



# 2021年濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 2021年濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
濮耐转债	AA	AA

## 评级观点

- 中证鹏元维持濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司(以下简称“濮耐股份”或“公司”,股票代码:002225.SZ)的主体信用等级为AA,维持评级展望为稳定;维持“濮耐转债”的信用等级为AA。
- 该评级结果是考虑到公司作为耐火材料行业龙头之一,继续保持较大规模的研发投入,2021年整体经营较为稳定。同时中证鹏元也关注到公司盈利能力指标及主营业务现金生成能力指标下滑,经营受钢铁行业影响较大,海外业务面临海运费上升、汇率波动及地缘冲突等不利因素,原材料价格上涨较多,应收账款存在一定坏账风险,以及存货和商誉存在一定减值风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司系耐火材料行业龙头之一,随落后产能淘汰、行业集中度提升,公司竞争优势将进一步显现,预计经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑,中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022年6月13日

## 联系方式

项目负责人:马琳丽  
mall@cspengyuan.com

项目组成员:宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

联系电话:0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标(单位:亿元)

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	71.60	70.70	62.63	57.24
归母所有者权益	31.06	30.32	29.64	28.32
总债务	24.77	23.56	16.36	13.58
营业收入	11.39	43.78	41.74	41.40
EBITDA 利息保障倍数	-	5.99	14.40	12.92
净利润	0.72	0.78	3.09	2.62
经营活动现金流净额	-2.33	-1.90	4.83	5.74
销售毛利率	23.35%	18.74%	26.15%	29.50%
EBITDA 利润率	-	6.24%	13.70%	11.74%
总资产回报率	-	2.00%	6.50%	6.09%
资产负债率	54.39%	54.18%	49.19%	47.81%
净债务/EBITDA	-	5.70	1.74	1.62
总债务/总资本	43.13%	42.10%	33.96%	31.26%
FFO/净债务	-	2.18%	26.13%	23.36%
速动比率	1.08	1.02	1.01	1.00
现金短期债务比	0.59	0.58	0.51	0.51

资料来源:公司2017-2019年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表

## 优势

- **公司作为耐火材料行业龙头之一，继续保持较大规模的研发投入，2021 年整体经营较为稳定。**公司为耐火材料行业龙头之一，产品系列较为丰富，公司重视科技创新，拥有两个研发中心，2021 年继续保持较大规模的研发投入，有利于提升公司产品市场竞争力。2021 年公司产销量上升，营业收入小幅增长，整体经营较为稳定。
- **向上游产业链延伸有助于公司控制生产成本。**公司近年建设的原材料项目陆续投产，加强原材料自给的同时已实现向外部市场的销售。在近年原材料价格波动较大的市场环境下，公司向上游产业链延伸有助于控制生产成本。

## 关注

- **公司盈利能力指标及主营业务现金生成能力指标均下滑。**受公司整包价格下降、主要原料价格上涨和海运费上涨等因素影响，公司盈利能力指标显著下滑，公司 2021 年 EBITDA 及 FFO 均显著下降，且经营活动现金呈现净流出，主营业务现金生成能力指标下滑。
- **公司业绩对钢铁行业较依赖，需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击。**公司在钢铁行业取得的收入占比提升至 90% 以上，处于很高水平，钢铁行业运行情况将直接影响公司经营，在碳中和背景下，钢铁行业面临减产压力，需关注对公司产品需求的冲击。
- **公司海外业务面临海运费上升、汇率波动等风险，需关注俄乌冲突爆发对公司海外业务的影响。**2021 年国际海运费持续大幅上涨，影响了海外销售的利润率水平。2021 年公司产生汇兑损失 1,964.00 万元，面临一定汇率波动风险。公司在俄罗斯市场和乌克兰市场获取的销售收入合计占海外销售收入的 39.46%。2022 年 2 月俄乌冲突爆发，已影响到公司在乌克兰的产品销售和货物运达，如冲突不能尽快结束，乌克兰市场的产品销售将持续中断，影响公司海外销售业务。
- **需关注原材料价格波动风险。**2021 年 9 月 16 日，国家发展改革委印发了《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，为积极响应能耗双控政策，各省份纷纷出台系列举措，通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。受上述因素影响，2021 年公司镁质类采购均价同比增长 21.48%，且镁质类原材料价格近年波动较大，需关注原材料价格波动给公司成本稳定带来的影响。
- **公司应收账款和存货规模仍较大，应收账款存在一定坏账风险，存货和商誉存在减值风险。**公司应收账款及合同资产占总资产比例仍处于较高水平，虽已制定了谨慎的坏账准备计提政策，但公司仍面临一定坏账风险；2021 年公司存货账面价值同比增长 34.87% 至 16.04 亿元，考虑到近年原材料价格波动大，存货存在减值风险；公司商誉规模较大，存在一定减值风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	4
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	3



经营效率	4	杠杆状况调整分	-1
业务多样性	4	盈利状况	中
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	3
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-23	胡长森、宋晨阳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2013-3-19	严素华、刘洪芳	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
濮耐转债	6.26	6.26	2021-6-23	2026-5-26

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年5月26日发行5年期6.26亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于投入“年产4万吨预制件、6万吨散状料、1万吨炮泥耐火材料智能化制造项目”、“年产1万吨转炉系统用高性能环保挡渣板智能制造项目”、“上海研发中心建设项目”和补充流动资金。截至2021年12月31日，本期债募集资金专项账户余额为330.95万元。

## 三、发行主体概况

2021年及2022年一季度，公司股本因可转换债券转换股票增加34,481股。截至2022年3月末，公司注册资本101,032.09万元，股本101,035.54万元。公司前十大股东持股情况见表1。公司控股股东及实际控制人均未发生变化，仍为刘百宽家族。

刘百宽家族持有公司25.79%股份，仍为公司的实际控制人。刘百宽家族累计质押股份数量为110,802,903股，占公司总股本的10.97%。

**表1 截至2022年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）**

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	刘百宽	132,245,727	13.09%
2	刘百春	103,742,266	10.27%
3	郭志彦	84,923,204	8.41%
4	中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	24,417,698	2.42%
5	郑化轸	20,260,538	2.01%
6	华安未来资管—杭州易可股权投资合伙企业(有限合伙)—华安资产智盈30号单一资产管理计划	16,610,747	1.64%
7	史绪波	15,566,035	1.54%
8	中央汇金资产管理有限责任公司	14,970,900	1.48%
9	刘百庆	11,370,695	1.13%
10	钟建一	11,327,989	1.12%

注：刘百宽、刘百春、刘百庆均为实际控制人刘百宽家族成员，刘百春、刘百庆为刘百宽的兄长。

资料来源：公司2022年第一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司高管仅监事会人员发生变动，刘娜退出，新增李玉东。

