



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	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
濮耐转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）作为耐火材料行业头部企业之一，在行业竞争剧烈的环境下，2023 年收入及利润均有所增长，其中海外收入实现增长且未来有望进一步提升。但中证鹏元也关注到钢铁行业调整可能对公司产品需求带来不利冲击，公司海外业务面临汇率波动及地缘冲突等不利因素，原材料价格受去产能政策影响存在一定波动风险，公司应收款项规模大，面临坏账风险，以及存货存在减值风险等风险因素。

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	80.62	82.20	75.26	70.70
归母所有者权益	34.26	34.11	32.13	30.32
总债务	28.36	29.79	26.30	23.56
营业收入	12.99	54.73	49.36	43.78
净利润	0.64	2.53	2.15	0.78
经营活动现金流净额	-0.08	3.84	-2.61	-1.90
净债务/EBITDA	--	4.10	4.13	5.70
EBITDA 利息保障倍数	--	8.09	6.68	5.99
总债务/总资本	44.36%	45.67%	43.97%	42.10%
FFO/净债务	--	10.11%	9.81%	2.70%
EBITDA 利润率	--	9.21%	8.48%	6.24%
总资产回报率	--	4.18%	4.15%	2.00%
速动比率	1.12	1.10	1.16	1.02
现金短期债务比	0.63	0.75	0.76	0.58
销售毛利率	19.70%	19.93%	20.06%	18.74%
资产负债率	55.87%	56.88%	55.47%	54.18%

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

评级日期

2024 年 6 月 20 日

联系方式

项目负责人：胡长森
 huchs@cspengyuan.com

项目组成员：崔彬杨
 cuiby@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **跟踪期内公司的行业头部企业地位得到巩固，收入及利润均实现增长。**跟踪期内，在行业竞争剧烈的环境下，公司仍实现业绩小幅增长，剔除银耐联贸易收入后的主要产品（功能性耐火材料、定型耐火材料、不定形耐火材料）营业收入同比增长 3.94%，各产品销售毛利率均提升，净利润同比增长 17.79%。截至 2023 年末公司总资产和营业收入在四家同行业上市公司中均排行第二，进一步巩固了公司耐火材料行业头部企业地位。
- **“一带一路”沿线国家带动公司海外销售收入增长，考虑到海外工厂均已正式投产，未来海外收入有望进一步提升。**受益于公司早年在海外营销及生产网络的布局，在海外局势变化较大的背景下，公司海外销售收入仍有所增长，其中在“一带一路”沿线国家实现销售收入 11.26 亿元，创历史新高。考虑到公司 2021 年开始投资筹建的美国工厂和塞尔维亚工厂均已正式投产，其中美国工厂已获得一定订单，公司未来海外收入有望进一步提升。

关注

- **公司业绩对钢铁行业较依赖，钢铁行业表现仍较低迷，2023 年钢铁行业继续大面积亏损，未来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高，而钢铁行业下游基建及制造业需求复苏缓慢，供需错配下，2023 年钢铁行业继续大面积亏损，据中国钢铁工业协会统计，2023 年前 11 个月，重点统计会员钢铁企业亏损面达四成。耐火材料作为议价能力较弱的上游原材料，钢铁行业盈利下降的压力或将传导至上游，未来需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击。
- **公司海外业务面临汇率波动风险，并受到地缘政治和经济局势的影响。**公司海外业务受到地缘政治和经济局势的影响，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。公司出口主要以美元结算，近年来，受地缘冲突、美元加息等影响，美元兑人民币波动幅度较大，2024 年 1 月以来，美元降息预期及中东地缘局势等不确定性因素进一步加剧了汇率波动，考虑到上述因素短期内不确定性仍较大，美元汇率仍面临较大波动压力，公司海外业务仍面临一定汇率波动风险。
- **跟踪期内原材料价格下行，考虑到行业去产能政策实施，仍需关注未来原材料价格波动风险。**跟踪期内，受下游需求持续走弱及原材料产能影响，原材料价格持续下行，其中石墨原材料已跌至 2021 年水平。2024 年 1 月，辽宁省工业和信息化厅出台《辽宁省菱镁矿浮选及镁砂行业产能置换办法》，设置辽宁省各市镁砂产能控制上限，并提高了产能置换比例，镁质原材料价格或将有所波动。整体而言，以镁质材料、石墨等为代表的原材料近年价格波动较大，仍需关注未来原材料价格波动给公司盈利带来的影响。
- **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，存货存在减值风险。**2023 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 25.45 亿元，占总资产比例合计 30.97%，与 2022 年的 34.32% 相比有所下降，但仍处于较高水平，对资金形成较大占用。虽然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，公司应收账款面临一定坏账风险。2023 年公司存货账面余额 19.28 亿元，主要由库存商品和原材料构成，考虑到近年原材料价格波动大，存货存在一定减值风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司系耐火材料行业头部企业之一，随着落后产能淘汰、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。

同业比较（单位：亿元、%、天）

指标	瑞泰科技	鲁阳节能	北京利尔	公司
总资产	48.48	38.35	86.17	82.20
营业总收入	46.29	35.19	56.49	54.73

净利润	1.59	4.90	3.97	2.53
销售毛利率	16.07	31.04	18.37	19.93
资产负债率	70.08	26.82	38.20	56.88
经营活动现金流量净额	1.85	3.31	-1.60	3.84
应收账款周转天数	73.39	93.16	144.41	119.76
存货周转天数	99.88	49.64	94.90	153.02
ROA	4.92	13.21	5.57	4.06

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：iFind，中证鹏元整理

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	6/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

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 aa，反映了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。

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	2023-5-31	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2023年12月31日，本期债募集资金专项账户余额为7.55万元。

