

中核铸基石，铀业见锋芒

2025 年 09 月 13 日

➤ **全球核能龙头，筑牢能源安全基石。**公司深耕核工业领域，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，主要产品包括天然铀、氯化稀土和四钼酸铵。经过多年发展，公司在国内天然铀开发产业中占主导地位，是国内核电发展所需天然铀的重要保障主体，连续多年位列全球十大天然铀生产商。

➤ **公司营收稳中有升，盈利保持相对稳定。**2022-2024 年公司业绩良好，(1) **公司营业收入上涨**，由 105.4 亿元增长至 172.8 亿元，CAGR 为 17.9%。(2) **公司归母净利润上涨**，由 2022 年的 13.3 亿元增长至 2024 年的 14.6 亿元，CAGR 为 3.0%。(3) **公司毛利率结构性下调**，由 2022 年的 22.5%结构性下降至 2024 年的 15.9%，但仍基本优于同业可比公司。(4) **公司费用率稳定**，销售费用率、管理费用率、研发费用率均呈现下降趋势，财务费用率小幅提升 0.1pct 系天然铀采购产生的汇兑损益。(5) **公司经营现金流呈现下降趋势**，2022/2023/2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 16.1/8.9/5.1 亿元，主要系经营规模扩大导致采购规模扩大带来的现金流出。

➤ **产量动态跃升，资源具备优势。**公司天然铀资源连续多年稳居全球前列，公司共拥有 6 宗探矿权、19 宗采矿权。(1) **天然铀方面资源具备优势**，公司现有在产铀矿山 6 座，其中纳米比亚罗辛铀业持有全球第二大露天铀矿 ML-28，年产能 4500 吨 U_3O_8 。(2) **放射性共伴生矿产资源综合利用方面产量爬升**，现建成项目 2 个，沽源铀业四钼酸铵的年产能 2,488 吨，2022/2023/2024 年产量分别为 2,099/2,145/2,300 吨。年处理独居石精矿 15,000 吨，氯化稀土年产能 19,267 吨，2022/2023/2024 年产量分别为 12,595/11,883/14,424 吨。

➤ **募投项目将改善公司工艺水平和管理水平，提高经济效益。**本次募投项目主要投资于：纳岭沟铀矿床原地浸出采铀工程、巴彦乌拉铀矿床原地浸出采铀二期(芒来矿段)工程、七三七、七三九地浸采铀扩建工程、棉花坑矿井三期工程、沽源铀业水冶综合技改项目、江西共伴生铀资源(独居石)综合利用项目、华中新材料年产 1000 吨钽新材料项目、补充流动资金，有利于增强公司竞争力。

➤ **铀资源与放射性共伴生矿产资源，供给刚性下的需求增速快。供给端资源分布不均**，全球铀资源分布集中度高且具有稀缺性，主要集中在澳大利亚、哈萨克斯坦、加拿大、俄罗斯和纳米比亚，同时产量分布集中度高，全球产量前三大国家分别为哈萨克斯坦、加拿大和纳米比亚，占全球产量比重超 70%，供应链易受地缘政治扰动。**需求端增量释放**，核能建设推动天然铀需求逐年释放，供应缺口预计长期存在，中国需求量位居全球第二，稀土永磁材料受益于新能源汽车及风电，含钼合金广泛应用于风电部件，新能源转型持续提供增量支撑，碳中和背景下，我国风电行业迅速发展，稀土永磁材料需求加速释放。

➤ **行业壁垒筑牢龙头地位。**(1) **资源壁垒难以打破**，铀矿资源的国有性质筑起铀矿采冶行业的资源壁垒，稀土和钼化工业资源集中在上游企业。(2) **取得资质是进入行业的主要壁垒**，作为国家核工业建设重要战略资源，我国天然铀生产资质受到严格管控。(3) **生产技术成熟稳定，技术壁垒难以突破。**公司掌握铀矿开发采冶和放射性共伴生矿产资源综合利用技术，核心技术覆盖砂岩铀矿开发、硬岩铀矿开发等，技术水平领先，科研创新实力强劲。

➤ **风险提示：**地缘政治风险、核电产业需求风险、行业政策变化导致竞争加剧风险、环保相关风险、汇率变动风险、存货减值风险。

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

相关研究

1. 有色金属行业 2025H1 总结：25H1 表现亮眼，何妨吟啸且徐行-2025/09/10
2. 真“锂”探寻系列 15：澳矿 25Q2 跟踪：降本空间不足，产能释放边际放缓-2025/09/08
3. 有色金属周报 20250907：降息+旺季助推金属价格上行，黄金右侧布局时机来临-2025/09/07
4. 有色金属周报 20250830：降息+旺季来临助推工业金属上行，黄金迎右侧布局时机-2025/08/30
5. 有色金属周报 20250824：降息预期提振+旺季需求回暖，看好商品价格表现-2025/08/24

目录

1 公司概况：中国核能的重要保障主体	3
1.1 核能龙头，筑牢核能源安全基石	3
1.2 股权结构清晰，组织架构完善	4
1.3 经营业绩良好，盈利稳中有升	5
2 核心竞争力：资源质地良好，具备增储潜力	8
2.1 资源储量丰富，增储潜力巨大	8
2.2 产量稳中有升，成本优势明显	9
3 募投项目：增强天然铀产能，拓展共伴生资源综合利用	14
4 天然铀行业和放射性共伴生矿产资源综合利用行业：供给集中度高，需求增长空间大	16
4.1 天然铀行业	16
4.2 放射性共伴生矿产资源综合利用行业	18
4.3 行业壁垒高，进入难度大	20
5 风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

1 公司概况：中国核能的重要保障主体

1.1 核能龙头，筑牢核能源安全基石

依托三十余年行业积淀，中国铀业具备天然铀采冶贸易与共伴生放射性资源综合利用的全产业链雄厚实力。中国铀业成立于 2009 年 2 月，前身为 1989 年 5 月设立的中国核工业物资供销总公司，由中国核工业集团有限公司实际控制，公司主营业务为天然铀资源的采冶、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等。

整合国内外优质铀矿资源与贸易业务，打造全球一体化铀资源保障体系。2006 年 10 月中国核工业物资供销总公司更名为中国国核海外铀资源开发公司，负责海外铀资源开发工作。在此阶段，公司主要负责开发、管理海外铀矿，投资了阿矿、LH 铀业等项目。2009 年 2 月，公司由全民所有制改制为有限责任公司，名称变更为中国国核海外铀业有限公司。自 2006 年公司更名为中国国核海外铀资源开发公司以来至 2018 年底，中铀有限主要从事海外天然铀资源开发。2018 年 11 月，力拓海外控股同中铀有限签署《Share Sale Agreement》，2019 年中铀有限完成了对罗辛铀业控股股权的收购。为了增强铀资源掌控能力，确保天然铀供应安全，促进天然铀产业发展，逐步形成职责明确、关系清晰、操作规范的天然铀管理体系，中核集团于 2019 年将国内核电天然铀供应业务和国际市场天然铀贸易业务调整至发行人，并将天山铀业、锦原铀业、沽源铀业、内蒙矿业、内蒙能源、中核资源、通辽铀业 7 家公司股权划转至发行人，中铀有限新增国内天然铀采冶和放射性共伴生矿产资源综合利用业务。

