

中国铀业 (001280. SZ)

中核集团旗下天然铀矿产平台

优于大市

核心观点

中核集团旗下天然铀矿产平台，上市募资 44 亿元。公司归属中核集团，是专注于天然铀和放射性共伴生矿产资源综合利用业务的矿业公司。公司毛利近 9 成来自天然铀产品（核能发电关键原料），其余来自放射性共伴生矿产资源综合利用业务。2024 年公司境外自产天然铀 2659tU₃O₈，折金属 2255tU，国内产量（根据 USGS 数据估算）约为 1700tU，合计 3955tU。根据 UxC 2025Q2 报告，2024 年全球共产约 61615tU，公司自产矿总量占全球产量 6.4%。

天然铀业务：持铀矿资源，广泛参与国际贸易。公司天然铀业务划分为自产天然铀产品销售业务、外购天然铀产品销售业务和国际天然铀贸易业务。行业层面，天然铀需求稳增，供给受限，价格有望长牛，考虑核电建设周期，铀需求将在 2027 年加速释放。**自产天然铀为公司核心业务，毛利占比超六成。**公司在国内天然铀生产中具有主导地位，拥有 17 宗国内天然铀或铀钼矿采矿权；公司在海外持有单体较大的罗辛铀矿。募投资金中规划 22 亿用于天然铀产能项目。

放射性共伴生矿产资源综合利用业务：聚焦独居石、铀钼和钽铌处理。公司子公司分别负责不同品类综合利用业务。独居石综合利用为湘核新材业务，产出氯化稀土以及磷酸三钠/碳酸稀土等副产品，独居石原材料来自外购；铀钼伴生矿综合利用为洁源铀业业务，产出四钼酸铵产品，铀钼矿石原材料来自有矿山；钽铌矿综合利用为中核华中业务，产出五氧化二钽与五氧化二铌，同步产出硫酸铵等副产品，钽铌矿原材料来自外购。募投资金中规划 7 亿用于放射性共伴生矿产资源综合利用项目，其余作为流动资金。

盈利预测与估值：公司未来 3 年募投项目逐步落地，预计 2025-27 年归母净利润 16.6/34.9/48.7 亿元（+14%/110%/40%），EPS 分别为 0.91/1.92/2.68 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 108.3-120.9 元，相对目前股价有 17%-31% 溢价，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：核聚变预期提前，天然铀需求萎缩风险；天然铀矿超预期释放，价格下跌风险；国内外铀矿项目增量释放不及预期风险。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,801	17,279	18,659	23,066	27,319
(+/-%)	40.5%	16.7%	8.0%	23.6%	18.4%
归母净利润(百万元)	1262	1458	1663	3492	4874
(+/-%)	-5.4%	15.6%	14.0%	110.0%	39.6%
每股收益 (元)	0.69	0.80	0.91	1.92	2.68
EBIT Margin	13.4%	11.1%	11.7%	20.4%	23.9%
净资产收益率 (ROE)	13.7%	13.7%	13.8%	23.2%	25.4%
市盈率 (PE)	133.5	115.5	101.3	48.3	34.6
EV/EBITDA	75.3	77.7	74.2	35.8	25.9
市净率 (PB)	18.34	15.79	13.95	11.20	8.78

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 · 深度报告

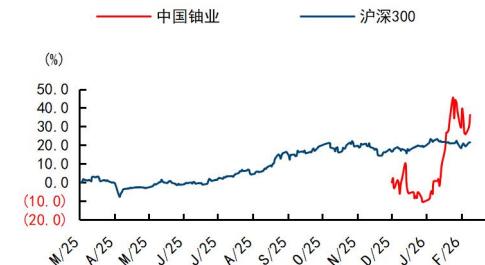
有色金属 · 小金属

证券分析师：刘孟峦	证券分析师：谷瑜
010-88005312	021-61761033
liumengluan@guosen.com.cn	guyu@guosen.com.cn
S0980520040001	S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	108.30 - 120.90 元
收盘价	92.59 元
总市值/流通市值	191493/14637 百万元
52 周最高价/最低价	104.87/58.88 元
近 3 个月日均成交额	3049.07 百万元

市场走势



相关研究报告

内容目录

中核集团旗下天然铀稀缺标的	5
业务聚焦天然铀销售和放射性共伴生矿产资源综合利用	5
中核集团天然铀矿业平台，IPO 募资主要用于天然铀产能项目	5
公司产品以天然铀为主	7
天然铀业务：持铀矿资源，广泛参与国际贸易	10
天然铀需求稳增，供给受限，有望长牛	10
自产天然铀业务：核心业务，毛利占比超六成	13
外购天然铀业务：自产天然铀的战略补充	15
国际天然铀贸易业务：提升产业参与度	16
放射性共伴生矿产资源综合利用业务：聚焦独居石、铀钼和钽铌处理	17
独居石综合利用：湘核新材业务，产出氯化稀土产品	18
铀钼伴生矿综合利用：洁源铀业业务，产出四钼酸铵产品	19
钽铌矿综合利用：中核华中业务，产出钽铌产品	19
财务分析	20
资本结构及偿债能力分析	20
经营效率分析	20
盈利能力分析	21
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	23
估值与投资建议	24
估值分析	24
投资建议	25
风险提示	27
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图1: 中国铀业历史沿革	5
图2: 中国铀业 IPO 前股权结构	6
图3: 中国铀业 IPO 后股权结构	7
图4: 中国铀业子公司	8
图5: 公司营收及增速	9
图6: 公司归母净利及增速	9
图7: 公司收入结构	9
图8: 公司毛利结构	9
图9: 铀产业链	10
图10: 全球并网、在建核电站容量及数量	11
图11: 分国家铀需求量 (吨)	11
图12: 2022 年铀矿分国家产量 (吨)	12
图13: 二次供应中商业库存供应量 (tU) 及占比	12
图14: 天然铀价格 (美元/磅 U ₃ O ₈)	13
图15: 自产天然铀收入和毛利 (亿元)	13
图16: 自产天然铀收入和毛利占比	13
图17: 海外罗辛铀业产销量等 (吨 U ₃ O ₈)	15
图18: 罗辛铀业净利润	15
图19: 外购天然铀收入和毛利 (亿元)	16
图20: 外购天然铀收入和毛利占比	16
图21: 国际天然铀贸易收入和毛利 (亿元)	17
图22: 国际天然铀贸易收入和毛利占比	17
图23: 放射性共伴生矿产资源综合利用业务收入 (亿元)	17
图24: 放射性共伴生矿产资源综合利用业务毛利率	17
图25: 氯化稀土收入和毛利 (亿元)	18
图26: 氯化稀土产能和产销量 (吨)	18
图27: 四钼酸铵收入和毛利 (亿元)	19
图28: 四钼酸铵产能和产销量 (吨)	19
图29: 可比公司资产负债率	20
图30: 可比公司流动比率	20
图31: 存货周转天数	20
图32: 应收账款周转天数	20
图33: 公司历年销售毛利率、净利率	21
图34: 可比公司毛利率	21
图35: 可比公司净利率	21
图36: 可比公司总资产收益率	22
图37: 可比公司投入资本回报率	22

表1: 公司发行最终战略配售结果	6
表2: 上市募集资金用途	7
表3: 公司主要产品和用途	7
表4: 铀的天然同位素	10
表5: 公司国内铀矿梳理	14
表6: 国内铀矿子公司净利整理和测算	14
表7: 公司国外铀矿梳理	14
表8: 中国铀业业务拆分	22
表9: 未来3年盈利预测表（百万元）	23
表10: 公司盈利预测假设条件（%）	24
表11: 资本成本假设	24
表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	24
表13: 同类公司估值比较（数据截至2026年2月10日收盘）	25

中核集团旗下天然铀稀缺标的

业务聚焦天然铀销售和放射性共伴生矿产资源综合利用

公司归属中核集团，是专注于天然铀和放射性共伴生矿产资源综合利用业务的矿业公司，2024年公司境外自产天然铀2659tU_{0.8}，折金属2255tU，国内产量约为1700tU(USGS2022年数据)，合计3955tU。根据UxC 2025Q2报告，2024年全球共产约61615tU，公司自产矿总量占全球产量6.4%。

公司前身为中核工业物资供销总公司，2009年改制为有限责任公司，至2018年底主要从事境外天然铀资源开发业务；2019年注入国内资产新进氯化稀土业务、同时完成收购罗辛铀业控股权；2021-2023年，公司陆续收购国内铀项目，完成天然铀销售以及放射性共伴生矿产资源综合利用业务整合。2025年12月，公司在深交所主板上市，股票代码001280，募资拟投向多地采铀扩建、水冶技改、独居石综合利用及钽铌新材料项目。

发行人专注于天然铀和放射性共伴生矿产资源综合利用业务的矿业公司，主要从事天然铀资源的采冶、销售及贸易，以及独居石、铀钼等放射性共伴生矿产资源综合利用及产品销售。公司主要产品为天然铀、氯化稀土、四钼酸铵。氯化稀土是稀土氧化物的主要原料，应用于稀土冶炼领域；四钼酸铵是钼深加工产品的重要中间产品，主要应用于钢铁、冶金、化工等行业。独居石综合利用业务由中核资源及其下属子公司开展，铀钼矿综合利用业务由洁源铀业开展。

目前，公司拥有25家控股子公司，其中11家一级控股子公司，8家二级控股子公司，5家三级控股子公司，1家四级控股子公司；此外，公司拥有9家参股公司。

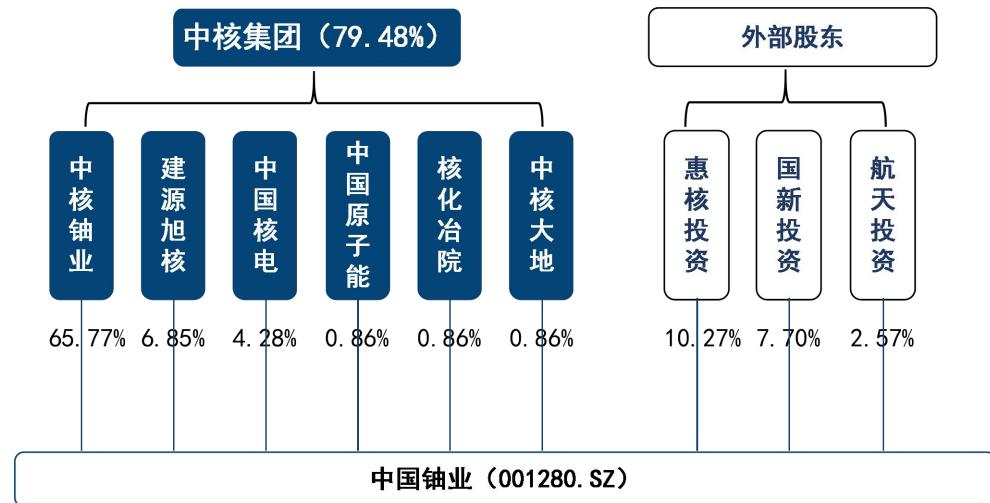
图1：中国铀业历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中核集团天然铀矿业平台，IPO募资主要用于天然铀产能项目

