

公司研报

证券研究报告 2024.03.22

中广核矿业

矿山生产成本提升，天然铀价格长期向好



张家铭 分析员  
有色金属  
SAC 执证编号: S0080523040007  
SFC CE Ref: BTM452  
jiaming.zhang@cicc.com.cn



齐丁 分析员  
有色金属  
SAC 执证编号: S0080521040002  
SFC CE Ref: BRF842  
ding.qi@cicc.com.cn

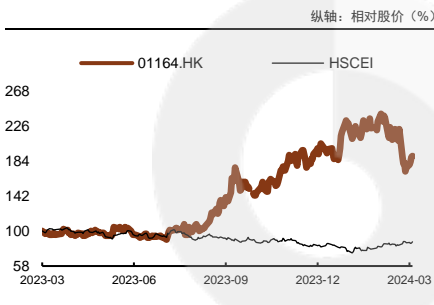


陈彦, CFA 分析员  
基础材料与工程  
SAC 执证编号: S0080515060002  
SFC CE Ref: ALZ159  
yan3.chen@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
01164.HK	→ 跑赢行业	港币 1.79

股票代码	01164.HK
最新收盘价	港币 1.65
52 周最高价/最低价	港币 2.12~0.78
总市值(亿)	港币 125.4



(港币 百万)	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	3,649	7,363	7,567	8,049
增速	-5.5%	101.8%	2.8%	6.4%
归属母公司净利润	515	497	878	1,092
增速	188.5%	-3.5%	76.7%	24.3%
扣非后净利润	515	497	878	1,092
增速	188.5%	-3.5%	76.7%	24.3%
每股净利润	0.07	0.07	0.12	0.14
每股净资产	0.44	0.51	0.62	0.77
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.01	0.38	-0.04	0.14
市盈率	24.4	25.2	14.3	11.5
市净率	3.7	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	23.6	19.2	11.7	8.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	7.8%	7.3%	11.7%	12.6%
平均净资产收益率	18.7%	13.8%	20.5%	20.7%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

业绩回顾

2023 年业绩低于我们预期

公司公布 2023 年业绩: 实现收入 73.6 亿港元, 同比+102%; 归母净利润 5.0 亿港元, 对应每股盈利 0.065 港元, 同比-3.5%, 低于我们预期, 主要由于奥公司罚款尚未转回和矿山生产成本提升。

总体来看: 2023 年公司的权益天然铀产量为 1277tU, 同比+3%。产量端, 哈原工由于硫酸供应问题降低 2024 年产量预期, 同比仅增长 3%, 公司参股的天然铀矿山将继续按减产计划执行。成本端, 由于哈萨克斯坦员工薪酬提升、地下资源使用税调整和原材料成本上行, 整体有所增长。

谢公司方面: 2023 年谢公司实际天然铀产量 976.8tU, 其中谢矿产量 407.4tU, 生产成本为 27 美元/磅, 伊矿产量 569.4tU, 生产成本为 23 美元/磅, 生产计划完成率为 100.2%, 经营情况平稳。

奥公司方面: 2023 年实际天然铀产量 1643.6tU, 其中中矿产量 1512.9tU, 生产成本为 17 美元/磅, 扎矿产量 130.7tU, 生产成本为 27 美元/磅, 生产计划完成率为 97.2%, 未能完成生产计划主要由于哈萨克斯坦硫酸等原料采购受限。

贸易方面: 自产贸易业务包销天然铀产品 1299tU, 同比-1.7%, 受到铀价上涨影响平均售价 64.4 美元/磅, 销售成本 64.9 美元/磅。国际贸易业务销售 5670tU, 同比+86%, 平均售价 49.6 美元/磅, 销售成本 48.4 美元/磅。

