



2021年江西耐普矿机股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年江西耐普矿机股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
耐普转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：江西耐普矿机股份有限公司（以下简称“耐普矿机”或“公司”，股票代码：300818.SZ）主要生产选矿装备及其耐磨备件，近年全球能源转型及国内铁矿石“基石计划”加速推进可能为矿山投资行业带来结构性增长机会，并支撑矿山机械下游需求，公司仍拥有优质及稳定的客户资源，跟踪期内下游需求提升推动公司业绩较快增长，且随着海内外生产基地及营销网络加速布局，预计将带来一定的增量市场，并且公司现金充裕度较好，债务负担仍较轻。但中证鹏元也关注到，公司外销比例较高及海外建厂提速或带来一定的海外经营风险，并且产能扩张步伐明显加快，可能带来一定的资本开支压力及产能消化担忧，而公司业务对存量客户依赖仍较重，客户集中风险较高，以及需关注在手房产诉讼进展及其可能引发的资产损失风险。

评级日期

2024年06月14日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	22.95	23.87	20.90	19.19
归母所有者权益	13.55	13.33	12.60	11.09
总债务	5.56	5.94	4.65	3.91
营业收入	2.48	9.38	7.49	10.53
净利润	0.39	0.84	1.35	1.84
经营活动现金流净额	-1.29	3.04	1.28	-0.37
净债务/EBITDA	--	-1.01	-1.46	-1.14
EBITDA 利息保障倍数	--	5.86	4.69	44.60
总债务/总资本	28.90%	30.65%	26.85%	25.98%
FFO/净债务	--	-71.10%	-28.50%	-78.13%
EBITDA 利润率	--	19.72%	17.85%	25.37%
总资产回报率	--	5.93%	9.25%	12.21%
速动比率	1.70	1.82	2.00	3.54
现金短期债务比	2.52	3.77	4.36	8.87
销售毛利率	40.41%	36.46%	32.79%	30.52%
资产负债率	40.45%	43.70%	39.33%	41.96%

注：2021-2023年，公司净债务均为负值；

资料来源：公司2021-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

优势

- **全球能源转型及国内铁矿石政策利好可能为矿山投资行业带来结构性增长机会，并支撑矿山机械下游需求。**中证鹏元认为，虽然 2024 年全球矿业依然面临世界经济下行、地缘冲突加剧以及资源民族主义等诸多挑战，但是随着以电动汽车和可再生能源发电为代表的绿色转型加速推进，锂、稀土、铜等关键矿产勘查开发将继续成为热点；此外，为缓解铁矿石进口依赖局面，国内积极推行“基石计划”，铁矿企业新增产能的动力加大。综合来看，预计矿山机械需求仍有一定支撑。
- **公司仍拥有较为优质及稳定的客户资源，下游需求提升推动公司业绩较快增长，且海外加速布局有望带来增量市场。**公司主力产品新材料耐磨备件、重型渣浆泵在细分市场仍具备一定的竞争力，下游客户仍以国内外知名矿业公司或矿业设备制造商为主，合作关系较为稳定。跟踪期内下游客户扩产需求旺盛带动公司营收及毛利高速增长，且随着海内外生产基地及营销网络加速布局，预计将带来一定的增量市场。
- **公司现金充裕度较好，债务负担仍较轻。**公司近年经营活动现金流表现较好，现金类资产仍属充裕，因此维持相对稳健的财务政策，短期债务规模尚可，且其中较大比例为可滚动的应付票据，流动性表现虽明显弱化但仍在安全范围内，短期偿付压力不大。

关注

- **外销比例较高及海外建厂提速或带来一定的海外经营风险。**公司产品外销比例仍较高，并计划加速海外生产基地布局以开拓当地市场，目前赞比亚工厂产品试制成功、投产在即，智利工厂建设正在进行中，秘鲁工厂亦已提上日程。中证鹏元关注到，2023 年底以来全球已有多个主要铜矿宣布减产或停产，需关注当地政治经济环境变化、资源民族主义以及环保政策等因素给公司带来的经营风险以及汇率波动对公司利润的侵蚀。
- **公司产能扩张步伐加快，面临一定的资金压力及产能消化风险。**由于现有生产基地产能利用情况较为饱和，跟踪期内公司积极推动二期厂房扩建项目，并将西藏工厂和秘鲁工厂纳入扩产版图，建成后将大幅提升公司产能。考虑到上述项目建设资金主要由公司自筹，且下游需求变化及新客户拓展情况存在一定不确定性，需关注公司持续扩产带来的资本开支压力以及产能消化担忧。
- **公司业务对现有客户依赖较高，仍面临一定的客户集中风险。**2023 年公司前五大客户销售占比仍超过 50%，且其中单个客户销售额占比均超 10%，可见公司业务仍高度依赖现有客户，若重要客户因其自身原因或市场变化而导致对公司产品需求的下降，将对公司的经营业绩产生不利影响。
- **需关注在手房产诉讼进展及资产损失风险。**2023 年，公司位于上海的房产（账面价值 0.70 亿元）因开发商涉诉被法院查封，虽已支付购房款但尚未办妥产权证书，对此公司已计提固定资产减值损失 0.14 亿元，中证鹏元将持续关注该事项进展及其可能引发的资产损失风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司核心产品在细分领域仍具备一定的竞争力，且下游客户资质较优，可以为公司提供稳定的业务来源，经营及财务状况相对稳定。

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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **a+**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

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
耐普转债	4.00	2.85	2023-4-21	2027-10-29

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10月29日发行6年期4.00亿元可转换公司债券“耐普转债”（以下另称为“本期债券”），募集资金原计划用于复合衬板技术升级和智能改造项目及补充流动资金，2022年10月资金用途变更为复合衬板技术升级和智能改造项目、智利子公司年产4,000吨矿用耐磨备件项目以及补充流动资金¹。截至2024年4月30日，“耐普转债”募集资金专项账户余额合计为2,340.00万元²。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。跟踪期内，因实施2022年度利润分配，公司以资本公积转增股本3,500.08万元，加之新增可转债转股76.54万股，截至2024年3月末，公司实收资本增至10,577万元，控股股东和实际控制人仍为自然人郑昊，持股比例为52.98%。截至2024年5月10日，郑昊累计质押公司股票1,265.88万股，占其所持股份的16.14%。

跟踪期内，公司主营业务未发生重要变化，仍主要生产重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件。2023年，公司为了满足客户就近供应及服务需要，在西藏、塞尔维亚和俄罗斯分别设立全资子公司，2024年1季度公司合并范围无变化。截至2024年3末，公司合并报表范围共21家子公司，详见附录四。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况

年度	子公司名称	持股比例	注册资本	变动情况
2023年	耐普矿机（塞尔维亚）有限责任公司	100.00%	55,673,250 第纳尔	新设
	耐普矿机有限责任公司	100.00%	500 万卢布	新设
	西藏耐普矿山机械有限公司	100.00%	50 万元	新设

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

¹ 根据公司于2022年10月发布的公告，拟将“复合衬板技术升级和智能改造项目”募集资金中的14,000.00万元变更用于“智利子公司年产4,000吨矿用耐磨备件项目”，剩余14,270.25万元仍用于原募投项目，其中“复合衬板技术升级和智能改造项目”实施地点位于二期厂房扩建项目，距离公司现有厂区直线距离不足100米

