下载日志已记录，仅供内部参考

中国铀业（001280.SZ）

天然铀行业龙头，乘核电东风再启新程

作为中核集团旗下的核心子公司，中国铀业被誉为“核电粮仓”，是 A 股市场上稀缺的“天然铀第一股”。公司主营业务涵盖天然铀的采冶、销售及贸易，以及独居石、铀钼等放射性共伴生矿产的综合利用。凭借中核集团的国资背景，公司拥有国内天然铀开采的专营权，形成了极高的政策与资源壁垒。

行业高景气周期确立：在全球“双碳”目标与能源安全战略推动下，核电产业迎来“重启+新建”双轮驱动。全球及中国核电装机容量进入快速增长期，直接拉动上游天然铀需求刚性扩容。与此同时，全球铀供给端受资源集中、资本开支不足、地缘政治等因素制约，新增产能有限，导致供需缺口长期固化，铀价进入“易涨难跌”的长周期上行通道。

稀缺资源与技术护城河：公司不仅是全球前十大天然铀生产商，更在国内拥有排他性的采矿权。公司境内外资源储备雄厚，控股全球第六大铀矿——纳米比亚罗辛铀矿。技术上，公司掌握国际领先的 CO_2+O_2 中性地浸采铀工艺及放射性共伴生矿综合利用技术，并通过“数字+智能矿山”建设持续提升运营效率，降低成本。

募投扩产打开成长空间：公司 IPO 募集资金将主要用于内蒙古、新疆等地的多个天然铀产能扩建项目以及独居石、钽铌等共伴生矿产的综合利用项目。随着新项目投产及存量矿山技术升级，公司产能将迎来跨越式增长，有望在量价齐升的行业背景下，驱动业绩高速增长并消化当前估值。

业绩稳步增长，技术驱动盈利优化。2021-2025 年，公司营业收入与归母净利润年均复合增长率分别达 22.25%和 18.90%，核心受益于铀价回升、海外罗辛铀矿产能释放及共伴生矿产综合利用技术落地见效。

- 天然铀业务始终为盈利基本盘，2025 年营收占比达 89.2%，毛利贡献近 90%。
- 放射性共伴生矿产资源业务虽营收占比较低，但毛利贡献持续高于营收占比，展现更强盈利韧性，成为利润结构中的重要补充。
- 技术层面，“数字矿山”与“智能矿山”建设有效提升运营效率与本质安全度；募投项目实施后将进一步强化规模效益与市场竞争力。

投资建议：依托境内矿山产能稳步提升，叠加纳米比亚罗辛、LH、Etango 三座海外铀矿的资源布局，公司拥有长周期的矿山寿命与清晰的产能爬坡路径，未来权益天然铀产量将持续扩张，产能兑现节奏清晰。在全球铀价上行周期中，充足的权益铀资源将充分放大价格弹性，利润释放具备较强确定性。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 217.21/239.97/266.18 亿元，归母净利润实现 26.89/36.97/48.71 亿元，对应 PE 分别为 50.7/36.9/28.0 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：天然铀价格波动；项目投产进度不及预期；海外地缘冲突；国内核电审批与建设节奏不及预期。

买入（首次）

股票信息

行业	小金属
09 月 04 日收盘价（元）	65.91
总市值（百万元）	136,313.86
总股本（百万股）	2,068.18
其中自由流通股（%）	8.40
30 日日均成交量（百万股）	7.58

股价走势



作者

分析师 张津铭
执业证书编号：S0680520070001
邮箱：zhangjinming@gszq.com

分析师 张航
执业证书编号：S0680524090002
邮箱：zhanghang@gszq.com

分析师 高紫明
执业证书编号：S0680524100001
邮箱：gaoziming@gszq.com

分析师 刘力钰
执业证书编号：S0680524070012
邮箱：liuliyu@gszq.com

分析师 张卓然
执业证书编号：S0680525080005
邮箱：zhangzhuoran@gszq.com

分析师 鲁昊
执业证书编号：S0680525080006
邮箱：luhao@gszq.com

研究助理 张晓雅
执业证书编号：S0680125090013
邮箱：zhangxiaoya@gszq.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	17,279	19,894	21,721	23,997	26,618
增长率 yoy（%）	16.7	15.1	9.2	10.5	10.9
归母净利润（百万元）	1,458	1,645	2,689	3,697	4,871
增长率 yoy（%）	15.6	12.8	63.4	37.5	31.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.71	0.80	1.30	1.79	2.36
净资产收益率（%）	13.7	9.7	13.7	15.9	17.3
P/E（倍）	93.5	82.8	50.7	36.9	28.0
P/B（倍）	12.8	8.1	7.0	5.9	4.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 04 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	14862	24196	23958	27946	32621
现金	3818	8250	12628	11295	18434
应收票据及应收账款	1848	2174	2232	2500	2810
其他应收款	214	140	272	300	333
预付账款	327	904	252	442	557
存货	8017	11674	7479	12264	9292
其他流动资产	638	1053	1095	1145	1195
非流动资产	5821	7975	8534	8982	10113
长期投资	599	613	613	613	613
固定资产	1453	2574	2786	2979	3074
无形资产	377	391	422	451	476
其他非流动资产	3391	4397	4712	4939	5950
资产总计	20683	32171	32492	36928	42734
流动负债	4532	7399	4533	4674	4830
短期借款	63	1924	1924	1924	1924
应付票据及应付账款	2007	1546	1636	1717	1807
其他流动负债	2461	3930	973	1033	1099
非流动负债	4264	6441	6534	6534	6534
长期借款	2242	3790	3790	3790	3790
其他非流动负债	2022	2650	2743	2743	2743
负债合计	8796	13840	11067	11208	11364
少数股东权益	1217	1433	1853	2430	3190
股本	1820	2068	2068	2068	2068
资本公积	5948	10096	10096	10096	10096
留存收益	3117	4762	7471	11188	16079
归属母公司股东权益	10670	16898	19573	23290	28180
负债和股东权益	20683	32171	32492	36928	42734

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	506	-2565	7390	56	9331
净利润	1712	1912	3108	4274	5631
折旧摊销	410	521	731	832	1047
财务费用	154	214	240	240	240
投资损失	-237	-29	-109	-144	-240
营运资金变动	-1680	-5319	3430	-5189	2609
其他经营现金流	148	136	-10	43	43
投资活动现金流	-1475	-1873	-1184	-1179	-1982
资本支出	-1734	-1926	-1203	-1233	-2133
长期投资	168	8	-40	-40	-38
其他投资现金流	92	45	59	94	190
筹资活动现金流	-190	8842	-1848	-230	-230
短期借款	-1349	1861	0	0	0
长期借款	183	1549	0	0	0
普通股增加	0	248	0	0	0
资本公积增加	36	4148	0	0	0
其他筹资现金流	941	1036	-1848	-230	-230
现金净增加额	-1138	4398	4378	-1333	7139

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17279	19894	21721	23997	26618
营业成本	14515	15950	16827	17660	18583
营业税金及附加	123	209	217	221	245
营业费用	27	33	30	34	37
管理费用	630	751	695	744	799
研发费用	61	87	67	74	83
财务费用	113	254	147	97	112
资产减值损失	-1	-51	0	0	0
其他收益	85	82	83	74	83
公允价值变动收益	20	-9	0	0	0
投资净收益	237	29	109	144	240
资产处置收益	3	0	5	6	5
营业利润	2196	2617	3934	5391	7087
营业外收入	11	3	3	3	3
营业外支出	46	51	51	51	51
利润总额	2161	2568	3885	5343	7038
所得税	449	656	777	1069	1408
净利润	1712	1912	3108	4274	5631
少数股东损益	254	266	420	577	760
归属母公司净利润	1458	1645	2689	3697	4871
EBITDA	2458	3403	4763	6272	8198
EPS（元/股）	0.71	0.80	1.30	1.79	2.36

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	16.7	15.1	9.2	10.5	10.9
营业利润(%)	21.0	19.2	50.3	37.1	31.5
归属母公司净利润(%)	15.6	12.8	63.4	37.5	31.7
获利能力					
毛利率(%)	16.0	19.8	22.5	26.4	30.2
净利率(%)	8.4	8.3	12.4	15.4	18.3
ROE(%)	13.7	9.7	13.7	15.9	17.3
ROIC(%)	11.0	8.2	11.7	13.6	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	42.5	43.0	34.1	30.4	26.6
净负债比率(%)	-7.7	-2.2	-30.1	-19.9	-39.0
流动比率	3.3	3.3	5.3	6.0	6.8
速动比率	1.3	1.4	3.3	3.0	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	8.4	10.9	10.9	11.4	11.2
应付账款周转率	8.5	9.0	10.7	10.5	10.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.80	1.30	1.79	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	-1.24	3.57	0.03	4.51
每股净资产(最新摊薄)	5.16	8.17	9.46	11.26	13.63
估值比率					
P/E	93.5	82.8	50.7	36.9	28.0
P/B	12.8	8.1	7.0	5.9	4.8
EV/EBITDA	-0.4	36.9	27.3	20.9	15.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 04 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1.中国铀业：核工业“国家队”与“核电粮仓” 6
1.1 A 股市场“天然铀第一股” 6
1.2 天然铀筑牢业务根基，共伴生矿产开辟增长新曲线 8
2.核电投建潮驱动铀价量价齐升，供需缺口长期固化 12
2.1 全球核电进入成长投建周期，铀需求刚性扩容 12
2.2 供给端约束凸显，铀价进入“易涨难跌”周期 17
2.3 共伴生矿产综合利用：高潜力赛道崛起，发展前景广阔 21
3.天然铀专营壁垒+低成本优势，成长与业绩弹性兼备 23
3.1 采矿权垄断属性凸显，境内外资源储备筑牢护城河 23
3.2 技术领先驱动效率提升，成本优势凸显 25
3.2.1.铀矿采冶技术：低本高效工艺适配规模化产能需求 26
3.2.2.信息化赋能：“数字+智能矿山”提升运营效率 28
3.3 募投项目落地+存量矿扩产，夯实长期成长基础 29
4.放射性共伴生矿业务：高附加值综合利用，打开盈利第二曲线 32
4.1 高附加值+绿色工艺拓宽盈利边界 32
4.2 业务布局有序推进，中长期成长路径清晰 33
5.盈利预测与投资建议 36
风险提示 38

图表目录

图表 1： 中国铀业发展历程 7
图表 2： 中国铀业股权结构（截至招股说明书） 8
图表 3： 中国铀业营业收入（百万元） 9
图表 4： 中国铀业归母净利润（百万元） 9
图表 5： 铀现货和长贸价格(美元 9
图表 6： 2022-2026H1 中国铀业各业务营收占比情况 10
图表 7： 2022-2026H1 中国铀业各业务毛利占比情况（%） 10
图表 8： 2022-2026H1 中国铀业主营业务毛利率情况（%） 11
图表 9： 2020-2035 年美国数据中心电力发电来源（基准情形） 12
图表 10： 2020-2035 年中国数据中心燃料发电来源（基准情形） 12
图表 11： 1954-2025 年 7 月世界/中国核电反应堆并网与退役数量（台） 13
图表 12： 1954-2025 年 7 月世界核反应堆在运装机容量（GW） 13
图表 13： 2007-2025 年全球/中国铀需求量（吨） 14
图表 14： 2009-2025 年中国核电装机容量和增长率（万千瓦） 14
图表 15： 悲观情形下 2020-2050 年全球铀生产能力与核反应堆铀需求的比较 14
图表 16： 乐观情形下 2020-2050 年全球铀生产能力与核反应堆铀需求的比较 14
图表 17： 全球核电机组建设情况及天然铀需求 15
图表 18： 全球至 2050 年核能装机容量和相关铀需求（GW，吨） 15
图表 19： 我国及世界主要核电国家相关政策文件 16
图表 20： 截至 2023 年 1 月 1 日全球铀资源分布（<USD130/kgU） 17
图表 21： 已探明铀资源的分布（千吨） 18
图表 22： 推测铀资源的分布（千吨） 18
图表 23： 全球天然铀产量（吨） 19
图表 24： 1970-2023 年全世界本国/非本国铀矿勘探与开发支出趋势（百万美元） 19
图表 25： 截至 2024 年 7 月全球闲置及重启矿井（基准 2023 年 1 月 1 日） 19
图表 26： 2015-2024 年全球天然铀供需及缺口（tU） 20
图表 27： 2015-2024 年全球天然铀累计缺口（tU） 20
图表 28： 全球天然铀价格趋势（美元/磅） 21
图表 29： 2017-2025 中国新能源汽车产销量（万辆） 22
图表 30： 2017-2025 中国及全球风电装机容量（万千瓦） 22
图表 31： 稀土产业链各主要环节 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 32: Etango 铀项目储量情况 23
图表 33: 公司境外天然铀产销情况（吨） 23
图表 34: 2022 年-2024 年全球天然铀产量排名前十位的公司 24
图表 35: 2022 年全球前十大天然铀矿山 24
图表 36: 公司天然铀资产及 2022-2025 年产量（吨） 25
图表 37: 中国铀业核心技术专利情况 26
图表 38: 砂岩铀地浸采铀井场工艺流程图 27
图表 39: 硬岩铀矿生产地下开采-堆浸/露天开采-搅拌浸出工艺流程 27
图表 40: 棉花坑铀矿数字孪生系统实景 28
图表 41: 棉花坑铀矿数智化管控中心 29
图表 42: 募集资金投资的天然铀产能项目 30
图表 43: 天然铀综合售价对比（美元/磅） 31
图表 44: 公司放射性共伴生矿产资源综合利用业务中三类矿产资源 32
图表 45: 独居石综合利用工艺流程 33
图表 46: 铀钼矿加工生产工艺流程 33
图表 47: 钽铌矿加工生产工艺流程 33
图表 48: 公司放射性共伴生业务产能及 2022-2025 年产量（吨） 34
图表 49: 募集资金投资的放射性共伴生矿产产能项目 35
图表 50: 公司天然铀产能提升水平预测（tU3O8） 36
图表 51: 中国铀业 2026-2028 年盈利预测 37
图表 52: 可比公司估值 37

下载日志已记录，仅供内部参考

1.中国铀业：核工业“国家队”与“核电粮仓”

1.1 A 股市场“天然铀第一股”

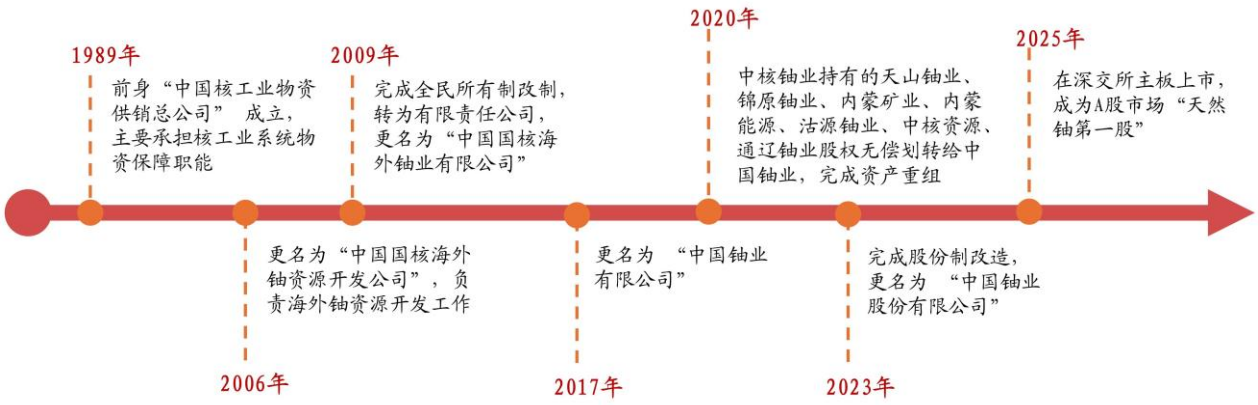
A 股市场“天然铀第一股”。中国铀业是中核集团的重要子企业之一，是核产业链的关键环节，是我国天然铀供应的“国家队”，同时也是全球主要天然铀供应商之一，2022—2024 年全球产量排名稳定在第六位。公司主营业务覆盖天然铀资源的采冶、销售及贸易，以及独居石、铀钼等共伴生放射性矿产资源综合利用及产品销售，是我国国防建设与核电发展的铀资源保障核心力量。

