

耐普矿机(300818)

报告日期: 2024年12月08日

矿山耗材领军者，受益海外需求和品类拓展

——耐普矿机深度报告

投资要点

- 耐普矿机：矿山选矿设备及耐磨备件领先者**
 公司主营为选矿设备及耐磨材料，产品应用于选矿环节。2018-2023年公司营收复合增速为24%，归母净利润复合增速为4%，平均ROE约11%。
- 橡胶耐磨备件：2024-2026年公司橡胶耐磨备件收入复合增速为31%**
 - 备件市场迎来长期增长机遇。**预计2018至2027年全球铜矿产量CAGR为2.7%，然而2000至2021年间全球铜矿品位均值从0.79%下降至0.43%。随着全球铜矿产量增加、铜矿品位下降，备件市场迎来长期增长机遇。
 - 橡胶耐磨备件渗透率持续提升。**对比金属备件，橡胶备件具有耐磨性能好、使用寿命长、质量轻的优势，在磨机大型化趋势下，橡胶替代率有望持续提升。
- 选矿设备：2024-2026年公司选矿设备收入复合增速为14%**
 铜矿中长期供给缺口扩大，预计铜价将保持高位，矿企新一轮资本开支周期开启。2020-2023年主要矿企资本开支缓慢复苏，CAGR为12%。长期高铜价将支撑新一轮资本开支，预计未来3年资本开支有望持续增长。
- 公司：“出海+产品”共同驱动，海外占比为57%**
 - 深度绑定优质客户，协同受益“一带一路”。**公司紧随紫金矿业、江西铜业等核心客户步伐，积极拓展海外市场，近5年海外收入平均占比为57%，CAGR为30%；2022年智利、秘鲁和刚果作为全球铜矿产量前三的国家，共占全球供应的46%，公司在这些“一带一路”沿线的矿业发达国家进行战略布局，以充分利用全球铜矿资源，增强公司的国际竞争力。
 - 橡胶材料渗透率提升，新产品有望打造新增长点。**磨机大型化推动橡胶件取代金属件趋势加速，目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率不到15%，替代空间广阔；**品类拓展加速**，公司研发陶瓷渣浆泵、筒体复合衬板等新品有望打造新增长点。
- 投资建议：矿山耗材领军者，受益海外需求和品类拓展**
 预计2024-2026年公司实现营业收入12.2、13.1、18.5亿元，同比增长30%、7%、42%，2024-2026年CAGR为25%；实现归母净利润1.5、2.2、2.9亿元，同比增长91%、44%、32%，2024-2026年CAGR为54%；对应PE30、21、16X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示**
 宏观经济发展不及预期、地缘政治风险、海外业务拓展不及预期。

投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

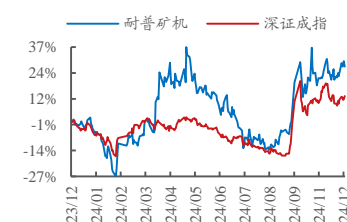
分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：周向昉
执业证书号：S1230524090014
zhouxiangfang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 29.48
总市值(百万元)	4,661.22
总股本(百万股)	158.11

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	938	1,216	1,305	1,849
(+/-)	25%	30%	7%	42%
归母净利润	80	153	220	290
(+/-)	-40%	91%	44%	32%
每股收益(元)	0.51	0.97	1.40	1.85
P/E	58	30	21	16
ROE	6.0%	8.9%	10.9%	12.1%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 一、预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.5、2.2、2.9 亿元，同比增长 91%、44%、32%，2024-2026 年 CAGR 为 54%。
- 二、预计 2024-2026 年 PE 分别为 30、21、16 倍；
- 三、首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 一、矿山行业开启新一轮资本开支周期，假设 2024-2026 年铜矿产量 CAGR 为 2.7%。
- 二、橡胶耐磨备件渗透率稳步提升，假设 2024-2026 年渗透率分别为 15%、20%、25%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：在全球经济增速放缓大背景下，公司业绩增速有限。

我们认为：随着新一轮矿山行业资本开支周期开启，公司作为橡胶耐磨备件领军者，业绩有望超预期增长：1、备件具有耗材属性，行业上行期，弹性可期；2、橡胶耐磨备件渗透率提升，磨机大型化趋势有望推动渗透率持续提升；3、深度绑定优质客户、产能出海，海外市场广阔、成长空间有望持续打开。

● 股价上涨的催化因素

重大中标合同的公布，公司陶瓷渣浆泵、筒体复合衬板等新品推向市场。

● 风险提示

宏观经济发展不及预期、地缘政治风险、海外业务拓展不及预期。

正文目录

1 耐普矿机：矿山选矿装备及耐磨备件制造的领先者	6
1.1 深耕橡胶耐磨备件市场，产品覆盖矿山选矿全流程	6
1.2 高管平均从业年限 15 年以上，员工持股计划彰显长期发展信心	7
1.3 公司业绩稳健增长，2018-2023 年公司营收 CAGR 为 24%	9
2 新一轮资本开支周期开启，橡胶耐磨备件渗透率提升	12
2.1 高铜价有望支撑新一轮资本开支周期开启	12
2.2 铜矿石产量增长叠加矿石品位下降，耐磨备件消耗量有望提升	15
2.3 橡胶耐磨材料优势显著，磨机设备大型化促进橡胶替代	18
2.4 预计 2027 年选矿设备备件市场规模达 461 亿元	19
3 “出海+产品”共同驱动增长，产能瓶颈突破在望	21
3.1 出海：从产品出海到产能出海，拓展海外市场步伐加快	21
3.2 产品：橡胶备件领先企业，新产品有望打造新增长点	23
3.3 产能：海内外产能加速扩张，产能瓶颈突破在望	26
4 盈利预测和投资建议	27
4.1 盈利预测	27
4.2 估值分析与投资建议	28
5 风险提示	29