三、发行主体概况

2023年及2024年一季度，公司股本因可转换债券转换股票小幅增加，截至2024年3月末，公司股本10.10亿元，公司前十大股东持股情况见表1。其中，刘百宽家族持有公司股份比例为25.75%，仍为公司的控股股东和实际控制人，刘百宽家族累计质押股份数量为172,900,000股，占公司总股本的17.11%。

表1 截至 2024 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	质押股份数量
1	刘百宽	132,245,727	13.09%	76,200,000
2	刘百春	102,742,266	10.17%	57,700,000
3	郭志彦	84,923,204	8.41%	39,000,000
4	郑化轸	20,260,538	2.01%	-
5	史绪波	15,566,035	1.54%	-
6	中央汇金资产管理有限责任公司	14,970,900	1.48%	-
7	中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	14,314,098	1.42%	-
8	郝建柱	12,772,666	1.26%	-
9	刘百庆	11,370,695	1.13%	-
10	钟建一	10,527,989	1.04%	-

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 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

2024年2月，公司召开董事会议审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份方案的议案》。公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司发行的部分人民币普通股（A股），用于实施股权激励计划。根据公司2024年5月发布的《关于回购公司股份的进展公告》，截至2024年4月30日，公司已累计回购公司股份16,505,500股，占公司总股本的1.63%，支付的总金额为49,967,164.05元（不含交易费用）。

2023年及2024年一季度公司合并范围无变化，截至2024年3月末公司合并范围内子公司共20家，详

见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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。

行业环境

耐火材料下游钢铁行业表现仍较低迷，2023年钢铁行业继续大面积亏损，政策端虽计划出手调控产量，但中短期内钢材供需矛盾难见实质性改善；下游建材产量下降，有色金属产量有所增长

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。

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望为基建用钢提供支撑。

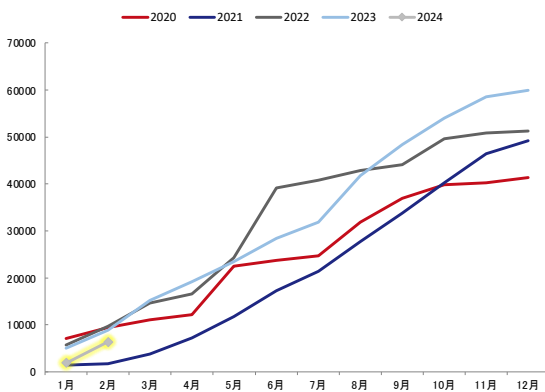
表2 预期刺激基建钢需的财政政策

政策工具	额度	投向领域
专项债	2024年拟安排专项债额度3.9万亿元，同比增长1,000亿元；提前批额度2.28万亿	保持10大领域不变，其中保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向
抵押补充贷款(PSL)	2023年12月：3,500亿元；2024年1月：1,500亿元	保障性住房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”
超长期特别国债	2024年计划发行1万亿元；4月17日，发改委表示推动所有增发国债项目于6月底前开工建设	国家重大战略实施和重点领域安全能力建设
特别国债	2023年10月增发1万亿元，其中5,000亿元资金结转至2024年	支持灾后恢复重建和提升防灾、减灾、救灾能力

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

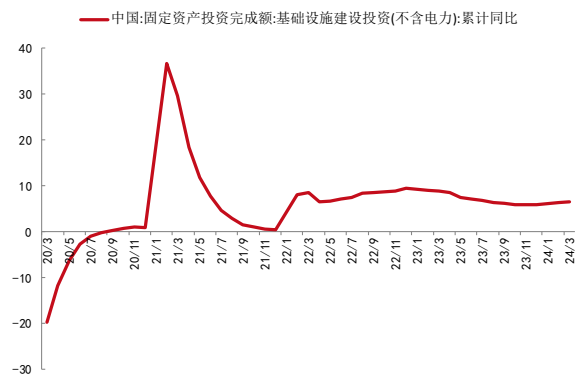
但2024年一季度专项债发行节奏相对迟缓；此外，2023年12月国务院办公厅印发“国办发〔2023〕47号”文，对12个化债重点省份的政府投资项目实行约束，同样影响基建钢需释放。2024年1-3月，基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速为6.5%，较去年同期下滑2.3个百分点。考虑到后续专项债发行将提速，全年基建钢需仍将放量。

图1 2024年一季度专项债发行节奏偏慢：累计值
(单位：亿元)



资料来源：财政部、Wind，中证鹏元整理

图2 2024年1-3月基建投资增速较上年持平
(单位：%)

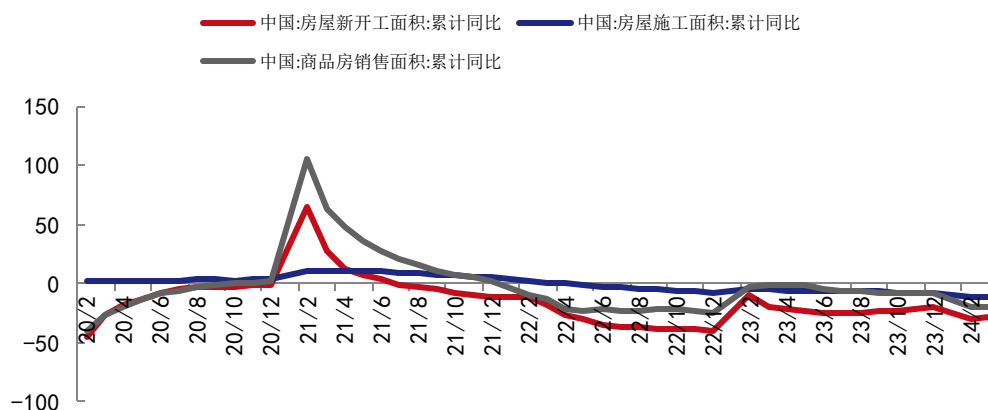


资料来源：国家统计局、Wind，中证鹏元整理

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；2024年1-3月，制造业投资增速继续加快，同比增长达9.9%，较整体投资高5.4个百分点，其中通用设备制造业和专用设备制造业投资分别同比增长13.9%和14.1%。2024年3月国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，从政策端进一步刺激制造业“钢需”增长，冶金工业规划研究院根据国家发改委2023年以来发布的《关于统筹节能降碳和回收利用加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》等文件测算，锅炉、电机、电力变压器和制冷设备等重点设备和汽车家电等消费品以旧换新预估将带动钢材消费量年增长约500万吨。

