

江西耐普矿机股份有限公司 2025 年向不特定对象发行可转换公司 债券信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【563】号 01

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，但不对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

江西耐普矿机股份有限公司2025年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2025-05-22

评级观点

- 本次等级的评定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，近年全球能源转型支撑关键矿产资源开发需求，公司主力产品在细分市场国产厂商中具备先发优势及进口替代能力，客源基础优质且稳定，得益于下游扩产需求旺盛以及中资矿企出海、备件产品迭代带来的行业结构性机会，加之自身产能释放，近年业绩实现较快增长，且海外加速布局有望打开增量市场空间。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、产能去化压力及跨境管理难度，EPC 项目的偶发性特征亦影响短期业绩表现，而公司对重要客户业务依存度较高，且部分国内客户回款略有滞后弱化资金周转效率，以及在手房产重整进度不确定或造成潜在资产损失风险。

债券概况

发行规模：4.50 亿元
发行期限：6 年
偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息
发行目的：拟用于秘鲁年产 1.2 万吨新材料选矿耐磨备件制造项目及补充流动资金

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	27.79	25.73	23.87	20.90
归母所有者权益	17.64	15.80	13.33	12.60
总债务	6.45	6.37	5.94	4.65
营业收入	1.94	11.22	9.38	7.49
净利润	0.05	1.20	0.84	1.35
经营活动现金流净额	-0.21	0.30	3.04	1.28
净债务/EBITDA	--	0.38	-1.01	-1.46
EBITDA 利息保障倍数	--	8.24	5.86	4.69
总债务/总资本	26.63%	28.57%	30.65%	26.85%
FFO/净债务	--	180.53%	-71.10%	-28.50%
EBITDA 利润率	--	20.59%	19.72%	17.85%
总资产回报率	--	6.66%	5.93%	9.25%
速动比率	1.53	1.68	1.82	2.00
现金短期债务比	1.94	2.28	3.77	4.36
销售毛利率	36.58%	37.35%	36.46%	32.79%
资产负债率	36.07%	38.06%	43.70%	39.33%

注：2022-2023 年公司净债务为负值。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：徐宁怡 xuny@cspengyuan.com
项目组成员：薛辰 xuechen@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **中资矿企出海、备件产品迭代有望为国内中高端设备及耐磨备件厂家带来结构性机会。**中证鹏元认为，虽然全球矿山投资活动面临地缘冲突加剧、资源民族主义以及 ESG 风险加剧等多重挑战，但全球能源转型、新能源等新兴行业崛起将支撑铜等关键矿产资源开发需求，矿山机械下游需求有望在合理区间内保持相对平稳，而中资矿企出海催化国产替代、设备大型化加速备件产品迭代可能给国内中高端设备及耐磨备件厂家带来结构性增长机会。
- **公司主力产品在细分市场国产厂商中具备先发优势及进口替代能力，客源基础优质且稳定。**公司在国内选矿橡胶复合耐磨备件领域占据先发优势，其消耗品属性决定了下游需求较为刚性，且橡胶复合备件兼顾耐磨、耐腐及环保等多重诉求，对传统金属产品渗透替代加速，同时部分大型渣浆泵整机产品打破了国际巨头的垄断地位，在细分市场亦具有一定的竞争力。公司产品主要供给国内外知名矿业公司或矿业设备制造商，客户资源较为优质，公司与其建立长期供销合作关系有利于保证自身经营稳定性。
- **下游需求旺盛及自身产能释放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。**公司终端产品应用于铜矿的比例约 70%，近年得益于能源转型、铜价上涨及铜矿品位下降带来的有利条件，下游矿山企业资本开支扩张、备件更换需求激增，公司凭借前瞻性的海外市场布局，叠加自身产能的稳步释放，实现营业收入快速增长，2022-2024 年 CAGR 达 22.42%，且随着公司出海战略由产品出海过渡到产能出海，有望加速国际市场渗透效率并带来增量业务空间。

关注

- **全球产能扩张步伐加快，面临产能去化及跨境管理风险。**为缓解产能瓶颈制约及配合客户拓展战略，公司积极进行海内外产能扩张，其中上饶主基地二期扩建项目已近尾声并部分投产，赞比亚工厂于 2024 年 10 月投产，西藏工厂已具备小批量生产能力，智利工厂主体工程基本完成、正式投产在即，本期债券募投项目秘鲁工厂亦已启动建设，上述产能规划落实后预计可提升现有产能 60-70%，需关注产能集中释放带来的去化风险及折旧压力，且考虑到全球产能布局较为分散，存在一定的跨境资源整合及管理风险。
- **外销比例较高及海外布局提速或带来一定的海外经营风险。**公司近年外销规模快速提升，2024 年占总营收的比重已超 67%，且随着海外产能加速释放有望进一步提升。中证鹏元关注到，虽然矿产资源终端需求强劲，但矿山投资活动面临诸多政策扰动，且 2023 年底以来全球已有多个主要铜矿宣布减产或停产，或将冲击海外矿山客户日常经营，进而对公司海外市场拓展及订单承接能力形成潜在制约，同时需关注国际外汇市场波动加剧带来的汇率风险敞口。
- **对重要客户业务依存度较高，面临客户集中风险及货款周转压力。**近年公司前五大客户销售占比均超过 55%，可见公司业务较为依赖既有核心客户，经营业绩易受重要客户需求波动或订单调整影响。同时较为集中的客户结构一定程度上削弱了公司的话语权，近年部分国内终端客户约定以矿石处理量或产品使用寿命等特殊方式结算以延长付款周期，导致公司应收账款周转效率趋缓，加大营运资金管理压力。
- **EPC 项目偶发性特征加大业绩波动压力，公司短期业绩承压。**近年选矿系统方案及服务收入对营收贡献均超 10%，该业务主要来自公司所承接的 EPC 工程项目，高度依赖客户扩产或技改需求，具备偶发性特征，随着 2024 年存量项目全部交付且暂无储备订单，该业务对营收的支撑作用减弱，直接导致 2025 年 1 季度公司营业收入和归母净利润分别同比下降 21.84% 和 85.59%，短期内业绩可能面临一定的下行压力。
- **需关注在手房产重整进展及资产损失风险。**2023 年，公司位于上海的房产（账面原值 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，目前原开发商已启动破产重整工作，中证鹏元将持续关注该事项进展及其可能引发的资产折价风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内新材料耐磨备件头部企业之一，主力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、粘性较强，公司出海战略与核心客户深度绑定，随着新建产能逐步释放，未来订单较有保障，经营及财务状况相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	WEIR	METSO	公司
总资产	343.55	527.93	25.73
营业收入	227.42	365.97	11.22
销售毛利率	40.23%	33.44%	37.35%
资产负债率	51.03%	62.78%	38.06%
应收账款周转率	4.67	5.54	5.73
存货周转率	2.52	1.68	2.71