² 由于部分闲置募集资金已暂时用于现金管理或补充流动资金，故实际尚未使用的募集资金高于账户余额。

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

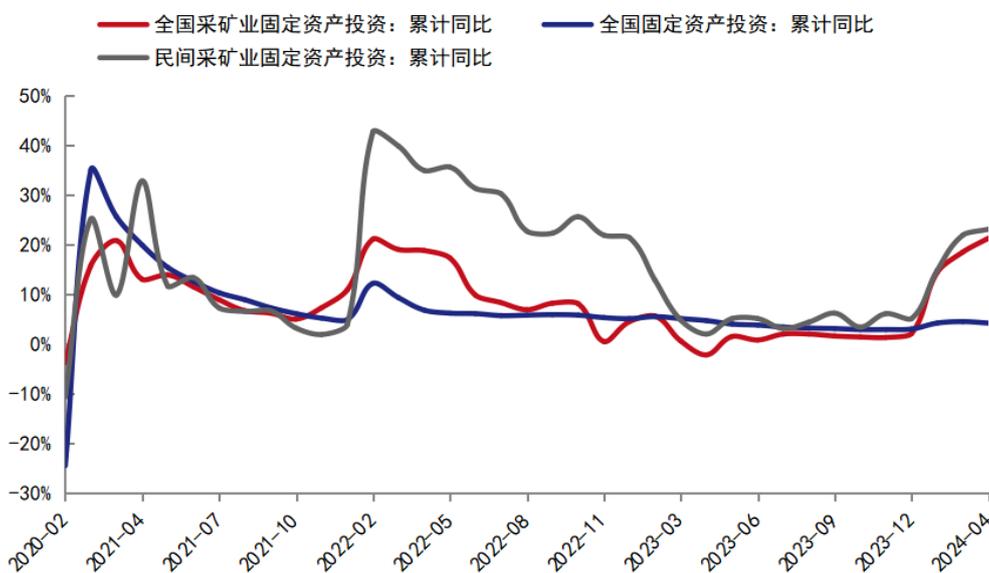
行业经济环境

2023 年国内外采矿业复苏持续减速，全球矿产品市场震荡分化，2024 年能源转型将支撑关键矿产资源开发需求，但需关注资源民族主义、ESG 风险加剧等政策扰动风险，中证鹏元认为矿山机械下游需求有望在合理区间内保持相对平稳；从行业格局来看，选矿设备大型化趋势延续，大型、高端选矿设备制造厂商更具竞争优势

2023 年，我国矿业市场延续了前两年好转的态势，表现为全国地质勘查投资和采矿业固定资产投资

均连续三年增长、能源矿产产量创历史新高、主要矿产品供给稳中有升、能源绿色低碳转型加快、大宗矿产品进口持续增长。2023年，我国采矿业固定资产投资延续了2022年增长的态势，同比增长2.1%，但增速较2022年有所放缓，略低于全国固定资产投资增速，其中有色金属矿采选业固定资产投资表现强劲，同比大幅增长42.7%。同时受大部分矿产品价格回落的影响，2023年采矿业规模以上工业企业营业收入和利润分别同比下降8.60%和20.40%，但企业利润仍处于历史第二高位。此外，2024年1季度我国采矿业固定资产投资同比增速达18.5%，远高于固定资产投资增速，景气度有所上升。

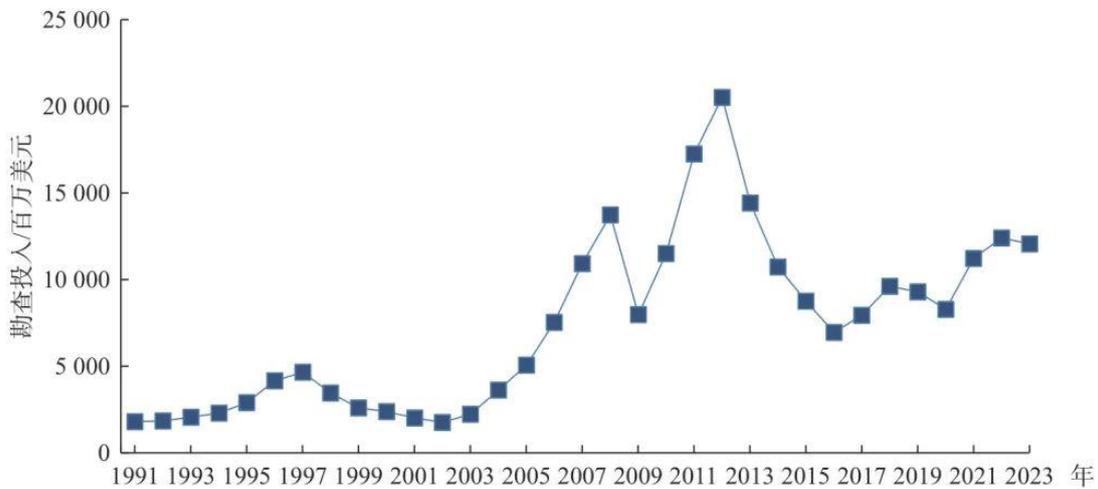
图 1 2023 年全国采矿业固定资产投资增长放缓



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

从世界范围内来看，矿石资源主要分布在南美、澳洲等地，全球铁矿石集中分布在澳大利亚、俄罗斯和巴西等国，铜矿集中分布在智利、澳大利亚和秘鲁等国，因此矿山机械在海外拥有更广泛的应用市场。矿山投资活动与经济发展及当地政策密切相关：一方面，2023年，在政治动荡、地缘冲突加剧、极端天气频发、财政紧缩等因素影响下，世界经济连续第二年呈现下行趋势，全球矿业发展也受到世界经济增长乏力的深刻影响，表现为矿产勘查投资下降、矿产品市场震荡分化、资源民族主义蔓延、矿业企业经营风险上升。另一方面，2023年矿业公司在市场融资方面遇到了挫折，企业通过债务和股权筹集资金的增长趋势放缓，资本效率问题更加严重，利率上升推高了融资成本。

受到上述因素影响，2023年世界矿产勘查投资预算小幅下降。根据标普全球市场财智（S&P Global Market Intelligence）对勘查预算在10万美元以上的2,235家矿业公司的调查统计，这些公司2023年有色金属勘查预算合计约为128亿美元，较2022年下降3%。面对复杂多变的市场环境，企业希望通过经营多元化来保持竞争地位，并购企业和购置重要矿山资产或勘查项目成为近年来矿业巨头发展战略之一，2023年全球矿业公司并购频率和规模大幅上升。

图 2 2022 年全球矿业公司有色金属勘查预算小幅下降


资料来源：S&P Global Market Intelligence，中国矿业杂志微信公众号

从主要矿产资源国的情况来看，澳大利亚仍然是全球勘查热点地区，2023 年澳大利亚矿产勘查投资小幅增长，但钻探工作量连续第二年下降。在加大国内关键矿产供应能力的政策推动下，美国勘查投入自2020年起持续增长，2023年美国矿产勘查投资同比增长1.4%。2023年，南美洲主要矿产资源国阿根廷、巴西、智利和哥伦比亚矿产勘查投资继续大幅增长，增幅分别为9.0%、2.8%、16.8%和27.6%，其中，智利2023年矿产勘查投资创九年来新高，铜价、金价和锂价上涨是推动该国近年来勘查投资增长的主要原因，但受到国内政治局势和反矿事件的影响，秘鲁和厄瓜多尔2023年的矿产勘查投资分别下降8.0%和14.2%。此外，在金、稀土、锂等矿产勘查投资推动下，2023年非洲主要矿产资源国勘查投资持续增长，其中科特迪瓦2023年矿产勘查投资大幅增长33.5%，成为非洲矿产勘查投资最多的国家，经历了三年停滞，刚果（金）2023年矿产勘查投资实现逆势增长。此外，受到地缘政治的影响，欧洲一些国家为减少对外进口依赖，也纷纷加大矿业投资，比如北欧的瑞典、芬兰、挪威。

2023年，全球矿产品市场震荡分化，煤炭、天然气、镍、钴、锂等矿产品价格大幅下跌，而铀、铁矿石、镓、锗等矿产品价格则呈现出上涨趋势；国际有色金属除了黄金价格明显上涨以外，其他大多震荡走低，铜、铝、锡等金属价格冲高后回落。展望2024年，全球经济形势仍较为严峻，短期内需求疲软的局面难以得到有效改善，而地缘政治冲突加剧、美联储降息预期等可能成为矿产品价格下行的阻碍因素，预计2024年矿产品价格将延续分化格局。中证鹏元认为，2024年全球矿业依然面临世界经济下行、地缘冲突加剧、资源民族主义以及ESG风险加剧等诸多挑战，但是随着以电动汽车和可再生能源发电为代表的绿色转型加速推进，锂、稀土、铜等关键矿产勘查开发将继续成为热点，但我们同时关注到，2023年底以来，受环保等因素影响，全球多个主要铜矿宣布减产或停产，可能对全球矿业投资有所扰动。从国内来看，为了缓解我国钢铁企业铁矿石严重依赖进口的困境，2022 年国家部委及中钢协积极推动“基石计划”，铁矿石企业新增产能的动力加大。综合上述因素，中证鹏元认为，矿山机械下游需求有