地产方面，2024年1-3月地产未改下降趋势，房屋新开工面积和施工面积分别同比下降27.8%和11.10%，预期全年地产投资改善有限，地产钢需整体承压。

图3 2024年房地产行业开工、施工、销售继续走弱（单位：%）



资料来源：国家统计局、Wind，中证鹏元整理

此外，2023年以来，钢材出口持续强劲，弥补了部分地产需求缺口。2023年，我国出口钢材9,026万吨，同比增长36.2%，创2017年以来新高；2024年1-3月，钢材出口2,580万吨，同比增长30.7%。考虑到海外钢铁复产的推进以及贸易保护主体有所抬头，预期2024年钢材出口将高位承压。

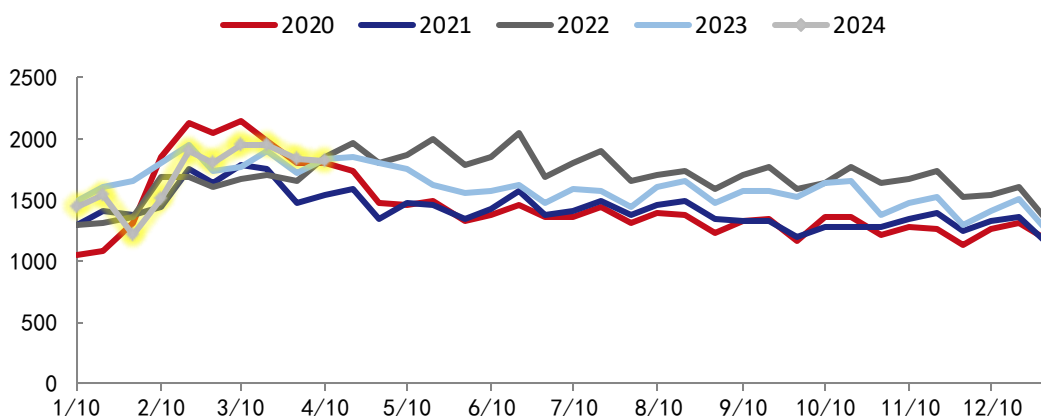
综合来看，在基建、制造业及出口的多方发力下，预期2024年整体用钢需求持稳，但钢材需求总量逐步下降已是必然结果，需求端难见钢价上涨动能。

从钢铁供给端来看，2023年中国粗钢供给仍较好。供需错配下，2023年钢铁行业继续大面积亏损，据中国钢铁工业协会统计，2023年前11个月，重点统计会员钢铁企业亏损面达四成。

2024年3月以来，山东、江苏、山西、广东、云南等多地钢协呼吁控产，最终仅云南落地具体举措，钢铁行业供给整体强韧性，2024年一季度，钢材产量在节后复产及基建钢需释放预期下继续保持增长，钢材库存量达历史同期较高水平。伴随预期落空，1-2月黑色金属冶炼和压延加工业亏损146.1亿元，在所有工业领域中垫底。

2024年4月3日，政策端出手干预，国家发改委、工信部等部门就2024年粗钢产量调控工作进行研究部署，目前虽尚未公布具体的粗钢产量调控方案，短期内有望缓和钢铁行业供需失衡情况，但供需矛盾仍突出，钢价整体趋弱的行情未出现实质性反转。

图4 2024年一季度重点企业钢材库存量处于历史较高水平（单位：万吨）



资料来源：钢之家、Wind，中证鹏元整理

建材行业方面，2023年规模以上建材工业增加值同比下降0.5%。产量方面，根据国家统计局数据，2023年全国水泥产量20.2亿吨，同比减少0.7%；平板玻璃产量9.69亿重量箱，同比下降3.9%。有色金属行业方面，2023年十种有色金属产量7,470万吨，同比增长7.1%。规模以上有色金属企业工业增加值同比增长7.4%，增幅较上年提高2.2个百分点。但整体而言，耐火材料行业下游建材行业产量下行，有色金属行业产量有所增长。

产能释放加快叠加下游需求走弱影响，2019年以来耐火材料主要原材料价格呈现下降，其中镁质原料和石墨下降幅度较大，铝矾土价格全年相对稳定；考虑到行业去产能政策实施，仍需关注未来原材料价格波动风险

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超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品生产采取停产和限产措施。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并延续至2022年上半年，2022年7月后，受钢铁厂复工预期变动以及下游需求持续走弱的影响，镁质原料价格出现下跌，耐火原料持续供大于求。2024年1月，辽宁省工业和信息化厅出台《辽宁省菱镁矿浮选及镁砂行业产能置换办法》，设置辽宁省各市镁砂产能控制上限，并提高了产能置换比例，进一步落实化解产能。

据耐材之窗数据，2022年上半年高纯镁砂价格（96.5%，出厂含税价）在2,950-3,000元/吨区间内波动，2022年7月迅速下滑后维持下跌趋势，到2023年4月底降至2,500元/吨，2023年5月继续下跌至2,400元/吨，并维持至2024年1月，其后至2024年5月，高纯镁砂价格（96.5%，出厂含税价）已稳定至2,300元/吨。铝矾土（80铁皮窑铝矾土）价格相对稳定，自2022年2024年5月基本维持在1,700元/吨的水平。石墨价格（山东-195鳞片石墨）自2022年一季度快速上涨后便持续下跌，价格从2023年年初的5,500元/吨下降至2024年5月的3,600元/吨，已跌至2021年水平，近年的涨幅空间被基本释放。考虑到辽宁省进一步推动产能化解，行业产能或将下降，仍需关注未来原材料价格波动风险。