图1：公司业务发展重要里程碑及成就

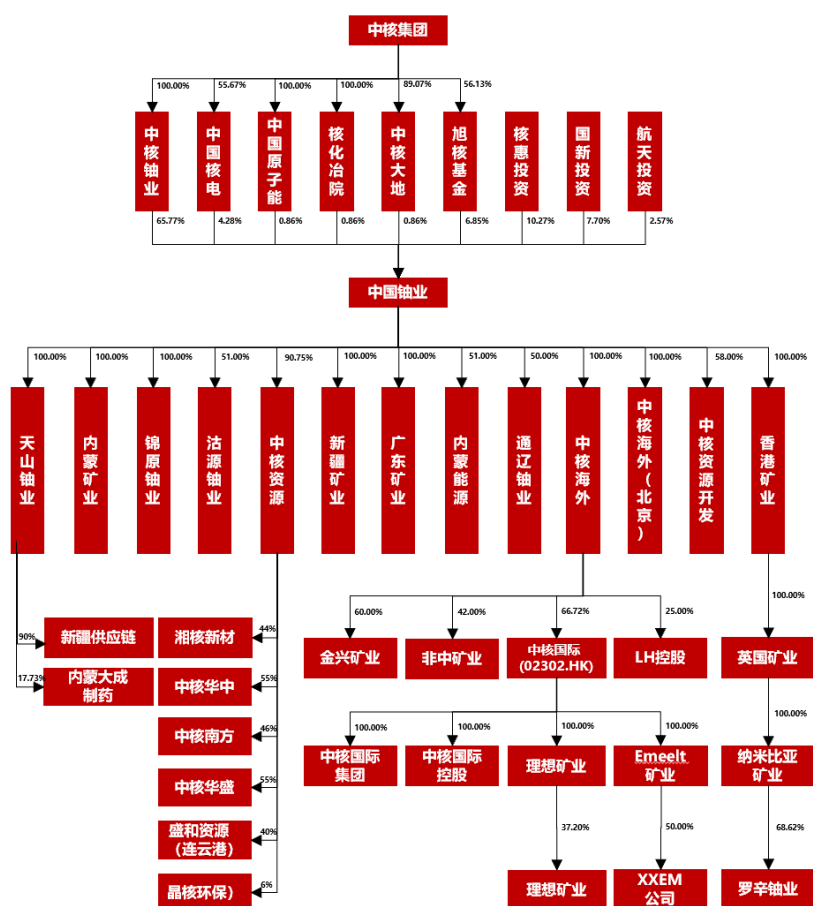


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.2 股权结构清晰，组织架构完善

公司控股股东为中核铀业，实际控制人为中核集团。中核铀业直接持有公司 65.77% 的股份，为公司的控股股东，中核集团通过中核铀业、旭核基金、中国核电、中国原子能、核化冶院、中核大地合计间接控制中国铀业 79.48% 的股份，为中国铀业的实际控制人。公司与控股股东、间接控股股东、实际控制人之间不存在同业竞争的情况。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；公司拥有 9 家参股公司。

图2：公司股权架构



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司现任管理层深耕核工业领域，兼具战略资源开发、国际矿业运营及金融投资复合背景。公司在铀矿勘探、绿色矿山建设、国际化运营等方面积累了丰富的经验，形成了高效的管理体系。管理团队长期深耕国内外铀矿项目，具备丰富的国际铀资源贸易与矿山运营经验。

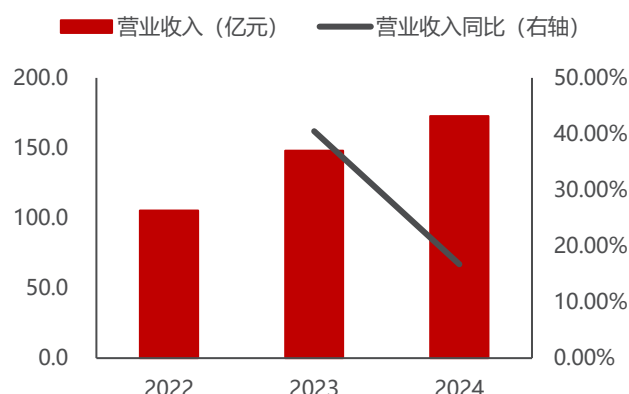
表1：主要管理层人员工作履历

姓名	职位	履历
袁旭	董事长	本科学历，正高级工程师。曾任中国核电工程有限公司总经理助理兼调试中心主任、副总经理；中核四〇四有限公司及中核龙瑞科技有限公司副总经理、总经理；中国中原对外工程有限公司董事长。现任中国铀业董事长，中国核工业地质局局长，中核铀业执行董事、总经理。
邢拥国	董事、总经理	博士研究生学历，正高级工程师。曾任新疆中核天山铀业有限公司副总经理；中核内蒙古铀业有限公司副总经理、总经理；中核矿业科技集团有限公司总经理；中核第四研究设计工程有限公司总经理、董事长；核工业北京化工冶金研究院院长。现任中国铀业公司总经理、董事。
王辉	总会计师、总法律顾问、董事会秘书	大学本科学历，正高级会计师。曾任核电秦山联营有限公司审计处副处长、处长；秦山核电集团（筹）财务处副处长；秦山核电有限公司、核电秦山联营有限公司、秦山第三核电有限公司财务处副处长；中国中核宝原资产控股公司总会计师；中国宝原投资有限公司总会计师；中国核工业地质局总会计师。现任中国铀业总会计师、总法律顾问、董事会秘书。
苏学斌	总工程师	硕士研究生学历，正高级工程师。曾任中核通辽铀业有限责任公司副总经理、总经理；中核集团地矿事业部总工程师；中国核工业地质局总工程师。现任中国铀业总工程师。
唐大伟	副总经理	大学本科学历，正高级工程师。曾任尼日尔阿泽里克矿业股份有限公司生产技术部、露天矿经理；核工业二〇八大队内蒙古乌拉特中旗图古日格金矿有限公司常务副矿长、矿长；中核内蒙古铀业有限公司副总经理、纪委书记；核工业二四三大队队长。现任中国铀业副总经理。
李锋	副总经理	硕士研究生学历，高级工程师。曾任中国原子能工业有限公司核燃料部部门副经理、部门经理、核燃料部主任、企业管理部主任、战略规划与经营管理部主任；纳米比亚矿业董事、总经理；中国铀业天然铀海外事业部副总经理；新疆中核矿业科技集团有限公司、新疆中核天山铀业有限公司副总经理；核工业新疆矿冶局副局长。现任中国铀业副总经理。

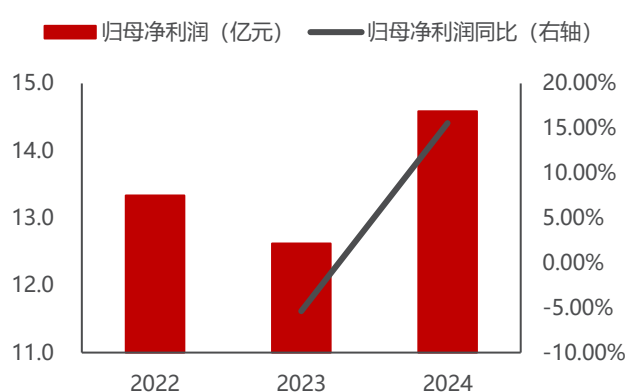
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.3 经营业绩良好，盈利稳中有升