望在合理区间内保持相对平稳。

目前选矿设备大型化趋势延续，但大型化选矿设备设计要求高，制造难度大。国际选矿设备行业的大型跨国集团主要有Weir Group、KSB及AIA等，在产品类别、技术工艺、服务质量等方面优势突出，在国际市场占领了较大的市场份额。而国内选矿设备制造市场呈现外资企业、国有企业、民营企业并存的竞争格局，市场集中度低，行业竞争激烈，国内市场选矿设备虽生产厂家众多且产品供应充足，但产品规格型号较小，无法满足日益增长的大型化设备的市场需求，掌握大型、高端产品生产技术的企业将更具竞争优势。

地产行业遇冷令钢材需求触顶，基建和制造业托而不举，中短期内钢材供需矛盾难见实质性改善，预计 2024 年钢价将偏弱运行，而人民币汇率预计将呈现双向波动、温和回升的态势，矿山机械制造及出口厂商成本端压力有望持续缓解，但仍面临一定的汇率波动压力

供需错配致钢价不断探底，考虑到需求端托而不举，供给端整体强韧性，预计中短期内钢价将偏弱运行。结构方面，随着我国经济发展动能转换，钢材市场消费格局重构，地产用钢大减，制造业则成为钢需增长新引擎，板材表现强于长材。钢铁下游需求主要为地产、基建和制造业，随着约占钢材需求三分之一份额的房地产行业遇冷，我国钢材需求临近下行拐点且表现继续分化，基建和制造业成为国内钢需增长仰赖的领域。基建方面，2024 年一季度受资金到位偏迟影响，基建需求释放不及预期，但基于积极的财政政策，预期 2024 年基建将继续托底钢需。2023 年下半年以来财政发力持续加码，专项债、PSL、1 万亿超长期特别国债等均有有望为基建用钢提供支撑。制造业方面，2023 年新能源汽车、光伏、船舶等制造业及相关厂房投资增速较高，为钢材需求中少有的增量部分。

汇率方面，2023 年，主要发达经济体利率维持高位，我国经济回升向好，但仍面临有效需求不足、预期偏弱等问题。在此背景下，人民币汇率先升后贬，至年末企稳回升。2023 年末，人民币对美元汇率中间价为 7.0827，较 2022 年末下跌 1.7%。展望 2024 年，随着外部加息周期见顶愈加明确、美联储降息方向确定，中国经济稳健恢复、政策积极适度，中美经济货币周期错位大概率会经历回调，人民币汇率也会得到支撑。受上述因素综合作用，预计人民币汇率将在合理均衡水平上运行，在双向波动中全年或将表现出小幅度升值。

图 3 2023 年钢价自高位有所回落

图 4 2023 年人民币兑美元汇率先升后贬、总体贬值



资料来源：iFinD，中证鹏元整理



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司客户资质较好且合作稳定，新材料耐磨备件、选矿设备等主力产品在细分市场仍具备一定的竞争力，跟踪期内下游客户扩产需求旺盛带动公司营收及毛利持续增长，且随着海内外生产基地加速布局，预计将带来一定的增量市场，但需关注外销国政治经济环境、环保政策、汇率波动等因素对公司经营及盈利的扰动

公司仍主要生产重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件，收入主要来源于矿用橡胶耐磨备件、选矿设备的销售以及选矿系统方案及服务。2023年，受益于矿用橡胶耐磨备件替换需求稳定增长，以及下游矿山企业扩产增加对选矿设备的购买需求，当年公司营业收入同比增长25.28%。其中选矿系统方案及服务收入同比有所下降，该业务收入主要来自公司所承接的EPC工程项目，具备一定的偶发性，除此以外其他主营业务收入均有不同幅度的增长。2024年1季度，公司营业收入仍延续增长态势，增幅高达46.97%，其中主力产品矿用橡胶耐磨备件和额尔登特三期EPC项目贡献较大。

跟踪期内公司销售毛利率持续提升，主要由矿用橡胶耐磨备件、选矿系统方案及服务毛利率提升所带动，选矿设备毛利率总体呈下滑趋势，主要系公司为应对行业内价格战以及获得备件供应后市场，对整机设备继续采取低价渗透策略所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
矿用橡胶耐磨备件	12,936.09	52.18	43.65	54,241.32	57.84	43.69	43,251.95	57.78	37.92
选矿设备	656.99	2.65	28.02	13,181.59	14.06	26.25	7,067.97	9.44	30.79
选矿系统方案及服务	7,693.64	31.04	31.33	12,070.13	12.87	24.46	16,383.65	21.89	21.71
矿用金属备件	2,558.05	10.32	48.42	9,507.32	10.14	23.76	5,914.88	7.90	32.46

矿用管道	944.64	3.81	56.83	4,565.43	4.87	36.90	2,124.57	2.84	21.63
其他	16.99	0.00	44.49	210.07	0.22	65.00	109.59	0.15	25.46
合计	24,806.40	100.00	40.41	93,775.86	100.00	36.46	74,852.61	100.00	32.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于下游客户扩产需求旺盛，2023年公司产能利用效率有所提升，但近年境内外建厂步伐较快，需关注后续新增产能消化情况；公司主要实行“以销定产”的生产策略，产销率仍维持较高水平，库存积压风险相对可控

公司目前主要的生产基地位于江西上饶，在蒙古国亦有生产线布局，由子公司民族矿机有限责任公司运营。公司主要为自主生产，辅助部分外协生产。由于公司产品规格型号较多，各类产品生产周期差异较大，大型渣浆泵等选矿设备生产周期通常在3个月左右，橡胶耐磨制品生产周期大多在1个月左右。公司依据不同产品及生产工序分别设置了铸造车间、泵业车间、管阀车间、炼胶车间、硫化车间、机加车间。

产能利用效率方面，公司产品主要由橡胶耐磨材料构成，不同客户对橡胶物理性能需求不同，公司以橡胶作为耐磨材料的产品均须经过硫化工序以达到客户要求。因此，公司的最终产能主要由硫化工序的产能决定，公司以硫化设备的利用率替代产能利用率。硫化设备的理论运行时间在10小时/天，公司硫化车间实际采取三班倒工作制，部分硫化设备运行时间超过10小时/天，故设备利用率超过100.00%。2023年硫化设备利用率为192.50%，受益于订单量增长，公司产能利用效率亦有所提升。

公司仍主要沿用“以销定产”的生产模式，故各类产品产销率维持较高水平。其中，矿用橡胶耐磨备件除销售外，部分用于选矿设备和矿用管道生产，故产销率低于100.00%，由于公司与部分客户的结算方式调整为按照处理量进行阶梯式结算，导致部分已交付货物不能及时结转收入，因此账面产销率有所下滑。2023年选矿设备产销率明显提升，主要系前期部分库存商品延期至当年交付所致。公司矿用金属备件均为外购，无生产工序。矿用管道产销率超过100.00%，主要系公司采用外协加工以满足需求。此外，工业设备耐磨衬里亦采用外协加工的模式，但2023年未实现相关销售收入。

表3 公司产品产销率

时间	产品	产量	销量	产销率
2023年	矿用橡胶耐磨制品（吨）	14,568.34	12,347.67	84.76%
	选矿设备（台/套）	993	1,132	114.00%
	矿用金属备件（件）	-	27,239	-
	矿用管道（件）	1,196	3,302	276.09%
	工业设备耐磨衬里（m ² ）	-	-	-
2022年	矿用橡胶耐磨制品（吨）	11,496.93	10,847.89	94.35%
	选矿设备（台/套）	1,053	906	86.07%
	矿用金属备件（件）	-	25,912	-
	矿用管道（件）	697	2,067	296.56%