2023年耐火材料产量同比降低，行业竞争加剧，行业持续向头部优势企业集中

2023年耐火材料行业运行情况总体平稳，受下游需求疲软的影响产量略有下滑，2023年全国耐火材料产量2,292.70万吨，同比下降0.36%。总体上看，行业经营形势中产业集中度低、减排和智能制造水平低、创新能力不足等问题依然存在，行业集中度持续不断向头部优势企业集中。白刚玉、棕刚玉、镁砂等原料生产企业库存水平较高，选择停产、限产企业数量较多。价格方面，同质化竞争较为激烈，市场低价货源较多，加之替代产品价格较低，生产企业不得不进一步压缩利润空间，受上下游产业的供给侧结构性改革影响，耐火材料行业同业竞争加剧。

五、经营与竞争

作为耐火材料行业头部企业之一，公司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；公司销售区域遍及海内外，其中国内客户以国有大型钢铁企业为主，客户较优质，但需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击；“一带一路”沿线国家带动公司海外销售收入增长，公司海外业务结算以美元为主，面临一定的汇率波动风险，且需关注俄乌冲突、中东地缘冲突对公司海外业务的影响；近年耐火原材料去产能政策导致其价格波动较大，跟踪期内主要原材料采购均价均同比下降，未来仍需关注公司成本的稳定性

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；其他类产品为其他和各类主产品配合使用的产品。2023年，受益于公司控股的子公司上海银耐联供应链有限公司（以下简称“上海银耐联”）的贸易收入增长，公司营业收入规模同比增长10.88%至54.73亿元，毛利率方面，受益于原材料价格下降，公司主要商品毛利率均小幅上涨，但由于上海银耐联的贸易业务毛利率相对较低，公司整体业务毛利率小幅下降至19.93%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
功能性耐火材料	125,394.83	22.91%	31.14%	114,178.43	23.13%	30.94%
定型耐火材料	208,522.12	38.10%	18.24%	201,818.64	40.89%	17.03%
不定形耐火材料	110,589.07	20.21%	20.92%	111,641.53	22.62%	20.13%
其他类	102,785.58	18.78%	8.60%	65,953.92	13.36%	10.39%
合计	547,291.60	100.00%	19.93%	493,592.52	100.00%	20.06%

注：表格中“其他类”收入包括其他类产品销售收入及上海银耐联贸易收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 销售及客户

公司定位“专业为全球高温工业提供卓越产品与系统解决方案的供应商”，拥有“濮耐”、“PRCO”、“宝明”、“华威”、“雨山”及“汇特”等多个品牌，销售区域遍及海内外。受益于公司早些年在海外营销及生产网络的布局，在2023年海外局势变化较大的背景下，公司海外销售收入仍有所增长，其中在“一带一路”沿线国家实现销售收入11.26亿元，创历史新高。考虑到公司2021年开始投资筹建的美国工厂（即濮耐美国股份公司梅菲尔德镁碳砖厂）和塞尔维亚工厂（即濮耐塞尔维亚有限责任公司）均已正式投产，其中美国工厂已获得一定订单，为公司获取更多海外收入奠定了基础。

表4 公司产品分地区销售情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国内销售	399,986.68	73.08%	16.45%	352,335.46	71.38%	16.60%
海外销售	147,304.92	26.92%	29.36%	141,257.06	28.62%	28.69%
合计	547,291.60	100.00%	19.93%	493,592.52	100.00%	20.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

海外业务结算方面，公司出口主要以美元结算，汇率一方面通过影响公司出口产品的销售定价，进而影响公司产品的竞争力，另一方面也通过汇兑损益直接影响公司利润水平。近年来，受地缘冲突、美元加息等影响，美元兑人民币波动幅度较大，2024年1月以来，美元降息预期及中东地缘局势等不确定性因素进一步加剧了汇率波动，考虑到上述因素短期内不确定性仍较大，美元汇率仍面临较大波动压力，

公司海外业务仍面临一定汇率波动风险。

除此之外，需要关注的是，公司海外业务受到地缘政治和经济局势的影响。2022年2月俄乌冲突至今，已影响到公司在乌克兰地区的产品销售。公司近年在俄罗斯和一带一路国家销售收入上涨，但若俄乌冲突加剧，可能会影响公司在俄罗斯地区的货物运达和产品销售。

销售模式方面，公司销售模式仍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，并会促使公司研究开发符合客户新要求、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。2023年公司整体承包模式产生的销售收入同比增长7.11%，但受益于上海银耐联贸易收入增长较快，单独销售模式下产生的收入占比提升更快，同比增长14.22%。

表5 公司不同销售模式的销售情况（单位：万元）

销售模式	2023年		2022年	
	收入	占比	收入	占比
整体承包	248,766.69	45.45%	232,242.80	47.05%
单独销售	298,524.92	54.55%	261,349.73	52.95%
合计	547,291.60	100.00%	493,592.52	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

下游应用方面，公司2023年下游应用领域仍主要以钢铁行业为主，钢铁行业运行情况将直接影响公司经营。受钢材价格波动等因素影响，钢铁行业盈利情况走弱，而耐火材料作为议价能力较弱的上游原材料，钢铁行业盈利下降的压力或将传导至上游，未来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。2022-2023年公司前五大客户销售收入占当年营业收入的比重分别为26.76%和28.06%，客户集中度有所提高，其中对于第一大客户占比分别为15.74%和15.98%。销售款结算方面，结算方式仍以承兑汇票为主。