公司控股股东为中核铀业，属中核集团，最终控制人为国资委。公司上市前，股东9家，中核集团为公司的实际控制人，通过系统内6家企业共同持有79.48%的股权。其他3家股东全部为国资背景股东，实力雄厚、结构稳定，产业背景丰富，能够为公司提供良好的公司治理和资源整合能力。

图2: 中国铀业 IPO 前股权结构


资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

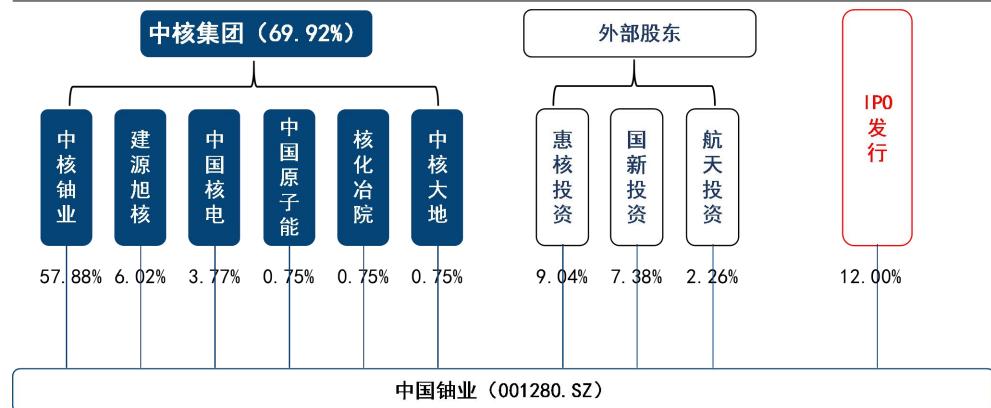
公司 IPO 发行实际募资规模 44.4 亿元，占发行后股本 12%，发行价格为 17.89 元/股，发行数量为 24818.1818 万股，全部用于主营业务相关项目。发行股本 12% 当中的 30% 为战略配售，主要面向与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业，具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业，战略配售存在 12 或 36 个月的限售期，具体名单如下：

表1: 公司发行最终战略配售结果

序号	参与战略配售的投资者名称	参与战略配售的投资者类型	获配股数 (股)	获配股数占本次公开发行数量的比例	获配金额 (元)	限售期 (月)
1	中国核工业集团资本控股有限公司		12,409,095	5.00%	221,998,709.55	36
2	华能核电开发有限公司		12,409,090	5.00%	221,998,620.10	12
3	中国石油集团昆仑资本有限公司	与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业	12,409,090	5.00%	221,998,620.10	12
4	国新投资有限公司	与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业	12,409,090	5.00%	221,998,620.10	12
5	建投投资有限责任公司	与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业	6,204,545	2.50%	110,999,310.05	12
6	中电科投资控股有限公司		6,204,545	2.50%	110,999,310.05	12
7	南方工业资产管理有限责任公司		6,204,545	2.50%	110,999,310.05	12
8	中国国有企业结构调整基金二期股份有限公司	具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业	6,204,545	2.50%	110,999,310.05	12
合计			74,454,545	30.00%	1,331,991,810.05	-

资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

发行后，中核集团合计持有上市公司 69.92%（发行前 79.48%）的股权，惠核投资、国新投资以及航天投资分别持股 9.04%、7.38% 和 2.26%，其余 12% 为 IPO 发行股本。首次发行中 30% 为战略配售，占发行后总股本 3.6%，存在限售期；其余 70% 为网下网上公开发行，占发行后总股本 8.4%，无限售期。

图3: 中国铀业 IPO 后股权结构


资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

本次发行上市募集资金扣除发行费用后，公司用于投资以下项目。实际筹集的募集资金规模44.4亿元，净额（扣除发行费用后）为43.6亿元，超募资金也用于公司主营业务。公司募集资金中21.8亿元用于天然铀产能项目、6.9亿元用于放射性共伴生矿产资源综合利用项目，其余12.3亿元用于补充流动资金。

表2: 上市募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	募集资金投资额(万元)	项目投资期
一、天然铀产能项目	1 中核内蒙古矿业有限公司内蒙古纳岭沟铀矿床原地浸出采铀工程	158,320.02	138,000.00	4年
	2 中核内蒙古矿业有限公司内蒙古巴彦乌拉铀矿床原地浸出采铀二期(芒来矿段)工程	53,749.18	42,000.00	4年
	3 新疆中核天山铀业有限公司七三七、七三九地浸采铀扩建工程	34,928.00	31,000.00	3年
	4 中核韶关锦原铀业有限公司棉花坑矿井三期工程	12,755.55	7,400.00	4年
二、放射性共伴生矿产资源综合利用项目	5 中核洁源铀业有限责任公司水冶综合技改项目	50,083.98	41,800.00	3年
	6 江西共伴生铀资源(独居石)综合利用项目	36,638.10	20,000.00	1年
	7 中核华中新材料有限公司年产1000吨钽铌新材料项目	9,988.68	7,500.00	3年
三、补充流动资金	8 补充流动资金	123,300.00	123,300.00	-
	合计	479,763.51	411,000.00	-

资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

公司产品以天然铀为主

公司专注于天然铀和放射性共伴生矿产资源综合利用业务，报告期内主要从事天然铀资源的采冶、销售及贸易，以及独居石、铀钼、钽铌等放射性共伴生矿产资源综合利用及产品销售。公司天然铀采冶业务和铀钼综合利用的原料分别为铀矿石和铀钼矿石，来源为自有矿山开采；独居石综合利用业务的原料为独居石，钽铌综合利用业务的原料为钽铌矿，来源为对外采购。

表3: 公司主要产品和用途

公司主要产品	用途
天然铀	天然铀产品有重铀酸盐、八氧化三铀两种产品形态。天然铀是保障核能事业发展的主要物质基础，应用于核电及国防等领域
氯化稀土	稀土氧化物的主要原料，应用于稀土冶炼领域

四钼酸铵

钼深加工产品的重要中间产品，主要应用于钢铁、冶金、化工等行业

五氧化二钽/五氧化二铌

钽铌深加工产品的重要中间产品，主要应用于钢铁、电子、航空航天、医疗、超导等多个领域

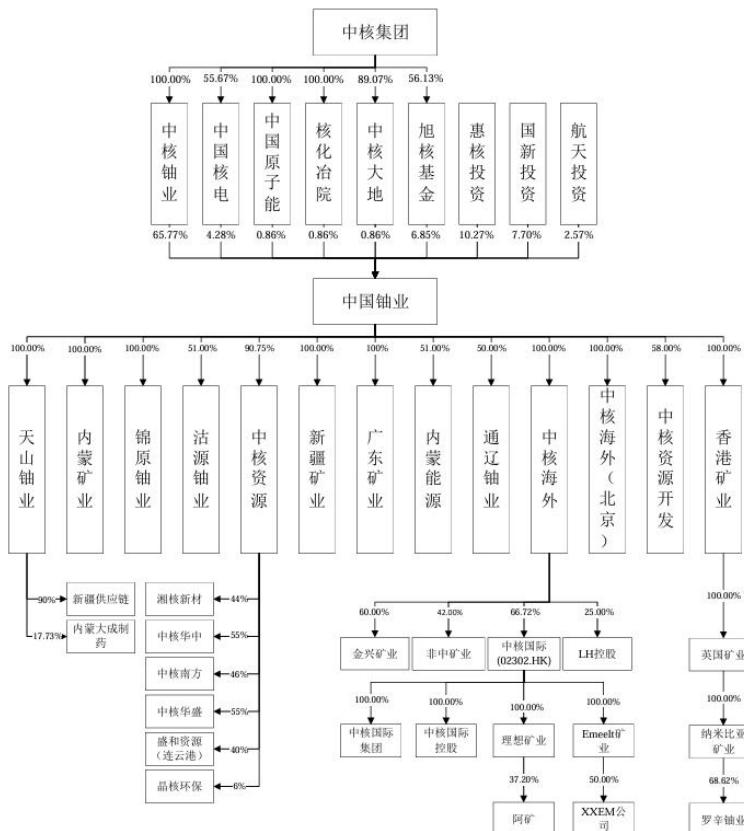
资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

天然铀业务：公司的天然铀业务包括国内外采冶、销售和贸易业务，天然铀产品有重铀酸盐、八氧化三铀两种产品形态。天然铀是保障核能事业发展的重要物质基础，应用于核电及国防等领域。

放射性共伴生矿产资源综合利用业务：公司的放射性共伴生矿产资源综合利用业务包括独居石、铀钼、钽铌等放射性共伴生矿产资源综合利用及产品销售业务，产品主要为氯化稀土、四钼酸铵、五氧化二钽和五氧化二铌，氯化稀土是稀土氧化物的主要原料，应用于稀土冶炼领域；四钼酸铵是钼深加工产品的重要中间产品，主要应用于钢铁、冶金、化工等行业；五氧化二钽和五氧化二铌作为钽铌深加工产品的重要中间产品，主要应用于钢铁、电子、航空航天、医疗、超导等多个领域。

招股书显示，公司拥有 25 家控股子公司，其中 11 家一级控股子公司，8 家二级控股子公司，5 家三级控股子公司，1 家四级控股子公司；此外，公司拥有 9 家参股公司。天山铀业、内蒙矿业、锦原铀业、罗辛铀业主营铀矿山采冶；洁源铀业主营铀钼矿综合利用业务；湘核新材主营独居石综合回收利用；中核华中主营钽铌矿综合回收。

图4：中国铀业子公司



资料来源：WIND，招股书，国信证券经济研究所整理

其中持有矿山资源的天山铀业、罗辛铀业以及聚焦天然铀投资、开发和管理的中核海外为盈利主力单位。2024年公司实现净利润14.6亿元，同比增加15.6%，其中天山铀业实现净利1.3亿元，罗辛铀业实现4.0亿元，中核海外实现盈利3.8亿元。

2024年公司实现营收172.8亿元，同比+16.7%；归母净利14.6亿元，同比+15.6%。2025年上半年实现营收95.5亿元，同比+18.7%；归母净利7.6亿元，同比+7.9%。

