

中广核矿业 (01164. HK)

优于大市

存货成本记账方式导致上半年业绩承压，长协落地业绩增长可期

核心观点

存货平均成本高于国际贸易销售价格导致贸易业务亏损扩大，投资收益因铀价下行有所减少。2025年上半年公司实现营业收入 17.09 亿港元，同比减少 58.4%，主要系铀价下行、国际贸易交割量减少所致；实现公司所有人应占亏损 0.68 亿港元，同比下降 159.7%。上半年天然铀现货价格较 2024 年整体下行趋势下，由于公司存货以加权平均成本记账，账面存货加权平均成本高于当期执行的销售合同售价，天然铀贸易业务分部亏损 2.62 亿港元，同比增亏 265.3%；谢、奥公司应占业绩合计 3.06 亿港元，同比减少 30.9%。

铀矿生产符合预期，国际贸易形成价格倒挂。上半年谢、奥公司总采铀量 1351tU，同比增加 1.2%，生产计划完成率 110.3%，平均生产成本为 26.69\$/磅 U_3O_8 ；公司完成包销量 526tU，平均销售价格 71.07\$/磅 U_3O_8 ，平均销售成本 72.85\$/磅 U_3O_8 。由于公司库存按照加权平均成本记账和国际贸易中从供应商接收和向客户交付的交割时间可能不同，公司国际贸易业务形成价格倒挂，单位销售成本为 68-74\$/磅 U_3O_8 ，而所交付合同的单位销售价格为 58-61\$/磅 U_3O_8 ，总计交付 812tU。截至 6 月 30 日，国际销售公司持有天然铀 1569tU，加权平均成本 68.77\$/磅 U_3O_8 ，持有已签订尚未交付的天然铀销售量 4564tU，加权平均售价 80.52\$/磅 U_3O_8 。

上半年天然铀价格下行，看好后续铀价走势。2025 年上半年，国际天然铀现货需求相对温和，价格回落，4 月后有所反弹，整体低于上年水平。供给端由于新矿山项目前期准备时间长，部分铀矿项目面临减产，天然铀供给存在压力；需求端全球核电持续复苏，天然铀需求持续增长。天然铀供需偏紧对铀价形成较强支撑，叠加美联储降息预期加强，铀价有望回归上升通道。

三年新长协落地，长期业绩增长可期。8 月 19 日，公司股东特别大会投票通过了新销售框架，确定定价方案为 30%固定价格+70%现货价格。其中，2026-2028 年固定价格分别为 94.22/98.08/102.10\$/lb U_3O_8 。新长协定价方案下，固定价大幅提高保障了公司业绩增长，同时现货价格占比提高使公司更充分地受益于国际天然铀价格上涨。

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。考虑到上半年国际贸易业务毛利亏损的影响，预计公司 2025-2027 年归母净利润 4.8/9.5/10.9 亿港元（原为 6.3/9.5/11.0 亿港元），同比增速 39%/99%/14.4%，对应当前股价 PE 约为 42.7/21.4/18.7X，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	6,270	9,806	11,709
(+/-%)	101.8%	17.1%	-27.3%	56.4%	19.4%
归母净利润(百万元)	497	342	477	951	1088
(+/-%)	-3.5%	-31.2%	39.4%	99.5%	14.4%
每股收益(元)	0.07	0.04	0.06	0.13	0.14
EBIT Margin	9.0%	10.2%	9.4%	11.7%	11.3%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	8.7%	11.1%	18.8%	18.3%
市盈率 (PE)	41.3	60.0	43.0	21.6	18.9
EV/EBITDA	35.1	27.8	39.6	22.0	17.9
市净率 (PB)	5.29	5.23	4.77	4.05	3.46

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：刘汉轩

010-88005198

liuhuanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

证券分析师：崔佳诚

021-60375416

cujiacheng@guosen.com.cn

S0980525070002

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

2.55 港元

总市值/流通市值

19382/19382 百万港元

52 周最高价/最低价

2.87/1.19 港元

近 3 个月日均成交额

229.83 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) - 新签三年长协业绩增长可期，铀价有望打开上升通道》——2025-06-05

