

2025 年 09 月 16 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 短期受铀价回落拖累，长期将受益于定价机制优化

## —中广核矿业（1164.HK）公司事件点评报告 买入（首次）事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

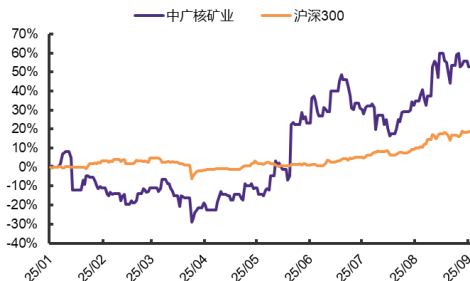
分析师：杜飞 S1050523070001

✉ dufei2@cfsc.com.cn

### 基本数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 当前股价（港元）     | 2.89      |
| 总市值（亿港元）     | 219.7     |
| 总股本（百万股）     | 7,600.7   |
| 流通股本（百万股）    | 7,600.7   |
| 52 周价格范围（港元） | 1.19–2.98 |
| 日均成交额（百万港元）  | 142.8     |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

中广核矿业发布 2025 年半年报：2025 年 H1 实现营业收入 17.09 亿港元，同比-58%；归母净利润-0.68 亿港元，去年同期 1.13 亿港元。

### 投资要点

#### ■ 营收与归母净利润受天然铀价格回落影响较大

财务方面，2025H1 公司营收 17.09 亿港元，归母净利润-0.68 亿港元，较 2024 年同期分别下降 160%和 58%。归母净利润下降的主要原因是：一方面，受天然铀国际贸易合约价格大幅波动，迭加存货按加权平均成本法核算的影响，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；另一方面，受天然铀价格回落影响，公司应占的一间合营企业及一间联营公司业绩较 2024 年同期下降。

营收结构方面，谢公司、奥公司合计销售 526tU 铀产品，同比-6.74%，实现贸易收入约 7.54 亿港元，同比-15.57%，平均销售价格为 71.07 美元每磅  $U_3O_8$ ，同比-9.43%，平均销售成本为 72.85 美元每磅  $U_3O_8$ ，同比-15.69%；中广核国际销售公司交付天然铀 812tU，同比-65.52%，实现销售收入约 9.55 亿港元，同比-69.97%，截止 2025H1，中广核国际销售公司持有天然铀 1569tU，同比+79.31%，加权平均成本为 68.77 美元每磅  $U_3O_8$ ，同比-6.88%；已签订但尚未交付的天然铀销售量 4256tU，同比-7.74%，加权平均售价为 80.52 美元每磅  $U_3O_8$ ，同比+6.69%。

铀价方面，2025 年 H1，天然铀现货价格在 60–80 美元每磅  $U_3O_8$  区间内波动。2025 年 6 月底，UxC 及 TradeTech 公布的天然铀现货指数平均值为 78.50 美元每磅  $U_3O_8$ ，较 2025 年初上涨 4%。2025 年上半年现货价格最高为 80.00 美元每磅  $U_3O_8$ 。长贸价格方面，截止到 6 月底，UxC 及 TradeTech 公布的天然铀长期指数平均值为 80.00 美元每磅  $U_3O_8$ ，与 2025 年初基本持平。

#### ■ 谢奥公司生产均超计划，但仍受累于铀价回落

谢公司经营生产方面，上半年采铀计划 407tU，实际采铀量

428tU，生产计划完成率 105%；其中，谢矿实际采铀 191tU，伊矿实际采铀量 237tU。谢矿和伊矿上半年平均生产成本分别为 32.49 美元每磅  $U_3O_8$  和 27.69 美元每磅  $U_3O_8$ 。报告期内，公司自谢公司收取总共 2.5 亿港元的分红（除税后），而公司应占谢公司业绩为 1.28 亿港元，较 2024 年同期下降 39%。主要原因是天然铀现货价格回落。

奥公司生产经营方面，上半年采铀计划 818tU，实际采铀量 923tU，生产计划完成率 113%；其中，中矿和扎矿实际采铀量分别为 845tU 和 78tU。中矿和扎矿上半年平均生产成本分别为 25.21 美元每磅  $U_3O_8$  和 25.47 美元每磅  $U_3O_8$ 。报告期内，公司自奥公司收取总共 3.21 亿港元的分红（除税后），而本公司应占奥公司业绩为 1.78 亿港元，较 2024 年同期下降 24%。主要原因是天然铀现货价格回落。

■ 天然铀售价定价机制变化，未来可更加受益于现货铀价上涨

公司天然铀每磅价格机制发生改变。当前天然铀每磅价格将按一般商业条款参考 TradeTech 及 UxC 刊发的国际价格指针后按以下公式厘定：价格=30%×2026 年至 2028 年天然铀预测价格（即每磅天然铀 94.22 美元）×每年递增系数+70%×于交付日期最新的现货价格指标。变化之处为调低天然铀预测价格的比例，由 40%变为 30%，提高最新现货价格指针的比例，由 60%变为 70%，让销售价格更贴近现货价格，从而使公司可受益于现货市场的上升趋势。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2026 年收入分别为 42.82、88.07、89.25 亿港元，归母净利润分别为 3.98、8.05、8.88 亿港元，当前股价对应 PE 分别为 55.5、27.4、24.8 倍。