工业设备耐磨衬里 (m ²)	1,983.94	1,983.94	100.00%
----------------------------	----------	----------	---------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司持续加大海内外产能扩张力度。公司已于2022年完成上饶的主基地搬迁工作，但由于现有生产基地较为饱和，跟踪期内公司拟实施二期厂房扩建项目，目前仍处于前期建设阶段。此外，为配合客户海内外拓展战略，公司计划在赞比亚、智利及西藏建设生产基地，目前赞比亚工厂产品试制成功、投产在即，智利工厂和西藏工厂的建设亦在有序推进；此外，公司于2023年10月公告对秘鲁子公司增资3,000.00万美元，拟在当地建设生产基地。公司近年扩产步伐明显加快，建成后将大幅提升公司产能，但是若因地缘政治、环保政策等外部因素引致矿山客户停产减产，或公司新客户开拓不力，则新增产能存在不能充分消化的风险。公司在建项目投资规模较大，截至2024年3月末尚需投入7.87亿元，其中部分可由IPO及可转债募集资金匹配，但二期厂房扩建项目及西藏工厂建设主要依靠自有资金，存在一定的资金压力。

表4 截至2024年3月末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

工程项目名称	预算数	拟投入募集资金	已投资	工程进度	设计总产能	资金来源
整体搬迁及矿山设备技术升级产业化项目	38,689.22	22,926.93	54,894.75	98%	各类渣浆泵 558 套、旋流器 38 台、振动筛筛网及磨机圆筒筛 1.6 万 m ² 、磨机橡胶耐磨备件及橡胶复合衬板 4,800t、渣浆泵过流件 1,440t、钢橡胶复合管及橡胶软管 1,440t、浮选机转子定子 240 和其他耐磨橡胶杂件 160t。	IPO 募集资金、自有资金
二期扩建制造项目	37,389.00	-	869.71	1%	年产渣浆泵 1,400 套，旋流器 100 套，振动筛筛网及磨机圆筒筛 1 万 m ² ，渣浆泵过流件 1,800t，耐磨橡胶杂件 1,200t，钢橡胶复合管及橡胶软管 1,450t 和浮选机叶轮定子 300t。	自有资金
复合衬板技术升级和智能改造项目	29,000.00	14,270.25	7,951.71	56%	年产 1.6 万 t 高纯度合金耐磨钢橡胶复合衬板。	可转债募集资金
智利工厂	18,616.00	14,000.00	6,567.13	47%	年产 4000 吨矿用耐磨备件	可转债募集资金
赞比亚工厂	15,000.00	-	8,014.52	53%	-	自有资金
西藏子公司工厂	5,000.00	-	3,139.86	63%	-	自有资金
衬板试验机	420.00	-	209.15	95%	-	自有资金
WMS 系统项目	34.15	-	13.32	40%	-	自有资金
合计	144,148.37	51,197.18	81,660.15	-	-	-

注：整体搬迁及矿山设备技术升级产业化项目立项总投资不包括商务区，实际投资额涵盖生产区及商务区，因此已投资额均超过预算数，计算尚需投资金额时已予以剔除；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户资质较好，合作关系稳定，但对存量客户依赖度仍较高；公司外销比例仍较高，且海外工厂建设提速，需关注当地政治环境、法律及环保政策、汇率波动等因素对公司经营及盈利的影响

公司耐磨备件产品主要为消耗品，客户有持续购买需求；选矿设备等产品则主要为客户的增量需求，

需客户有增加固定资产投资的计划。跟踪期内公司对客户的信用政策未发生较大变化，多数订单预先支付部分预收款，待收到货物后6-12个月内支付剩余尾款，此外，部分设备会有10%的质保金，质保期多数为1年。公司客户主要分布在国内大型矿山及海外矿山，产品确认收入需客户现场验收，加之下游客户较为强势，账期较长，致使产品发出至收到货款存在一定时间间隔。

公司产品以直销模式销售，销售区域分为国内和国外，2023年外销占比为55.35%，较上年变化不大。公司产品外销中亚、非洲、南美洲等区域，并计划在赞比亚、智利等地设厂以进一步开拓当地市场，且公司需负责多数外销产品的售后服务，需关注外销国政治、军事、经济环境及法律法规变化给公司带来的经营性风险。目前全球矿业面临世界经济下行、资源民族主义以及ESG风险加剧等方面的挑战，且2023年底以来，全球已有多个主要铜矿宣布减产或停产，需关注其对公司海外客户的日常经营以及海外市场开拓造成的不利影响。公司外销产品以美元等外币结算，2023年因美元升值实现的汇兑收益较上年有所增加，但中证鹏元预计2024年人民币汇率将呈现双向波动、温和回升的态势，仍需关注汇率波动对公司盈利能力的影响。

公司销售产品以矿用橡胶耐磨制品和渣浆泵整机设备为主，因市场集中度低、行业竞争激烈，且公司海外市场直面Weir Group、KSB及Metso Corporation等国际知名公司的竞争，公司产品议价能力不强。由于渣浆泵不同型号的产品之间价格差异较大，且对不同客户价格让利幅度不一致，导致2023年选矿设备销售均价较上年明显提升；此外，得益于圆筒筛、振动筛等其他备件产品海外销售规模扩大，单价提升明显，带动2023年公司矿用橡胶耐磨制品单价小幅增长。

表5 公司主要产品单价及销售情况（单位：万元/吨、万元/台、万元/件、万元/m²、万元）

项目	2023年			2022年		
	销售均价	销售金额	占比	销售均价	销售金额	占比
矿用橡胶耐磨制品（吨）	4.39	54,241.32	57.84%	3.99	43,251.95	74.01%
其中：磨机备件	3.08	29,313.24	31.26%	3.02	26,748.45	45.77%
渣浆泵备件	10.63	8,960.45	9.56%	10.99	8,762.06	14.99%
其他备件	8.07	15,967.63	17.03%	6.43	7,741.45	13.25%
选矿设备（台/套）	11.64	13,181.59	14.06%	7.80	7,067.97	12.09%
矿用金属备件（件）	0.35	9,507.32	10.14%	0.23	5,914.88	10.12%
矿用管道（件）	1.38	4,565.43	4.87%	1.03	2,124.57	3.64%
工业设备耐磨衬里（m ² ）	-	-	-	0.04	79.14	0.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户结构方面，公司主要客户包括江铜集团、中信重工、紫金矿业、KAZ Minerals LLC、Oyu Tolgoi LLC、美伊电钢、Erdenet Mining Corporation等国内外知名矿业公司或矿业设备制造商，客户资质较好。矿业公司由于行业因素对安全性要求较高，对供应商的选择较为慎重，有一定进入壁垒。且公司橡胶耐磨备件主要为消耗品，矿业公司对其需求较为稳定，因此公司客户稳定性较好。2023年，公司与额尔登特公司合作的三期EPC项目尚处于前期阶段，导致对该客户的销售额较上年明显减少，但当年新

增亚美尼亚技改EPC项目收入，综合来看公司前五大客户集中度有所下降，但其中单个客户销售额占比均超过10%，可见公司业务对现有客户依赖度仍较高，若重要客户因其自身突发原因或市场变化中的重大不利因素而导致对公司产品需求的下降，公司经营业绩将受到一定的不利影响。

表6 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户	销售金额	占销售总额比例
2024年1-3月	1	客户 ED	10,986.88	44.29%
	2	客户 ZX	4,230.65	17.05%
	3	客户 MY	1,809.23	7.29%
	4	客户 JT	900.57	3.63%
	5	客户 ZJ	892.25	3.60%
			合计	18,819.59
2023年	1	客户 YN	11,868.08	12.66%
	2	客户 ZX	11,139.20	11.88%
	3	客户 ZJ	10,441.82	11.13%
	4	客户 ED	10,119.67	10.79%
	5	客户 MY	9,805.48	10.46%
			合计	53,374.25
2022年	1	客户 ED	21,347.00	28.52%
	2	客户 ZX	11,502.54	15.37%
	3	客户 ZJ	7,715.49	10.31%
	4	客户 MY	6,922.57	9.25%
	5	客户 JT	3,719.35	4.97%
			合计	51,206.95

