

中广核矿业 CGN Mining (1164.HK)

天然铀资源投资及贸易企业，受益于天然铀价格提升

Natural uranium resource investment and trading enterprises & benefit from the increase in natural uranium prices

最新动态

- 受到成本法核算及天然铀价格回落影响，中期业绩承压。25H1，集团录得亏损 68 百万港元及营业额 17.09 亿港元，同比分别下降 160%和 58%。溢利下降的主要原因是：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，集团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，进而导致集团天然铀贸易毛利同比下降；另一方面，受天然铀价格回落影响，集团应占的一间合营企业及一间联营公司业绩同比下降。

动向解读

- 公司旗下矿山超额完成生产目标。2025H1 公司总权益产量为 650 吨铀，采铀量超额完成 10%。扎矿矿建第一阶段已基本完成，第二阶段正在按计划开展施工，2025Q3 将计划开展冷试工作，预计 2027 年实现第一期达产 500tU。
- 新三年关连交易价格机制获得审批。2025 年 8 月 19 日，公司 2026-2028 年自产贸易销售价格机制获得特别股东大会审批，根据当前铀价预测及在产矿山产量预测，未来三年公司销售将呈现量价齐升的态势，有助于提升公司中长期盈利能力及业务拓展能力。
- 国际贸易采取两端锁定的稳健模式。新签合同利润稳定，已签订尚未交付合同售价提升，主要客户分布在欧洲、北美和亚洲地区。由于天然铀现货价格短期回调对矿山投资收益的负面影响、国际贸易业务财务口径加权平均成本升高及历史低价合同在 2025H1 交付，导致公司业绩阶段性承压。2025H2 公司将继续以价值创造为导向，加强市场研判和风险管理，力求高质量实现 2025 年全年经营目标。

策略建议

- 盈利预测。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.21 亿元、7.47 亿元、8.87 亿元。结合可比公司估值，考虑到港股相对于美股的估值折价，给予公司 2026 年 39 倍 PE，按照港元兑人民币 0.91 汇率计算，对应目标价为 4.29 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

主要财务数据及预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8624	5520	8316	9207
同比（%）	17%	-36%	51%	11%
净利润（百万元）	527	421	747	887
同比（%）	6%	-20%	78%	19%
EPS	0.07	0.06	0.10	0.12
PE	21.40	56.22	31.65	26.65

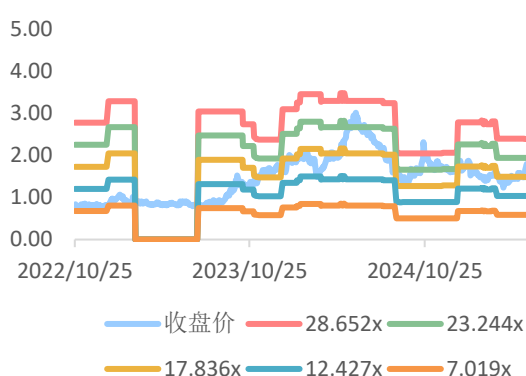
资料来源：公司年报（2024），OpendIP 研究所；备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表：可比上市公司估值比较（2025年10月27日）

股票代码	公司名称	股价 (美元)	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
CCJ.US	卡梅科 (Cameco)	88	1.72	6.95	9.75	208	88	63
LEU.US	Centrus Energy	383	0.73	1.18	1.29	15	59	54
平均						112	74	44

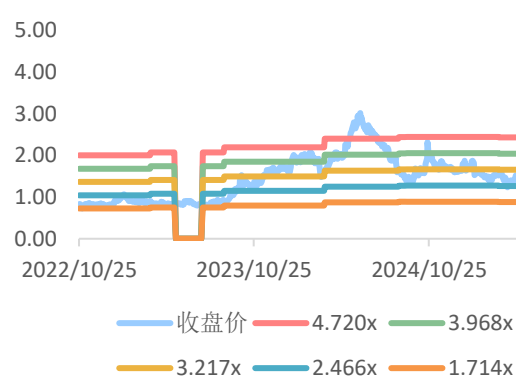
资料来源：OpendIP 研究所

图 1：公司 PE-Band



资料来源：OpendIP 研究所

图 2：公司 PB-Band



资料来源：OpendIP 研究所

风险提示

天然铀价格下跌的风险、核电对铀矿需求不及预期、天然铀供给超预期、哈萨克斯坦生产经营风险、地缘政治的风险。

1. 天然铀是生产浓缩铀的原料

天然铀是生产浓缩铀的原料，也可用于生产钚。石墨水堆和石墨气冷堆用的天然铀燃料是加有少量合金元素的金属铀，重水堆用的天然铀燃料是二氧化铀陶瓷体。天然铀在地壳中分布广泛，地壳中铀的平均含量约为百万分之 2.5，即平均每吨地壳物质中约含 2.5 克铀，这比钨、汞、金、银等元素的含量还高。铀在各种岩石中的含量很不均匀。例如在花岗岩中的含量就要高些，平均每吨含 3.5 克铀。在地壳的第一层（距地表 20 km）内含铀近 1.3×10^{14} 吨。依此推算，一立方公里的花岗岩就会含有约一万吨铀。海水中铀的浓度相当低，每吨海水平均只含 3.3 毫克铀，但由于海水总量极大（海水中总含铀量可达 4.5×10^9 吨），且从水中提取有其方便之处，所以不少国家，特别是那些缺少铀矿资源的国家，正在探索海水提铀的方法。

图 3：绿铀矿及铜铀云母



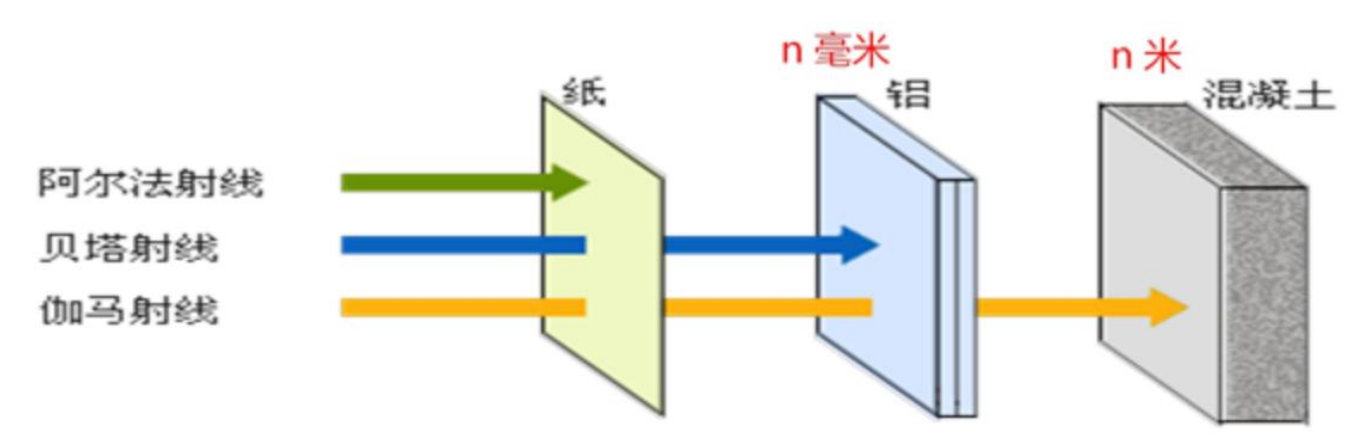
绿铀矿

铜铀云母

数据来源：中广核矿业官网，OpendIP 研究所

铀是放射性核材料，能够放射出 α 、 β 、 γ 三种射线，少量的辐射，对人体不会造成危害。但是，当放射性物质浓集到一定程度，其放射性剂量会大幅度提升，对人体造成危害。无处不在的辐射：我们吃的食物、住的房屋、天空大地、山川草木，甚至人体都存在放射性。 $\leq 250\text{mSv/a}$ ，不会对人体造成伤害。