注：（1）WEIR 成立于英国，主要提供各种渣浆设备及零部件，在伦敦证券交易所上市（股票代码：WEIR.L），METSO 总部位于芬兰，产品覆盖矿山领域的多个环节，在全球磨机衬板领域市占率很高，股票代码：METSO.FIN；（2）以上各指标均为 2024 年数据，其中应收账款周转率及存货周转率均以原值计算。

资料来源：Wind、各公司年报，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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
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+

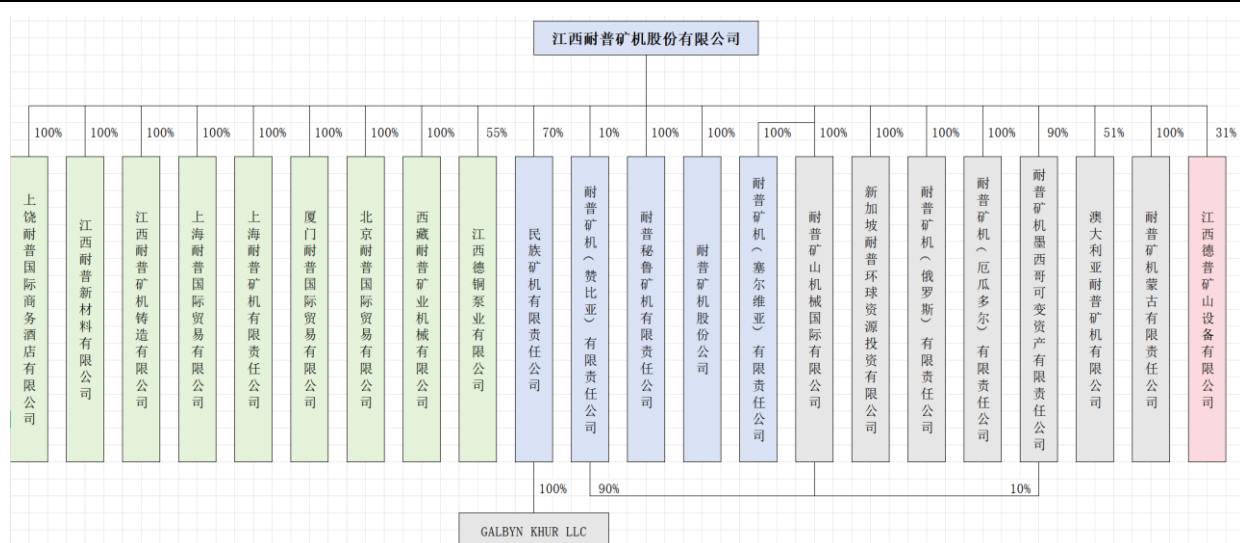
注：各指标得分越高，表示表现越好。

一、发行主体概况

公司前身为江西耐普实业有限公司（以下简称“耐普实业”），由自然人郑昊、徐乐、钟萍以货币和实物出资的方式于2005年共同投资设立，注册资本2,020.00万元。2011年耐普实业整体变更为股份有限公司，总股本5,250.00万元。2020年2月12日，公司在深圳证券交易所创业板首发上市，募集资金净额3.39亿元，股票简称“耐普矿机”，证券代码“300818”，同年8月公司变更为现名。2021年11月19日，公司发行4.00亿元“耐普转债”，后因触发赎回条款于2025年3月12日正式摘牌退市。截至2025年3月末，公司注册资本和实收资本均为1.69亿元，控股股东和实际控制人为郑昊，持有公司46.48%股份，股权结构较为集中和稳定，其持股的12.62%已用于借款质押。

公司主营业务为重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件的研发、生产及销售，产品主要应用于有色金属、黑色金属矿山选矿环节，其中复合耐磨备件产品系其主力产品，奠定了公司作为国内细分领域头部企业的地位。近年公司围绕主业大力开拓矿产资源更为丰富的海外市场并配套产能扩充，业务规模快速提升，同时根据业务布局需要在国内外分设多家销售贸易、产品生产及售后服务性质的子公司，各子公司职责分明。

图 1 截至 2025 年 3 月末公司下属子公司股权结构



注：绿色系销售贸易类子公司、蓝色系生产类子公司、灰色系售后服务类子公司、红色系联营企业。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况及募集资金使用情况

债券名称：江西耐普矿机股份有限公司2025年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过4.50亿元（含）；

债券期限：自发行之日起6年；

还本付息方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还未转股债券本金和最后一年利息；

转股期限：自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

初始转股价格：不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一交易日公司股票交易均价，且不得向上修正。具体初始转股价格由公司股东会授权董事会（或由董事会授权人士）在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。同时，初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

转股价格向下修正条款：在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价。同时，修正后的转股价格不应低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

债券赎回条款：本次发行的可转债到期后5个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东会授权董事会（或由董事会授权人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%或者未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

债券回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度内，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年

度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

若本次发行可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本次发行的可转债向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃优先配售权。向原股东优先配售的具体比例由股东会授权董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。原股东享有优先配售之外的余额及原股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售及/或通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销，具体方式由股东会授权董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前与保荐机构（主承销商）协商确定。

募集资金用途：本期债券募集资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
秘鲁年产1.2万吨新材料选矿耐磨备件制造项目	57,144.00	32,500.00	56.87%
补充流动资金	12,500.00	12,500.00	--
合计	69,644.00	45,000.00	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、募投项目基本情况

根据中机第一设计研究院有限公司出具的《耐普秘鲁矿机有限责任公司-年产1.2万吨新材料选矿耐磨备件制造项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），本期债券募投项目的建设主体为子公司耐普秘鲁矿机有限责任公司（以下简称“秘鲁耐普”），建设地点位于秘鲁利马大区（卡涅特省）CHILCA工业园区-62区5号地块。本项目总建筑面积44,588.32m²，拟新建4个生产车间以及其他辅助设施。项目建成达产后，预计可实现年产磨机备件8,500吨、渣浆泵过流件1,420吨、旋流器及浮选机等备件380吨、振动筛筛网及磨机圆筒筛筛板800吨、钢橡复合管及橡胶软管900吨。

