

橡胶复合耐磨备件加速替代，“一带一路”助力公司成长

耐普矿机（300818.SZ）深度报告

评级：买入-B（首次覆盖）

分析师：刘荆S0910520020001

- 1、公司是重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造企业。**致力于高性能橡胶耐磨材料及橡胶复合材料的研发应用以提升重型选矿装备性能、可靠性与寿命，有效节约减排，全面提高矿山重型选矿设备的运转率、作业效率。公司的耐磨新材料重型选矿装备及备件已应用于国内多座大型有色金属、黑色金属矿山，并远销多个国家。公司已与江铜集团、铜陵有色、中信重工、紫金矿业、北矿院、KAZ Minerals LLC、Oyu Tolgoi LLC、美伊电钢、Compania Minera Antamina S.A.、Erdenet Mining Corporation等国内外知名矿业公司或矿业设备制造商建立了稳定的合作关系。
 - 2、橡胶复合耐磨备件替代空间大。**选矿备件具备明显耗材属性，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，在降低矿山作业的耗材成本、节能和环境保护等方面效果显著。根据CNKI，橡胶衬板单套重量低于锰钢衬板36吨，噪音低12.3分贝，使用周期高1440小时，吨矿电耗4.90kWh/t略低于锰钢衬板；复合管道具有钢管道连接方便、陶瓷的耐磨性、橡胶热胀冷缩的弹性等优点，相对传统金属管道更具备经济性。
 - 3、“一带一路”助力海外市场开拓。**公司对外市场集中于“一带一路”国家，例如中亚、东欧、南美、非洲等地对中国较为友好并且矿产资源丰富。国际环境的变化也给公司带来了较大的机遇。根据公司公告，海外业务毛利率更高，随着海外业务占比不断提升，公司盈利能力也将稳步提升。
 - 4、投资建议：**考虑到公司是国内橡胶耐磨件龙头，橡胶耐磨备件有望逐步替代传统金属备件，公司作为龙头将充分受益，且公司将充分受益于“一带一路”推进带来的优质海外业务，我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为0.85/1.41/2.17亿元，对应6月2日股价，EPS分别为0.81、1.34、2.07元，对应PE估值分别为27.7/16.7/10.8倍，首次覆盖公司，给予“买入-B”评级。
- 风险提示：**橡胶耐磨备件渗透率提升不及预期，海外客户开拓不及预期，行业竞争加剧，国际政治经济环境变动等。

01

深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

02

选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

03

橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

04

盈利预测及投资建议

05

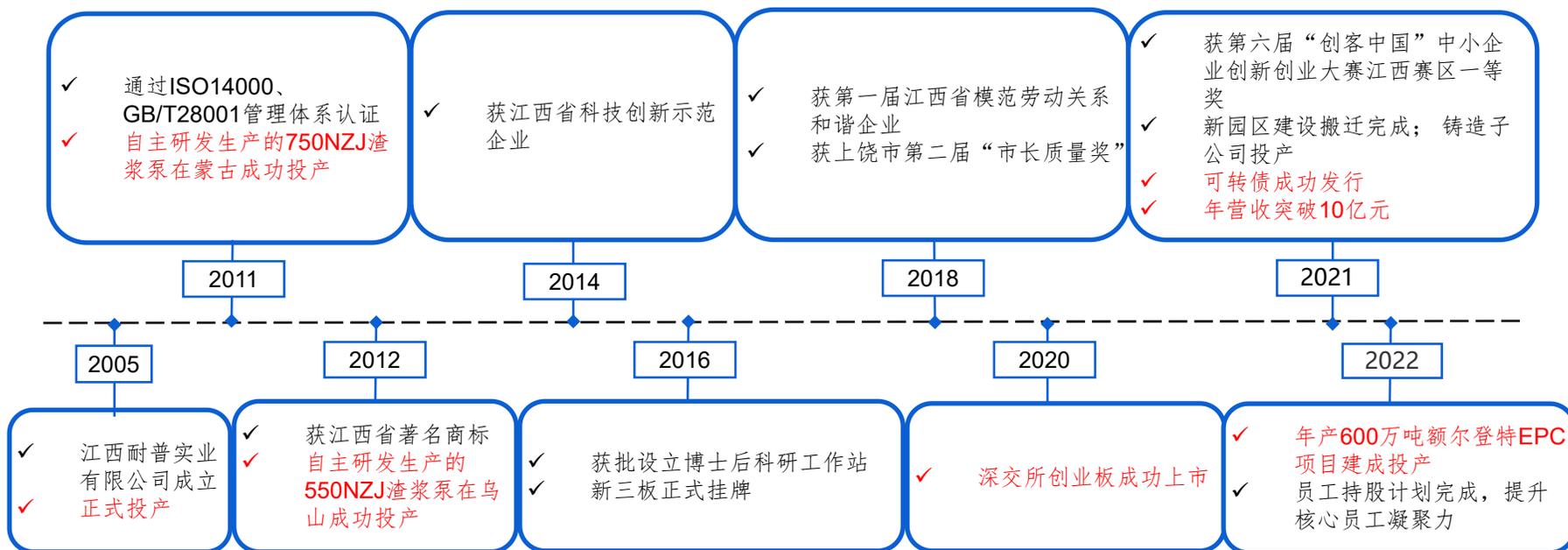
风险提示

1.深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

1.1公司介绍

- 耐普矿机成立于2005年，总部位于江西上饶，为国内高分子耐磨材料领域开发领军企业。公司2020年于深交所创业板IPO。
- 公司不断积聚优势，开展海外版图。自2011年蒙古项目投产后，公司的生产集体已覆盖国内、中亚、非洲、美洲，2022年海外收入为4.21亿元，营收占比超过50%。

图：公司发展历程



1.深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

1.1公司介绍

- 公司产品涵盖磨矿系统作业、矿浆输送分级系统作业以及浮选系统作业。公司选矿设备包含渣浆泵、旋流器及圆筒筛等，耐磨备件包含渣浆泵过流件，磨机橡胶复合衬板，圆筒筛及振动筛橡胶筛网，浮选机叶轮、定子，耐磨管道等。公司产品主要应用于金属矿山的选矿流程，公司产品凭借使用寿命长等明显的性能优势，并且还具有生产成本的优势，所以具有优异的性价比，可以满足供需双方“双赢”要求。

图：公司主要产品

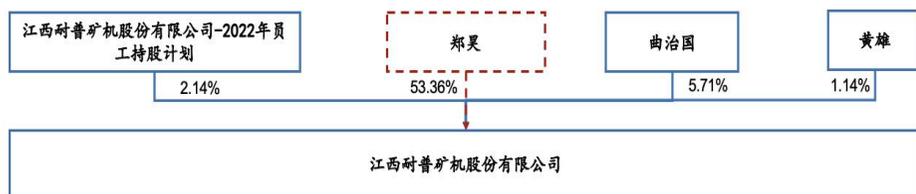


1.深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

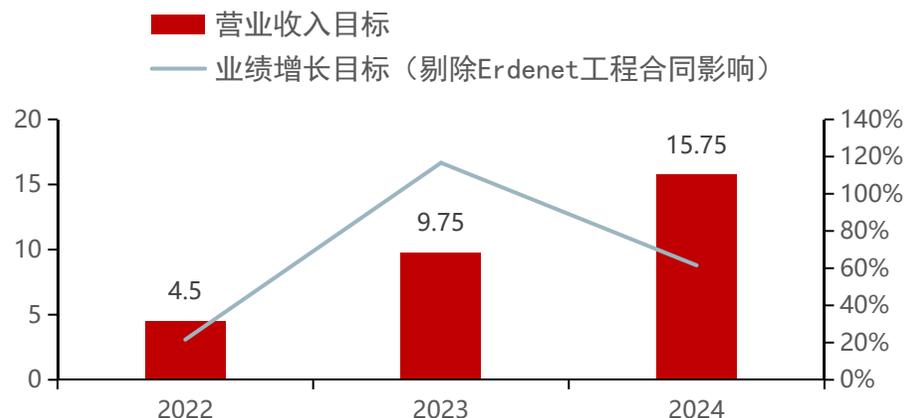
1.2股权结构

- **耐普矿机：股权结构集中，实控人郑昊持有公司股权共计53.36%。**截至2023年一季报，公司前两大股东分别为郑昊、曲治国先生，两人分别持股53.36%、5.71%。其中郑昊先生为公司现任董事长及实际控制人，公司股权结构较为集中且稳定。
- **员工持股计划发布，焕新企业活力：**公司2022年8月发布员工持股计划，本次持股计划参加对象为公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、公司核心管理人员和重要骨干员工（总人数不超过10人）。本次受让价格为5.00元/股，估计不超过1,500,060股，占公司当前股本总额的2.14%。持股计划存续期为48个月，每期解锁的标的股票比例分别为40%、30%、30%。

图：实控人合计控股53.36%（截止2023年一季报）



图：2022年员工持股计划营收考核目标

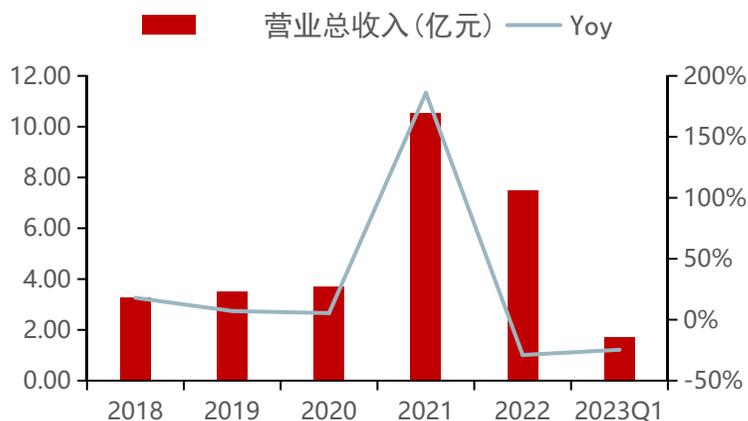


1.深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

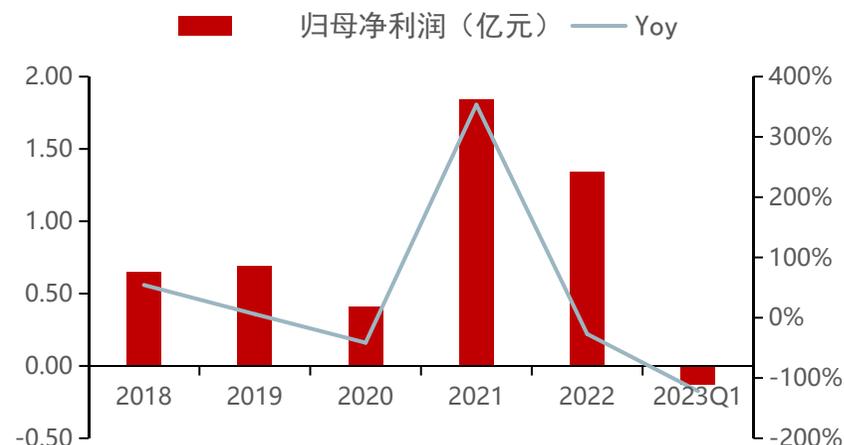
1.3财务分析

- 2022年业绩出现下滑主要为蒙古国额尔登矿业公司EPC项目集中于2021年确认所致：2022年，公司实现营收7.49亿元，同比减少28.92%，2018-2022四年CAGR为23.1%。2022年公司实现净利润1.34亿元，同比减少27.06%，2018-2022四年CAGR为19.8%。2022年业绩出现下滑，是由于蒙古国额尔登矿业公司EPC项目集中于2021年确认，导致2021年营收和利润较高。