➤ 研发与生产

作为国内耐火材料行业的头部企业，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，同时有在建的上海研发中心。跟踪期内，公司《钙处理钢用烧成镁碳质滑板的研制与应用》和《镍铁回转窑长寿命不定形炉衬关键技术开发和产业化》两个优质科研项目通过了河南省耐火材料行业协会组织的专家组技术评定，分别被评定为国际领先水平和国际先进水平；《环境友好型镁碳砖关键技术与应用》和《焦炉蓄热室碳化硅质脱硝管关键技术及应用》两个项目荣获2023“金隅通达杯”河南省建材行业技术革新一等奖。相关具有高技术含量和绿色环保优势的产品持续推广应用，有助于提升公司品牌影响力和市场竞争力。

截至2023年末，公司累积获得授权专利586项，拥有各项有效技术专利370项，其中发明61项，实用新型306项，外观专利3项。公司研发投入持续处于较高水平，2023年末公司研发人员584人，研发投入1.99亿元，较2022年均小幅上涨，研发投入占营业收入的3.65%。随着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6 公司研发投入情况

项目	2023年	2022年
研发人员数量（人）	584	574
研发人员数量占比	13.90%	13.25%
研发投入金额（万元）	19,957.78	19,912.14
研发投入占营业收入比例	3.65%	4.03%

注：公司2022年对技术人员统计口径有所调整，将生产技术第一线的各生产基地车间主任划为技术人员。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产方面，公司生产模式仍为“以销定产”，2023年各产品产量和销量均有所上升，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，2023年公司依旧维持较高的产销率。销售价格方面，受下游钢铁行业盈利承压向上游传导影响，2023年公司主要产品售价整体呈现下滑，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互有增减，同比增幅分别为1.74%、-3.36%和-1.90%。

表7 公司主要产品产能利用以及销售情况

	项目	2023年	2022年
功能性耐火材料	产能（吨）	57,214.00	59,600.00
	产量（吨）	59,396.65	54,427.84
	销量（吨）	60,252.50	55,818.50
	产能利用率	103.81%	91.32%
	销售均价（元/吨）	20,811.55	20,455.30
定型耐火材料	产能（吨）	316,780.00	348,131.00
	产量（吨）	234,189.49	213,636.32
	销量（吨）	351,034.32	328,334.77
	产能利用率	73.93%	61.37%
	销售均价（元/吨）	5,940.22	6,146.73
不定形耐火材料	产能（吨）	318,000.00	350,790.00
	产量（吨）	269,650.08	260,802.81
	销量（吨）	342,412.05	339,105.09
	产能利用率	84.80%	74.35%
	销售均价（元/吨）	3,229.71	3,292.24

注：公司部分产品采用外包方式生产，导致销量高于产量；公司2023年产能数据较2022年有所下降，系因统计口径变化。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 成本及采购

公司营业成本中，2022-2023年直接材料占比分别为74.53%和73.96%，其次为制造费用和直接人工，原材料价格仍为影响公司产品成本的主要因素。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。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，受益于原材料市场价格下降以及公司上海银耐联开展的贸易业务，公司主要原材料采购均价均同比下降。考虑近年耐火原材料去产能政策导致其价格波动较大，且2024年1月辽宁省出台进一步去产能政策，未来需关注原材料价格波动给公司成本控制带来的影响。从采购量来看，由于公司主要产品产量及销量均呈现上涨，2023年公司各类原材料采购量均有所上涨。上述因素综合影响下，公司主要原材料采购额同比互有增减。

表8 公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2023年	2022年
氧化铝类	采购量（吨）	68,089	66,739
	采购均价（元/吨）	4,251	4,538
	采购额（万元）	28,941	30,283
镁质类	采购量（吨）	171,584	155,090
	采购均价（元/吨）	2,327	2,971
	采购额（万元）	39,932	46,074
铝矾土类	采购量（吨）	97,099	84,701
	采购均价（元/吨）	1,781	2,036
	采购额（万元）	17,296	17,249

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，2022-2023年公司前五大供应商采购金额占比分别为18.02%和16.43%，供应商集中度仍不高。

➤ 在建项目

近年公司建设项目主要系原材料项目，随项目陆续投产，公司原材料产能逐年增长。截至2023年底公司原材料事业部所辖各生产基地原料产品的年设计产能为 46.50 万吨。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。

截至2023年末公司主要在建项目预计总投资金额合计9.23亿元，已投资6.25亿元。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4.86亿，当前已投资2.64亿元，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9 截至 2023 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
上海研发中心建设项目	1.32	0.14
高温公司年产 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	2.21	1.65
高温公司年产 1 万吨转炉系统用高性能环保挡渣板智能制造项目	1.33	0.85
翔晨镁业三期 30 万吨轻烧粉	1.20	0.92
翔晨镁业电熔镁窑	0.78	0.70
翔晨镁业矿山基建	0.40	0.28
翔晨镁业 10 万吨机械化轻烧镁竖窑	0.40	0.35
青海年产 2.5 万吨高品质氧化镁	0.36	0.19
翔晨镁业公用设施	0.30	0.34
营口公司一车间智能化生产线	0.23	0.18
美国梅菲尔德工厂仓库	0.16	0.19
秦翔公司矿区道路工程	0.15	0.13
翔晨镁业新建破碎线	0.15	0.13
雨山冶金年产 6000 吨洁净钢用高温环保新材料项目	0.14	0.10
高温公司 14#包装车间	0.10	0.10
合计	9.23	6.25

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

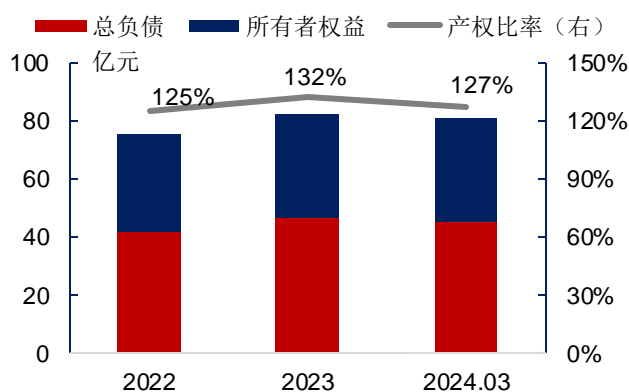
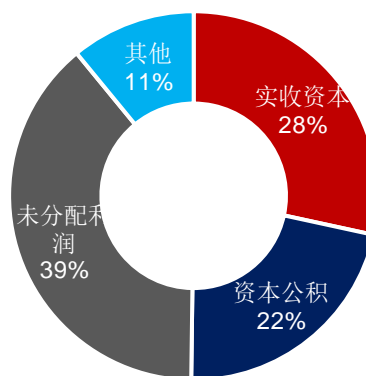
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，2023-2024年一季度公司合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