图表目录

图 1: 矿山机械设备及备件制造商, 布局全球化、推动技术创新	6
图 2: 公司产品应用于选矿流程中的磨矿分级和选别作业	6
图 3: 公司控股股东、实控人郑昊持有公司 51.2%股份	8
图 4: 收入结构: 铜矿、黄金、锂矿分别约 70%、8%、4-5%	9
图 5: 若不考虑 EPC 项目, 2019-2024H1 公司橡胶备件收入占比近半	9
图 6: 2018-2023 年, 公司营业总收入 CAGR 为 24%	10
图 7: 不考虑 EPC 业务, 2018-2023 年公司营收 CAGR 为 20%	10
图 8: 2018-2024H1, 公司海外收入平均占比 57%	10
图 9: 2018-2023 年, 公司归母净利润 CAGR 为 4%	10
图 10: 2018-2024Q3 平均毛利率为 39%	11
图 11: 2018-2024H1, 橡胶耐磨备件平均毛利率为 44%	11
图 12: 2018-2024H1 国外平均毛利率为 43%	11
图 13: 2018-2024Q3, 公司平均期间费用率为 20%	11
图 14: 公司终端客户分为三类, 其中直接矿山客户占比约 77%	12
图 15: 2022 年, 公司主要客户 CR5 为 68%	12
图 16: 根据供需平衡表, 预计中长期铜矿供给短缺将逐步扩大	12
图 17: 2020-2023 年, 主要矿企资本开支缓慢复苏, CAGR 约 12%	13
图 18: IEA 预测 2030 年全球精炼铜需求将达到 3100-3300 万吨	13
图 19: 2020 年以来, LME 铜价维持高位	14
图 20: 头部矿企归母净利润通常滞后铜价 1 年达到高峰	14
图 21: 头部矿企资本开支通常滞后铜价 2-3 年达到高峰	14
图 22: 矿企 CAPEX 与矿山机械营收变动基本同步	15
图 23: 全球铜矿产量持续增长, 2000-2023 年 CAGR 为 2.3%	15
图 24: 2005-2019 年, 智利铜矿平均品位呈下滑趋势	16
图 25: 海外龙头伟尔集团后市场收入占比长期约为 70%, 后市场需求稳定	16
图 26: 2023 年, 耐普矿机与海外龙头收入差距较大	17
图 27: 2022 年 top3 合计占全球供应的 46%, 我国铜矿产量仅占全球 8.7%	21
图 28: 2023 年, 公司国际市场合同金额占比为 59%	22
图 29: 公司在海外共有 13 家参股或参控股企业	23
图 30: 磨机结构包括进料端、筒体、出料端, 新推出的复合衬板将补充公司在筒体市场空白	24
图 31: 2018-2023 年, 公司研发费用 CAGR 为 24%	25
图 32: 2020-2023 年, 公司硫化设备利用率保持在 170% 以上	26
表 1: 公司产品包括选矿备件、选矿设备、矿用管道、选矿系统方案及服务	7
表 2: 高级管理人员从事选矿设备行业平均 15 年以上	8
表 3: 截至 2024 年 9 月, 2022 年员工持股计划的第一、二解锁期已届满且解锁条件已成就	9
表 4: 国际上龙头企业主要产品与业务	17
表 5: 国内耐磨材料相关上市公司收入规模较小	18
表 6: 高分子耐磨材料优势在于耐磨性、质量轻、耐腐蚀性等	18
表 7: 磨机大型化降低总投资	19
表 8: 耐磨材料特性对比: 复合衬板结合金属、橡胶衬板优势, 安装简单, 使用寿命长, 不易变形	19
表 9: 预计 2027 年选矿设备备件市场规模将达到 461 亿元	21

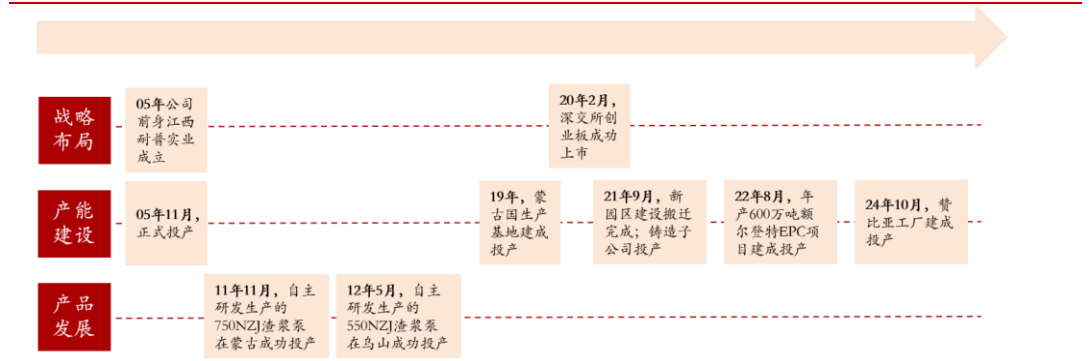
表 10: 公司专注研发, 多项成果填补了国内空白	24
表 11: 截至 2024 年 3 月末, 公司主要在建项目预算合计 14.4 亿元	27
表 12: 预计 2024-2026 年公司橡胶备件业务实现高速增长	28
表 13: 可比公司 2025 年平均 PE 为 27X	28
表附录: 三大报表预测值	30