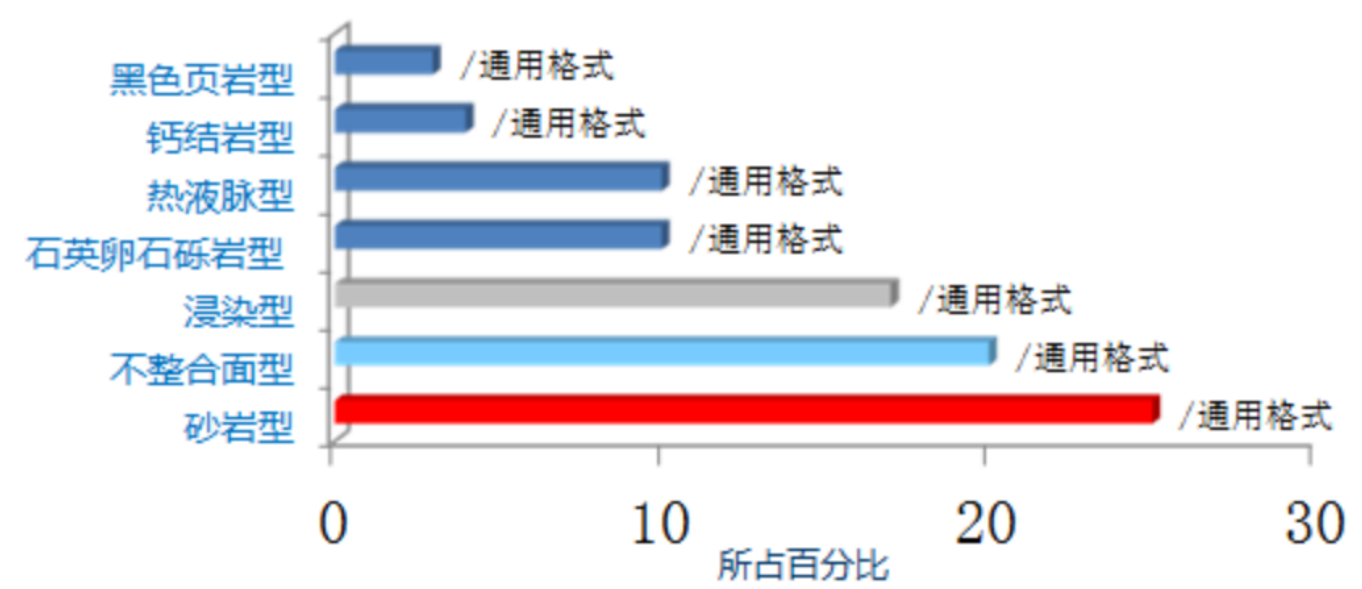
图 4：铀是放射性核材料



数据来源：中广核矿业官网，OpendIP 研究所

国际原子能机构（2013 年）将世界铀矿床划分为 7 大工业类型,各类型占世界资源量的估算百分比分别为：

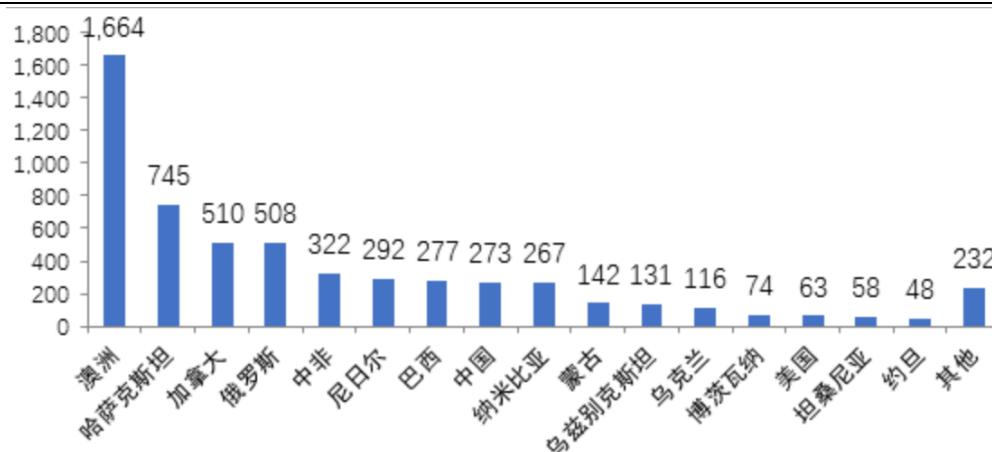
图 5：世界铀矿床划分为 7 大工业类型



数据来源：中广核矿业官网，OpendIP 研究所

其中浸染性铀矿主要分布在澳大利亚及非洲，不整合面型铀矿主要分布在加拿大阿萨巴斯卡盆地，砂岩型铀矿主要分布在中亚。

图 6：全球主要国家铀资源分布

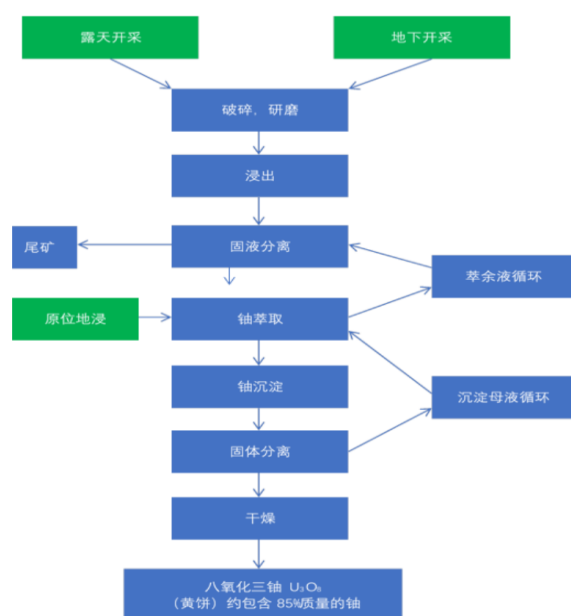


数据来源：中广核矿业官网，OECD NEA & IAEA, Uranium 2016: Resources, Production and Demand ('Red Book'), OpendIP 研究所