募投项目于2025年3月正式开工建设，预计将于2027年8月竣工投产。目前募投项目处于初期基础工程建设阶段，已完成桩基建设，正在完善现场土建施工。

2、募投项目经济效益

本项目计算期为12年，建设期为2.5年，预计在第6年完全达产并进入稳定运营状态。项目达产后预计年均销售收入50,555.20万元（不含税），年利润总额9,383.11万元，净利润6,615.09万元，投资回收期10.22年（含建设期，税后），项目投资财务内部收益率8.97%（税后）。该项目系顺应公司全球化布局

方针，助力公司深度开拓拉美本土市场，预期经济效益良好，但中证鹏元关注到，募投项目实施地点位于南美洲，面临一定的跨境管理风险，且海外项目建设及业务开拓可能受当地政治经济环境、贸易政策、法律法规等因素影响，进而导致募集项目面临实施进度不达预期或无法实现预期效益的风险。

3、募投项目批复情况

截至本报告出具日，该项目已取得项目建设用地、境外投资证书及项目备案，秘鲁耐普已依法取得施工许可。

表2 本期债券募投项目备案及批复情况

文件名称	文号	发文单位	发文时间
企业境外投资证书	境外投资证第 N3600202500025 号	江西省商务厅	2025 年 3 月 20 日
境外投资项目备案通知书	赣发改外资〔2024〕39 号、 赣发改外资〔2025〕172 号	江西省发展和改革委员会	2024 年 1 月 14 日、 2025 年 3 月 10 日
建筑许可	第 259-2024- SGOPCYP/UDU/MDCH 号决议	CHILCA 区政府城市发展 局私人建设、地籍及城市 规划分局	2024 年 12 月 26 日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，关税冲击和大国博弈下出口和失业率面临压力，关税或拖累名义GDP增速2个百分点。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策延续积极表述，将加大内需对冲力度，进一步扩内需促消费稳外贸。货币政策适度宽松，保持流动性充裕，二季度降准有望先行落地，配合政府债发行，降息将根据内外部变化相机抉择，结构性工具降息可期，加大稳定股市楼市力度，进一步促消费和支持科技创新等领域。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循

环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

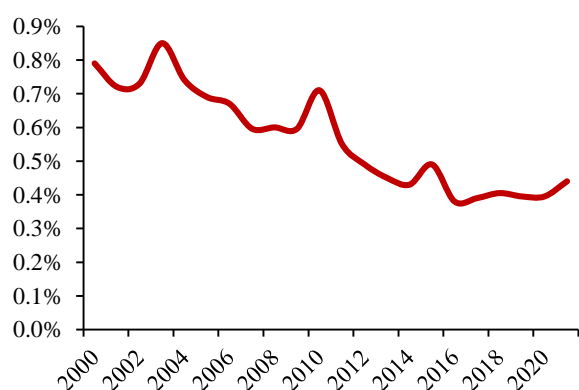
行业环境

全球能源转型将支撑关键矿产资源开发需求，但资源民族主义、ESG风险加剧等政策因素对矿山投资活动制约效应明显，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，而中资矿企出海、备件产品迭代可能带来结构性增长机会；全球选矿机械市场主要由跨国巨头主导，国内中高端设备及耐磨备件厂家主要以性价比优势及差异化策略直面市场竞争

采矿行业的矿石采选主要经过开采、选矿和冶炼三个主要流程，公司主营的选矿设备及其耐磨备件主要应用于选矿流程中的磨矿分级和选别作业环节。从终端应用领域来看，公司约70%的收入来自于铜矿，其余应用领域依次为铁矿、金矿以及其他金属矿，因此公司产品下游需求与矿山投资尤其是铜矿开采活动关联度较高。

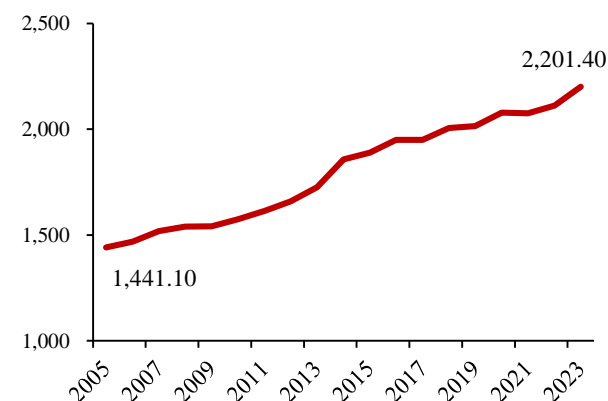
铜矿开采下游需求旺盛，但生产端面临多重政策扰动风险。从需求端来看，铜下游应用领域较为丰富，近年房地产、基建等传统行业需求放缓，但随着全球能源转型加速，在新能源汽车、光伏、风电、AI等新兴领域的需求高速增长，成为铜消费最大的增量，与此同时，铜价高位运行带来的丰厚利润有望支撑矿山企业的扩产意愿，全球铜矿品位明显下降意味着矿山企业需通过更大的资本投入及备件消耗来维持铜产量增长。但中证鹏元关注到，当前全球矿业面临世界经济下行、地缘冲突加剧、资源民族主义以及ESG风险加剧等诸多挑战，自2023年年底以来，全球多处主要铜矿因工人罢工、能源短缺、环保监管等宣布停产或减产，且资源约束下新项目勘探难度加大，上述不可抗力因素可能对矿山投资活动形成制约。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。

图2 全球铜资源品位



资料来源：Bloomberg，中证鹏元整理

图3 原生精炼铜产量（万吨）



资料来源：ICSG，中证鹏元整理

选矿备件后市场需求稳定，且复合新材料产品渗透替代加速，有望进一步抢占存量市场份额。矿山开采对于设备内部备件的磨损较为严重，一般 3-6 个月维度更换耐磨备件，因此备件产品市场需求具

备较强韧性。从产品结构来看，当前选矿备件产品以金属材料为主，性能受单一材料限制，复合耐磨材料选矿备件在耐磨性、耐腐蚀性、环保性等诸多方面优于传统金属材料备件，在下游市场对其形成了一定的替代效应，目前橡胶金属复合材料耐磨备件市场渗透率在10%左右，而在选矿设备大型化趋势下，橡胶复合备件轻量化优势凸显，未来市场替代有望加速。

中资企业海外矿山并购，催化国产设备进口替代。根据USGS数据统计，全球铜储量前五的国家分别为智利、秘鲁、澳大利亚、俄罗斯和刚果（金），铜矿储量合计约占全球铜矿储量的57%，而我国的铜储量占比仅为4.1%，铜矿资源分布相当集中且不平衡，因此选矿设备及备件产品在海外拥有更广泛的应用市场。与此同时我国又是矿产资源消费及冶炼大国，消费量约占全球的40-50%，矿产资源对外依存度较高。在此背景下，中国矿企积极出海，进行全球化布局，特别是在拉丁美洲、非洲等矿产资源丰富的地区深入勘探与开发，在海外市场的采矿投资活动显著增强，近年对外投资额与投资存量保持较高水平，与大型中资矿山客户深度绑定的国产设备供应商有望获益。