作为“核电粮仓”，中国铀业掌握以第三代地浸采铀技术为标志的复杂砂岩铀矿开发技术体系，攻克“三高”（高钙、高铁铝、高矿化度）铀矿浸出等行业难题，实现国内天然铀高效开发；国内拥有 17 宗天然铀或铀钼矿采矿权，分布于新疆、内蒙古、广东等资源富集区域；海外控股全球第六大铀矿山（纳米比亚罗辛铀矿），并与哈原工、卡梅科、欧安诺等国际头部铀业企业建立稳定合作，形成“国内+海外”的全球资源布局。

- 1989 年 5 月：前身“中国核工业物资供销总公司”成立，主要承担核工业系统物资保障职能，开展核工业单位物资供应、民品销售服务、核电工程非标专用设备承包供应及受托物资进口等业务。
- 2006 年 10 月：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：完成全民所有制改制，改制为有限责任公司，更名为“中国国核海外铀业有限公司”，至 2018 年底主要从事境外天然铀资源开发业务。
- 2017 年 5 月：更名为“中国铀业有限公司”。
- 2020 年 3 月：中核铀业持有的天山铀业、锦原铀业、内蒙矿业、内蒙能源、沽源铀业、中核资源、通辽铀业股权无偿划转给中国铀业，完成资产重组。
- 2023 年 3 月：完成股份制改造，更名为“中国铀业股份有限公司”。
- 2025 年 12 月：在深交所主板上市，成为 A 股市场“天然铀第一股”。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：中国铀业发展历程

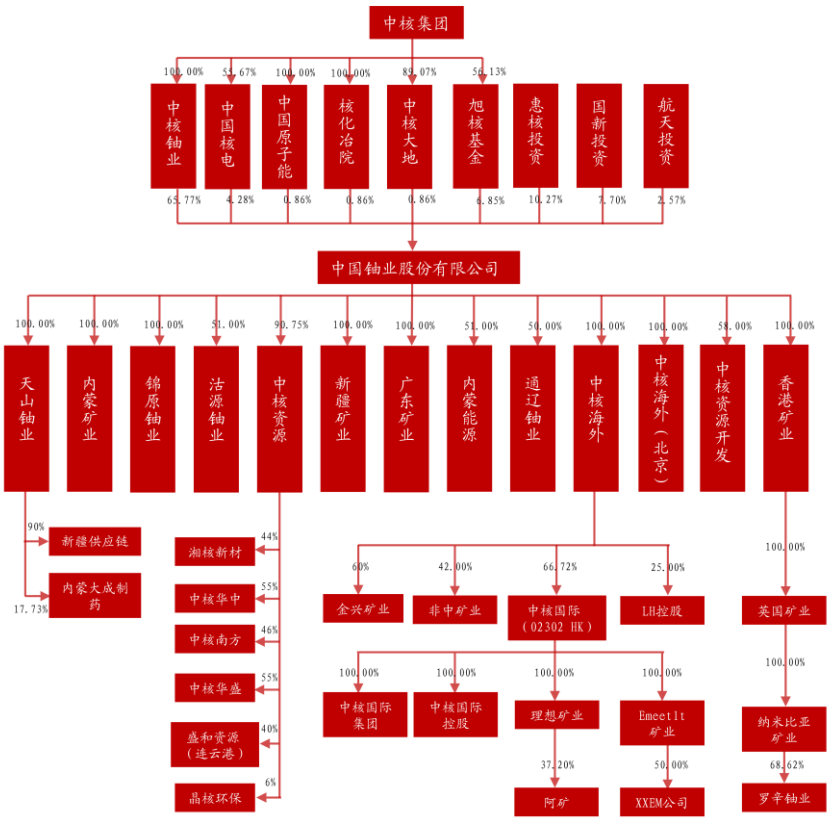


资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

股权结构集中，国资背景筑牢战略保障。公司实际控制人为中国核工业集团有限公司（简称“中核集团”），上市前，中核集团通过间接持股合计持有中国铀业股份有限公司 79.48%的股权。中核集团联合中核铀业、旭核基金、中国核电等集团内关联主体，以及惠核投资、国新投资、航天投资共同持股，既保障了公司与国家核工业战略的高度协同性，也通过其他战略投资者的参与提升了治理的专业性与资源整合能力。这种股权结构既依托中核集团的全产业链资源（如核燃料、核电运营等）为中国铀业提供业务支撑，也借助战略投资者的资本与产业资源，助力公司拓展国内外铀资源布局、推动技术创新。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：中国铀业股权结构（截至招股说明书）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 天然铀筑牢业务根基，共伴生矿产开辟增长新曲线

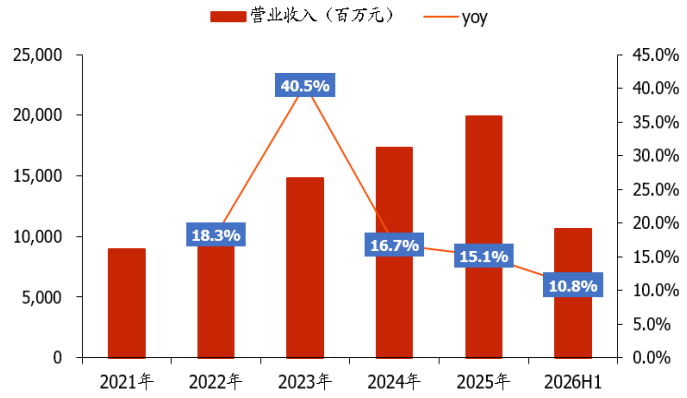
公司 25 年业绩稳中有升，核心受益于铀价回升与产能释放。2021 年-2025 年公司营收从 89.06 亿元增至 198.94 亿元，$CAGR_{2021-2025}$=22.25%；2021 年-2025 年归母净利润从 8.23 亿元增至 16.45 亿元，$CAGR_{2021-2025}$=18.90%。公司业绩自 2021 年起整体向上，核心驱动因素包括全球“碳中和”目标下核电复苏带动天然铀需求扩容，2021 年起金融机构加大实物铀采购力度推动铀价进入上行周期；同时国内能源安全战略落地，核电项目审批加速，为天然铀业务提供持续需求支撑。

2025 年公司营业收入 198.94 亿元，同比+15.1%，归母净利润 16.45 亿元，同比+12.8%，2026 年上半年，公司营业收入 105.83 亿元，同比+10.8%；归母净利润 9.87 亿元，同比+29.08%，主要系：

- 1）2025 年 3 月后铀价触底反弹，现货价从 64.23 美元/磅升至 81.55 美元/磅，长协价稳定在 80 美元/磅左右，12 月长协价升至 86.50 美元/磅，直接增厚天然铀业务盈利；
- 2）海外罗辛铀矿产能持续释放，2024 年产出 570 万磅铀氧化物，成为核心利润来源；
- 3）共伴生矿产综合利用技术落地见效，氯化稀土及其副产品、氧化钽铌及其副产品等销量稳步增长，丰富盈利结构；
- 4）国内“国铀一号”示范工程顺利投产，进一步扩大国内产能规模。

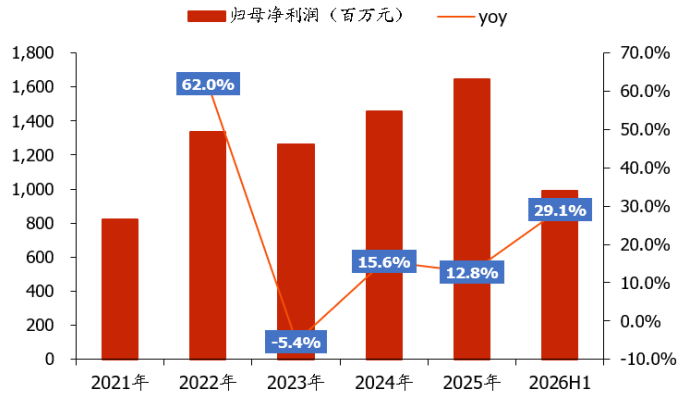
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：中国铀业营业收入（百万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

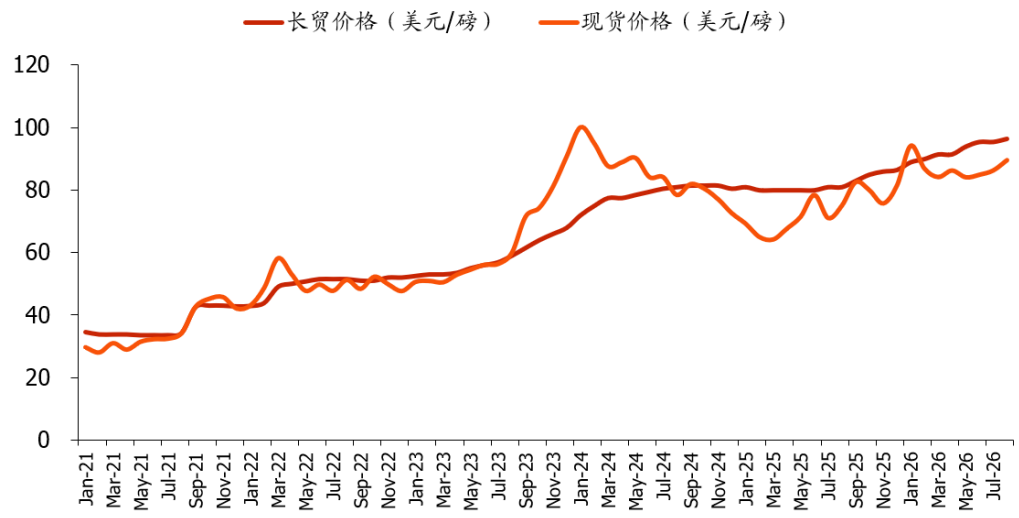
图表4：中国铀业归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司业绩与天然铀行业景气度深度绑定，在铀价长牛趋势与政策红利双重加持下，盈利增长具备强确定性。铀价自 2016 年开启触底反弹，经 2024-2025 年初短期回调后，2025 年 3 月起延续上涨趋势，供需错配格局下牛市有望长期延续。核心逻辑在于全球核电需求稳步增长，但 2015-2020 年全球矿山资本开支萎缩导致新增供给受限，叠加十年供需失衡带来的缺口持续扩大，推动铀价易涨难跌。另外，政策推动与能源结构转型打开天然铀长期需求空间。全球多国加速核电布局，美国设定 2050 年核能发电量提升 4 倍的目标，国内核电项目审批进入批量化、常态化的加速通道；《“十四五”现代能源体系规划》明确在确保安全前提下积极有序推动沿海核电项目建设，合理布局新增沿海核电项目，设定 2025 年核电运行装机容量 7000 万千瓦左右的发展目标，后续核电装机量持续提升将直接拉动天然铀长期需求。

图表5：铀现货和长贸价格（美元/磅）



资料来源：cameco，国盛证券研究所

天然铀业务锚定基本盘，放射性共伴生矿产资源业务提供多元化补充。公司主营业务分为天然铀业务和放射性共伴生矿产资源综合利用业务两类，均采用直销模式。

下载日志已记录，仅供内部参考

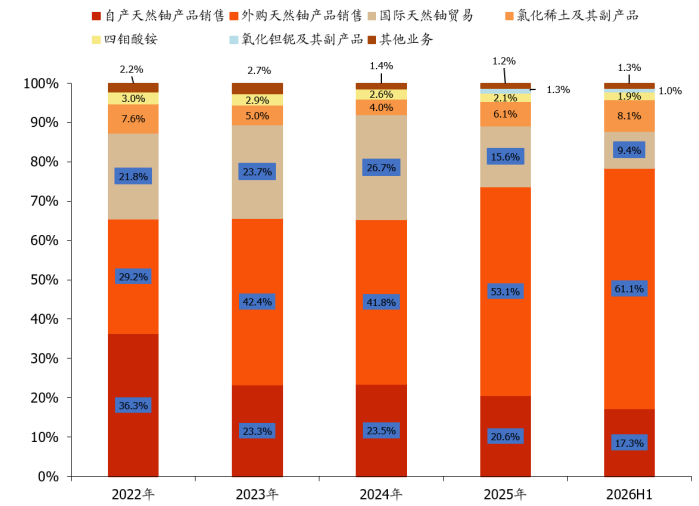
天然铀业务是公司核心收益支柱。2022 年-2026H1，公司天然铀业务营收占比持续居于 90%左右的高位，是公司营收规模的绝对基本盘，毛利率保持在 15%-22%区间，是支撑公司整体利润的核心来源。2025 年天然铀业务营收 177.5 亿元，占比 89.2%，毛利 34.7 亿元，占比 88.1%。其中自产天然铀产品销售业务营收 40.9 亿元，占比 20.6%，毛利 18.0 亿元，占比 45.6%；外购天然铀产品销售业务营收 105.5 亿元，占比 53.1%，毛利 16.3 亿元，占比 41.4%；国际天然铀贸易业务营收 31 亿元，占比 15.6%，毛利 0.4 亿元，占比 1.1%。

- **自产天然铀产品销售业务：**通过勘探开采获得天然铀产品对外销售，赚取销售收入与开采、加工成本的差额。产品包括境内生产单位自产天然铀和境外罗辛铀业自产天然铀，主要用于境内核电和国防领域。与中国核电等主要客户签订长期天然铀供应协议，少量为零星销售。
- **外购天然铀产品销售业务：**对外采购实物天然铀产品再销售的业务，作为自产供货量不足时的补充，赚取进销差价，保障下游客户供应，面向国内核电客户，订单主要来自中国核电。
- **国际天然铀贸易业务：**通过境外天然铀的购销操作，提升行业影响力的同时赚取贸易差价。目的是提升公司在国际天然铀行业的市场地位、价格判断力、议价影响力，符合国际市场惯例，客户包括天然铀生产商/供应商、贸易商、投资机构等。

放射性共伴生矿产资源业务打开公司收益增长新空间。公司对铀钼矿、独居石、钽铌矿等进行综合开发，加工为氯化稀土、四钼酸铵、五氧化二钽、五氧化二铌等产品对外销售，赚取销售收入与开采、采购、加工成本的差额。2022-2025 年期间，营收占比在 6.6%-10.5%区间波动，虽占比远低于天然铀业务，但为公司营收提供了多元化补充。同期其毛利占比处于 9.0%-13.6%之间，毛利占比高于营收占比，反映该业务具备更高的盈利水平，是公司毛利结构中的关键辅助增量。2026H1 放射性共伴生矿产资源业务营收 11.57 亿元，占比 10.9%，毛利 2.7 亿元，占比 12.3%。分产品来看：