图：2022年实现营收7.49亿元，2018-2022CAGR为23.1%



图：2022年实现归母净利润1.34亿元，2018-2022CAGR为19.8%

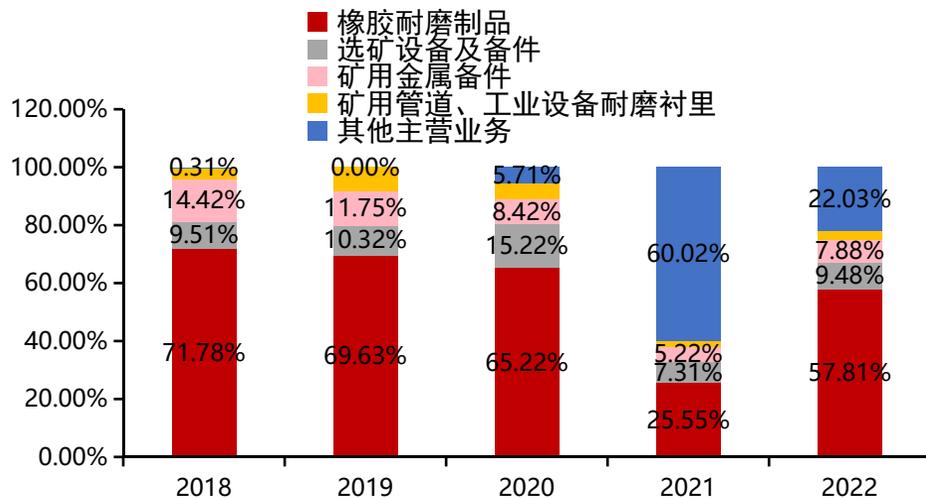


1.深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

1.3财务分析

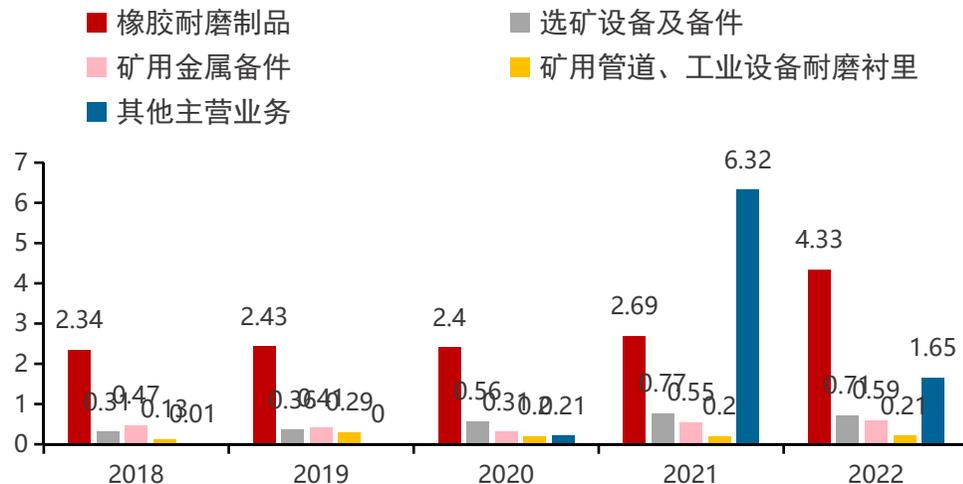
- 橡胶耐磨制品业务是公司最主要组成部分：2022年全年，公司橡胶耐磨制品营收占比为57.81%，选矿设备及备件为9.48%；矿用金属备件收入占比为7.88%。
- 2021年其他主营业务营业收入大幅增长主要为额尔登矿业公司EPC项目集中确认：2021年其他主营业务营业收入为6.32亿元（其中额尔登矿业公司EPC确认收入6.83亿元占当年营业收入总体比重为64.87%）。

图：橡胶耐磨制品是公司主要业务，2022年占比为57.81%



资料来源：wind，华金证券研究所

图：2022年橡胶耐磨制品营收总计为4.33亿元



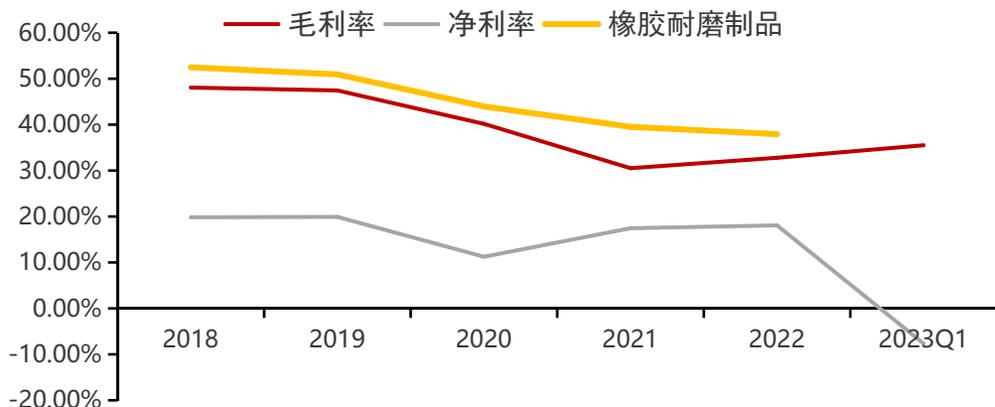
资料来源：wind，华金证券研究所

1.深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

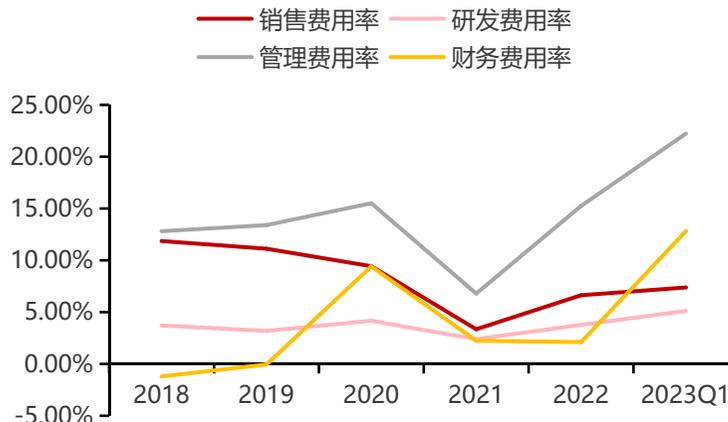
1.3财务分析

- **公司毛利率有所下滑：**2021年公司EPC项目大幅确认收入导致总体毛利率有所下滑。受疫情影响，主要产品橡胶耐磨制品由于国外业务占比下降，毛利率也有所下滑。
- **研发稳定投入，新园区搬迁完成，集中管理有望优化生产效能：**2022年公司研发投入为2818万元，占营收比重为3.77%，公司不断加强研发中心建设，吸引优秀研发人才。2022年公司顺利完成生产车间的整体搬迁，新园区建设进一步提升国内产能，信息化、智能化主力公司集中管理。2022年公司管理费用为8599万元，同比增长85.51%，主要为新园区投入使用后，固定资产折旧及员工持股计划新增股份支出所致。

图：近年公司毛利率有所下滑（21年集中确认额尔登EPC项目导致毛利率有所降低）



图：2021年各项费用率占比大幅下降主要为营收偶发性大幅增长所致



01

深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

02

选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

03

橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

04

盈利预测及投资建议

05

风险提示

2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

2.1选矿环节能提升有效矿石品位，重要性显著

- ◆ 选矿的目的是为了提高原矿石的含有价金属品位，去除部分有害杂质。选矿环节所需要的设备主要包括破碎机、给料机、球磨机、振动筛、分级器、磁选机（多用于铁、钨、锰等矿石）、浮选机（多用于铜、铅、锌等矿石）等
- ◆ 选矿的基本原理：将矿石破碎和磨细到矿物单体分离的程度，使矿石中的有用矿物和脉石分离，然后利用有用矿物和脉石的不同性质，如密度、导磁性或亲水性等的不同，采用适当的方法使它们分离集聚，收集其中的有用矿物集合体(精矿)而废弃脉石(尾矿)，从而获得高品位的精矿粉，达到大幅度提高品位的目的。

图：矿石分选及所需设备流程（以赤铁矿为例）

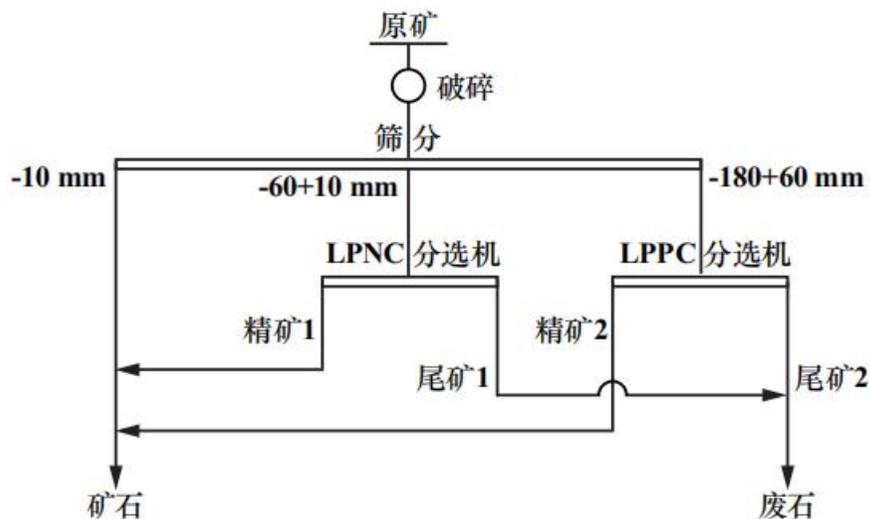


2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

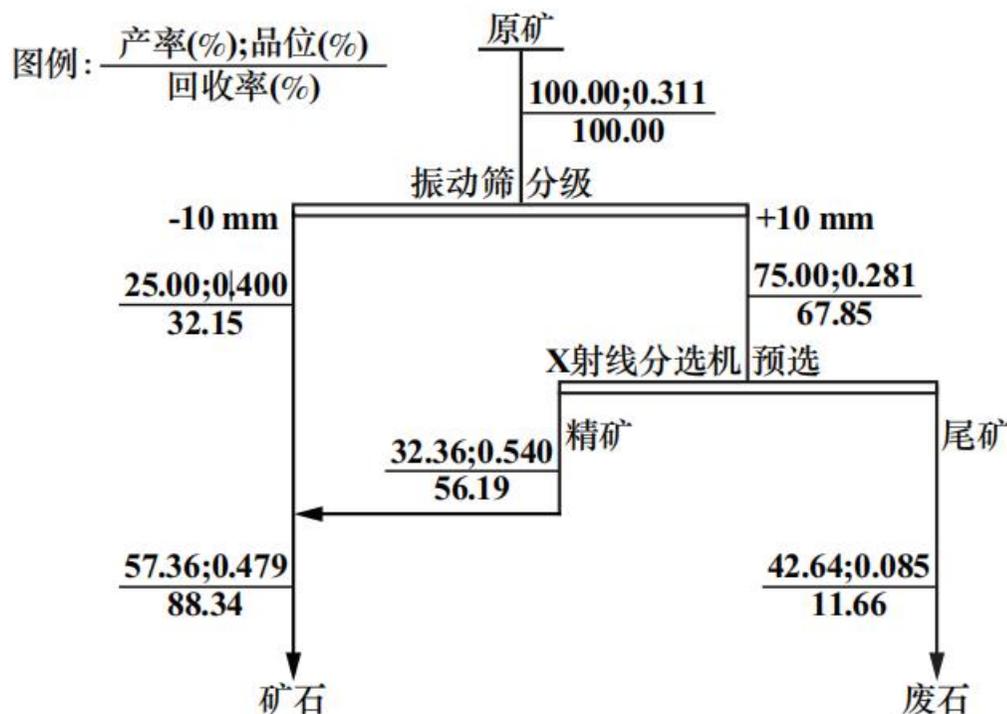
2.1选矿环节能提升有效矿石品位，重要性显著

- ◆ 以铜矿为例，原矿石经过分选后将有效提高品位。根据杨双福等于2022年发表的论文《X射线智能分选机预选新疆某低品位铜矿》，文中实验的原矿平均铜品位0.311%，经破碎筛分后，-10mm粉矿产率25%、铜品位0.400%，+10mm块矿产率75%、铜品位0.281%。+10mm粒级矿石经智能分选机分选后，作业抛废率56.85%，矿石精矿铜品位提高至0.540%，作业富集比1.92，作业回收率82.82%，废石铜品位0.085%。经过预选后，选矿厂入选铜品位提高到0.479%，大大提高了选矿厂运行效率。