公司 2024 年实现营收/归母净利润分别为 172.8/14.6 亿元,2022-2024 年复合增长率分别为 17.9%/3.0%。2022-2024 年公司业务规模较大且稳定扩张，综合实力不断增强，经营业绩整体呈增长态势；叠加国际天然铀价格整体呈持续上涨态势，系业绩上涨的主要驱动因素，2023/2024 年公司营收同比增长 40.5%/16.7%，归母净利润同比增长-5.4%/15.6%。

图3：2022-2024 年营收复合增长率高达 17.9%


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图4：2022-2024 年归母净利润复合增长率高达 3.0%


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

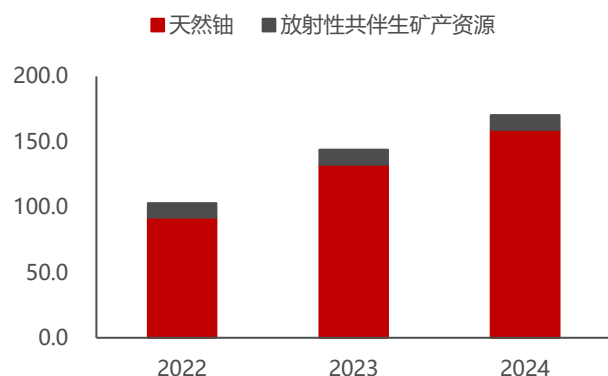
公司主营产品包括天然铀业务和放射性共伴生矿产资源业务。1) 天然铀业务：

2022-2024 年天然铀业务营业收入由 91.9 亿元增长至 159.0 亿元，复合增长率

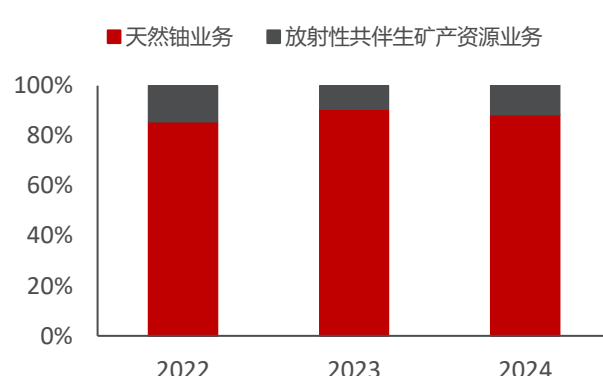
20.0%，占营收比重超过 90%，是中国铀业的主要收入来源；2) 放射性共伴生矿

产资源业务：公司 2022/2023/2024 年放射性共伴生矿产资源业务实现营业收入

11.1/11.6/11.3 亿元，基本维持稳定。

图5：主营业务实现营收逐年上涨（亿元）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图6：主营业务毛利贡献百分比稳定


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司期间费用稳定。1) 销售费用率：公司近三年销售费用率分别为

0.18%/0.15%/0.16%，较为稳定。销售费用占营收比重较低，复合行业特点主要

由于作为主要营收来源的天然铀业务长协订单稳定，无需进行大量市场推广活动。

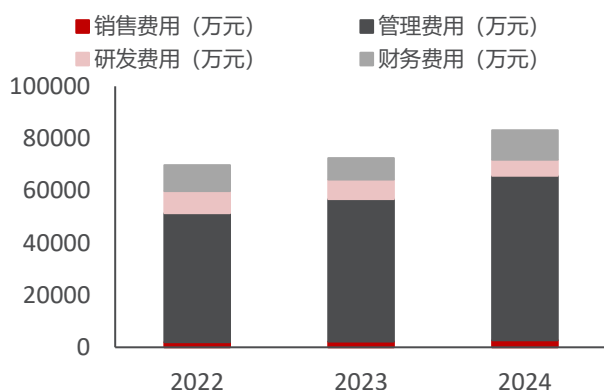
2) 管理费用率：公司近三年销售费用率分别为 4.70%/3.69%/3.64%，呈逐年下

降态势。与同行业可比公司基本一致，相对高于洛阳钼业、北方稀土，主要系洛阳

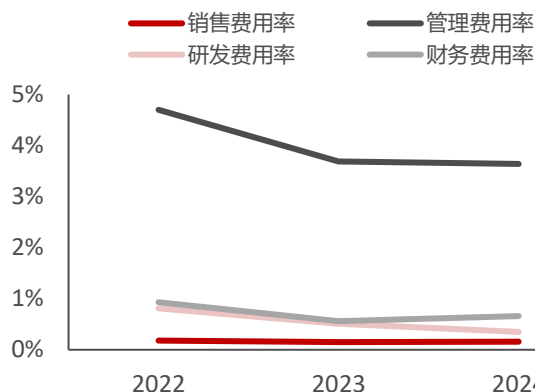
钼业、北方稀土的收入规模相对较大；随着公司收入规模的不断提升，公司的管理

费用率水平与洛阳钼业、北方稀土逐步接近。3) 研发费用率：公司近三年研发费

用率呈现下降趋势，与同行业可比公司相差较小。4) **财务费用率**：2024 年财务费用率提升 0.1pct，主要由于采购天然铀时造成的汇兑损失。

图7：公司期间费用稳定


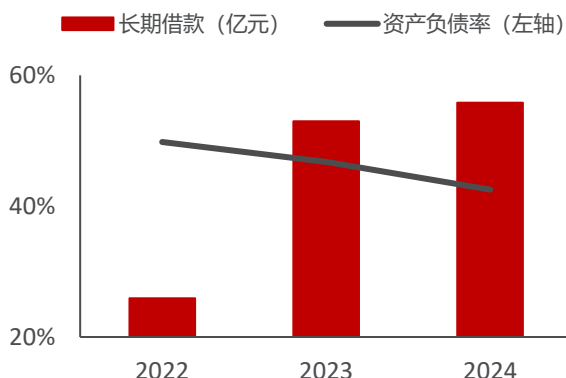
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图8：公司期间费用率有所下降


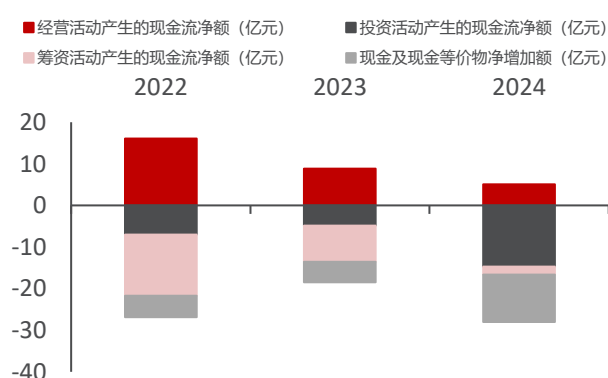
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司债务融资少，资产负债率有所降低。债务结构方面，公司债务融资方式较为集中，以长期借款为主。截至 2022/2023/2024 年末，公司长期借款余额分别为 3.7/20.6/22.4 亿元。2023/2024 年资产负债率方面为 46.8%/42.3%，处于相对较高水平，通过本次发行上市将进一步优化公司资本结构和债务结构，以提升风险应对能力。

