况（百万港币）



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 11：谢公司+奥公司分红贡献公司主要投资性现金流（百万港币）

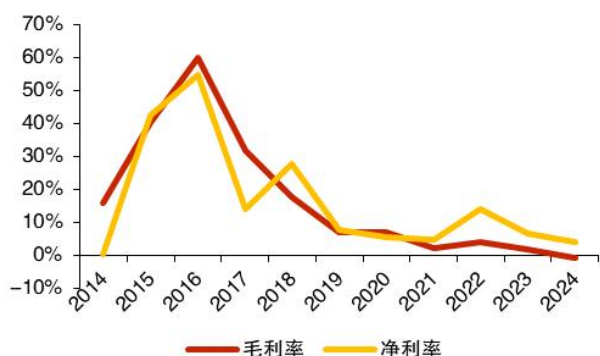


资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司近两年经营性现金流波动较大，核心原因或在于存货的变动，2024 年市场天然铀采购需求上升，2024 年存货同比大幅增加 1461 百万港元（2023 年同比减少 1351 百万港元），显著拉低经营现金流。

公司贸易业务毛利率相对较低。2024 年公司销售毛利率下降至-0.8%，其中国际贸易业务价差收窄，毛利率下滑 1.3pct 至 1.2%，自产贸易业务由于现货价格指数高于基准价格，导致产生亏损。2019 年开始公司陆续并购中广核国际产品销售有限公司与奥公司，导致公司资产负债率大幅上升，近两年公司陆续优化资本结构，2024 年公司资产负债率为 50%。

图表 12：公司毛利率与净利率情况



资料来源：wind、华源证券研究所

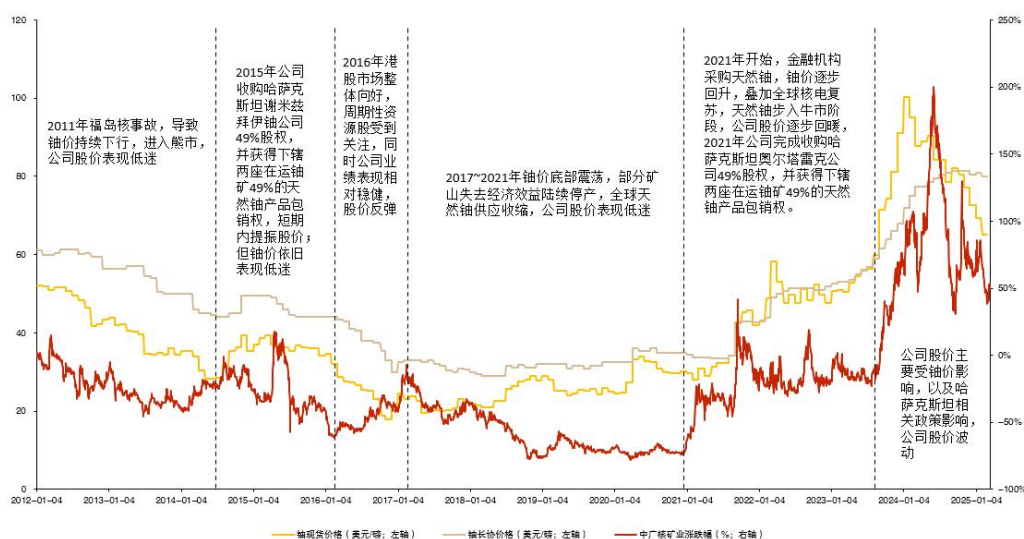
图表 13：公司资产负债率情况



资料来源：wind、华源证券研究所

公司股价与铀价强相关，科技公司青睐核电，导致铀板块公司估值提升，股价与铀价分化。2011 年福岛核事故导致铀价暴跌，公司股价也随之大幅下滑并长期低迷。2015 年，公司通过收购扩展资源储备，但铀价依旧疲软，对股价支撑有限。2016 年，虽然铀价持续下跌，但市场对核电复苏的预期增强，公司股价出现阶段性反弹。2017-2021 年，铀价震荡筑底，公司整体股价保持低位震荡。2021 年起，金融机构和市场对铀的关注度大幅上升，铀价进入上行周期，推动公司股价飙升。2023 年后，铀价和公司股价均经历了一轮调整。整体来看，公司股价的走势主要受铀价波动、市场预期以及公司业务扩张情况影响。