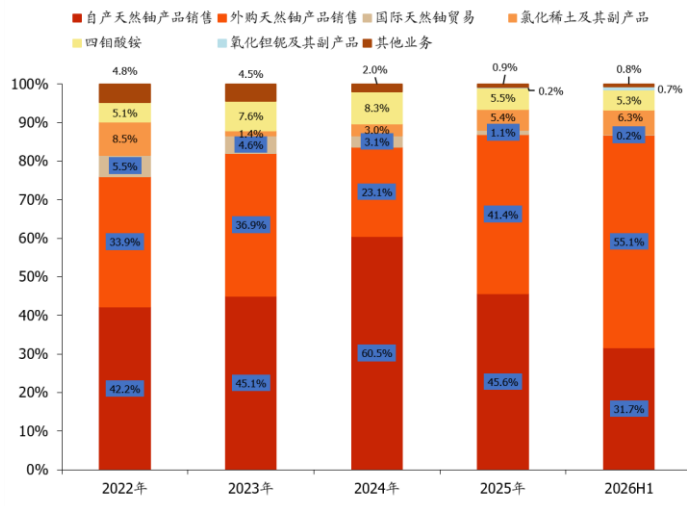
- 氯化稀土：客户为国内稀土深加工企业；会与重要客户签订长期供应协议抵御风险、稳定渠道。
- 四钼酸铵：客户为国内钼酸铵深加工企业。
- 五氧化二钽和五氧化二铌：客户为国内钽铌深加工企业。

图表6：2022-2026H1 中国铀业各业务营收占比情况（%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

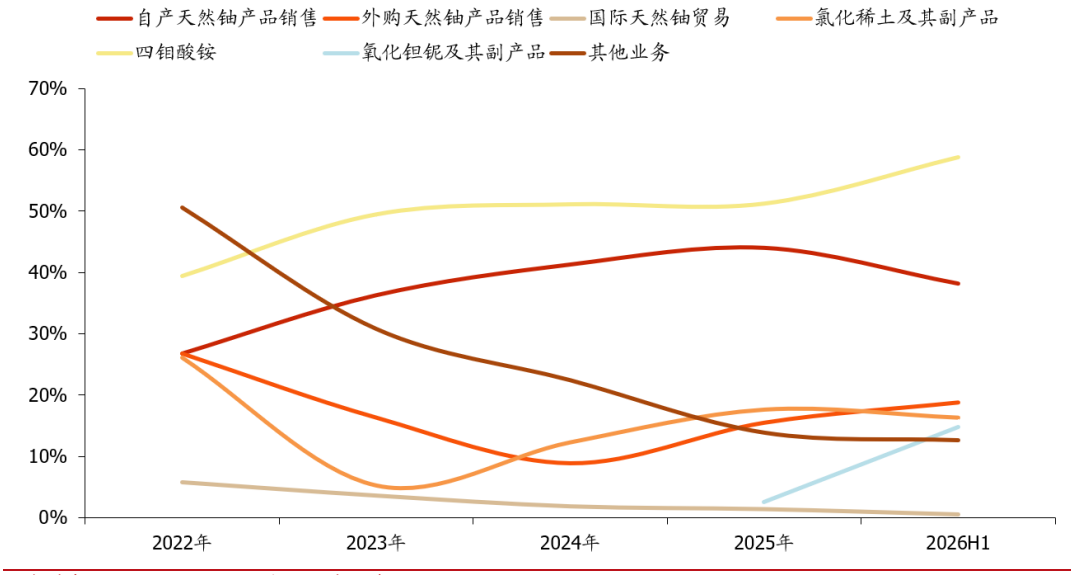
图表7：2022-2026H1 中国铀业各业务毛利占比情况（%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：2022-2026H1 中国铀业主营业务毛利率情况（%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

公司销售定价规则遵循“参考市价+协商定价”的原则。

- **自产天然铀：**定价依据：与中国核电等主要客户签订的长期贸易协议，采用“固定价+销售前一年度市场均价”的复合定价公式。价格区间：最终年度销售价格始终介于固定价与前一年度市场均价之间。滞后性特征：因定价参考的是“交付前一年度”的市场均价，故销售价格变动滞后于现货市场价格波动。影响因素：固定价：参考谈判时市场价区间及自有矿山生产成本；市场价：以 UxC、TradeTech 发布的 U_3O_8价格为基准；汇率：采用交付前一年度美元对人民币平均汇率，平抑短期波动。
- **外购天然铀：**定价模式同自产天然铀产品销售业务。因采购成本随现货市场价格波动，而销售定价滞后，导致毛利率在价格上涨期承压，价格回落期回升。
- **国际天然铀贸易：**直接参考国际现货市场价格，以 UxC 公司和 TradeTech 公司定期发布的 U_3O_8现货价格为基准。在境外转化厂（如卡梅科、ConverDyn、欧安诺）完成交付，买卖双方基于谈判时点现货价协商确定。因受全球供需、地缘政治、投资基金行为等短期扰动影响显著，价格波动剧烈。
- **放射性共伴生矿产综合利用：**根据市场供需状况调整价格，通过与客户商务谈判协商确定，重要客户可签订长期供应协议。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.核电投建潮驱动铀价量价齐升，供需缺口长期固化

2.1 全球核电进入成长投建周期，铀需求刚性扩容

全球核电迎来“重启+新建”双轮驱动，投建周期贯穿 2025-2035 年。

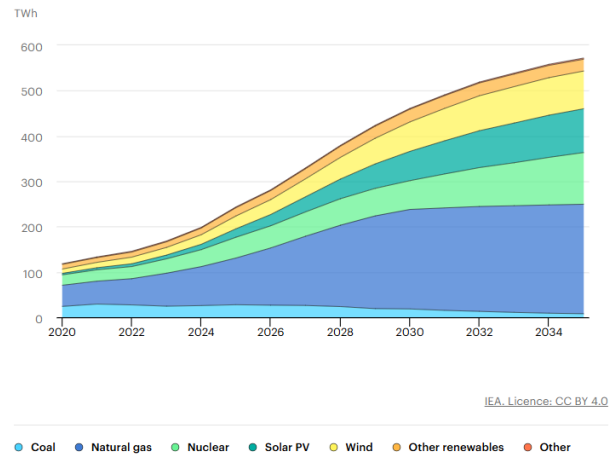
碳中和目标下，核电作为稳定基荷能源的战略价值凸显。在全球脱碳进程中，风光等新能源存在间歇性、波动性短板，而核电凭借“零碳排放+稳定基荷”的双重属性，成为保障电网安全、支撑新型电力系统的核心支柱。

- 政策端：欧盟将核电纳入“绿色 taxonomy”分类，美国计划 2050 年将核电装机提升 4 倍，东南亚、中东等新兴市场加速核电项目落地，共同打开全球核电增长空间。
- 供需端：根据世界核工业协会（WNA）数据，截至 2026 年 8 月 12 日，全球在运核电机组 441 台，装机容量 404.1GW；在建机组 79 台，装机容量 85.8GW，其中中国在建机组达 37 台，占全球在建机组近一半。根据经济合作与发展组织核能机构（OECD-NEA）数据，在乐观（high）情形下，到 2035 年全球核能装机容量将达 574.6GW，悲观情形下达 479.9GW，2025-2035 年全球核电装机容量 CAGR 为 2.05%（悲观情形）-3.4%（乐观情形）。

AI 算力爆发催生海量稳定电力需求，核电成为算力基建的“能源底座”。AI 大模型训练与推理的能耗呈指数级增长，数据中心对低成本、高稳定、零碳排的电力需求爆发式提升，而核电是少数能同时满足这三大要求的能源形式。

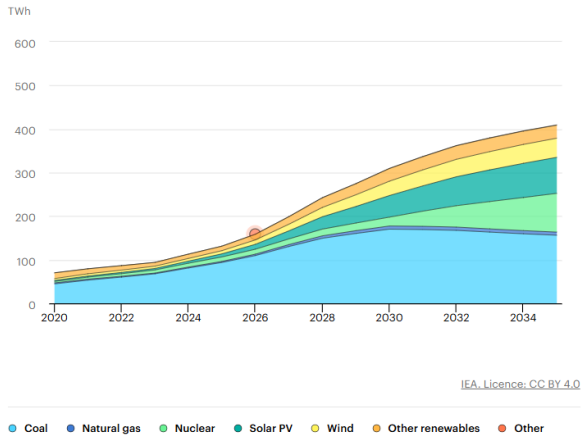
- 能耗层面：AI 大模型服务器功耗为传统通用服务器 8~12 倍，一座万卡级智算园区年耗电量等同于一座中小型地级市全年用电，且要求 7×24 小时不间断供电，风光的间歇性供电难以满足算力中心的苛刻要求。
- 成本与可靠性层面：核电度电成本长期稳定，不受化石能源价格波动影响，且平均机组能力因子超 90%，可提供连续、稳定的基荷电力，是大型数据中心的理想配套电源。

图表9：2020-2035 年美国数据中心电力发电来源（基准情形）



资料来源：IEA，国盛证券研究所

图表10：2020-2035 年中国数据中心燃料发电来源（基准情形）



资料来源：IEA，国盛证券研究所

中美是全球最大的数据中心市场，当前数据中心新增电力大部分由化石燃料供给，该格局预计维持至 2030 年，2030 年后随可再生能源、核能装机扩张，化石燃料发电增速将回落。

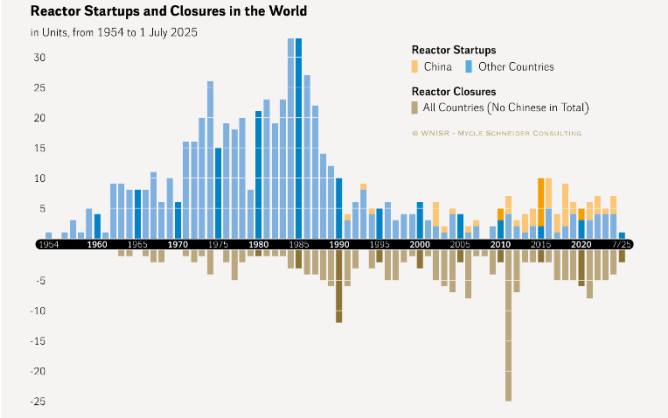
核能对美国数据中心供电的价值将在 2030 年首批小型模块化反应堆（SMR）投产后进

下载日志已记录，仅供内部参考

一步凸显，科技企业已规划超 20 吉瓦 SMR 融资规模；SMR 规模化应用可减少天然气增量需求，叠加可再生能源持续发展，预计 2035 年美国数据中心半数以上电力将来自低排放能源。

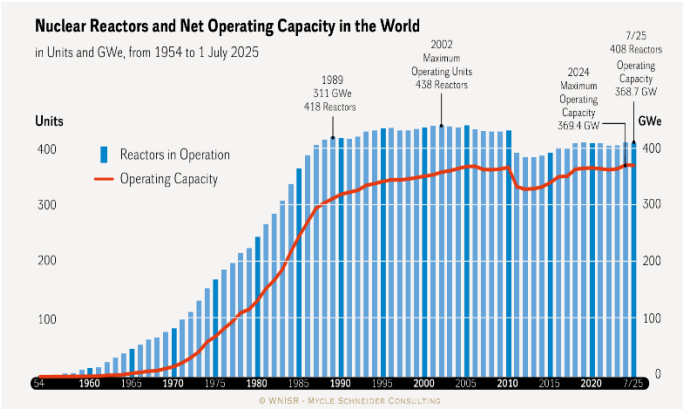
能源自主可控诉求升级，核电与天然铀资源成为国家战略安全抓手。地缘政治冲突加剧了全球能源供应链的脆弱性，各国对能源自主可控的重视程度达到历史新高，核电与天然铀资源的战略地位显著提升：美国加速本土核电项目重启，以应对人工智能的挑战并巩固国家能源主导地位；欧盟加速与俄罗斯能源脱钩，降低对俄铀等外部能源的依赖；新兴市场也将核电作为摆脱化石能源进口依赖、实现电力自主的重要路径。

图表11：1954-2025 年 7 月世界/中国核电反应堆并网与退役数量（台）



资料来源：世界核工业协会，国盛证券研究所

图表12：1954-2025 年 7 月世界核反应堆在运装机容量（GW）



资料来源：世界核工业协会，国盛证券研究所

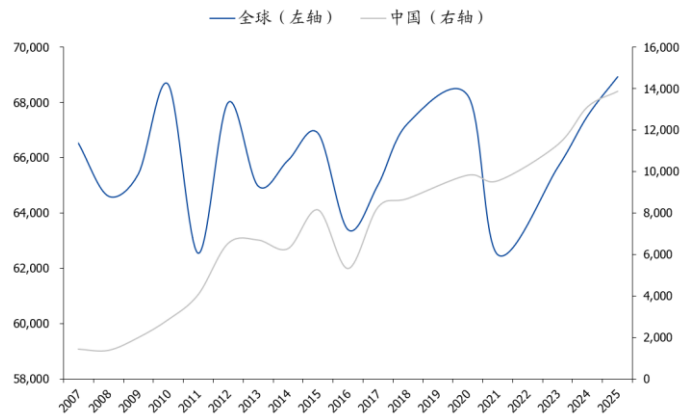
国内核电投建进入“快车道”，需求增长确定性极强。我国“富煤、贫油、少气”的资源禀赋下，核电是能源结构转型的核心抓手：

- **《“十四五”现代能源体系规划》提出积极有序推进沿海三代核电建设，2025 年运行装机达 7000 万千瓦；**2022 年、2023 年、2024 年、2025 年以及 2026 年至今，国务院常务会议相继核准 10 台、10 台、11 台、10 台以及 8 台核电机组开工建设。
- **中国核电在运和核准在建规模跃居全球第一。**截至 2025 年底，我国在运和核准在建核电机组共 112 台，总规模 1.25 亿千瓦。其中，在运 59 台、装机容量 6248 万千瓦，仅次于美国和法国，位居全球第三；核准在建 53 台、容量 6293 万千瓦，连续 19 年稳居核电工程建设规模全球第一。
- **《新型能源体系建设“十五五”规划》明确 2030 年核电装机达到 1.1 亿千瓦左右，**2025-2030 年国内核电装机 CAGR 达 11.98%。

CNEA 预计，到 2035 年，我国核能发电量在总发电量中的占比将达到 10%，相比 2022 年翻倍，核电在我国能源结构中的重要性进一步提升，我国核电产业增长空间巨大，我国核能建设发展将对天然铀产业持续稳定发展提供充足市场空间。

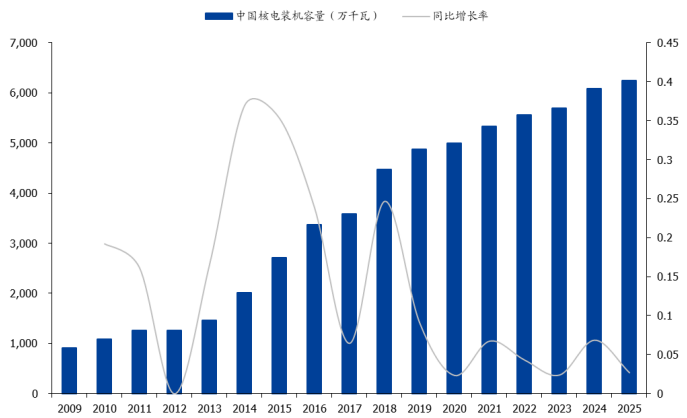
下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：2007-2025 年全球/中国铀需求量（吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