2022-2024 年经营活动现金流量净额呈现下降态势。2022/2023/2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 16.1/8.9/5.1 亿元，主要系经营规模扩大导致采购规模扩大，经营活动现金流出持续增长。

图9：公司资产负债率下降


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图10：公司经营活动现金流量呈现下降趋势


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2 核心竞争力：资源质地良好，具备增储潜力

2.1 资源储量丰富，增储潜力巨大

公司区位优势显著，资源禀赋得天独厚。公司天然铀资源连续多年稳居全球前列，公司共拥有 6 宗探矿权、17 宗国内天然铀或钼采矿权、2 宗国外采矿权，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，区位优势明显。截至报告期末，公司在产铀矿山 6 座，已建成放射性共伴生矿产资源综合利用项目 2 个。

公司核心铀矿资源分布于新疆伊犁盆地、内蒙古鄂尔多斯盆地及纳米比亚沙漠区三大战略区域，坐拥全球稀缺砂岩型铀矿。公司所辖新疆天山铀业主导伊犁盆地铀矿群，下辖蒙古其古尔有矿，内蒙古矿业下辖巴彦乌拉铀矿、纳岭沟铀矿等，均为国家规划矿区。纳米比亚罗辛铀业持有全球第二大露天铀矿 ML-28，2022 年产量位列全球铀矿山第六位，年产能 4500 吨 U_3O_8 。纳米比亚 EPL-3602 号许可的续期申请已经提交，独占勘探许可证在审议续期申请期间不得过期，直到该申请被拒绝、撤回或失效为止。2025 年 6 月 6 日，纳米比亚矿业与能源部召开例会，审议包含 EPL-3602 矿权延续相关内容，决策同意延续矿权。

表2：公司在产项目介绍

(1) 在产铀矿

单位名称	在产矿山	核心技术	产量
天山铀业	库捷尔太铀矿 扎吉斯坦铀矿 蒙古其古尔铀矿	CO ₂ +O ₂ 地浸采铀技术、 酸法地浸采铀技术	根据相关规定，公司对报告期内国内天然铀产品的储量、产量等信息申请了豁免披露。
锦原铀业	棉花坑铀矿	硬岩铀矿开发技术	
内蒙矿业	巴彦乌拉铀矿	酸法地浸采铀技术	
罗辛铀业	ML-28	硬岩铀矿开发技术	产能为 4,500 吨 U_3O_8 ，报告期内产量分别为 2,659 吨 U_3O_8 、2,920 吨 U_3O_8 和 2,600 吨 U_3O_8

(2) 放射性共伴生矿产资源综合利用项目

单位名称	核心技术	经营情况
洁源铀业	硬岩铀矿开发技术、含铀多金属矿综合回收技术	根据相关规定，公司对报告期内国内天然铀产品的储量、产量等信息申请了豁免披露。洁源铀业四钼酸铵的年产能 2,488 吨，报告期内产量分别为 2,099 吨、2,145 吨和 2,300 吨。
湘核新材	独居石资源综合利用技术	年处理独居石精矿 15,000 吨，氯化稀土年产能 19,267 吨，报告期内产量分别为 12,595 吨、11,883 吨和 14,424 吨。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.2 产量稳中有升，成本优势明显

2.2.1 生产工艺技术成熟稳定

公司技术基础雄厚。凭借多年积累的铀矿采冶技术和经验，公司已经成为生产规模大、效益好的矿业企业。公司掌握铀矿开发采冶和放射性伴生矿产资源综合利用技术，核心技术覆盖砂岩铀矿开发、硬岩铀矿开发、复杂铀矿规模化水冶处理、含铀多金属矿综合回收等，技术水平领先，科研创新实力强劲。以 $\text{CO}_2 + \text{O}_2$ 中性地浸工艺为代表的第三代地浸采铀技术已规模化工业应用， $\text{CO}_2 + \text{O}_2$ 中性浸出工艺选择性强、生产成本低、环境友好，代表了砂岩型铀矿床地浸开采技术发展方向。

采矿技术方面，公司采用地浸工艺开采砂岩铀矿，生产单位包括天山铀业和内蒙矿业；硬岩铀矿采用地下开采和露天开采，其中锦原铀业采用地下开采-堆浸方式生产，罗辛铀业采用露天开采-搅拌浸出方式生产。

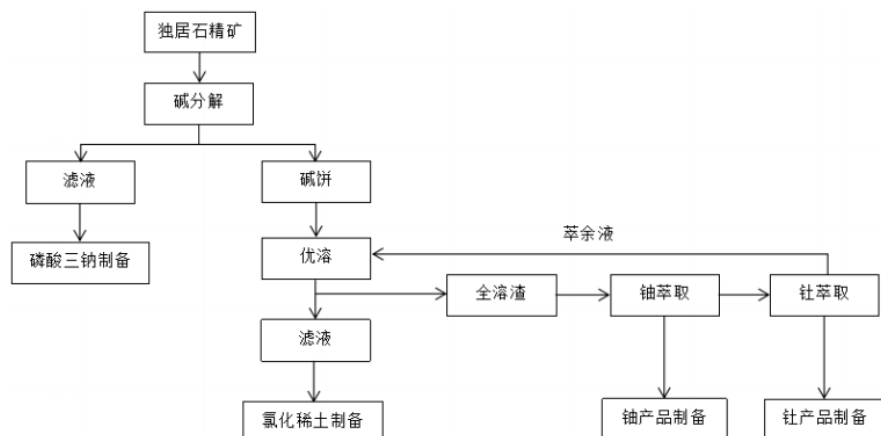
表3：公司生产技术介绍

技术名称	技术主要内容
砂岩铀矿地浸生产	在矿床天然埋藏条件下，通过从地表钻进至矿层的注液钻孔，将配制好的浸出剂注入矿层，在水力作用下，浸出剂沿矿层渗流，选择性溶解矿石中的铀，形成含铀溶液，经抽液孔提升至地表制备铀产品。公司中性地浸采用 $\text{CO}_2 + \text{O}_2$ 配制浸出剂；酸法地浸采用硫酸配制浸出剂。
硬岩铀矿生产	通过露天或地下开采方式采出铀矿石，矿石经破磨后采用搅拌浸出或堆浸方式生产含铀浸出液，浸出液采用离子交换和（或）溶剂萃取工艺实现铀的提取与富集，含铀合格液加入沉淀剂进行沉淀，浆体过滤制备铀产品。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

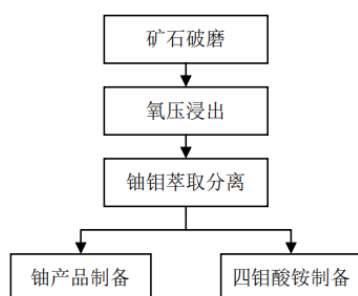
放射性伴生矿产资源综合利用方面，公司在独居石和铀钍资源综合利用方面均具有较高的工艺技术水平。独居石综合利用通过精矿研磨后进入碱分解工序，滤液经除杂后，制备副产品磷酸三钠；碱饼盐酸优溶，滤液经去除放射性等工序，制备氯化稀土产品；滤渣酸溶后分别提取铀、钍产品，提取铀、钍产品后的酸性萃余液返回优溶工序提取稀土循环使用。铀钍矿采用露天开采，矿石经过破碎、磨矿、浓密后进行氧压浸出，含铀和钍的浸出液先后进行钍和铀的萃取，含钍和铀的有机相进行反萃取，反萃取合格液分别沉淀制备四钍酸铵和重铀酸盐产品。