图5: 公司营收及增速



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

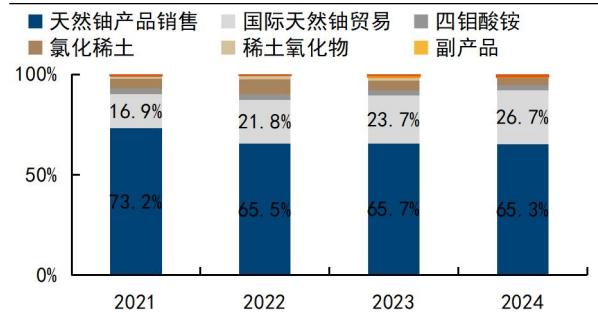
图6: 公司归母净利及增速



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

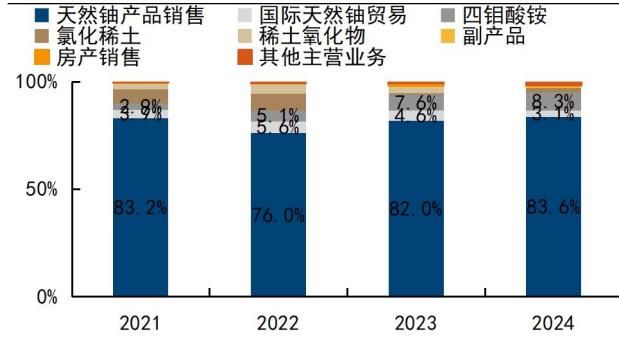
公司的毛利8成以上来自天然铀产品销售，其余来自天然铀贸易以及放射性共伴生矿产资源综合利用业务。2024年天然铀产品销售营收占比65.3%，天然铀国际贸易营收占比26.7%，四钼酸铵产品营收占比2.6%；毛利方面，天然铀产品销售毛利占比83.6%，天然铀国际贸易毛利占比3.1%，四钼酸铵产品毛利占比8.3%。氯化稀土和稀土氧化物营收和毛利占比均较小。

图7: 公司收入结构



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司毛利结构



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

天然铀业务：持铀矿资源，广泛参与国际贸易

公司天然铀业务划分为自产天然铀产品销售业务、外购天然铀产品销售业务和国际天然铀贸易业务。

鉴于国家对于核安全、环保的高度重视，我国政府对核电项目及业主采取核准、发放许可证、执照等方式，对投资主体进入市场进行管理。目前在中国的核电市场上，只有中核集团、中广核集团、国电投集团、华能集团四家公司持有核电运营牌照，能够作为核电项目的运营主体。

公司向中核集团及其下属公司、联营企业 LH 控股之全资子公司 LH 铀业、中核集团下属公司中国核电之合营企业华能昌江核电销售天然铀，构成关联交易。2022-2025H1 公司天然铀的关联销售金额占营业收入比例分别为 67.3%、49.6%、53.3% 和 48.2%。

天然铀需求稳增，供给受限，有望长牛

铀是核裂变的关键原料。天然铀是生产浓缩铀的原料，也可用于生产钚。铀原子序数为 92，原子量为 238，是自然界中能够找到的最重元素。自然界中存在三种铀的同位素，分别是自然丰度为 99.275% 的铀 238、自然丰度为 0.72% 的铀 235 和自然丰度为 0.005% 的铀 234，能用作核电燃料的是铀 235。

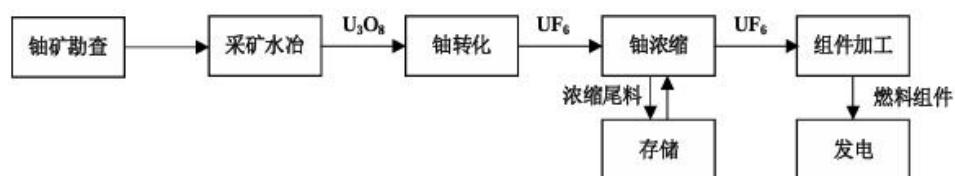
表4: 铀的天然同位素

同位素	自然丰度	原子量	半衰期
238U	99.275%	238.0508	4.51X109a
235U	0.72%	235.0439	7.00X108a
234U	0.005%	234.0409	2.47X105a

资料来源：中国核学会，国信证券经济研究所整理

其从勘查开发到装入核反应堆发电之间需经过多重步骤处理，主要包括：铀勘查、采冶、转化、浓缩、燃料制造及发电，典型产业链结构如下图所示：

图9: 铀产业链



资料来源：招股书，WNA《核燃料报告：2025-2040 年全球需求和供应情景》，国信证券经济研究所整理

轻水堆核电站所需要的铀 235 丰度大约在 3%-5%，压水堆核电站以含铀 235 约 3% 的低浓铀作为燃料，核武器所需要的铀 235 丰度要达到 90% 以上。一公斤铀 235 完全裂变，会损失大约 0.09% 的质量，而释放的能量相当于燃烧 2700 吨优质煤，是全球核电的绝对主力“燃料”。铀除了能发电，还广泛用于各种军事和民用领域。比如，航母和潜艇的铀核反应堆、原子弹和氢弹；铀浓缩过程的副产品贫铀能用来生产贫铀弹和高强度装甲；农业辐照育种、生产人造元素、放射治疗、造影诊断都能用到铀。由于核电需求构成铀金属接近 100% 的需求（军用暂不考虑），

我们着重研究核电领域对铀的需求。

考虑核电建设周期，铀需求将在 2027 年加速释放

按照惯例，一台 1GW 的核电机组一年消耗 180-200 吨天然铀。按照历史需求和并网容量测算，全球的均值大概在 170-180，中国的均值在 200 左右。背后的原因可能受到核电技术、换料周期、容量因子等影响。按照 WNA 数据，截至 2024 年 12 月，全球核电并网容量为 396GW，核电站 439 座，在建容量 71.8GW，在建核电站 66 座；**2024 年全球铀需求量为 67517 吨，其中中国 13132 吨。**

图10: 全球并网、在建核电站容量及数量

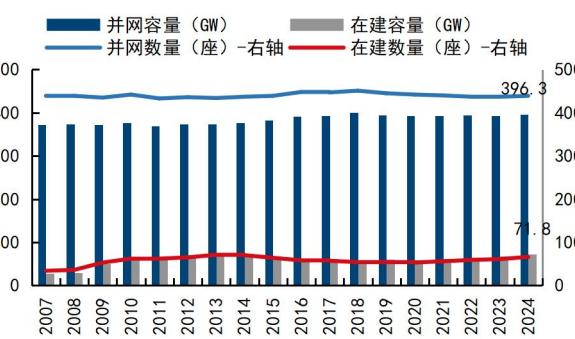
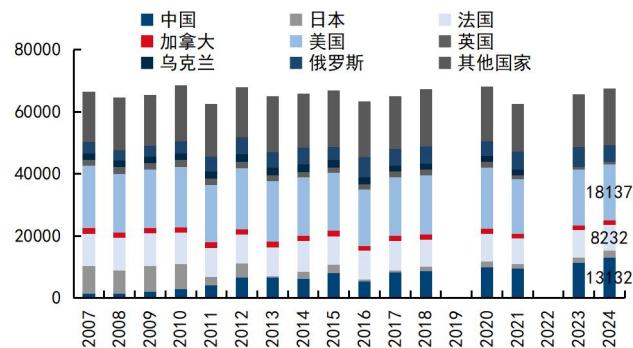


图11: 分国家铀需求量 (吨)



资料来源：Wind，世界核协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，世界核协会，国信证券经济研究所整理

注：2019/2022 年数据缺失

美国：2025 年 5 月，将核能目标提到 2050 年将核能装机容量从 100GW 提高到 400GW，其中美国能源部 (DOE) 将优先“与核能行业合作，促进现有核反应堆的功率提升 5GW，到 2030 年建成 10 座设计完整的新型大型反应堆”。**中国：**在经历 2016-2018 年零核准后，2019 年重启核电核准，2019-2024 年分别核准核电机组 4/4/5/10/10/11 台，核电核准有加速势头。中国核能行业协会预计，2030 年前我国在运核电装机规模有望成为世界第一；2035 年我国核能发电量在总发电量的占比将达到 10% 左右，达到世界平均水平，相比 2024 年我国核电发电占比翻倍；到 2060 年，占比达到 18% 左右，与当前经合组织国家平均水平相当。**日本：**福岛核事故后，日本核电急刹车，2014 年发电量占比归零。出于能源保障考虑，在多数民众反对下，日本仍主张重启核电。2014 年 4 月，日本通过了新的《能源基本计划》，将核能定义为“重要的基荷能源”。从 2015 年 8 月到 2018 年 11 月，恢复重启的核电机组有 9 台之多。2021 年俄乌冲突起始，2022 年东京两次停电，公众对重启核电站的支持率有所上升，能源危机将日本再次推向核能。日本主张重新启用闲置核电站，建设新的反应堆，延长核电站的服役期限到 60 年以上。规划核电站完全重启后，日本核电并网容量有望达到 43GW，铀需求量实现三倍增长。

全球核电在建容量 2018 年触底后逐年提升，按照九年的建设周期，铀需求将在 2027 年开始加速释放。

一次供应复产接近完成，二次供应呈衰减态势

一次供应：是指直接从铀矿山和水冶厂加工生产的铀，供应低迷，核事故之后几乎无新增投资。由于福岛核事故的影响，2019 年之前市场长期处于低迷状态，大量矿山不得不减产、停产应对。2020 年全球铀产量为 47731 吨，为 2010 年以来最

低点，近三年产量有所回升，2022 年全球铀产量达到 49355 吨，中国铀产量达到 1700 吨。结构上，2022 年哈萨克斯坦铀产量 21227 吨（43%），加拿大、纳米比亚、澳大利亚分别产铀 7351 吨（15%）、5613 吨（11%）、4553 吨（9%）。根据 WNA 数据，2023 年按生产商划分，前五大生产商为 KAP、Orano、Cameco、CGN 和 Uranium One，约占全球的 69%。根据 UxC 2025Q2 报告，2024 年全球共产约 61615 吨铀。根据整理，雪茄湖铀矿今年复产结束，麦克阿瑟湖、兰格海因里希铀矿等复产接近尾声，后续可见增量较小。

二次供应：WNA 对铀市场二次供应的定义是，俄罗斯政府库存、美国政府库存、西方浓缩厂商欠料供应、企业商业库存、铀钚混合氧化物燃料 (MOX) 和后处理回收铀，他们是过去补充一次供应与需求缺口的主要来源。据 UxC 数据，商业库存作为二次供应在 2021 年达到峰值 65 百万磅 U₃O₈（折 2.5 万吨，占比 29%）下降到 2024 年的 18 百万磅 U₃O₈（折 6923 吨，占比 9%），此后逐年减少。根据 WNA 数据，2013 年美、俄高浓铀协议结束后，目前的二次供应水平呈下降趋势，目前为每年万吨左右，到 2040 年预计将降至约 6000-7000 吨铀/年。