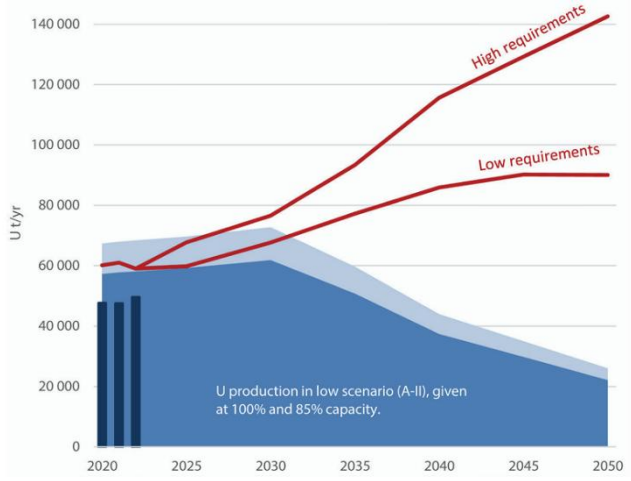
图表14：2009-2025 年中国核电装机容量和增长率（万千瓦）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

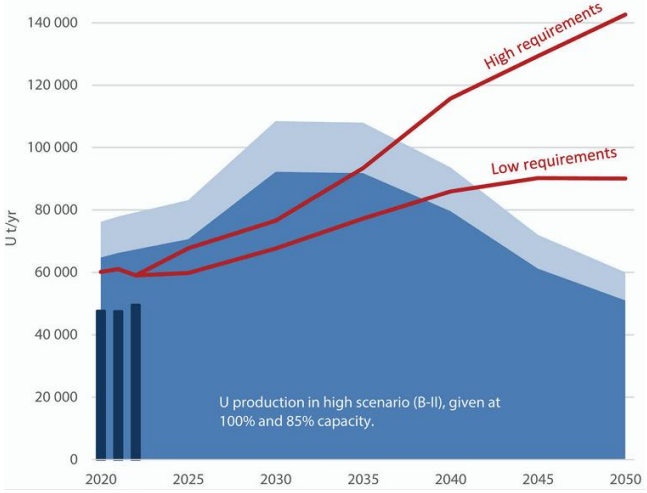
铀需求随装机同步爆发，量增逻辑坚实。根据 WNA 数据，2025 年全球反应堆天然铀需求量共计 6.89 万 tU，较 2021 年 6.25 万 tU 上升 10.24%。其中美国铀需求量为 1.90 万 tU，占全球铀需求总量的 27.58%，全球排名第一；中国铀需求量为 1.39 万 tU，占全球铀需求总量的 20.17%，全球排名第二；法国、俄罗斯、韩国天然铀需求量亦处于较高水平。根据经济合作与发展组织核能机构（OECD-NEA）数据，预计 2030 年全球与核反应堆相关的铀需求在悲观与乐观情形下分别达到 6.77 万吨、7.66 万吨；2040 年进一步增至 8.59 万吨、11.57 万吨。需求缺口持续存在，形成了长期刚性需求支撑。

图表15：悲观情形下 2020-2050 年全球铀生产能力与核反应堆铀需求的比较



资料来源：经济合作与发展组织核能机构，国盛证券研究所

图表16：乐观情形下 2020-2050 年全球铀生产能力与核反应堆铀需求的比较



资料来源：经济合作与发展组织核能机构，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：全球核电机组建设情况及天然铀需求

国家或地区	在运已并网反应堆 (截至 2026 年 8 月)		在建反应堆 (截至 2026 年 8 月)		天然铀需求量 (2025 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	-	-	19,011
中国	64	63,985	37	42,142	13,872
法国	57	63,000	-	-	8,389
俄罗斯	34	27,969	7	5,342	6,251
韩国	26	25,609	4	5,710	4,703
日本	33	31,679	2	2,756	2,135
印度	24	7,935	8	6,600	1,884
乌克兰	15	13,107	2	2,178	890
加拿大	17	12,714	1	316	1,455
西班牙	7	7,123	-	-	1,218
瑞典	6	7,011	-	-	968
土耳其	-	-	4	4,800	620
其他	64	47,041	14	16,002	7,524
全球合计	441	404,125	79	85,846	68,920

资料来源：世界核工业协会，国盛证券研究所

图表18：全球至 2050 年核能装机容量和相关铀需求（GW，吨）

至2050年的核能装机容量（GW）

Country	2021	2022	2025E		2030E		2035E		2040E		2045E		2050E	
			Low	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low	High
欧盟	100.2	100.9	96.7	98.3	91.5	95.9	91.1	109.6	92.7	120.5	97.4	133.3	83.5	133.7
北美	109.8	108.2	107.1	107.1	108.8	109.5	110.9	112.9	115.0	126.7	105.1	126.7	88.6	141.8
东亚	107.7	111.2	111.4	124.1	123.5	157.8	147.8	195.3	167.1	253.9	182.1	304.9	212.1	353.9
欧洲（非欧盟）	54.5	53.1	53.7	53.7	57.8	61.9	70.9	81.1	91.5	102.8	104.4	115.7	104.4	124.0
中、南美洲	3.5	3.5	3.1	3.1	4.7	5.4	6.5	8.9	6.9	12.3	7.4	15.1	7.4	17.4
中东、中亚、南亚	12.9	15.1	18.0	23.3	28.9	34.2	46.5	59.4	56.3	85.9	67.0	95.7	67.0	101.5
东南亚	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.0	0.0	5.0	0.0	7.0
非洲	1.8	1.8	1.8	1.8	2.9	4.0	6.2	7.3	9.2	18.3	11.3	19.3	11.3	20.3
太平洋	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总计	390.6	393.9	391.8	411.5	418.3	468.8	479.9	574.6	538.8	724.3	574.7	815.7	574.3	899.6

至2050年的年度反应堆相关铀需求（吨）

Country	2021	2022	2025E		2030E		2035E		2040E		2045E		2050E	
			Low	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low	High	Low	High
欧盟	-	13,720	11,703	14,252	14,851	16,303	14,505	18,690	14,746	20,016	15,695	22,007	13,390	21,900
北美	-	17,705	17,088	17,138	17,120	17,267	17,440	17,885	18,445	19,670	16,765	20,189	14,123	22,603
东亚	-	16,401	18,125	22,953	20,060	25,448	23,648	30,788	26,736	40,624	29,136	48,784	33,936	56,624
欧洲（非欧盟）	-	7,525	8,810	8,820	9,648	10,362	11,446	13,104	14,116	15,704	14,616	16,204	14,616	17,532
中、南美洲	-	530	568	568	873	961	1,656	2,108	1,244	2,240	1,335	2,783	1,335	3,238
中东、中亚、南亚	-	2,843	3,192	3,702	4,649	5,565	7,549	9,622	9,126	13,870	10,838	15,438	10,838	16,366
东南亚	-	0	0	0	0	0	0	0	0	640	0	800	0	1,120
非洲	-	294	294	294	470	646	998	1,168	1,478	2,928	1,808	3,088	1,808	3,248
太平洋	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
总计	-	59,018	59,779	67,728	67,671	76,552	77,242	93,365	85,891	115,692	90,192	129,293	90,045	142,631

资料来源：经济合作与发展组织核能机构 NEA，国际原子能机构 IAEA，国盛证券研究所（数值已四舍五入取整数，由于四舍五入处理，分项加总之和未必等于合计总数。）

全球核电复苏进入政策密集驱动期，多国顶层规划与落地性举措形成合力，为产业扩容筑牢支撑。整体来看，全球主要经济体的政策已从“方向明确”转向“落地推进”，立法保障、项目核准、产能扩容等举措形成协同，为全球核电装机规模扩张、上游铀资源需求释放提供了明确且持续的政策支撑。

- **中国从立法、项目、资源维度构建全链条保障**——2026 年 1 月起实施的《原子能法》确立核能和平利用核心原则，同步推进铀资源保护性开发与全产业链协同；叠加电力装备、能源工作等配套文件明确“稳步推进核电开发、有序核准沿海项目”，政策端为国内核电产能释放与铀资源需求提供底层支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **英美以战略级政策锚定全球核能领导地位**——英国《民用核战略路线图》明确 2050 年将核电装机容量扩大到 24 吉瓦；美国白宫行政令从工业基础、监管改革等维度推动核能发展，明确 2030 年前启动 10 座大型核电站建设，2050 年核电装机规模将从 2024 年的 100 吉瓦扩容至 400 吉瓦，直接拉动上游铀资源与核电装备需求。
- **日、法、俄等经济体同步跟进**——日本《第七次能源基本计划》明确“以安全为前提稳定利用核电”；法国加速新反应堆建设与存量设施升级；俄罗斯《2050 年能源战略》提出将核电在电力结构中的占比提升至 25%并深化国际能源合作。

图表19：我国及世界主要核电国家相关政策文件

日期	国家	部门	政策文件	核心内容
2026/6/13		国家能源局	《新型能源体系建设“十五五”规划》	积极安全有序发展核电。以三代压水堆技术为主，保持核电平稳建设节奏。积极稳妥推进先进堆型研发和示范工程建设。因地制宜推进核能综合利用。2030年在运核电装机达到1.1亿千瓦左右。
2025/9/12		全国人大	《中华人民共和国原子能法》	我国核领域基础性法律，2026年1月15日起施行；确立原子能和平利用、统筹发展与安全的核心原则，坚持创新驱动与绿色可持续发展战略；建立涵盖铀（钍）矿勘查、开采冶炼等全环节的完整核燃料循环体系，对铀（钍）矿实行保护性开发；公开征集原子能研发需求，鼓励科研院所、高等学校、企业开展产学研协同攻关，通过财政、税费等政策支持产业发展，强化核安全监管与国际合作。
2025/9/12		工业和信息化部 市场监管总局 国家能源局	《电力装备行业稳增长工作方案（2025-2026年）》	稳步推进核电开发，积极安全有序推动一批沿海核电项目核准建设。
2025/2/27		国家能源局	《2025年能源工作指导意见》	核准一批条件成熟的沿海核电项目，因地制宜推动核能综合利用。深入研究光伏行业高质量发展思路，抓好风电和光伏发电资源普查试点工作。建立非化石能源开发利用情况监测机制。
2024/10/24		国家原子能机构 国家发展改革委 教育部等	《核技术应用产业高质量发展三年行动方案（2024—2026年）》	推进新堆建设和在役堆优化改造。鼓励利用秦山重水堆等核电反应堆进行同位素生产。
2024/8/11	中国	国务院	《中共中央国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	大力发展非化石能源。加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。
2024/3/13		发改委	《关于2023年国民经济和社会发展计划执行情况与2024年国民经济和社会发展计划草案的报告》	稳步推进大型水电、核电项目建设；积极安全有序发展核电，开工建设一批条件成熟的沿海核电机组。
2022/1/29		发改委、国家能源局	“十四五”现代能源体系规划	积极安全有序发展核电。在确保安全的前提下，积极有序推动沿海核电项目建设，保持平稳建设节奏，合理布局新增沿海核电项目。开展核能综合利用示范，积极推动高温气冷堆、快堆、模块化小型堆、海上浮动堆等先进堆型示范工程，推动核能在清洁供暖、工业供热、海水淡化等领域的综合利用。切实做好核电厂址资源保护。到2025年，核电运行装机容量达到7,000万千瓦左右。
2021/11/27		国务院国资委	关于推进中央企业高质量发展做好碳达峰碳中和工作的指导意见	加快推动非化石能源发展；积极安全有序发展核电，培育高端核电装备制造产业集群。
2021/10/24		国务院	2030年前碳达峰行动方案	积极安全有序发展核电。合理确定核电站布局和开发时序，在确保安全的前提下有序发展核电，保持平稳建设节奏。积极推动高温气冷堆、快堆、模块化小型堆、海上浮动堆等先进堆型示范工程，开展核能综合利用示范。加大核电标准化、自主化力度，加快关键技术装备攻关，培育高端核电装备制造产业集群。实行最严格的安全标准和最严格的监管，持续提升核安全监管能力。
2024/1/26	美国	能源安全与净零排放部	民用核能路线图	旨在解决未来几十年的能源缺口：2050年将核电装机容量扩大到24吉瓦。
2025/5/23	美国	白宫	《重振核工业基础》《为国家安全部署先进反应堆》《改革核管制委员会（NRC）》《改革能源部反应堆测试》等四项行政令	目标是“重新确立美国作为全球核能领导者的地位”。政策从核工业基础建设、监管机构改革、技术应用于国家安全、反应堆测试改革等四个方面，全面推动美国核能发展。计划在2030年前启动10座大型核电站建设，并力争到2050年将核电总装机容量从2024年的100吉瓦增至400吉瓦。
2025/2/18	日本	经济产业省资源能源厅	《第七次能源基本计划》	考虑到核电作为电源所具备的特性，将努力巩固国民的信任，以安全性为前提，持续稳定地利用必要的规模。
2023/6/22	法国	宪法委员会	《关于加快与在现有核设施附近建设新核设施以及现有设施运行相关的程序》	在法国工业行业加速发展的情况下，需要提升建设更多核反应堆的能力。
2025/4/12	俄罗斯	总理行政命令	《俄罗斯联邦2050年能源战略》	新战略将深化俄罗斯与亚洲国家及“全球南方”的能源合作，并计划将核发电量在国家电力结构中的占比提升至25%。

资料来源：国家能源局，中国人大网，中华人民共和国工业和信息化部，中国能源网，中华人民共和国中央人民政府，国家原子能机构，英国政府官网，美国白宫官网，日本经济产业省资源能源厅，Légifrance（法国官方政府法律数据库），中国科学院科技战略资讯研究院，新京报，国务院国资委官网，中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 供给端约束凸显，铀价进入“易涨难跌”周期

全球铀供给呈现“资源集中、生产寡头、增量有限、约束趋严”的格局，低成本资源持续萎缩，生产高度依赖少数国家，新增产能难以匹配需求增长，地缘政治、成本上升等因素进一步压制供给弹性，长期供需缺口风险凸显。

资源储备：总量充足但结构失衡。根据 NEA 与 IAEA 联合报告《Uranium2024》，全球已探明可回收铀资源总量（<USD260/kgU）超 790 万吨 U，包括 60%的已探明可靠资源和 40%的推测资源，其中<USD130/kgU 的经济可采资源 590 万吨 U，比 2021 年下降了 3%；<USD80/kgU 和<USD40/kgU 的低成本资源下降更为明显，分别为 6%和 14%。

区域分布高度集中。据 OECD-NEA 数据，截至 2023 年 1 月 1 日，澳大利亚继续在全球铀资源中占据主导地位，其<USD130/kgU 铀的已探明可回收资源占全球总量的 28%，<USD260/kgU 铀的已探明资源占全球总量的 24%。澳大利亚 68%的铀资源储量以及全球 17%的已探明资源都来自奥林匹克坝矿床，那里的铀作为铜的副产品开采。在全球<USD130/kgU 铀的已探明资源储量中，哈萨克斯坦（14%）和加拿大（10%）分列二三位。前 15 个资源国贡献全球 95%的<USD130/kgU 资源和超过 90%的<USD260/kgU 资源，区域集中度极高。