图表 14：公司股价复盘



资料来源：wind、华源证券研究所

1.3. 背靠中广核集团，资源与市场双重优势

截至 2024 年年底公司总权益资源量为 34000tU，在哈铀矿稳定供应至 2030 年后。公司在哈萨克斯坦参股四座铀矿——谢矿、伊矿、中矿和扎矿，总资源量合计超过 50000tU，其中中矿单体资源量最大，超过 20000tU。尽管平均品位相对较低（0.03%~0.06%），但由于主要采用原地浸出法（ISR）开采，具备较强的成本控制优势。矿山预计封矿时间多集中在 2030~2040 年之间，底土合同期限亦延续至相应年份左右，为公司长期稳定供矿奠定坚实基础。

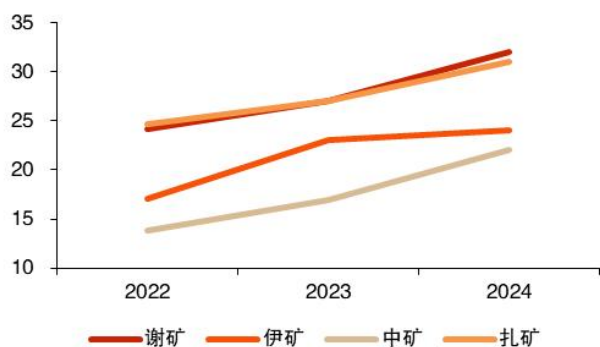
图表 15：公司参股哈萨克斯坦铀矿主要情况(截至 2024 年 12 月 31 日)

矿山	平均品位（%）	资源量（'000tU）	储量（'000tU）	预计矿山枯竭时间	底土合同到期日
谢矿	0.06	5.3	5.3	2036	2031/6/2
伊矿	0.04	12.7	2.4	2029	2030/7/14
中矿	0.03	20.9	16.6	2033	2033/7/8
扎矿	0.03	14	14	2042	2041/12/14

资料来源：公司公告、华源证券研究所

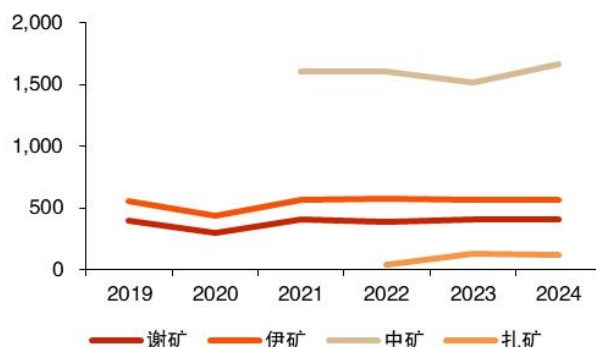
公司在哈萨克斯坦的铀矿项目具备一定成本优势，依托当地世界领先的 ISR（原地浸出）开采技术，单位开采成本远低于全球平均水平，使其具备较强的抗铀价周期波动能力。近年来公司在哈萨克斯坦参股矿山的生产成本基本位于 20~30 美元/磅 U₃O₈，处于全球天然铀成本曲线左侧。

图表 16：公司参股铀矿成本情况（美元/lbU₃O₈）



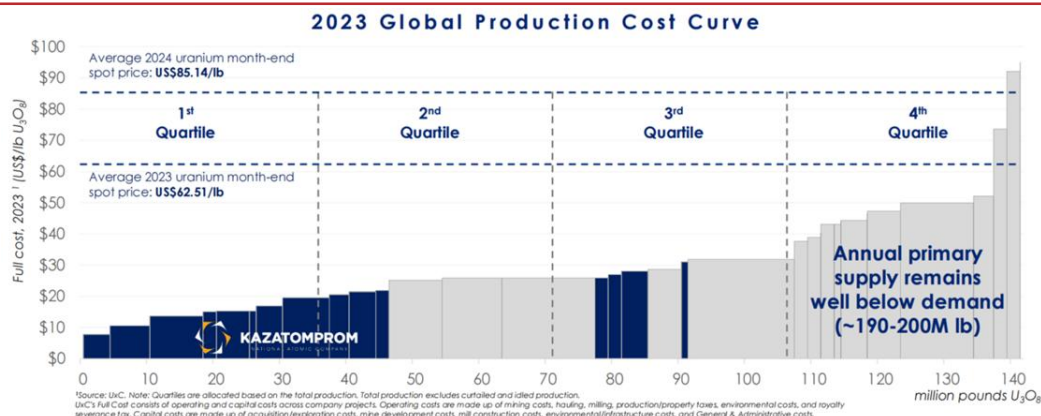
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 17：公司参股矿山产量情况（tU）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