跟踪期内公司共收购子公司两家，分别为PRCO越南股份公司和马尔贝克斯ONE公司。

公司于2022年1月将所持有的控股子公司海城市琳丽矿业有限公司（以下简称“琳丽矿业”）51%

股权对外出售，并于2022年1月28日完成工商变更，转让价格为5,963万元人民币。交易完成后，琳丽矿业不再纳入公司合并报表范围。子公司琳丽矿业2020-2021年净利润均为负，子公司的转让对公司业务无重大影响。

2021年至2022年一季度公司合并报表范围变化情况详见下表。截至2022年3月末公司合并范围内子公司共20家，详见附录四。

**表2 2021-2022年一季度公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**2021年新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
上海银耐供应链有限公司	90.00%	5,000.00	批发业	新设
濮阳濮耐新材料科技有限公司	100.00%	10,000.00	新材料技术研发推广、耐火材料的生产销售、非金属矿及制品销售、技术服务开发咨询交流转让推广	新设
马尔贝克斯 ONE 公司	70.00%	1,670.16	耐火材料原料和制品生产、销售、技术服务与研发；进出口贸易等	收购
PRCO 越南股份公司	98.00%	83.49	耐火材料原料和制品生产、研发、销售；设计、安装、施工、技术服务；进出口贸易	收购

**2022年一季度不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
海城市琳丽矿业有限公司	51.00%	5,000.00	耐火原料及制品生产及销售	转让
上海濮耐国际贸易有限公司	100.00%	200.00	货物及技术的进出口业务，转口贸易；耐火材料及制品销售	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表



现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

## 行业及区域经济环境

**2021年下游粗钢产量负增长，建材和有色金属行业产量整体呈现增长；钢铁行业盈利创历史新高，但行业面临持续减产压力**

耐火材料是高温工业热工装备的重要支撑材料，在钢铁、有色金属、建材、化工、电力等行业中应用广泛，其中钢铁工业消耗约占70%，钢铁工业的规模决定着耐火材料的市场需求。

2021年受双碳背景下钢铁限产政策影响，国内粗钢产量近5年首次实现负增长，2021年实现10.33亿吨产量，同比减少3.00%。钢铁价格方面，2020年6月（SHFE活跃合约：螺纹钢）以来由3,565元/吨的价格逐步上升，2021年5月达到高点6,171元/吨，后持续高位波动，2021年10月以后价格迅速下降，但仍高于2020年价格水平。

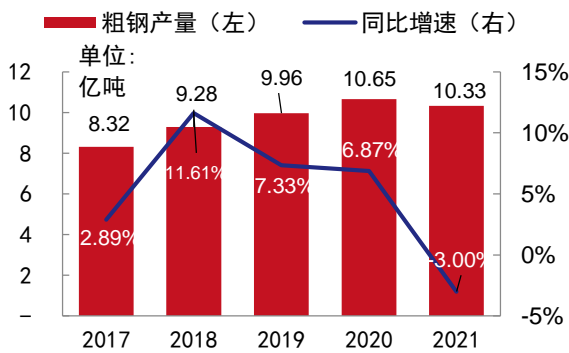
原材料价格方面，2021年全年四大矿山产量小幅增长，一季度国内受钢厂高开工预期影响，铁矿石



价格持续高位震荡，三季度以来随着监管加剧以及钢厂大力度减产的落实，铁矿石紧平衡预期被打破，铁矿石价格持续下行。受上述供需因素影响，铁矿石价格（DCE活跃合约：铁矿石）全年波动剧烈，整体走势呈现前高后低，2021年末价格处于较低水平。2022年以来随巴西降雨、澳洲疫情等因素影响，四大矿山发货量同比下降，铁矿石价格有所回升。

行业盈利方面，受钢材价格攀升影响，行业效益显著上涨。据国家统计局数据，2021年全年黑色金属冶炼和压延加工业利润总额同比上涨72.07%，全年效益呈前高后低走势，钢铁行业效益创历史最高。据工信部数据，2021年重点统计企业利润总额3,524亿元，同比增长59.7%，创历史新高。

**图 1 粗钢产量增速逐年降低,2021 年负增长**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 2 2020 年 6 月以来螺纹钢价格不断攀升，铁矿石价格波动剧烈**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年4月19日，发改委发布《2022年粗钢产量压减工作进行研究部署》。提出为巩固好粗钢产量压减成果，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家统计局将继续开展全国粗钢产量压减工作，确保实现2022年全国粗钢产量同比下降，行业面临持续减产压力。

建材行业方面，2021年规模以上建材企业营业收入同比增长13.5%，利润总额同比增长14.7%。产量方面，根据国家统计局数据，2021年全国水泥产量23.6亿吨，同比减少1.2%；平板玻璃产量10.2亿重量箱，同比增长8.4%。水泥行业营业收入同比增长7.3%，但利润总额同比下降10.0%；平板玻璃行业营业收入及利润总额同比均大幅增长。有色金属行业方面，2021年十种有色金属产量6,454.3万吨，同比增长5.4%。规模以上有色金属企业实现利润3,644.8亿元，创历史新高。整体而言，下游建材和有色金属行业产量整体呈现增长。

**2021年主要原材料价格上涨，其中石墨价格涨幅较大，镁质原料价格波动大，对耐火材料生产成本的稳定造成不利影响**

菱镁矿、铝矾土和石墨是耐火材料的主要原材料，在耐火产品成本中占比超过70%。我国菱镁矿基础储量中80%分布于辽宁省。由于菱镁矿开采、重烧和电熔属于高污染、高耗能行业，自2017年3月，菱镁矿主要分布地辽宁省海城市、营口市和鞍山市相继对环保不达标的菱镁矿开采企业和镁质产品生产采

取停产和限产措施，并对矿山炸药进行管制，仅辽宁海城一地就关停关闭没有环保手续、污染严重的镁砂企业46家，封停窑炉679座，受到环保限产因素影响，多数中小型镁砂生产企业处于关停、半关停状态、导致镁砂产量锐减，镁砂价格暴涨。由于2017年以来上涨行情明显，涨幅过大、利润过高，导致社会资本投入到耐火原料行业的冲动明显增强。2019年原料产能释放明显加快，除铝矾土之外，主要耐火原料价格下降明显，2020年第三季度达到谷底。