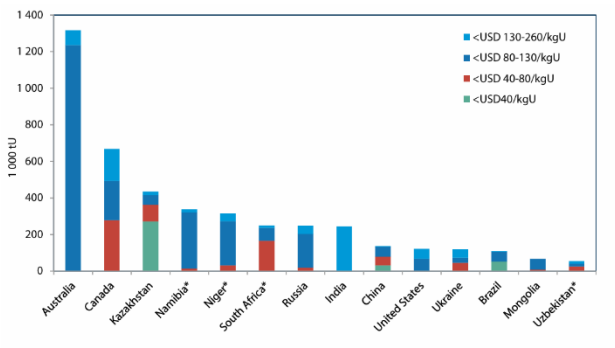
图表20：截至 2023 年 1 月 1 日全球铀资源分布（<USD130/kgU）



资料来源：经济合作与发展组织核能机构，国盛证券研究所

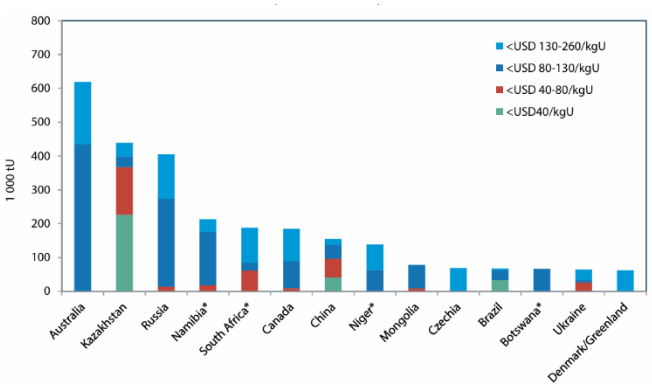
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：已探明铀资源的分布（千吨）



资料来源：经济合作与发展组织核能机构，国盛证券研究所

图表22：推测铀资源的分布（千吨）



资料来源：经济合作与发展组织核能机构，国盛证券研究所

全球铀产量在 2020-2021 年触底后逐步复苏，但供需缺口长期固化。全球铀产量在 2020 年和 2021 年触底，分别为 47731 吨和 47805 吨，随后在 2022 年增长 3.78%至 49614 吨，2023 年又进一步增长 9.71%至 54433 吨，受益于铀价上涨，全球产量逐步复苏。哈萨克斯坦稳居第一大产铀国，2024 年产量占全球 38.65%，前六大生产国（哈萨克斯坦、加拿大、纳米比亚、澳大利亚、乌兹别克斯坦、俄罗斯）合计贡献全球 93.42%产量，产能分布高度集中，供给脆弱性显著。

- **一次供给增量受限。**2008-2014 年间，全球铀矿勘探开发年度支出维持在 15-21 亿美元区间，此后逐年递减，从 2015 年的 8.76 亿美元降至 2020 年的 3.77 亿美元。虽 2022 年后逐步回升，但铀矿开发面临周期长（10-15 年）、投资大、技术门槛高，易受资金、技术、环保等因素影响，一次供给增长持续受限。

- **二次供给逐步衰减。**二次供给（含政府及商业库存、退役核武器铀稀释等）是全球铀市场重要补充，近年来，由于“万吨至兆瓦”协议的结束，二次供应呈下降趋势。OECD-NEA 数据显示，2023 年全球二次供应占比约为 12%（8000 吨铀/年），未来仍将下滑，预计到 2040 年可能下降到约 7%（8000-9000 吨铀/年），加剧市场对一次供给的依赖，放大供应不确定性，支撑铀价上涨。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表23：全球天然铀产量（吨）

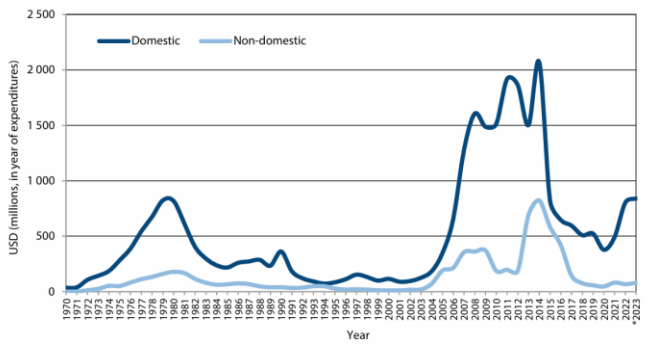
全球铀产量（吨）																			
Country	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2030E		2035E		2040E		2045E		2050E	
											确定产能	潜在产能	确定产能	潜在产能	确定产能	潜在产能	确定产能	潜在产能	确定产能	潜在产能
澳大利亚	5654	6315	5882	6517	6613	6203	4192	4553	4693	4598	4,020	11,500	5,700	10,000	4,000	13,000	4,020	4,600	4,020	4,020
加拿大	13,325	14,039	13,116	7001	6938	3885	4693	7351	11,001	14,309	15,000	30,000	15,000	30,000	15,000	30,000	15,000	30,000	15,000	30,000
中国	1616	1616	1692	1885	1885	1885	1600	1700	1600	1600	2,000	2,400	2,000	3,000	1,500	3,500	NA	NA	NA	NA
印度	385	385	421	423	308	400	600	600	485	500	960	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	NA	NA	NA	NA
哈萨克斯坦	23,607	24,689	23,321	21,705	22,808	19,477	21,819	21,227	21,109	23,270	26,000	29,000	14,000	23,000	9,000	14,000	NA	NA	NA	NA
纳米比亚	2993	3654	4224	5525	5476	5413	5753	5611	6986	7333	7,200	7,200	7,200	9,800	7,200	9,800	NA	NA	NA	NA
尼日尔	4116	3479	3449	2911	2983	2991	2248	2020	1130	962	4,000	5,500	4,000	8,000	4,000	8,000	NA	NA	NA	NA
俄罗斯	3055	3004	2917	2904	2911	2846	2635	2508	2710	2738	4,900	4,900	4,000	4,000	1,500	1,500	NA	NA	NA	NA
南非	393	490	308	346	346	250	192	200	200	200	1,000	3,000	1,000	3,000	NA	NA	NA	NA	NA	NA
乌克兰	1200	808	707	790	800	744	455	100	340	288	1,500	1,700	1,500	1,700	NA	NA	NA	NA	NA	NA
美国	1256	1125	940	582	58	6	8	75	19	260	1,500	2,400	350	1,200	350	1,200	NA	NA	NA	NA
乌兹别克斯坦	2385	3325	3400	3450	3500	3500	3516	3561	4000	4000	3,500	3,500	2,500	3,500	0	1,500	NA	NA	NA	NA
其他	357	277	85	116	116	131	95	108	161	155	2,129	6,069	1,495	9,445	485	9,835	15,980	37,400	6,980	25,980
总计	60,342	63,207	60,462	54,154	54,742	47,731	47,805	49,614	54,433	60,213	72,749	108,469	59,695	107,945	43,985	93,635	35,000	72,000	26,000	60,000

资料来源：经济合作与发展组织核能机构，世界核能协会 WNA，国盛证券研究所

全球铀矿勘探支出逐步回升，但供给释放存在强时滞，短期缺口仍难缓解。据 OECD-NEA 数据，全球铀勘探与开发支出从 2015 年的 8.76 亿美元下降至 2020 年的 3.77 亿美元，之后出现大幅逆转，2022 年增至 8.03 亿美元，较 2020 年的低点增长了 113%。预计 2023 年支出将进一步增至 8.4 亿美元。2021-2023 年全球铀矿勘探总支出超过 21 亿美元，铀矿勘探支出的回升，更多是对前期投入不足的滞后修复，而非新增产能的即时信号。

- 从开发周期看，铀矿从勘探、可行性研究到投产通常需要 10-15 年，即使当前勘探支出大幅增长，新增产能也难以在 2030 年前大规模释放，无法匹配核电投建潮带来的短期需求增长。
- 从区域结构看，勘探支出呈现高度集中特征：2021-2023 年加拿大以 7.22 亿美元（占总额的 34%）位居榜首，其次是中国（5.28 亿美元，占 25%）、俄罗斯（2.2 亿美元，占 10%）、印度（2.04 亿美元，占 10%），纳米比亚（1.86 亿美元，占 9%）以及乌兹别克斯坦（6300 万美元，占 3%），这六个国家在此期间的勘探和开发支出合计占总额的 90%，区域分化明显。

图表24：1970-2023 年全世界本国/非本国铀矿勘探与开发支出趋势（百万美元）



资料来源：经济合作与发展组织核能机构，国盛证券研究所

图表25：截至 2024 年 7 月全球闲置及重启矿井（基准 2023 年 1 月 1 日）

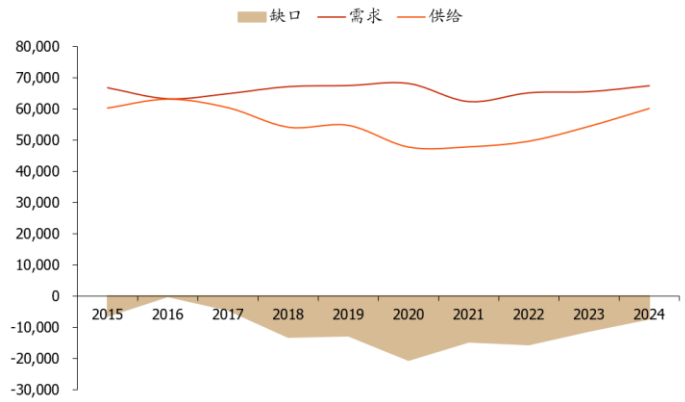
Country	Production centre (mine)	Type	Year idled	Production capacity (tU/yr)	Resources (tU)
No announced definitive restart					
Canada	Rabbit Lake	UG	2016	6 500	27 000
China	Chongyi[a]	UG	2017	200	NA
	Qinglong[a]	UG	2018	100	NA
	Fuzhou[a]	UG	2022	350	NA
Malawi	Kaylekera	OP	2014	1 270	14 400
Namibia	Trekkopje[b]	OP	2013	3 000	20 030
Niger	Azelik (Somina)[c]	OP/UG	2014	700	9 680
United States[d]	La Palangana (Hobson)	ISL	2015	385	NA
	Smith Ranch/Highland	ISL	2016	2 100	12 540
	Crow Butte	ISL	2017	385	6 040
	Willow Creek	ISL	2018	1 000	13 770
	Nichols Ranch	ISL	2020	770	3 130
Totals				16 760	106 590
Recently restarted or committed pending restart in progress***					
Australia	Honeymoon	ISL	2013	770	23 300
Namibia	Langer Heinrich	OP	2018	2 000	36 830
United States[d]	Rosita	ISL	2008	315	NA
	Alta Mesa	ISL	2016	570	7 850
	Ross CPP (Lance)	ISL	2019	770	20 650
	Lost Creek	ISL	2020	770	7 030
Totals				5 195	95 660

资料来源：经济合作与发展组织核能机构，国盛证券研究所（闲置矿山：指具备已探明铀资源、配套加工设施，持有全部运营所需执照、许可与协议，且过去曾开展商业化生产的矿山。矿山重启（实现首批投产）时间区间为 2023 年末至 2025 年初。）

下载日志已记录，仅供内部参考

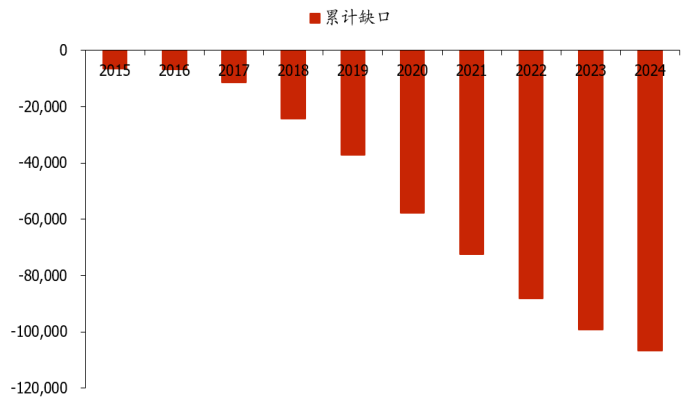
闲置产能重启释放了部分潜力，但供给弹性已接近瓶颈。根据 OECD-NEA 报告，加拿大的麦克阿瑟河铀矿恢复运营状态后，每年释放 9600 吨铀的许可产能，2024 年初，纳米比亚的兰格海因里希铀矿重启，释放了每年 2000 吨铀的产能，未来将逐步提升至最高 2300 吨铀/年的峰值产能并持续 7 年；澳大利亚的蜜月地原地浸出铀矿也重启运营，释放了每年 770 吨铀的产能，并将在 3 年内逐步提升至每年约 1100 吨铀的产能。与此同时，美国得克萨斯州的罗西塔铀矿、阿尔塔梅萨铀矿已于 2024 年中期重启并逐步提升产量，怀俄明州兰斯铀矿、洛斯克里克铀矿正在推动重启，这四个重启项目合计将从闲置状态中释放 2425 吨铀/年的产能。总体而言，自铀价回升以来，累计释放约 1.5 万吨/年产能，但剩余闲置产能多面临资金、技术约束，重启门槛较高。

图表26：2015-2024 年全球天然铀供需及缺口（tU）



资料来源：WNA，国盛证券研究所

图表27：2015-2024 年全球天然铀累计缺口（tU）



资料来源：WNA，国盛证券研究所

2020 年后全球铀价进入长周期上行通道，从低位持续飙升至历史高位，核心驱动源于供需错配、地缘扰动以及金融资本增持，且上涨趋势仍受供需缺口支撑。2020 年 4 月全球天然铀价格的显著上涨，主要是由公共卫生事件引发的天然铀生产进一步缩减所导致。2022 年俄乌战争爆发，引发了铀现货价格的下一轮飙升。由于地缘政治风险加剧，许多依赖俄罗斯浓缩铀的公用事业公司开始寻找替代供应源。美欧已加速推进供应链“去俄化”，2022 年，欧盟委员会发布了“REPowerEU 计划”，该计划倡导迅速减少对包括核燃料在内的俄罗斯燃料的依赖；2024 年 5 月，美国通过了《禁止进口俄罗斯铀法案》，禁止从俄罗斯进口低浓缩铀。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：全球天然铀价格趋势（美元/磅）



资料来源：加拿大矿业杂志，环球科学，新浪财经，中国核能行业协会，国际原子能机构，中华人民共和国自然资源部，走出去导航网，中国能源网，经济参考网，经济合作与发展组织核能机构，Sprott 官网，LANGER HEINRICH URANIUM 官网，IEA，Wind，国盛证券研究所

2.3 共伴生矿产综合利用：高潜力赛道崛起，发展前景广阔

共伴生矿产综合利用在政策与资源安全需求的双重驱动下，已跃升为高潜力赛道，行业空间正加速打开。放射性共伴生矿一般指含有较高水平天然放射性核素浓度的共伴生矿，如稀土矿和磷酸盐矿等，较为常见的资源类型包括独居石等稀土矿、钼矿、钽/铌、锆/钛等，中国铀业当前主要从事独居石、铀钼矿及钽铌矿的综合利用业务，除回收利用天然铀外，主要产出产品包括氯化稀土、四钼酸铵、五氧化二钽和五氧化二铌等。

稀土永磁材料，特指以稀土元素（主要是钕 Nd、镝 Dy、铽 Tb 等）与铁 Fe、硼 B 等元素形成的化合物（如 NdFeB）为基础，经特殊工艺制备而成的具有极高磁性能的永磁体。