2. 世界约 48%的天然铀通过原位地浸开采生产

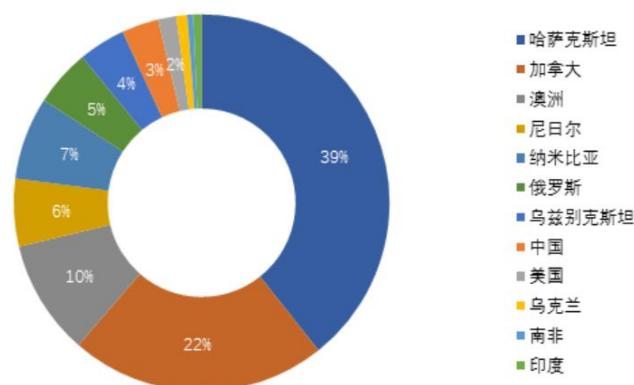
世界主要铀矿的开采方式包括三种：原位地浸开采，露天开采及地下开采。世界约 48%的天然铀通过原位地浸开采生产出来，46%来自于常规开采方法（露天开采及地下开采）生产出来，6%作为其他矿产品副产品采出。

图 7：铀矿开采生产工艺示意图



资料来源：中广核矿业官网，OECD NEA & IAEA, Uranium 2016: Resources, Production and Demand ('Red Book'), OpendIP 研究所

图 8：2017 年世界各国产铀比例



资料来源：OpendIP 研究所

原位地浸开采：原地浸出采铀是将溶浸液通过注液钻孔注入到可渗透的含矿含水层，使溶浸液在渗透过程中与铀接触并进行溶解反应，生成含铀溶液，并从抽液孔被抽至地表，输送到车间加工处理后获得铀产品的流程。

地浸的主要优点：（1）开采方法安全简单、工艺流程短。采矿阶段无需搬运、

破碎矿石，水冶阶段无需磨矿和固液分离，缩短了采冶工艺流程，直接生产成本低。（2）矿山建设周期短、基建投资少，劳动强度低、自动化程度高，固定资产折旧低。（3）环境污染小。一是抽注基本平衡，地浸溶液是在闭路管道内循环使用，其废水排放量显著减少；二是放射性粉尘污染得到彻底改善；三是尾渣和废气的污染减到了最低程度。

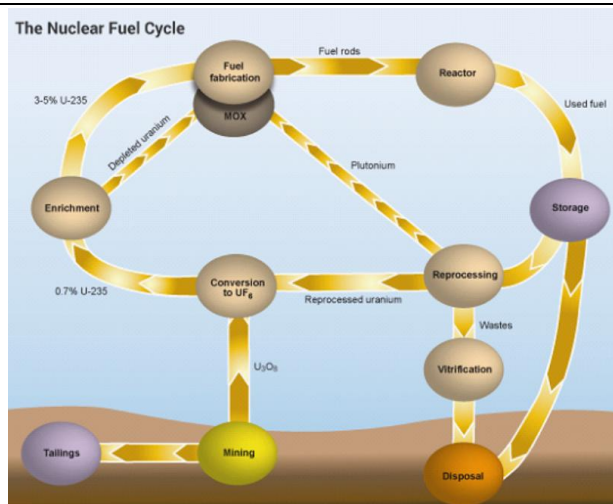
露天开采即一个移走矿体上的覆盖物，从敞露地表的采矿场采出铀矿物的过程。主要适用于主矿体埋藏较浅的铀矿床开采。主要优点包括：1. 基建周期短。2-4年/大型 6-8月/小型。2. 开采空间大，劳动生产率高。比地下开采高 2-10 倍。3. 矿石损失、贫化率较小。损失率 3%-5% 贫化率 5%-8%。4. 开采成本低，劳动条件好，生产安全。主要缺点：1. 开采受到气候影响大。2. 基建设备投资大。3. 矿山占地多，对地表环境破坏大。

地下开采即通过开掘井巷工程从地下矿床的矿块里采出矿石的过程，通过矿床开拓、矿块的采准、切割和回采 4 个步骤实现。主要适用于埋藏较深及地表不允许露天开采的铀矿床。以地压管理方法为依据，分为空场采矿法充填采矿法、崩落采矿法三大类。

3. 全球铀的需求持续增长

天然铀作为核电最主要燃料，是实现核电行业稳步发展的重要保障。核电延续稳步增长态势。根据国际原子能机构发布的数据，于 2024 年底，全球在运核电机组 417 台（未含 23 台中止运行机组），总装机容量 377GWe；在建机组 62 台，总装机容量 64GWe。2024 年全球新并网机组 6 台，总装机容量 6.8GWe；新开工机组 9 台，总装机容量 10.2GWe；重启机组 2 台，总装机容量 1.6GWe；关停机组 4 台，总装机容量 2.9GWe。2024 年，地缘政治凸显了全球能源供应的脆弱性，作为可兼顾低碳、安全、经济的能源形式，核电延续稳步增长态势。继《联合国气候变化框架公约》第二十八次缔约方大会提出三倍核能计划后，核电在全球能源转型中的作用持续提升。新兴市场和发展中经济体成为未来核能发展的主要推动力。各核能大国积极推进模块化小型堆技术的研发，为全球核能市场带来新的发展机遇。

图 9：核燃料循环

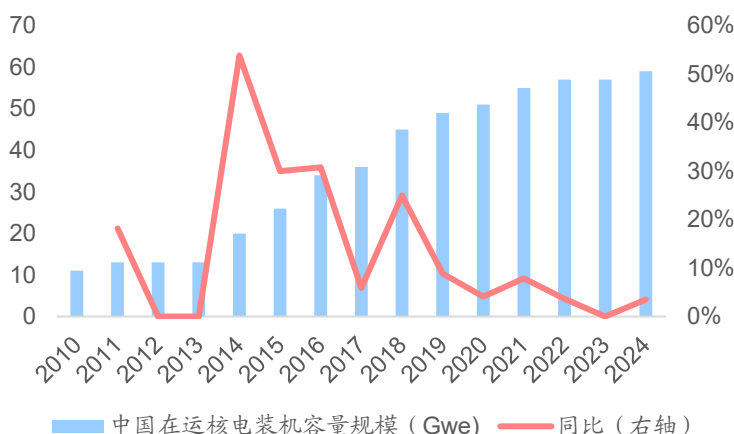


数据来源：中广核矿业官网，OpendIP 研究所

核燃料循环是核燃料获得、使用、处理和回收利用的全过程。一般包括铀资源开发和核燃料加工（前端）、核燃料在反应堆中使用、乏燃料处理（后端）三大部

分。反应堆是核燃料循环的中心环节，燃料组件是反应堆的心脏或核心。

图 10: 中国在运核电装机容量规模增长情况



数据来源：中广核矿业 2024 年年报，OpendIP 研究所

未来全球对天然铀的需求会继续增长。作为一种清洁、稳定、可大规模部署的能源，在地缘政治不确定、全球用电需求激增的当下，核电已成为优先选择。根据国际能源署的预测，2025 年核电发电量将创下新高，未来数十年核能将迎来新的成长时代。随着核电行业的发展，未来全球对天然铀的需求会继续增长。截至 2025 年 6 月 30 日，全球可运核电机组净装机容量为 376GWe（416 台），全球在建核电机组净装机容量为 65GWe（62 台）。2025 年上半年，全球新并网机组 1 台，位于印度，总装机容量为 0.63GWe；新开工机组 5 台，其中 3 台来自中国，总装机容量为 5.85GWe；关停机组 2 台，分别来自比利时及中国台湾省，总装机容量为 1.38GWe。