注：隶属同一实控人的公司销售金额已合并计算；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司主要原材料价格波动下降，预计2024年钢价仍将偏弱运行，公司成本端压力有望持续缓解；公司供应商仍较为分散，且逐步增加部分材料自给率，原材料短缺风险总体较小，但部分关键原材料仍需从国外采购，存在一定的供应风险

直接材料仍为公司营业成本的主要构成，原材料价格波动对公司生产成本影响较大。公司产品生产所使用的原材料主要包括各类装配材料、金属骨架、橡胶、钢材、炭黑等。其中装配材料主要包括泵壳、电机、轴承及组件等，用于装配渣浆泵、圆筒筛等选矿设备，矿用橡胶耐磨备件所需原材料主要包括钢材、橡胶类原材料（天然橡胶、合成胶及混炼胶等）和金属骨架等。由于2023年公司主力产品订单均有所增加，对各类原材料的需求亦明显提升，其中金属骨架和混炼胶自产比例提高，导致当年采购量有所减少。

公司对于钢材、橡胶等大宗商品主要依照市场价格向贸易商采购；对于泵件等标准化产品，主要向

生产企业采购，价格由公司和生产商约定。由于公司采购多数为大宗商品或标准件，市场价格比较透明，且公司采购量相对较小，采购时议价能力较弱，并且考虑到公司所处行业竞争激烈，对下游客户议价能力较弱，将上游原材料价格变动传递到销售端难度较大，综合影响下，公司产品盈利空间受原材料价格波动影响较大。2023年受益于钢材和橡胶价格震荡下行，公司主要原材料采购价同步下降，加之部分原材料自产比例提高降低了生产成本，带动公司主营业务毛利率有所提升。中证鹏元认为，2024年钢价预计仍将偏弱运行，公司成本端压力有望持续缓解。

表7 公司原材料采购情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	采购金额	占采购总额比重	采购金额	占采购总额比重
装配材料	16,928.42	36.30%	12,932.62	32.51%
金属骨架	4,817.24	10.33%	6,237.74	15.68%
钢材	9,296.03	19.94%	5,528.60	13.90%
合成胶	1,436.30	3.08%	397.58	1.00%
天然橡胶	333.92	0.72%	80.72	0.20%
辅助材料	2,807.73	6.02%	1,852.52	4.66%
混炼胶	3,257.18	6.99%	6,058.21	15.23%
主要原材料合计	38,876.81	83.37%	33,087.98	83.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司原材料采购情况（单位：吨、万元/吨）

项目	2023年		2022年	
	采购量	采购单价	采购量	采购单价
钢材	13,664.46	0.68	5,550.22	1.00
其中：普通钢材	11,373.30	-	3,512.71	-
耐磨合金及铸造件	2,291.16	-	2,037.51	-
混炼胶	1,897.98	1.72	3,124.37	1.94
合成胶	1,307.24	1.10	322.00	1.23
天然橡胶	227.57	1.47	49.38	1.63

注：采购单价由采购金额/采购量计算得到；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对供应商的结算方式未发生明显变化，仍分为预付货款、货到付款、一定信用期内付款。具体情况为：天然胶、钢材等原材料采取预付款或货到付款的结算方式；装配材料、混炼胶等原材料采用一定信用期内付款的结算方式。

2023年公司前五大供应商采购额占比略有提升，与主要供应商合作关系稳定。公司生产所需原材料较多，单个原材料采购规模不大，供应商仍呈现较为分散的格局。其中钢材、泵件等大部分原材料市场供应充足，但橡胶及部分进口零部件原产地位于国外，且市场规模相对较小，存在一定的供应风险。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购原材料	采购金额	占采购总额比例
2024年 1-3月	1	供应商 ZX	装配材料	2,902.13	20.91%
	2	供应商 FG	金属骨架	938.08	6.76%
	3	供应商 MS	变频器	866.92	6.25%
	4	供应商 RG	钢板	846.30	6.10%
	5	供应商 HY	金属骨架	486.06	3.50%
			合计	-	6,039.50
2023年	1	供应商 ZX	装配材料	6,801.24	14.59%
	2	供应商 GL	混炼胶	3,318.33	7.12%
	3	供应商 RG	钢材	3,003.21	6.44%
	4	供应商 FG	金属骨架	2,109.86	4.52%
	5	供应商 JSH	原料胶	1,495.11	3.21%
			合计	-	16,727.75
2022年	1	供应商 GL	混炼胶	6,066.56	15.25%
	2	供应商 MS	装配材料	2,294.43	5.77%
	3	供应商 RG	钢材	1,724.47	4.33%
	4	供应商 AFT	装配材料	1,721.77	4.33%
	5	供应商 MY	耐磨合金	1,621.13	4.07%
			合计	-	13,428.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

选矿工程总承包业务主要取决于客户扩产需求，具备一定的偶发性，短期内在手项目逐步履约预计仍能贡献一定的收入来源

为提升综合竞争力及增强客户粘性，公司也会根据客户需求承接选矿工程总承包项目，提供选矿系统设计和集成服务，近年 EPC 项目客户主要包括蒙古国的 Erdenet Mining Corporation（即“额尔登特矿业公司”）以及亚美尼亚的 Zangezur Copper-Molybdenum Plant CJSC，该业务主要依赖于客户扩产需求及公司所承接的工程量，具备一定的偶发性，因此近年收入规模存在一定波动。结算模式方面，通常由客户先预付一定比例的合同款，后续根据项目建设进度支付剩余货款及结算收入，另有 5% 的货款作为质量保证金待产品验收完成后一年内付清。2023 年，公司全额确认亚美尼亚技改 EPC 项目收入 1.19 亿元；截至期末，公司仍有额尔登特三期 EPC 项目正在履行中，后续合同逐步履约仍能贡献一定的收入来源。

表10 截至 2023 年末公司在手 EPC 项目情况（单位：万元）

合同标的	客户	合同总金额	已履行金额	回款情况	建设周期
选矿厂“自磨厂房 200 万吨/年扩建工程”	额尔登特矿业公司	20,466.02	2,315.33	14,335.17	2023.1-2024.8

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

以下分析基于公司公告的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围内新设3家子公司，详见表1，上述变动对公司财务报表可比性影响较小。

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅上升，其中存货和应收账款对营运资金占用幅度仍较大，现金类资产虽有减少但尚属充裕，但海内外新增产能持续投放带来的折旧压力不容小觑，同时公司已对在手涉诉房产计提较大规模减值损失，需关注可能引发的资产损失风险

2023年及2024年1季度，受益于盈余积累增加及股权激励实施，公司所有者权益持续小幅提升，其中未分配利润在权益结构中占据绝对比重；同期总负债规模随合同负债变化先上升后下降，受此影响公司产权比率亦呈现同样的变化趋势，总体而言，所有者权益对负债的保障程度尚可。

图 5 公司资本结构

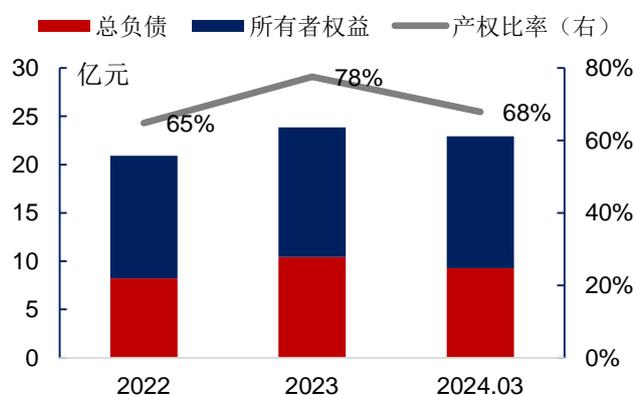
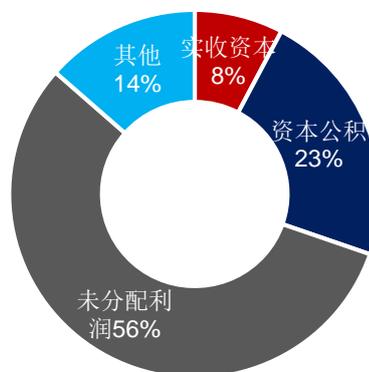