1 耐普矿机：矿山选矿装备及耐磨备件制造的领先者

1.1 深耕橡胶耐磨备件市场，产品覆盖矿山选矿全流程

耐普矿机聚焦矿山选矿设备及耐磨备件制造，目前已成为高分子复合耐磨材料领域领军者。公司成立于2005年，是一家集开发、生产、销售和服务于一体的重型矿山选矿装备及耐磨备件制造公司。公司自主研发制造的高性能渣浆泵（450mm、550mm、650mm、750mm规格的渣浆泵）在重型渣浆泵领域具有较强的竞争力，有效填补国内空白；公司研发的先进高分子复合耐磨材料，显著提升了产品的耐磨性与耐腐蚀性，延长了设备的使用寿命。

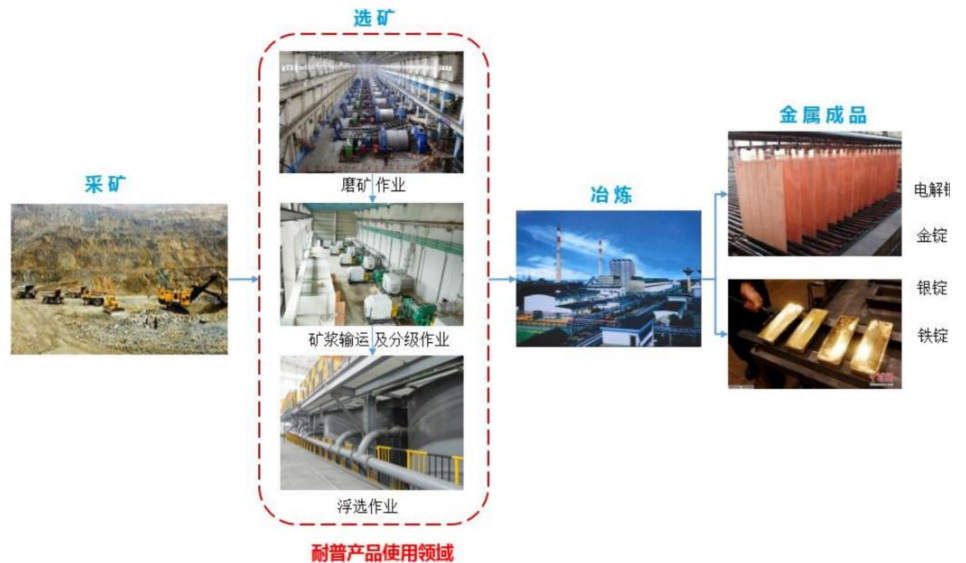
图1： 矿山机械设备及备件制造商，布局全球化、推动技术创新



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司产品应用于选矿流程中的磨矿分级和选别作业，包括选矿设备和橡胶耐磨备件。选矿是对低品位矿物原矿进行加工提纯的过程，具体流程包括矿石破碎、磨矿、分选和浮选等环节。2024半年报披露，公司主要产品为选矿备件、选矿设备、矿用管道、选矿系统方案及服务，分别占营业收入58%、8%、2%、32%。

图2： 公司产品应用于选矿流程中的磨矿分级和选别作业



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表1: 公司产品包括选矿备件、选矿设备、矿用管道、选矿系统方案及服务

产品类型	产品名称	内容	产品图片
选矿备件 (58%)	磨机备件	分为橡胶衬板与复合衬板, 直接承受研磨体和物料冲击和磨擦。	
	过流件	包括前后护套、前后护板和叶轮等部件, 是直接处理和含固颗粒矿浆的部件。	
	圆筒筛	装配于磨机出料口, 用于磨机出料的筛分与选别。	
	振动筛备件	按照选矿工序特定要求对不同粒度的矿石进行分级。	
	旋流器内衬	旋流器中直接处理和含固颗粒矿浆的部件。	
选矿设备 (8%)	浮选机备件	包括浮选机转子和定子。	
	渣浆泵	将矿浆从池中泵送到分级系统。	
	水力旋流器	对矿浆进行级别分级并分别输出进行不同后续处理。	
矿用管道 (2%)	橡胶软管	主要应用于耐磨、耐腐蚀的输送系统, 具有卓越的耐冲击、耐磨和防腐性能, 且使用寿命长。	
	钢像复合管		
选矿系统方案及服务 (32%)	EPC 项目	提供从设计、采购到施工的选矿工艺流程全程总承包服务。	

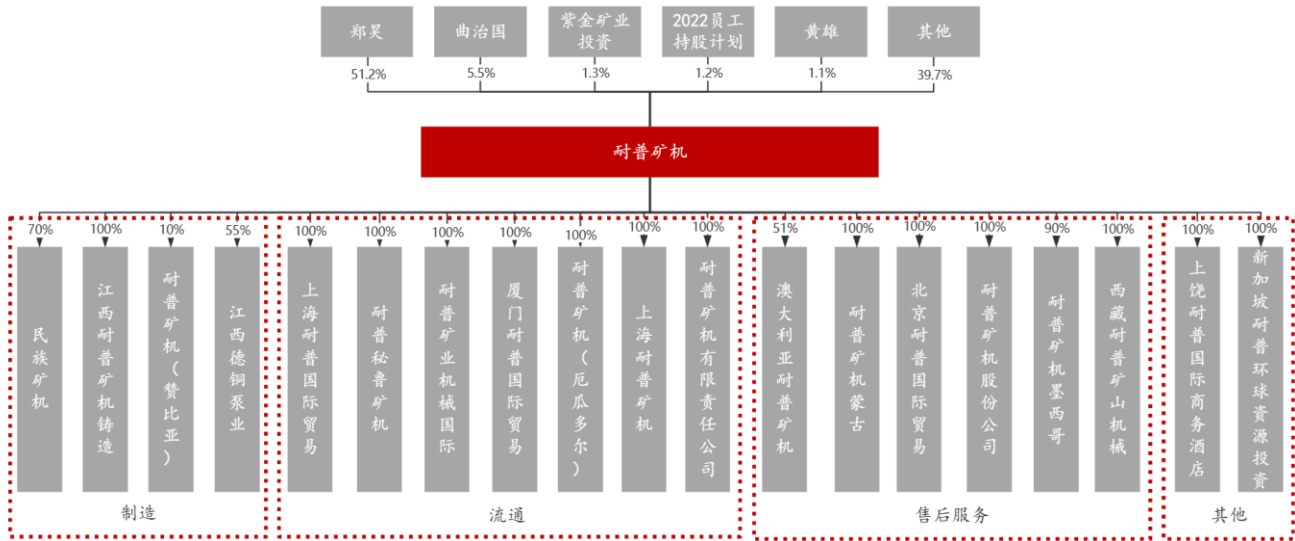
注: 收入占比为 2024H1 数据, 选矿备件收入占比为矿用橡胶耐磨备件与矿用金属备件收入占比之和。
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.2 高管平均从业年限 15 年以上, 员工持股计划彰显长期发展信心