4. 全球天然铀供应面临挑战

鉴于当前全球对天然铀需求持续上涨，市场高度关注未来天然铀一次供应的发展情况。70-80 美元/lbU3O8 的现货价格与长贸价格已为现有铀矿增产及重启提供了先决条件。根据 UxC2025 年第二季度报告，2024 年全球共生产约 61615tU，较 2023 年上涨 13%。然而，新增产能方面，由于新的矿山项目投产需要较长时间的准备工作，迭加部分现有铀矿项目即将面临减产，对于 2028 年之后的大量需求，天然铀供应依旧面临巨大挑战。

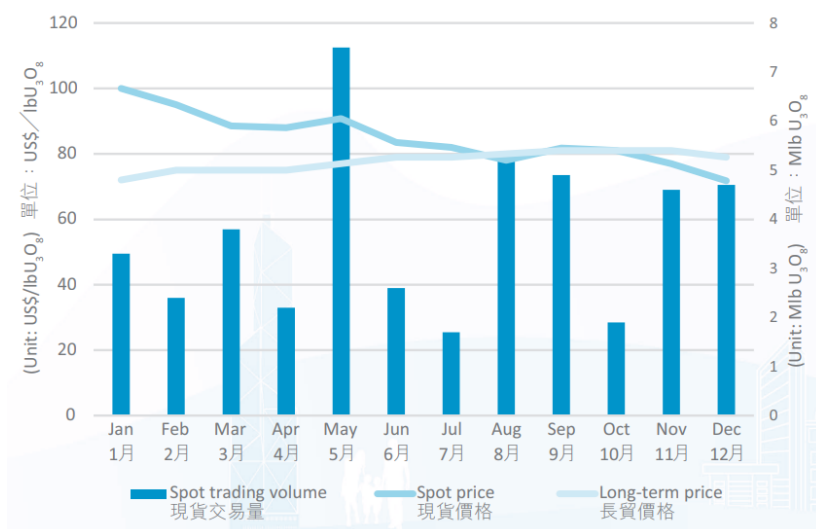
整体来看，2024 年全球天然铀生产总量有小幅增长。据 UxC 报告，2024 年全球天然铀产量约 58846tU，同比上涨 8.2%。其中，主要铀矿生产商哈原工 2024 年权益产量 12286tU（占全球一次供应的 21%），同比增加 10%；2024 年，Cameco 权益产量 10200tU（占全球一次供应的 17.5%）。

天然铀供应面临挑战。鉴于当前全球对天然铀需求持续上涨，市场高度关注未来天然铀一次供应的发展情况。70-80 美元/lbU3O8 的现货价格与长贸价格已为现有铀矿增产及重启提供了先决条件。根据 UxC2025 年第二季度报告，2024 年全球共生产约 61615tU，同比上涨 13%。然而，新增产能方面，由于新的矿山项目投产需要较长时间的准备工作，迭加部分现有铀矿项目即将面临减产，对于 2028 年之后的大量需求，天然铀供应依旧面临巨大挑战。

目前全球铀矿资源在时间和空间上存在分布错配，主要产铀国为哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、加拿大、澳大利亚和纳米比亚，但这些国家的核电项目发展很少；

而世界主要的核电国家如美国、法国、中国、日本等国家的天然铀资源匮乏，客观上导致了国际天然铀的贸易的存在，而此次疫情凸显了铀贸易供应链的脆弱，使得铀价快速提升。从时间的角度看，核电机组的寿命一般为 60 年，而天然铀矿山的寿命却多在 20 年左右，客观造成核电的运营期内需要多座铀矿来满足需求，过去的 10 年中天然铀行业普遍缺乏新进资本性投资，难以支撑未来全球核电蓬勃发展所带来的天然铀需求，可以预测，未来将形成天然铀供不应求的局面。

图 11：2024 年天然铀现货/长贸价格及月度交易量



数据来源：中广核矿业 2024 年年报，OpendIP 研究所

2024 年全球天然铀现货及长贸交易量均有所下降。2024 年，全球天然铀现货及长贸交易量均有所下降（根据 UxC 报告，全年现货成交量为 15731tU，同比降低 27.7%，全年长贸交易量为 35996tU，较 2023 年同期降低 40%），主要原因是 2024 年平均铀价小幅增长以及美联储加息导致融资成本升高，使核电业主签订长贸合同的速度及金融机构现货市场采买实物铀的速度均放缓；同时，虽然长贸交易量有所降低，但业主未满足的长贸需求在中长期仍存在且增加，主要铀矿生产商开始陆续签订长贸合同，预期后续核电业主入场签订长贸合同的动力将有所增加。且考虑到一次供应和需求之间的缺口在中长期仍然存在，从而对长期价格形成支撑。此外，SPUT 在 1 月宣布新一轮 10 亿美元 ATM（场内股权融资）融资计划以采购天然铀，2024 年金融机构持有实物天然铀总量为 34846tU，同比增加 4.4%，对天然铀供需关系产生一定影响。

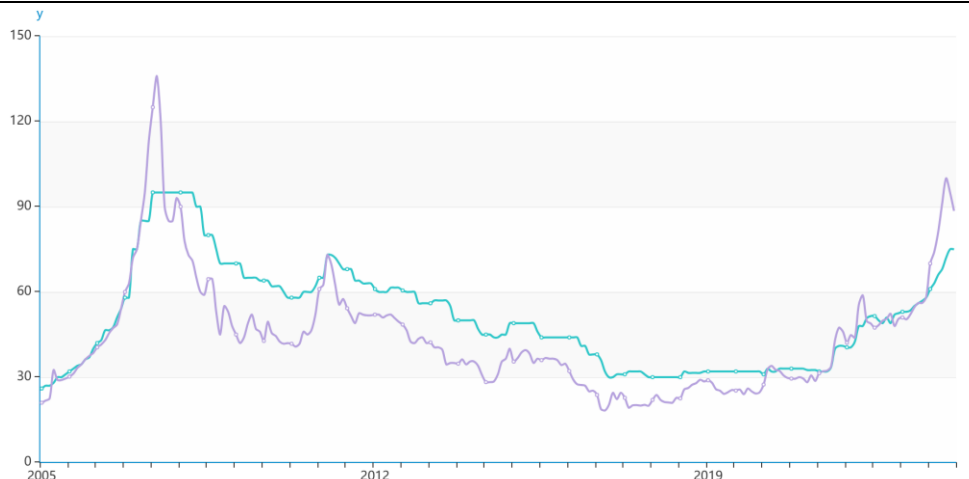
2024 年公司天然铀贸易额同比增加 17%。2024 年，集团实现天然铀贸易额 86.24 亿港元，同比增加 17%。其中，来自谢公司及奥公司矿山的权益天然铀产品销售额为 19.57 亿港元，同比上涨 16.0%。2024 年公司共从谢公司及奥公司包销天然铀产品 1294tU，与 2023 年 1299tU 基本持平，平均销售价格为 75.04 美元/lbU₃O₈，平均销售成本为 80.80 美元/lbU₃O₈。2024 年，中广核国际销售公司共销售 4593tU，平均销售价格为 71.99 美元/lbU₃O₈，平均销售成本为 71.12 美元/lbU₃O₈，实现销售收入 6667 百万港元。2024 年，集团持有天然铀 1494tU，加权平均成本为 71.64 美元/lbU₃O₈；持有已签订但尚未交付的天然铀销售量 3465tU，加权平均售价为 77.52 美元/lbU₃O₈。