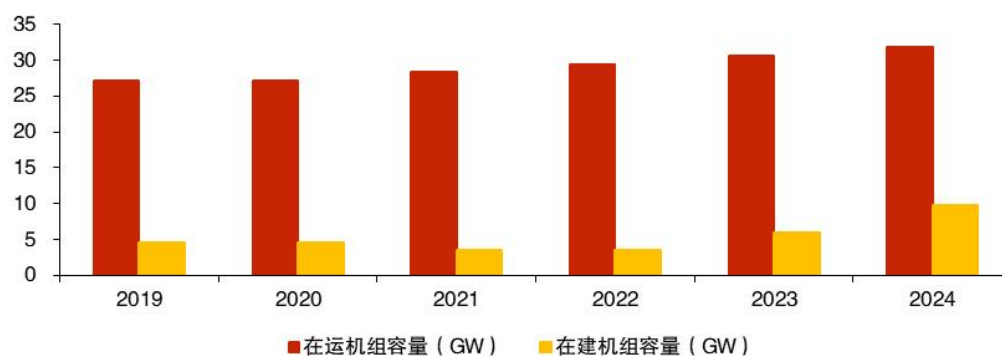
图表 18：2023 年全球在产矿山成本曲线



资料来源：KAP 公告、华源证券研究所

公司背靠中广核集团，集团作为中国核电发展的核心力量之一，掌控庞大的在运及在建核电机组，对天然铀有长期、稳定的采购需求，为公司铀产品提供了稳定的销路。此外，借助集团在国内外核能布局中的战略地位，公司在全球铀资源布局、海外项目谈判及低成本采购方面也具备独特优势。这种“上游资源+下游消纳+国家支持”的一体化体系，显著增强了中广核矿业的抗周期能力和长期成长潜力。截至 2024 年年底，中广核集团在运核电机组规模为 31.8GW，在建规模为 9.74GW，我们按照单耗 170tU/GW 计算，中广核集团存量核电站天然铀需求约为 5400tU，远超中广核矿业目前自产贸易规模（2024 年权益产量为 1324tU），集团仍需从外部采购。