图11：独居石综合利用工艺



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图12：铀钼综合利用工艺



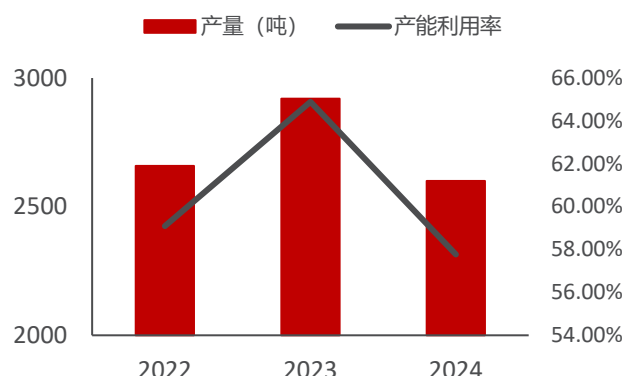
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.2.2 天然铀产量较为稳定，其他产品上升明显

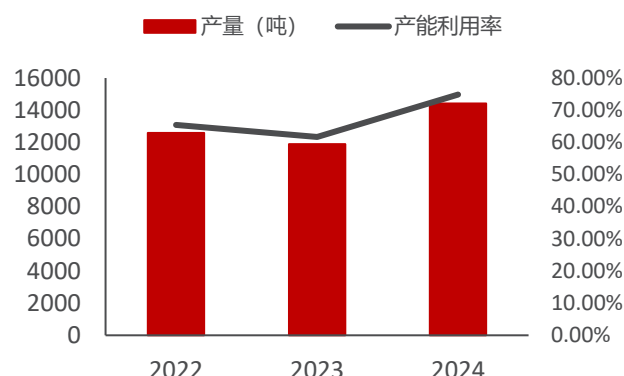
天然铀方面，公司对报告期内国内天然铀产品的产能、产量、销量等信息申请了豁免披露。公司纳米比亚罗辛铀业 ML-28 产能为 4500 吨 U_3O_8 ，2022/2023/2024 年矿山产量为 2659/2920/2600 吨，产能利用率为 59.1%/64.9%/57.8%，2024 年度产能利用率处于较低水平，主要由于罗辛铀业上半年周期性检修带来的产量下降。

氯化稀土方面，公司产品产能为 1.9 万吨/年，2022/2023/2024 年产量为 1.3/1.2/1.4 万吨，产能利用率为 65.4%/61.7%/74.9%，2022、2023 年收稀土产品市场价格、单位生产成本、委外加工成本及档期生产规模拖累，2024 年度公司氯化稀土产量及产能利用率提升较大，主要系产线加强工艺参数控制并进行工艺改造，利用率提升。

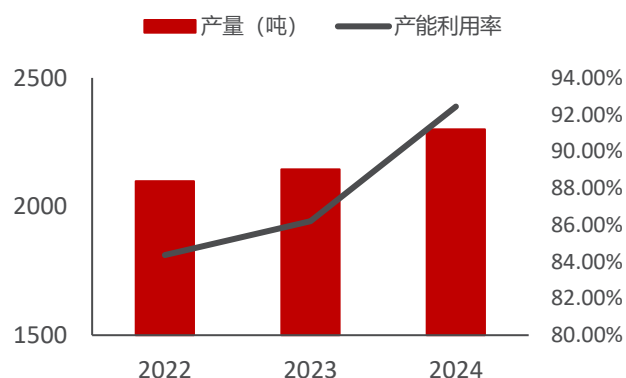
四钼酸铵方面，公司产品产能为 2488 吨/年，2022/2023/2024 年产量为 2099/2145/2300 吨，产能利用率为 84.4%/86.2%/92.4%，产量及产能利用率稳步提升。

图13：24 年罗辛铀业产量小幅回调至 2600 吨


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图14：2024 年氯化稀土产量跃升至 1.4 万吨


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

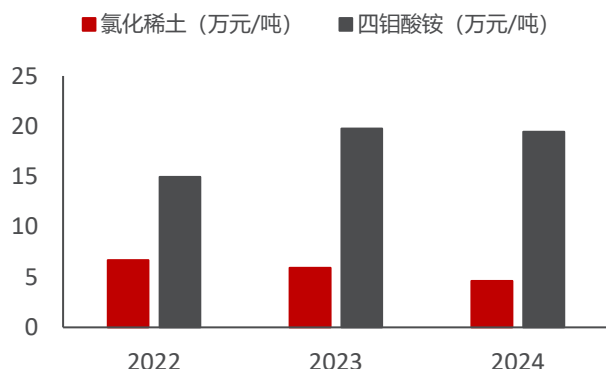
图15：2024 年四钼酸铵产量爬升至 2300 吨，产能利用率高达 92.4%


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

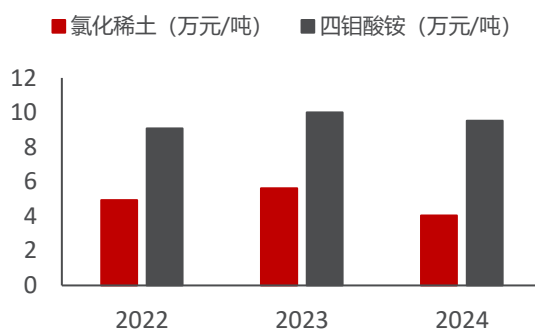
2.2.3 成本有所抬升，盈利结构性分化

长协与市场双规定价，铀产品成本有所抬升。公司长协订单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，发行人还签署了少量零星天然铀销售协议，亦采取上述定价机制。

成本来看，公司 2022/2023/2024 年自产天然铀产品总成本分别为 72.1/108.3/135.0 亿元，有所抬升，主要系业务量增加且天然铀价格整体上行的综合影响。氯化稀土产品单位成本分别为 4.9/5.6/4.0 万元/吨，四钼酸铵产品单位成本为 9.1/10.0/9.5 万元/吨。

图16：分产品售价稳定


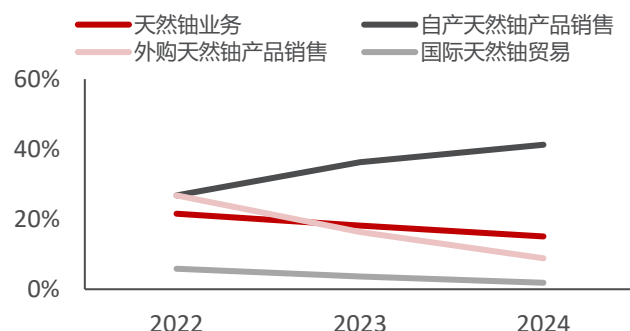
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图17：分产品单位成本稳定