图12: 2022 年铀矿分国家产量（吨）

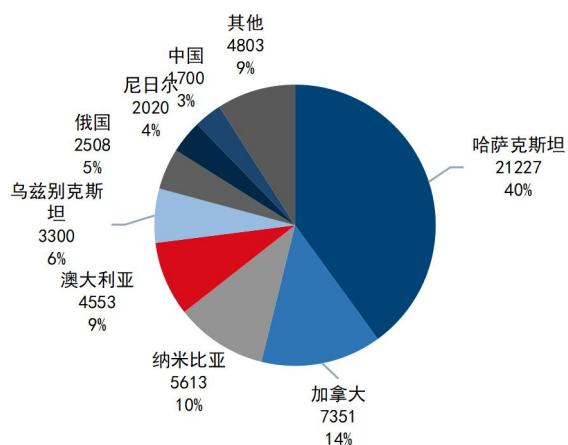
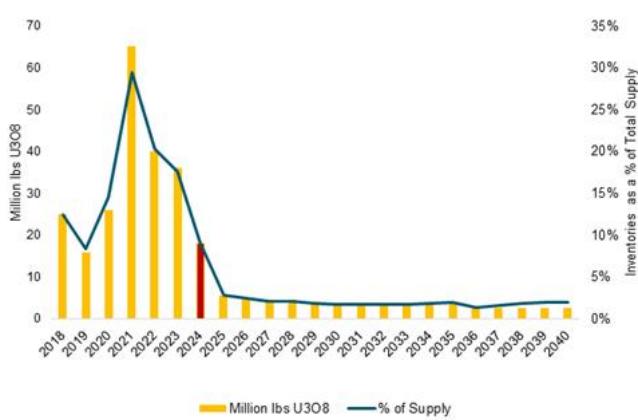


图13: 二次供应中商业库存供应量（tU）及占比

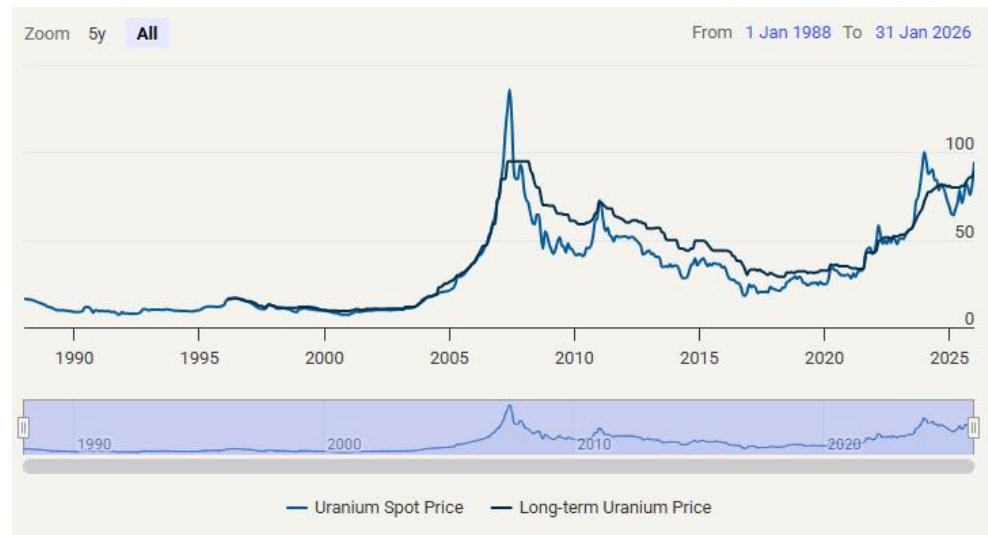


资料来源：iFinD，世界核协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：UxC, Uranium Market Outlook Q1 2024, 国信证券经济研究所整理

供需矛盾逐步显现，长协价格持续上涨

福岛事故后矿山资本开支长期不足。在此情况下，2021 年 7 月，SPUT 等实物铀信托基金成立，通过持续买入推高现货价格，价格稳定在 50 美元/磅；2023 年中开始，尼日尔政变等加剧供应担忧；COP28 “三倍核能”宣言等强化了核电长期需求预期，供需刺激下，现货价格最高冲破 100 美元/磅后回落，目前报价在 86 美元/磅，而更能反应供需基本面的长协价格持续攀升，目前已升至 89 美元/磅。

图14: 天然铀价格 (美元/磅 U_3O_8)


资料来源: Cameco, 国信证券经济研究所整理

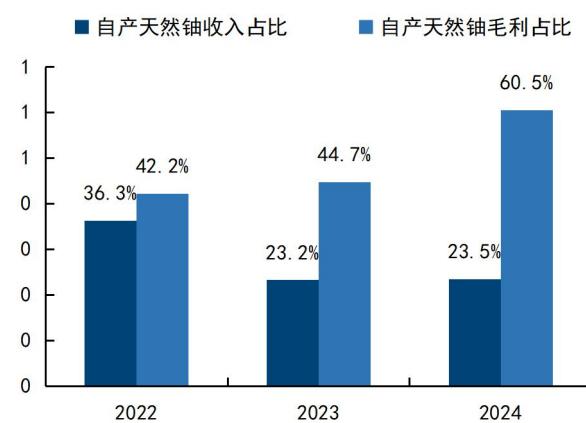
自产天然铀业务: 核心业务, 毛利占比超六成

自产天然铀产品主要包括境内生产单位自产天然铀和境外生产单位罗辛铀业自产天然铀, 主要用于境内核电和国防领域。境内自产天然铀的业务订单主要来自于中核集团等; 罗辛铀业自产天然铀的业务订单主要来自于中国铀业并通过中国铀业向境内客户以及新加坡力拓等客户销售。公司与中国核电等主要客户签订了长期天然铀供应协议, 主要采取固定价和行业公认的两家咨询机构 (UxC 公司、Trade Tech 公司) 定期发布的 U_3O_8 价格相结合的定价机制。除上述长贸模式外, 公司还签署了少量零星天然铀销售协议, 亦主要采取固定价或参照 UxC 公司、Trade Tech 公司定期发布的 U308 价格的市场定价机制。

从结构上看, 自产天然铀 2024 年收入占比 23.5%, 毛利占比高达 60.5%, 是公司利润主要来源; 自产天然铀业务毛利率持续抬升, 2024 年达到 41.3%。

图15: 自产天然铀收入和毛利 (亿元)


资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图16: 自产天然铀收入和毛利占比


资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

公司在国内天然铀产业中具有主导地位

公司是国内天然铀资源开发的专营企业，在国内天然铀产业中具有主导地位。公司拥有 17 宗国内天然铀或铀钼矿采矿权，均坐落在国内已探明天然铀资源丰富和优质的地区，公司国内天然铀资源控制量丰富，区位布局优势明显。公司负责国内天然铀开发的公司主要有全资子公司天山铀业、内蒙矿业、锦原铀业以及合营公司通辽铀业（中国铀业持股 50.00%，辽河石油勘探局有限公司持股 50.00%）。

表5: 公司国内铀矿梳理

序号	单位名称	权益比例	在产矿山	核心技术	矿山类型	生产方式
1	天山铀业	100%	库捷尔太铀矿	C02+02 地浸采铀技术、酸法地浸采铀技术	砂岩	地浸
			扎吉斯坦铀矿			
			蒙其古尔铀矿			
2	锦原铀业	100%	棉花坑铀矿	硬岩铀矿开发技术	硬岩	地下开采-堆浸
3	内蒙矿业	100%	巴彦乌拉铀矿	酸法地浸采铀技术	砂岩	地浸
4	通辽铀业	50%	钱家店铀矿	C02+02 地浸采铀技术	砂岩	地浸

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

产量方面，公司对国内天然铀产品的储量、产量等信息申请了豁免披露。参考美国地质调查局数据，国内年铀矿总产量为 1700 吨。盈利方面，招股书披露四家子公司 2024 以及 2025H1 盈利情况，考虑权益比例计算对归母净利贡献，2024 年四家国内铀矿子公司贡献约 2.2 亿净利。

表6: 国内铀矿子公司净利整理和测算

	净利润（万元）	2024	2025H1
天山铀业	13193	3401	
内蒙矿业	329	315	
锦原铀业	154	(6137)	
通辽铀业	15727	6213	
境内铀矿子公司对公司归母净利贡献-测算	21539	685	

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

公司持有海外单体较大罗辛铀矿

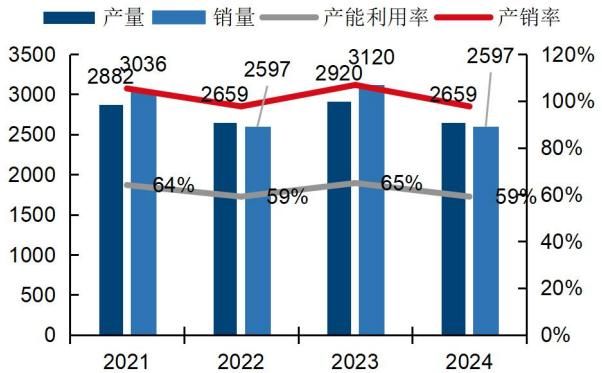
公司子公司罗辛铀业运营纳米比亚罗辛铀矿，从事境外天然铀采冶业务，公司间接持股罗辛铀业 68.62%。罗辛铀矿年产能 4500 吨 U₃O₈（折金属 3816 吨）。罗辛铀业的开采计划已由 2026 年延长至 2036 年，有助于保障公司的天然铀供应能力。

表7: 公司国外铀矿梳理

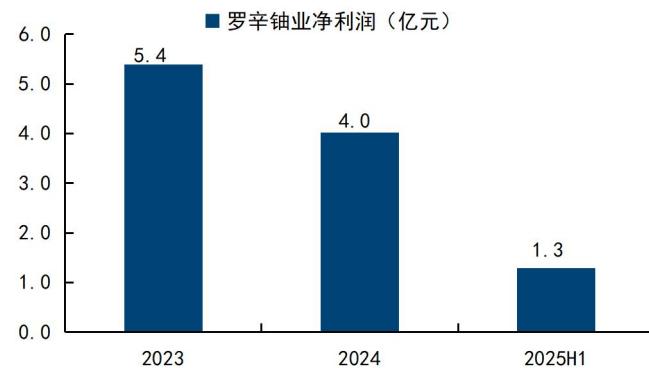
序号	单位名称	权益比例	在产矿山	核心技术	矿山类型	生产方式	产能
1	罗辛铀业	68.62%	ML-28	硬岩铀矿开发技术	硬岩	露天开采-搅拌浸出	4500 吨 U ₃ O ₈ (折金属 3816 吨)

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

产量方面，2021-2024 年产量分别为 2882 吨/2659 吨/2920 吨以及 2659 吨。盈利方面，罗辛铀业 2024 年实现盈利 4 亿元，考虑权益比例（68.62%）计算对归母净利贡献，2024 年罗辛铀矿贡献约 2.8 亿归母净利。根据销量以及净利润计算，罗辛铀业 2023-2024 年单位净利分别为 20.3 万元/吨，18.2 万元/吨铀；单位销售价格为 94 万元/吨。108 万元/吨铀。

图17: 海外罗辛铀业产销量等 (吨 U₃O₈)