公司控股股东、实控人郑昊直接持股 51.2%。2024 年三季报披露, 公司实控人、董事长郑昊持有公司 51.2% 的股份。紫金矿业作为公司核心客户, 2024 年第三季度成为公司第

五大股东，持股比例达 1.3%。公司高管从事选矿设备行业平均 15 年以上，公司创始人、董事长郑昊及总经理程胜在公司工作年限超过 10 年，高管团队有较高稳定性。

图3： 公司控股股东、实控人郑昊持有公司 51.2%股份



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所，股东信息截至 2024 年三季报，子公司信息截至 2023 年年报

表2： 高级管理人员从事选矿设备行业平均 15 年以上

姓名	职务	主要工作经历
郑昊	董事长	曾任江西天日实业有限公司董事长兼总经理；2001 年 7 月至今兼任德兴橡胶副董事长；2005 年作为主要发起人发起设立了江西耐普实业有限公司，任董事长；2011 年 4 月至今任公司董事长。
程胜	副董事长、总经理	曾任德兴铜矿有色企业集团公司技术员、生产技术部副主任、橡胶厂厂长，德兴橡胶总经理，2011 年 5 月至今兼任德兴橡胶董事；2008 年 7 月入职公司，曾任江西耐普实业有限公司总经理；2011 年 4 月至今任公司副董事长、总经理；2022 年 4 月至今兼任德普矿山董事；
王磊	董事、副总经理、董事会秘书	曾先后在江西黑猫炭黑股份有限公司证券部，江西开门子肥业股份有限公司（任证券部部长），江西百川财富投资管理有限公司（任执行经理），江西富祥药业股份有限公司审计部工作；2018 年 9 月入职公司，历任公司董事会办公室主任、证券事务代表 2020 年 5 月至今任公司董事、副总经理、董事会秘书。
杨俊	监事会主席、职工监事	曾任上饶客车厂技术员、调度员、车间副主任、车间主任职务；2006 年 7 月入职公司，曾任公司生产部经理、总经理助理兼生产部经理；2015 年 12 月至今任公司生产中心总监；2014 年 4 月至今任公司监事会主席。
康仁	副总经理	曾任江西博尔铸造有限公司副总经理、总经理，江铜集团机械铸造有限公司副总经理，江西铜业集团东同矿业有限责任公司副总经理，江西铜业集团（东乡）铸造有限公司总经理、董事长；2019 年 8 月入职公司，曾任公司副总经理；2020 年 7 月至今兼任江西耐普矿机铸造有限公司总经理；2021 年 9 月至今兼任德普矿山董事。
夏磊	副总经理	2007 年 6 月入职公司，曾任公司市场部跟单员、销售工程师、副经理、经理、总经理助理、市场总监；2016 年 1 月至今任公司副总经理。
潘庆	副总经理	曾任江南塑机厂技术部技术员，黄岩晴日电器厂技术部技术员；2008 年 3 月入职公司，曾任公司研发中心主任、副总工程师；2021 年 1 月至今，任公司总工程师。
欧阳兵	财务总监	曾任广州珠江啤酒股份有限公司会计、股份公司应付主管、子公司财务负责人、事业部财务总监，江西金利隆橡胶履带有限公司财务总监，武汉金牛经济发展有限公司财务中心总监；2018 年 11 月入职公司，曾任公司财务中心总监；2022 年 1 月至今任公司财务总监。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所，截至 2023 年年报

员工持股计划彰显长期发展信心。2022年8月，公司发布2022年员工持股计划（草案），参加员工持股计划的员工总人数不超过10人，对象为公司董事、高级管理人员5人及公司核心骨干人员5人，股份占当时公司总股本比例2.14%。分三期解锁，截至2024年9月，2022年员工持股计划第一、二个锁定期已届满且解锁条件已成就。

表3: 截至2024年9月，2022年员工持股计划的第一、二解锁期已届满且解锁条件已成就

解锁期	解锁比例	解锁条件	完成情况
第一个解锁期（12个月）	40%	2022年营业收入必须达到不低于4.50亿元（同比增长22%）	已达成
第二个解锁期（24个月）	30%	2022年至2023年累计营业收入需要达到不低于9.75亿元（同比增长17%）	已达成
第三个解锁期（36个月）	30%	2022年至2024年累计营业收入目标为不低于15.75亿元（同比增长14%）	未届满

注1：“营业收入”指经审计的上市公司合并报表营业收入，以扣除公司2019年12月与蒙古国额尔登特矿业公司（Erdenet）签订的工程建造合同确认的业绩影响后的营业收入作为计算依据；