公司对下游钢铁厂议价能力仍较弱，应收账款及合同资产占总资产的比例仍较高，考虑到下游钢铁行业利润承压，公司应收账款存在一定坏账风险；公司存货占比仍较高，考虑到耐火原材料价格波动，公司存货存在一定减值风险

受益于利润积累，2023年末公司所有者权益同比增长5.78%至35.45亿元，但由于公司新增较多长期借款，公司2023年负债规模同比增长11.99%至46.75亿元。受上述因素影响，公司产权比例有所上升，

截至2023年末为131.90%，所有者权益对负债的保障程度下降。2024年一季度以来，随负债规模压降，公司产权比例小幅下降。整体而言，公司近年产权比例波动上升。公司所有者权益仍主要由未分配利润、实收资本和资本公积构成。

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 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司总资产规模有所上升，结构较为稳定，仍以流动资产为主，其中2023年末应收款项占比小幅下降。2023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25.45亿元，占总资产比例合计30.97%，与2022年的34.32%相比有所下降，但仍处于较高水平，对资金形成较大占用；公司2022年以来存货占总资产比例为相对稳定。

公司货币资金规模波动较大，截至2023年末1.44亿元为银行承兑汇票保证金、保函保证金受限；其中外币资金折算人民币1.09亿元，以美元、欧元为主。应收款项方面，公司应收票据均为商业承兑汇票，应收款项融资均为银行承兑汇票，应收账款及合同资产账面余额合计24.18亿元，合计已计提坏账准备4.16亿元，账面价值合计20.02亿元，同比小幅增长，占总资产的比例较高，其中以外币计价的应收账款余额5.38亿元，规模较大，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。从账龄来看，应收账款账面余额22.74亿元中，账龄在1年以内、1-2年、2-3年、3年以上的占比分别为74.15%、8.88%、2.91%和14.05%，3年以上的占比较高，对公司资金形成占用。截至2023年末应收账款已计提坏账准备4.09亿元，其中按单项计提坏账准备的应收账款账面原值1.39亿元，已计提坏账1.30亿元，计提比例93.38%，未来收回可能性不大。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。随业务规模扩大，公司2023年存货规模较2022年有所增长，仍主要由库存商品和原材料构成，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。

受益于外购资产及在建工程转入，固定资产账面价值2023年同比增长8.86%，仍主要以房屋建筑物和机器设备为主，其中有0.75亿元房屋建筑物尚未办妥产权证书。公司在建工程仍主要为车间及生产线

改造项目，账面价值随项目投入而增加。公司无形资产仍主要是土地使用权、采矿权等。公司商誉仍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，2023年计提减值准备65.85万元，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。公司其他非流动资产2023年大幅增长主要系增加3.07亿大额定期存单。

表10 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	2.55	3.17%	6.20	7.54%	4.74	6.30%
应收票据	2.24	2.78%	2.16	2.63%	3.39	4.50%
应收账款	19.19	23.80%	18.65	22.69%	17.76	23.60%
应收款项融资	4.37	5.42%	3.27	3.98%	3.27	4.35%
合同资产	1.49	1.85%	1.37	1.67%	1.40	1.86%
存货	18.93	23.49%	19.28	23.46%	17.97	23.88%
流动资产合计	51.22	63.54%	53.02	64.50%	51.04	67.82%
固定资产	13.91	17.26%	13.92	16.94%	12.79	16.99%
在建工程	3.96	4.91%	3.86	4.70%	3.46	4.60%
无形资产	2.44	3.02%	2.45	2.98%	2.41	3.21%
商誉	2.39	2.97%	2.39	2.91%	2.40	3.19%
其他非流动资产	4.49	5.57%	4.40	5.35%	1.52	2.02%
非流动资产合计	29.39	36.46%	29.18	35.50%	24.21	32.18%
资产总计	80.62	100.00%	82.20	100.00%	75.26	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 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

受限资产方面，截至2023年末公司受限资产合计6.23亿元，较2022年有所增长。

表11 公司受限资产情况（单位：万元）

项目	金额	受限原因
货币资金	14,405.96	银行承兑保证金及其他
应收票据及应收款项融资	4,985.79	票据质押
在建工程	3,434.80	抵押借款
固定资产	7,782.46	抵借款
其他非流动资产	30,730.73	存单质押
无形资产	965.58	抵押借款
合计	62,305.34	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

盈利能力

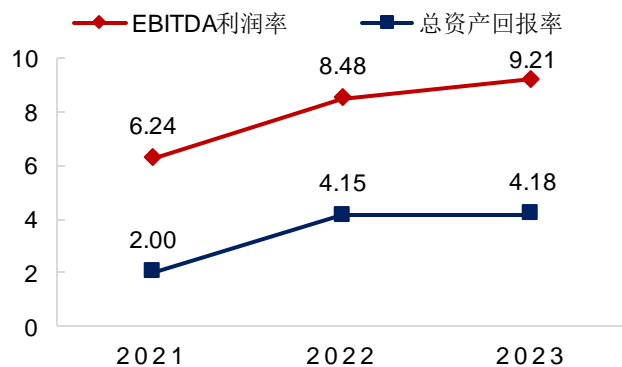
自2021年以来，公司营业收入规模持续增长，受益于原材料价格回落，公司盈利能力指标持续改