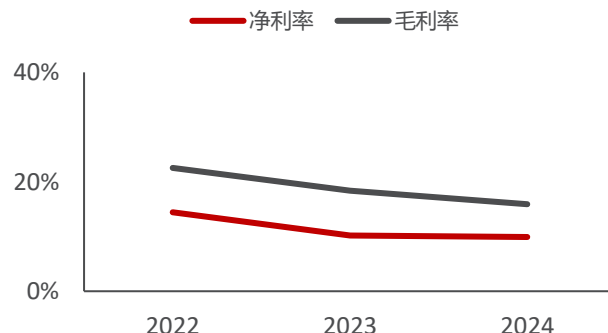
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

主营业务毛利率结构性下降，但仍基本优于同业可比公司水平。公司2022/2023/2024 年天然铀业务毛利率分别为 21.6%/18.1%/15.1%，毛利率下降，主要由于毛利率较低的国际天然铀贸易业务占比升高所致，该业务占比由 25.0% 提升至 29.1%。其中自产天然铀产品销售毛利率不断提升，分别为 26.8%/36.3%/41.3%，系天然铀产品销售均价持续上涨。

公司毛利率与同行业可比公司存在差异主要系单位成本、业务模式等方面存在差异所致，具有合理性。公司自产天然铀产品销售业务及外购天然铀产品销售业务的平均毛利率均低于哈原工，主要系哈原工采矿业务区位优势带来的丰富资源量和极低的生产成本，且哈原工自有铀矿石的品位较高，天然铀采冶的单位生产成本相对较低，因此毛利率水平相对较高；中广核矿业主营业务为天然铀贸易，不涉及天然铀采冶生产业务。公司国际天然铀贸易业务的各期平均毛利率均高于中广核。

图18：公司主营业务毛利率结构性下降


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图19：公司毛利率及净利率结构性下降


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表4：毛利率基本优于同业可比上市公司同类可比产品

可比公司名称	产品类别	2022	2023	2024
(1)天然铀业务				
哈原工	全部业务	52.55%	53.17%	48.62%
卡梅科	铀产品	8.16%	20.69%	25.43%
中广核矿业	天然铀贸易	3.97%	1.75%	-0.77%
	平均值	21.56%	25.20%	24.43%
	天然铀业务	21.56%	18.14%	15.07%
	其中:自产天然铀产品销售业务	26.79%	36.27%	41.25%
中国铀业	外购天然铀产品销售业务	26.79%	16.30%	8.83%
	天然铀产品销售业务小计	26.79%	23.38%	20.48%
	国际天然铀贸易业务	5.85%	3.64%	1.85%
(2)放射性伴生矿产资源业务				
洛阳钼业	钼	37.16%	40.24%	35.07%
北方稀土	稀土盐类	30.91%	18.37%	8.89%
	放射性伴生矿产资源业务	29.82%	21.33%	27.59%
中国铀业	其中:氯化稀土及其副产品	26.06%	5.22%	12.25%
	四钼酸铵	39.36%	49.43%	51.09%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3 募投项目：增强天然铀产能，拓展共伴生资源综合利用

公司本次公开发行前总股本，本次发行股份数量为不低于 202,222,223 股且不超过 321,176,470 股，占发行后总股本比例不低于 10%且不超过 15%，本次发行上市募集资金主要用于投资：纳岭沟铀矿床原地浸出采铀工程、巴彦乌拉铀矿床原地浸出采铀二期(芒来矿段)工程、七三七、七三九地浸采铀扩建工程、韶关锦原铀业棉花坑矿井三期工程、沽源铀业水冶综合技改项目、江西共伴生铀资源(独居石)综合利用项目、华中新材料年产 1000 吨钽新材料项目、补充流动资金。

表5：募投项目

投资项目	项目投资总额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)
一、天然铀产能项目		
内蒙古矿业纳岭沟铀矿床原地浸出采铀工程	158320.02	138000.00
内蒙古矿业巴彦乌拉铀矿床原地浸出采铀二期(芒来矿段)工程	53749.18	42000.00
天山铀业七三七、七三九地浸采铀扩建工程	34928.00	31000.00
韶关锦原铀业棉花坑矿井三期工程	12755.55	7400.00
二、放射性共伴生矿产资源利用项目		
沽源铀业有限责任公司水冶综合技改项目	50083.98	418000.00
江西共伴生铀资源(独居石)综合利用项目	36638.10	20000.00
华中新材料有限公司年产 1000 吨钽新材料项目	9988.68	7500.00
三、补充流动资金		
补充流动资金	123300.00	123300.00
合计	479763.51	787200.00

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

国内天然铀项目：本次募集资金投资项目中，中核韶关锦原铀业有限公司棉花坑矿井三期工程项目、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项目、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项目、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)工程项目旨在提高国内天然铀生产和供应能力，提升工艺技术水平，满足我国天然铀产能布局调整要求；中核沽源铀业有限责任公司水冶综合技改项目旨在进一步推动公司铀钼资源综合利用业务规模化、集约化、高质量持续发展。

放射性共伴生矿产资源项目：江西共伴生铀资源(独居石)综合利用项目旨在采用先进生产工艺装备，全面提取独居石中的稀土、铀等有价值金属，实现资源高效、集约化利用；中核华中新材料有限公司年产 1000 吨钽新材料项目将使公司的放射性矿产资源综合利用业务板块拓展至钽铌资源领域，贯彻公司发展战略，做优做强放射性共伴生资源综合利用产业，提高钽铌资源综合绿色利用和保障能力，带

动钽铌行业向环境友好、清洁节能发展。

补充流动资金：有效增强全球天然铀资源获取能力，同时优化公司财务结构，提高抵御风险的能力。

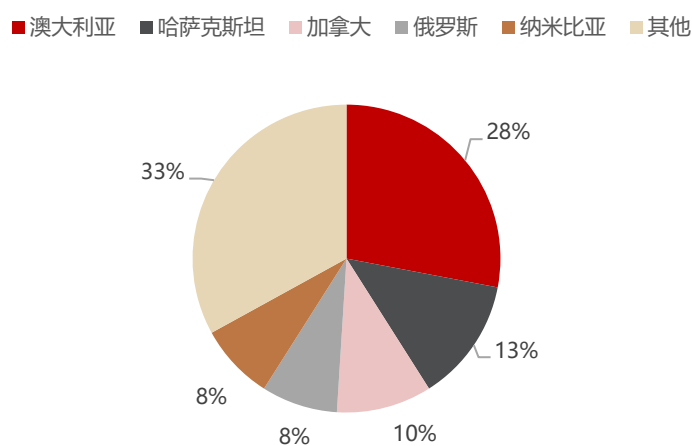
4 天然铀行业和放射性共伴生矿产资源综合利用行业：供给集中度高，需求增长空间大

4.1 天然铀行业

4.1.1 天然铀供给集中度高且具有稀缺性

全球铀资源分布集中度高且具有稀缺性。根据 OECD-NEA 与 IAEA 数据，截至 2021 年 1 月，全球已探明且开采成本低于 130 美元/kgU 的铀资源总量 607.85 万 tU，全球分布不均，主要集中在澳大利亚、哈萨克斯坦、加拿大、俄罗斯和纳米比亚，上述五国铀资源储量分别占世界总储量的 28%、13%、10%、8%和 8%，前三大铀资源国资源量占比超 50%。