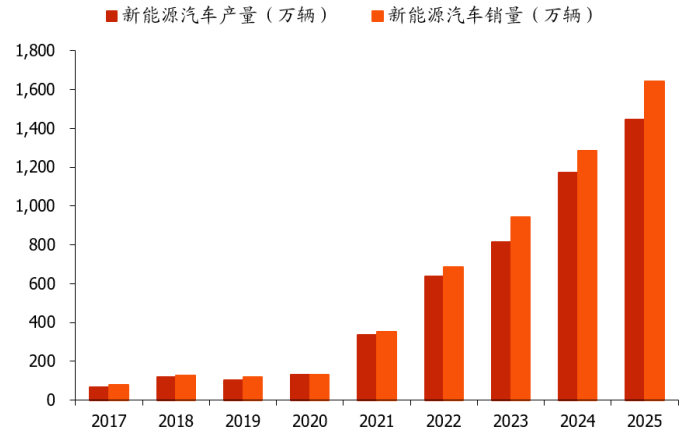
伴随全球汽车产业向电动化、智能化加速转型，其核心动力系统——驱动电机，正经历着由稀土永磁材料引领的深度变革。永磁同步电机（PMSM）凭借突出性能，已成为纯电动（BEV）与插电式混动（PHEV）汽车的主流驱动方案。一辆典型的纯电动汽车的驱动电机，通常需消耗数公斤钕铁硼永磁材料，其中高端车型用量可达 2-3 公斤。从下游终端产品的增长数据看，新能源汽车领域呈现爆发式扩张：2017-2025 年中国新能源汽车产销量同时稳步提升，销量从 76.78 万辆持续攀升至 1644.39 万辆，CAGR 达到 150.84%，其中 2021 年单年销量增速达 165.10%，此后稳定维持在 20%以上，终端市场的高速扩容直接带动了稀土材料的需求放量。

作为全球可再生能源的核心支柱，风力发电的核心设备——风力发电机，也是稀土永磁材料的“巨量用户”，尤其是直驱永磁同步发电机，凭借其独特的优势，已成为大型海上风电机组及部分陆上风电机组的主流配置。风电机组对稀土永磁材料的需求量相当可观：一台 2MW-5MW 的直驱永磁风电机组，其发电机搭载的钕铁硼永磁体用量约 2-4 吨；若

下载日志已记录，仅供内部参考

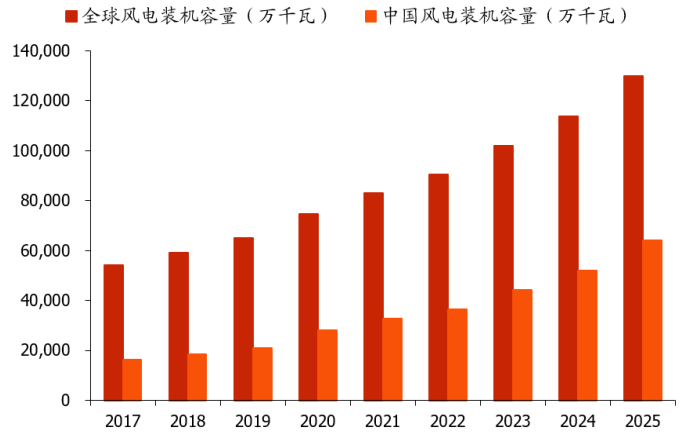
为海上 10MW 及以上的大功率机组，永磁体用量更可达到数吨乃至数十吨。风电领域的装机规模同样稳步扩容：2017-2025 年中国风电装机容量从 16400 万千瓦增长至 64001 万千瓦，$CAGR_{2017-2025}$=284.33%；同期全球风电装机容量也从 54043 万千瓦提升至 129917 万千瓦，$CAGR_{2017-2025}$=307.39%。新能源发电产业的持续扩张，进一步强化了稀土等战略性矿产的需求韧性。

图表29：2017-2025 中国新能源汽车产销量（万辆）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表30：2017-2025 中国及全球风电装机容量（万千瓦）



资料来源：Wind，国家能源局，国盛证券研究所

图表31：稀土产业链各主要环节



资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

作为矿产资源集约化开发与循环经济落地的核心领域，共伴生矿产综合利用既契合‘双碳’目标下资源高效利用的政策导向，也承接了国家战略性矿产资源安全保障的现实需求，当前已从传统矿产开发的‘配套环节’升级为兼具经济价值与生态价值的高潜力赛道，行业增长空间正持续打开。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.天然铀专营壁垒+低成本优势，成长与业绩弹性兼备

3.1 采矿权垄断属性凸显，境内外资源储备筑牢护城河

截至 2025 年 12 月 31 日，公司海外天然铀保有矿石量 97,149 万吨，铀金属量 225,306.5 吨，公司对国内天然铀资源保有量豁免披露。2026 年 2 月，中国铀业全资子公司中核海外拟以 3.22 亿美元对价（2.27 亿美元股权增资款+不超过 0.94 亿美元股东贷款）获得 Bannerman Energy(UK) Limited（BMNUK）45%股权，以支持 Etango 铀项目开发。Etango 项目现有探明、控制和推断资源量总计 8.0 万吨金属铀，BMN 于 2023 年取得纳米比亚工业、矿产和能源部签发的采矿许可证，截至 2026 年 2 月 12 日，Etango 铀项目处于建设期初期阶段，尚未开展采矿作业，但其项目相关建设准备工作正有序推进。

图表32：Etango 铀项目储量情况

资源量类别	矿石量(百万吨)	品位U_3O_8(克/吨)	量U_3O_8(百万磅)	量U_3O_8(吨)	U 金属量(吨)
探明资源量	26.6	226	13.3	6,032.7	5,115.7
控制资源量	276.9	223	136.4	61,869.1	52,465.2
推断资源量	112.5	230	57.1	25,899.2	21,962.6
合计	416.1	225	206.8	93,798.9	79,541.7

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2022-2024 年公司境外天然铀采冶产量分别为 2659、2920、2600 吨，2025 年大幅增长 22.49%至 3184 吨，销售量同步增长 28.99%至 3230 吨，产能利用率达 70.8%，产销率达 101.44%。标志着海外矿山已进入产能释放与经营效率改善的新阶段，为公司中长期全球供应能力与业绩增长提供了重要支撑。

图表33：公司境外天然铀产销情况（吨）

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
产能	4,500.0	4,500.0	4,500.0	4,500.0
产量	2,659.0	2,920.0	2,600.0	3,184.2
销量	2,597.0	3,120.0	2,504.0	3,230.0
产能利用率	59.1%	64.9%	57.8%	70.8%
产销率	97.67%	106.85%	96.31%	101.44%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所（产能披露口径截至 2025H1，后续报告未更新该数据）

全球天然铀行业集中度较高，公司产量稳居全球前列。根据 WNA 统计数据，2022 年全球产量排名前 10 位的公司占据了全球 90%以上的天然铀产量，行业集中度较 2021 年进一步提升。2022 年哈原工生产天然铀 11,373tU，占全球产量 23%，为全球最大的天然铀生产商。近年来全球前十大天然铀生产商竞争地位较为稳固，公司天然铀产量稳定位于全球第六位，下属罗辛铀矿为全球第六大天然铀矿山、第二大露天铀矿山。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表34：2022 年-2024 年全球天然铀产量排名前十位的公司

2024 年		2023 年		2022 年	
排名	生产商	排名	生产商	排名	生产商
1	哈原工	1	哈原工	1	哈原工
2	卡梅科	2	卡梅科	2	欧安诺
3	欧安诺	3	欧安诺	3	卡梅科
4	铀壹	4	中广核集团	4	中广核集团
5	中广核集团	5	铀壹	5	铀壹
6	中国铀业	6	中国铀业	6	中国铀业
7	纳沃伊矿业	7	纳沃伊矿业	7	纳沃伊矿业
8	必和必拓	8	必和必拓	8	必和必拓
9	ARMZ	9	ARMZ	9	ARMZ
10	通用原子	10	通用原子	10	通用原子

资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

图表35：2022 年全球前十大天然铀矿山

矿山	所在国家	所属生产商	开采方式	产量（tu）	全球产量占比
Cigar Lake	加拿大	卡梅科/欧安诺	地下开采	6,928	14%
Husab	纳米比亚	中广核集团	露天开采	3,358	7%
Inkai, sites 1-3	哈萨克斯坦	哈原工/卡梅科	地浸	3,201	7%
Olympic Dam	澳大利亚	必和必拓	副产品/地下开采	2,813	6%
Karatau(Budenovskoye 2)	哈萨克斯坦	铀壹/哈原工	地浸	2,560	5%
罗辛铀矿	纳米比亚	中国铀业	露天开采	2,255	5%
SOMAIR	尼日尔	欧安诺	露天开采	2,020	4%
Four Mile	澳大利亚	Quasar	地浸	1,740	3%
Central Mynkuduk	哈萨克斯坦	Ortalyk	地浸	1,650	3%
South Inkai 4	哈萨克斯坦	铀壹/哈原工	地浸	1,600	3%

资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

政策壁垒+专营资质，国内采矿权具备排他性。铀矿作为关系国家国防安全与能源安全的战略性矿产资源，国家对其实施严格管制。根据《关于整治铀矿开采冶炼秩序的通知》，铀矿开发需在国家统一管理下，由中国核工业集团公司根据国家需要进行有计划的开发、经营，形成了极高的行业准入壁垒。中国铀业作为中核集团天然铀采冶板块核心主体，独家拥有国内天然铀开采生产专营权，是 A 股唯一具备天然铀采冶业务资质的企业，在国内天然铀产业中具有主导地位，境内从事天然铀矿山采冶的单位均已取得军工业务相关专项资质，进一步强化了其资质的稀缺性。

境内外矿权储备雄厚，资源掌控能力行业领先。截至 2025 年报，公司共拥有 19 宗天然铀或铀钼矿采矿权（其中境内 17 宗、境外 2 宗）、6 宗铀矿探矿权。

- 境内矿权均坐落于已探明天然铀资源丰富的优质区域，形成了“以砂岩铀矿为主体、硬岩铀矿为补充，放射性共伴生资源综合利用回收天然铀”的国内天然铀产能布局。境内核心矿山包括新疆天山铀业的库捷尔太、扎吉斯坦等铀矿，内蒙古矿业的巴彦乌拉铀矿，广东锦原铀业的棉花坑铀矿等，资源控制量充足且品位稳定。
- 境外方面，公司通过子公司控股纳米比亚罗辛铀业，其 ML-28 矿山产能达 4500 吨 U_3O_8，2022-2025 年产量分别为 2659 吨、2920 吨、2600 吨、3184 吨，是公司海

下载日志已记录，仅供内部参考

外核心产能基地。同时，公司积极落实“一带一路”倡议，在非洲、中亚等全球主要铀资源富集区推进开发布局，持续扩大境外资源掌控范围，进一步巩固资源稀缺优势。

图表36：公司天然铀资产及 2022-2025 年产量（吨）

公司矿产资产及产量（吨）								
业务板块	单位名称	在产矿山/产品	核心技术	产能（吨/年）	产量（吨）			
					2022年	2023年	2024年	2025年
天然铀业务	天山铀业	库捷尔太铀矿	CO2+O2 地浸采铀技术、酸法地浸采铀技术	-	-	-	-	-
		扎吉斯坦铀矿		-	-	-	-	-
		蒙其古尔铀矿		-	-	-	-	-
	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（U308）	硬岩铀矿开发技术	4500.00	2659.00	2920.00	2600.00	3184.23

资料来源：公司公告，国盛证券研究所（产能披露口径截至 2025H1，后续报告未更新该数据）

3.2 技术领先驱动效率提升，成本优势凸显

全链条工艺覆盖，专利支撑批量应用。作为国内铀业技术引领者，公司在铀矿采冶、放射性共伴生矿利用领域实现多维度技术突破，核心技术覆盖砂岩铀矿开发、硬岩铀矿开发、含铀多金属矿综合回收、独居石资源综合利用和钽铌矿资源综合回收技术等，拥有 78 项专利，公司掌握的核心技术已成熟应用于主营业务，处于批量生产阶段，技术水平领先。同时公司也深耕矿山信息化领域，积极进行矿山数字化、智能化建设，打造“数字矿山”和“智能矿山”，引领我国新一代铀矿采冶、放射性共伴生矿产资源综合利用技术发展。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表37：中国铀业核心技术专利情况

序号	核心技术名称		核心技术主要内容	授权专利
1	砂岩铀矿开发技术	酸法地浸采铀技术	采用硫酸作为原地浸出的浸出剂，具有反应速度快、周期短、铀浸出率高等优点。	ZL 2020 2 3262500.2、ZL 2021 2 3214357.4、ZL 2021 2 3325168.4、ZL 2020 2 2925505.2等10项专利
2		低品位高渗透性铀矿床酸法地浸采铀高效浸出技术	以“抽注液钻孔间距设计、过滤器长度设计、抽注液量控制、溶浸液配方优化”为核心，提高了低品位、高渗透性铀矿床的浸出效率，降低生产成本，实现了高效开采。	ZL 2019 2 2379388.1、ZL 2020 2 3169921.0、ZL 2019 2 2425610.7、ZL 2019 2 0152377.7等7项专利
3		酸法地浸矿山中树脂硅中毒预防及控制技术	采用“洗酸-解毒-漂洗-转型”工艺流程，突破了酸法地浸矿山树脂硅中毒导致饱和容量下降、离子交换效率低等难题，操作简单、自动化程度高。	ZL 2021 2 3342773.2、ZL 2016 2 1481686.1
4		酸法地浸铀矿山淋萃工艺技术	采用离子交换、溶剂萃取水冶工艺有序衔接，实现了低浓度溶液中铀的高效富集。	ZL 2020 2 3267717.2、ZL 2021 2 3319716.2
5		CO2+O2地浸采铀技术	采用CO2和O2作为原地浸出的浸出剂和氧化剂，具有选择性好、浸出液杂质少、设备腐蚀性小等优点。	ZL 2021 1 1497103.X、ZL 2017 2 1895815.6、ZL 2017 2 1897728.4、ZL 2016 2 1437201.9等19项专利
6		密实移动床吸附-固定床淋洗工艺	针对低铀浓度、大流量、矿化度较低的CO2+O2工艺浸出液，综合运用移动床吸附处理量大、吸附床层不板结，固定床树脂利用率高、自动化程度高、操作简单等优点，原创性地提出的浸出液处理工艺。	ZL 2019 2 2376842.8、ZL 2015 2 1130120.X
7	硬岩铀矿开发技术	硬岩铀矿开采成套技术	露天、地下铀矿资源模型、采矿设计、钻孔、爆破、铲装、运输等技术。	ZL 2020 2 1359263.9、ZL 2020 2 1324870.1、ZL 2020 2 1359263.9、ZL 2020 2 1922685.2等6项专利
8		矿石破碎技术	采用两段一返回的破碎工艺，颚式破碎机作为粗破、圆锥破碎作为细破、圆锥破碎机作为返回破碎，为水冶提供堆浸破碎矿石。	-
9		堆浸技术	主要包括筑堆、喷淋、串堆、翻堆等技术。	ZL 2022 2 3504349.8、ZL 2024 1 0737726.7
10		离子交换技术	主要包括树脂选型、吸附、淋洗、转型、解毒等技术。	ZL 2012 1 0518105.7、ZL 2021 2 3342773.2、ZL 2016 2 1481686.1、ZL 2019 2 2376842.8等5项专利
11	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	铀钼原矿直接氧压硫酸浸出工艺，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%。	ZL 2018 1 1554954.1、ZL 2019 2 0272667.5、ZL 2021 2 1014047.5、ZL 2021 2 1704114.6等6项专利
12		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。	ZL 2018 1 1522018.2、ZL 2018 2 2224738.2、ZL 2021 2 1702414.0
13	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%。	ZL 2019 1 0848296.5、ZL 2019 1 0847898.9、ZL 2021 1 1444840.3、ZL 2020 1 1516045.6等9项专利
14	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。	ZL 2020 1 1276701.X、ZL 2020 2 2594678.0、ZL 2020 2 2651175.2、ZL 2023 1 1425957.6等5项专利