行业竞争格局方面，当前全球选矿设备行业总体呈现寡头竞争态势，大型跨国集团如Weir Group、Metso、KSB等在产品类别、技术工艺、服务质量等方面优势突出，在国际市场占领了超70%的市场份额，并能天然带动备件后市场销售。相较之下，国内选矿设备制造市场呈现外企、国企、民企并存的竞争格局，但行业集中度低、同质化竞争激烈，且多数产品以中小型规格为主，难以匹配大型化的市场升级需求，而以公司为首的大型整机设备及新材料耐磨备件厂商以高性价比优势和差异化策略，逐步在细分市场建立起稳固的竞争地位。

四、经营与竞争

公司主营业务聚焦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、选矿设备等产品的销售以及选矿系统方案及服务。公司终端产品应用于铜矿的比例约70%，近年得益于能源转型、铜价上涨及铜矿品位下降带来的有利条件，下游矿山企业资本开支扩张、备件更换需求激增，公司凭借前瞻性的海外市场布局，叠加自身产能的稳步释放，实现营业收入快速增长，2022-2024年CAGR达22.42%。但中证鹏元关注到，近年选矿系统方案及服务收入对营收贡献在12%-22%之间波动，该业务主要来自公司所承接的EPC工程项目，高度依赖既有客户扩产或技改需求，且并非公司重点开拓业务，因此具备偶发性特征，随着2024年存量项目全部交付且暂无储备订单，该业务对营收的支撑作用减弱，直接导致2025年1季度公司营业收入同比下降 21.84%，短期内业绩或将有所承压，需关注海外产能加速释放带来的增量市场空间。

在毛利率表现上，公司主力产品橡胶复合耐磨备件相较于传统金属备件附加值较高，因而维持较高的毛利率水平，但公司为应对行业内价格战以及开拓备件供应后市场，对整机设备主要采取低价渗透策略，以致选矿设备盈利能力波动较大。总体来看，近年公司各细分业务毛利率受产品及客户结构影响呈现差异化波动，随着高毛利率的海外业务占比不断提升，公司主营业务盈利能力整体呈走强态势。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
矿用橡胶耐磨备件	12,945.08	66.77%	37.44%	61,132.61	54.49%	42.65%
选矿设备	2,284.61	11.78%	26.18%	13,168.88	11.74%	33.45%
选矿系统方案及服务	-	-	-	20,020.39	17.85%	25.40%
矿用金属备件	3,223.96	16.63%	40.28%	14,612.53	13.03%	32.86%
矿用管道	773.93	3.99%	40.31%	2,800.73	2.50%	46.95%
其他	161.26	0.83%	22.43%	438.55	0.39%	50.07%
合计	19,388.84	100.00%	36.58%	112,173.69	100.00%	37.35%

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
矿用橡胶耐磨备件	54,241.32	57.84%	43.69%	43,251.95	57.78%	37.92%
选矿设备	13,181.59	14.06%	26.25%	7,067.97	9.44%	30.79%
选矿系统方案及服务	12,070.13	12.87%	24.46%	16,383.65	21.89%	21.71%
矿用金属备件	9,507.32	10.14%	23.76%	5,914.88	7.90%	32.46%
矿用管道	4,565.43	4.87%	36.90%	2,124.57	2.84%	21.63%
其他	210.07	0.22%	65.00%	109.59	0.15%	25.46%
合计	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

公司在国内选矿橡胶复合耐磨备件细分领域占据先发优势，部分大型整机设备亦具备国产替代能力，且拥有一定的技术壁垒和优质客源基础；近年公司围绕主业不断推进材料优化及工艺精进，新产品已具备量产或上市基础，有助于增强公司收入弹性，但市场推广效果有待观察

公司产品主要应用于金属矿山的选矿流程，其中自研的橡胶复合耐磨备件具有耐磨、耐腐、经济、环保等诸多优势，实现了对传统金属材料的部分有效替代，产品附加值较高，且其消耗品属性易于与客户建立高粘性，公司在该细分行业市场份额领先于其他国内企业；同时自主研发制造的重型渣浆泵等部分大型产品打破了国际巨头的长期垄断地位，在细分市场亦具有一定的竞争力。公司产品主要供给国内外知名矿业公司或矿业设备制造商，客户资源较为优质，并且还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，有助于增强公司收入弹性及客户粘性。

为突破单一材料寿命瓶颈、提升公司核心竞争力，公司近年持续加大研发投入，致力于材料结构优化和工艺流程改造，现已成功产出锻造复合衬板和复合陶瓷渣浆泵等创新产品，试用结果显示可显著提升产品的使用寿命和性能表现，其中复合陶瓷渣浆泵已进入客户试用阶段，锻造复合衬板能够补充公司在磨机筒体市场的空白，现已推向市场，有望为公司带来业绩增量并进一步提升市场份额，但新产品未来市场渗透进度有待观察。

表4 公司业务条线及产品布局

业务及产品类型	细分产品系列	应用领域
---------	--------	------

选矿耐磨备件	磨机备件、渣浆泵备件、其他备件	覆盖磨矿分级和选别作业的所有选矿设备，保护设备稳定运行
选矿整机设备	渣浆泵	矿浆输送
	水力旋流器	矿石分级
矿用管道	钢橡复合管、橡胶软管	配套渣浆泵进行矿浆、尾矿输送等
选矿系统方案及服务（EPC项目）	选矿工艺流程设计、采购、施工等全过程总承包服务	整个矿山开采选矿环节

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司顺应下游需求增长进行产能扩张，产能紧张状态略有缓解，公司全球产能规划贴近矿产储量富集区域，后续逐步落实后有望迎来加速释放并提升属地化服务能力，但新增产能规模庞大且较为分散，面临一定的产能去化及跨境管理风险

公司销售产品以定制品为主，因此主要实行“以销定产”的生产模式，生产组织高效匹配客户订单需求。公司主要产品规格型号较多，各类产品生产周期差异较大，其中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，近年公司通过提高部分原材料自产比例逐步缩减外协加工规模，基本形成了以自主生产为主的格局。