2020年11月底，辽宁省工业和信息化厅发布了《全省菱镁资源省级总量管理办法》和《菱镁矿浮选及镁砂行业产能置换办法》（征求意见稿）。文件核心目标是不再新增原料产能，严格控制电熔镁砂、烧结镁砂、“浮选”上项目，新增制品产能也实行产能等量或减量置换。受政策影响，2020年第四季度开始，镁质原料价格开始反弹。2021年9月16日，国家发展改革委印发了《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，提出严格制定各省能源双控指标，国家层面预留一定指标；推行用能指标市场化交易等方面举措，为积极响应能耗双控政策，各省份纷纷出台系列举措，通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。受上述因素影响，2021年第四季度以来各耐火原材料均呈现不同程度涨幅。

据耐材之窗数据，截至2020年末高纯镁砂价格（96.5%，出厂含税价）上涨至3,500元/吨，2021年2月迅速下降至3,100元/吨，后价格波动下降，三季度价格稳定在2,700-2,800元/吨之间。2021年四季度价格呈现急涨急跌，10月迅速上涨至3,700元/吨，到年底迅速下降至3,000元/吨。铝矾土价格（80铁皮窑铝矾土）涨幅较小，2021年10月由2,050元/吨上涨至2,150元/吨后稳定在当前价格。石墨价格（山东-195鳞片石墨）2021年一至三季度稳定在3,675元/吨，四季度快速上涨至4,900元/吨，进入2022年以来维持增长态势，截至2022年5月已涨至5,700元/吨。

**2021年耐火材料产量小幅降低，重点企业销售收入同比增长，行业头部聚集效应愈加明显，但利润率同比下降**

据中国耐火材料行业协会统计，2021年全国耐火材料产量2,402.67万吨，同比降低3.04%。其中致密定形耐火制品1,320.51万吨，同比降低3.68%；保温隔热耐火制品60.98万吨，同比降低1.98%；不定形耐火制品1,021.18万吨，同比降低2.26%。

企业经营指标方面，根据中国耐火材料行业协会对92家重点企业2021年经营情况调研显示，92家重点企业实现销售收入696.95亿元，同比增长13.32%；实现利润43.22亿元，同比增长10.82%，低于全国规模以上工业企业平均利润增长率。重点企业营业收入利润率6.20%，比上年同期低0.51%，也低于全国规模以上工业企业营业收入利润率0.61个百分点。

2021年，销售收入超过10亿元的耐火材料企业17家，其中超过30亿元的5家，收入在30-20亿水平级的企业2家，20-10亿水平级的企业10家。排名前10家企业销售收入317.72亿元，比上年同期增加56.79亿元，同比增长21.77%。行业头部聚集效应愈加明显。

## 五、经营与竞争

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍由钢铁事业板块、环保材料事业板块以及原材料事业板块构成。公司产品分为功能性耐火材料、定型耐火材料、不定形耐火材料和其他类四大类产品。其中功能性耐火材料包括滑板水口类、三大件类、座砖类及透气砖类；定型耐火材料包括钢包砖类、碱性制品类；不定形耐火材料包括散料类、冲击板及挡渣板类、电炉顶类；其他类为其他和各类主产品配合使用的产品。2021年公司营业收入增长4.88%至43.78亿元。毛利率方面，受公司整包价格下降、主要原料价格上涨和海运费上涨等因素影响，公司销售毛利率有所下降。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
功能性耐火材料	117,289.54	31.51%	112,625.76	33.23%
定型耐火材料	179,262.43	12.72%	163,501.49	20.66%
不定形耐火材料	100,397.08	17.36%	97,782.37	25.80%
其他类	40,836.58	11.91%	43,508.13	29.19%
<b>合计</b>	<b>437,785.63</b>	<b>18.74%</b>	<b>417,417.73</b>	<b>26.15%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为耐火材料行业龙头之一，继续保持较大规模的研发投入，有利于提升公司产品市场竞争力

作为耐火材料行业的龙头企业之一，公司产品系列较为丰富，能生产20多个系列、两百多个品种的耐火材料，拥有“濮耐”、“PRCO”、“宝明”、“雨山”等品牌，产品系列较为丰富。

公司重视科技创新，拥有以前瞻性研究为主的北京科技研发中心和以应用型研究开发为主的濮阳技术中心双技术研发中心。跟踪期内，公司两个科研项目通过河南省耐火材料行业协会组织的专家组技术评定，其中《洁净钢用镁碳复合三大件的关键技术研究与应用》项目被认定为国际先进技术水平，《微晶菱镁矿制备高纯高致密度镁砂关键技术及应用》项目被认定为国际领先技术水平，以上两个项目均荣获2021“国泰杯”河南省建材行业技术革新奖。

截至2021年末，公司合计拥有各项有效技术专利344项，其中发明62项，实用新型279项，外观专利3项。公司研发投入持续处于较高水平且逐年上升，2021年公司研发投入1.89亿元，占营业收入的4.32%。随下游对高品质耐火材料的需求提升，耐火材料产品升级是行业发展的方向，加大技术研发资金投入，有利于提升公司产品市场竞争力。

**表4 公司研发投入情况**

项目	2021年	2020年
研发人员数量（人）	477	485
研发人员数量占比	10.44%	10.60%

研发投入金额（万元）	18,916.65	17,570.68
研发投入占营业收入比例	4.32%	4.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2021年公司主要产品销量均有所上涨，但销售均价均下降，整体经营较为稳定

2021年公司部分产品产能小幅上涨，其中定型耐火材料和不定形耐火材料产能分别上涨至34.81万吨/年和35.08万吨/年。同时，公司针对部分市场需求量少和特殊性能的耐火材料产品在订单集中时期仍采用外包方式进行生产。产能利用率方面，2021年公司各类型产品的产能利用率有所波动，整体经营较为稳定。

受益于“生态圈”模式的提出和推广，公司主要产品的销量均有所上涨。产销率方面，受益于“以销定产”的生产模式以及整体承包的销售模式，2021年公司依旧维持较高的产销率。销售价格方面，受公司获取的长期合同价格下调等因素影响，2021年公司功能性耐火材料、定型耐火材料和不定形耐火材料年销售均价均有所下降，下调幅度分别为4.63%、8.08%和0.17%。

**表5 公司主要产品产能利用以及销售情况**

	项目	2021年	2020年
功能性耐火材料	产能（吨）	59,600.00	59,600.00
	产量（吨）	61,771.52	49,214.04
	销量（吨）	62,300.12	57,050.86
	产能利用率	103.64%	82.57%
	销售均价（元/吨）	18,826.53	19,741.29
定型耐火材料	产能（吨）	348,131.00	300,000.00
	产量（吨）	255,201.76	235,821.80
	销量（吨）	348,364.59	292,067.64
	产能利用率	73.31%	78.61%
	销售均价（元/吨）	5,145.83	5,598.07
不定形耐火材料	产能（吨）	350,790.00	325,500.00
	产量（吨）	265,788.42	284,873.77
	销量（吨）	343,446.21	333,921.92
	产能利用率	75.77%	87.52%
	销售均价（元/吨）	2,923.23	2,928.30