图 6 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司资产规模波动上升，增量主要来自经营性和金融负债增加以及公司自身的利润积累。公司资产结构变动不大，仍以厂房及设备、现金类资产以及业务推进形成的存货和应收账款为主，符合机械制造行业经营特性，其中流动资产占比随货币资金增减而有所波动。

跟踪期内公司加快推进海内外生产基地建设进度，以固定资产和在建工程为核心构成的非流动资产规模持续增加，需关注后续周转效率及折旧计提对盈利的影响；需要关注的是，2023年公司位于上海的房产（账面价值0.70亿元）因开发商涉诉被法院查封，虽已支付购房款但尚未办妥产权证书，对此公司已计提固定资产减值损失0.14亿元，中证鹏元将持续关注该事项进展及其可能引发的资产损失风险。现

金类资产主要包括货币资金和交易性金融资产，2023年随着工程预收款及银行借款增加而增长，但2024年1季度因逐步投入项目建设及经营采购而下降，截至2024年3月末作为票据及保函保证金而受限的资金规模较小，总体而言现金类资产相较于短期债务而言尚属宽裕。公司存货主要以库存商品、原材料及发出商品构成，跟踪期内呈小幅增长的态势；因上年对个别客户的低价订单于2023年确认收入，公司对此前基于在手合同计提的存货跌价准备予以转销，以致当年存货跌价准备余额大幅减少；公司主要采取以销定产的策略，因此账面存货多有订单支撑，但需关注行业内价格战演变及原材料价格下行可能带来的存货减值风险。公司应收账款主要为应收客户货款，跟踪期内公司对主要客户的信用政策未发生较大变化，应收账款随产品销售规模增加而有所提升，期限仍集中在1年以内；截至2023年末，因对方未还款或破产清算而单独计提的部分仍为142.71万元，公司应收对象主要为国内外大型矿业企业、大型机械制造企业，信用资质较好，但也存在部分小型民企，该类客户抗风险能力较弱，需关注公司应收账款回收风险。

此外，跟踪期内公司预付款项增幅较大，主要系公司预付的额尔登特三期EPC项目设备款，后续随合同履行逐步转入存货。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.22	18.40%	7.15	29.96%	5.39	25.79%
交易性金融资产	0.69	3.02%	0.85	3.56%	0.49	2.33%
应收账款	1.77	7.71%	1.65	6.90%	1.20	5.76%
预付款项	1.28	5.56%	0.80	3.37%	0.29	1.38%
存货	2.87	12.50%	2.53	10.59%	2.41	11.53%
流动资产合计	11.71	51.03%	13.73	57.50%	11.68	55.89%
固定资产	7.43	32.36%	6.97	29.20%	7.25	34.70%
在建工程	1.61	7.03%	1.33	5.59%	0.64	3.05%
非流动资产合计	11.24	48.97%	10.15	42.50%	9.22	44.11%
资产总计	22.95	100.00%	23.87	100.00%	20.90	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受益于下游矿山投资活跃度较高增加对耐磨备件及选矿设备的需求，跟踪期内公司营业收入和毛利率均呈增长态势，利润波动主要受非经常性损益影响，但需关注海外政策波动等因素对公司盈利能力的扰动

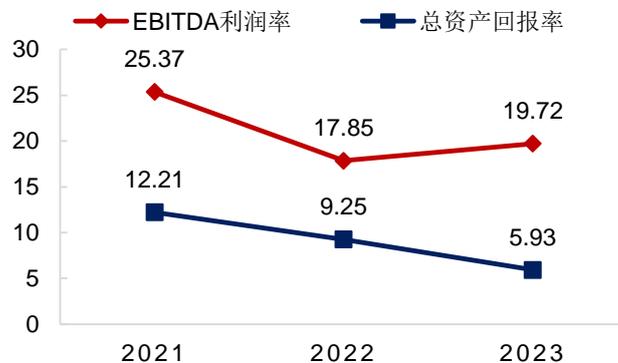
近年得益于铜价上涨带来的有利条件，矿山企业对铜矿的投资意愿强烈，对选矿设备及相关耐磨备件的需求亦随之提升，受此影响，2023年及2024年1季度公司营业收入分别同比增长25.28%和46.97%。细分来看，2023年公司主要产品销售额均有不同幅度的增长，但选矿系统方案及服务主要取决于公司所

承接的EPC工程量及其结算模式，具备一定的偶然性，当年该业务收入规模同比有所下滑。

盈利能力方面，2023年公司对整机设备客户仍采取低价渗透策略，致使选矿设备盈利空间持续收缩，但矿用橡胶耐磨备件和选矿系统方案及服务等其他主力业务毛利率均有所提升，带动公司销售毛利率和EBITDA利润率明显走强，主营业务盈利能力向好。但由于2022年公司原生产基地收储款收讫确认资产处置收益0.89亿元，而2023年未实现相关收益，且当年新增计提固定资产减值损失0.14亿元，上述非经常性损益对公司净利润影响较大，加之当年员工持股计划实施导致管理费用大幅提升，进一步压缩了公司的利润水平，使得2023年总资产回报率持续下行。

目前，国内外采矿活动面临诸多挑战，但新能源行业的蓬勃发展亦带来一定的结构性机会，同时公司与下游客户合作稳定，随着海内外生产基地加速布局，未来业务规模仍有一定的增长空间。盈利能力方面，钢价偏弱运行及原材料自产比例提高可能推动公司成本端压力持续缓解，但行业竞争激烈、海外经营风险及汇率波动、新增产能计提折旧仍可能对公司盈利表现形成扰动，并且中证鹏元关注到，2023年底以来，受当地环保政策等因素影响，全球已有多个主要铜矿宣布减产或停产，而公司终端产品在铜矿应用比例较高，预计公司未来盈利能力面临一定的下行压力。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司债务水平小幅上升，流动性表现明显走弱但仍在安全范围内，偿债压力相对可控，且在建项目资本开支较大比例可由本期债券募集资金和自有资金保障，预计公司未来仍有一定的增量融资需求，但经营性现金流近年表现较好，整体资金压力尚可

跟踪期内，受合同负债增减变化及新增银行借款等因素影响，公司总负债呈现先上升后下降的趋势。其中有息债务的比重小幅提升，主要包括本期债券、银行借款及票据，截至2024年3月末公司总债务规模为5.56亿元，结构上仍以长期债务为主，短期债务余额虽有所增长，但其中较大比例为可滚续的银行承兑汇票，短期偿债压力相对可控。

公司经营性负债占总负债的比例仍维持在40%以上，主要由应付账款及合同负债构成。2023年应付账款余额有所减少，主要系公司对供应商加大票据结算比例所致。2023年公司收到额尔登特三期技改项目预付工程款及其他客户合同预付款，以致当年末合同负债余额大幅增加，随后因合同履约而逐步结转收入。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.30	3.23%	0.35	3.36%	0.50	6.08%
应付票据	1.24	13.39%	1.45	13.87%	0.67	8.17%
应付账款	1.69	18.16%	1.56	14.96%	2.19	26.70%
合同负债	1.24	13.39%	2.16	20.66%	0.75	9.07%
流动负债合计	5.21	56.08%	6.16	59.03%	4.63	56.34%
长期借款	0.36	3.86%	0.46	4.40%	0.00	0.00%
应付债券	3.22	34.72%	3.30	31.67%	3.04	37.03%
非流动负债合计	4.08	43.92%	4.27	40.97%	3.59	43.66%
负债合计	9.28	100.00%	10.43	100.00%	8.22	100.00%
总债务合计	5.56	59.85%	5.94	56.94%	4.65	56.63%
其中：短期债务	1.94	20.86%	2.13	20.44%	1.56	18.97%
长期债务	3.62	38.99%	3.81	36.49%	3.10	37.66%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流及杠杆表现方面，2023年公司实现的经营净现金流较上年明显增长，但2024年1季度便转为净流出，主要受额尔登特三期EPC项目收款节点影响，该项目70%的货款系2023年预付，同时该项目的采购支出较多在2024年1季度支付，以致公司近年收现情况及经营性现金流表现波动较大，因此即使公司资本开支持续高企，自由活动现金流仍较难公允地反映公司现金流状况，相比之下，FFO/净债务能更好地衡量公司杠杆比率波动性。2023年，由于营业收入增长及毛利率提升扩大了公司的经营性利润水平，EBITDA和FFO均有所增长，加之净债务减少，公司杠杆比率呈改善的迹象，同时EBITDA利息保障倍数亦有所提升。此外，由于2023年公司合同负债及金融债务规模均有所增长，导致当年度以资产负债率及总债务/总资本衡量的财务杠杆水平有所提升，但2024年3月末伴随着合同负债规模下降，公司杠杆水平较上年末有所改善。