产能利用效率方面，由于公司产品具备定制化及差异化特征，因此难以量化其标准产能，考虑到硫化是橡胶耐磨备件产品生产的必备工序，因此以硫化设备的利用率近似衡量公司总体产能利用情况较为合理。2022-2023年，公司硫化设备持续高负荷运转，利用率均高于100%，存在明显的产能受限情况，但2024年以来随着公司产能持续提升，产能紧张情况得以缓解，加之产品大型化趋势对硫化设备工作面积的利用更充分，导致当年硫化设备利用率有所回落但仍处高位，公司产能仍处于偏紧状态。

表5 公司硫化设备利用率（单位：平方米*小时）

硫化设备	2024 年	2023 年	2022 年
标准工作台面面积	1,350,943.20	1,295,272.80	1,177,984.80
实际工作台面面积	1,285,715.13	1,416,928.18	1,314,117.54
设备利用率	95.17%	109.39%	111.56%

注：公司硫化车间实际采取三班倒工作制，每天理论运行时间按照 18 小时进行测算，标准工作台面面积指硫化设备每日运转 18 小时情况下产出面积，实际工作台面面积指实际硫化产出的产品面积。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主生产基地位于江西上饶，在蒙古国亦有少量产线布局，为突破产能瓶颈对新增订单承接的制约，近年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，公司正在实施二期厂房扩建项目，目前建设进度已接近尾声并已部分投产；此外，为配合客户海内外拓展战略，提升属地化服务能力，公司在赞比亚、智利、秘鲁及西藏等地均有产能布局规划，其中赞比亚工厂于2024年10月投产，西藏工厂已具备小批量生产能力，智利工厂主体工程基本完成、正式投产在即，秘鲁工厂（即本期债券募投项目）亦已启动建设，上述产能规划落实后预计可提升现有产能60-70%，并助力公司形成辐射亚非拉主要国家的全球化战略布局。

公司产能布局深度契合全球矿产资源分布格局，贴近矿产储量富集区域，后续逐步释放有望为公司

扩大市场份额、缩短交付周期提供保障，但是若因地缘政治、环保政策等外部因素引致下游客户矿山开采活动受阻，或公司新客户开拓不力，则新增产能存在无法充分消化的风险，且产能布局分散带来的跨境管理难度加大。同时考虑到公司在建项目投资规模较大，部分自有资金来源有待落实，存在一定的资本开支压力。

表6 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	辐射区域	预算数	拟投入募集资金	已投资	资金来源
上饶二期扩建制造项目	全球	37,389.00	-	29,471.18	自有资金
智利工厂工程	南美洲	29,397.99	14,000.00	11,469.50	前次可转债募投资金/自有资金
赞比亚工厂工程	非洲	17,971.00	-	15,988.53	自有资金
西藏子公司工厂工程	西藏	5,500.00	-	4,240.95	自有资金
秘鲁工厂工程	南美洲	57,144.00	32,500.00	6,693.16	本次可转债募投资金/自有资金
合计	-	147,401.99	-	67,863.32	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于下游矿山投资活跃度较高以及长期稳定的客户合作关系，公司主要产品呈现产销两旺格局，其中海外市场已成为增长引擎，且随着公司由产品出海过渡到产能出海，有望加速国际市场渗透效率，但海外业务经营面临矿山投资政策扰动及外汇市场波动加剧等多重挑战

公司耐磨备件产品属于矿山机械设备售后市场，一般3-6个月需定期更换，客户有持续购买的需求；选矿设备等产品则主要取决于客户新建矿山、产线更新等新增需求，公司通常以直接市场推广和参与招投标相结合的方式获取订单。此外，基于产品结构特性与业务协同发展需求，公司采用“设备引流、备件深耕”的市场策略，即通过高性价比的选矿设备切入客户以获得稳定的备件供应后市场，同时依托售后服务强化客户粘性。近年受益于下游订单旺盛，公司主要产品产销量实现稳定增长，产销率总体维持高位，年度间波动主要源于部分货物存在跨期交付或延后结算的情形，因此库存积压风险较低，其中橡胶耐磨备件的消耗品属性使其单价相对稳定，2023年单价较高主要系细分产品结构变化所致，选矿设备均价提升主要系设备大型化趋势推动。

表7 公司主要产品产销率情况（单位：吨、万元/吨；台、万元/台）

主要产品	项目	2024 年	2023 年	2022 年
矿用橡胶耐磨制品	产量	14,893.98	14,568.34	11,496.93
	销量	15,424.14	12,347.67	10,847.89
	产销率	103.56%	84.76%	94.35%
	均价	3.96	4.39	3.99
选矿设备	产量	1,103	993	1,053
	销量	935	1,132	906
	产销率	84.77%	114.00%	86.04%
	均价	14.08	11.64	7.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与下游客户通常采取现款和银票相结合的结算方式，个别大客户存在以商票结算的情形，信用政策因业务类型及客户资质而异。产品销售模式下，公司对中小规模客户主要采用带款提货的方式进行结算，而对信誉较好、偿债能力强的大客户会给予一定的信用期，其国内主要客户付款账期3-6个月不等，国外主要客户则主要集中于1-4个月；项目合作制下公司则通常会收取一定比例的预付款，货物全部验收合格后支付尾款；此外，多数订单会设置5-10%的质保金一年后付清。公司客户主要分布在国内外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，部分国内终端客户会约定以矿石处理量或产品使用寿命等特殊方式结算，导致收入结转或货款回收存在明显时滞，一定程度上影响了公司的资金周转效率。

公司产品以直销模式销售，销售区域分布于海内外，其中外销主要集中于中亚、非洲、南美洲等区域。由于全球矿石资源分布不均，因此近年中资矿企纷纷出海投资以寻求增量市场，公司深度绑定核心客户海外业务需求，并以此为支点持续开拓当地客户资源，带动近年海外收入规模迅速提升，2024年占总营收的比重已超67%（若剔除EPC项目影响约占61%），且随着公司出海战略由产品出海过渡到产能出海，有望加速国际市场渗透效率。中证鹏元关注到，虽然矿产资源终端需求强劲，但矿山投资活动面临诸多政策扰动风险，且2023年底以来全球已有多个主要铜矿宣布减产或停产，或将冲击海外矿山客户日常经营，进而对公司海外市场拓展及订单承接能力形成潜在制约；并且公司外销产品多以美元结算，需关注国际外汇市场波动加剧带来的汇率风险敞口。