发展趋势

中长期天然铀价格有望延续上行趋势。受到 Cameco 增产规划等因素影响, 天然铀现货价格从前期高点的 106 美元/磅回调至 3 月 20 日的 88 美元/磅。虽然短期有所调整, 但是我们认为天然铀价格长期向好趋势不改, 一是全球核电需求复苏将是顺势而为, 截至 2023 年底, 全球在运装机容量为 372GW, 全球在建核电机组 58 台; 二是全球天然铀供给扰动频繁, 全球第一大生产商哈原工由于硫酸供应短缺导致产能恢复受限, 下调 2024 年生产规划至 2.10-2.25 万 tU。三是哈萨克斯坦的铀矿正在逐步面临枯竭, 公司预计 2028 年开始全球在产矿山陆续进入减产、退役高峰期。

盈利预测与估值

由于哈原工下调 2024 年生产规划, 我们下调 2024 年净利润 10%至 8.8 亿港元并引入 2025 年净利润 10.9 亿港元, 对应 2024 年和 2025 年 14.3 倍和 11.5 倍市盈率。我们维持跑赢行业评级和目标价不变, 对应 2024 年和 2025 年 15.5 倍和 12.4 倍市盈率, 较当前股价有 8%的上行空间。

风险

- 1) 天然铀价格波动; 2) 全球核电发展低于预期; 3) 铀矿生产低于预期。

## 财务报表和主要财务比率

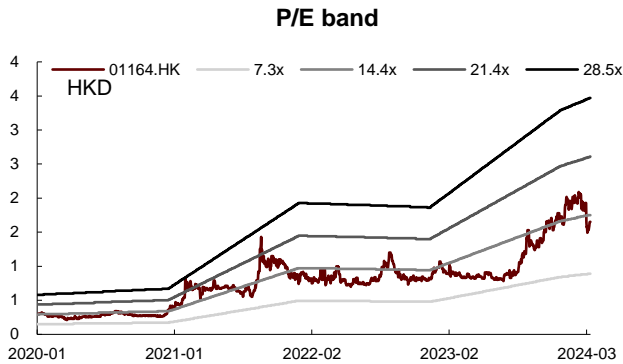
财务报表 (百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	3,649	7,363	7,567	8,049	营业收入	-5.5%	101.8%	2.8%	6.4%
营业成本	-3,501	-7,231	-7,786	-8,310	营业利润	156.1%	-19.5%	-415.8%	N.M.
营业费用	-13	-19	-19	-20	EBITDA	154.2%	9.6%	54.4%	20.9%
管理费用	-49	-52	-54	-57	净利润	188.5%	-3.5%	76.7%	24.3%
其他	19	24	24	24	扣非后净利润	188.5%	-3.5%	76.7%	24.3%
营业利润	105	85	-268	-315	<b>盈利能力</b>				
财务费用	-62	-131	-92	-79	毛利率	4.1%	1.8%	-2.9%	-3.2%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	2.9%	1.2%	-3.5%	-3.9%
利润总额	567	559	974	1,212	EBITDA 利润率	17.3%	9.4%	14.1%	16.0%
所得税	-52	-62	-96	-119	净利润率	14.1%	6.8%	11.6%	13.6%
少数股东损益	0	0	0	0	扣非后净利润率	14.1%	6.8%	11.6%	13.6%
归属母公司净利润	515	497	878	1,092	<b>偿债能力</b>				
EBITDA	631	691	1,067	1,290	流动比率	1.19	1.59	1.79	2.01
扣非后净利润	515	497	878	1,092	速动比率	0.19	1.09	1.09	1.30
<b>资产负债表</b>					现金比率	0.03	0.73	0.88	1.09
货币资金	52	1,017	1,856	2,441	资产负债率	51.2%	42.5%	43.2%	35.6%
应收账款及票据	343	462	414	440	净债务资本比率	68.7%	18.8%	净现金	净现金
存货	2,048	697	1,478	1,578	<b>回报率分析</b>				
其他流动资产	2	38	38	38	总资产收益率	7.8%	7.3%	11.7%	12.6%
流动资产合计	2,447	2,214	3,786	4,496	净资产收益率	18.7%	13.8%	20.5%	20.7%
固定资产及在建工程	0	0	0	0	<b>每股指标</b>				
无形资产及其他长期资产	4,419	4,536	4,536	4,536	每股净利润 (港元)	0.07	0.07	0.12	0.14
非流动资产合计	4,419	4,536	4,536	4,536	每股净资产 (港元)	0.44	0.51	0.62	0.77
资产合计	6,866	6,750	8,322	9,033	每股股利 (港元)	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1,005	349	349	349	每股经营现金流 (港元)	0.01	0.38	-0.04	0.14
应付账款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	1,058	1,042	1,771	1,889	市盈率	24.4	25.2	14.3	11.5
流动负债合计	2,064	1,391	2,120	2,238	市净率	3.7	3.2	2.7	2.2
长期借款	1,396	1,396	1,396	896	EV/EBITDA	23.6	19.2	11.7	8.8
其他非流动负债	58	83	83	83	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非流动负债合计	1,454	1,479	1,479	979					
负债合计	3,518	2,870	3,599	3,217					
股本	76	76	76	76					
未分配利润	3,272	3,769	4,648	5,740					
归母所有者权益	3,348	3,880	4,724	5,816					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	6,866	6,750	8,322	9,033					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	567	559	974	1,212					
折旧和摊销	2	0	0	0					
营运资本变动	-609	2,419	-1,208	-8					
其他	138	-97	-96	-119					
经营活动现金流	98	2,881	-330	1,085					
资本开支	-1	0	0	0					
其他	434	-92	0	0					
投资活动现金流	434	-92	0	0					
股权融资	776	0	0	0					
银行借款	-624	-656	0	-500					
其他	-702	0	0	0					
筹资活动现金流	-550	-656	0	-500					
汇率变动对现金的影响	-11	0	0	0					
现金净增加额	-18	2,133	-330	585					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