注：公司部分产品采用外包方式生产，导致销量高于产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司海外销售毛利率受海运费上升等因素影响而下降，需关注各国疫情管控对国际海运运力的影响；公司海外销售仍面临一定的汇率波动风险，且需关注俄乌冲突爆发对公司海外业务的影响**

公司的销售模式分为单独销售和整体承包，其中单独销售是按照单项产品销售的数量计价，销售合同一般与客户一年一签。整体承包主要针对钢铁行业，是公司承包客户的整条或部分生产线，定期按照

客户相关产量进行结算，公司通过投标方式拿下订单，销售合同的履行期限至少是一年。与单独销售模式相比，整体承包模式销售款付款周期要长于单独销售模式，但是客户粘性更强，并会促使公司研发符合客户新要求、性能更良好的产品与服务，有利于促进供求双方形成互利共赢的利益共同体。

公司于2020年下半年提出“企业生态圈”模式，旨在与小企业联手组建生态圈或者战略合作伙伴，打破行业高度分散的局面，通过将原来的竞争者转为合作伙伴，共同开拓新的市场，公司2021年各销售模式下产生的收入均较2020年有所上升，占营业收入的比重较稳定。

**表6 公司不同销售模式的销售情况（单位：万元）**

销售模式	2021年		2020年	
	收入	占比	收入	占比
整体承包	234,890.92	53.65%	223,869.98	53.63%
单独销售	202,894.71	46.35%	193,547.76	46.37%
<b>合计</b>	<b>437,785.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>417,417.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

海外销售方面，2021年公司海外销售收入同比增长较快，但销售毛利率受海运费上升等因素有所下降。受疫情影响，2021年国际海运运力持续紧张，海运费持续大幅上涨，公司在与客户签订合同时，大多数合同以包含海运费的总价款签订，实际海运费由公司承担，收入确认时以扣除海运费的合同金额确认。在海运费上涨频率快、幅度大的情况下，公司无法及时上涨合同价格来将这些费用完整地转嫁给客户，根据公司粗略统计，公司海运费成本同比增加9,000余万元，影响了海外销售的利润率水平。2022年以来，海运运力紧张逐渐缓解，但如海外疫情一旦反复，各国管控措施升级，可能会造成海运运力再次紧张，在影响海外销售利润的同时，增加海外订单交付风险。

海外业务结算方面，公司来自于海外的收入主要以美元为结算货币，汇率的波动将影响公司的汇兑损益，也将直接影响公司出口产品的销售定价，公司2021年仍产生汇兑损失1,964.00万元，面临一定的汇率波动风险。

需要关注的是，俄罗斯市场和乌克兰市场为公司非常重要的海外市场，公司2021年在俄罗斯市场和乌克兰市场获取的销售收入分别为2.41亿元和1.53亿元，合计占当年海外销售收入占比为39.46%。2022年2月俄乌冲突爆发，已影响到公司在乌克兰的产品销售和货物运达，目前对俄罗斯市场影响较小，且受美国、欧洲对俄罗斯制裁的影响，俄罗斯市场对耐火材料的需求向中国供应商转移，公司因此获得提高俄罗斯市场份额的机会，但如冲突不能尽快结束，乌克兰市场的产品销售将持续中断，影响公司海外销售业务。

**表7 公司产品分地区销售情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
国内销售	337,902.91	16.33%	337,135.41	24.38%



海外销售	99,882.72	26.89%	80,282.32	33.58%
<b>合计</b>	<b>437,785.63</b>	<b>18.74%</b>	<b>417,417.73</b>	<b>26.15%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户以国有大型钢铁企业为主，客户较优质，但业绩对钢铁行业较依赖，需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击

从销售客户来看，公司客户仍主要为国内大型国有钢铁集团，客户较优质。2021年公司前五大客户销售收入占当年营业收入的比重为30.83%，较上年有所降低，客户集中度尚可。其中，第一大客户占比较高。销售款结算方面，结算方式仍以承兑汇票为主。

**表8 公司前五大客户销售收入及占比情况（单位：万元）**

项目	客户名称	销售额	销售额占比	产品种类	结算模式
2021年	中国宝武钢铁集团有限公司	73,920.93	16.89%	钢包砖、浸入式水口、整体塞棒等	电汇或承兑
	江苏沙钢集团有限公司	17,568.24	4.01%	钢包砖、浸入式水口、滑板、浇注料等	承兑
	安阳钢铁股份有限公司	14,899.76	3.40%	钢包砖、滑板、散料、水口座砖、浸入式水口等	承兑
	首钢集团有限公司	14,864.07	3.40%	钢包砖、干式料、水口座砖、浸入式水口、塞棒等	电汇或承兑
	山东钢铁集团有限公司	13,721.51	3.13%	钢包砖、散料、挡渣板、浸入式水口、上水口、水口座砖等	承兑
	<b>合计</b>	<b>134,974.50</b>	<b>30.83%</b>	-	-
2020年	中国宝武钢铁集团有限公司	84,988.82	20.36%	整体透气砖、滑板、水口、钢包砖、散料等	承兑、电汇
	江苏沙钢集团有限公司	19,380.82	4.64%	钢包砖、浸入式水口、滑板、浇注料等	承兑
	首钢集团有限公司	18,827.51	4.51%	挡渣板、散料、钢包砖等	承兑、电汇
	安阳钢铁股份有限公司	16,806.48	4.03%	钢包砖、滑板、水口、散料等	承兑、电汇
	山东钢铁集团有限公司	15,233.66	3.65%	钢包砖、散料、挡渣板、座砖等	承兑
	<b>合计</b>	<b>155,237.30</b>	<b>37.19%</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

下游应用领域方面，公司对钢铁行业销售收入占比为90.84%，较2020年上升2.55个百分点，处于较高水平，钢铁行业运行情况将直接影响公司经营。碳中和背景下，2022年随着全国粗钢产量压减工作推进，需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击。

**表9 公司产品分行业销售情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
钢铁行业	397,718.81	90.84%	368,594.57	88.29%
水泥行业	11,142.82	2.55%	15,970.96	3.83%
有色金属	7,863.52	1.80%	14,225.11	3.41%
铸造行业	18,215.59	4.16%	16,930.81	4.06%



碳素行业	2,786.42	0.64%	1,496.05	0.36%
电力行业	58.47	0.01%	200.23	0.05%
<b>合计</b>	<b>437,785.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>417,417.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2021年公司主要原材料中镁质采购价格上升较快，需关注原材料价格波动对公司生产成本带来的影响