表8 公司分地区营收及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
境内	3.63	29.92%	4.19	30.40%	3.28	29.81%
境外	7.58	40.91%	5.19	41.34%	4.21	35.11%
其中：EPC 项目	2.00	25.40%	1.21	24.46%	1.64	21.71%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户结构方面，公司主要客户包括中信重工、紫金矿业、江铜集团、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，客户资质较优。矿山作业安全标准严苛，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具备耗材属性，下游需求较为刚性，因此公司与主要客户均保持长期供销合作关系。从前五大客户销售占比来看，近年公司客户集中度略有下降，但对既有客户的业务依存度仍较高，经营业绩易受重要客户需求波动或订单调整影响。

表9 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	序号	客户名称	客户类型	销售金额	占比
2024 年	1	Erdenet Mining Corporation	矿山企业	28,188.30	25.13%
	2	中信重工机械股份有限公司	整机厂商	13,224.69	11.79%
	3	“Amur Minerals” LLC	矿山企业	9,366.64	8.35%
	4	美伊电钢集团	备件厂家	8,039.08	7.17%

	5	紫金矿业集团股份有限公司	矿山企业	6,448.90	5.75%
	合计		-	65,267.61	58.18%
2023 年	1	Zangezur Copper-Molybdenum Plant CJSC	矿山企业	11,868.08	12.66%
	2	中信重工机械股份有限公司	整机厂商	11,139.20	11.88%
	3	紫金矿业集团股份有限公司	矿山企业	10,441.82	11.13%
	4	Erdenet Mining Corporation	矿山企业	10,119.67	10.79%
	5	美伊电钢集团	备件厂家	9,805.48	10.46%
	合计		-	53,374.25	56.92%
2022 年	1	Erdenet Mining Corporation	矿山企业	21,347.00	28.52%
	2	中信重工机械股份有限公司	整机厂商	11,502.54	15.37%
	3	紫金矿业集团股份有限公司	矿山企业	7,715.49	10.31%
	4	美伊电钢集团	备件厂家	6,922.57	9.25%
	5	江西铜业集团有限公司	矿山企业	3,719.35	4.97%
	合计		-	51,206.95	68.42%

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

原材料采购成本在公司总成本结构中占据核心地位，但近年钢价走势趋稳有效缓解了成本端压力；公司主要原料市场竞争充分，供应商较为分散，且逐步增加部分材料自给率，原材料短缺风险总体较小

公司属于资本密集型企业，直接材料约占营业成本的80%左右，其中装配材料主要包括泵壳、电机、轴承等整机设备零部件，矿用橡胶耐磨备件所需原材料主要包括钢材、橡胶类原材料和金属骨架等。近年公司主要原材料采购量与业务规模增势基本一致，但由于金属骨架和混炼胶自产比例提高，导致相关半成品外购量缩减但终端原料采购需求增加。

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，市场价格较为透明，导致向上议价能力受限，且难以将成本波动转嫁至下游终端客户，因此产品盈利对原材料价格变动敏感度较高。近年钢价走势趋稳，橡胶价格虽高位震荡，但因其采购占比有限，成本端压力总体可控，且随着部分原材料转为自产，有助于进一步强化成本管控能力并提升产品质量稳定性。

近年公司前五大供应商采购集中度稳定在30-40%之间，核心供应链合作关系稳固。由于生产原料品类丰富，单一材料采购规模有限，供应商结构呈现分散化特征，且主要原材料市场竞争充分、流通性较高，不存在明显的短缺风险。

表10 公司原材料采购情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
装配材料	26,370.46	48.62%	16,928.42	36.30%	12,932.62	32.51%

金属骨架	4,305.79	7.94%	4,817.24	10.33%	6,237.74	15.68%
钢材	12,162.66	22.43%	9,296.03	19.94%	5,528.60	13.90%
合成胶	2,448.32	4.51%	1,436.30	3.08%	397.58	1.00%
混炼胶	1,038.48	1.91%	3,257.18	6.99%	6,058.21	15.23%
天然橡胶	755.24	1.39%	333.92	0.72%	80.72	0.20%
辅助材料	3,014.80	5.56%	2,807.73	6.02%	1,852.52	4.66%
主要原材料合计	50,095.75	92.37%	38,876.81	83.37%	33,087.98	83.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供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、经北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告¹及2025年1-3月未经审计的财务报表。

资本实力与资产质量

近年公司资本实力扩充带动总资产规模同步增长，资产结构以厂房及设备、资金储备以及存货和应收账款为主，其中新增产能持续投放带来的折旧压力不容小觑，应收账款周转效率趋缓恐加大资金占用，同时公司已对在手涉诉房产计提较大规模减值损失，存在资产折价风险

受益于前次可转债转股以及员工持股计划实施大幅提升了资本公积规模，近年公司所有者权益持续增长，其中未分配利润及资本公积在权益结构中占据绝对比重，同期总负债规模随有息债务扩大及合同负债增减而波动上升，综合影响下公司产权比率总体有所下降，所有者权益对总债务覆盖率较高，资本结构尚属合理。

图4 公司资本结构

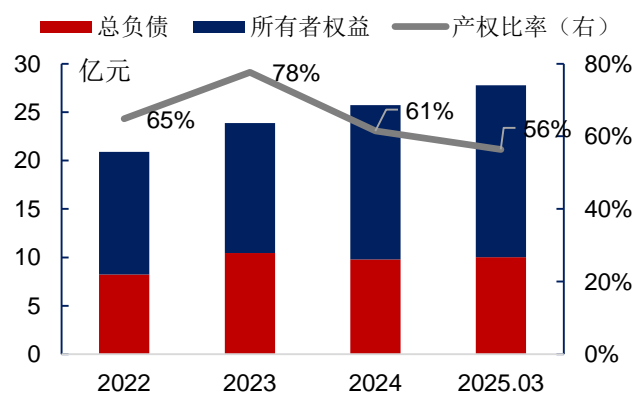
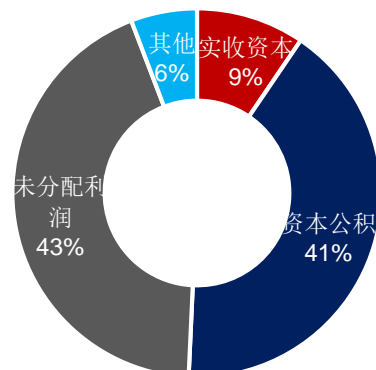


图5 2025年3月末公司所有者权益构成



¹ 根据公司公告，鉴于大华会计师事务所已连续为公司提供 8 年审计服务，根据相关法规要求改聘审计机构。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模持续上升，增量主要来自可转债转股及股权激励对资本实力的扩充作用，体现出一定的内生性增长特征。其中厂房及设备 etc 长期经营性资产、货币资金储备以及业务推进形成的存货和应收账款构成资产核心部分，符合机械制造业经营特性，2024 年以来产能扩张加速使得资产结构转为以非流动资产为主。