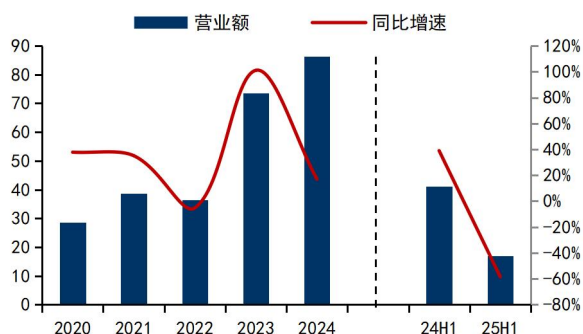
《中广核矿业 (01164. HK) - 分红预提税和公允价值变动致归母盈利下降，天然铀投资收益随铀价增长》——2025-04-07

《中广核矿业 (01164. HK) - 分红预提税政策口径收紧致盈利下降，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

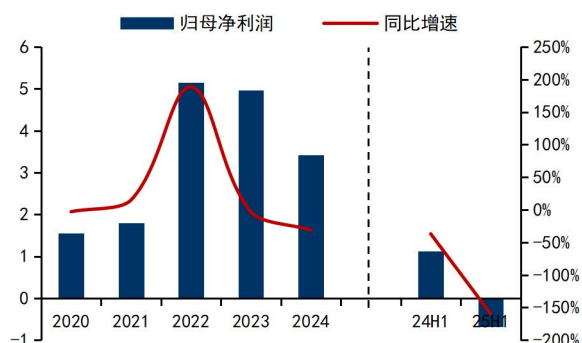
存货平均成本高于国际贸易销售价格导致贸易业务亏损扩大，投资收益因铀价下行有所减少。2025 年上半年公司实现营业收入 17.09 亿港元，同比减少 58.4%，主要系铀价下行、国际贸易交割量减少所致；实现公司所有人应占亏损 0.68 亿元，同比下降 159.7%。上半年天然铀现货价格较 2024 年整体下行趋势下，由于公司存货以加权平均成本记账，账面存货加权平均成本高于当期执行的销售合同售价，天然铀贸易业务分部亏损 2.62 亿港元，同比增亏 265.3%。同时由于天然铀价格回落，谢、奥公司应占业绩合计 3.06 亿港元，同比减少 30.9%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿港元）



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：亿港元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铀矿生产符合预期，国际贸易形成价格倒挂。上半年谢、奥公司总采铀量 1351tU，同比增加 1.2%，生产计划完成率 110.3%，平均生产成本为 26.69\$/磅 U_3O_8 ；公司完成包销量 526tU，平均销售价格为 71.07\$/磅 U_3O_8 ，平均销售成本为 72.85\$/磅 U_3O_8 。由于公司库存按照加权平均成本记账和国际贸易中从供应商接收和向客户交付的交割时间可能不同，上半年天然铀价格整体低于去年的情况下公司国际贸易业务形成价格倒挂，单位销售成本为 68-74\$/磅 U_3O_8 ，而所交付合同的单位销售价格为 58-61\$/磅 U_3O_8 ，总计交付 812tU。截至 6 月 30 日，国际销售公司持有天然铀 1569tU，加权平均成本 68.77\$/磅 U_3O_8 ，持有已签订尚未交付的天然铀销售量 4564tU，加权平均售价 80.52\$/磅 U_3O_8 。

上半年天然铀价格下行，看好后续铀价走势。根据全国地质矿产信息系统，8 月 22 日，铀 (U_3O_8) 收于 74.25 美元/磅。2025 年上半年，国际天然铀现货需求相对温和，价格回落，4 月后有所反弹，整体低于上年水平。市场供需方面，供给端由于新矿山项目投产前期准备时间较长，而部分铀矿项目接近寿期或将减产，2028 年后天然铀供给仍存在较大压力；需求端全球核电持续复苏，捷克、日本等国家大幅上调核电指引，美国发布核能复兴法案，计划到 2050 年核电装机达到 400GW，天然铀需求持续增长。天然铀供需偏紧对铀价形成较强支撑，叠加美联储降息预期加强，下半年铀价有望回归上升通道。