图：铜原矿破碎筛分流程



图：铜原矿经过分选后有效提升了品位

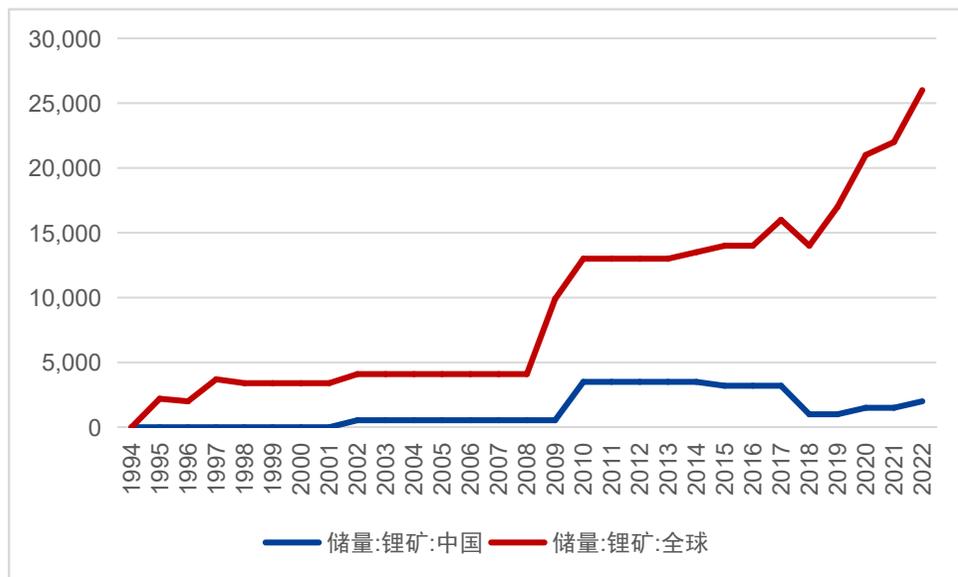


2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

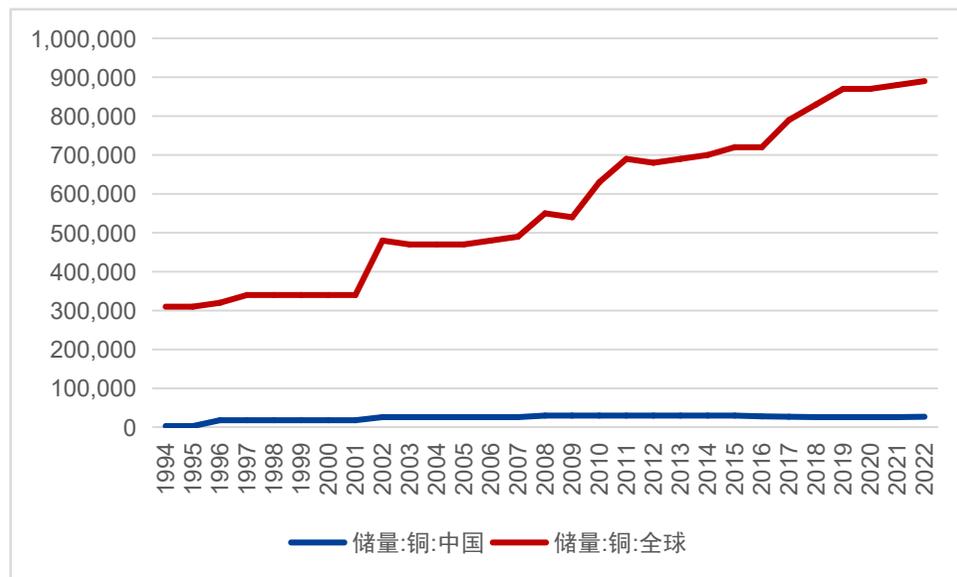
2.1选矿环节能提升有效矿石品位，重要性显著

- ◆ 国内铜和锂矿储量下滑，利好对应选矿环节。根据Wind，国内铜矿储量和锂矿储量在近年均有所下滑，且国内现有矿山有多数属于贫矿，品位较低，选矿能够有效提升原矿品位，实现降本增效。
- ◆ 在生态文明建设的大背景下，建设绿色矿山是矿产资源可持续发展的必然选择。目前现有的智能化选矿设备能够有效优化选矿流程，减少资源浪费及周边自然环境的污染。

图：国内及全球锂矿储量



图：国内及全球铜储量

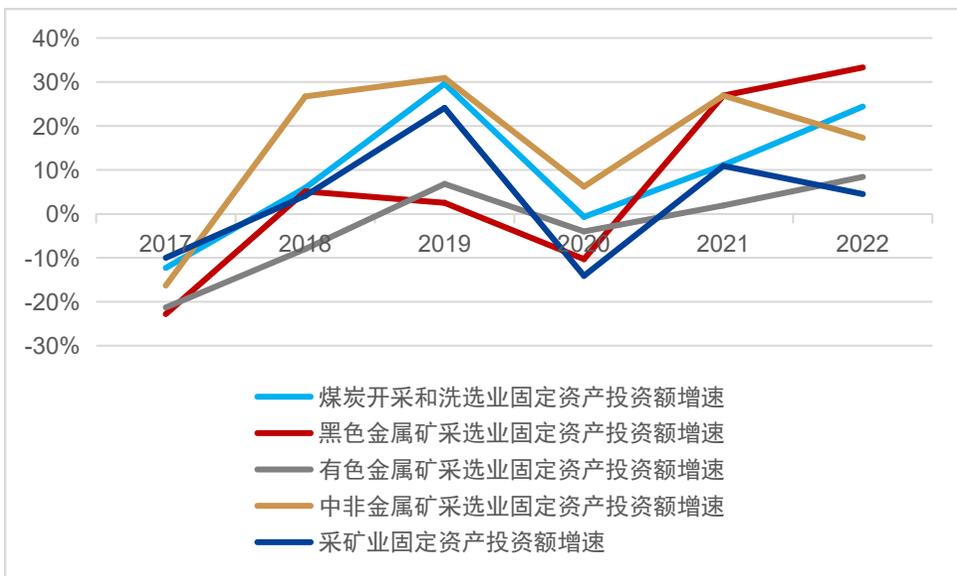


2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

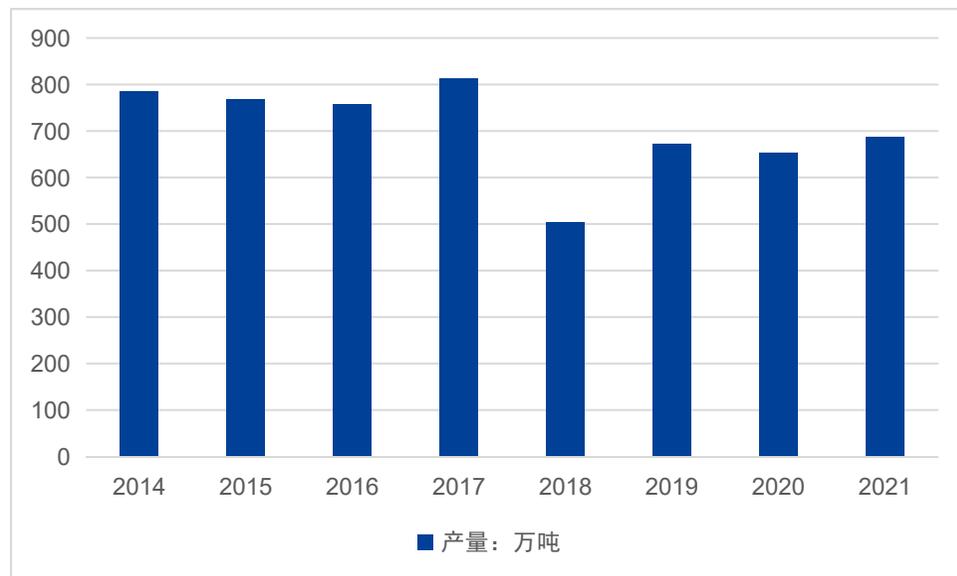
2.1选矿环节能提升有效矿石品位，重要性显著

- ◆ 国内采矿业固定资产投资额保持增长。2022年中国采矿业固定资产投资延续了增长的态势，同比增长4.5%。
- ◆ 矿山机械产量回暖。2014年至2017年，我国矿山机械设备行业产量保持高位，2018年至2019年，受供给侧改革及新能源行业发展影响，行业需求疲软，产量下降。2020年，受到新冠疫情的影响，我国矿山专用设备产量为653.6万吨，同比下降19.5万吨。2021年煤炭、金属等价格的持续上涨，带来下游扩产意愿的持续提升，刺激矿山专用设备需求的增长，2021年产量增长至688.43万吨。

图：国内采矿业固定资产投资额增速



图：国内矿山机械产量

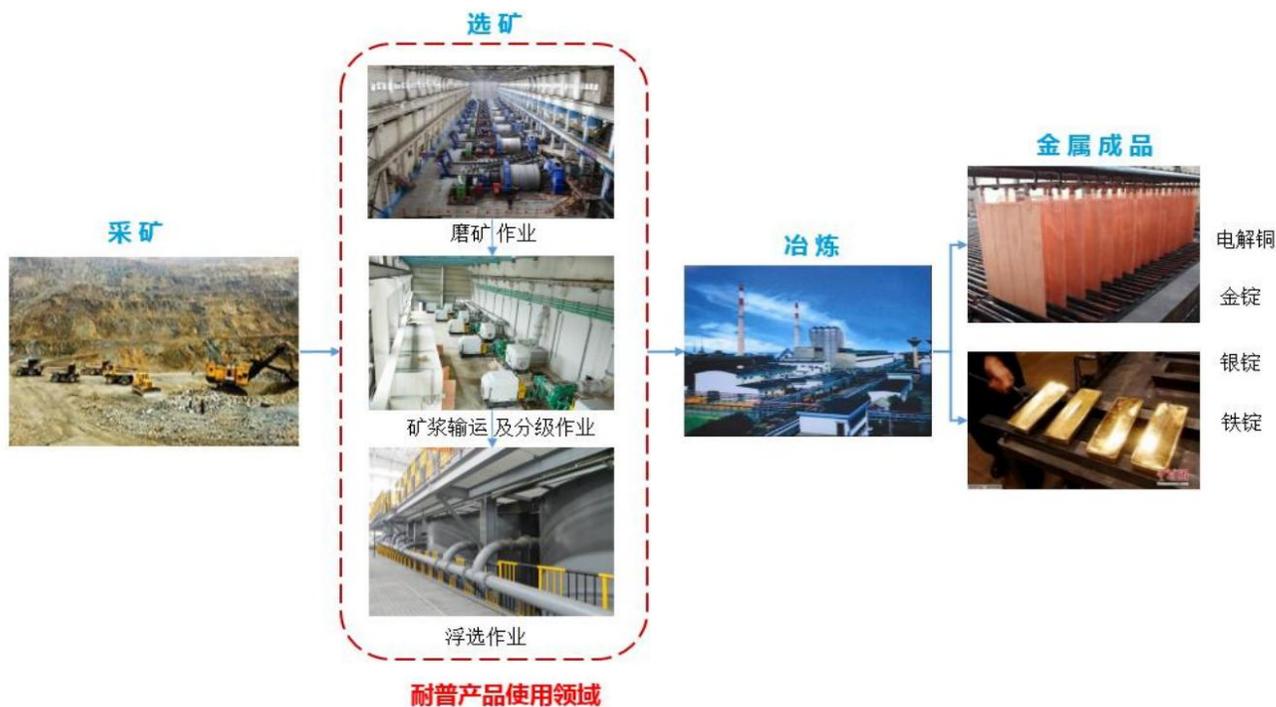


2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

2.2公司产品与选矿环节深度绑定，产品覆盖全面

- ◆ 公司产品和技术全部应用于选矿环节，与选矿环节景气度高度相关。公司产品具体应用于磨矿、矿浆输送及分级和浮选作业。
- ◆ 公司选矿设备包含渣浆泵、旋流器及圆筒筛等，耐磨备件包含渣浆泵过流件，磨机橡胶复合衬板，圆筒筛及振动筛橡胶筛网，浮选机叶轮、定子，耐磨管道等。

图：公司产品全部使用于选矿领域



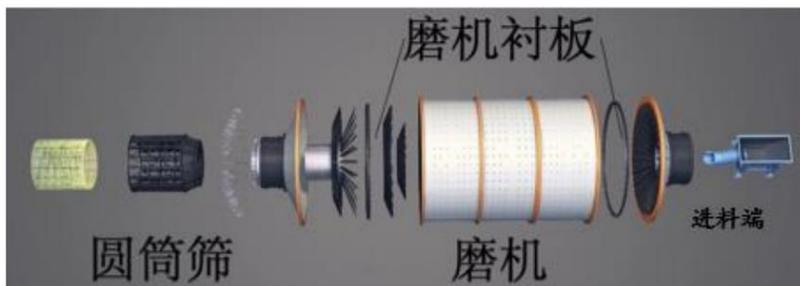
2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

2.2公司产品与选矿环节深度绑定，产品覆盖全面

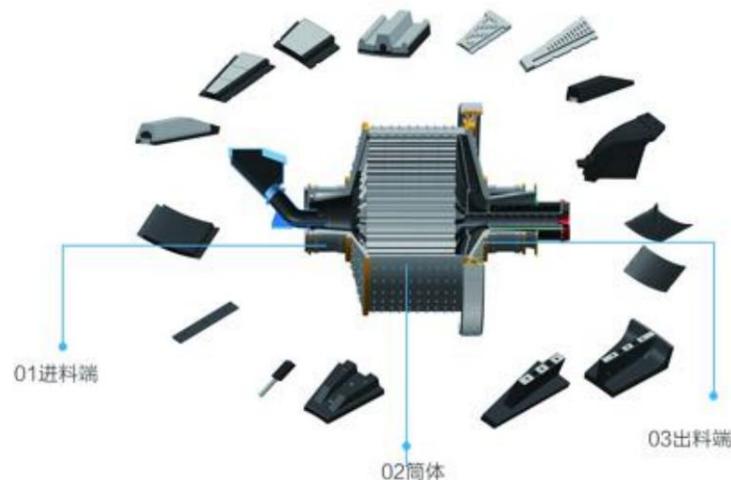
碎磨作业系统：

- ◆ 磨矿的主要设备为磨机，负责矿石的研磨。圆筒筛及振动筛是磨机配套的附件产品，装配于磨机出料口，用于磨机出料的筛分与选别，并将磨机排出矿浆中的碎钢球、难磨粒子排出筒筛。
- ◆ 磨机衬板的作用是保护磨机筒体免受研磨体和物料直接冲击和磨损，保障磨机长时间稳定的生产运营。

图：磨矿系统组成图



图：磨机结构及配件分解图



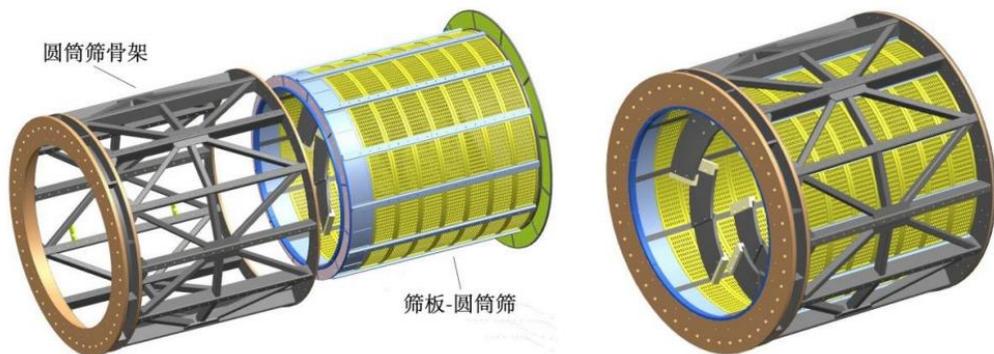
2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