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2.1.铀矿采冶技术：低本高效工艺适配规模化产能需求

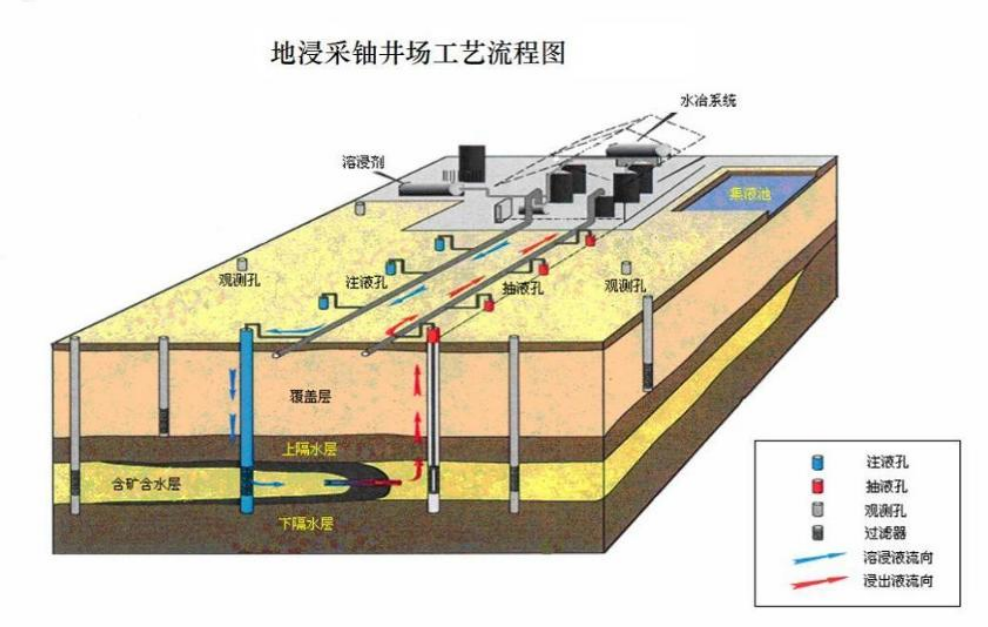
公司掌握国际主流铀矿采冶技术，工艺特性直接匹配境内外矿山的规模化产能释放需求，是产能落地的核心保障。砂岩铀矿采用地浸工艺开采，生产单位包括天山铀业和内蒙矿业；硬岩铀矿采用地下开采和露天开采，其中锦原铀业采用地下开采-堆浸方式生产，罗辛铀业采用露天开采-搅拌浸出方式生产。国内天然铀产品为重铀酸盐，罗辛铀业产品为八氧化三铀。

- 砂岩铀矿：采用第三代 CO_2+O_2 中性浸出工艺，该工艺具备选择性强、生产成本低、环境友好的特点，是砂岩型铀矿床地浸开采的主流发展方向；公司已全面掌握该技术，为新疆、内蒙古等境内主力砂岩铀矿的高效开采提供工艺支撑，直接助力存量矿山扩产与募投项目的产能落地。
- 硬岩铀矿：全流程机械化/自动化落地实现井下开采与矿石运输的机械化、自动化、智能化，矿石破碎、堆浸、离子交换等技术已成熟应用于硬岩矿山生产，保障硬岩

下载日志已记录，仅供内部参考

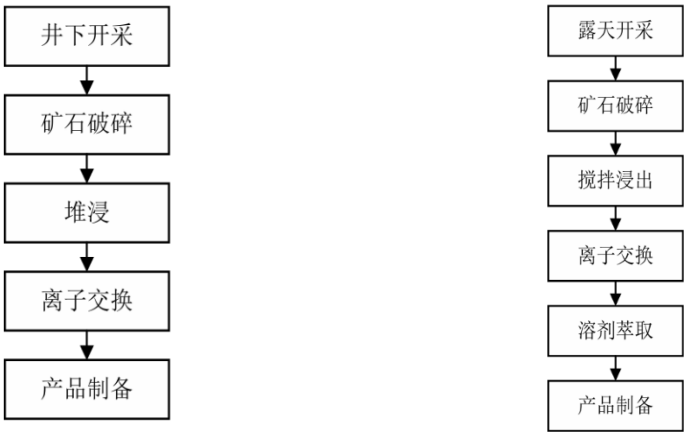
铀矿资源的稳定开发，补充产能结构多样性。

图表38：砂岩铀地浸采铀井场工艺流程图



资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

图表39：硬岩铀矿生产地下开采-堆浸/露天开采-搅拌浸出工艺流程



资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

与传统硬岩采矿、第二代酸法地浸相比，第三代 CO_2+O_2 中性地浸技术成本优势显著：

- 根本性简化开采流程：与传统硬岩开采相比，省去了爆破、巷道开挖、矿石运输、地表破碎、尾矿处理等环节，大幅减少了设备投入、能源消耗和人工成本。井场建设以钻井和管网为主，减少基建投资，折旧成本显著降低。
- 试剂成本断崖式下降：试剂成本是地浸工艺的主要可变成本，该技术相比传统酸法地浸实现了质的飞跃。传统酸法地浸：每吨天然铀产品需消耗 100-400 吨酸剂，仅试剂成本就高达十几万元/吨铀。CO_2+O_2 中性地浸：仅需使用二氧化碳和氧气，试剂成本大幅降至 2-3 万元/吨铀，降幅超 80%，且无强酸腐蚀性，设备维护成本更低。

下载日志已记录，仅供内部参考

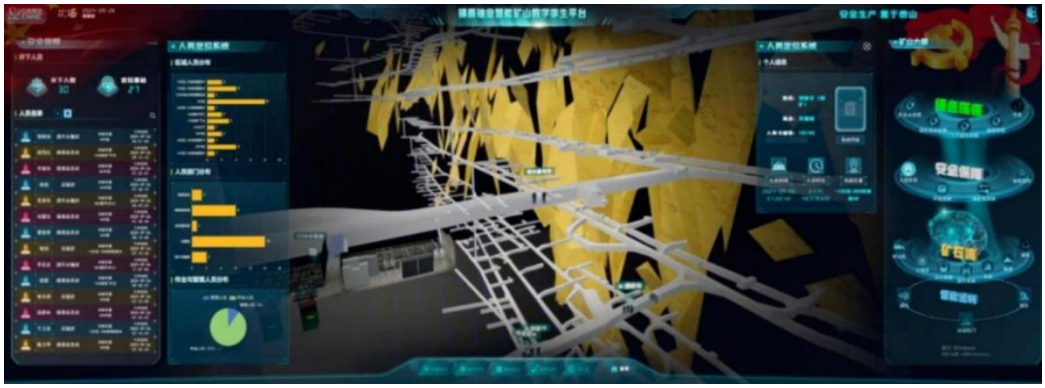
- 显著降低铀矿开采的边界品位标准：将我国经济可采铀资源品位由 0.05%降至 0.01%，使我国铀资源总量提升了 3 至 4 倍，将大量“呆矿”转化为可采资源，摊薄单位资源成本。

3.2.2.信息化赋能：“数字+智能矿山”提升运营效率

公司通过数字化、智能化建设打造“数字矿山”、“智能矿山”，以远程管控模式优化运营效率，间接支撑产能释放与成本控制。建成生产、安全等远程集中管控系统，构建“远程管控”新模式，实现从“就地采矿”到“城市采矿”的跨越；该模式全面提升矿山安全生产保障能力、生产运行质量与综合管理效率，同时优化人力资源配置，促进经济效益整体增长，助力矿山在产能提升过程中保持成本优势。例如，中国铀业在棉花坑铀矿推进智慧矿山建设，围绕生产全流程落地数字化、智能化升级。

构建生产“一张图”数字化管理模型。围绕棉花坑铀矿的矿石开采、水冶堆浸核心业务，梳理生产工序与系统架构，融合 5G、物联网、大数据、数字孪生等技术，搭建覆盖资源、采矿、水冶、生产运营的全流程管理模型；通过数字孪生生成三维“一张图”，将人员、设备、安全、生产、环境等要素纳入可视化系统，实现矿井结构、工艺布局的实时动态监测，解决生产流程复杂、资源配置低效的问题，提升运营管理的精准度与时效性。

图表40：棉花坑铀矿数字孪生系统实景



资料来源：澎湃网，国盛证券研究所

5G 建设：融合专网。针对传统矿山的信息孤岛、联动滞后问题，融合矿山智能控制子系统搭建硬岩铀矿智能化管控平台，打通采矿、水冶、设备等环节的数据链路，将生产数据与物理模型映射对接，建成 5G 矿用融合专网，实现一线生产到管理环节的数据采集、集中控制与统一调度，推动各系统业务深度融合与协同联动。

打造生产数字化管理生态体系。以“一张图”架构为基础，对矿山管理模式进行数字化重塑：

- 采掘生产智能化升级：实现资源数字化管理、设备远程集控（通风、排水等系统），减少一线作业人员。
- 设备运维“链条式”管理：对核心设备实施全周期管理，建立四级责任链条，提升设备管理质量。
- 物资管理“一站式”服务：覆盖采购、使用、库存、反馈全流程，优化物资供需配置。
- 能耗全周期“精细化”管理：搭建智慧能源系统，实时管控能耗，年节约成本超 20

下载日志已记录，仅供内部参考

万元。

- 安全与环境“精准化”监测：部署 UWB 人员定位系统（精度 0.3 米）、环境监测系统，应急响应效率提升 60%，无人机巡检替代人工，隐患排查效率提升 30%。

图表41：棉花坑铀矿数智化管控中心



资料来源：澎湃网，国盛证券研究所

生产管理实现数字化转型升级。通过重塑硬岩铀矿传统管理模式，将生产全环节数字化集成与流程再造，实现采矿设备、提升运输、通风排水等系统的自动化运行与远程集控；水冶生产工艺流程数控率达 90%，建成“熄灯工厂”，解决了信息孤岛、响应低效等问题，实现人员、设备、材料等资源要素的科学调配，生产数字化管理生态体系达到国内矿山领先水平。

矿山提质增效成果显著，项目落地后实现业务数字化、作业少人化、资源集中管控。一线作业人员减少 48 人，采矿直接工效提升 27%；通过三维地质建模实现矿体、采掘计划数字化管理，采矿设计效率提升 40%，资源利用率提高 15%；建成井下无人驾驶运输线，融合 5G 与高精度定位技术实现机车自动装卸、远程集控，运输效率提升 33%。

矿山本质安全度大幅提升，通过可视化监控与无人化作业降低风险。人员、设备、环境纳入可视化系统，“场景+数据”双监控实现作业过程、工艺参数的实时管控，隐患排查效率提升；引入视距遥控潜孔台车、天井钻机，实现高风险区域无人凿岩；铲运机远程操控实现“铲-装-卸”分段无人作业；机械远程破碎替代人工，作业人员粉尘暴露风险降低 90%。

3.3 募投项目落地+存量矿扩产，夯实长期成长基础

募投项目聚焦主业，国内产能将大幅提升。公司 IPO 募集资金净额 43.63 亿元，全部投向主业相关项目，其中 7 个核心项目涵盖 4 个国内天然铀产能项目：内蒙古纳岭沟铀矿床原地浸出采铀工程（“国铀一号”），募集资金投入 13.8 亿元；巴彦乌拉铀矿床二期工程（4.2 亿元）；新疆天山铀业七三七/七三九地浸采铀扩建工程（3.1 亿元）；中核韶关锦原铀业有限公司棉花坑矿井三期工程（0.74 亿元），募集资金投资项目总额合计 21.84 亿

下载日志已记录，仅供内部参考

元。全部达产后将显著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，更好的满足核电快速发展的需求。

图表42：募集资金投资的天然铀产能项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投资项目金额	项目投资期	项目审批、备案情况	项目环评情况
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	科工 XX(2023)XXX号	环审〔2023〕79号
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	科工 XX(2023)XXX号	环审〔2023〕64号
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	科工 XX(2023)XXX号	环审〔2023〕63号
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	科工 XX(2023)XXX号	环审〔2023〕65号
	总计	259,752.75	218,400.00			

资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

公司通过技术升级激活存量矿山潜力，实现“扩产+增效”双重目标。依托硬岩矿山采掘无轨化、砂岩矿山地浸采铀等成熟技术储备，公司借募投项目巩固技术队伍、培养专业人才，推动成熟技术在存量矿山的深化应用，延长现有矿山生产周期以实现存量产能扩容。在激活存量产能的同时，技术升级同步实现了成本与效率的优化。通过实施募投项目，公司利用铀钼高温氧压浸出技术扩大生产能力，增强规模效益，进一步降低产品成本，提升生产经济性，增强市场竞争力；独居石和钽铌项目实施能够提高我国独居石和钽铌资源综合利用水平，实现了资源集约、高效回收，大幅提高放射性共伴生矿产资源生产的环境保护和职业健康防护水平，带动行业向环境友好、清洁节能转型。

公司“固定价格+销售前一年度市场均价”定价机制虽有一定滞后性，但同时具有动态调节与平抑价格波动的弹性特征，有利于保障利润水平。销售均价始终处于“固定价”与“前一年度市场价”之间，当现货市场价格持续上涨时，销售均价会逐步向“前一年度市场价”靠拢，从而在一定程度上跟随市场趋势上行；当市场价格下跌时，固定价部分则起到托底作用，避免价格骤降。

- 定价公式以年度交付量为权重综合确定年度销售价格，在年度交付量越大时，年度销售价格定价越接近市场价，反之则越接近固定价，体现出机制内嵌的弹性设计。
- 定价公式中选取的汇率系交付前一年度的美元对人民币汇率的平均值，也能够平抑汇率短期波动的影响。

复盘历史价格走势，公司天然铀销售价格具备显著弹性。2022 年-2025H1，公司天然铀综合售价分别为 79.7、96.2、123.4、144.2 万元/吨，按各期平均汇率将各期国际天然铀现货市场平均价格换算为人民币分别为 87.08、110.88、159.90、128.86 万元/吨。在 2022-2024 年天然铀年度平均市场价格上升的背景下，天然铀销售价格变动趋势与现货市场价格趋势较为一致，但受参考市场价格的滞后性影响，变动幅度小于天然铀现货市场价格变动幅度；在 2025 年 1-6 月天然铀平均市场价格回落的背景下，天然铀销售价格受参考市场价格的滞后性影响而较 2024 年度销售价格继续上涨，天然铀业务毛利率

下载日志已记录，仅供内部参考

也回升 4.5 个百分点至 19.6%。**2024 年铀价上行的利好将在 2026 年集中落地，公司自产铀成本稳定，价格上涨可充分转化为利润，2026 年是其业绩弹性释放的重要窗口期。**

