

中广核矿业(01164)

报告日期: 2025 年 09 月 13 日

寒冬已尽，破冰向上

——中广核矿业点评报告

投资要点

❑ 公司发布 2025 中报，实现营收 17.09 亿港元，同比下降约 58%，亏损 6800 万港币，同比减少约 160%，公司亏损主因国际贸易业务集中交付过往年份低价合同导致国际贸易利润下降。

❑ 国际贸易拖累业绩，矿山运营稳健

公司旗下国际销售公司上半年集中交付历史低价合同，叠加存货按加权平均成本核算影响，导致上半年单位销售成本高于当期执行的单位销售价格，进而造成国际天然铀贸易毛利下降，拖累上半年公司业绩表现。

资源板块，公司运营稳健，上半年谢公司生产 428 tU，其中谢矿 191 tU、伊矿 237 tU；奥公司生产 923 tU，其中中矿 845 tU、扎矿 78 tU，谢矿、伊矿、中矿、扎矿生产成本分别为 32.49/27.69/25.21/25.47 美元/磅 U_3O_8 。

上半年，公司从谢、奥公司包销 526 tU，实现自产贸易收入 7.54 亿港元，平均售价 71.07 美元/磅 U_3O_8 ，平均销售成本 72.85 美元/磅 U_3O_8 。

❑ 新三年关联交易机制充分保障资源收益

8 月 19 日，2026-2028 年公司与中广核集团关联交易框架获批通过，销售价格 = 30% * 基价 + 70% * 现货指数（2026-2028 年基价分别为 94.22/98.08/102.10 美元/磅，现货指数为交付日 Tradetech 与 UxC 最新现货指数的平均值）。

新三年框架协议相较于 2023-2025 框架协议变化有二：（1）基价比例由 40% 调整为 30%；（2）基价大幅提升（2023-2025 年基价分别为 61.78/63.94/66.17 美元/磅）。

我们认为，基价比例下调有益于公司在本轮铀价周期中享受更充分的售价弹性，同时也有助于平衡公司自产贸易业务业绩表现。更高的基价水平则彰显了集团对本轮铀价周期的乐观判断、对股东权益的维护，将显著保障 2026-2028 年中广核矿业整体业绩表现。

❑ 供给压力未缓解，需求进入兑现期

2023 年以来，伴随铀价快速上涨，全球主要矿山加快了复产节奏，矿山产量从 2022 年的 4.9 万吨增长至 2024 年的 5.8 万吨，供给压力有所缓解，但全球新增铀矿项目依旧乏善可陈，以哈萨克斯坦为代表的当前主力矿区在 2030 年后的退役压力仍存，“新增乏力，存量退出”的供应困局将有效支撑本轮周期铀价中枢上移。

另一方面，经过 5-6 年的建设，中国新增核电需求或将进入实质兑现期。2019-2025 年，中国分别新核准 6/4/5/10/10/11/10 台机组，在建核电规模持续提升，若以 5-7 年为建设周期，则本轮核电周期所拉动的燃料需求有望在 2025-2027 年开始陆续兑现，天然铀需求向上拐点近在眼前。

❑ 展望 2026——拨云见日，破冰重生

天然铀现货价格在 25Q1 触底后，Q2 已明显向上修复（截至报告日，最新现货价为 76.6 美元/磅 U_3O_8 ），但仍与 80 美元/磅 U_3O_8 的长协铀价大幅背离。我们认为，现货铀价在 2024 年末至今的持续低迷主因海外尤其是美国在地缘、经济、贸易政策等方面仍存较大不确定性，进而导致现货市场参与者交易情绪低迷，维持在 80 美元/磅 U_3O_8 的长协价格更能反映天然铀市场真实供需情况。

展望后市，短期因宏观不确定性与消极贸易情绪所致的价格低迷终将伴随情绪回归理性而逐步修复至长协价格附近水准。全球核电复苏的大趋势并未改变，天然铀市场供需趋紧的格局也并未缓解，现货铀价进一步向上修复可期，破冰向上指日可待。

❑ 背靠中广核集团，公司成长大有可为

投资评级：买入(维持)