图3: 铀期货价格 (\$/LBS)



资料来源: Trading Economics, 国信证券经济研究所整理

三年新长协落地，长期业绩增长可期。8月19日，公司股东特别大会投票通过了新销售框架，确定定价方案为**30%固定价格+70%现货价格**。其中，2026-2028年固定价格分别为94.22/98.08/102.10\$/lbU₃O₈；现货价格由交付日期最新的TradeTech和UxC所报的每周价格指标算术平均值确定。与上一周期相比，固定价提高超40%，固定价/现货价比例由四六调整为三七。新长协定价方案下，固定价大幅提高保障了公司业绩增长，同时现货价格占比提高使公司更充分地受益于国际天然铀价格上涨。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到上半年国际贸易业务毛利亏损的影响，下调盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润4.8/9.5/10.9亿港元（原为6.3/9.5/11.0亿港元），同比增速39%/99%/14.4%，对应当前股价PE约为42.7/21.4/18.7X，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	24.74	6575	1.20	1.63	1.81	2.01	10.9	15.2	13.7	12.3	23%	0.4		无
3993.HK	洛阳钼业	11.71	2505	0.63	0.78	0.89	0.99	7.8	15.0	13.2	11.8	19%	0.6		无
1818.HK	招金矿业	22.68	803	0.35	0.93	1.12	1.44	23.8	24.4	20.2	15.7	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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2024	2025E	2026E	2027E	2019	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1017	1154	1154	1269	1396	7363	8624	6270	9806	11709
应收款项	500	128	567	887	1059	7231	8690	6234	9469	11377
存货净额	697	2158	1568	4300	3700	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	19	15	11	17	20
流动资产合计	2214	3440	3289	6456	6155	54	58	43	66	79
固定资产	1	1	1	1	1	126	122	34	44	43
无形资产及其他	1	5	4	4	5	606	1016	607	895	1089
投资性房地产	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	4535	4040	3546	3052	2558	19	59	2	2	2
资产总计	6750	7842	7197	9870	9075	559	814	557	1108	1281
短期借款及交易性金融负债	367	2916	2439	4182	2424	0	0	0	0	0
应付款项	446	771	171	259	312	559	814	557	1108	1281
其他流动负债	579	45	32	49	59	62	287	80	157	193
流动负债合计	1391	3732	2643	4490	2795	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1396	0	0	0	0	497	342	477	951	1088
其他长期负债	83	188	251	316	346					
长期负债合计	1479	188	251	316	346	2019	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2870	3921	2894	4806	3141	497	342	477	951	1088
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	3880	3922	4303	5064	5934	2	2	2	2	2
负债和股东权益总计	6750	7842	7197	9870	9075	0	0	0	0	0
						126	122	34	44	43
关键财务与估值指标	2019	2024	2025E	2026E	2027E	1189	(1193)	(399)	(2882)	520
每股收益	0.07	0.04	0.06	0.13	0.14	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.03	0.03	1688	(849)	80	(1928)	1610
每股净资产	0.51	0.52	0.57	0.67	0.78	0	0	(2)	(2)	(2)
ROIC	4%	-5%	-1%	5%	4%	0	0	0	0	0
ROE	13%	9%	11%	19%	18%	(120)	494	492	492	492
毛利率	2%	-1%	1%	3%	3%	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	10%	9%	12%	11%	0	(1396)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	9%	12%	11%	0	0	(95)	(190)	(218)
收入增长	102%	17%	-27%	56%	19%	(604)	3283	(476)	1742	(1757)
净利润增长率	-3%	-31%	39%	99%	14%	(604)	491	(572)	1552	(1975)
资产负债率	43%	50%	40%	49%	35%	965	137	0	115	127
息率	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	1.1%	52	1017	1154	1154	1269
P/E	41.3	60.0	43.0	21.6	18.9	1017	1154	1154	1269	1396
P/B	5.3	5.2	4.8	4.1	3.5	0	(624)	101	(1905)	1643
EV/EBITDA	35	28	40	22	18	0	1185	(404)	(200)	(151)

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

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