公司及其子公司所采购的原材料主要为镁砂、铝矾土、棕刚玉、白刚玉、莫来石及石墨等大宗原料，基本在国内采购。公司生产成本中原材料采购成本占比小幅提高，2021年约占77.15%，较2020年提高0.99个百分点。对于大宗原材料，公司依然采用集中采购方式，采购工作主要采用招标、询价比价、竞争性谈判等方式进行，按照生产安排、价格波动趋势完成原材料采购工作。

从采购价格看，公司主要原材料中氧化铝类和铝矾土类采购均价小幅下降，同比分别下降4.13%和3.57%，但镁质类采购均价大幅上涨，同比增长21.48%，且镁质类原材料价格近年波动较大，需关注原材料价格波动给公司成本稳定带来的影响。从采购量来看，受销量增加影响，2021年公司各类原材料采购量均有所增加。受上述因素影响，公司主要原材料采购额均大幅上涨，氧化铝类、镁质类、铝矾土类分别同比上涨23.21%、42.89%和16.54%。

**表10 公司主要原材料采购情况**

原材料名称	项目	2021年	2020年
氧化铝类	采购量（吨）	76,397	59,444
	采购均价（元/吨）	4,250	4,433
	采购额（万元）	32,470	26,353
镁质类	采购量（吨）	189,853	161,431
	采购均价（元/吨）	3,212	2,644
	采购额（万元）	60,989	42,681
铝矾土类	采购量（吨）	158,851	131,398
	采购均价（元/吨）	1,865	1,934
	采购额（万元）	29,621	25,417

注：镁质类主要是指镁砂类镁质原料，主要包括电熔、高纯、高钙低硅、中档及烧结镁砂等；铝矾土类主要是指特级高铝、三级高铝及棕刚玉等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供应商集中度方面，2021年公司前五大供应商采购金额占比有所上升，但集中度不高。

**表11 公司前五大供应商采购额及占比情况（单位：万元）**

项目	供应商名称	采购金额	采购金额占比
2021年	营口宏林矿产品有限公司	8,433.76	3.79%
	孝义濮耐高铝材料有限公司	8,044.54	3.61%
	营口镁特隆耐火材料有限公司	6,900.54	3.10%

	大石桥市冠诚耐火材料有限公司	6,328.90	2.84%
	凤城市通源耐火材料有限公司	4,966.30	2.23%
	<b>合计</b>	<b>34,674.03</b>	<b>15.57%</b>
2020年	营口宏林矿产品有限公司	7,365.15	3.42%
	孝义濮耐高铝材料有限公司	5,953.86	2.77%
	郑州豫元耐材有限公司	4,977.24	2.31%
	青岛凯利鑫德国际贸易有限公司	4,503.17	2.09%
	海城市方宏耐火材料有限公司	3,949.73	1.84%
	<b>合计</b>	<b>26,749.15</b>	<b>12.43%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**近年建设的原材料项目陆续投产，公司向上游产业链延伸有助于公司控制成本；后续项目建成后将有益于公司主营产品质量提升和产品转型升级**

近年公司建设的原材料项目陆续投产，运行平稳，加强原材料自给的同时已实现向外部市场的销售。青海濮耐高新材料有限公司（下称“青海濮耐”）年产6万吨电熔大结晶项目已稳定运行，生产电熔大结晶产品应用于电炉、大型转炉、中频炉、VD钢包、VOD钢包、出钢口、RH浸渍管及电工级氧化镁等高端市场，2021年已实现2.2万吨产量；12万吨高纯镁项目主要出产高密高纯镁砂，2021年已开始投产，2021年实现产量1.23万吨，目前已实现对外销售。西藏昌都市翔晨镁业有限公司（以下简称“西藏翔晨”）的二期10万吨低硅低铁电熔氧化镁项目和三期30万吨优质轻烧高纯氧化镁项目均于2021年实现投产并实现对外销售。在近年原材料价格波动较大的市场环境下，公司向上游产业链延伸有助于控制生产成本，并能一定程度上对冲原材料价格波动风险。

在建项目方面，截至2021年末公司主要在建项目预计总投资金额合计11.51亿元，已投资5.61亿元。其中“年产4万吨预制件、6万吨散状料、1万吨炮泥耐火材料智能化制造项目”、“年产1万吨转炉系统用高性能环保挡渣板智能制造项目”、“上海研发中心建设项目”为本期可转债募投项目，预计总投资5.11亿，当前已投资1.53亿元，尚需投资规模3.58亿元，项目建成后将有益于公司主营产品质量提升和产品转型升级。

**表12 截至 2021 年末公司重要在建项目或改建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资
年产 4 万吨预制件、6 万吨散状料、1 万吨炮泥耐火材料智能化制造项目	2.35	1.08
年产 1 万吨转炉系统用高性能环保挡渣板智能制造项目	1.43	0.44
上海研发中心建设项目	1.32	0.0070
青海公司 12 万吨高纯镁项目	3.35	2.12
秦翔公司矿区道路工程	0.15	0.13
秦翔公司 1#、2#竖窑	0.11	0.03
翔晨镁业 10 万吨机械化轻烧镁竖窑	0.40	0.32
翔晨镁业三期 30 万吨轻烧粉	1.20	0.80

翔晨镁业 11KV 输变电站	0.45	0.40
翔晨镁业矿山基建	0.40	0.20
华银公司板刚玉 3 号线	0.12	0.09
雨山冶金年产 6000 吨洁净钢用高温环保新材料项目	0.14	0.0004
高温公司 14#包装车间	0.10	0.0025
<b>合计</b>	<b>11.51</b>	<b>5.61</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围变化情况见表 1。

### 资产结构与质量

**公司资产规模有所增长，但仍以应收款项和存货为主，应收账款存在一定坏账风险，存货和商誉存在减值风险**

公司总资产规模有所增长，结构较为稳定，2022 年 3 月末流动资产占比为 67.48%。

2021 年末公司货币资金规模小幅增长，其中受限金额 2.25 亿元，主要为银行承兑保证金；其中外币资金折算人民币 1.22 亿元，以美元、韩元、卢布为主。2021 年末公司应收款项（应收票据、应收款项融资、应收账款及合同资产）总额 21.49 亿，占总资产比例合计 30.41%。公司应收票据均为商业承兑汇票，其中已背书或贴现但未终止确认的金额为 2.10 亿元，已计提坏账准备 0.14 亿元；应收款项融资均为银行承兑汇票，其中 1.42 亿元已质押；应收账款及合同资产金额 15.77 亿元，同比小幅上涨，占总资产的比例较高，其中以外币计价的应收账款期末折算人民币余额 8.70 亿元，以美元、卢布、欧元等为主，公司应收账款面临一定汇率波动风险。公司应收账款及合同资产占总资产比例仍处于较高水平，对资金形成较大占用。