图表 19：中广核集团在运及在建核电机组情况

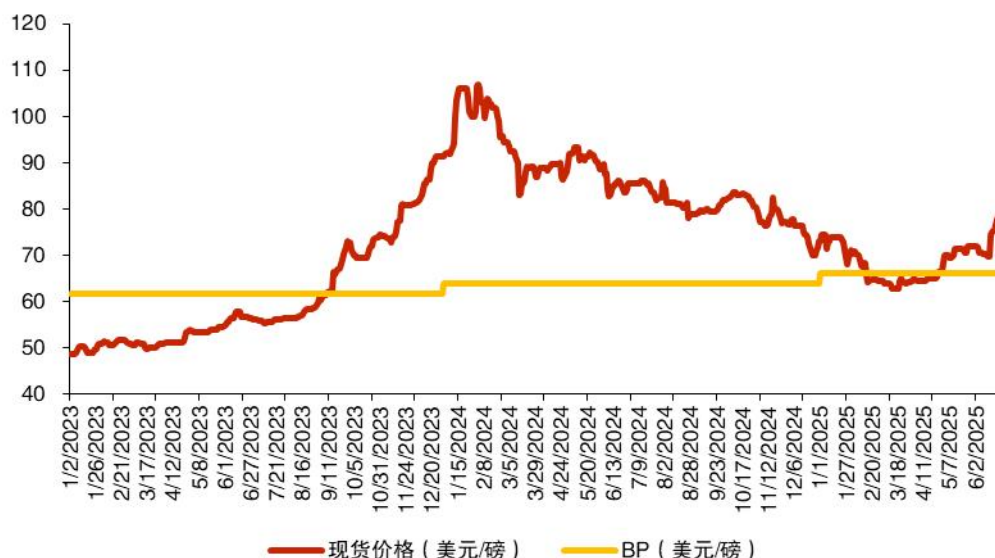


资料来源：中广核电力公告、华源证券研究所

新销售协议抬升利润中枢，定价机制中现货价格占比提升，更加市场化。2025 年 6 月公司发布与中广核铀业订立的最新销售框架协议，2026~2028 年公司最新的定价机制为 30%BP*每年递增系数+70%SP，2026 年 BP 定为 94.22 美元/磅，递增系数为 1.041，意味着 2026/2027/2028 年 BP 分别为 94.22/98.08/102.1 美元/磅。此次协议较 2023~2025 年的定价机制发生明显变化，2023~2025 年的定价机制为 40%*BP+60%SP，2023/2024/2025 年

BP 分别定为 61.78、63.94、66.17 美元/磅，此次 BP 大幅抬升，同时 SP 比例占比由 60% 增加至 70%，更加市场化。

图表 20：2023 年至今铀现货价格与 BP 变化情况



资料来源：SPUT、公司公告、华源证券研究所

湖山铀矿项目中远期具备一定资产注入可能。根据中国一带一路网，湖山铀矿项目是中国在非洲首屈一指的实业投资项目，是中国与非洲经贸合作的标志性工程，2013 年 4 月，湖山铀矿矿建工作正式启动。纳米比亚湖山铀矿，为近十年来非洲乃至世界铀资源勘查领域的重大发现之一，其铀资源储量位列世界第三，资源总量达 28.6 万吨八氧化三铀。湖山铀矿由 CGNGU（中广核国际铀产品销售公司）独家代理，年产能达 5700tU，为公司稳定贡献国际贸易相关收入。2024 年中广核铀业斯科公司总经理邱斌先生被任命为中广核矿业副总裁，2025 年 4 月调任为公司首席执行官，中广核矿业作为中广核集团旗下海外铀资源开发的投、融资的唯一平台，未来湖山铀矿或将具备资产注入的可能性。

2. 盈利预测与评级

2.1. 盈利预测

国际贸易部分：2021~2024 年，公司国际贸易板块业务维持稳定价差，贸易规模维持在 5000tU 上下，我们假设 2025/2026/2027 年单位销售价格分别为 70/80/95 US\$/lb U3O8；单位毛利分别为 1.2/1.2/1.2 US\$/lb U3O8；销量分别为 13/13/13 mlbs U3O8。

图表 21：公司国际贸易板块业务关键假设

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港币）	3245	2304	5672	6667	7143.5	8164	9694.75
销售成本（百万港币）	3145.2	2214.6	5528.5	6585.4	7021.0	8041.5	9572.3
毛利（百万港币）	99.8	89.8	143.5	81.6	122.5	122.5	122.5
毛利率	3.1%	3.9%	2.5%	1.2%	1.7%	1.5%	1.3%
销量（tU）	5314.3	3055	5670	4593	5000	5000	5000
销量（mlbs U3O8）	13.8	7.9	14.7	11.9	13.0	13.0	13.0
平均销售价格（US\$/lb U3O8）	30.29	37.41	49.62	71.99	70	80	95
平均销售成本（US\$/lb U3O8）	29.37	35.97	48.38	71.12	68.8	78.8	93.8
单位毛利（US\$/lb U3O8）	0.92	1.44	1.24	0.87	1.2	1.2	1.2

资料来源：公司公告、华源证券研究所 注：毛利数据涉及汇率转换，我们按照 1 美元=7.85 港元测算

自产贸易部分：我们认为随着天然铀供需格局的扭转，铀价有望逐步上行，我们假设 2025/2026/2027 年的 SP 为 70/85/95 US\$/lb U3O8，销售成本为 0.98*SP。销量端，我们根据四座矿山的预期产量，假设 2025/2026/2027 年谢矿产量分别为 406.5/400/400tU，伊矿产量分别为 570/420/400tU；中矿、扎矿产能逐步扩张，假设中矿产量分别为 1700/1850/2000tU、扎矿产量分别为 200/250/500tU，由此对应公司权益销量分别为 1409.3/1430.8/1617.0tU。