虽然公司在手项目总投资规模较大，但部分项目建设进度已接近尾声，且复合衬板技术升级和智能改造项目以及智利工厂建设可由本期债券募集资金匹配，同时自有资金可在一定程度上覆盖二期扩建制造项目和赞比亚工厂建设开支，总体而言，公司在建项目资金压力相对可控，但仍需关注产能持续扩张可能带来的增量融资需求。

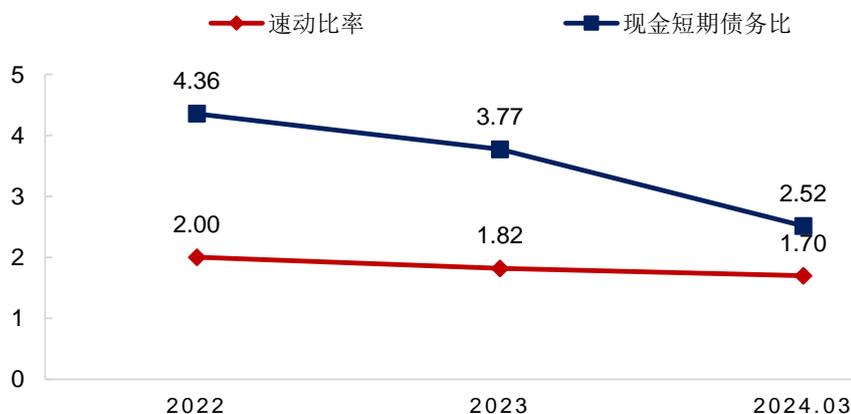
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.29	3.04	1.28
FFO（亿元）	0.36	1.33	0.55
资产负债率	40.45%	43.70%	39.33%
净债务/EBITDA	--	-1.01	-1.46
EBITDA 利息保障倍数	--	5.86	4.69
总债务/总资本	28.90%	30.65%	26.85%
FFO/净债务	--	-71.10%	-28.50%
经营活动现金流净额/净债务	-173.14%	-162.87%	-65.73%
自由现金流/净债务	-364.19%	-62.80%	76.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，由于2023年公司短期经营性负债增加推升流动负债规模，而2024年3月末货币资金减少又使得速动资产规模有所缩减，受此影响公司速动比率小幅下降。此外，在短期债务规模增加及现金类资产减少的双重影响下，2023年及2024年3月末现金短期债务比持续大幅走弱。整体来看，公司流动性表现明显弱化但仍在安全范围内，考虑到截至2024年3月末公司未使用授信额度尚余7.23亿元，备用流动性较为充足，且公司作为上市公司，直接和间接融资渠道较为通畅，短期债务安全性尚可。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

公司所从事的重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件生产活动面临的环境风险相对较小，根据公司于 2024 年 5 月 30 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年未因空气污染和温室气体排放、废水排放或废弃物排放受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司于 2024 年 5 月 30 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司作为深圳证券交易所创业板上市公司，根据有关法律法规及监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。根据公司于 2024 年 5 月 30 日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形，且公司过去一年未因信息披露不合规受处罚。公司在人员任免、销售政策制定等方面参与子公司的经营管理，并对其资金及融资活动进行统一归集和统筹，对下属子公司管控力度较强。

公司创始人、董事长郑昊及总经理程胜从事选矿设备行业平均达 20 年以上，具备丰富的行业经验，并在公司工作年限超过十年，高管团队稳定性较好。2023 年 3 月，公司实施换届选举，独立董事由黄斌、李智勇变更为邓林义，监事由杨国军变更为叶晓辉；2024 年 1 月，公司原副总经理张路因个人原因辞职，2024 年 5 月，公司聘任孙岩为副总经理，分管国际市场营销业务。此外，跟踪期内公司经营战略、管理及治理模式、组织架构均未发生重大调整。

2023 年末，公司在与安徽天益新材料科技股份有限公司的专利权纠纷中胜诉，此前因诉讼被冻结的 1,000.00 万元银行存款已于 2024 年 1 月解除冻结。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 5 月 7 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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。

根据中国执行信息公开网，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 5 月 30 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、 结论

从行业层面来看，公司主要生产选矿装备及其耐磨备件，虽然2024年全球矿业依然面临诸多挑战，但近年全球能源转型及国内铁矿石“基石计划”加速推进可能为矿山投资行业带来结构性增长机会，预计矿山机械需求仍有一定支撑。

从经营竞争力来看，公司主力产品新材料耐磨备件、重型渣浆泵在细分市场仍具备一定的竞争力，客户资源较为优质及稳定，下游客户扩产需求旺盛推动公司营收和毛利较快增长，且随着海外生产基地及营销网络加速布局，预计将带来一定的增量市场。但公司扩产步伐加快，面临一定的资金压力和产能消化风险，同时海外市场加速布局将直面一定的政策波动风险，此外，公司客户集中度仍较高，核心客户经营波动可能影响公司业绩表现。

从偿债能力来看，虽然公司总债务规模及财务杠杆水平波动上升，加之现金类资产减少，流动性表现明显走弱，但目前仍处于安全区间内，公司在手项目资金压力相对可控，但仍需关注产能持续扩张可能带来的增量融资需求。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“耐普转债”的信用等级为A+。

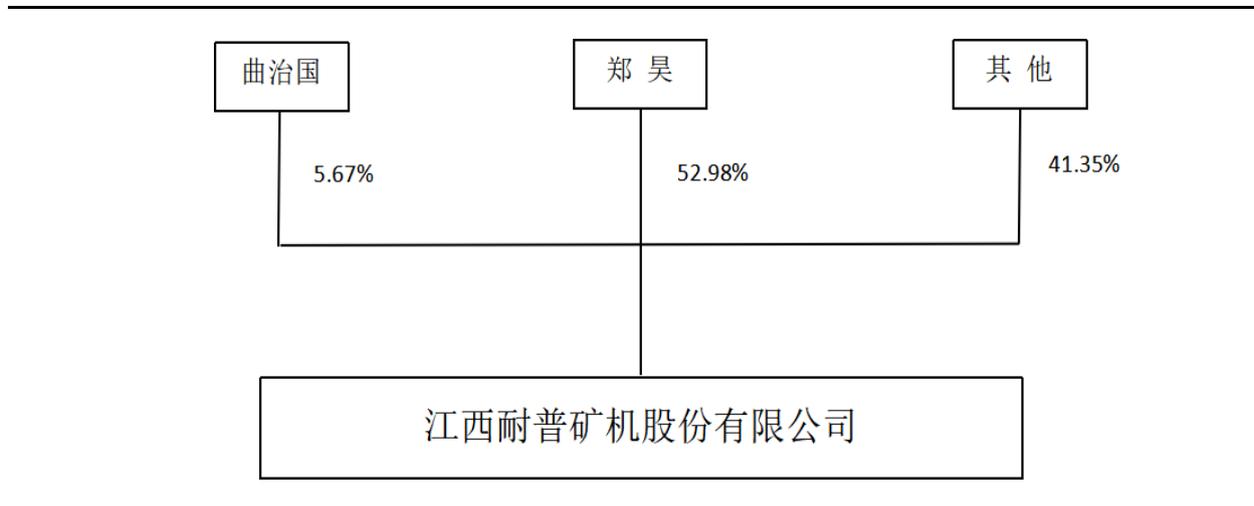
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.22	7.15	5.39	4.84
应收账款	1.77	1.65	1.20	1.01
预付款项	1.28	0.80	0.29	0.40
存货	2.87	2.53	2.41	2.02
其他流动资产	0.54	0.42	1.26	0.36
流动资产合计	11.71	13.73	11.68	11.24
固定资产	7.43	6.97	7.25	3.32
在建工程	1.61	1.33	0.64	2.47
非流动资产合计	11.24	10.15	9.22	7.94
资产总计	22.95	23.87	20.90	19.19
短期借款	0.30	0.35	0.50	0.34
应付票据	1.24	1.45	0.67	0.43
应付账款	1.69	1.56	2.19	1.28
合同负债	1.24	2.16	0.75	0.24
其他应付款	0.13	0.12	0.07	0.06
流动负债合计	5.21	6.16	4.63	2.60
长期借款	0.36	0.46	0.00	0.30
应付债券	3.22	3.30	3.04	2.80
长期应付款	0.00	0.00	0.00	1.90
非流动负债合计	4.08	4.27	3.59	5.45
负债合计	9.28	10.43	8.22	8.05
总债务	5.56	5.94	4.65	3.91
其中：短期债务	1.94	2.13	1.56	0.81
所有者权益	13.67	13.44	12.68	11.14
营业收入	2.48	9.38	7.49	10.53
营业利润	0.47	1.02	1.57	2.17
净利润	0.39	0.84	1.35	1.84
经营活动产生的现金流量净额	-1.29	3.04	1.28	-0.37
投资活动产生的现金流量净额	-1.19	-1.34	-1.06	-5.68
筹资活动产生的现金流量净额	-0.31	-0.22	0.16	3.82
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.42	1.85	1.34	2.67
FFO（亿元）	0.36	1.33	0.55	2.39
净债务（亿元）	0.74	-1.87	-1.95	-3.06
销售毛利率	40.41%	36.46%	32.79%	30.52%
EBITDA 利润率	--	19.72%	17.85%	25.37%