从账龄来看，应收账款账面原值为 18.83 亿元，其中账龄在 3 年以上的占比 18.83%，对公司资金形成占用，截至 2021 年末应收账款已计提坏账准备 4.30 亿，其中按单项计提坏账准备的应收账款账面原值 1.12 亿元，已计提坏账 1.10 亿元，计提比例 98.42%，未来收回可能性不大。截至 2021 年末合同资产账面原值 1.30 亿，已计提坏账准备 0.07 亿。虽公司已制定了谨慎的坏账准备计提政策，但仍可能会发生个别客户因行业政策调整、行业整合及竞争加剧等导致经营状况恶化、支付能力下降，最终不能全额支付的情况，公司面临一定坏账风险。

公司存货账面价值同比增长34.87%至16.04亿元，主要由库存商品和原材料构成，2021年大幅增加主要受部分原材料价格上涨及公司处于战略储备库存考虑等因素影响。公司存货均未计提跌价准备，考虑到2020年以来原材料价格波动较大，需关注存货减值风险。

公司固定资产2021年末账面价值为11.64亿元，其中有2.43亿元房屋建筑物尚未办妥产权证书，公司固定资产同比增长较快，主要系在建的房屋建筑物和机械设备部分完工转入固定资产所致。公司无形资产主要是土地使用权和采矿权，本期变动系摊销所致。2021年末公司商誉为2.40亿元，较2020年末无变动，占资产总额的3.39%。公司商誉主要为收购上海宝明耐火材料有限公司、马鞍山市雨山冶金新材料有限公司和云南濮耐昆钢高温材料有限公司产生的商誉，如上述经营主体因市场变化等原因导致经营业绩大幅下降，可能存在商誉减值的风险。

**表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.62	7.85%	5.55	7.85%	4.01	6.40%
应收票据	2.21	3.09%	2.62	3.71%	2.71	4.33%
应收账款	16.16	22.57%	14.53	20.55%	13.84	22.09%
应收款项融资	3.39	4.73%	3.11	4.40%	3.90	6.22%
合同资产	1.51	2.11%	1.24	1.75%	1.25	2.00%
存货	16.13	22.53%	16.04	22.69%	11.89	18.99%
<b>流动资产合计</b>	<b>48.31</b>	<b>67.48%</b>	<b>46.50</b>	<b>65.77%</b>	<b>40.48</b>	<b>64.64%</b>
固定资产	11.40	15.92%	11.64	16.46%	10.05	16.05%
无形资产	2.46	3.43%	3.51	4.96%	3.60	5.75%
商誉	2.40	3.35%	2.40	3.39%	2.40	3.83%
<b>非流动资产合计</b>	<b>23.28</b>	<b>32.52%</b>	<b>24.20</b>	<b>34.23%</b>	<b>22.15</b>	<b>35.36%</b>
<b>资产总计</b>	<b>71.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>70.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>62.63</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受限资产方面，截至2021年末公司受限资产合计4.96亿元，占净资产的15.32%，主要为货币资金、应收款项融资和固定资产。

**表14 公司受限资产情况（单位：万元）**

项目	金额	受限原因
货币资金	22,453.22	银行承兑保证金及其他
固定资产	11,676.94	贷款抵押
无形资产	1,329.26	贷款抵押
应收款项融资	14,170.01	票据质押
<b>资产总计</b>	<b>49,629.43</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司资产规模有所增长，应收款项和存货占比仍较大，应收账款存在一定坏账风险，存

货和商誉存在减值风险。

## 盈利能力

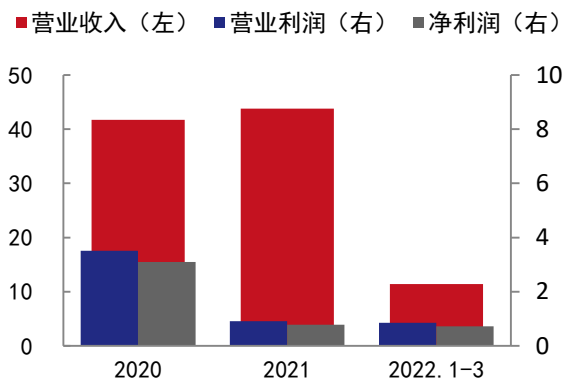
**公司营业收入稳步增长，但受原材料、海运费价格上涨等因素影响，整体盈利能力有所下降**

2021年公司实现营业收入43.78亿元，同比增长4.88%；销售毛利率为18.74%，同比下降7.41个百分点；实现营业利润0.92亿元，同比下降73.91%。

2021年公司营业利润下滑明显，主要系公司原材料价格和海运费价格大幅上涨影响。原材料价格上涨方面，2021年四季度以来，以镁质原料为代表的主要原材料价格突然大幅度上涨，使得公司国内整体承包项目短期内成本陡增，长期合同执行期间，该成本难以转嫁给客户。海运费成本方面，2021年以来海运费上涨频率快、幅度大，公司无法及时将这些费用完整地转嫁给客户，从而也影响到海外销售的利润水平。受上述成本上升影响，公司盈利能力指标显著下滑，2021年公司EBITDA利润率、总资产回报率分别为6.24%和2.00%，同比分别下降7.46和4.50个百分点。

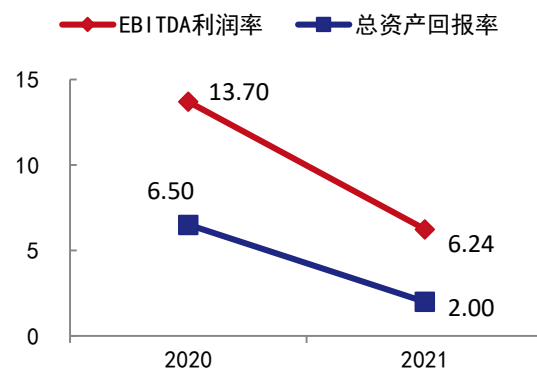
综合来看，2021年公司收入仍保持增长，但受原材料、海运费价格大幅上涨带来的成本压力影响，公司利润水平及盈利能力指标均有所下降，后续仍需关注公司面临的原材料价格波动和海运费价格上涨风险。