图表 22：公司自产贸易关键假设情况

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港币）	611	1341	1688	1957	1969	2563	3166
销售成本（百万港币）	620.4	1287.1	1700.7	2109.4	1973	2433	3073
毛利（百万港币）	-9.3	53.9	-12.7	-152.1	-4	130	93
毛利率	-1.5%	4.0%	-0.8%	-7.8%	-0.2%	5.1%	2.9%
销量（tU）	762	1321	1299	1294.0	1409	1431	1617
销量（mlbs U3O8）	2.0	3.4	3.4	3.4	4	4	4
平均销售价格（US\$/lb U3O8）	39.8	50.4	64.4	75.04	68	88	96
平均销售成本（US\$/lb U3O8）	40.4	48.4	64.9	80.8	69	83	93
单位毛利（US\$/lb U3O8）	-0.6	2.0	-0.5	-5.8	0	4	3
BP（基价；US\$/lb U3O8）				64	66.2	94.2	98.1
SP（交付日现货指数平均值；US\$/lb U3O8）				82.4	70.0	85.0	95.0
40%BP+60%SP(US\$/lb U3O8)				75.04	68.5	87.8	95.9

资料来源：公司公告、华源证券研究所

根据公司前文分析，公司归母净利润主要由其权益投资收益贡献，主要来自于谢公司和奥公司。

谢公司：根据前文对于谢矿和伊矿的产量假设，对应谢公司 2025/2026/2027 年合计产量分别为 976.2/820/800 tU；售价按照 0.98*SP 计算，对应公司平均售价分别为 68.6/83.3/93.1 US\$/lb U3O8；单位生产成本（扣除所得税支出）我们假设 2025/2026/2027 年分别同比增长 2%/2%/3%，单位所得税支出我们按照 20%进行测算，由此测算得出单位总成本分别为 40.2/43.7/46.4 US\$/lb U3O8。

图表 23：谢公司铀矿关键假设表

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
谢矿产量 (tU)	407	385	407	406.5	406.5	400.0	400.0
伊矿产量 (tU)	568	574	569	569.7	569.7	420.0	400.0
合计产量 (tU)	975	959	976	976.2	976.2	820.0	800.0
合计产量 (mlbs U3O8)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.1	2.1
营业收入 (百万港币)	743.9	946.4	1213.2	1605.1	1366.8	1394.1	1520.1
谢公司净利润 (百万港币)	283.7	426.5	556.6	815.7	566.0	663.4	762.0
谢公司净利润—49%	139	209	272.7	399.7	277.3	325.1	373.4
所得税支出 (百万港币)	72.3	106.1	145.8	142.9	141.5	165.8	190.5
平均售价 (US\$/lb U3O8)	37.4	48.4	60.9	80.6	68.6	83.3	93.1
单位总成本 (US\$/lb U3O8)	23.1	26.6	33	39.6	40.2	43.7	46.4
yoy		14.8%	24.1%	20.2%	1.5%	8.6%	6.3%
其中：单位成本 (扣除所得税支出) (US\$/lb U3O8)	19.49	21.14	25.64	32.4	33.1	33.8	34.8
yoy		8.4%	21.3%	26.5%	2.0%	2.0%	3.0%
其中：单位所得税支出 (US\$/lb U3O8)	3.64	5.42	7.32	7.2	7.1	9.9	11.7
税率	20.3%	19.9%	20.8%	14.9%	20.0%	20.0%	20.0%
单位净利润 (US\$/lb U3O8)	14.3	21.8	27.9	40.9	28.4	39.6	46.7

资料来源：公司公告、华源证券研究所

奥公司：根据前文对于中矿和扎矿的产量假设，对应奥公司 2025/2026/2027 年合计产量分别为 1900/2100/2500 tU；售价按照 $0.98 \times SP$ 计算，对应公司平均售价分别为 68.6/83.3/93.1 US\$/lb U3O8；单位生产成本（扣除所得税支出）我们假设 2025/2026/2027 年分别同比增长 2%/2%/3%，单位所得税支出我们按照 30%进行测算，由此测算得出单位总成本分别为 45.3/50.2/53.9 US\$/lb U3O8。

图表 24：奥公司铀矿关键假设表

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
--	------	------	------	------	-------	-------	-------