善，但仍需关注下游钢铁行业调整及上游原材料价格波动对公司盈利空间的挤压

受原材料价格和海运费价格阶段性暴涨影响，2021年公司盈利能力指标处于近年低点。2022年以来，虽然下游钢铁行业利润的压力逐步传导至上游，但耐火原材料市场价格的下降幅度更大，且公司作为行业龙头，对于上游具有更高的议价能力，综合影响下公司利润空间小幅扩大，盈利能力指标逐年改善。公司盈利指标在同行业上市公司中处于中等偏上水平，2023年公司销售毛利率19.93%，高于同行业北京利尔（18.37%）和瑞泰科技（16.07%），但低于以陶瓷纤维制品为主要产品的鲁阳节能（31.04%）。

考虑到耐火材料对于下游钢铁厂议价能力较弱，钢铁行业盈利下降的压力或将传导至上游，未来仍需关注钢铁行业调整对公司盈利空间的冲击。与此同时，耐火原材料的主要产地辽宁省进一步落实产能化解政策，可能引起原材料价格波动，未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利空间的影响。

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

长期借款规模增加带动公司债务规模上升，经营现金流及净债务规模同步上涨；经营现金流对于净债务的保障程度一般，公司仍面临一定偿债压力

公司长期借款规模提升带动总债务规模波动上升，截至2024年3月末，公司总债务规模28.36亿元，以长期债务为主。公司短期借款主要系保证借款、信用借款和已贴现未终止确认的票据，应付票据截至2023年末主要系商业承兑汇票6.78亿元、银行承兑汇票1.34亿元和国内信用证0.51亿元，其中已到期未支付的应付票据总额为0.22亿元，系因持票人尚未办理托收。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款及利息和应付债券利息。公司2023年长期借款规模增长，主要系新增较多信用和保证借款，截至2023年末长期借款中含保证借款6.67亿元，信用借款2.67亿元，公司应付债券主要系应付的本期债券。

除上述债务外，公司负债中应付账款占比仍较高，主要为应付的商品及劳务款。

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	1.74	3.86%	3.06	6.53%	2.45	5.86%
应付票据	8.40	18.65%	8.64	18.47%	9.62	23.05%
应付账款	13.81	30.66%	13.64	29.17%	11.69	28.01%
其他应付款	1.05	2.32%	1.13	2.43%	1.29	3.08%
一年内到期的非流动负债	1.36	3.02%	1.45	3.09%	0.42	1.02%
流动负债合计	28.83	64.00%	30.54	65.33%	28.44	68.13%
长期借款	9.29	20.62%	9.34	19.97%	6.66	15.95%
应付债券	6.35	14.11%	6.30	13.48%	6.08	14.57%
非流动负债合计	16.21	36.00%	16.21	34.67%	13.31	31.87%
负债合计	45.04	100.00%	46.75	100.00%	41.75	100.00%
总债务合计	28.36	62.97%	29.79	63.72%	26.30	63.00%
其中：短期债务	12.70	28.19%	14.13	30.22%	13.56	32.47%
长期债务	15.66	34.78%	15.66	33.50%	12.74	30.53%

资料来源：公司 2022-2023 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

现金流方面，2022年由于公司储备存货、支付的职工薪酬和以现金形式支付的货款增加，导致公司经营现金流呈现净流出，2023年销售商品、提供劳务收到的现金规模增加，公司经营现金流有较大幅度增加。投资活动现金流方面，公司2023年购买国债和大额存单支付6.44亿元，使公司投资活动净现金流大幅下降至净流出4.73亿元。筹资活动方面，公司2023年取得较多长期借款，筹资活动净现金流同比增长115.10%至3.30亿元。

从杠杆状况指标来看，受负债规模增长影响，2023年末公司资产负债率提高1.39个百分点至56.88%，2024年一季度随债务偿还，资产负债率有所压降。受益于利润增长，公司2023年EBITDA及FFO均显著提升，其中EBITDA同比增长20.40%至5.04亿元，FFO同比增长23.16%至2.09亿元。债务方面，由于公司总债务规模增长较快，2023年公司净债务规模同比增长19.51%到20.68亿元。

上述因素综合影响，公司EBITDA及FFO对利息的保障程度仍较好，但对于净债务的保障程度一般，公司仍面临一定偿债压力。

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
经营活动净现金流	-0.08	3.84	-2.61
FFO	--	2.09	1.70
资产负债率	55.87%	56.88%	55.47%
净债务/EBITDA	--	4.10	4.13
EBITDA 利息保障倍数	--	8.09	6.68
总债务/总资本	44.36%	45.67%	43.97%

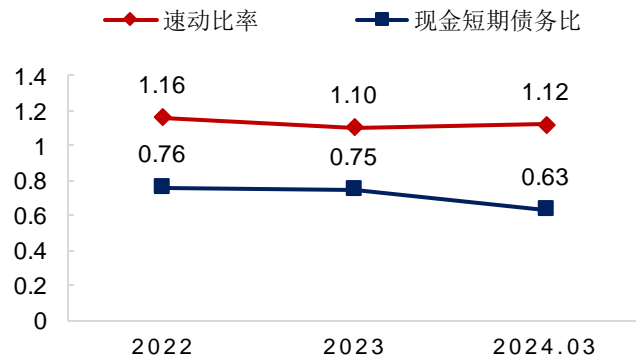
FFO/净债务	--	10.11%	9.81%
经营活动现金流/净债务	-0.39%	18.55%	-15.10%
自由活动现金流/净债务	-3.14%	12.15%	-23.21%

注：公司 2024 年 1-3 月自由活动现金流为负

资料来源：公司 2022-2023 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

流动性比率方面，受短期债务规模扩大影响，公司现金短期债务比下降，速动比率波动下降，截至 2024 年 3 月末公司现金短期债务比 0.63，现金类资产对短期债务的保障程度一般。此外，截至 2023 年末公司及子公司未使用银行授信规模 24.00 亿元，规模较大，公司融资弹性尚可。整体来看，公司流动性表现一般。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，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