图 3 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

**公司主营业务现金生成能力下滑，经营活动现金流呈现净流出**

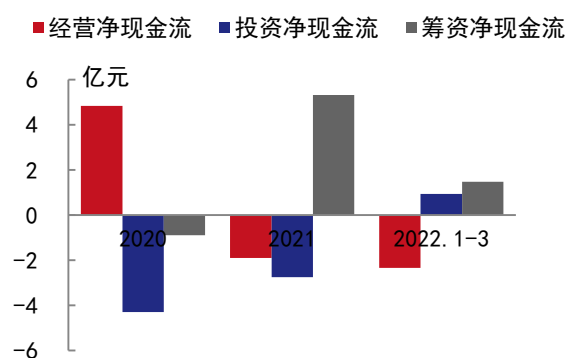
受利润下滑影响，公司 2021 年 EBITDA 及 FFO 均显著下降，分别为 2.73 亿元和 0.34 亿元，主营业务现金生成能力指标下滑。公司经营活动现金呈现净流出，同比大幅降低，主要系因公司为储备存货，支付

的职工薪酬和以现金形式支付的货款增加所致。

投资活动方面，公司2021年投资活动现金净流出2.75亿元，同比减少35.90%，主要系公司收回结构性存款及投资固定资产支出减少所致。

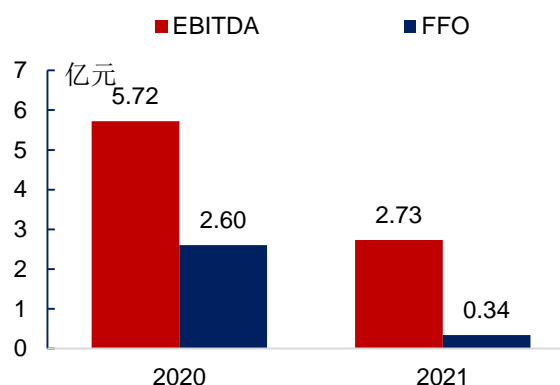
筹资活动方面，公司2021年筹资活动现金流量净流入5.32亿，同比大幅增加，主要系成功发行本期“濮耐转债”债券所致。

图 5 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司债务规模显著上升，偿债压力有所加大

受益于利润积累，2021年末公司所有者权益同比增长1.80%至32.39亿元。但由于本期债券发行成功，公司负债规模同比增长24.33%至38.30亿元。受上述因素影响，公司产权比例上升至118.24%，所有者权益对负债的保障程度下降。

图 7 公司资本结构

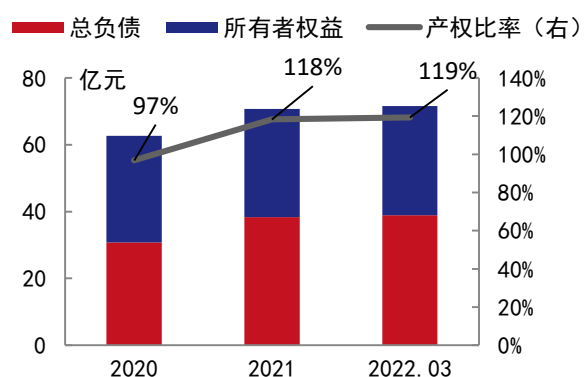
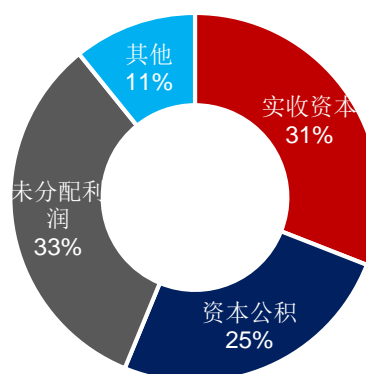


图 8 2022 年 3 月末公司所有者权益构成





资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着本期债券的发行，2021年末公司负债结构中流动负债占比有所下降。2021年末公司短期借款 4.45 亿元，主要为保证借款、抵押借款和信用借款。公司应付票据由商业承兑汇票、银行承兑汇票和国内信用证构成，其中 2021 年末已到期未支付的应付票据总额为 85.00 万元，系因持票人未办理托收。公司应付账款规模较大，占总负债的比重 30.10%，主要为应付的商品及劳务款。公司长期借款主要由质押借款、保证借款和抵押借款构成应付债券为应付的本期债券。

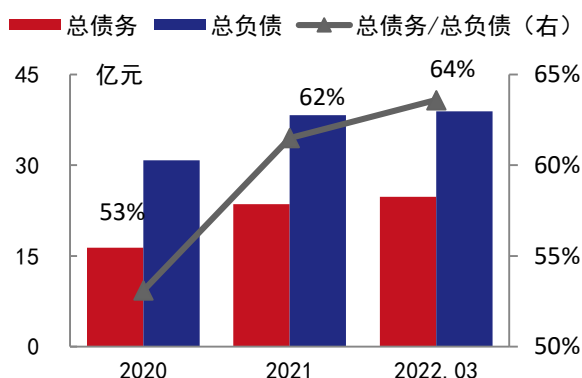
**表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.27	13.54%	4.45	11.62%	5.20	16.88%
应付票据	10.25	26.33%	10.62	27.73%	9.28	30.11%
应付账款	10.86	27.90%	11.53	30.10%	11.28	36.60%
<b>流动负债合计</b>	<b>29.81</b>	<b>76.56%</b>	<b>29.87</b>	<b>77.97%</b>	<b>28.33</b>	<b>91.96%</b>
长期借款	2.69	6.92%	1.97	5.16%	1.78	5.79%
应付债券	5.90	15.16%	5.84	15.25%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.13</b>	<b>23.44%</b>	<b>8.44</b>	<b>22.03%</b>	<b>2.48</b>	<b>8.04%</b>
<b>负债合计</b>	<b>38.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>38.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>30.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

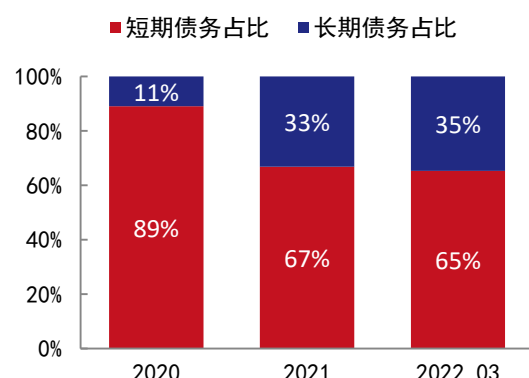
本期债券发行后，公司总债务规模显著上升，2021年末合计 23.56 亿元，同比增长 44.00%。从债务期限结构来看，短期债务占比有所下降，但短期债务占比仍较高。公司 2021 年末以美元计价的长期借款共 178.82 万美元，但考虑到公司海外业务能够获得外币计价的收入，公司外币债务风险敞口不大。

**图 9 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 10 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从杠杆状况指标来看，2021年末公司资产负债率提高 4.99 个百分点至 54.18%。受公司盈利水平下降