2.2公司产品与选矿环节深度绑定，产品覆盖全面

碎磨作业系统：

- ◆ **圆筒筛**：属于磨机配套的附件产品，装配于磨机出料口，用于磨机出料的筛分与选别。
- ◆ **橡胶筛网**：属于筛分类设备的备件，装于圆筒筛及振动筛。按照选矿工序特定要求对不同粒度的矿石进行分级。

图：橡胶耐磨圆筒筛



图：橡胶筛板



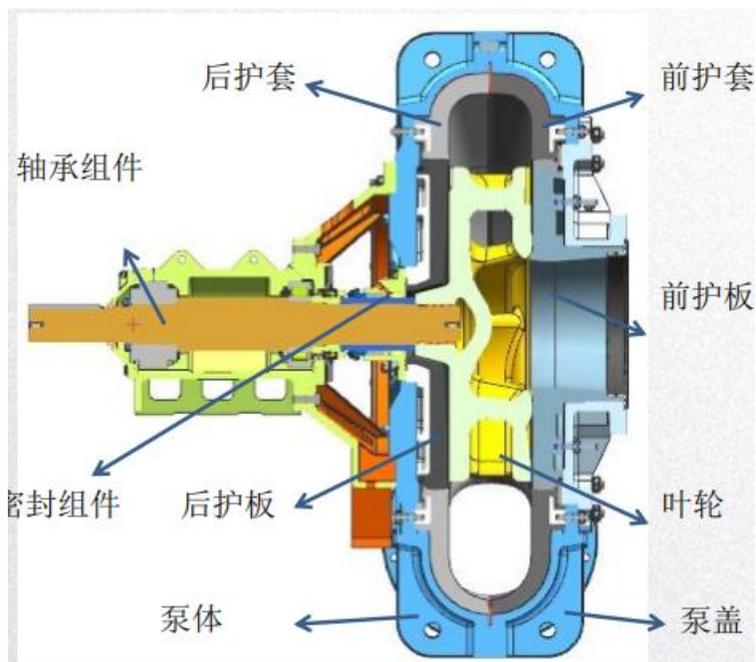
2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

2.2公司产品与选矿环节深度绑定，产品覆盖全面

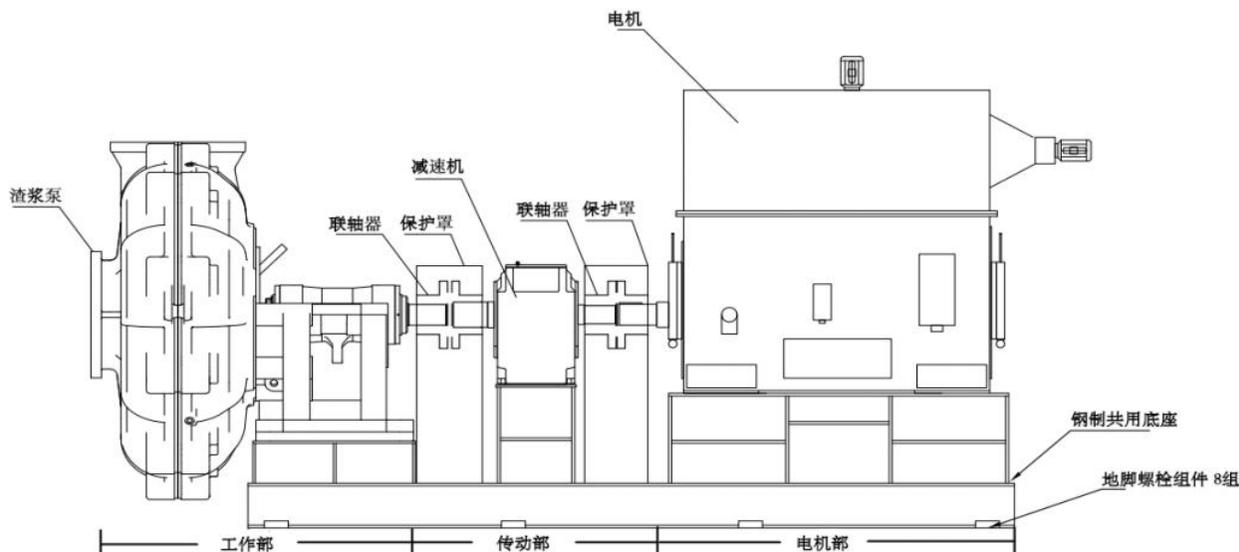
矿浆输送分级作业系统：

- ◆ 矿浆输送的主要设备为渣浆泵。公司以橡胶耐磨衬里备件为核心，改良传统金属内衬渣浆泵机体，自主研发设计生产出新型离心式橡胶衬里渣浆泵。
- ◆ 渣浆泵整机则是通过系统集成设计，将渣浆泵本体与电机、减速机 and 变频器、自动化系统等辅助设备组装而成的具有完整功能的智能化设备系统，主要用于选矿流程的矿浆输送。
- ◆ 公司目前已有超过3000台各类型号的渣浆泵应用于全球各大矿山选矿厂。

图：渣浆泵结构示意图



图：渣浆泵整机机组



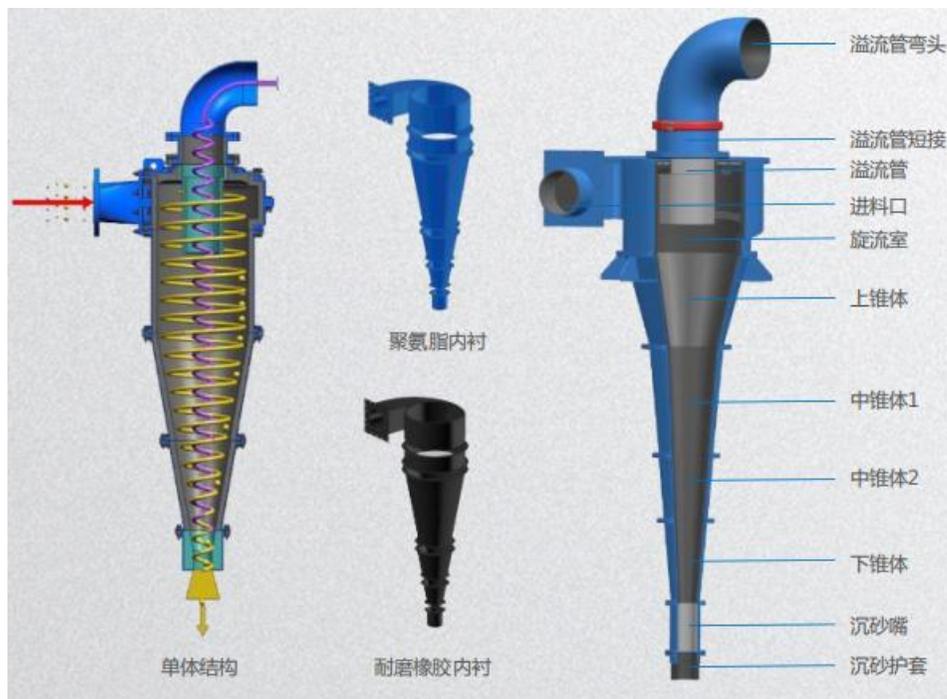
2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

2.2公司产品与选矿环节深度绑定，产品覆盖全面

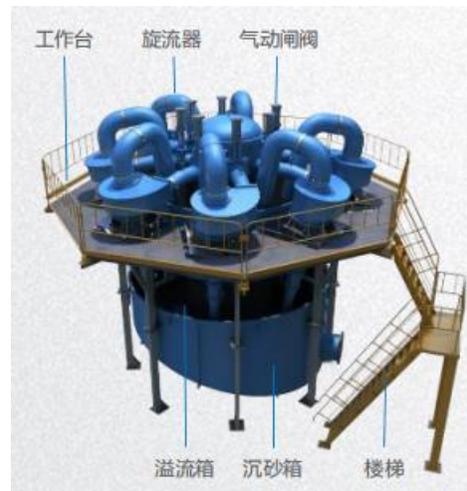
矿浆输送分级作业系统：

- ◆ **水力旋流器是一种常见的分离分级设备。**广泛用于有色、黑色金属矿山选矿的闭路磨矿分级、开路分级等工艺流程中，提高金属的回收率，增加处理量，进而提升选矿的经济效益。尤其在细粒分级作业中极为有效，也可用于脱泥、除砂和浓缩等其他作业。

图：旋流器结构示意图



图：旋流器整机



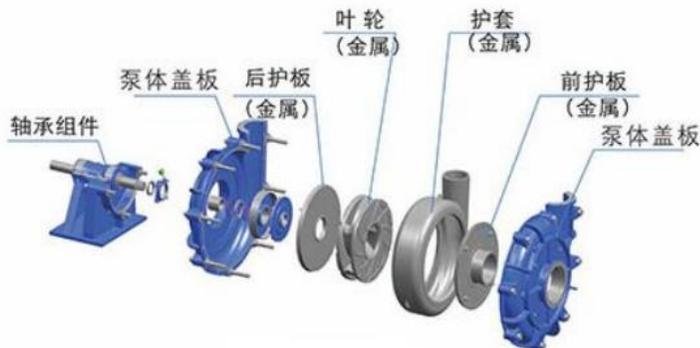
2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

2.2公司产品与选矿环节深度绑定，产品覆盖全面

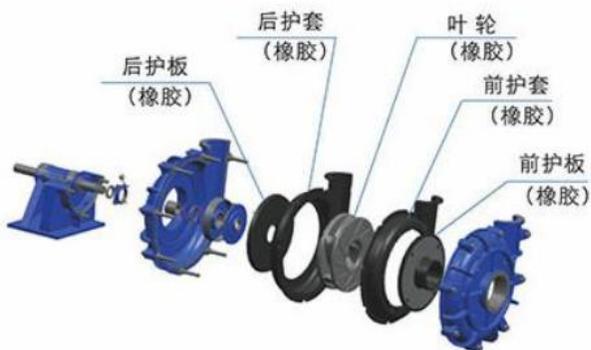
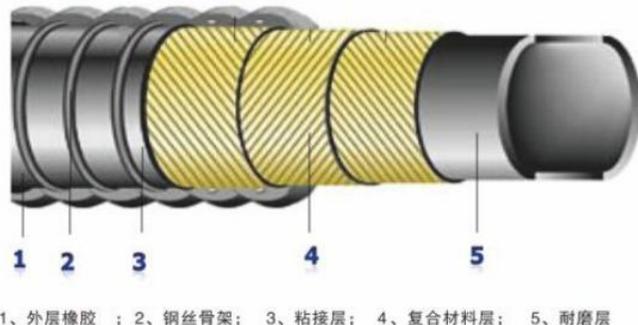
矿浆输送分级作业系统：

- ◆ 渣浆泵运行中内部部件直接与含固态颗粒矿浆接触，易磨损损耗，必须定时停机维护更换。渣浆泵橡胶耐磨内里备件主要由橡胶前后护套、橡胶前后护板和橡胶叶轮等构成。
- ◆ 橡胶软管和钢橡复合管均为输送高磨蚀度矿浆载体。相较传统金属钢管拥有更长寿命且不易堵塞。

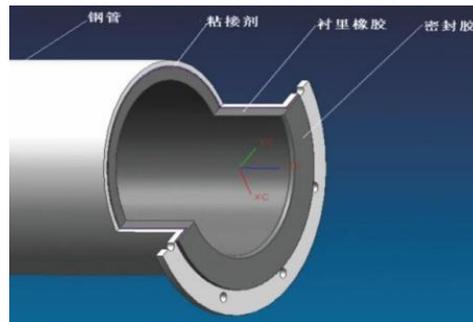
图：渣浆泵工作部备件结构图



图：橡胶软管结构图



图：钢橡复合管结构图



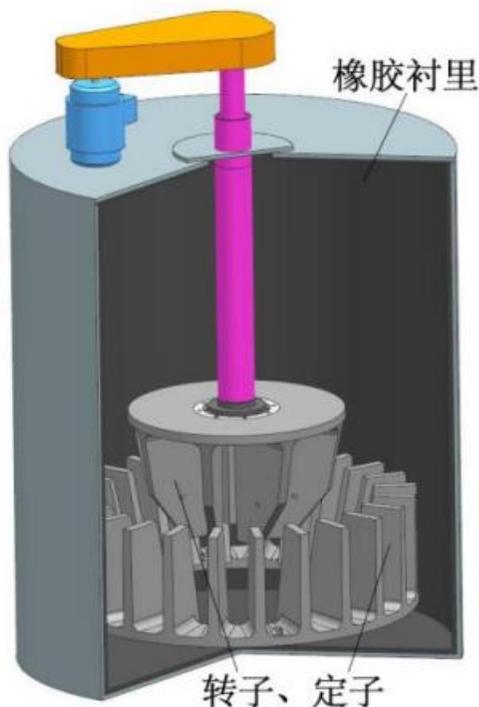
2.选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