5. 25H1 天然铀现货价格指数同比有所上涨

25H1 天然铀现货指数同比有所上涨。天然铀作为核电最主要燃料，是实现核电

行业稳步发展的重要保障。2025H1，天然铀现货价格在 60-80 美元/lbU3O8 注区间内波动。在美国关税政策落地、天然铀实物投资基金 SPUT 再次融资采购等影响下，2025 年 6 月底，UxC 及 Trade Tech 公布的天然铀现货指数平均值为 78.50 美元/lbU3O8，较 2025 年初上涨 4%。长贸价格方面，截止到 2025 年 6 月底，UxC 及 Trade Tech 公布的天然铀长期指数平均值为 80.00 美元/lbU3O8，与 2025 年初基本持平。

图 12: 历史天然铀现货价格与长贸价格的月度走势图



数据来源：中广核矿业官网，备注：1. 以上数据来源于国际天然铀咨询机构：UxC, LLC；2. 天然铀现货价格与长贸价格为 UxC 公布的月末价格指数；OpendIP 研究所

6. 集团主要业务为天然铀的资源开发与贸易

集团主要业务为核能企业使用的天然铀资源开发与贸易。 中广核矿业有限公司是全球第三大核电集团——中国广核集团下属上市子公司，也是中国广核集团旗下海外天然铀资源开发的投、融资平台，是香港主板上市的铀业集团，主要业务为核能企业使用的天然铀资源开发与贸易。中广核矿业是香港主板上市产量最大的铀业集团，同时也是东亚唯一的纯铀业上市公司。

公司 2030 年权益产能目标为 2600 吨/年。 2011 年，中广核矿业于香港上市，股票代码为 01164.HK。2015 年，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。中广核矿业成为一家主业清晰的铀资源开发和贸易公司。2016 年，收购加拿大上市公司 Fission Uranium Corp 19.99% 股权，并获得 20% 的天然铀产品包销权及额外的 15% 的包销选择权。中广核矿业成功介入加拿大高品位铀矿项目，成为 Fission 公司单一最大股东。2016 年，中广核矿业与哈萨克原子能工业股份有限公司签署《铀矿原则协议》及其补充协议，约定双方就总资源量达 4 万吨铀的铀矿山开展合作，其中公司未来总包销量将不低于 2 万吨铀。2016 年，复星集团认购中广核矿业 9.99% 股权。2019 年，中广核矿业完成对中广核国际铀产品销售有限公司 100% 股权的收购。2021 年，收购哈萨克斯坦奥尔塔雷克公司 49% 股权，并获得下辖两座在运铀矿 49% 的天然铀产品包销权。2022 年，中广核矿业引入混改基金为首 11 家投资人完成交割。

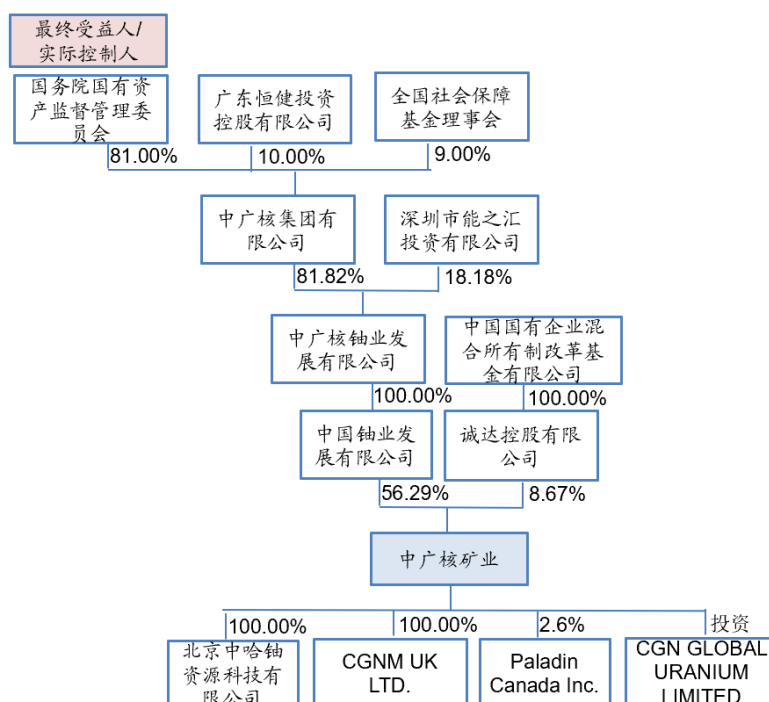
图 13: 中广核矿业发展历程



数据来源: 中广核矿业官网, OpendIP 研究所

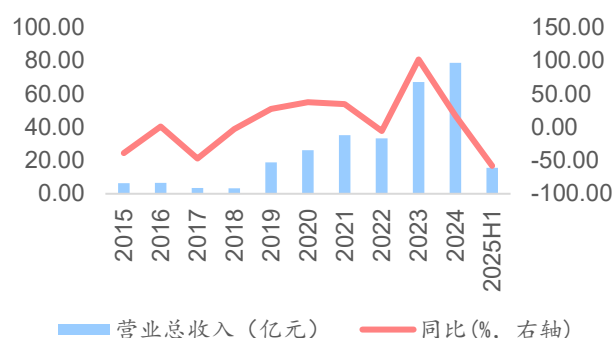
截至 2024 年 12 月 31 日, 公司旗下拥有(i) 北京中哈铀 100%股权, 并透过其持有谢公司 49%的股权及产品包销权; (ii) CGNM UK 100%股权, 并透过其持有奥公司 49%的股权及产品包销权。此外, 拥有全资子公司中广核国际销售公司以及 Paladin 公司 2.61%的股权。

图 14: 中广核矿业股权结构 (截至 25H1)