中矿产量 (tU)	1600	1600	1513	1683.7	1700.0	1850.0	2000.0
扎矿产量 (tU)		39	131	120.7	200.0	250.0	500.0
合计产量 (tU)	1600	1639	1644	1804.4	1900.0	2100.0	2500.0
合计产量 (mlbs U3O8)	4.2	4.3	4.3	4.7	4.9	5.5	6.5
营业收入 (百万港币)	595	1602.7	2135.6	2945.3	2660.2	3570.3	4750.4
奥公司净利润 (百万港币)	288.2	582.7	652.9	1258.9	905.3	1420.5	2002.5
奥公司净利润—49%	141	286	320	616.9	443.6	696.0	981.2
所得税支出 (百万港币)	79	235	295	413.6	388.0	608.8	858.2
平均售价 (US\$/lb U3O8)	18.2	47.9	63.6	80.0	68.6	83.3	93.1
单位总成本 (US\$/lb U3O8)	9.4	30.5	44.2	45.8	45.3	50.2	53.9
yoy			44.9%	3.6%	-1.2%	10.8%	7.4%
其中：单位成本 (扣除所得税支出) (US\$/lb U3O8)	6.99	23.46	35.39	34.6	35.3	36.0	37.0
yoy			50.9%	-2.4%	2.0%	2.0%	3.0%
其中：单位所得税支出 (US\$/lb U3O8)	2.41	7.03	8.8	11.2	10.0	14.2	16.8
税率	21.4%	28.8%	31.1%	24.7%	30.0%	30.0%	30.0%
单位净利润 (US\$/lb U3O8)	8.8	17.4	19.5	34.2	23.3	33.1	39.2

资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 25：2025 年公司业绩敏感性测算

单位：美元	-12	-8	-4	中性假设	4	8	12
BP (US\$/lb U3O8)	66	66	66	66	66	66	66
SP (US\$/lb U3O8)	58	62	66	70	74	78	82
40%BP+60%SP (US\$/lb U3O8)	61.3	63.7	66.1	68.5	70.9	73.3	75.7
公司归母净利润 (百万港币)	483.3	513.1	543.0	572.8	602.6	632.4	662.2

资料来源：华源证券研究所测算 注：首行表示 SP 的变动，中性假设为 70 美元，-4 代表 SP 为 66 美元

图表 26：2026 年公司业绩敏感性测算

单位：美元	-12	-8	-4	中性假设	4	8	12
BP (US\$/lb U3O8)	94.2	94.2	94.2	94.2	94.2	94.2	94.2
SP (US\$/lb U3O8)	73	77	81	85	89	93	97
30%BP+70%SP	79.36	82.16	84.96	87.76	90.56	93.36	96.16
公司归母净利润 (百万港币)	822	862	901.8	941.7	981.5	1021.3	1061.2

资料来源：华源证券研究所测算 注：首行表示 SP 的变动，中性假设为 85 美元，-4 代表 SP 为 81 美元

2.2. 公司估值

根据上述关键假设，我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营收 91.1/112.4/128.6 亿港元，同比增长 5.7%/23.3%/14.4%，分别实现归母净利润 5.73/9.42/11.83 亿港元，同比

增长 67.5%/64.4%/25.6%，由于港股、A 股缺少可比标的，我们选取美股铀矿公司 Cameco、Energy Fuels 作为可比公司，2026 年平均 PE 为 29X，公司 2026 年对应 PE 为 18X，低于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE	
		2025/7/10	25E	26E	27E	25E	26E	27E
CCJ.N	卡梅科	70.82	2.12	2.15		33	33	
UUUU.A	ENERGY FUELS	6.51	-0.43	0.25			26	
可比公司平均						33	29	
1164.HK	中广核矿业	2.26	0.08	0.12	0.16	30	18	15

资料来源：wind、yahoo finance，华源证券研究所。注：中广核矿业收盘价、EPS 单位为港元，卡梅科、UUUU 收盘价、EPS 单位为美元，卡梅科、UUUU 盈利预测来自 Yahoo Finance，中广核矿业盈利预测来自华源证券研究所