及净债务增加影响，公司EBITDA及FFO对债务本息的保障能力均下降，公司偿债压力有所加大。

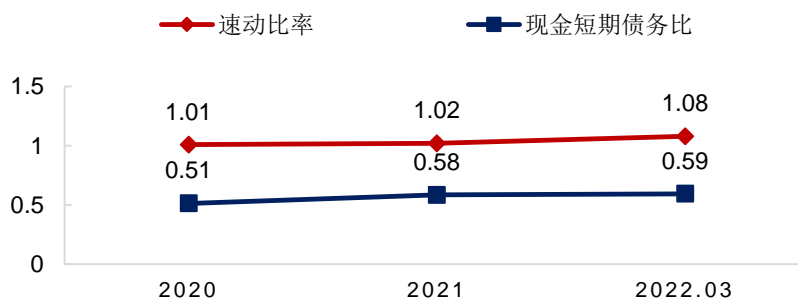
**表16 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	54.39%	54.18%	49.19%
净债务/EBITDA	-	5.70	1.74
EBITDA 利息保障倍数	-	5.99	14.40
总债务/总资本	43.13%	42.10%	33.96%
FFO/净债务	-	2.18%	26.13%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产规模有所提高，2021年末公司速动比率及现金短期债务比等流动性指标均略有改善，但现金短期债务比仅0.58，仍面临一定短期债务压力。此外，截至2021年末公司及子公司未使用银行授信规模11.45亿元，规模较大，公司财务弹性仍较好。

**图 11 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷中承兑汇票有垫款1笔，金额为104.82万元，结清日期2021年7月13日，根据公司提供的说明，该笔垫款系中原银行股份有限公司濮阳分行因系统问题未扣款成功，并非公司主观原因造成。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、抗风险能力分析

公司为耐火材料行业龙头之一，产品系列较为丰富，公司重视科技创新，拥有两个研发中心，近年持续保持较大规模的研发投入，有利于提升公司产品市场竞争力。公司近年建设的原材料项目陆续投产，

加强原材料自给的同时已实现向外部市场的销售。但同时中证鹏元也注意到，受公司整包价格下降、主要原料价格和海运费上涨等因素影响，公司盈利能力指标及主营业务现金生成能力指标均下滑。公司业绩对钢铁行业较依赖，在碳中和背景下，钢铁行业面临减产压力。公司海外业务面临海运费上升、汇率波动等风险，且需关注俄乌冲突爆发对公司海外业务的影响。公司应收账款和存货规模仍较大，应收账款存在一定坏账风险，存货和商誉存在减值风险，原材料价格波动给公司成本稳定带来一定影响。总体来看，公司抗风险能力较好。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“濮耐转债”信用等级为AA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.62	5.55	4.01	4.13
应收票据	2.21	2.62	2.71	2.60
应收账款	16.16	14.53	13.84	14.34
存货	16.13	16.04	11.89	12.27
流动资产合计	48.31	46.50	40.48	38.80
固定资产	11.40	11.64	10.05	7.20
非流动资产合计	23.28	24.20	22.15	18.44
资产总计	71.60	70.70	62.63	57.24
短期借款	5.27	4.45	5.20	5.92
应付票据	10.25	10.62	9.28	7.37
一年内到期的非流动负债	0.64	0.67	0.10	0.01
流动负债合计	29.81	29.87	28.33	26.45
长期借款	2.69	1.97	1.78	0.29
应付债券	5.90	5.84	0.00	0.00
非流动负债合计	9.13	8.44	2.48	0.91
负债合计	38.94	38.30	30.81	27.37
总债务	24.77	23.56	16.36	13.58
归属于母公司的所有者权益	31.06	30.32	29.64	28.32
营业收入	11.39	43.78	41.74	41.40
净利润	0.72	0.78	3.09	2.62
经营活动产生的现金流量净额	-2.33	-1.90	4.83	5.74
投资活动产生的现金流量净额	0.93	-2.75	-4.29	-3.36
筹资活动产生的现金流量净额	1.48	5.32	-0.89	-0.87
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	23.35%	18.74%	26.15%	29.50%
EBITDA 利润率	-	6.24%	13.70%	11.74%
总资产回报率	-	2.00%	6.50%	6.09%
产权比率	119.27%	118.24%	96.82%	91.62%
资产负债率	54.39%	54.18%	49.19%	47.81%
净债务/EBITDA	-	5.70	1.74	1.62
EBITDA 利息保障倍数	-	5.99	14.40	12.92
总债务/总资本	43.13%	42.10%	33.96%	31.26%
FFO/净债务	-	2.18%	26.13%	23.36%
速动比率	1.08	1.02	1.01	1.00
现金短期债务比	0.59	0.58	0.51	0.51

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



## 附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	持股比例	主营业务
濮阳市濮耐功能材料有限公司	100.00%	耐火材料制品
濮阳市濮耐炉窑工程有限公司	100.00%	炉窑工程砌筑施工
营口濮耐镁质材料有限公司	100.00%	耐火材料生产与销售
濮阳乌克兰有限责任公司	99.84%	耐火材料及制品的销售
濮耐美国股份有限公司	100.00%	耐火材料及制品的销售
青海濮耐高新材料有限公司	100.00%	耐火原料及制品的生产与销售
云南濮耐昆钢高温材料有限公司	51.00%	耐火材料生产与销售
上海宝明耐火材料有限公司	100.00%	耐火材料制品生产与销售
海城市华银高新材料制造有限公司	95.00%	耐火原料及制品加工及销售
郑州华威耐火材料有限公司	100.00%	耐火材料制品生产与销售
郑州汇特耐火材料有限公司	100.00%	耐火材料及保温材料的生产销售
马鞍山市雨山冶金新材料有限公司	100.00%	生产和销售滑动水口系列；冶金技术研发服务
濮耐（集团）俄罗斯有限责任公司	100.00%	耐火材料及制品的销售
洛阳索莱特材料科技有限公司	68.10%	特种陶瓷材料、制品及仪器设备的研发、生产及销售
新疆秦翔科技有限公司	52.49%	无机非金属材料研究、销售，技术服务、检验检测
西藏昌都市翔晨镁业有限公司	68.00%	菱镁矿的采选、煅烧、冶炼、轻烧镁、电熔镁、重烧镁
上海银耐供应链有限公司	90.00%	批发业
濮阳濮耐新材料科技有限公司	100.00%	新材料技术研发推广、耐火材料的生产销售、非金属矿及制品销售、技术服务开发咨询交流转让推广
马尔贝克斯 ONE 公司	70.00%	耐火材料原料和制品生产、销售、技术服务与研发；进出口贸易等
PRCO 越南股份公司	98.00%	耐火材料原料和制品生产、研发、销售；设计、安装、施工、技术服务；进出口贸易

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。