## 公司简介

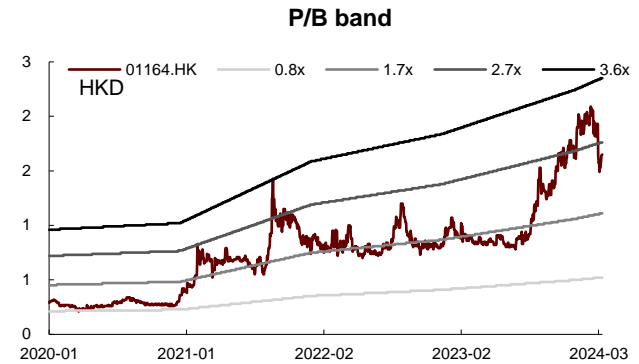
中广核矿业成立于 2001 年 11 月, 为香港主板的上市公司, 公司主要从事天然铀资源的开发与贸易, 是全球领先的核电集团中广核集团下属上市公司之一, 也是中广核集团旗下海外铀资源开发的投融资平台, 旨在成为核电站天然铀资源的主要供货商之一。

图表 1：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：2023 年业绩回顾

(百万港元)	2022A	2023A	YoY	vs CICC estimate	2024E	2023E YoY
收入	3,649	7,363	101.8%	102.8%	7,567	2.8%
毛利	148	132	-10.9%	-5.8%	-219	-266.2%
营业利润	105	85	-19.5%	-15.1%	-268	-415.8%
归母净利润	515	497	-3.5%	-17.3%	878	76.7%
全面摊薄每股收益 (港元)	0.07	0.07	-3.5%	-17.3%	0.12	76.7%
毛利率	4.1%	1.8%	-2.3ppt	-0.3ppt	-2.9%	-4.7ppt
营业利润率	2.9%	1.2%	-1.7ppt	-0.1ppt	-3.5%	-4.7ppt
净利润率	14.1%	6.8%	-7.4ppt	2.5ppt	11.6%	4.9ppt