注2：同比增长数据为假设每年营业收入与解锁条件相同计算所得

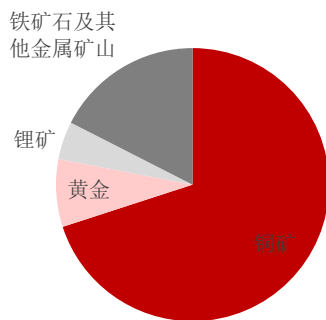
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3 公司业绩稳健增长，2018-2023年公司营收CAGR为24%

2018-2023年公司营收CAGR为24%，公司约70%的收入来自下游铜矿。据公司披露，公司下游收入结构为：铜矿、黄金、锂矿分别约70%、8%、4-5%。

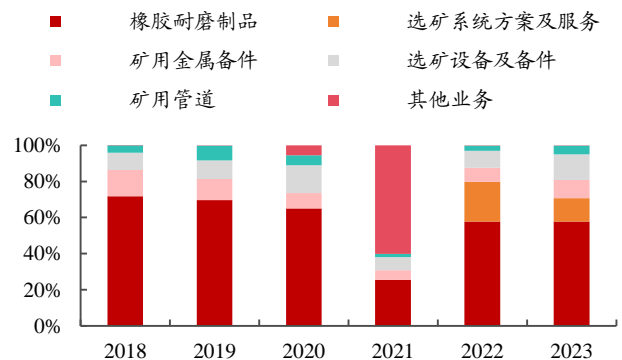
公司营收受EPC项目影响较大。EPC项目即选矿系统方案及服务，其收入主要取决于公司所承接的EPC工程量及其结算模式。若不考虑EPC项目收入，公司橡胶备件收入占比最高。2018-2023年，橡胶耐磨制品营收复合增速为18%，2024H1公司橡胶耐磨制品占公司收入48%。

图4: 收入结构：铜矿、黄金、锂矿分别约70%、8%、4-5%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5: 若不考虑EPC项目，2019-2024H1公司橡胶备件收入占比近半



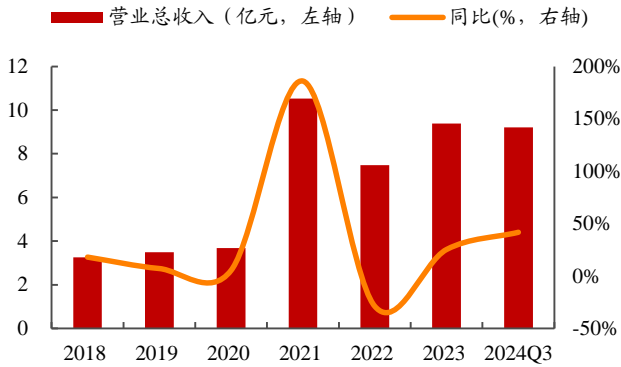
注：2021年“其他业务”主要为选矿系统方案及服务，2022年起以单独项目列示

资料来源：wind，浙商证券研究所

若不考虑EPC项目影响，2018-2023年公司营收CAGR为20%。额尔登（EPC）项目为蒙古国额尔登特矿业公司“年产600万吨自磨厂房4号生产线建造和投产”项目。由于该EPC项目不具备持续性，大规模确认收入对当年的营收、利润影响较大。假设不考虑

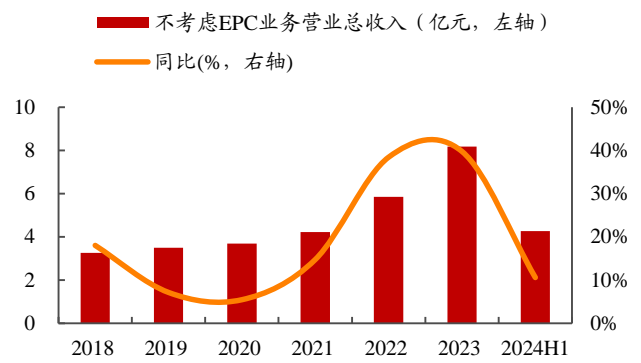
EPC项目的收入，公司营业收入仍呈现稳步上升趋势，反映出公司核心业务的持续经营能力。公司通过EPC项目积累了丰富的工程经验和客户资源，潜在增加了未来的盈利能力。

图6: 2018-2023年，公司营业总收入 CAGR 为 24%



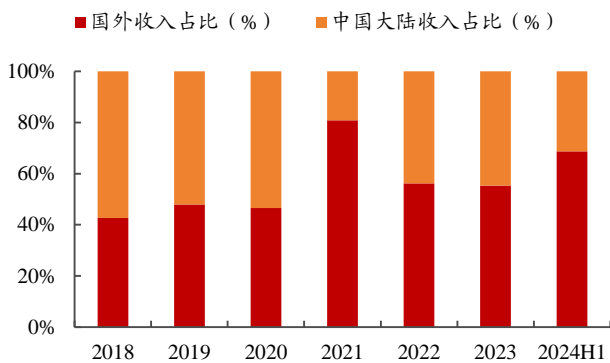
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图7: 不考虑 EPC 业务，2018-2023 年公司营收 CAGR 为 20%



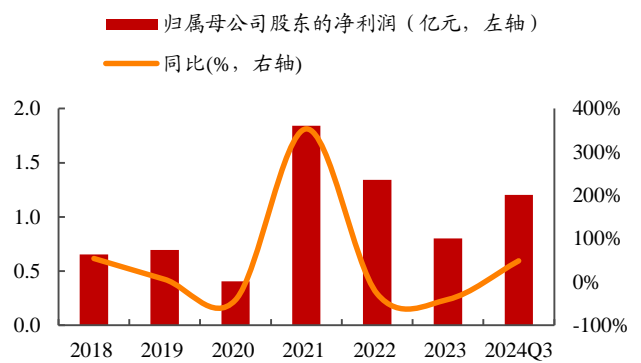
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图8: 2018-2024H1，公司海外收入平均占比 57%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图9: 2018-2023 年，公司归母净利润 CAGR 为 4%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