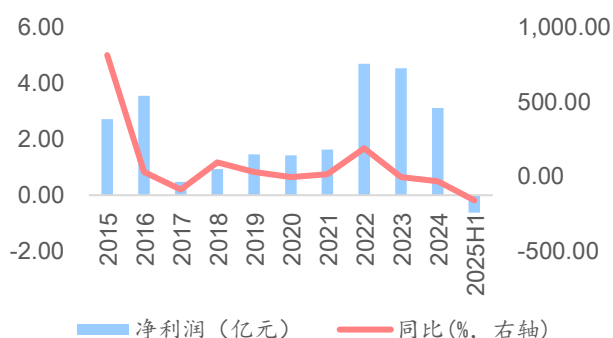
数据来源: OpendIP 研究所

图 15: 公司营收及其增速



资料来源: OpendIP 研究所

图 16: 公司净利润及其增速

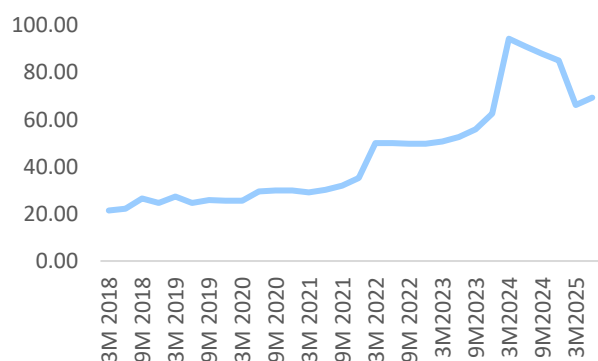


资料来源: OpendIP 研究所

7. 公司持有哈原工 49%股权

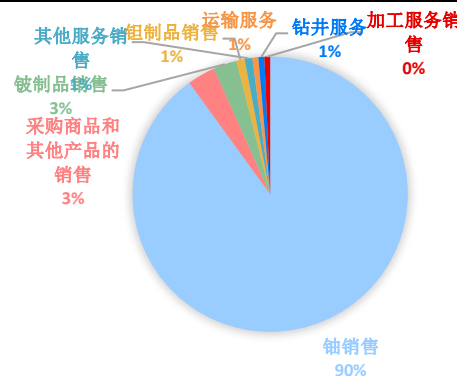
哈萨克斯坦国家原子能工业公司（简称“哈原工”）是哈萨克斯坦国有铀矿开采及核能企业，是全球最大的天然铀生产商和供应商，2020 年以 14.2 亿美元营业收入保持全球最大天然铀销售商地位。该公司 2021 年铀产量达 21819 吨，并计划 2022 年扩大至 2.1 万至 2.2 万吨。2024 年起，哈原工与蒙古国开展铀矿勘探合作，2024 年与中核集团探讨铀资源开发、核电建设等全产业链合作，延续 20 多年的伙伴关系。因硫酸供应不足和工程延期，2025 年生产目标从 3.1 万吨下调至 2.65 万吨，降幅达 16%。该公司占全球铀供应量的约 20%，主导国际市场定价权。

图 17: 哈原工公司的铀的平均价格（美元/lb）



资料来源: 哈原工官网, OpendIP 研究所

图 18: 哈原工 25H1 收入拆分



资料来源: 哈原工官网, OpendIP 研究所

2008 年，中广核与哈原工联合开发伊尔科利、谢米兹拜伊两座铀矿。作为中广核在境外投资的第一个铀资源开发合资企业，这也是中国在中亚地区铀资源合作领域的第一个合资企业。2021 年，双方将中门库杜克矿与扎尔巴克矿纳入合作范围。截至 2025 年初，双方合作持续深入，中广核与哈萨克斯坦的铀资源合作拓展至五个铀矿，年产能持续攀升。

2021 年，公司以总代价约 4.35 亿美元收购一家在哈萨克斯坦南部 Shu-Saryshu 铀省从事铀矿勘探、开采及天然铀生产的企业的 49%权益。公司公告称，向哈原工收购奥尔塔雷克有限公司（奥公司）的 49%股权，前者仍持有后者余下 51%股权。此外，哈原工及中广核将订立包销协议，按持股比例购买奥公司生产的天然铀化合物产品；即中广核将购买年产总量的 49%，惟须遵守矿业原则协议约定的

总共 2 万吨铀的保证配额。中广核称按该目标铀矿的开采时间表，估计公司能于 2022 年至 2031 年期间每年向奥公司购买超过 1,000 吨天然铀。以国际天然铀现货价 2% 的折扣从奥公司获得可靠的天然铀资源，将能为其天然铀贸易业务提供可靠的收入及利润来源。

目前，中广核矿业旗下拥有伊尔克利铀矿、谢米兹拜伊铀矿、中门库杜克铀矿和扎尔巴克铀矿四座大型环保、安全、经济的原地浸砂岩铀矿，铀矿项目权益总储量超过 3 万吨铀，年度权益产能接近 2000 吨铀，成为全球最具成本竞争力和市场影响力的天然铀生产商之一。

公司在哈萨克斯坦主要公司为谢公司和奥公司。2024 年，集团总权益资源量为 34000tU，权益产量为 1324tU。谢公司根据设计产能的 80% 安排生产。2024 年度计划采铀量 975tU，实际采铀量 976tU，完成年度计划 100%，其中谢矿 407tU，生产成本为 32 美元/lbU3O8，伊矿 569tU，生产成本为 24 美元/lbU3O8。扣除加工损失量，2024 年全年共生产天然铀 964tU。2024 年谢公司完成年度生产任务。此外，受市场铀价上涨、坚戈持续贬值影响，以及采取了有效的成本控制措施，2024 年谢公司的利润大幅增加，为企业后续稳定经营发展奠定了基础。

表1：2024 年谢矿及伊矿剩余资源量及储量

	单位	谢矿	伊矿
平均品位	%	0.059	0.0422
资源量	千吨铀	5.3	12.7
储量	千吨铀	5.3	2.4

数据来源：2024 年年报，OpendIP 研究所

受到硫酸供应短缺影响，奥公司产能开工率限制在 80%。2024 年，奥公司根据设计产能的 80% 安排生产。2024 年下半年调整计划采铀量 1750tU，实际采铀量 1783tU，完成年度计划 102%，其中中矿 1663tU，生产成本为 22 美元/lbU3O8；扎矿 120tU，生产成本为 31 美元/lbU3O8。扣除加工损失量，全年共生产天然铀 1739tU。受市场硫酸供应短缺影响，中矿生产计划中期进行了调整。在生产经营过程中，公司积极采取各项措施，有效控制了产品成本，2024 年取得了很好的经济效益。此外，2024 年扎矿大部分矿建项目按计划完成。25H1，根据与谢公司、奥公司的全年包销安排，集团完成 526tU 从谢公司、奥公司包销铀产品采购与销售，实现贸易收入约 7.54 亿港元。平均销售价格为 71.07 美元/lbU3O8，平均销售成本为 72.85 美元/lbU3O8。