分析师：沈皓俊

执业证书号：S1230523080011

shenhaojun@stocke.com.cn

研究助理：张轩

zhangxuan01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 HK\$2.70

总市值(百万港元) 20,521.84

总股本(百万股) 7,600.68

股票走势图



相关报告

1 《拨云见日，天然铀长牛仍可期》 2025.04.10

2 《稀缺铀业龙头，受益核电乘势而上》 2024.09.26

公司作为中广核集团旗下专业铀资源开发运营平台，有望跟随集团核电装机规模提升而不断充实自身资源版图，在本轮天然铀上行周期中量价齐升，持续成长。

□ 盈利预测与估值

根据最新签署未来3年新框架协议，结合我们对中期天然铀价格的判断，假设25-27年现货铀价分别为75/85/90美元/磅 U_3O_8 ，预计公司实现归母净利润3.02/9.73/11.76亿港元，EPS分别为0.04/0.13/0.15港币/股，对应PE 68X/21X/17X。我们仍看好长期趋势，公司背靠中广核集团需求稳固，未来成长仍然可期，维持公司买入评级。

□ 风险提示

全球核电需求发展不及预期，天然铀供给超预期释放，铀价大幅波动。

财务摘要

(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8624	4569	7718	8336
(+/-) (%)	17.18%	-47.02%	68.90%	8.00%
归母净利润	342	302	973	1176
(+/-) (%)	-31.20%	-11.73%	222.21%	20.94%
每股收益(港元)	0.05	0.04	0.13	0.15
P/E	36.22	67.98	21.10	17.45

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,440	3,997	5,788	7,492	营业收入	8,624	4,569	7,718	8,336
现金	1,154	3,442	4,896	6,544	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	53	190	268	232	营业成本	8,690	4,909	7,497	8,078
存货	2,158	341	583	673	销售费用	15	9	14	14
其他	75	24	41	43	管理费用	57	27	46	50
非流动资产	4,402	4,402	4,402	4,402	研发费用	0	0	0	0
固定资产	1	1	0	0	财务费用	122	102	64	58
无形资产	5	5	5	5	除税前溢利	814	292	1,097	1,324
其他	4,397	4,397	4,397	4,397	所得税	287	0	124	148
资产总计	7,842	8,399	10,190	11,894	净利润	527	302	973	1,176
流动负债	3,732	4,031	4,600	4,877	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	2,916	3,416	3,616	3,816	归属母公司净利润	342	302	973	1,176
应付账款及票据	767	341	521	561	EBIT	936	395	1,161	1,382
其他	50	274	463	500	EBITDA	938	395	1,161	1,382
非流动负债	188	144	394	644	EPS (港元)	0.05	0.04	0.13	0.15
长期债务	0	0	250	500					
其他	188	144	144	144					
负债合计	3,921	4,175	4,994	5,521	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	76	76	76	76	成长能力				
储备	4,812	5,114	6,086	7,262	营业收入	17.18%	-47.02%	68.90%	8.00%
归属母公司股东权益	3,922	4,224	5,196	6,372	归属母公司净利润	-31.20%	-11.73%	222.21%	20.94%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
股东权益合计	3,922	4,224	5,196	6,372	毛利率	-0.77%	-7.43%	2.86%	3.10%
负债和股东权益	7,842	8,399	10,190	11,894	销售净利率	3.97%	6.61%	12.60%	14.11%
					ROE	8.72%	7.15%	18.72%	18.46%
现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	8.86%	5.33%	11.36%	11.49%
经营活动现金流	(1,805)	1,196	161	190	偿债能力				
净利润	342	302	973	1,176	资产负债率	49.99%	49.71%	49.01%	46.42%
少数股东权益	0	0	0	0	净负债比率	44.93%	-0.61%	-19.82%	-34.96%
折旧摊销	2	0	0	0	流动比率	0.92	0.99	1.26	1.54
营运资金变动及其他	(2,149)	894	(812)	(987)	速动比率	0.34	0.91	1.13	1.40
投资活动现金流	2,337	727	1,000	1,189	营运能力				
资本支出	(1)	0	0	0	总资产周转率	1.18	0.56	0.83	0.75
其他投资	2,338	726	1,000	1,189	应收账款周转率	34.22	37.51	33.67	33.37
筹资活动现金流	(395)	365	293	270	应付账款周转率	14.48	8.86	17.40	14.94
借款增加	(1,230)	500	450	450	每股指标 (港元)				
普通股增加	0	0	0	0	每股收益	0.05	0.04	0.13	0.15
已付股利	(27)	(135)	(157)	(180)	每股经营现金流	-0.24	0.16	0.02	0.02
其他	861	0	0	0	每股净资产	0.52	0.56	0.68	0.84
现金净增加额	137	2,288	1,454	1,648	估值比率				
					P/E	36.22	67.98	21.10	17.45
					P/B	3.16	4.86	3.95	3.22
					EV/EBITDA	15.09	51.95	16.79	13.23

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>