2.2公司产品与选矿环节深度绑定，产品覆盖全面

浮选作业系统：

- ◆ **浮选的主要设备为浮选机。**经过水力旋流器分级后的矿浆进入浮选系统作业，加入浮选药剂后在浮选机搅拌，并导入空气形成气泡，反应处理使得有用矿物选择性地附着在气泡上，通过不停的搅拌溢出以达到分选矿物质的目的。
- ◆ **浮选机转子定子易损耗，具备消耗品属性。**其转子作为轴承支撑的旋转体，用于搅拌矿浆、空气及浮选剂；定子起导流作用使设备平稳运转、提高浮选效率的装置。由于长期与矿物泥浆直接接触，转子定子易磨损损耗，必须定时更换维护。

图：浮选机结构图



图：浮选机橡胶耐磨转子及定子



01

深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

02

选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

03

橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

04

盈利预测及投资建议

05

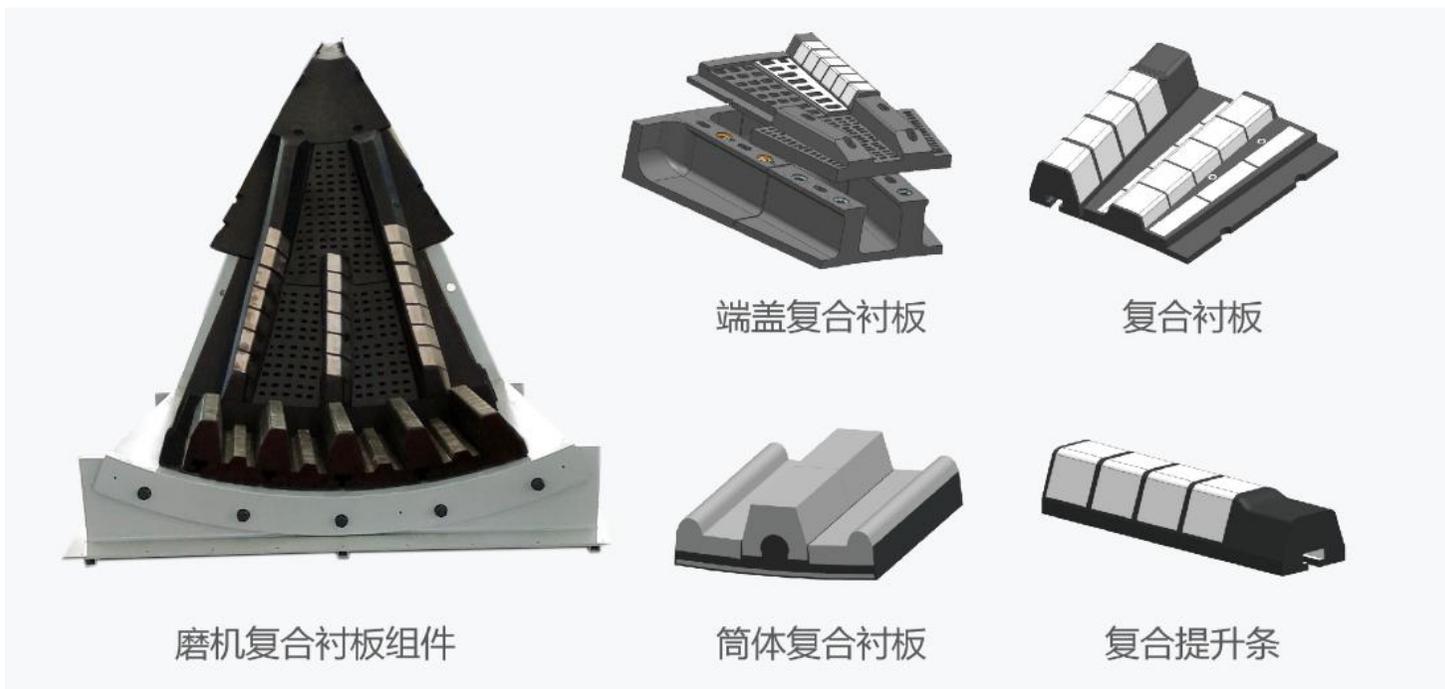
风险提示

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.1选矿备件具备明显的耗材属性，橡胶耐磨备件优势显著

- ◆ **选矿备件具备明显耗材属性。**通常而言各类矿山工作环境较差，选矿设备运行条件恶劣，使得大型现代化矿山选矿厂日常运营中必须周期性的更换生产线中的各类备件以保障主机的使用，因此选矿厂日常运营对选矿设备及备件的损耗量大，备件更换频次高，因而备件更换需求稳定。
- ◆ **公司复合衬板包括进料端衬板、筒体衬板和出料端衬板三个部分。**以江西铜业德兴大山选矿厂 $\Phi 10.37*5.19\text{m}$ 半自磨设备备件使用寿命为例，传统金属进料端衬板使用寿命3个月左右，而公司生产的进料端复合衬板，使用寿命提高到了5个月，实现了与筒体衬板同步，减少了选矿厂设备停机次数，提升了设备运转效率。

图：公司复合衬板产品



3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.1选矿备件具备明显的耗材属性，橡胶耐磨备件优势显著

◆ **衬板方面：**根据秦冠迎、刘民卫等发表的《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，橡胶衬板相对传统锰钢衬板有诸多优势：

- ①重量轻：橡胶衬板单套重量低于锰钢衬板36吨。
- ②噪音低：以球磨机衬板为例，橡胶衬板的噪音比锰钢衬板低12.3分贝，根据公司招股书披露，使用公司的橡胶衬板可较使用金属衬板降低噪音8-10分贝。
- ③使用寿命长：橡胶衬板使用周期高于锰钢衬板1440小时。
- ④吨矿电耗较低：橡胶衬板吨矿电耗4.90kWh/t，略低于锰钢衬板。

图：橡胶衬板和锰钢衬板基础指标对比

衬板材料	使用周期 /h	衬板重量 / (t/套)	噪音 /dB	吨矿球耗 / (kg/t)	日用电量 / (kWh)	吨矿电耗 / (kWh/t)
锰钢衬板	5 760	76	100.5	0.66	17 792	5.08
橡胶衬板	7 200	40	88.2	0.64	17 167	4.90

图：橡胶衬板和锰钢衬板生产指标对比

衬板材料	处理矿量 / (t/d)	给矿粒度 (-6 mm) %	排矿细度 (-0.074 mm) %	溢流细度 (-0.074 mm) %	溢流浓度 %	总回收率 %
锰钢衬板	3 500	65.38	20.56	29.0	58.5	91.67
橡胶衬板	3 580	67.21	19.25	29.5	57.4	92.06

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.1选矿备件具备明显的耗材属性，橡胶耐磨备件优势显著

- ◆ **管道方面：**根据解钊等发表的《复合耐磨材料在甲玛选矿厂的应用与实践》，橡胶复合管道相对传统金属管道有明显经济优势。
- ◆ **复合材料管道更适合恶劣环境。**复合管道具有钢管道连接方便、陶瓷的耐磨性、橡胶热胀冷缩的弹性等优点。具有耐磨、耐腐蚀、耐高压等特点适合极端恶劣环境使用。

图：各类管道优缺点对比

	优点	缺点
普通耐磨钢管道	连接方便、耐高压、较耐磨损。	不耐腐蚀，冲蚀磨损下使用周期短。
耐磨钢衬瓷管	连接方便、耐高压、耐磨损。	陶瓷贴合在钢管内壁，高原昼夜温差大，热胀冷缩使陶瓷大片脱落而周期变短。
钢丝缠绕PE管	质量轻、较耐磨、耐腐蚀。	高压冲蚀磨损下使用周期短。
陶瓷橡胶钢复合材料	具有钢管道连接方便、陶瓷的耐磨性、橡胶热胀冷缩的弹性等优点。具有耐磨、耐腐蚀、耐高压、适应高原昼夜温差大等特点。	造价高，但是性价比也高。

图：陶瓷橡胶钢复合管道和普通管道成本对比

产品名称	使用位置	更换周期/月	单价/元	更换数量/套	年费用/元
陶瓷橡胶钢复合管道	球磨机泵池至旋流器上浆管路	48	95000	4	95000
普通钢衬瓷管道		12	82000	4	328000
陶瓷橡胶钢复合管道	旋流器到球磨机的沉砂弯管	12	12000	2	24000
普通钢衬瓷管道		3	8000	2	64000

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.1选矿备件具备明显的耗材属性，橡胶耐磨备件优势显著

- ◆ 公司橡胶耐磨材料产品拥有五大应用优势，在多方面相对传统金属备件形成领先。
- ◆ 在双碳大背景下，选矿设备绿色环保是未来趋势。国家对矿山，冶金，化工等行业的严格把关，众多的节能型选矿设备将成为机械行业发展的趋势，节能环保选矿设备将成为矿山机械行业新宠儿，橡胶耐磨备件作为绿色环保的新产品，未来有望逐步替代传统金属耐磨材料。

图：公司耐磨材料应用优势总结

耐普矿机高分子耐磨材料的应用优势	具体内容
耐磨性好，使用寿命更长	耐磨性能是公司橡胶材料较传统金属材料最为显著的优势，根据不同配方和选矿工序的要求，公司新材料产品在耐磨性方面通常较传统金属材料提高1.5-2倍。根据公司客户江西铜业、太钢集团岚县矿业有限公司、额尔登特矿业公司（Erdenet）、丰宁鑫源等出具的产品使用报告书，公司的橡胶耐磨材料在圆筒筛、球磨机格子板、渣浆泵过流件等产品中的使用寿命为金属材料的1.5-3倍，更适合生产工艺的需要。
质量轻，节能优势显著	公司使用的橡胶弹性体等材料密度低于传统金属材料，橡胶密度仅为金属密度的约1/6，使得公司产品在作业过程中的电耗更低、节能减排的优势明显。尤其是磨矿工序耗电电能较大。选矿企业的生产能力通常由磨矿工序的生产能力决定，而磨矿作业的动力消耗通常占选矿厂动力消耗总量的50%以上。
耐腐蚀性好，应用领域更广	橡胶耐磨材料具有良好的耐腐蚀特性，并且可以根据各种矿石的矿物含量和化学成分调整材料配方，有针对性的增强选矿设备及其备件在特定工况环境下的耐腐蚀性能。公司的新材料选矿设备完全能够满足浮选环节恶劣工况条件下的作业要求，并已经成为相关特定产品的首选方案。
环保优势	公司产品的原材料为天然橡胶，作为提取自橡胶树、橡胶草的农业产品，该等原料具有良好的可再生性和环境友好性。橡胶耐磨材料与金属材料相比阻尼更高、弹性更大，因此在发生大量冲击、碰撞的选矿环节，公司研发的橡胶耐磨材质选矿设备可以更大程度地降低噪声。
安装便利性优势	橡胶耐磨选矿设备及备件在重量上显著轻于传统金属产品，在需要频繁更换易耗备件或过流件的选矿领域，这一特性为相关更换作业带来了极大的便利。在投入的人力、设备和时间等方面，使用橡胶备件较金属备件具有明显优势。

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.2行业壁垒明显，公司产品获国内外客户认可

- ◆ 矿山选矿环境复杂多变，对耐磨材料性能要求各不相同。公司技术中心下设材料工程室配有高分子材料专业、金属材料专业等多专业工程技术人员从事耐磨材料研发，公司在高分子耐磨材料和金属耐磨材料及两者复合应用上，具有先进的理论和技术水平。
- ◆ 目前，公司高分子耐磨材料研究以橡胶为主，通过多年的技术积累和研究，针对不同的工况环境和选矿设备特性，已研发出十余种橡胶混炼配方，不同的混炼胶种都研究和制定了炼胶、硫化工艺，还配备了全套橡胶检测设备，保证了材料性能的稳定性。
- ◆ 由于选矿工况条件复杂多样，虽然单一材料的研究已经达到了较高水平，但单一材料在特定工况条件下或特定选矿设备上的应用的局限性已经表现的比较明显，相关备件的使用寿命提升出现瓶颈，制约了选矿设备的整体运行效率。