表2：2024 年中矿及扎矿剩余资源量及储量

	单位	中矿	扎矿
平均品位	%	0.027	0.031
资源量	千吨铀	20.9	14.0
储量	千吨铀	16.6	14.0

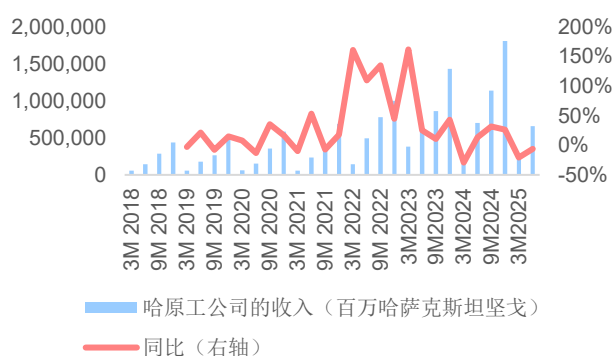
数据来源：2024 年年报，OpendIP 研究所

2025H1 谢、奥公司应占业绩同比下降。1) 25H1，谢、伊两矿山超额完成采铀计划，25H1 采铀计划 407tU，实际采铀量 428tU，生产计划完成率 105%；其中，谢矿实际采铀量 191tU，伊矿实际采铀量 237tU。谢矿和伊矿 25H1 平均生产成本分别为 32.49 美元/lbU3O8 和 27.69 美元/lbU3O8。25H1，集团自谢公司收取合共为 2.50 亿港元的分红（除税后），而集团应占谢公司业绩为 1.28 亿港元，同比下降 39%。主要原因是天然铀现货价格回落，谢公司溢利同比下降，导致集

团应占谢公司业绩同比下降。2) 25H1, 中矿和扎矿超额完成采铀计划。25H1, 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 2025H1 平均生产成本分别为 25.21 美元/lbU3O8 和 25.47 美元/lbU3O8。25H1, 集团自奥公司收取合共为 3.21 亿港元的分红(除税后), 而集团应占奥公司业绩为 1.78 亿港元, 同比下降 24%。主要原因是天然铀现货价格回落, 奥公司溢利同比下降, 导致集团应占奥公司业绩同比下降。

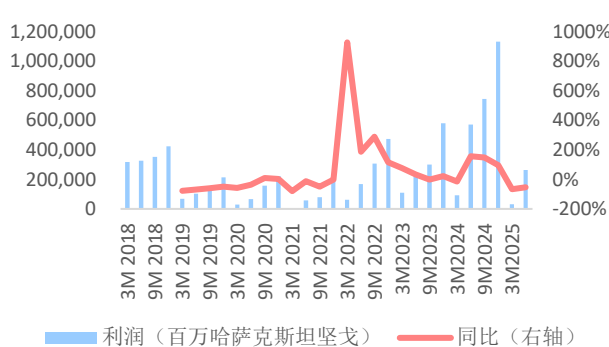
25H1, 哈原工的归母净利润同比下降 54.0%。根据哈原工官网, 公司 25H1 的收入为 6601.67 亿哈萨克斯坦坚戈(折合人民币 85.82 亿元, 按照哈萨克斯坦坚戈兑人民币=0.013 的汇率计算)同比下降 5.8%; 公司的归母净利润为 2632.33 亿哈萨克斯坦坚戈(折合人民币 34.22 亿元, 汇率同上), 同比下降 54.0%。

图 19: 哈原工公司的收入及其增速



资料来源: 哈原工官网, OpendIP 研究所

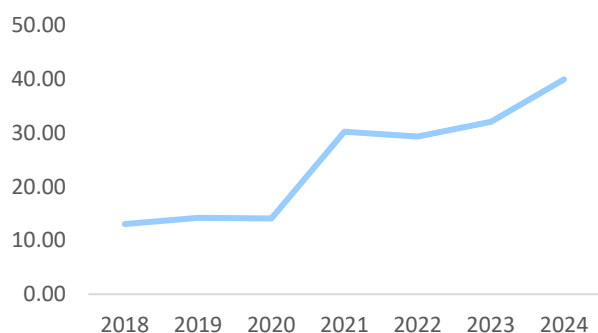
图 20: 哈原工的利润及其增速



资料来源: 哈原工官网, OpendIP 研究所

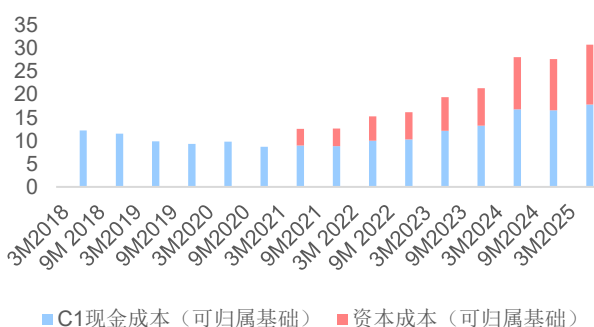
截至 25H1, 哈原工的单位成本为 30.81 美元/lb, 同比上升 9.8%; 其中 C1 现金成本为 17.86 美元/lb, 同比上升 6.3%; 资金成本为 12.95 美元/lb, 同比上升 15.0%。

图 21: 哈原工伦敦证交所 GDR 平均价格 (美元/GDR)



资料来源: 哈原工官网, OpendIP 研究所

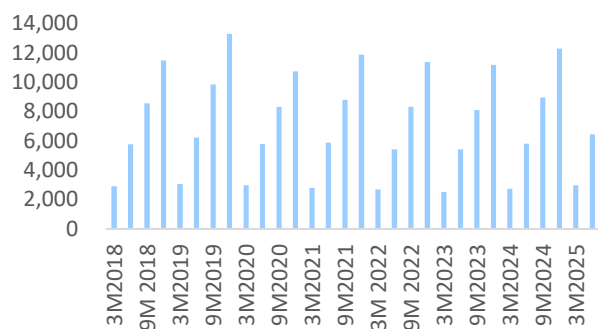
图 22: 哈原工单位成本 (单位: 美元/lb)



资料来源: 哈原工官网, OpendIP 研究所

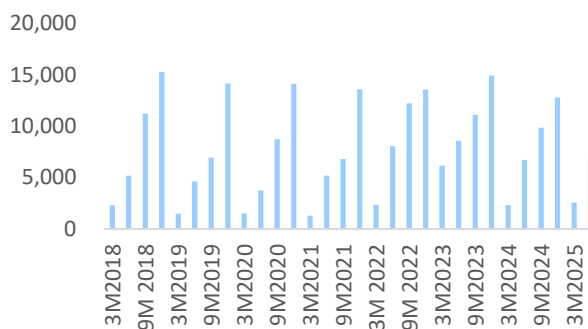
截至 25H1, 哈原工的权益产量为 6431tU, 同比上升 10.9%; 权益销量为 6987tU, 同比上升 4.0%。

图 23: 哈原工权益产量 (tU U3O8)



资料来源: 哈原工官网, OpendIP 研究所

图 24: 哈原工权益销售量 (tU U3O8)