图表43：天然铀综合售价对比（美元/磅）

天然铀售价	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 H1
中国铀业	45.56	52.33	65.94	76.48
中广核矿业	37.41	49.62	71.99	74.72
国际现货市场均价	49.77	60.32	85.46	68.35

资料来源：中国铀业公告，汇率网，中广核矿业公告，国盛证券研究所（中国铀业天然铀综合售价由公司公开披露的人民币口径数据换算，计算公式：美元/磅=（万元/吨×10000）÷（当年年均汇率×2600））

下载日志已记录，仅供内部参考

4.放射性共伴生矿业务：高附加值综合利用，打开盈利第二曲线

4.1 高附加值+绿色工艺拓宽盈利边界

公司是放射性共伴生矿资源利用的领军企业，以先进技术实现资源高值化与环保化利用，在挖掘资源附加值的同时契合绿色发展要求。放射性共伴生矿一般指含有较高水平天然放射性核素浓度的共伴生矿，如稀土矿和磷酸盐矿等，较为常见的资源类型包括独居石等稀土矿、钼矿、钽/铌、锆/钛等。中国铀业主要涉及以下资源类型：独居石（稀土矿，含铀、钍）、铀钼矿（铀与钼共伴生）、钽铌矿（钽与铌共伴生）。这些矿产资源在开采过程中，通过先进工艺实现多元素协同回收，既提升了资源利用率，也符合国家“鼓励综合利用复杂共伴生矿及矿山固废”的政策导向。稀土、钽、铌、钼是国家战略性新兴产业，如电子、航空航天、先进制造、新能源等产业所需的核心原材料，有着广阔的发展前景和巨大的市场空间。

图表44：公司放射性共伴生矿产资源综合利用业务中三类矿产资源

资源类型	主要原料	主要产品	应用领域
独居石	稀土矿（含铀、钍）	氯化稀土、磷酸三钠、优溶渣	稀土冶炼原料，应用于玻璃、永磁材料、催化剂等
铀钼矿	包裹型胶硫铀钼原矿	四钼酸铵、天然铀	钼化工中间体，应用于钢铁、冶金、化工等领域，天然铀用于核能
钽铌矿	钽铌矿及尾渣	五氧化二钽、五氧化二铌	钢铁、电子、航空航天、医疗、超导等领域

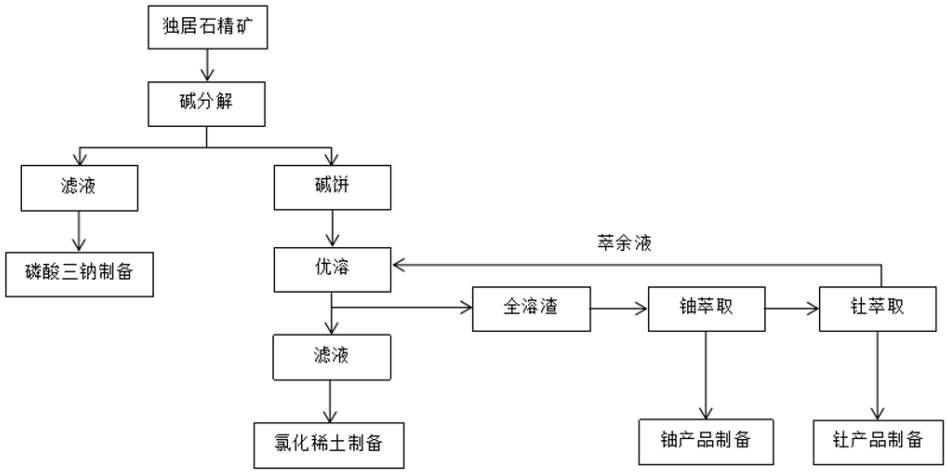
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司掌握多项行业领先的核心技术，支撑其在伴生矿领域的领先地位：

- 独居石资源利用：高回收率+低污染。实现铀、钍、稀土综合回收率大于 95%，技术先进可靠，生产过程“三废”产生量较一般稀土企业大幅降低，实现工艺废水“零”排放及尾渣能源化、资源化、减量化、无害化处理，在提升资源利用率的同时降低环保成本。
- 难选矿产利用：在国内首次应用于难选低铀高钼矿的综合回收，大幅提高了资源利用能力，钼浸出率和回收率较传统工艺提升一倍以上。
- 钽铌回收技术：具备从矿石及尾渣中高效回收钽铌金属的能力，配套氟废水深度处理技术，进一步挖掘资源附加值。

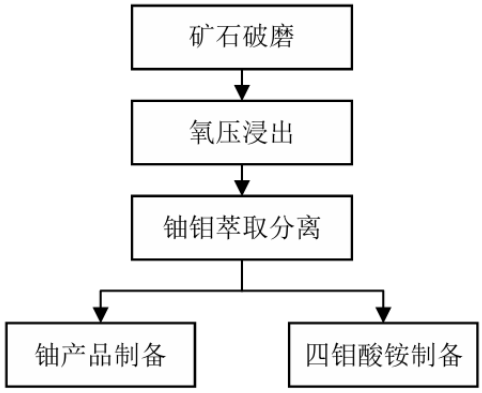
下载日志已记录，仅供内部参考

图表45：独居石综合利用工艺流程



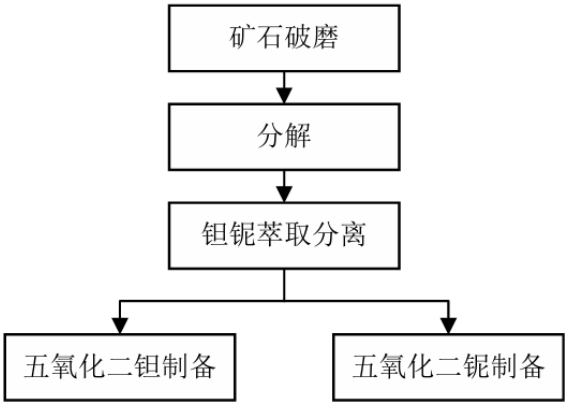
资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

图表46：铀钼矿加工生产工艺流程



资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

图表47：钽铌矿加工生产工艺流程



资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

4.2 业务布局有序推进，中长期成长路径清晰

公司共伴生矿综合利用业务已形成“多点布局、多线并进”的发展格局。公司在境内多个重点基地建成了具备规模化、绿色化、高附加值特征的示范项目，分别针对独居石、铀钼、钽铌等资源实现了高效回收与产业化落地，构建了清晰的产能矩阵与技术路径。具体来看：

- 湖南衡阳独居石综合利用项目：建成以独居石为原料、高效回收战略资源的综合利用项目，具备稀土尾渣能源化、资源化、减量化、无害化的系统处理能力和集约高效利用资源、保护生态环境的综合效能，填补了产业空白；截至 2025H1，运营主体湘核新材年处理独居石精矿 15,000 吨，氯化稀土年产能 19,267 吨。
- 河北张家口铀钼综合利用项目：将绿色高效氧压浸出冶炼技术成功应用于极难选、复杂的包裹型胶硫铀钼原矿处理，实现铀、钼规模化高效浸出、有效利用；截至

下载日志已记录，仅供内部参考

2025H1,运营主体沽源铀业四钼酸铵年产能为 2,488 吨。

- 湖南耒阳钽铌矿综合利用项目：具备高效回收钽铌金属能力；截至 2025H1，运营主体中核华中五氧化二钽年产能 214 吨，五氧化二铌年产能 798 吨。

图表48：公司放射性共伴生业务产能及 2022-2025 年产量（吨）

公司放射性共伴生业务产能及产量（吨）								
业务板块	单位名称	在产矿山/产品	核心技术	产能（吨/年）	产量（吨）			
					2022年	2023年	2024年	2025年
放射性共伴生矿产资源业务	沽源铀业	四钼酸铵	硬岩铀矿开发技术、含铀多金属矿综合回收技术	2488.00	2099.00	2145.00	2300.00	2170.00
	湘核新材	氯化稀土	独居石资源综合利用技术	19267.00	12595.00	11883.00	14424.00	21783.70
	中核华中	五氧化二钽	钽铌矿资源综合回收技术	214.00	0.00	0.00	2.00	110.40
		五氧化二铌		798.00	0.00	0.00	14.00	393.13

资料来源：公司公告，国盛证券研究所（产能披露口径截至 2025H1，后续报告未更新该数据）

公司目前正在江西赣州试运行国内单体产能最大的独居石综合利用项目（江西共伴生铀资源（独居石）综合利用项目），拟建设一条以独居石、优溶渣为原料回收天然铀产品、氯化稀土产品的生产线和部分配套设施，总投资 36,638.10 万元，建设期 1 年，2025 年一季度进入试运行阶段，截至 6 月已稳定运行，生产出合格的氯化稀土产品、铀产品和钍产品。

在项目节奏上，公司以募投项目为抓手，稳步推进综合利用产能建设与技术升级，后续随着项目投产、产能爬坡，伴生业务的营收与利润贡献将持续提升。整体来看，公司综合利用业务从资源勘探、技术验证到产能建设，均已形成成熟的推进节奏，中长期成长路径清晰，有望成为支撑公司业绩增长的重要增量来源。

- 沽源铀业水冶综合技改项目（4.18 亿元）：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；
- 江西独居石综合利用项目（2 亿元）：旨在采用先进生产工艺装备，全面提取独居石中的稀土、铀等有价金属，实现资源高效、集约化利用；
- 年产 1000 吨钽铌新材料项目：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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表49：募集资金投资的放射性共伴生矿产产能项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投资项目金额	项目投资期	项目审批、备案情况	项目环评情况
放射性共伴生矿产资源综合利用项目						
1	中核沽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	沽行审立字〔2024〕56号、沽行审立字〔2023〕31号	环审〔2023〕62号
2	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	赣发改产业〔2020〕1127号	环审〔2023〕67号、赣市行审证〔1〕字〔2023〕99号
3	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	未经开发改备案[2021]37号	湘环评〔2023〕14号
	总计	96,710.76	69,300.00			

资料来源：中国铀业招股说明书，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5.盈利预测与投资建议

产量假设如下：

➢ 纳米比亚罗辛矿（持股 68.62%）：2025 年实际产量 3184 吨 U_3O_8，该产出为阶段性高点，来源于高品位矿堆集中处理以及短期超设计负荷运行，不具备可持续性；按照 Phase4 矿山延寿规划，2026-2027 年回归稳态生产，假设年产量维持 2700 吨 U_3O_8，矿山预计退役年份 2036 年。

➢ 纳米比亚 LH 矿（持股 25%）：矿山处于重启爬坡周期，2025 年实际产量 1832 吨 U_3O_8；假设 2026 年继续爬坡至 2000 吨 U_3O_8，2027 年达到满产 2600 吨 U_3O_8，矿山预计退役年份 2041 年。

➢ 纳米比亚 Etango 矿（持股 42.75%）：项目当前处于建设阶段，2025、2026 年无产量贡献；假设 2027 年实现投产，产出 1600 吨 U_3O_8，矿山预计退役年份 2043 年。

➢ 境内矿山（持股 100%）：相关产量信息豁免披露，假设 2026-2027 年持续推进产能建设，实现进一步提产。

天然铀价格假设：近年来全球铀矿供给收缩、核电新项目持续核准落地，铀供需格局逐步收紧，铀价中枢呈上行趋势。2025 年天然铀现货均价为 73.54 美元/磅，2026 年 1-8 月天然铀现货均价为 87.13 美元/磅，同比上升 23.91%，假设 2027 年、2028 年铀价随供需格局进一步改善，中枢持续上行。

图表50：公司天然铀产能提升水平预测（tU_3O_8）

矿山类型		股权占比	产量(tU3O8)			预计退役年份
			2025A	2026E	2027E	
境内矿山		100.00%	豁免披露	进一步提产	进一步提产	-
境外矿山	纳米比亚罗辛	68.62%	3184	2700	2700	年
	纳米比亚 LH	25.00%	1832	2000	2600	2041 年
	纳米比亚 Etango	42.75%	建设中	-	1600	2043 年

资料来源：Namibian Uranium Association 官网，Paladin 公告，中国铀业公告，BANNERMAN ENERGY 公告，国盛证券研究所

根据以上假设，我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 217.21/239.97/266.18 亿元，归母净利润实现 26.89/36.97/48.71 亿元，对应 PE 分别为 50.7/36.9/28.0 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。从行业对比来看，公司利润释放具备较强的确定性。依托境内矿山产能稳步提升，叠加纳米比亚罗辛、LH、Etango 三座海外铀矿的资源布局，公司拥有长周期的矿山寿命与清晰的产能爬坡路径，未来权益天然铀产量将持续扩张，产能兑现节奏清晰。在全球铀价上行周期中，充足的权益铀资源将充分放大价格弹性，盈利增长的空间与持续性相比金钼股份、北方稀土、中国稀土等可比公司具备突出优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表51：中国铀业 2026-2028 年盈利预测

营业收入	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
天然铀业务	亿元	177.48	189.90	205.10	221.50
放射性共伴生矿产资源业务		19.00	24.70	32.11	41.74
其他业务		2.46	2.61	2.76	2.93
总计		198.94	217.21	239.97	266.18
yoy		15.13%	9.18%	10.48%	10.92%
营业成本	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
天然铀业务	亿元	142.75	147.03	151.44	155.99
放射性共伴生矿产资源业务		14.63	19.02	22.82	27.39
其他业务		2.12	2.22	2.33	2.45
总计		159.50	168.27	176.60	185.83
yoy		9.89%	5.50%	4.95%	5.22%
毛利	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
天然铀业务	亿元	34.73	42.87	53.65	65.52
放射性共伴生矿产资源业务		4.37	5.68	9.29	14.36
其他业务		0.34	0.38	0.43	0.48
总计		39.44	48.94	63.37	80.35
yoy		42.69%	24.07%	29.49%	26.80%
毛利率	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
天然铀业务	%	19.57	22.58	26.16	29.58
放射性共伴生矿产资源业务		23.00	23.00	28.92	34.39
其他业务		13.91	14.73	15.53	16.33

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表52：可比公司估值

证券代码	公司简称	股价（元）	EPS（元/股）				PE		
			2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000831.SZ	中国稀土	56.21	0.16	0.41	0.49	0.55	137.5	115.4	102.5
600111.SH	北方稀土	38.67	0.62	1.23	1.53	1.82	31.4	25.3	21.2
601958.SH	金钼股份	20.98	0.98	1.24	1.43	1.56	16.9	14.7	13.5
平均值		38.62	0.59	0.96	1.15	1.31	61.9	51.8	45.7
001280.SZ	中国铀业	65.91	0.80	1.30	1.79	2.36	50.7	36.9	28.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所（可比公司盈利预测来自 Wind 一致性预期，中国铀业数据来自国盛证券预测，股价为 2026 年 9 月 4 日收盘价。）

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

天然铀价格波动：国际天然铀行情波动会直接影响原料采购成本与公司盈利水平；

项目投产进度不及预期：各类建设、审批、供应链问题将造成项目投产延后，产能与收益释放滞后；

海外地缘冲突：海外产区地缘局势动荡，会干扰境外铀矿运营、物流运输与海外资产安全；

国内核电审批与建设节奏不及预期：国内核电项目审批、建设放缓，会压制下游铀需求，拖累行业景气度与公司业务增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com