总资产回报率	--	5.93%	9.25%	12.21%
资产负债率	40.45%	43.70%	39.33%	41.96%
净债务/EBITDA	--	-1.01	-1.46	-1.14
EBITDA 利息保障倍数	--	5.86	4.69	44.60
总债务/总资本	28.90%	30.65%	26.85%	25.98%
FFO/净债务	--	-71.10%	-28.50%	-78.13%
经营活动现金流净额/净债务	-173.14%	-162.87%	-65.73%	12.20%
自由现金流/净债务	-364.19%	-62.80%	76.00%	118.76%
速动比率	1.70	1.82	2.00	3.54
现金短期债务比	2.52	3.77	4.36	8.87

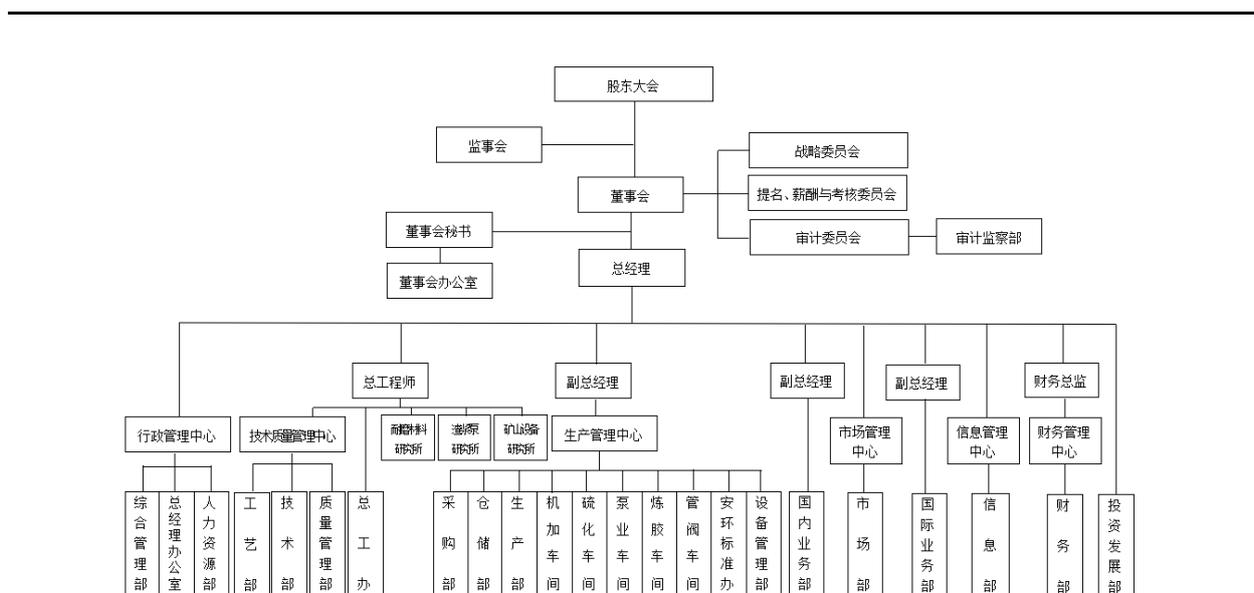
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海耐普国际贸易有限公司	100 万元	100.00%	橡塑制品、皮革制品、机电设备、仪器仪表、通信设备、电线电缆、五金交电、建筑材料、印刷机械、阀门、管道配件、汽摩配件、金属材料、电动工具、餐饮器具、办公设备、百货的销售，经营各类商品和技术的进出口
澳大利亚耐普矿机有限责任公司	10 万澳元	51.00%	矿山设备、选矿备件、橡胶制品生产及销售；工业设备耐磨衬里；自营进出口权
耐普矿机蒙古有限责任公司	198,850,000 蒙图	100.00%	矿山机械设备销售及技术服务，自主进出口权
耐普秘鲁矿机有限责任公司	10 万美元	100.00%	矿山设备、选矿备件、橡胶制品等销售及售后技术维护等
民族矿机有限责任公司	7,905,000,000 蒙图	70.00%	国际贸易，生产矿山设备及配件，买卖矿山设备及配件
GALBYN KHUR LLC	670,000,000 蒙图	100.00%	维修汽车，汽车轮胎服务，食品贸易，公路客运，出租库房服务
耐普矿山机械国际有限公司	1,700 万美元	100.00%	矿山机械设备、备件的贸易；技术服务
耐普矿机股份公司	2,916.75 万美元	100.00%	生产和销售橡胶件、钢铁件、橡胶复合件，在智利和国外对以上产品进行销售
耐普矿机墨西哥可变速资产有限责任公司	50,000 比索	100.00%	生产和销售橡胶件、钢铁件、橡胶复合件，并在墨西哥和国外对以上产品进行销售
北京耐普国际贸易有限公司	100 万元	100.00%	销售机械设备、矿产品；货物进出口；代理进出口；技术进出口
江西耐普矿机铸造有限公司	6,000 万元	100.00%	一般项目：黑色金属铸造，金属表面处理及热处理加工，模具制造，机械零件、零部件加工，国内贸易代理
厦门耐普国际贸易有限公司	100 万元	100.00%	矿山机械设备、备件的贸易；技术服务
耐普矿机（赞比亚）有限责任公司	4,450 元	100.00%	生产、制造用于采矿、采石和建造的机械
新加坡耐普环球资源投资有限公司	100 万美元	100.00%	管理咨询服务
耐普矿机（厄瓜多尔）有限责任公司	50,000 美元	100.00%	冶金机械和工具的批发；包括（零件和配件）。采矿和建筑机械的批发；包括（零件和配件）
上海耐普矿机有限责任公司	100 万元	100.00%	矿山机械销售；橡胶制品销售。
江西德铜泵业有限公司	300 万元	55.00%	工矿企业生产所需的各种型号泵类产品、沉砂嘴、管件、橡胶制品销售、安装、产品开发以及废泵回收。
上饶耐普国际商务酒店有限公司	50 万元	100.00%	酒店服务。
耐普矿机（塞尔维亚）有限责任公司	55,673,250 第纳尔	100.00%	生产用于矿山、采石场和建筑的机械
耐普矿机有限责任公司	500 万卢布	100.00%	矿山机械设备、备件的贸易；
西藏耐普矿山机械有限公司	50 万元	100.00%	矿山机械制造；矿山机械销售；设备修理；仓储服务。

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。