环境方面，根据公开查询信息及公司出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年公司未有因空气污染和温室气体排放、废水和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

公司治理

治理方面，2024年3月，公司因“未在预计触发转股价格修正条件的5个交易日前及时披露相关提示性公告，违反了深圳证券交易所《股票上市规则（2023年8月修订）》第1.4条、第2.1.1条及深圳证券交易所《上市公司自律监管指引第15号——可转换公司债券》第十五条的规定”而收到深圳证券交易所上市公司管理一部出具的监管函。除此之外，公司及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。跟踪期内公司董事会、监事会、高级管理人员及组织架构均无调整，截至2024年3月末组织结构图见附录三。

整体而言，跟踪期内公司战略规划、股权结构、治理结构及管理人员均较为稳定，管理人员均在行业内从业多年，有助于维持公司业务稳定发展。

（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4月23日），公司本部¹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5笔，其中中原银行股份有限公司濮阳分行的1笔104.82万元于2021年7月13日结清，根据公司提供的说明，该笔垫款系因系统问题未扣款成功，并非公司主观原因造成；其中4笔中国光大银行股份有限公司郑州分行合计298.51万元于2024年1月20日结清，根据公司提供的说明，系支行客户经理和公司工作都出现疏忽，2024年1月19日公司未补足保证金，导致光大银行系统垫款，2024年1月20日银行客户经理发现问题后迅速通知公司，公司当天存足保证金，系统当天晚上自动处理结清。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年6月11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

行业方面，跟踪期内在行业竞争剧烈的环境下，公司仍实现业绩的小幅增长，其中剔除银耐联贸易收入后的主要产品（功能性耐火材料、定型耐火材料、不定形耐火材料）营业收入同比增长3.94%，各产品销售毛利率均提升。截至2023年末公司总资产和营业收入在四家同行业上市公司中分别均排名第二，公司作为耐火材料头部企业的地位得到巩固。海外销售方面，公司2023年海外收入增长较快，且随着海外产能增加，未来收入有望进一步增加，但公司海外业务仍面临汇率波动和地缘冲突等不利因素。国内销售方面，公司业绩对钢铁行业较依赖，而国内钢铁行业受下游行业景气度等因素影响，盈利显著下降，未来可能会进一步挤压公司盈利空间。上游原材料方面，虽然2023年以来上游耐火原材料价格整体呈现下降，但辽宁省去产能政策的实施可能会引起原材料价格波动，进而对公司盈利水平造成直接影响，公司仍面临一定原材料价格波动风险。偿债能力方面，公司2023年新增了较多长期借款，但经营现金流表

¹ 公司未提供实际控制人征信报告。

现较好，且盈利能力指标边际改善，经营活动现金流及EBITDA对利息的保障程度仍较好，但对于净债务的保障程度一般，公司仍面临一定偿债压力。与此同时，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，存货和商誉仍存在一定减值风险。总体来看，公司抗风险能力较好。

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”的信用等级为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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	2.55	6.20	4.74	5.55
应收账款	19.19	18.65	17.76	14.53
应收款项融资	4.37	3.27	3.27	3.11
存货	18.93	19.28	17.97	16.04
其他流动资产	0.51	0.62	0.49	1.88
流动资产合计	51.22	53.02	51.04	46.50
固定资产	13.91	13.92	12.79	11.64
在建工程	3.96	3.86	3.46	3.47
无形资产	2.44	2.45	2.41	3.51
其他非流动资产	4.49	4.40	1.52	1.60
非流动资产合计	29.39	29.18	24.21	24.20
资产总计	80.62	82.20	75.26	70.70
短期借款	1.74	3.06	2.45	4.45
应付票据	8.40	8.64	9.62	10.62
应付账款	13.81	13.64	11.69	11.53
其他应付款	1.05	1.13	1.29	1.02
一年内到期的非流动负债	1.36	1.45	0.42	0.67
流动负债合计	28.83	30.54	28.44	29.87
长期借款	9.29	9.34	6.66	1.97
应付债券	6.35	6.30	6.08	5.84
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	16.21	16.21	13.31	8.44
负债合计	45.04	46.75	41.75	38.30
总债务	28.36	29.79	26.30	23.56
所有者权益	35.58	35.45	33.51	32.39
营业收入	12.99	54.73	49.36	43.78
营业利润	0.73	2.68	2.45	0.92
净利润	0.64	2.53	2.15	0.78
经营活动产生的现金流量净额	-0.08	3.84	-2.61	-1.90
投资活动产生的现金流量净额	-0.61	-4.73	-0.01	-2.75
筹资活动产生的现金流量净额	-2.06	3.30	1.53	5.32
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA	0.91	5.04	4.19	2.73
FFO	--	2.09	1.70	0.42
净债务	20.66	20.68	17.30	15.58
销售毛利率	19.70%	19.93%	20.06%	18.74%

EBITDA 利润率	--	9.21%	8.48%	6.24%
总资产回报率	--	4.18%	4.15%	2.00%
资产负债率	55.87%	56.88%	55.47%	54.18%
净债务/EBITDA	--	4.10	4.13	5.70
EBITDA 利息保障倍数	--	8.09	6.68	5.99
总债务/总资本	44.36%	45.67%	43.97%	42.10%
FFO/净债务	--	10.11%	9.81%	2.70%
经营活动现金流/净债务	-0.39%	18.55%	-15.10%	-12.16%
自由活动现金流/净债务	-3.14%	12.15%	-23.21%	-28.66%
速动比率	1.12	1.10	1.16	1.02
现金短期债务比	0.63	0.75	0.76	0.58

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	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
上海银耐联供应链有限公司	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
濮耐塞尔维亚有限责任公司	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

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。