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图18: 罗辛铀业净利润


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

外购天然铀业务：自产天然铀的战略补充

公司开展外购天然铀产品销售业务指公司对外采购实物天然铀产品并进行销售的业务，系受限于自有矿山的储量及产能利用率，在自产供货量不能满足客户需求的情况下，通过外购天然铀作为补充以保障对下游客户的供应；具体包括①向境内客户销售外购天然铀、②销售天然铀并部分购回业务。外购天然铀作为自产天然铀的战略补充，本质上仍是为了保障下游核电站的供应及匹配核燃料加工需求。公司统筹规划自产及外购天然铀安排，并将自产及外购天然铀进行一体化管理，以保障对下游客户的供应。

①向境内客户销售外购天然铀：向境内客户销售外购天然铀面向国内核电客户需求，业务订单主要来自于中国核电等，定价模式同自产天然铀产品销售业务。

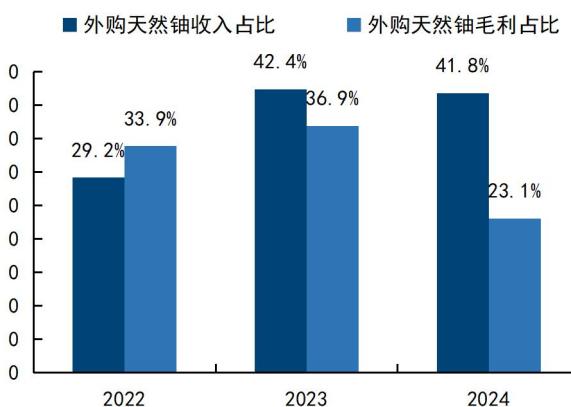
②销售天然铀并部分购回业务：为保障核电加工企业单位 A 的天然铀需求而开展。该业务背景为境外客户采用向单位 A 采购核燃料加工服务并在境外转化厂向其交付天然铀的模式，为完成核燃料加工，单位 A 需要先向公司采购天然铀用于加工生产核燃料，待将核燃料出口并交付境外客户后，将境外客户在境外转化厂返还的天然铀销售回给公司，公司因此形成了向单位 A 销售天然铀并部分购回业务（即差额销售部分）。针对在境外转化厂购回的天然铀，公司在境外转化厂销售给其他境外客户从而实现销售（即购回后再销售部分）。

公司外购天然铀产品销售业务实现的销售收入整体呈增长趋势，主要变动原因包括：①2022-2024 年用于补充供应的外购天然铀产品销售数量持续增长，同时天然铀市场价格整体持续上涨，综合导致外购天然铀产品销售收入增长；②公司自 2023 年起开展销售天然铀并部分购回业务，2023、2024、2025H1，差额销售部分及购回后再销售部分合计分别实现 5.1 亿元、18.0 亿元和 1.0 亿元收入。

从结构上看，外购天然铀 2024 年收入占比 41.8%，毛利占比达 23.1%，是公司利润主要第二大来源；外购天然铀业务毛利率持续抬升，2024 年达到 41.3%。

图19: 外购天然铀收入和毛利 (亿元)


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图20: 外购天然铀收入和毛利占比


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

国际天然铀贸易业务：提升产业参与度

公司国际天然铀贸易业务指购销均在境外转化厂的参考天然铀现货市场价格定价的外购天然铀贸易销售。公司开展国际天然铀贸易业务的目的是围绕公司生产经营和发展规划，提高国际天然铀行业市场地位，增强对天然铀市场价格走势的判断力、议价能力和影响力，提升公司在行业价值链中的参与度和公司综合实力，符合国际天然铀市场特点和行业惯例。

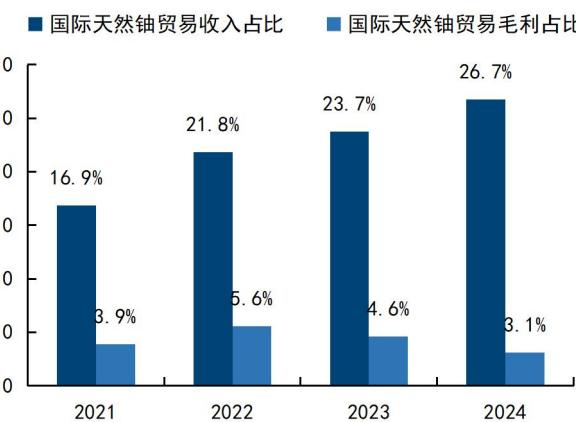
公司国际天然铀贸易业务的客户包括天然铀生产商或供应商、贸易商、投资机构等。定价主要参考行业公认的两家咨询机构（UxC 公司、Trade Tech 公司）定期发布的 U_3O_8 价格进行定价。

公司天然铀业务主要采取转化厂交付方式。转化厂是将天然铀产品通过化工工艺转化为六氟化铀的工厂，天然铀转化为六氟化铀后，方可通过后续的浓缩和燃料组件制造环节供应核电反应堆使用，卡梅科、ConverDyn、欧安诺、Rosatom 和中核集团下属转化厂满足了全球主要的天然铀转化需求。对于境内客户，中国铀业主要在国内转化厂完成交付，国内转化厂由中核集团运营；对于境外客户，中国铀业主要在卡梅科、ConverDyn、欧安诺等三家国际转化厂完成交付。通过转化厂开展天然铀交易是国际通行交易方式，全球市场参与者可以在三家转化厂卡梅科、ConverDyn、欧安诺开立天然铀专用账户，进行天然铀的存储和交易，每笔天然铀交易完成时，转化厂出具该笔天然铀交易标的权属转移的单据，确认权属转移。

从结构上看，国际天然铀贸易业务 2024 年收入占比 26.7%，毛利仅为 3.1%；国际天然铀贸易业务毛利率偏低，2024 年实现 1.9%。

图21: 国际天然铀贸易收入和毛利 (亿元)


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

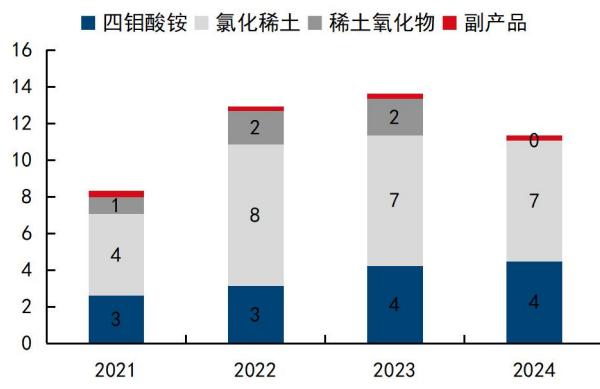
图22: 国际天然铀贸易收入和毛利占比


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

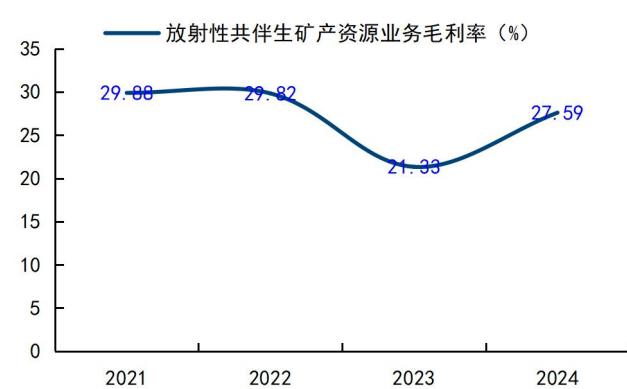
放射性共伴生矿产资源综合利用业务：聚焦独居石、铀钼和钽铌处理

公司的放射性共伴生矿产资源综合利用业务包括独居石、铀钼、钽铌等放射性共伴生矿产资源综合利用及产品销售业务，产品主要为氯化稀土、四钼酸铵、五氧化二钽和五氧化二铌。氯化稀土是稀土氧化物的主要原料，应用于稀土冶炼领域；四钼酸铵是钼深加工产品的重要中间产品，主要应用于钢铁、冶金、化工等行业；五氧化二钽和五氧化二铌作为钽铌深加工产品的重要中间产品，主要应用于钢铁、电子、航空航天、医疗、超导等多个领域。

放射性共伴生矿产综合利用业务整体毛利较高，占比较低（2024年及之前包括四钼酸铵、氯化稀土、稀土氧化物和副产品，2025年上半年新开展钽铌综合回收利用）。2024年业务实现营业收入11.33亿元，占营收比6.6%；实现毛利3.1亿元，占毛利比11.3%，实现毛利率27.59%。

图23: 放射性共伴生矿产资源综合利用业务收入 (亿元)


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图24: 放射性共伴生矿产资源综合利用业务毛利率


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

洁源铀业主营铀钼矿综合利用业务；湘核新材主营独居石综合回收利用；中核华

中主营钽铌矿综合回收。

独居石综合利用：湘核新材业务，产出氯化稀土产品

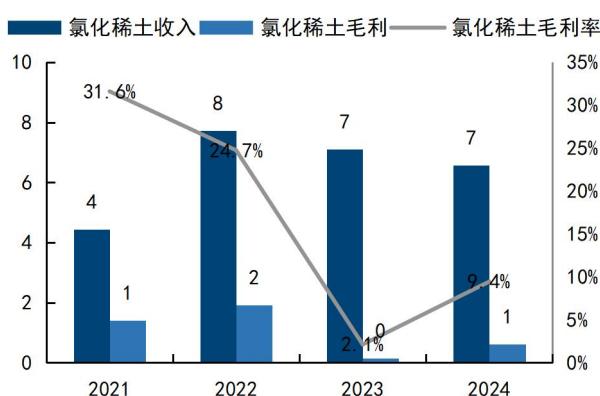
公司拥有独居石资源综合利用技术。从独居石精矿和独居石优溶渣中冶炼分离铀、钍和稀土的工艺技术，实现铀、钍、稀土等有价资源回收率大于95%。独居石又名磷铈镧矿，矿物成分中稀土氧化物含量可达50%-68%，呈黄褐色、棕色、红色，间或有绿色，半透明至透明，具有强玻璃光泽。公司独居石原材料来自外购。独居石业务营收部分计入氯化稀土业务、部分计入副产品（磷酸三钠/碳酸稀土）。

公司从事的独居石综合利用生产氯化稀土业务位于上游稀土矿采冶和中游稀土分离加工环节之间。稀土指化学周期表中包括钪、钇及镧系元素在内的17种元素。目前世界上已发现的重要稀土矿物主要有磷酸盐和氟碳酸盐两类。作为重要金属矿产资源，稀土以其优异的磁、光、电性能，广泛应用于新能源、新材料等领域，被誉为“现代工业维生素”。**稀土产业链：资源开采—冶炼分离—功能材料—终端应用—循环利用**，上游为稀土矿的开采和冶炼；中游为稀土矿的分离加工，生成氯化稀土、稀土氧化物、稀土化合物、稀土中间金属及单一稀土金属等产品；下游环节为稀土精深加工，制备稀土磁性材料、稀土催化材料、稀土储氢材料、稀土抛光材料、稀土发光材料等各类稀土材料，最终应用于新能源等终端领域。