3. 风险提示

铀价波动风险：公司自产业务与铀现货价格挂钩明显，若全球铀价出现大幅波动，将直接影响公司盈利水平与投资回报。

海外资源政策与运营风险：公司核心资源位于哈萨克斯坦，受当地政策、税收、外汇管制及地缘政治等因素影响较大，可能对公司原料供应和投资收益产生不确定性。

客户集中度较高风险：公司下游主要客户为中广核集团，客户集中度较高，若集团采购策略发生变化，或相关核电项目进展不及预期，可能对公司业务产生一定影响。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：港币(百万)					单位：港币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,624	9,113	11,237	12,861	货币资金	1,154	995	2,032	3,018
增长率	17.1%	5.7%	23.3%	14.4%	应收款项	128	158	189	210
营业成本	8,690	8,994	10,984	12,645	存货	2,158	2,249	2,594	2,810
%销售收入	100.8%	98.7%	97.7%	98.3%	其他流动资产	0	0	0	0
毛利	-66	119	253	216	流动资产	3,440	3,401	4,814	6,038
%销售收入	-0.8%	1.3%	2.3%	1.7%	权益性投资	4,040	4,140	4,240	4,340
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1	1	1	2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	5	4	4	4
销售费用	15	16	19	22	非流动资产	4,402	4,502	4,603	4,703
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	资产总计	7,842	7,903	9,417	10,741
管理费用	57	59	67	77	应付款项	767	750	915	1,054
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	短期借款	2,916	1,416	816	2,316
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	50	64	79	90
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	3,732	2,229	1,810	3,460
财务费用	122	90	80	80	长期债务	0	1,000	2,000	500
%销售收入	1.4%	1.0%	0.7%	0.6%	其他长期负债	188	188	188	188
息税前利润 (EBIT)	936	764	1,187	1,471	非流动负债	188	1,188	2,188	688
%销售收入	10.9%	8.4%	10.6%	11.4%	负债总计	3,921	3,418	3,998	4,148
投资收益	1,016	721	1,021	1,355	归属母公司股东权益	3,922	4,486	5,419	6,593
%税前利润	124.8%	107.0%	92.2%	97.4%	少数股东权益	0	0	0	0
除税前利润	814	674	1,108	1,391	负债股东权益合计	7,842	7,903	9,417	10,741
利润率	9.4%	7.4%	9.9%	10.8%	比率分析				
所得税	287	101	166	209		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	35.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	527	573	942	1,183	每股收益	0.05	0.08	0.12	0.16
少数股东损益	0	0	0	0	每股净资产	0.52	0.59	0.71	0.87
归属于母公司的净利润	342	573	942	1,183	每股经营现金净流	-0.12	-0.02	-0.02	-0.02
增长率	-31.2%	67.5%	64.4%	25.6%	每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00
净利率	4.0%	6.3%	8.4%	9.2%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	8.72%	12.77%	17.38%	17.94%
单位：港币(百万)					总资产收益率	4.36%	7.25%	10.00%	11.01%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	8.86%	9.41%	12.26%	13.29%
净利润	342	573	942	1,183	增长率				
少数股东损益	0	0	0	0	营业收入增长率	17.13%	5.67%	23.31%	14.45%
营运资金变动	-740	-123	-195	-88	EBIT增长率	39.09%	-18.38%	55.43%	23.90%
其他变动	-505	-618	-930	-1,253	净利润增长率	-31.20%	67.49%	64.39%	25.61%
经营活动现金流量净额	-903	-169	-184	-158	总资产增长率	16.18%	0.78%	19.15%	14.06%
资本开支	0	-1	-1	-1	资产管理能力				
投资	25	-100	-100	-100	应收账款周转天数	10.5	2.6	2.7	2.8
其他	552	721	1,021	1,355	存货周转天数	59.1	88.2	79.3	76.9
投资活动现金流量净额	577	620	920	1,253	应付账款周转天数	24.9	30.3	27.3	28.0
股权募资	0	0	0	0	固定资产周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
债权募资	618	-500	400	0	偿债能力				
其他	-146	-102	-90	-100	流动比率	0.92	1.53	2.66	1.75
筹资活动现金流量净额	471	-602	310	-100	速动比率	0.34	0.52	1.23	0.93
现金净变动	137	-159	1,037	986	净负债/股东权益	44.93%	31.68%	14.47%	-3.06%
					EBIT利息保障倍数	7.7	7.5	13.2	14.7
					资产负债率	49.99%	43.24%	42.46%	38.62%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。