资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

图表 4：盈利预测调整表

(百万港元)	2024E		2025E	
	调整前	调整后	变化	新引入
营业收入	4,111	7,567	84%	8,049
毛利润	58	-219	-478%	-261
营业利润	10	-268	-2782%	-315
净利润	974	878	-10%	1,092
每股净利润 (港元)	0.13	0.12	-10%	0.14

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5：可比公司估值表

公司名称	股票代码	财报货币	收盘价 03-21	每股收益 (财报货币)			市盈率		
				2022A	2023A/E	2024E	2022A	2023A/E	2024E
<b>锂</b>									
赣锋锂业*	002460.SZ	CNY	39.21	10.16	3.25	4.01	3.9	12.1	9.8
赣锋锂业*	01772.HK	CNY	26.30	10.16	3.25	4.01	2.3	7.3	5.8
中矿资源*	002738.SZ	CNY	39.54	4.51	4.51	2.99	8.8	8.8	13.2
雅化集团	002497.SZ	CNY	11.30	3.98	0.53	0.82	5.8	21.3	13.8
永兴材料	002756.SZ	CNY	51.18	11.99	6.85	4.57	5.9	7.5	11.2
盐湖股份*	000792.SZ	CNY	16.66	2.86	1.42	1.56	5.8	11.7	10.7
西藏矿业*	000762.SZ	CNY	24.12	1.53	1.12	1.53	15.8	21.6	15.7
<b>钴镍</b>									
华友钴业*	603799.SH	CNY	28.63	2.29	2.64	3.09	12.5	10.8	9.3
洛阳钼业*	603993.SH	CNY	7.74	0.28	0.26	0.46	27.6	29.5	16.9
洛阳钼业*	03993.HK	CNY	6.32	0.28	0.26	0.46	19.9	21.8	12.3
盛屯矿业*	600711.SH	CNY	4.44	0.27	0.56	0.76	16.5	8.0	5.8
寒锐钴业	300618.SZ	CNY	24.98	0.69	n.a.	n.a.	58.0	N.M.	N.M.
腾远钴业	301219.SZ	CNY	38.77	0.99	1.42	n.a.	53.4	27.3	12.2
<b>稀土磁材</b>									
北方稀土*	600111.SH	CNY	20.26	1.66	1.08	1.40	12.2	18.7	14.5
中国稀土	000831.SZ	CNY	28.92	0.42	0.24	0.53	77.6	120.5	54.6
金力永磁*	300748.SZ	CNY	16.28	0.52	0.60	0.96	31.2	27.3	16.9
金力永磁*	06680.HK	CNY	7.20	0.52	0.60	0.96	12.2	10.9	6.7
宁波韵升*	600366.SH	CNY	6.60	0.32	0.29	0.39	20.6	22.8	16.8
中科三环*	000970.SZ	CNY	9.81	0.70	0.37	0.74	14.1	26.3	13.3
正海磁材*	300224.SZ	CNY	11.22	0.49	0.61	0.72	22.8	18.5	15.6
<b>天然铀</b>									
中广核矿业*	01164.HK	HKD	1.65	0.07	0.07	0.12	24.4	25.2	14.3

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期  
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：樊荣



### 北京

中国国际金融股份有限公司  
中国北京建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505 1166  
传真: (86-10) 6505 1156

### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

### 东京

中国国际金融日本株式会社  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号  
丸の内二重橋ビル21階  
Tel: (+813) 3201 6388  
Fax: (+813) 3201 6389

### 纽约

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

### 伦敦

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25th Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44-20) 7367 5718  
Fax: (+44-20) 7367 5719

### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

### 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch  
Office  
One Embarcadero Center, Suite 2350,  
San Francisco, CA 94111, USA  
Tel: (+1) 415 493 4120  
Fax: (+1) 628 203 8514

### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

### 法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)  
GmbH  
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311  
Frankfurt a.M, Germany  
Tel: (+49-69) 24437 3560