公司对外购的独居石进行加工，产出氯化稀土，生产过程中还会同步产出磷酸三钠、碳酸稀土等副产品。从结构上看，氯化稀土业务2024年收入占比3.8%（6.6亿元），毛利仅为2.2%（0.6亿元）；氯化稀土业务毛利率波动较大，2024年实现9.4%，氯化稀土销售毛利率的变化主要系稀土市场整体价格的频繁涨跌波动，以及生产加工周期导致的单位成本结转相对于市场价格存在滞后性综合所致。在考虑氯化稀土的相关副产品后公司2022-2025H1氯化稀土及其副产品业务的综合毛利率分别为18.57%、12.25%、5.22%和26.06%。

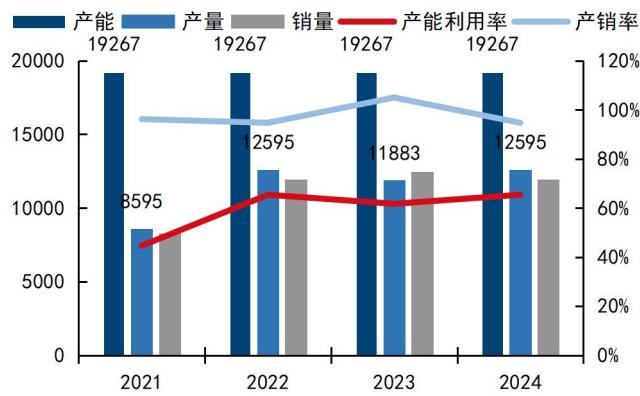
产能产量方面，氯化稀土产能19267吨，近三年产量在1.2万吨左右，产能利用率约60%，产销平衡。

图25: 氯化稀土收入和毛利（亿元）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图26: 氯化稀土产能和产销量（吨）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

铀钼伴生矿综合利用：洁源铀业业务，产出四钼酸铵产品

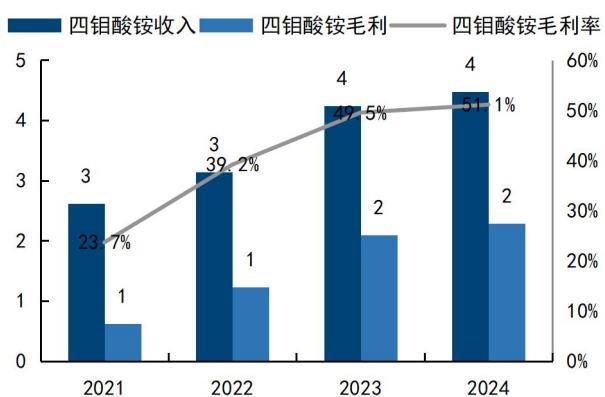
公司拥有含铀多金属矿综合回收技术。不可选铀钼矿石氧化共浸出技术：铀钼原矿直接氧化硫酸浸出工艺，实现了铀钼共生原矿的高效浸出，铀浸出率大于90%，钼的浸出率大于85%。单一萃取剂铀钼分步萃取分离技术：N235-TBP萃取体系铀钼分步萃取工艺，解决了复杂体系下铀钼分离的难题。公司铀钼矿石原材料来自有矿山。铀钼综合利用业务营收计入四钼酸铵。

公司从事的铀钼综合利用生产四钼酸铵业务位于中游钼化工品加工环节。钼属于稀有有色金属，化学性质比较稳定，属于优质合金元素。钼及其化合物广泛应用于钢铁、石化、国防材料、核能发电、电子产品及发光材料等，应用渗透到工业的各个领域。钼产业链：钼矿石开采及选冶—钼铁/钼金属产品/钼化工品加工—特钢等终端应用，上游为钼矿石开采及选冶，中游为中间产品加工，包括钼铁、钼金属产品、钼酸铵等钼化工品加工，下游为特钢、石化等应用产业。

公司的四钼酸铵产品主要由子公司洁源铀业对自有的铀钼矿石加工而成。从结构上看，四钼酸铵业务2024年收入占比2.6%（4.5亿元），毛利占比8.3%（2.3亿元）；四钼酸铵业务毛利率波动较大，2024年实现51.1%，四钼酸铵产品的销售价格随着市场价格同步变动，各年的单位成本则保持相对稳定，进而带来毛利率波动。

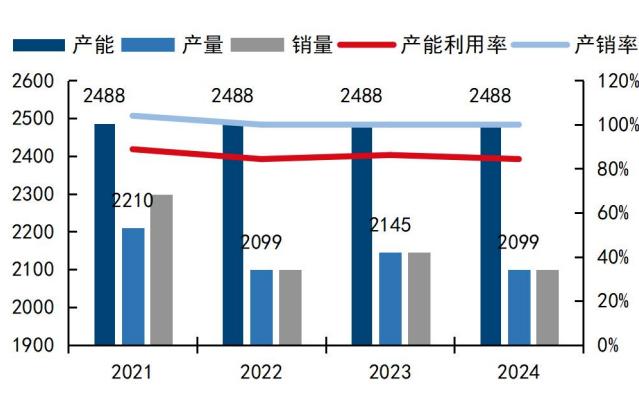
产能产量方面，四钼酸铵产能2488吨，近三年产量在2000吨左右，产能利用率约85%，产销平衡。

图27：四钼酸铵收入和毛利（亿元）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图28：四钼酸铵产能和产销量（吨）



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

钽铌矿综合利用：中核华中业务，产出钽铌产品

公司拥有钽铌矿资源综合回收技术，从钽铌矿和钽铌渣中综合回收钽、铌等金属的工艺技术，工艺过程含氟废水深度处理等技术。公司钽铌矿原材料来自外购。钽铌矿综合利用业务营收部分计入氧化钽铌业务、部分计入副产品（硫酸铵等）。

公司从事的钽铌矿综合利用生产五氧化二钽和五氧化二铌业务位于中游冶炼加工环节。钽铌属于稀有有色金属，地壳中分布较少，广泛应用于钢铁、电子、航空航天、医疗、超导等行业。钽铌产业链：钽铌矿开采—湿法产品/火法产品—电容器、靶材、钢铁等直接应用—航空航天、电子、超导、医疗等终端应用，上游为钽铌矿石的开采；中游为矿石冶炼加工，主要包括湿法冶炼产品、火法冶炼等环节，湿法冶炼生产出氧化钽、氧化铌、氟钽酸钾等初级产品，通过火法冶炼进一步加工为钽粉、铌粉、钽条、铌条等火法产品。火法产品可以进一步用来生产电容器、靶材、滤波器、半导体、特种合金等产品，从而最终应用在航空航天、军工、医疗、电子设备、超导、特种设备等终端领域。

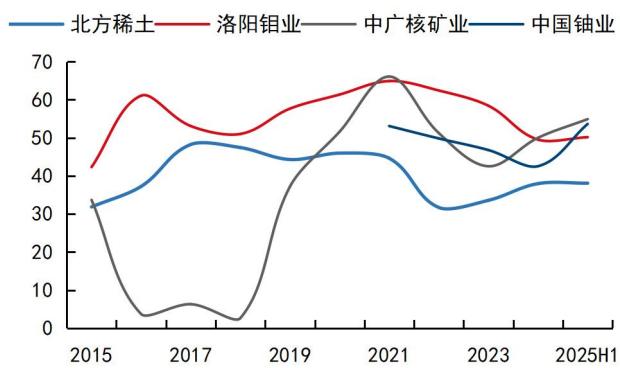
五氧化二钽与五氧化二铌的生产过程中会同步产出硫酸铵等副产品。五氧化二钽与五氧化二铌为公司2025年的新销售产品，其销售价格主要受钽铌市场价格波动的影响，2025年上半年实现毛利率3.74%，主要系该业务尚处于开展初期，生产规模较小且产能利用率较低导致产品的单位成本相对较高。

财务分析

资本结构及偿债能力分析

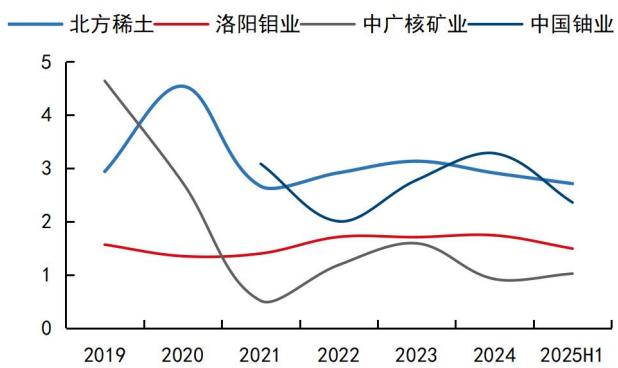
通过对公司资产负债结构、经营效率、偿债能力、盈利能力、成长性进行分析，我们认为公司资产负债结构较好、盈利能力强、成长性较好。2024年公司资产负债率53.6%，有息负债率26.2%；资产负债率整体比同类公司稍高，且近几年处于下降过程中。2022-2024年，公司资产负债率呈逐年下降趋势，主要系公司经营规模不断扩大，盈利能力持续提升，经营性现金流入稳定；同时公司资本结构持续优化，具备充足的债务偿还能力。2025年上半年公司资产负债率上升，主要系当期新增借款较多所致。2024年公司流动比率2.36、速动比率1.39，均处于同业中较高水平；2025Q3权益乘数2.08。

图29: 可比公司资产负债率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 可比公司流动比率

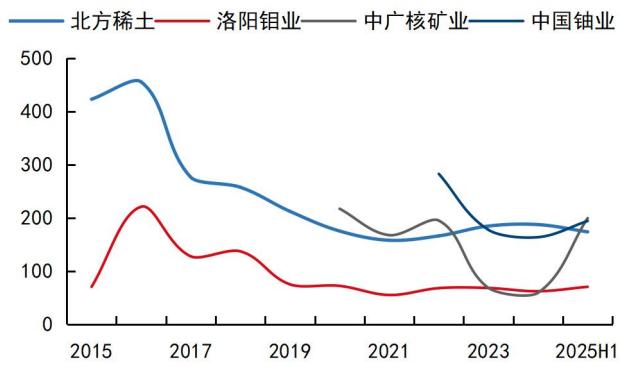


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营效率分析

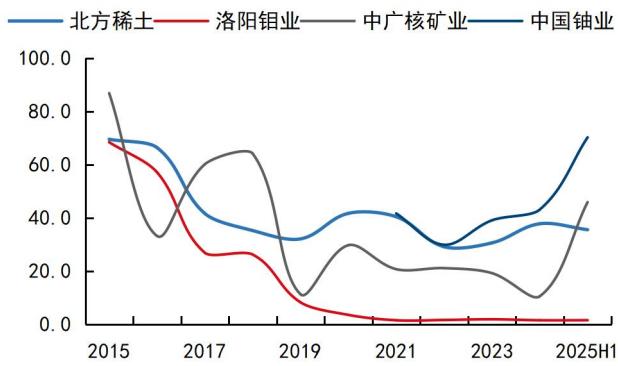
2024年公司总资产周转率0.9，略优于同业，存货周转率2.2，应收账款周转率8.4，对应周转天数分别为415/164/43天，处于行业较低水平。主要系公司贸易业务收入占比相对较低；可比公司中广核矿业、洛阳钼业的贸易类业务收入占营业收入的比重相对较高；由于贸易类业务普遍具有存货周转快、回款速度快等特点，导致可比公司中广核矿业及洛阳钼业应收账款周转率相对高于公司。