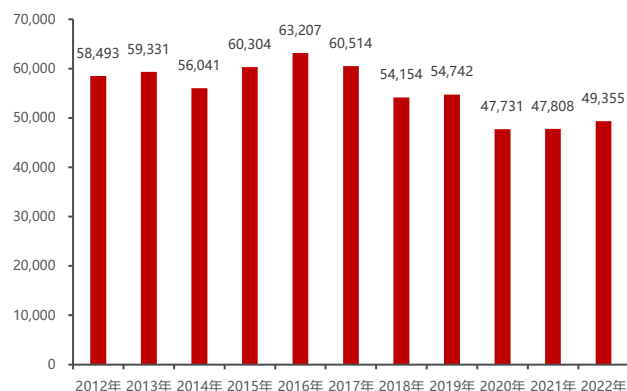
图20：全球铀资源储量占比分化差异大



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

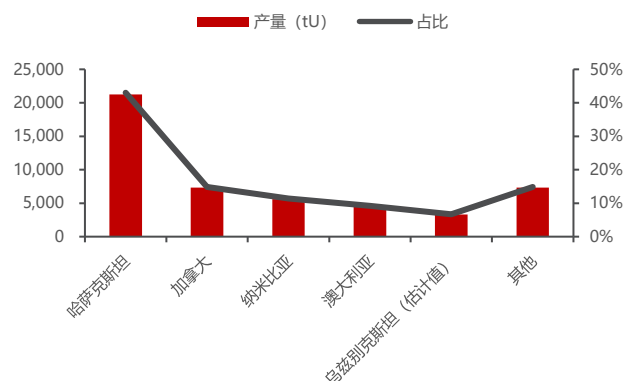
全球天然铀产量分布集中度较高。根据 WNA 数据，2022 年，全球产量前三大国家分别为哈萨克斯坦、加拿大和纳米比亚，产量分别达到 21,227tU、7,351tU 和 5,613tU，占全球天然铀产量比重分别为 43.01%、14.89%和 11.37%，占全球比重合计近 70%。

图21：2012-2022 年全球天然铀产量波动下滑（tU）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图22：2022 年全球天然铀产量分布集中度高



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

4.1.2 天然铀需求旺盛

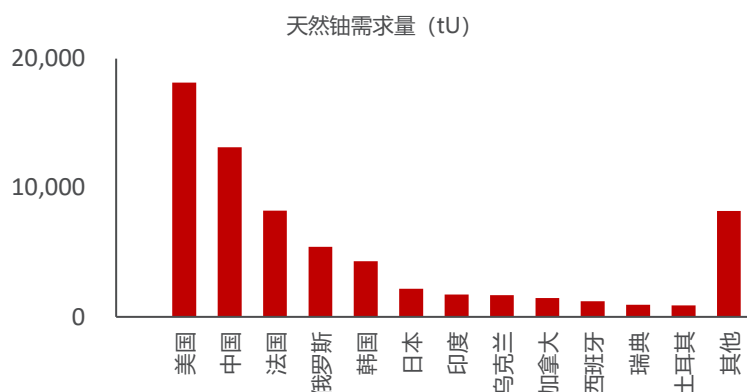
天然铀需求逐年提升，中国位居第二。根据 WNA 数据，2024 年全球反应堆天然铀需求量共计 6.75 万 tU，较 2021 年 6.25 万 tU 上升 8.00%。其中美国铀需求量为 1.81 万 tU，占全球铀需求总量的 26.86%，全球排名第一；中国铀需求量为 1.31 万 tU，占全球铀需求总量的 19.45%，全球排名第二；法国、俄罗斯、韩国天然铀需求量亦处于较高水平。

表6：全球核电机组建设情况及天然铀需求（tU）

国家或地区	在运已并网反应堆 (截至 2024 年 12 月)		在建反应堆 (截至 2024 年 12 月)		天然铀需求量 (2024 年, tU)
	数量 (座)	装机容量 (兆瓦)	数量 (座)	装机容量 (兆瓦)	
美国	94	96,952	-	-	18,137
中国	58	56,888	29	33,165	13,132
法国	57	63,000	-	-	8,232
俄罗斯	36	26,802	6	4,102	5,436
韩国	26	25,825	2	2,680	4,309
日本	33	31,679	2	2,756	2,180
印度	23	7,425	7	5,900	1,725
乌克兰	15	13,107	2	1,900	1,673
加拿大	18	13,184	-	-	1,455
西班牙	7	7,123	-	-	1,218
瑞典	6	7,008	-	-	932
土耳其	-	-	4	4,800	882
其他	68	50,075	12	13,602	8,206
全球合计	441	399,068	64	68,905	67,517

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图23：2024 年全球天然铀需求量分化显著 (tU)

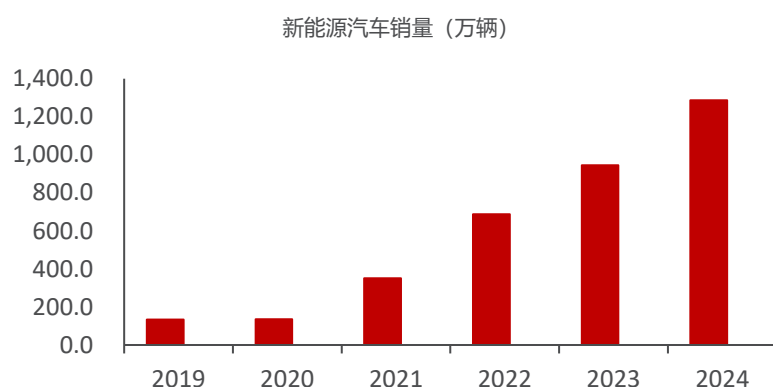


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

全球核能建设的进一步发展将持续推升核电天然铀需求。WNA 在其发布的《核燃料报告：2023-2040 年全球需求和供应情景》中预测，在参考情景（中案）中，到 2040 年，全球核电装机容量将达到 686GWe，全球反应堆铀需求预计将增加至 12.99 万 tU。在低案和高案情景中，到 2040 年，全球核电装机将分别达到 486GWe 和 931GWe，全球反应堆铀需求将分别上升到 8.69 万 tU 和 18.43 万 tU，在全球能源清洁转型和核电加速建设发展的推动下，天然铀供需缺口预计长期存在。

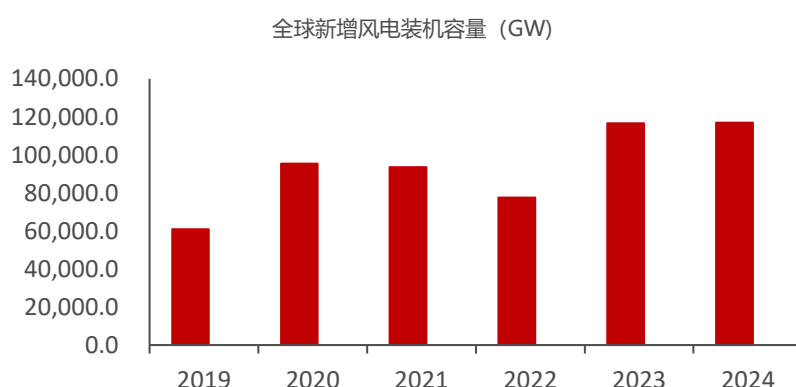
4.2 放射性共伴生矿产资源综合利用行业

稀土行业和钼产品的需求维持高速增长。稀土永磁材料广泛的运用于新能源汽车行业当中，主要应用在驱动电机、助力转向电机等启动电机部分，此外，稀土锂电池、汽车尾气催化剂同样有稀土元素的加入。根据中国汽车工业协会数据，2024 年我国新能源汽车销量为 1,287 万辆，同比增长 35.5%，连续 10 年保持全球第一；2024 年我国新能源汽车产量达到 1,289 万辆，同比增长 34.4%，亦保持了较高增速。未来随着我国新能源汽车由政策推动转变为需求推动，叠加“双碳”政策引领下，新能源汽车发展成为大势所趋，将长期拉动对上游稀土产品的需求。