图：公司所处行业主要拥有三大壁垒

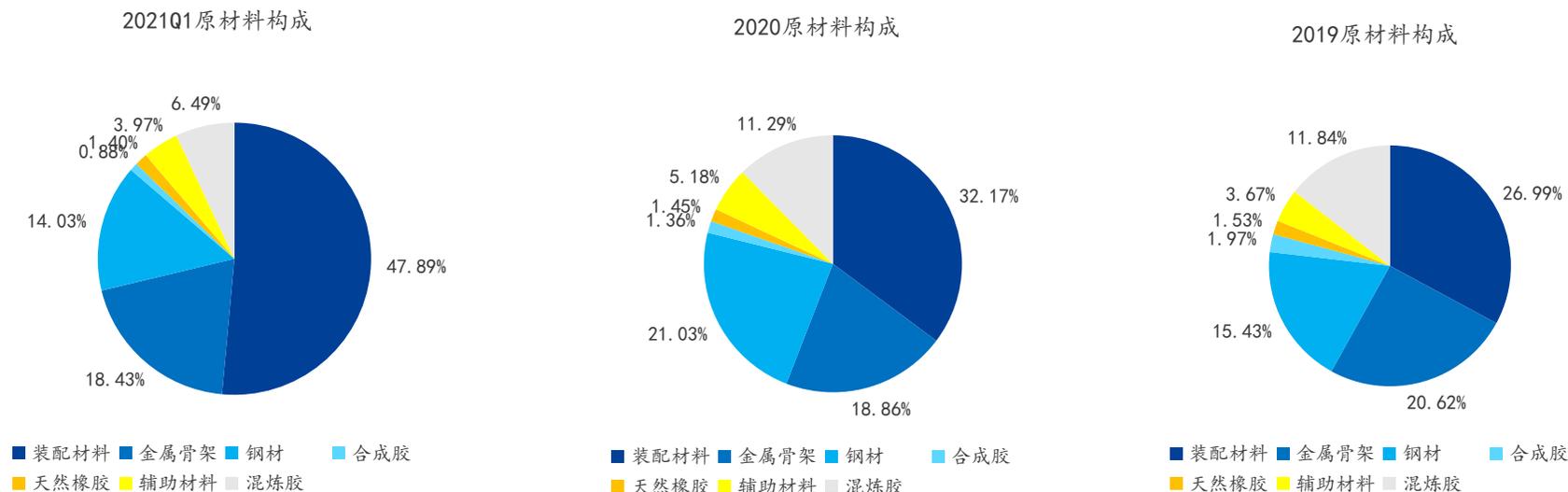
行业壁垒	具体内容
大型矿业公司供应商的认证壁垒	选矿备件作为选矿设备运转不可缺少的消耗件，其稳定可靠的品质保障矿业公司的日常生产经营。供应商产品不仅要达到审核的标准，还需通过现场实际使用测评。因而一旦确定合作关系，为保证其选矿厂维持稳定的生产经营，大型矿业公司不会轻易改变供应商。这种严格的供应商资质认证机制以及长期战略合作关系，对拟进入该行业的企业形成了较高壁垒。
技术经验壁垒	选矿设备制造企业的产品需要根据矿山客户的具体需求及工况条件的实际情况，经现场测绘后定制生产，且对生产加工的精度要求较高。此外，对于使用橡胶耐磨材料的各类产品，企业一般需要自行开发、设计模具。因此选矿设备制造企业需要拥有较强的技术研发能力、产品设计能力和生产能力，存在较高技术壁垒。
规模经济壁垒	选矿设备制造行业规模经济效应明显。企业产能在得到充分利用前，生产规模越大，机器设备及生产辅助设施的利用率就越高，而单位产量的设备投资及人工费用就相应减少。随着规模效应的逐步显现，企业生产效率的释放将大幅提升市场竞争力。规模经济效应导致市场新进入者在初创期需要大量的资金投入，且短期内无法具备明显的市场竞争力，因此选矿设备制造行业具有规模经济壁垒。

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.2行业壁垒明显，公司产品获国内外客户认可

- ◆ 橡胶原材料占采购总额逐步下降，公司对抗橡胶材料价格波动能力逐步增强，但更易受钢材等材料价格波动影响。
- ◆ 从原材料构成来看2019-2021年Q1，公司对外采购橡胶类材料主要包括天然胶、合成胶以及混炼胶，合计占比分别为15.89%、14.10%和8.77%，处于逐步下降趋势，可推断公司对橡胶原材料的利用率逐步提升。

图：2019-2021Q1公司原材料构成



3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.2行业壁垒明显，公司产品获国内外客户认可

- ◆ 公司自主研发制造的450NZJA、550NZJA、650NZJA、750NZJA规格的大型渣浆泵在大型渣浆泵领域具有较强的竞争力，可媲美同类型欧美大型公司产品如WEIR、KSB、KREBS等。公司出口口径450mm以上规格的大型渣浆泵已广泛应用于KS0金矿公司、额尔登特矿业公司、阿拉马雷克、江西铜业、伊春鹿鸣、太钢集团岚县矿业有限公司等大型矿山项目。
- ◆ 公司 Φ 838-7水力旋流器组打破了国际巨头垄断，填补了国内大型水力旋流器组空白。
- ◆ 公司拥有8000吨平板硫化机和 Φ 4500 \times 17000m硫化罐，公司对大型选矿设备橡胶耐磨备件的制造能力和制造工艺均处于国内前沿。

图：公司650NZJA出口厄瓜多尔米拉多



图：公司 Φ 838-7旋流器组在额尔登特矿业公司使用



3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.2行业壁垒明显，公司产品获国内外客户认可

- ◆ 公司复合衬板截面形状设计合理、耐磨金属材料可选范围广。公司已开发出多种耐磨金属材料，以适应不同磨机规格、不同工况环境，从而选取最优配置达到设计要求。
- ◆ 目前公司复合衬板广泛应用于国内外客户。

图：公司磨机衬板类产品应用于德兴铜矿



图：公司复合衬板应用于江铜银山矿



图：公司球磨机衬板应用于蒙古额尔登特铜矿



图：公司复合衬板应用于澳大利亚客户

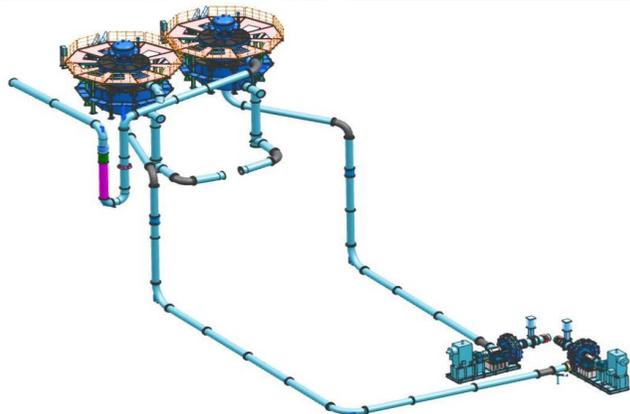


3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.2行业壁垒明显，公司产品获国内外客户认可

- ◆ 公司钢橡复合管及橡胶软管产品技术优势明显，具有适用范围广、耐磨性能好、防腐性能好等诸多优势，目前在海外矿山有良好应用。

图：额尔登特扩产项目DN600/DN700旋流器上浆管、沉砂管及溢流管



图：俄罗斯重工乌兹别克斯坦项目 ϕ 450橡胶软管



3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.2行业壁垒明显，公司产品获国内外客户认可

- ◆ 2022年公司前五大客户合计销售金额5.12亿元，占年度销售总额68.42%，第一大客户占比28.52%。公司客户主要分三大类：
- ◆ 第一类：直接矿山客户，如江西铜业、紫金矿业、额尔登特矿业等。
- ◆ 第二类：整机设备客户，如中信重工、北矿科技等，该客户采购公司橡胶耐磨备件作为配套产品，销售给第三方客户。
- ◆ 第三类：直接竞争对手，如美伊电钢，该类型客户自身只生产金属备件，橡胶耐磨备件从公司采购。

图：公司全球主要客户梳理

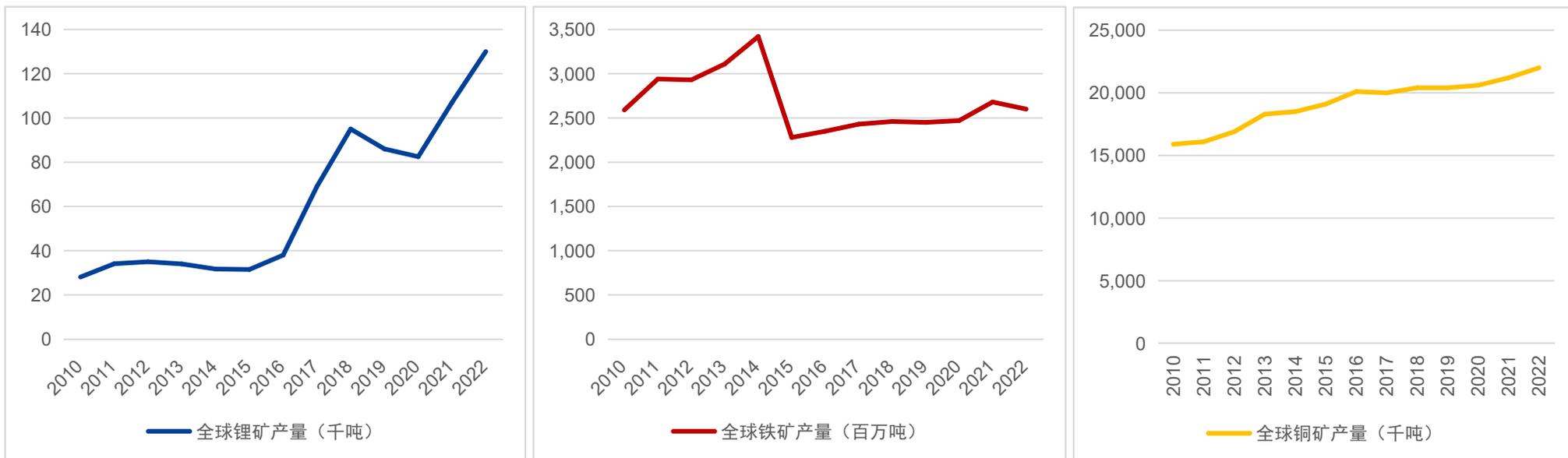
名称	公司简介
江铜集团	中国铜行业和江西省规模最大、现代化程度最高、资产质量最优的国有大型企业集团。公司的阴极铜产量居全国首位、世界铜行业第二，黄金、白银产量居全国前列，此外，硒、碲、氧化砷等稀贵稀散金属和铅锌、稀土精矿等产品在全国也占有较大市场份额。
铜陵有色	公司是集采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业，业务范围涵盖铜矿采选、冶炼及铜材深加工等，公司主要产品涵盖阴极铜、黄金、白银、铜线、铜板带以及铜箔等。公司属有色金属行业，是基础原材料产业，主产品阴极铜是重要的基础原材料和战略物资，广泛应用于电力、建筑、汽车、家电、电子、国防等多个领域。
中信重工	公司是一家重型装备制造企业，主要从事重型装备、机器人及智能装备、工程成套、节能环保装备及其他基础工业领域的大型设备、大型成套技术装备及大型铸锻件的开发、研制及销售，并提供相关配套服务和整体解决方案。公司已建立了矿山重型装备领域首个企业国家重点实验室。公司是国家级工业设计中心、国家级企业技术中心、国家高新技术企业。
紫金矿业	公司是一家以金、铜、锌等金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，目前形成了以金、铜、锌等金属为主的产品格局。公司是中国控制金属矿产资源最多的企业之一，公司在地质勘查、湿法冶金、低品位难处理矿产资源综合利用、大规模工程化开发以及能耗指标等方面居行业领先地位。
北矿院	属国家首批创新型科技企业，核心主业为与矿产资源开发利用相关的工程与技术服务、先进材料技术与产品和矿产资源循环利用及环保，在采矿、选矿、有色金属冶金、工艺矿物学、磁性材料、工业炸药、选矿设备、环境工程、表面工程技术及相关材料等研究领域具备国家领先水平。
美伊电钢	美伊电钢致力于采矿、建筑行业的钢铁业务，此领域内的净销售额超过5.5亿美元。服务领域：机械修理、工程服务和设计、早期预警、单点磨损和性能追踪、废弃物回收项目。业务范围为矿山机械耐磨件的生产、销售。
额尔登特矿业	是亚洲最大的铜钼采矿和选矿企业之一。公司主要经营钨和钼等。公司坚持“客户为本”的原则为广大客户提供优质的服务。
KAZ Minerals PLC	KAZ Minerals PLC是一家英国的铜公司。该公司通过五个部门在自然资源行业中运营：东部地区，Bozymchak, Bozshakol, Aktogay和采矿项目。东部地区，Bozshakol和Aktogay分部在哈萨克斯坦从事铜和其他金属的开采和加工。Bozymchak板块在吉尔吉斯斯坦从事铜和金的开采和加工。采矿项目分部从事哈萨克斯坦金属矿床和加工设施的开发。东部地区部分包括实体Vostoksvetmet LLC (VCM)，其主要活动是铜和其他金属的开采和加工，这些副产品是由位于哈萨克斯坦东部地区的四个地下矿山和三个选矿厂的副产品生产的。
Oyu Tolgoi LLC	奥尤陶勒盖有限公司是一家外资矿业公司，其拥有蒙古南部奥尤陶勒盖地区的铜金矿项目的采矿权，奥尤陶勒盖项目是目前世界上最大的铜矿之一。奥尤陶勒盖有限公司北京代表机构为其驻华机构，主要为母公司提供在华有关矿业技术、矿山工程管理、矿山设施建设、服务与货物采购营销等方面的联络工作。