随着海外收入及橡胶耐磨备件占比提升，公司毛利率有望持续改善。2021年公司毛利率见底，主要系该年度额尔登特项目确认收入占比较大；2022-2024Q3毛利率呈上升趋势，主要系：1) 毛利率较高的海外业务收入占比提升；2) 主要原材料钢材及橡胶价格下行，加之部分原材料自产比例提高，降低了生产成本。

公司近5年平均毛利率为37%，长期保持较高毛利率，分产品看：

1) 橡胶耐磨备件：2024H1橡胶耐磨备件毛利率为43%；

2) 选矿设备：2024H1选矿设备毛利率为32%。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；

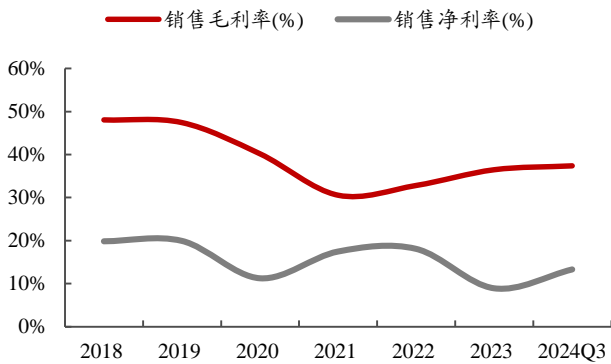
3) 矿用管道：2024H1矿用管道毛利率为52%。

4) 选矿系统方案及服务: 2024H1 选矿系统方案及服务毛利率为 26%;

2018-2024H1, 公司海外收入平均占比为 57%。2024H1 国外、中国大陆毛利率分别为 37%、30%，主要原因是国内外市场的竞争环境不同。国外的客户多为产量排名世界前列的有色金属采选矿企；而国内客户中的中小企业占比相对较高且国内市场竞争对手规模小且分散，价格竞争更为激烈。2021 年国外毛利率低于国内，因蒙古额尔登特 EPC 项目收入集中确认所致。

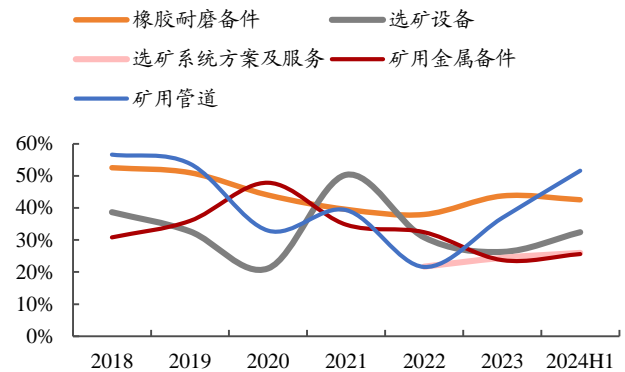
2018-2024Q3, 公司平均期间费用率为 20%。1) 管理费用: 2021-2023 年管理费用增长主要系新厂区投入使用导致折旧额增加、2022 年员工持股计划股份支付费用增加所致; 2) 财务费用: 2021-2023 年财务费用减少主要系汇兑收益增加。

图10: 2018-2024Q3 平均毛利率为 39%



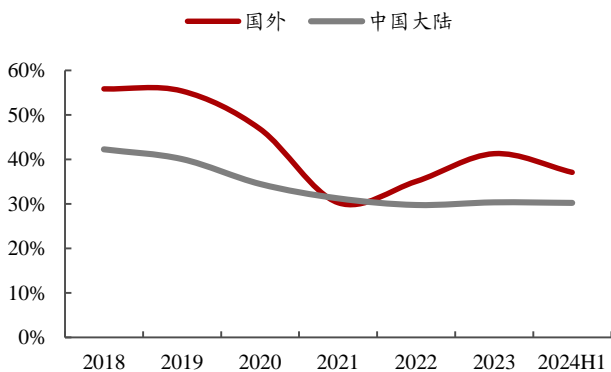
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图11: 2018-2024H1, 橡胶耐磨备件平均毛利率为 44%



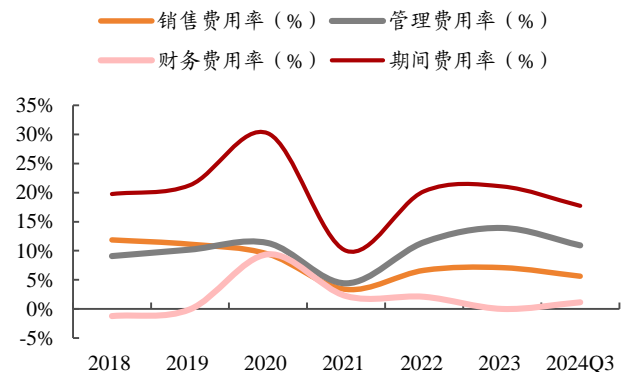
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图12: 2018-2024H1 国外平均毛利率为 43%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图13: 2018-2024Q3, 公司平均期间费用率为 20%。

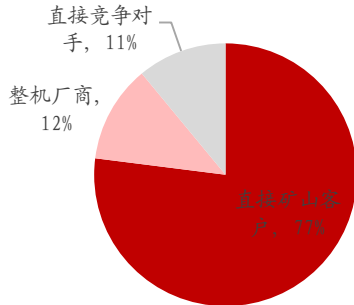


资料来源: wind, 浙商证券研究所

三类主要客户资质优、稳定性好。公司客户主要分三类, 1) 直接矿山客户: 占比约 77%, 包括紫金矿业、江铜集团、铜陵有色、额尔登特矿业等; 2) 整机厂商客户: 占比约 12%, 包括中信重工、北矿院等, 客户采购公司的橡胶耐磨备件, 配套整机销售; 3) 直接