图24：新能源汽车销量（万辆）攀升


资料来源：ifind，民生证券研究院

在碳中和背景下，我国风电行业迅速发展，稀土材料需求加速释放。高性能稀土永磁材料是直驱及半直驱风力发电机的关键材料部件，含钕合金钢在风电机组的动力总成部件上应用广泛。全球风电装机保持快速增长趋势，根据 GWEC 数据，2023 年全球风电装机容量达到 1,021GWe，同比增长 13%。我国风电装机增速高于全球水平，根据国家能源局发布 2023 年全国电力工业统计数据，2023 年我国风电装机容量达到 441GWe，同比增长 20.7%。根据 GWEC 数据，2023 年全球新增风电装机容量达到 117GWe，全球风电新增装机将保持增长趋势，预计 2028 年新增风电装机 182GWe，新增风电装机复合年均增长率达到 9.4%。全球和我国风电装机快速增长的背景下，稀土磁材和钕产品需求空间广阔。

图25：全球新增风电装机规模（GW）波动上涨


资料来源：ifind，民生证券研究院

4.3 行业壁垒高，进入难度大

4.3.1 资源壁垒

铀矿资源是铀矿采冶行业的重要壁垒。按照我国相关法律规定，铀矿资源为国家所有。任何进入铀矿行业的投资主体，必须取得国家授予的铀矿资源开发权，同时铀矿建设需取得国防科工局核准。铀矿资源又具有明显的地域性和不可再生性，随着资源消耗，可供开采的铀矿资源稀缺性进一步凸显。

稀土行业和钨化工行业亦存在一定的资源壁垒。国内稀土矿主要由五大稀土集团进行开采，因此对于仅从事加工业务的企业而言，掌握稳定的稀土矿货源是业务做大做强的重要条件；钨化工行业上游为钨矿采冶环节，自有钨矿的钨化工企业具有更强的资源优势。

4.3.2 资质壁垒

取得相关资质是进入天然铀行业的主要壁垒。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。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。

稀土为国家重要战略资源。为规范、促进稀土行业持续健康发展，根据《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》等要求，工信部等有关部门对稀土矿山开发、冶炼分离、金属冶炼项目设置了严格的准入条件，并实行稀土开采总量控制指标管理制度，行业准入壁垒较高。

4.3.3 技术壁垒

天然铀资源开发需要采矿、水冶等各环节核心技术及配套装备，如砂岩铀矿山酸法地浸采铀技术、CO₂+O₂ 地浸采铀技术，硬岩铀矿山成套开采技术等；且随着产业与信息技术不断融合，“数字矿山”和“智能矿山”已成为铀矿采冶的新一代技术发展趋势，先进高效的新一代铀矿采冶技术是行业内公司建立领先优势的技术基础；另外，国内天然铀资源后续开发将面临低渗透、大埋深、低品位等复杂难题，需要铀矿开采企业具备更强的研发创新能力。

放射性矿产资源综合利用业务还要求掌握先进的含铀多金属矿的综合回收利用技术以及稀土尾渣资源化、资源化、减量化、无害化的系统处理能力。技术成果储备不足成为制约潜在竞争对手进入铀矿采冶和放射性伴生矿产资源综合利用行业并迅速发展的壁垒。

5 风险提示

1) 地缘政治风险。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, 进而影响公司的原材料采购、产品销售以及盈利能力等。

2) 核电产业需求风险。国务院、国家发改委等相关政府部门根据核电行业现状及发展目标制定和调整核电发展的政策。如果国务院、国家发改委等相关政府部门调整我国核电发展的政策, 或调整核电监管的具体政策及规定, 公司作为核电产业的上游, 发展速度可能会受到不利影响。

3) 行业政策变化导致竞争加剧风险。如果未来国内铀矿开采相关政策发生变化, 导致中核集团和中国铀业不再具有国内天然铀资源开发专营地位, 将导致中国铀业在获取国内天然铀矿产资源时面临其他市场主体的竞争, 获得境内采矿权的难度加大, 对公司的经营产生不利影响。

4) 环保相关风险。随着经济的发展和增长模式的转变, 全社会环保意识逐步增强, 国家对环保的要求和标准不断提高。如果国家未来进一步提高环保标准或出台更严格的环保政策, 可能会使公司生产经营受到影响并导致公司经营成本上升。

5) 汇率变动风险。未来, 若境内外经济环境、货币政策等发生变化, 公司及下属子公司的记账本位币与外币的汇率波动幅度加大, 或上述应对措施未能有效执行并达到预期效果, 可能导致公司汇兑损益波动增大或出现大额汇兑损失, 从而对公司经营业绩产生影响。

6) 存货减值风险。如果未来市场供需情况、国际宏观环境等影响因素发生不利变化或未能改善, 可能导致天然铀、氯化稀土等产品市场价格下降, 公司的存货可能发生减值, 或如果未来公司的产品生产或外购成本高于市场价格, 将对公司经营业绩和盈利能力产生不利影响。

插图目录

图 1: 公司业务发展重要里程碑及成就.....	3
图 2: 公司股权架构.....	4
图 3: 2022-2024 年营收复合增长率高达 17.9%.....	6
图 4: 2022-2024 年归母净利润复合增长率高达 3.0%.....	6
图 5: 主营业务实现营收逐年上涨 (亿元)	6
图 6: 主营业务毛利贡献百分比稳定.....	6
图 7: 公司期间费用稳定.....	7
图 8: 公司期间费用率有所下降.....	7
图 9: 公司资产负债率下降.....	7
图 10: 公司经营活动现金流量呈现下降趋势.....	7
图 11: 独居石综合利用工艺.....	10
图 12: 铈钼综合利用工艺.....	10
图 13: 24 年罗辛铈业产量小幅回调至 2600 吨.....	11
图 14: 2024 年氯化稀土产量跃升至 1.4 万吨.....	11
图 15: 2024 年四钼酸铵产量爬升至 2300 吨, 产能利用率高达 92.4%.....	11
图 16: 分产品售价稳定.....	12
图 17: 分产品单位成本稳定.....	12
图 18: 公司主营业务毛利率结构性下降.....	12
图 19: 公司毛利率及净利率结构性下降.....	12

表格目录

表 1: 主要管理层人员工作履历.....	5
表 2: 公司在产项目介绍.....	8
表 3: 公司生产技术介绍.....	9
表 4: 毛利率基本优于同业可比上市公司同类可比产品.....	13
表 5: 募投项目.....	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048