图31: 存货周转天数



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 应收账款周转天数

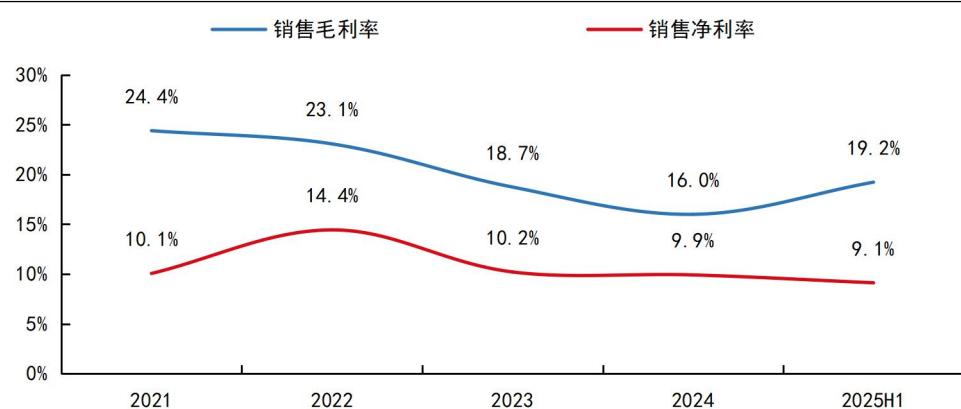


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

2024年公司毛利率、净利润率分别为16.0%、9.9%，公司核心业务自产天然铀产品销售业务的毛利率主要受天然铀市场价格、主要生产消耗物资市场价格、维修支出计划、境内外铀矿资源开采情况等因素影响。

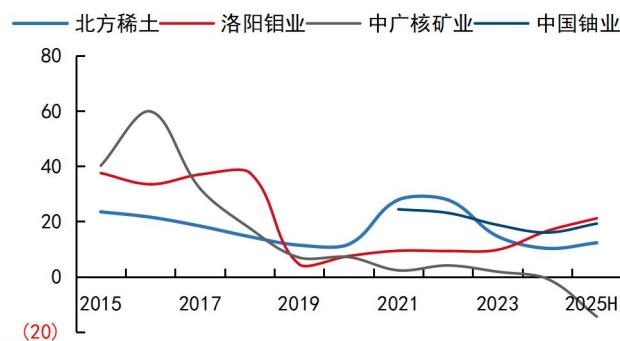
图33: 公司历年销售毛利率、净利率



资料来源:WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

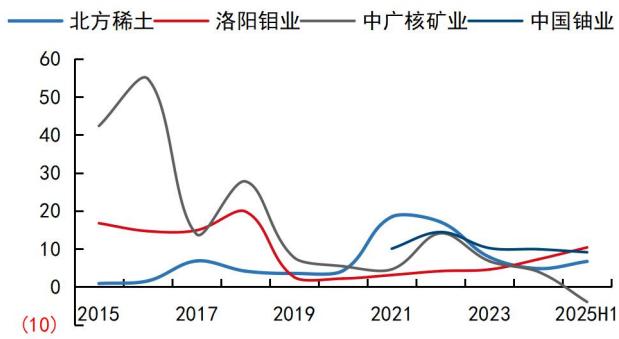
2024公司净资产收益率为6.9%，总资产收益率5.0%，投入资本回报率(ROIC)5.1%。综合比较而言，公司的盈利能力领先同业。

图34: 可比公司毛利率

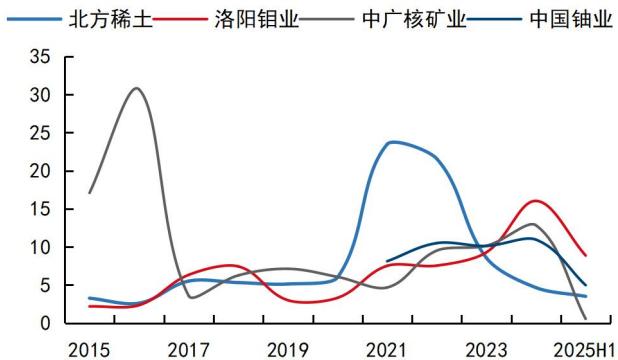


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

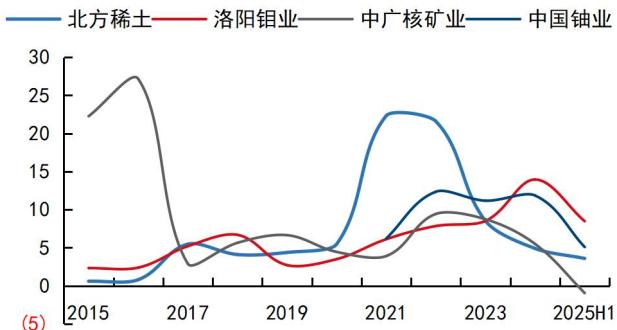
图35: 可比公司净利率



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 可比公司总资产收益率


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 可比公司投入资本回报率


资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司收入和利润规模增稳健增长, 2022-2024 年公司收入复合增速 28. 1%, 归母净利 CAGR4. 6%, 2024 年每股收益 0. 80 元, 每股净资产 5. 86 元。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

按假设前提, 我们预计公司未来 3 年年归母净利润 16. 6/34. 9/48. 7 亿元, 增速分别为 14%/110%/40%。每股收益分别为 0. 91/1. 92/2. 68 元

天然铀产品销售业务:

自产天然铀业务: 根据募投项目建设周期, 我们预计 2025-2027 年公司自产天然铀销量分别为 3755/4255/5255 吨铀 (境内+境外)。价格方面, 2024 年公司披露的天然铀商用价格为 123. 4 万元/吨, 考虑到行业价格今年同比小幅下降, 需求将在 2027 年加速释放, 以及行业存在 1-2 年的提前囤货周期, 我们预期天然铀价格有望迎来上涨趋势。行业 2024 年现货均价约为 85 美元/磅, 折 160 万元/吨, 而公司披露的 2024 年商用天然铀销售价格为 123. 4 万元/吨, 与现货价格存在一定差异, 结合行业价格走势判断, 我们假设 2025-2027 年公司商用产品销售价格分别为 120/180/200 万元/吨。我们预计自产天然铀业务 2025-2027 年营收为 43. 2/73. 4/100. 8 亿元, 毛利率为 38%/57%/60%, 对应毛利 16. 3/42. 1/60. 9 亿元。

外购天然铀业务: 2025 年度, 根据中国核电的年度采购计划, 公司对其销售天然铀产品的数量同比增加, 考虑到核电持续放量, 基于未来三年外购天然铀 10% 的业务增速。我们预计外购天然铀业务 2025-2027 年营收为 79. 5/87. 4/96. 1 亿元, 毛利率维持 9%, 对应毛利 7. 7/8. 5 亿元。

国际天然铀贸易: 我们预计国际天然铀贸易业务 2025-2027 年营收为 50. 8/55. 9/61. 5 亿元, 毛利率维持 4%, 对应毛利 2. 0/2. 2/2. 5 亿元。

放射性共伴生矿产资源业务: 结合募投项目进度, 我们预计放射性共伴生矿产资源业务 2025-2027 年营收为 10. 4/10. 9/11. 5 亿元, 毛利率为 34. 2%/34. 3%/34. 3%, 对应毛利 3. 5/3. 7/3. 9 亿元。

表8: 中国铀业业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
天然铀					

收入 (亿元)	132. 4	159. 0	173. 5	216. 7	258. 4
增速	43. 94%	20. 12%	9. 12%	24. 93%	19. 22%
毛利 (亿元)	24. 0	24. 0	25. 4	52. 0	71. 8
增速	21. 08%	-0. 21%	5. 89%	105. 00%	38. 06%
毛利率	18. 14%	15. 07%	14. 62%	24. 00%	27. 79%
天然铀产品销售-自产					
收入 (亿元)	34. 4	40. 5	43. 2	73. 4	100. 8
增速	-10. 14%	17. 97%	6. 56%	69. 97%	37. 23%
毛利 (亿元)	12. 4	16. 7	16. 3	42. 1	60. 9
增速	21. 01%	34. 88%	-2. 39%	157. 66%	44. 70%
毛利率	36. 08%	41. 25%	37. 79%	57. 28%	60. 40%
天然铀产品销售-外购					
收入 (亿元)	62. 7	72. 2	79. 5	87. 4	96. 1
增速	104. 13%	15. 11%	10. 00%	10. 00%	10. 00%
毛利 (亿元)	10. 2	6. 4	7. 0	7. 7	8. 5
增速	24. 22%	-37. 67%	10. 00%	10. 00%	10. 00%
毛利率	16. 30%	8. 83%	8. 83%	8. 83%	8. 83%
天然铀产品销售-国际贸易					
收入 (亿元)	35. 1	46. 2	50. 8	55. 9	61. 5
增速	52. 98%	31. 50%	10. 00%	10. 00%	10. 00%
毛利 (亿元)	1. 3	0. 9	2. 0	2. 2	2. 5
增速	-5. 19%	-32. 81%	136. 42%	10. 00%	10. 00%
毛利率	3. 64%	1. 86%	4. 00%	4. 00%	4. 00%
放射性共伴生矿产资源业务					
收入 (亿元)	13. 6	11. 3	10. 4	10. 9	11. 5
增速	5. 34%	-16. 81%	-8. 46%	5. 15%	5. 16%
毛利 (亿元)	3. 2	3. 1	3. 5	3. 7	3. 9
增速	-24. 88%	-3. 10%	13. 30%	5. 34%	5. 36%
毛利率	23. 72%	27. 63%	34. 19%	34. 26%	34. 32%
房产销售等其他业务汇总					
收入 (亿元)	2. 0	2. 5	2. 7	3. 0	3. 3
增速	325. 00%	22. 06%	10. 00%	10. 00%	10. 00%
毛利 (亿元)	0. 5	0. 6	0. 6	0. 7	0. 7
增速	172. 22%	14. 29%	10. 00%	10. 00%	10. 00%
毛利率	24. 02%	22. 49%	22. 49%	22. 49%	22. 49%
合计					
总营收 (亿元)	148. 0	172. 8	186. 6	230. 7	273. 2
增速	40. 48%	16. 75%	7. 98%	23. 62%	18. 44%
毛利 (亿元)	27. 7	27. 7	29. 5	56. 4	76. 5
增速	14. 07%	-0. 29%	6. 81%	91. 06%	35. 56%
毛利率	18. 74%	16. 00%	15. 83%	24. 46%	28. 00%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收187/231/273亿元, 同比+7. 98%/23. 62%/18. 44%, 毛利率15. 83%/14. 46/28. 00%, 毛利29. 5/56. 4/76. 5亿元, 同比+6. 81%/91. 06%/35. 56%。毛利率提升主要系核电行业高景气度下预期天然铀价格持续抬升。