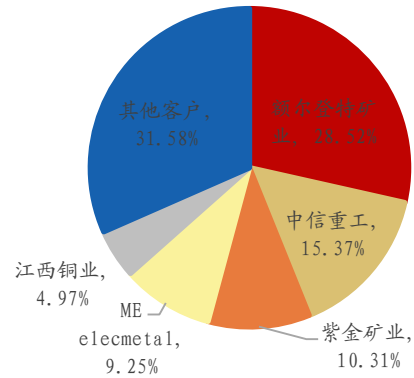
竞争对手：占比约 11%，不自产橡胶耐磨备件、转从公司购买。公司橡胶耐磨备件具备耗材属性，客户粘性较高、稳定性较好。2022 年公司前 5 大客户占比约 68%。

图 14： 公司终端客户分为三类，其中直接矿山客户占比约 77%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 15： 2022 年，公司主要客户 CR5 为 68%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 新一轮资本开支周期开启，橡胶耐磨备件渗透率提升

2.1 高铜价有望支撑新一轮资本开支周期开启

铜矿中长期供给缺口逐步扩大，预计铜价将维持高位，矿企开启新一轮资本开支周期。中长期看，铜矿供需缺口将持续扩大。1) 供给侧：历史资本开支不足，且近年全球新发现的大型铜矿数量较少，供给干扰持续，强制性约束供给释放。2) 需求侧：面对能源转型、新兴市场崛起，需求长期有望维持稳定增长。

图 16： 根据供需平衡表，预计中长期铜矿供给短缺将逐步扩大

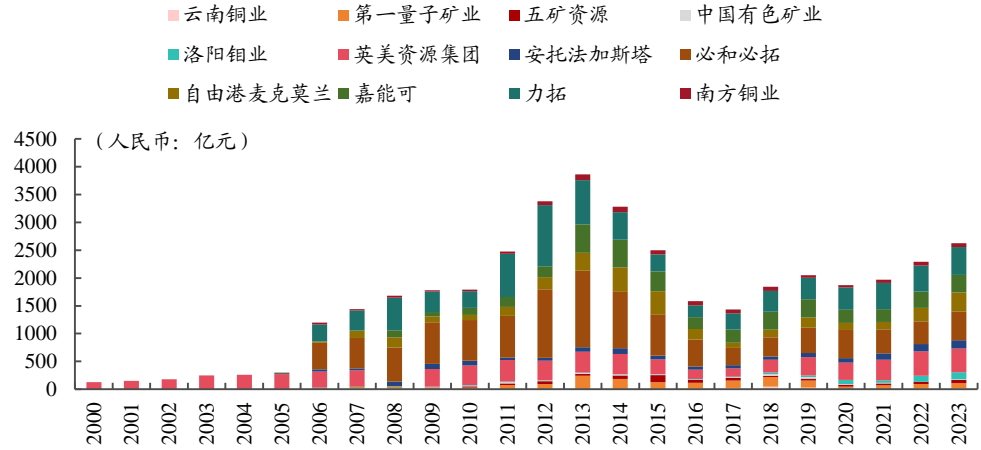
单位：万吨		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
供给端	全球铜矿产量	2058	2061	2068	2111	2190	2227	2267	2307	
	增速	2.6%	0.1%	0.3%	2.1%	3.7%	1.7%	1.8%	1.8%	
供给端	全球精炼铜产量	2406	2408	2459	2480	2565	2695	2748	2789	
	增速	2.2%	0.1%	2.1%	0.9%	3.4%	5.1%	2.0%	1.5%	
需求端	全球精炼铜消耗量	2448	2435	2498	2526	2596	2707	2791	2911	
	增速	3.3%	-0.5%	2.6%	1.1%	2.8%	4.3%	3.1%	4.3%	
	全球-新能源与传统需求									
	全球-新能源板块耗铜量合计	94	107	150	187	234	374	414	465	
	全球-新增光伏耗铜量总计	55	61	81	90	121	215	226	243	
	全球-新能源汽车新增耗铜量总计	15	16	25	45	75	101	126	151	
	全球-风电新增装机耗铜量总计	24	29	45	51	38	59	63	72	
	全球-精炼铜传统需求合计	2354	2328	2348	2339	2362	2333	2377	2446	
	全球-新能源需求占比	4%	4%	6%	7%	9%	14%	15%	16%	
	供给过剩/短缺 (万吨)	-42	-27	-39	-46	-32	-13	-42	-122	

资料来源：ICSG, IEA, Navigant Research, GWEC, SMM, 北极星太阳能光伏网,各矿业公司官网, 浙商证券研究所

在全球能源转型和绿色技术快速发展的背景下，下游包括新能源汽车、光伏、风电、AI 等需求正在高速增长，铜作为关键矿物的重要性日益凸显。国际能源署 (IEA) 《2024