公司加快推进海内外生产基地建设进程，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；此外，公司位于上海的房产（账面原值 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，目前原开发商已启动破产重整工作，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。公司保有一定规模的货币资金以备经营周转及项目投资需要，且受限规模较小，但其中以美元为主的外币现金占比较高，恐面临较大的汇率波动风险。公司存货主要以库存商品、原材料及发出商品构成，近年呈小幅增长的态势；基于以销定产的经营模式，公司存货与在手订单高度匹配，有效降低了库存积压风险，但需关注行业内价格战演变及原材料价格下行可能引发的存货减值风险。公司应收账款随产品销售规模增加而有所提升，欠款较为分散且账期多集中于 1 年以内，应收对象多为资本实力强的大型国企或者海外矿业公司，信用资质较好，但近年部分国内客户回款略有滞后导致应收账款整体账龄有所拉长，或对营运资金周转效率产生潜在影响。

截至 2024 年末，公司受限资产合计 5.55 亿元，占同期末所有者权益的 34.84%，其中用于借款抵押的土地及厂房 4.81 亿元、被查封的上海办公楼 0.53 亿元，其余系少量票据及保函保证金。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.33	19.16%	5.22	20.28%	7.15	29.96%	5.39	25.79%
应收账款	2.09	7.52%	2.03	7.88%	1.65	6.90%	1.20	5.76%
存货	2.75	9.91%	2.65	10.28%	2.53	10.59%	2.41	11.53%
流动资产合计	12.01	43.21%	11.55	44.92%	13.73	57.50%	11.68	55.89%
固定资产	10.69	38.47%	8.56	33.28%	6.97	29.20%	7.25	34.70%
在建工程	2.43	8.73%	3.10	12.05%	1.33	5.59%	0.64	3.05%
非流动资产合计	15.78	56.79%	14.17	55.08%	10.15	42.50%	9.22	44.11%
资产总计	27.79	100.00%	25.73	100.00%	23.87	100.00%	20.90	100.00%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

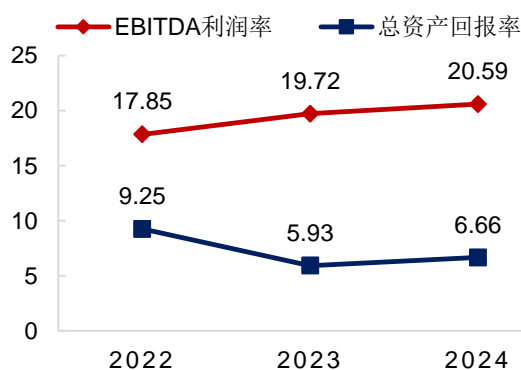
盈利能力

高毛利的海外业务规模扩张驱动公司主营业务盈利能力走强，且控费能力稳定，需关注产能加速出海带来的海外经营风险及折旧摊销压力，以及 EPC 项目偶发性波动对盈利的影响

近年公司主营业务盈利能力向好带动 EBITDA 利润率亦明显走强，且公司控费能力较为稳定，虽然 2023 年以来新厂房计提折旧及员工持股计划实施导致管理费用大幅提升，但在营收增长的摊薄作用下，2022-2024 年公司期间费用率在 23%-25% 之间窄幅波动。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，且 2023 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，加之产能扩建形成的新增资产盈利释放尚需时日，使得总资产回报率呈波动下行态势。

基于公司战略规划，预计未来业务增量仍主要来自海外市场，考虑到公司出海活动与核心客户深度绑定，订单获取有一定保障，但当前全球采矿活动面临诸多挑战，海外产能快速扩张带来的经营风险及折旧摊销压力亦不容忽视，且较大规模的汇率风险敞口亦可能侵蚀利润水平，同时我们关注到 EPC 项目具备偶发性，其业务量缩减已使得公司 2025 年 1 季度业绩明显下滑，预计公司未来盈利能力仍面临波动压力。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司通过举债扩建海内外产能，流动性表现明显走弱但仍在安全阈值内，集中偿付压力相对可控，但在建项目仍存在增量融资需求，且本期债券成功发行将推升整体杠杆水平，需关注债务持续扩张带来的财务风险

公司加大银行借款筹措力度以用于海内外产能扩建，导致近年总债务规模持续上升，但因为前次可转债逐步转股，使得短期债务占比显著提高，考虑到其中较大比例为可滚续的银行承兑汇票，集中偿付压力相对可控。

公司经营性负债占总负债的比例有所下降，主要由应付账款及合同负债构成。应付账款主要系应付采购款及工程款，2023 年有所减少主要系公司对供应商加大票据结算比例所致；当年公司收到额尔登特三期技改项目预付工程款，以致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	2025 年 3 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.20	11.97%	0.80	8.17%	0.35	3.36%	0.50	6.08%
应付票据	1.02	10.19%	1.08	11.01%	1.45	13.87%	0.67	8.17%
应付账款	2.60	25.91%	2.28	23.26%	1.56	14.96%	2.19	26.70%
合同负债	0.13	1.28%	0.14	1.45%	2.16	20.66%	0.75	9.07%
一年内到期的非流动负债	0.48	4.75%	0.38	3.92%	0.16	1.54%	0.33	3.99%
流动负债合计	6.04	60.22%	5.31	54.24%	6.16	59.03%	4.63	56.34%
长期借款	3.32	33.10%	2.16	22.07%	0.46	4.40%	0.00	0.00%
应付债券	0.00	0.00%	1.65	16.84%	3.30	31.67%	3.04	37.03%
非流动负债合计	3.99	39.78%	4.48	45.76%	4.27	40.97%	3.59	43.66%
负债合计	10.03	100.00%	9.79	100.00%	10.43	100.00%	8.22	100.00%
总债务	6.45	64.32%	6.37	65.07%	5.94	56.94%	4.65	56.63%
其中：短期债务	3.11	48.17%	2.53	39.78%	2.13	35.91%	1.56	33.49%
长期债务	3.34	51.83%	3.84	60.22%	3.81	64.09%	3.10	66.51%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流及杠杆表现方面，公司近年经营性现金流表现波动较大，主要受额尔登特的EPC项目收款节点影响，公司通常在项目前期预收较大比例货款，后续随着项目实施进度安排采购支出，导致经营活动现金收支期间存在明显错配。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，近年EBITDA和FFO均有所增长，EBITDA利息保障倍数亦逐年走强，但总债务持续扩大使得现有货币资金储备已无法对其形成全额覆盖，以致杠杆比率走弱。得益于资本实力逐步壮大，以资产负债率及总债务/总资本衡量的财务杠杆水平尚且稳定在合理区间内，但若本期债券成功发行将显著提升公司债务规模及杠杆水平。