资料来源: 哈原工官网, OpendIP 研究所

8. 公司通过中广核国际销售公司完成铀矿的贸易

公司通过中广核国际销售公司完成铀矿的贸易。25H1, 中广核国际销售公司新签订 1910tU 天然铀销售合同, 其中 53%的销售量来自欧洲的合同客户, 30%的销售量来自亚洲的合同客户, 17%的销售量来自北美洲的合同客户。与此同时, 中广核国际销售公司总计交付天然铀 812tU, 实现销售收入 1.23 亿美元 (约 9.55 亿港元)。25H1, 中广核国际销售公司持有天然铀 1569tU, 加权平均成本为 68.77 美元/lbU3O8, 持有已签订但尚未交付的天然铀销售量 4564tU, 加权平均售价为 80.52 美元/lbU3O8。

财务报表分析和预测（单位：百万元）

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,440	3,431	5,157	5,271	营业收入	8,624	5,520	8,316	9,207
现金	1,154	2,469	1,337	3,772	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	53	271	218	324	营业成本	8,690	5,587	8,310	9,206
存货	2,158	635	3,520	1,083	销售费用	15	24	37	41
其他	75	55	83	92	管理费用	57	36	55	61
非流动资产	4,402	4,400	4,398	4,396	研发费用	0	0	0	0
固定资产	1	1	0	0	财务费用	122	74	58	71
无形资产	5	3	1	-1	除税前溢利	814	467	830	986
其他	4,397	4,397	4,397	4,397	所得税	287	47	83	99
资产总计	7,842	7,831	9,555	9,667	净利润	527	421	747	887
流动负债	3,732	3,300	4,277	3,501	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	2,916	2,916	2,916	2,916	归属母公司净利润	527	421	747	887
应付账款及票据	767	351	1,311	530	EBIT	-138	-127	-86	-100
其他	50	33	50	55	EBITDA	-136	-127	-86	-100
非流动负债	188	188	188	188	EPS（元）	0.07	0.06	0.10	0.12
长期债务	0	0	0	0					
其他	188	188	188	188	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	3,921	3,488	4,465	3,690	成长能力				
普通股股本	76	76	76	76	营业收入	17.13%	-35.99%	50.63%	10.72%
储备	4,812	5,232	5,980	6,867	归属母公司净利润	5.96%	-20.12%	77.65%	18.74%
归属母公司股东权益	3,922	4,342	5,090	5,977	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	-0.77%	-1.21%	0.07%	0.01%
股东权益合计	3,922	4,342	5,090	5,977	销售净利率	6.11%	7.62%	8.99%	9.64%
负债和股东权益	7,842	7,831	9,555	9,667	ROE	13.43%	9.69%	14.68%	14.85%
					ROIC	-1.30%	-1.58%	-0.97%	-1.01%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	-903	732	-2,021	1,363	资产负债率	49.99%	44.55%	46.73%	38.17%
净利润	527	421	747	887	净负债比率	44.93%	10.30%	31.03%	-14.32%
少数股东权益	0	0	0	0	流动比率	0.92	1.04	1.21	1.51
折旧摊销	2	0	0	0	速动比率	0.34	0.85	0.38	1.20
营运资金变动及其他	-1,432	311	-2,768	475	营运能力				
投资活动现金流	577	671	976	1,160	总资产周转率	1.18	0.70	0.96	0.96
资本支出	0	2	2	2	应收账款周转率	34.22	34.00	34.00	34.00
其他投资	577	669	974	1,157	应付账款周转率	14.48	10.00	10.00	10.00
筹资活动现金流	471	-87	-87	-87	每股指标（元）				
借款增加	1,153	0	0	0	每股收益	0.07	0.06	0.10	0.12
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	-0.12	0.10	-0.27	0.18
已付股利	-23	-87	-87	-87	每股净资产	0.52	0.57	0.67	0.79
其他	-659	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	137	1,315	-1,132	2,435	P/E	21.40	60.66	34.15	28.76
					P/B	2.87	5.88	5.01	4.27
					EV/EBITDA	-96.00	-203.78	-315.81	-246.78

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 10 月 27 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：OpendIP 研究所

分析师介绍

分析师庄怀超，本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于香港大学金融学专业，主要覆盖化工和新材料行业。

该分析师 2022-2024 年曾任职于海通国际研究部，团队 2022 年获得过亚洲货币第一名，该分析师 2025 年加入环球富盛理财有限公司，继续覆盖化工和新材料行业。环球富盛理财有限公司是一家香港的持牌券商机构，成立于 2014 年。

该分析师曾在 wind 发布报告超过 600 篇，主要覆盖行业包括 A 股化工、港股材料能源行业，覆盖子板块包括化肥、农药、气体、炸药、氟化工、分子筛、电解液和合成生物学等行业。覆盖的公司包括：东岳集团、环球新材国际、中国心连心化肥、中化化肥、阜丰集团、中国三江化工、中国联塑、浦林成山、米高集团、中国石油化学、中国旭阳集团、彩客新能源、天德化工、理文化工等。



微信: zhuangcharles

邮箱: charles.zhuang@gpf.com.hk

电话: (852) 9748 7114; (86) 188 01353 3537

COMPANY RATING DEFINITION

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating		Definition
Buy	买入	Relative Performance > 15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is favorable.
Accumulate	收集	Relative Performance is 5% to 15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is favorable.
Neutral	中性	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the Company or sector is neutral.
Reduce	减持	Relative Performance is -5% to -15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is unfavorable.
Sell	卖出	Relative Performance < -15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is unfavorable.

SECTOR RATING DEFINITION

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating		Definition
Outperform	跑赢大市	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	中性	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	跑输大市	Relative Performance < -5%; Or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

DISCLOSURE OF INTERESTS

- (1) The Analysts and their associates do not serve as an officer of the issuer mentioned in this Research Report.
- (2) The Analysts and their associates do not have any financial interests in relation to the issuer mentioned in this Research Report.
- (3) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries do not hold equal to or more than 1% of the market capitalization of the issuer mentioned in this Research Report.
- (4) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries have not had investment banking relationships with the issuer mentioned in this Research Report within the preceding 12 months.
- (5) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries are not making a market in the securities in respect of the issuer mentioned in this Research Report.
- (6) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries have not employed an individual serving as an officer of the issuer mentioned in this Research Report. There is no officer of the issuer mentioned in this Research Report associated with Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries.

DISCLAIMER

This Research Report does not constitute an invitation or offer to acquire, purchase or subscribe for securities by Global Prosperity Financial Company Limited. Global Prosperity Financial Company Limited and its group companies may do business that relates to companies covered in research reports, including investment banking, investment services, etc. (for example, the placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or invest proprietarily).

Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment strategies expressed orally or in written form by sales persons, dealers and other professional executives of Global Prosperity Financial Company Limited group of companies. Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment decisions made by the asset management and investment banking groups of Global Prosperity Financial Company Limited.

Though best effort has been made to ensure the accuracy of the information and data contained in this Research Report, Global Prosperity Financial Company Limited does not guarantee the accuracy and completeness of the information and data herein. This Research Report may contain some forward-looking estimates and forecasts derived from the assumptions of the future political and economic conditions with inherently unpredictable and mutable situation, so uncertainty may contain. Investors should understand and comprehend the investment objectives and its related risks, and where necessary consult their own financial advisers prior to any investment decision.

This Research Report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Global Prosperity Financial Company Limited and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.