考虑到当前天然铀价格处于反弹周期，同时公司签订了更优的销售定价合约，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 天然铀价格下跌；2) 贸易业务毛利率不能回正；3) 投资矿山生产销售不及预期；4) 核电对铀矿需求不及预期等。

| 预测指标        | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|
| 主营收入（百万港元）  | 8,624  | 4,282  | 8,807  | 8,925 |
| 增长率（%）      | 17.1%  | -50.3% | 105.7% | 1.3%  |
| 归母净利润（百万港元） | 342    | 398    | 805    | 888   |
| 增长率（%）      | -31.2% | 16.3%  | 102.5% | 10.3% |
| 摊薄每股收益（港仙）  | 4.50   | 5.21   | 10.55  | 11.63 |
| ROE（%）      | 8.7%   | 9.3%   | 16.0%  | 15.1% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万港元)

| 资产负债表         | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表                | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产:</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>        | <b>8,624</b> | <b>4,282</b> | <b>8,807</b> | <b>8,925</b> |
| 现金及现金等价物      | 1,154        | 2,242        | 2,270        | 3,079        | 营业成本               | 8,690        | 4,466        | 8,719        | 8,836        |
| 应收款           | 80           | 40           | 82           | 83           | 销售费用               | 15           | 7            | 15           | 16           |
| 存货            | 2,158        | 1,109        | 2,165        | 2,195        | 管理费用               | 57           | 30           | 62           | 62           |
| 其他流动资产        | 48           | 24           | 49           | 49           | 财务费用               | 122          | 75           | -3           | -16          |
| 流动资产合计        | 3,440        | 3,415        | 4,566        | 5,406        | 金融资产减值损失           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产:</b> |              |              |              |              | 联营公司投资收益           | 617          | 567          | 799          | 874          |
| 固定资产          | 1            | 1            | 1            | 1            | 合营企业投资收益           | 399          | 220          | 311          | 340          |
| 预付及其他应收       | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>营业利润</b>        | <b>757</b>   | <b>491</b>   | <b>1,124</b> | <b>1,241</b> |
| 无形资产          | 5            | 4            | 4            | 4            | 加: 营业外收入           | 57           | 124          | 121          | 131          |
| 其他非流动资产       | 4,396        | 4,396        | 4,396        | 4,396        | 减: 营业外支出           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 非流动资产合计       | 4,402        | 4,402        | 4,402        | 4,401        | <b>利润总额</b>        | <b>814</b>   | <b>615</b>   | <b>1,245</b> | <b>1,373</b> |
| 资产总计          | 7,842        | 7,817        | 8,968        | 9,807        | 所得税费用              | 287          | 217          | 440          | 485          |
| <b>流动负债:</b>  |              |              |              |              | <b>净利润</b>         | <b>342</b>   | <b>398</b>   | <b>805</b>   | <b>888</b>   |
| 短期借款          | 1,520        | 1,520        | 1,520        | 1,520        | 少数股东损益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款、票据       | 809          | 416          | 812          | 822          | <b>归母净利润</b>       | <b>342</b>   | <b>398</b>   | <b>805</b>   | <b>888</b>   |
| 公司债券          | 1,396        | 1,396        | 1,396        | 1,396        |                    |              |              |              |              |
| 其他流动负债        | 7            | 4            | 7            | 7            | <b>主要财务指标</b>      | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 流动负债合计        | 3,732        | 3,335        | 3,735        | 3,746        | <b>成长性</b>         |              |              |              |              |
| <b>非流动负债:</b> |              |              |              |              | 营业收入增长率            | 17.1%        | -50.3%       | 105.7%       | 1.3%         |
| 长期借款          | 0            | 0            | 0            | 0            | 归母净利润增长率           | -31.2%       | 16.3%        | 102.5%       | 10.3%        |
| 其他非流动负债       | 188          | 188          | 188          | 188          | <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              |
| 非流动负债合计       | 188          | 188          | 188          | 188          | 毛利率                | -0.8%        | -4.3%        | 1.0%         | 1.0%         |
| 负债合计          | 3,921        | 3,524        | 3,923        | 3,934        | 净利率                | 4.0%         | 9.3%         | 9.1%         | 9.9%         |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | ROE                | 8.7%         | 9.3%         | 16.0%        | 15.1%        |
| 股本            | 76           | 76           | 76           | 76           | <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              |
| 股东权益          | 3,922        | 4,293        | 5,044        | 5,873        | 资产负债率              | 50.0%        | 45.1%        | 43.7%        | 40.1%        |
| 负债和所有者权益      | 7,842        | 7,817        | 8,968        | 9,807        | <b>营运能力</b>        |              |              |              |              |
|               |              |              |              |              | 总资产周转率             | 1.1          | 0.5          | 1.0          | 0.9          |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 应收账款周转率            | 107.3        | 107.3        | 107.3        | 107.3        |
| 净利润           | 342          | 398          | 805          | 888          | 存货周转率              | 4.0          | 4.0          | 4.0          | 4.0          |
| 少数股东权益        | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>每股数据 (港分/股)</b> |              |              |              |              |
| 折旧摊销          | 2            | 0            | 0            | 0            | EPS                | 4.50         | 5.21         | 10.55        | 11.63        |
| 营运资金变动        | -1247        | 1511         | -1523        | -42          | P/E                | 64.2         | 55.5         | 27.4         | 24.8         |
| 经营活动现金净流量     | -903         | 1115         | 81           | 868          | P/S                | 0.0          | 0.1          | 0.0          | 0.0          |
| 投资活动现金净流量     | 577          | 0            | 0            | 0            | P/B                | 5.6          | 5.1          | 4.4          | 3.8          |
| 筹资活动现金净流量     | 471          | -26          | -54          | -59          |                    |              |              |              |              |
| 现金流量净额        | 145          | 1,088        | 28           | 809          |                    |              |              |              |              |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 有色组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。