未来3年业绩预测

表9: 未来3年盈利预测表 (百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17279	18659	23066	27319
营业成本	14515	15706	17423	19670
销售费用	27	24	30	36

管理费用	630	575	707	835
财务费用	113	24	30	36
营业利润	2196	2268	4764	6651
利润总额	2161	2270	4766	6653
归属于母公司净利润	1458	1663	3492	4874
EPS	0.80	0.91	1.92	2.68
ROE	13.7%	13.8%	23.2%	25.4%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2025-2027 年收入分别为 187/231/273 亿元, 归属母公司净利润 16.6/34.9/48.7 亿元, 增速分别为 14%/110%/40%。每股收益分别为 0.91/1.92/2.68 元。

估值与投资建议

估值分析

公司股票合理估值区间在 108.3-120.9 元/股, 维持“优于大市”评级。

绝对估值: 63.2-120.9 元/股

未来 10 年估值假设条件见下表:

表10: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	7.99%	23.62%	18.44%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本/营业收入	84.17%	75.54%	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%
管理费用/营业收入	3.00%	3.00%	3.00%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
销售费用/销售收入	0.13%	0.13%	0.13%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
营业税及附加/营业收入	0.60%	0.60%	0.60%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表11: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2853	T	15.00%
无风险利率	1.84%	Ka	6.34%
股票风险溢价	3.50%	有杠杆 Beta	1.31
公司股价 (元)	92.59	Ke	6.42%
发行在外股数 (百万)	1820	E/(D+E)	98.00%
股票市值 (E, 百万元)	168514	D/(D+E)	2.00%
债务总额 (D, 百万元)	3442	WACC	6.36%
Kd	4.00%	永续增长率 (10 年后)	1.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司目标股价区间为 63.2-120.9 元/股。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		4.4%	5.4%	6.36%	7.4%	8.4%
永续 增长 率变 化	3.0%	368.79	204.59	138.58	103.11	81.07
	2.0%	222.27	150.25	111.58	87.56	71.27
	1.0%	163.06	120.86	94.67	76.91	64.13
	0.0%	131.04	102.45	94.67	69.15	58.70
	-1.0%	110.97	89.82	74.63	63.24	54.43
	-2.0%	97.22	80.63	68.21	58.60	50.98
	-3.0%	87.20	73.64	63.16	54.86	48.14

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：108.3-152.3 元

目前和公司业务相似，但仍存在结构差异的企业分别为：国内稀土产业龙头北方稀土，钼矿产量较大的洛阳钼业，港股专注铀资源开发和天然铀贸易的中广核矿业，以及全球最大的铀燃料供应商之一卡梅科，我们选取上述四家做为可比公司。考虑到公司募投项目中“国铀一号”已经完成示范工程并产出产品，体量较大，同时行业处于上行周期，我们采取 2026 年盈利预测评估公司相对估值。

天然铀是核工业建设发展的物质基础，关系到国家的国防安全与能源安全，具有重要的战略意义，国家对其实行严格管制，取得相关资质是进入该行业的主要壁垒。根据国防科工局等相关部门规定，铀矿开采和矿石加工企业必须在取得相关证件及批复文件后，方可进行合法开发利用。在我国从事天然铀生产开采需要取得采矿许可证、安全生产许可证等一系列资质，涉及到爆破环节的需要取得爆破作业单位许可证，并且矿山项目建设需要取得国防科工局核准以及相关环评批复，具有极高的行业准入壁垒。我们认为公司所持有的国内铀矿支撑估值溢价。

上述三家可比公司 2026 年平均 PE48.0x，考虑到中国铀业在国内铀矿采治生产业务的资质，天然铀属性或可对标稀土；而公司主营业务为铀产品相关（毛利占比近 9 成），与卡梅科业务结构相对更近似，我们参考北方稀土和卡梅科的 PE 进行相对估值更为合理。根据公司产能规划，预计未来 3 年公司铀矿产量持续提升，放射性共伴生矿产业务逐步落地，考虑到公司业务结构和成长性，我们按照 PE56-79 倍进行估值，对应 2026 年股价区间 108.3-152.3 元/股。

表13: 同类公司估值比较（数据截至 2026 年 2 月 10 日收盘）

证券简称	证券代码	市值（亿元， 卡梅科：亿美元， 中广核：亿港元）	PE			EPS（元， 卡梅科：美元， 中广核：港元）			收盘价（元， 卡梅科：美元， 中广核：港元）
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
北方稀土	600111.SH	1938	74.5	56.4	45.1	0.72	0.95	1.19	53.62
洛阳钼业	603993.SH	4707	24.5	21.3	20.1	0.92	1.06	1.12	22.55
中广核矿业	1164.HK	346	75.8	35.0	32.5	0.06	0.13	0.14	4.55
卡梅科	CCJ.N	599	118.3	79.4	59.4	1.02	1.52	2.03	120.68
总体均值			73.3	48.0	39.3				
中国铀业	001280.SZ	1915	101.3	48.3	34.6	0.91	1.92	2.68	92.59

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测，卡梅科 EPS 数据来自彭博一致预期

投资建议

综合上述估值，我们认为公司股票合理估值区间在 108.3-120.9 元/股之间，相对于公司目前股价有 17%-31% 溢价空间。考虑公司较好的成长性，首次覆盖给予

“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在 108.3-120.9 元/股之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.84%、风险溢价 3.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，考虑到公司自身在生产经营等各方面存在明显的竞争优势，最终给予公司 2026 年 56-63 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置都加入了很多个人的判断：基于对产业格局和供需基本面的判断，我们认为：天然铀价格有望维持增长，尤其是在全球范围内能源危机冲击、及中国等国家积极发展核电、预期需求稳增长等背景之下，天然铀需求有望长牛。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化，比如核聚变预期提前，或天然铀矿超预期释放，从而导致金属价格有大幅下跌的风险。

地缘政治风险

近年来，国际政治经济环境日益复杂，在全球经济周期性波动、贸易保护主义抬头、地缘政治局势紧张等因素影响下，全球经济贸易发展呈现较强的不确定性。公司建立了全球化的供应链体系，存在较高比例的境外采购和境外销售。全球地缘政治环境及国际贸易摩擦一方面可能影响天然铀市场供需情况、全球产业链分工协作布局情况和天然铀市场价格，另一方面也可能对某些国家或地区的经济贸易发展产生影响，进而影响公司原材料采购、产品销售以及盈利能力等。

经营风险

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5085	3818	4421	6370	9967	营业收入	14801	17279	18659	23066	27319
应收款项	4022	2062	2045	2528	2994	营业成本	12028	14515	15706	17423	19670
存货净额	5183	8017	6862	7611	8592	营业税金及附加	144	123	112	138	164
其他流动资产	510	965	373	461	546	销售费用	22	27	24	30	36
流动资产合计	14800	14862	13701	16970	22099	管理费用	546	630	575	707	835
固定资产	1723	3001	4041	4346	4312	研发费用	75	61	56	69	82
无形资产及其他	205	377	362	347	332	财务费用	82	113	23	38	(18)
投资性房地产	1509	1844	1844	1844	1844	投资收益	55	237	100	100	100
长期股权投资	916	599	600	600	601	资产减值及公允价值变动	(192)	19	5	5	0
资产总计	19153	20683	20548	24107	29187	其他收入	(28)	69	(56)	(69)	(82)
短期借款及交易性金融负债	1675	450	1200	1000	1000	营业利润	1814	2196	2268	4764	6651
应付款项	1388	2007	858	999	1128	营业外净收支	83	(35)	2	2	2
其他流动负债	2264	2075	650	723	818	利润总额	1897	2161	2270	4766	6653
流动负债合计	5327	4532	2707	2722	2946	所得税费用	387	449	340	715	998
长期借款及应付债券	2059	2242	2242	2242	2242	少数股东损益	249	254	266	560	781
其他长期负债	1571	2022	2072	2172	2222	归属于母公司净利润	1262	1458	1663	3492	4874
长期负债合计	3630	4264	4314	4414	4464	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8957	8796	7021	7136	7410	净利润	1262	1458	1663	3492	4874
少数股东权益	1008	1217	1443	1919	2583	资产减值准备	(51)	(15)	0	0	0
股东权益	9188	10670	12083	15051	19194	折旧摊销	370	361	179	215	249
负债和股东权益总计	19153	20683	20548	24107	29187	公允价值变动损失	192	(19)	(5)	(5)	0
						财务费用	82	113	23	38	(18)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(791)	(797)	(760)	(1004)	(1258)
每股收益	0.69	0.80	0.91	1.92	2.68	其它	120	249	226	475	664
每股红利	0.50	0.06	0.14	0.29	0.40	经营活动现金流	1102	1237	1303	3174	4528
每股净资产	5.05	5.86	6.64	8.27	10.55	资本开支	(237)	(1629)	(1200)	(500)	(200)
ROIC	11.9%	10.7%	13.2%	27.2%	35.2%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	13.7%	13.7%	13.8%	23.2%	25.4%	投资活动现金流	(331)	(1313)	(1200)	(500)	(200)
毛利率	19%	16%	16%	24%	28%	权益性融资	(22)	46	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	12%	20%	24%	负债净变化	1686	183	0	0	0
EBITDA Margin	16%	13%	13%	21%	25%	支付股利、利息	(909)	(113)	(249)	(524)	(731)
收入增长	40%	17%	8%	24%	18%	其它融资现金流	(2778)	(1379)	750	(200)	0
净利润增长率	-5%	16%	14%	110%	40%	融资活动现金流	(1246)	(1192)	501	(724)	(731)
资产负债率	52%	48%	41%	38%	34%	现金净变动	(475)	(1267)	603	1949	3597
股息率	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	5560	5085	3818	4421	6370
P/E	133.5	115.5	101.3	48.3	34.6	货币资金的期末余额	5085	3818	4421	6370	9967
P/B	18.3	15.8	13.9	11.2	8.8	企业自由现金流	923	(542)	77	2704	4343
EV/EBITDA	75.3	77.7	74.2	35.8	25.9	权益自由现金流	(203)	(1754)	807	2472	4359

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±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±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