

2025 年 08 月 29 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

郑嘉伟
SAC: S1350523120001
zhengjiawei@huayuanstock.com
于炳麟
SAC: S1350524060002
yubinglin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 27 日

收盘价（港元） 2.68
一年内最高/最低（港元） 2.87/1.19
总市值（百万港元） 20,369.83
流通市值（百万港元） 20,369.83
资产负债率（%） 54.88

资料来源：聚源数据

中广核矿业(01164.HK)

——1H25 年铀市波动加剧，成本上升叠加低价合约交付压制公司业绩

投资要点：

- **公司发布 2025 年中期业绩，业绩略低于预期。**2025 年上半年公司实现营业收入 17.09 亿港元，同比下降 58%；实现归母净利润-0.68 亿港元，同比下降 160%，公司上半年亏损的主要原因是：1）受天然铀国际贸易合约价格大幅波动、叠加存货按加权平均成本法核算的影响，公司旗下中广核国际销售公司的天然铀销售业务中的单位销售成本高于当期执行的单位销售价格，进而导致公司天然铀贸易毛利较 2024 年同期下降；2）上半年天然铀价格回落，公司投资收益下降。
- **1H25 年矿山运营成本显著上升。**硫酸等原材料价格同比上涨 24%，叠加哈萨克斯坦地下资源使用税由 6%提升至 9%，推升单位成本，此外，谢公司产量下降，导致单位摊销成本增加，由于通胀原因，人工成本同比增加 5%，导致 1H25 年公司旗下矿山销售成本同比增长 6%，达到 27.9 美元/磅。1H25 年，天然铀价格下滑导致公司投资收益同比下降 31%。
- **2025 年上半年，全球天然铀市场延续波动格局。**现货市场方面，核电业主采购意愿明显增强，采购量占总现货交易量的比例由 2024 年的 16%提升至约 35%，带动现货交易量同比增长 24%。长贸市场则受到宏观经济不确定性与贸易政策调整影响，签约节奏放缓，业主更关注下游燃料加工和供应链安全。政策层面，美国、法国、英国等主要核电国家加快核电产业链布局，尤其是美国推出多项核能行政令，强调重建铀供应链、扩建燃料产能，并推动退役机组重启。整体来看，供需关系在上半年处于紧平衡状态，我们认为短期价格受产量变动与采购节奏驱动，但长期逻辑仍由核电扩张和全球能源结构转型所支撑。
- **龙头主动减产+九月 WNA 世界核能研讨会有望推动铀价回暖。**近期 KAP 公布 2026 年生产战略，将主动减产。公司计划 2026 年在名义产量 32777 吨 U3O8（约 8500 万磅 U3O8）的基础上削减约 10%，产量将降至 29697 吨（约 7700 万磅）U3O8。这一调整主要来自 JV Budenovskoye 项目的产能下调。我们认为全球核能扩张趋势明确，Kazatomprom 等龙头的减产举措有助于巩固供需格局并托底铀价。值得关注的是，即将召开的世界核能研讨会或将成为行业重要催化剂，市场可能借此契机重新聚焦于核能在能源转型中的战略地位，以及铀资源在未来十年供给缺口中的稀缺价值。
- **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，由于上半年国际贸易业务产生亏损，我们下调公司 2025/2026/2027 归母净利润至 3.82/9.39/11.81 亿港元（前值为 5.73/9.42/11.83 亿港元），同比增长 11.7%/145.9%/25.7%，公司 2026 年对应 PE 为 22X，维持“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）	7,363.12	8,624.27	9,112.95	11,237.25	12,860.56
同比增长率（%）	101.8%	17.1%	5.7%	23.3%	14.4%
归母净利润（百万港元）	497.10	341.98	381.94	939.34	1,180.87
同比增长率（%）	-3.5%	-31.2%	11.7%	145.9%	25.7%
每股收益（港元/股）	0.07	0.05	0.05	0.12	0.16
ROE（%）	12.8%	8.7%	8.9%	17.9%	18.4%
市盈率（P/E）	26.30	36.22	53.33	21.69	17.25

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					单位: 港币(百万)					资产负债表					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	731	1,812	2,805										
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	9,219	10,984	12,645	存货	2,158	2,305	2,594	2,810										
%销售收入	100.8%	101.2%	97.7%	98.3%	其他流动资产	0	0	0	0										
毛利	-66	-106	253	216	流动资产	3,440	3,194	4,594	5,825										
%销售收入	-0.8%	-1.2%	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	7,696	9,197	10,528										
管理费用	57	59	67	77	应付款项	767	768	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	2,248	1,810	3,460										
财务费用	122	90	82	82	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	144	144	144										
息税前利润 (EBIT)	936	539	1,187	1,471	非流动负债	188	1,144	2,144	644										
%销售收入	10.9%	5.9%	10.6%	11.4%	负债总计	3,921	3,392	3,954	4,104										
投资收益	1,016	721	1,021	1,355	归属母公司股东权益	3,922	4,304	5,243	6,424										
%税前利润	124.8%	160.4%	92.4%	97.5%	少数股东权益	0	0	0	0										
除税前利润	814	449	1,105	1,389	负债股东权益合计	7,842	7,696	9,197	10,528										
利润率	9.4%	4.9%	9.8%	10.8%															
所得税	287	67	166	208	比率分析														
所得税率	35.3%	15.0%	15.0%	15.0%		2024A	2025E	2026E	2027E										
净利润 (含少数股东损益)	527	382	939	1,181	每股指标														
少数股东损益	0	0	0	0	每股收益	0.05	0.05	0.12	0.16										
归属于母公司的净利润	342	382	939	1,181	每股净资产	0.52	0.57	0.69	0.85										
增长率	-31.2%	11.7%	145.9%	25.7%	每股经营现金净流	-0.12	-0.05	-0.02	-0.02										
净利率	4.0%	4.2%	8.4%	9.2%	每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00										
					回报率														
					净资产收益率	8.72%	8.87%	17.92%	18.38%										
					总资产收益率	4.36%	4.96%	10.21%	11.22%										
					投入资本收益率	8.86%	6.82%	12.52%	13.53%										
现金流量表					增长率														
	2024A	2025E	2026E	2027E	营业收入增长率	17.13%	5.67%	23.31%	14.45%										
净利润	342	382	939	1,181	EBIT增长率	39.09%	-42.37%	120.12%	23.90%										
少数股东损益	0	0	0	0	净利润增长率	-31.20%	11.68%	145.94%	25.71%										
营运资金变动	-740	-161	-158	-88	总资产增长率	16.18%	-1.87%	19.51%	14.47%										
其他变动	-505	-618	-930	-1,253	资产管理能力														
经营活动现金流量净额	-903	-397	-149	-160	应收账款周转天数	10.5	2.6	2.7	2.8										
资本开支	0	-1	-1	-1	存货周转天数	59.1	87.1	80.3	76.9										
投资	25	-100	-100	-100	应付账款周转天数	24.9	30.0	27.6	28.0										
其他	552	677	1,021	1,355	固定资产周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0										
投资活动现金流量净额	577	576	920	1,253	偿债能力														
股权募资	0	0	0	0	流动比率	0.92	1.42	2.54	1.68										
债权募资	618	-500	400	0	速动比率	0.34	0.40	1.11	0.87										
其他	-146	-102	-90	-100	净负债/股东权益	44.93%	39.15%	19.15%	0.17%										
筹资活动现金流量净额	471	-602	310	-100	EBIT利息保障倍数	7.7	5.3	13.2	14.7										
现金净变动	137	-423	1,081	993	资产负债率	49.99%	44.08%	42.99%	38.98%										

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）。