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.3产品应用延伸，新能源快速发展带动有色金属需求高涨

- ◆ 公司产品目前主要应用于铜矿和铁矿，年报披露23年将逐步开拓锂矿市场。
- ◆ 铁矿产量保持稳定，在新能源行业带动下，铜矿及锂矿产量逐年上升。根据美国地质调查局数据，受益于新能源行业发展，全球锂矿产量从2010年的2.8万吨提升至2022年的13万吨，全球铜矿从2010年的1590万吨提升至2022年的2200万吨。铁矿产量稳定，2022年产量为26亿吨。
- ◆ 从矿产资源和下游需求来看，铜矿、铁矿、锂矿产量基数巨大，且铜矿锂矿仍有上升趋势，公司产品业务拓宽后有望打开新增长空间。

图：全球铁矿、锂矿和铜矿产量

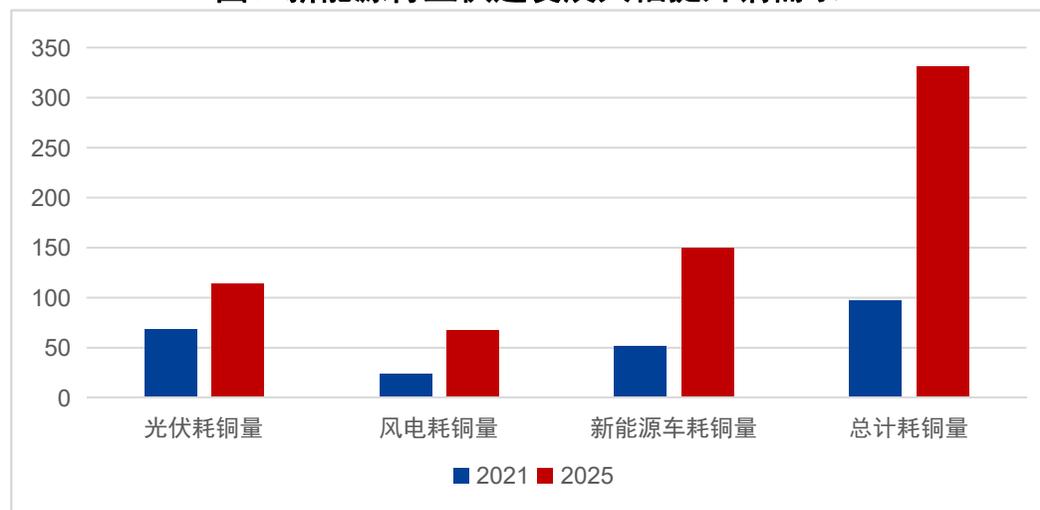


3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.3产品应用延伸，新能源快速发展带动有色金属需求高涨

- ◆ 新能源行业景气度持续向好将有效带动铜需求。
- ◆ 光伏：中国光伏行业协会数据显示，2021年全球光伏市场新增装机量170GW，预计2025年全球光伏市场新增装机量将到达286GW。根据国际铜业协会（ICA）数据，光伏领域单位耗铜量为每兆瓦4吨。由此得出，2021年全球光伏耗铜量为69万吨，预计2025年全球光伏耗铜量114.4万吨。
- ◆ 风电：全球风能理事会（GWEC）数据显示，2021年全球风电市场新增装机量40GW，预计2025年全球风电新增装机量112GW。根据ICA数据，风力发电机组单位耗铜量为每兆瓦6吨。2021年全球风电耗铜量为24万吨，预计2025年全球风电耗铜量67.2万吨。
- ◆ 新能源汽车：根据EVTank数据，2021年全球新能源汽车销量625万辆，预计2025年全球新能源汽车销量1800万辆。根据ICA数据，新能源汽车单位耗铜量为每辆83千克。2021年新能源汽车耗铜量为51.88万吨，预计2025年全球新能源汽车耗铜量为149.4万吨。2021年全球新能源领域耗铜量为97.2万吨，预计2025年全球新能源领域耗铜量为331万吨。

图：新能源行业快速发展大幅提升铜需求



3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.3产品应用延伸，新能源快速发展带动有色金属需求高涨

- ◆ 备件市场空间巨大，橡胶耐磨备件从0到1。我们根据2020年公司披露的江西铜业采购量和其他公开数据测算了备件市场的空间，并包含以下假设
- ◆ 1) 基于公司与江西铜业长时间的紧密合作，我们合理假设公司备件出货量占江铜备件采购比重在乐观、中性和悲观预期下分别为16%、20%和24%。
- ◆ 2) 假设单吨铜矿所需备件价值量保持稳定。
- ◆ 3) 假设全球铜矿产量不变。
- ◆ 测算得出乐观情况下，橡胶备件渗透率为30%、50%时，每年全球铜矿用耐磨备件市场空间分别为43.01亿元和71.68亿元，如为悲观情况下，则渗透率为30%、50%时，每年全球铜矿用耐磨备件市场空间分别为28.69亿元和47.79亿元。如叠加铜、锂等主要矿产橡胶备件需求，则市场空间更为广阔。

图：全球铜矿用橡胶耐磨备件市场空间

江铜采购耐普产品价值量（亿元）		0.334	
橡胶耐磨备件占比		65%	
耐普占江铜备件采购比重	24%	20%	16%
江铜每年采购备件价值量（亿元）	0.91	1.09	1.36
江西铜业每年自产铜精矿生产量（万吨）		20.86	
生产每万吨铜矿每年所需备件价值量（万元）	434.45	521.33	651.67
全球铜矿产量（万吨）		2200	
渗透率10%时每年全球铜矿橡胶备件需求（亿元）	9.56	11.47	14.34
渗透率30%时每年全球铜矿橡胶备件需求（亿元）	28.67	34.41	43.01
渗透率50%时每年全球铜矿橡胶备件需求（亿元）	47.79	57.35	71.68

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.4一带一路战略为公司带来巨大机遇，EPC项目有望放量

- ◆ “一带一路”中的沿线国家拥有丰富的矿产资源，是世界矿物原材料的主要供给基地。其中，中亚地区矿产资源集中且非常丰富，目前发现有25处百吨以上金矿床、17处千万吨以上铜矿床、6处50万吨以上铝矿床、23处500万吨以上铅锌矿床、8处30万吨以上锑矿床、4处100万吨以上稀土矿床、30处2万吨以上铀矿床，该地区各类矿产资源储量均居世界前列；
- ◆ 中蒙俄经济走廊中的蒙古国、俄罗斯的煤、铜等矿产资源丰富，部分大矿储量在国际上处于领先地位；东南亚诸国有长达2,500千米的锡矿带，也是全球最为著名的宝玉石产区；同时，作为21世纪海上丝绸之路的自然延伸，拉美国家如智利、秘鲁等更是全球铜矿等储量、分布最为集中的地区。
- ◆ 上述地区尽管矿产资源丰富，但是普遍存在勘探开发开采能力相对较弱的问题。

图：“一带一路”沿线重要固体矿产资源储量、产量、消费量

矿种	单位	储量	储量占世界比例/%	产量	产量占世界比例/%	消费量	消费量占世界比例/%
铜	万 t	23 269	32.3	486.4	26.3	14 502	63.7
金	t	16 400	26.1	1 008	33.6	2 430	71.1
镍	万 t	1 850	23.4	104.2	41.2	84.2	49.7
铝土矿	亿 t	53	18.9	1.14	41.7	1.4	50
铁矿石	Mt	67 800	35.7	631	28.6	1 400	73.7
铅	万 t	2 976	33.4	261.4	55.5	572.8	56.1
锌	万 t	5 200	26	607	45	856.6	62.6
锡	万 t	307	63.9	5.95	22	23.6	85
钾盐	Mt	2 582	69.8	18.99	55	26	64
磷矿	亿 t	112.2	16.3	1.4	62	1.4	72

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.4一带一路战略为公司带来巨大机遇，EPC项目有望放量

- ◆ 公司以国内大型、特大型矿山市场为基础，逐步走向国际市场。目前，公司正在非洲赞比亚、南美洲智利、欧洲塞尔维亚建设生产基地，建设完成后，公司将拥有覆盖全球的连锁工厂。赞比亚工厂将于2023年下半年建成投产、智利工厂预计2025年上半年投产、塞尔维亚工厂将于2023年下半年启动建设（2025年建成投产）。
- ◆ 营销方面，公司以上海耐普矿机为统筹，在蒙古国、智利、秘鲁、厄瓜多尔、赞比亚、墨西哥、新加坡、澳大利亚、塞尔维亚等多个国家设立了全资子公司，在老挝、菲律宾、哈萨克斯坦、刚果金等多个国家设立了办事处，形成了覆盖全球的营销的网络。

图：公司全球服务网点



图：公司业务覆盖全球诸多地区

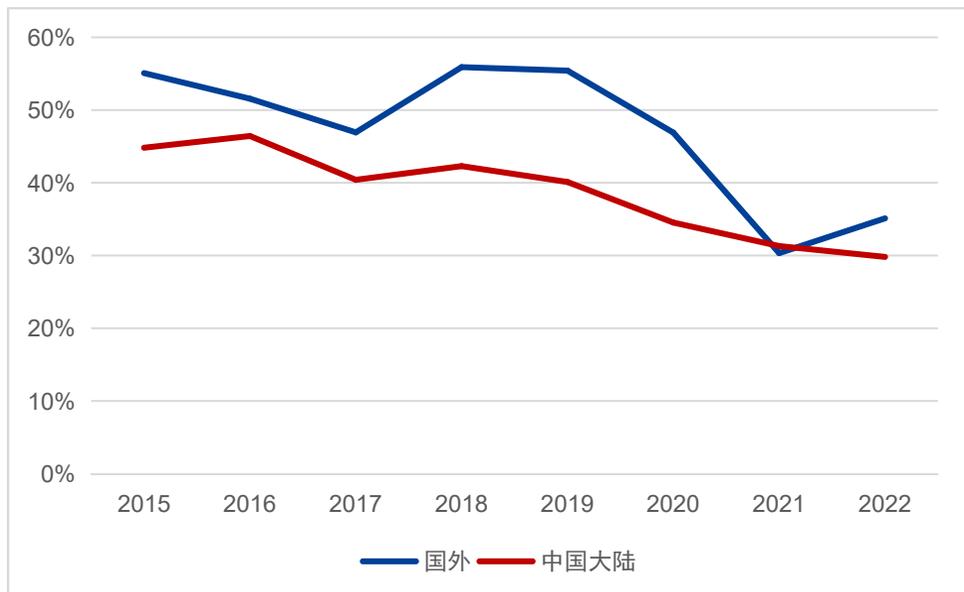


3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

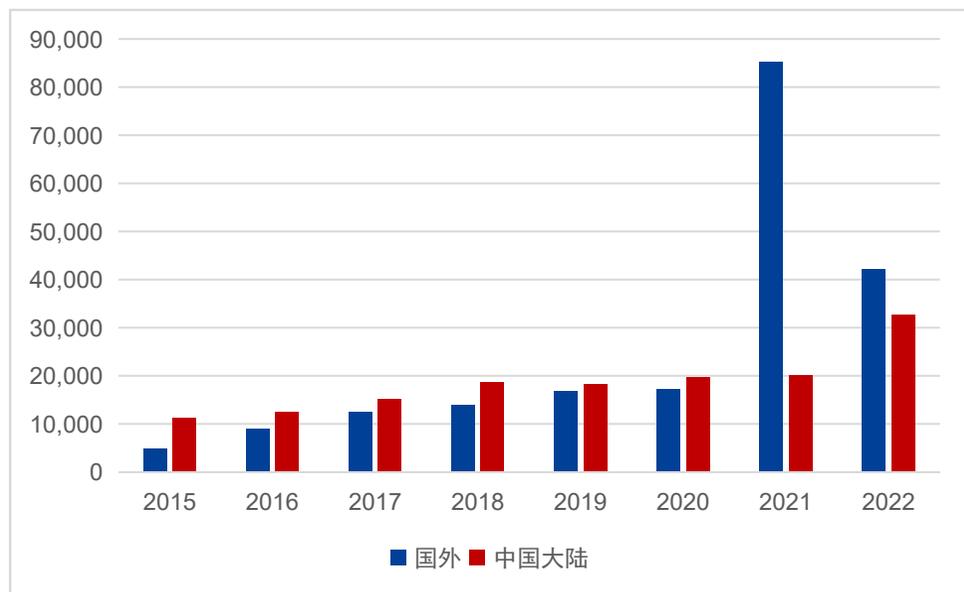
3.4一带一路战略为公司带来巨大机遇，EPC项目有望放量

- ◆ 公司海外业务毛利率较高，增速较快。公司2022年海外收入占比56.24%，国内收入占比43.76%，较2021年下降较大的主要原因系海外大订单蒙古国额尔登特EPC项目基本于21年交付，2021年额尔登特EPC项目确认收入6.83亿元，2022年只有1.6亿元。从毛利率角度看，2022年海外业务毛利率35.11%，除2021年以外均明显高于国内业务。
- ◆ 公司在公开投资者交流纪要中表示预计三年后公司出口收入占比提高到65%以上，在海外业务放量后，公司盈利能力将会有有效提升。

图：公司国内外业务毛利率对比



图：公司国内外业务营收对比



3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.4一带一路战略为公司带来巨大机遇，EPC项目有望放量