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近尾声，且秘鲁工厂建设资金部分可由本期债券募资匹配，账面现金储备亦能填补部分资本开支缺口，总体而言，公司产能扩张虽存在增量融资需求但资金压力相对可控。

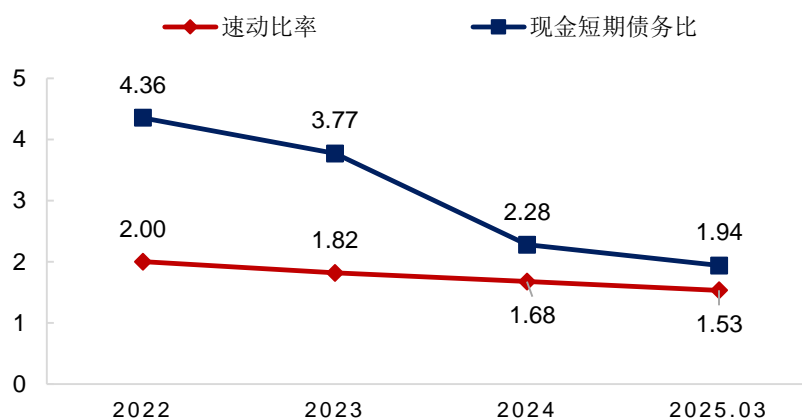
表13 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.21	0.30	3.04	1.28
FFO（亿元）	--	1.58	1.33	0.55
资产负债率	36.07%	38.06%	43.70%	39.33%
净债务/EBITDA	--	0.38	-1.01	-1.46
EBITDA 利息保障倍数	--	8.24	5.86	4.69
总债务/总资本	26.63%	28.57%	30.65%	26.85%
FFO/净债务	--	180.53%	-71.10%	-28.50%
经营活动现金流净额/净债务	-43.67%	34.67%	-162.87%	-65.73%
自由现金流/净债务	-338.99%	-490.00%	-62.80%	76.00%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，在短期债务增加及现金类资产减少的双重影响下，近年公司现金短期债务比大幅走弱，速动比率亦持续下行。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2025年3月末公司未使用授信额度尚余9.96亿元，可新增信贷规模充足，且公司作为上市公司，融资渠道较为多元且通畅，稳定的再融资能力亦可对短期资金周转提供较好支持。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 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2022年1月1日至报告查询日（2025年4月2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，截至报告查询日（2025年4月27日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

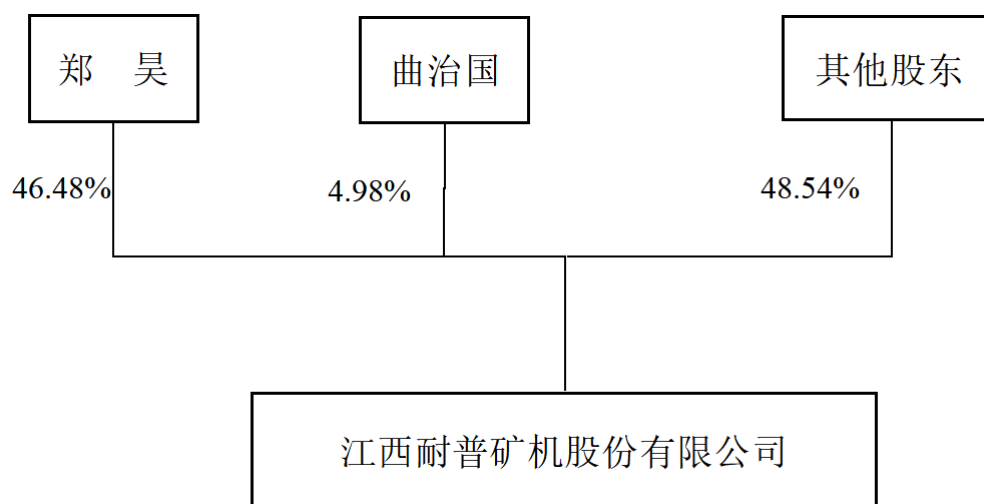
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	5.33	5.22	7.15	5.39
应收账款	2.09	2.03	1.65	1.20
存货	2.75	2.65	2.53	2.41
流动资产合计	12.01	11.55	13.73	11.68
固定资产	10.69	8.56	6.97	7.25
在建工程	2.43	3.10	1.33	0.64
非流动资产合计	15.78	14.17	10.15	9.22
资产总计	27.79	25.73	23.87	20.90
短期借款	1.20	0.80	0.35	0.50
应付票据	1.02	1.08	1.45	0.67
应付账款	2.60	2.28	1.56	2.19
一年内到期的非流动负债	0.48	0.38	0.16	0.33
流动负债合计	6.04	5.31	6.16	4.63
长期借款	3.32	2.16	0.46	0.00
应付债券	0.00	1.65	3.30	3.04
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.99	4.48	4.27	3.59
负债合计	10.03	9.79	10.43	8.22
总债务	6.45	6.37	5.94	4.65
其中：短期债务	3.11	2.53	2.13	1.56
长期债务	3.34	3.84	3.81	3.10
所有者权益	17.77	15.93	13.44	12.68
营业收入	1.94	11.22	9.38	7.49
营业利润	0.06	1.45	1.02	1.57
净利润	0.05	1.20	0.84	1.35
经营活动产生的现金流量净额	-0.21	0.30	3.04	1.28
投资活动产生的现金流量净额	-1.34	-3.73	-1.34	-1.06
筹资活动产生的现金流量净额	1.70	1.64	-0.22	0.16
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	2.31	1.85	1.34
FFO（亿元）	--	1.58	1.33	0.55
净债务（亿元）	0.48	0.87	-1.87	-1.95
销售毛利率	36.58%	37.35%	36.46%	32.79%
EBITDA 利润率	--	20.59%	19.72%	17.85%
总资产回报率	--	6.66%	5.93%	9.25%
资产负债率	36.07%	38.06%	43.70%	39.33%
净债务/EBITDA	--	0.38	-1.01	-1.46

EBITDA 利息保障倍数	--	8.24	5.86	4.69
总债务/总资本	26.63%	28.57%	30.65%	26.85%
FFO/净债务	--	180.53%	-71.10%	-28.50%
经营活动现金流净额/净债务	-43.67%	34.67%	-162.87%	-65.73%
速动比率	1.53	1.68	1.82	2.00
现金短期债务比	1.94	2.28	3.77	4.36

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 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+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

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号