- ◆ **公司EPC项目持续受益于“一带一路”政策。**早在2011年，耐普矿机就与中信重工在额尔登特选矿厂3号线磨机制造上展开了深度的合作。额尔登特铜钼矿年产600万吨的3号线于2015年完成建设，投产仅3个月即达到了设计产量，并运行至今，系统运行稳定，设备安全可靠。2019年12月，公司承接额尔登特“年产量600万吨自磨厂房4号生产线建造和投产”相关的供货、工程服务等工作，合同总价款1.26亿美元，并于2022年8月顺利完工并投产。
- ◆ **随着额尔登特EPC项目顺利完工并投产，公司在EPC项目上逐步积累经验，同时基于公司对选矿流程的熟悉及客户数据的积累，EPC项目将作为公司未来重点的开发方向，致力于成为全套选矿方案提供商。**

图：公司EPC项目合同

合同时间	合同内容	合同价款
2023年1月30日	与额尔登特矿业公司签署销售合同，公司为额尔登特矿业“选矿厂自磨厂房200万吨/年扩建工程”提供相关的供货、工程服务等工作。	3014.8970万美元，折合人民币约2亿元
2019年12月24日	江西耐普矿机与蒙古国额尔登特矿业公司签订了工程建造合同，公司承接额尔登特矿业公司“年产量600万吨自磨厂房4号生产线建造和投产”相关的供货、工程服务等工作。	1.26亿美元
2011年	耐普矿机就与中信重工在额尔登特选矿厂3号线磨机制造上展开了深度的合作。额尔登特铜钼矿年产600万吨的3号线已于2015年完成建设，投产仅3个月即达到了设计产量，并运行至今	

3.橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

3.4竞争优势明显，对标海外龙头

- ◆ 公司国内竞争对手国内竞争对手体量较小或者产品比较单一，在规模上及技术上与公司相比有较大差距。
- ◆ 国际选矿设备行业的大型跨国集团主要有韦尔、美卓等，该类国际企业具有产品类别齐全、技术工艺先进、能够提供全流程服务等优势，具有较强的竞争力，在国际市场占领了较大的市场份额，且均有百年以上的发展历史。
- ◆ 公司产品竞争力与国外对手相当。根据太原钢铁出具的试用报告，公司生产的渣浆泵过流件比进口品牌的相同产品使用寿命更长；秘鲁的Compnaia Minera Antamina S. A. C出具的报告，公司的渣浆泵过流件的性能不亚于主要国际竞争对手的同类产品；蒙古的Oyu Tolgoi LLC出具的检测报告，公司筛板的性能与主要国际竞争对手的同类产品相当。

图：伟尔集团于马来西亚生产的橡胶产品



图：美卓复合橡胶衬板产品



磨耗件页面

Poly-Met磨机衬板

Poly-Met磨机衬板结合了橡胶和钢的最理想性能。

矿山



磨耗件页面

橡胶磨机衬板

橡胶衬板重量轻，安装和拆卸安全便利。同时，橡胶也能减震降噪，有效降低磨机运行噪音。

矿山

01

深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

02

选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

03

橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

04

盈利预测及投资建议

05

风险提示

- ◆ 我们对几块主要业务分别做出假设：
- ◆ 1) 矿用橡胶耐磨备件，公司耐磨备件在国内竞争优势明显，随着橡胶耐磨备件渗透率的进一步提升以及伴随一带一路出海放量，我们预计公司2023-2025年矿用橡胶耐磨备件收入增速分别为45.8%/36.5%/30.0%，毛利率分别为38%/38.4%/38.8%。
- ◆ 2) 选矿设备，公司选矿设备产品齐全，，伴随一带一路出海放量，我们预计2023-2025年选矿设备收入增速分别为75%/40%/28%，毛利率为29.5%/29.7%/29.8%。
- ◆ 3) 矿用管道，预计2023-2025年收入增速分别为28.5%/25.5%/11.0%，毛利率分别为26.25%/26.4%/26.5%左右。
- ◆ 4) 矿用金属备件，预计公司2023-2025年收入增速分别12%/18%/12%，毛利率维持在30.5%及以上。
- ◆ 5) 选矿系统方案及服务，公司EPC业务伴随“一带一路”的加速推进，有望由此获得较快增速，预计2023-2025年EPC收入增速为36%/31%/14%。

业绩拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
矿用橡胶耐磨备件				
营业收入(百万元)	432.52	630.61	860.79	1119.02
yoy	47.9%	45.8%	36.5%	30.0%
营业成本(百万元)	268.50	390.98	530.25	684.84
毛利率 (%)	37.92%	38.00%	38.40%	38.80%
选矿设备				
营业收入(百万元)	70.68	123.69	173.17	221.65
yoy	29.3%	75.0%	40.0%	28.0%
营业成本(百万元)	49.48	87.20	121.74	155.60
毛利率 (%)	30.00%	29.50%	29.70%	29.80%
矿用管道				
营业收入(百万元)	21.25	27.30	34.26	38.03
yoy	41.1%	28.5%	25.5%	11.0%
营业成本(百万元)	15.68	20.13	25.22	27.95
毛利率 (%)	26.19%	26.25%	26.40%	26.50%
矿用金属备件				
营业收入(百万元)	59.15	66.25	78.17	87.55
yoy	78.1%	12.0%	18.0%	12.0%
营业成本(百万元)	41.10	46.04	54.31	60.80
毛利率 (%)	30.51%	30.50%	30.53%	30.55%
选矿系统方案及服务				
营业收入(百万元)	163.84	222.82	291.89	332.76
yoy	78.1%	36.0%	31.0%	14.0%
营业成本(百万元)	127.46	174.91	228.99	260.88
毛利率 (%)	22.20%	21.50%	21.55%	21.60%
其他业务				
营业收入(百万元)	1.10	1.26	1.45	1.67
yoy	78.1%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本(百万元)	0.88	1.01	1.16	1.33
毛利率 (%)	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
合计				
营业收入(百万元)	748.53	1071.93	1439.73	1800.68
yoy	40.5%	43.2%	34.3%	25.1%
营业成本(百万元)	503.10	720.28	961.65	1191.41
毛利率 (%)	32.79%	32.81%	33.21%	33.84%

- ◆ 可比公司估值：我们选取与公司同有耗材属性的激光刀具龙头华锐精密和欧亿科，以及矿山机械设备优质企业浙矿股份。按照6月2日股价和Wind一致预期，可比公司2023-2025年平均PE为18.56/13.99/10.87x，公司2023-2025年PE为27.70/16.70/10.80x。鉴于公司近两年股权支付费用较高，我们根据公司已披露信息测算了23及24年股权支付的数值，在剔除预计的股份支付费用后，PE为21.6/15.9/10.8x。

图：可比公司估值对比

证券名称	证券代码	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE估值		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
华锐精密	688059.SH	47.58	2.30	3.20	4.17	20.72	14.86	11.42
浙矿股份	300837.SZ	40.36	2.44	3.15	4.18	16.54	12.81	9.66
欧科亿	688308.SH	59.61	3.25	4.20	5.20	18.43	14.29	11.54
平均值						18.56	13.99	10.87
耐普矿机	300818.SZ	23.51	0.85	1.41	2.17	27.70	16.70	10.80
耐普矿机（剔除股权支付）	300818.SZ	23.51	1.09	1.48	2.17	21.60	15.90	10.80

- ◆ **投资建议：**我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为0.85/1.41/2.17亿元，对应6月2日股价，EPS分别为0.81、1.34、2.07元，对应PE估值分别为27.7/16.7/10.8倍。
- ◆ 考虑到公司是国内橡胶耐磨件龙头，橡胶耐磨备件有望逐步替代传统金属备件，公司作为龙头将充分受益，且公司将充分受益于“一带一路”推进带来的优质海外业务，我们首次覆盖公司，给予“买入-B”评级。

图：耐普矿机重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,053	749	1,072	1,440	1,801
YoY(%)	186.0	-28.9	43.2	34.3	25.1
净利润(百万元)	184	134	85	141	217
YoY(%)	353.3	-27.1	-36.8	65.6	54.5
毛利率(%)	30.5	32.8	32.8	33.2	33.8
EPS(摊薄/元)	1.75	1.28	0.81	1.34	2.07
ROE(%)	16.5	10.7	6.4	9.6	12.9
P/E(倍)	12.8	17.5	27.7	16.7	10.8
P/B(倍)	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5
净利率(%)	17.5	17.9	7.9	9.8	12.1

财务报表预测与估值数据汇总

耐普矿机 (300818.SZ) 股价 (2022-06-02) : 22.39元 投资评级: 买入-B

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1124	1168	1028	1398	1410	
现金	484	539	233	421	231	
应收票据及应收账款	111	138	224	192	382	
预付账款	40	29	78	66	115	
存货	202	241	273	496	457	
其他流动资产	287	221	220	223	225	
非流动资产	794	922	1049	1123	1185	
长期投资	40	38	37	39	40	
固定资产	332	725	784	850	905	
无形资产	70	55	60	66	74	
其他非流动资产	353	104	168	169	165	
资产总计	1919	2090	2077	2521	2594	
流动负债	260	463	345	677	605	
短期借款	34	50	50	50	147	
应付票据及应付账款	171	287	142	414	243	
其他流动负债	55	126	153	213	215	
非流动负债	545	359	392	372	297	
长期借款	310	304	263	211	156	
其他非流动负债	235	55	129	161	141	
负债合计	805	822	737	1048	902	
少数股东权益	5	9	9	9	9	
股本	70	70	105	105	105	
资本公积	353	322	287	287	287	
留存收益	632	767	852	992	1209	
归属母公司股东权益	1109	1260	1332	1464	1684	
负债和股东权益	1919	2090	2077	2521	2594	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1053	749	1072	1440	1801	
营业成本	732	503	720	962	1191	
营业税金及附加	4	8	11	14	17	
营业费用	35	50	70	91	108	
管理费用	46	86	120	144	162	
研发费用	25	28	40	53	66	
财务费用	24	16	26	26	27	
资产减值损失	-0	-6	2	-3	4	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	2	4	2	2	3	
营业利润	217	157	99	164	253	
营业外收入	0	0	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	0	
利润总额	216	157	99	164	253	
所得税	32	22	14	23	36	
净利润	184	135	85	141	217	
少数股东损益	-0	1	0	0	0	
归属母公司净利润	184	134	85	141	217	
EBITDA	250	210	171	244	342	

财务报表预测与估值数据汇总

耐普矿机 (300818.SZ) 股价 (2022-06-02) : 22.39元 投资评级: 买入-B

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-37	128	-146	383	-51
净利润	184	135	85	141	217
折旧摊销	26	46	62	72	81
财务费用	24	16	26	26	27
投资损失	-2	-4	-2	-2	-3
营运资金变动	-259	13	-317	146	-374
其他经营现金流	-9	-79	0	0	0
投资活动现金流	-568	-106	-187	-143	-140
筹资活动现金流	382	16	27	-51	-96
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.75	1.28	0.81	1.34	2.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.35	1.22	-1.39	3.64	-0.49
每股净资产 (最新摊薄)	9.61	11.04	11.59	12.92	14.99

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	186.0	-28.9	43.2	34.3	25.1
营业利润(%)	328.5	-27.6	-36.7	64.8	54.8
归属于母公司净利润(%)	353.3	-27.1	-36.8	65.6	54.5
获利能力					
毛利率(%)	30.5	32.8	32.8	33.2	33.8
净利率(%)	17.5	17.9	7.9	9.8	12.1
ROE(%)	16.5	10.7	6.4	9.6	12.9
ROIC(%)	13.1	8.6	5.5	8.3	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	42.0	39.3	35.5	41.6	34.8
流动比率	4.3	2.5	3.0	2.1	2.3
速动比率	3.3	1.6	1.5	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	9.3	6.0	5.9	6.9	6.3
应付账款周转率	5.5	2.2	3.4	3.5	3.6
估值比率					
P/E	12.8	17.5	27.7	16.7	10.8
P/B	2.3	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.9	10.3	14.3	9.1	7.2

01

深耕选矿设备耐磨备件，盈利能力稳定

02

选矿设备为矿业核心环节，公司产品覆盖全面

03

橡胶耐磨备件龙头，一带一路助力海外市场开拓

04

盈利预测及投资建议

05

风险提示

- ◆ **橡胶耐磨备件渗透率提升不及预期：**橡胶耐磨备件为公司核心产品，若渗透率不及预期，将会对公司产生较大影响。
- ◆ **海外客户开拓不及预期：**海外客户是公司未来发展的核心，公司毛利率提升也依赖海外业务的放量，若不及预期，则会对公司盈利能力和营收造成较大影响。
- ◆ **行业竞争加剧：**若行业竞争加剧，则会影响公司毛利率和营收增速。
- ◆ **国际经济政治环境变化：**公司海外主要在一带一路国家，国际政治经济环境变化带来业务拓展的不确定性。

刘荆：华金证券机械行业首席分析师，上海财经大学金融学博士。多年买方、卖方研究投资经验。善于把握行业趋势，探究公司经营。对“基本面—股价”形成了完整的研究体系。2019年12月加入华金证券。

贺剑虹：澳大利亚国立大学金融硕士，主要覆盖能源设备和激光板块，2年私募新能源板块研究经验，2022年7月加入华金证券研究所。

汤晨：法国科学经济与管理学院金融硕士，机械&金融复合背景，主要覆盖通用设备板块，2022年8月加入华金证券研究所。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；

卖出一未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

风险评级：

A—正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B—较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsc.cn