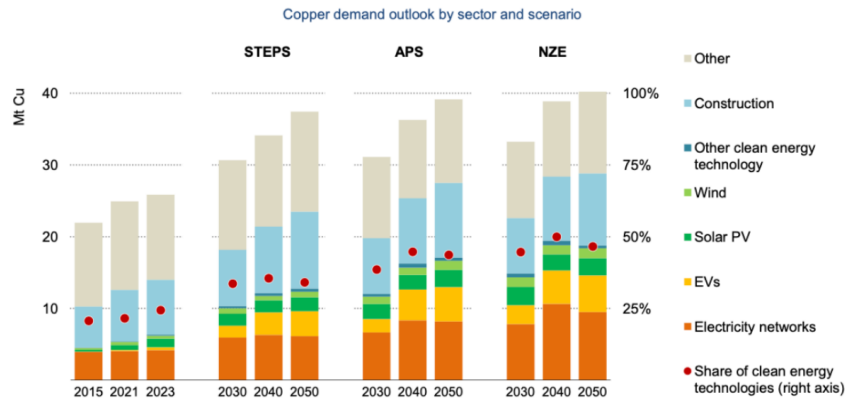
年《全球关键矿物展望》预测到 2030 年，全球精炼铜需求将在不同情景下达到 3100-3300 万吨，2050 年在净零排放情景下将达到 4000 万吨。

图17: 2020-2023 年，主要矿企资本开支缓慢复苏，CAGR 约 12%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: IEA 预测 2030 年全球精炼铜需求将达到 3100-3300 万吨



Notes: Copper refined demand excluding direct use scrap. EVs demand includes both EV batteries and EV motors demand. Other demand includes: Industrial equipment, other transport, consumer products, cooling, communications, and other electronics.

资料来源: IEA, 浙商证券研究所

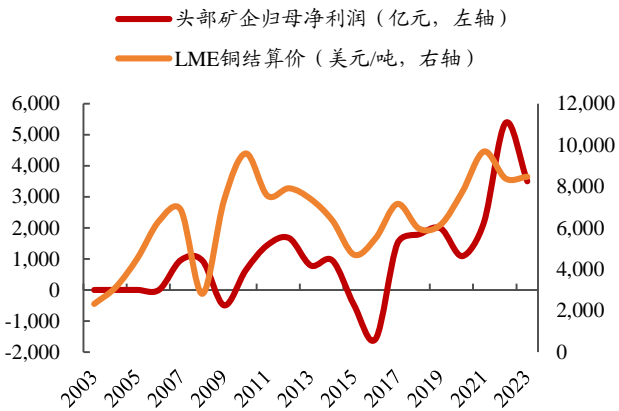
预计铜价将维持高位、上修矿企资本开支，采矿业景气度持续提升。据历史数据，头部矿企归母净利润通常滞后铜价 1 年达到高峰，矿企资本开支通常滞后铜价 2-3 年达到高峰。2021 年以来，铜价维持高位运行，头部矿企资本开支开始呈现向上趋势，迎来新一轮资本开支周期。

图19: 2020年以来, LME铜价维持高位



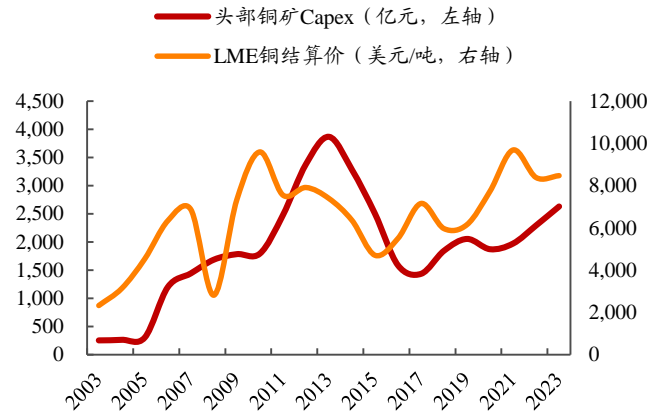
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 头部矿企归母净利润通常滞后铜价1年达到高峰



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

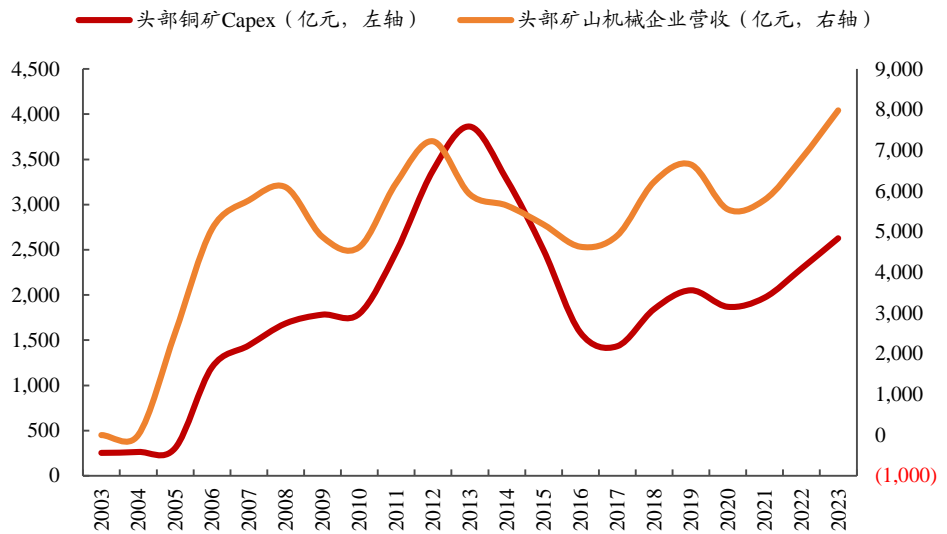
图21: 头部矿企资本开支通常滞后铜价2-3年达到高峰



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

矿企资本支出向上, 拉动下游企业需求提升。矿企资本支出意愿增加带动矿山机械需求, 据我们统计, 头部矿企资本支出与头部矿山机械营收变动基本同步, 矿企进入新一轮资本开支周期有望带动矿山机械行业以及矿山后市场景气度向上。

图22: 矿企 CAPEX 与矿山机械营收变动基本同步

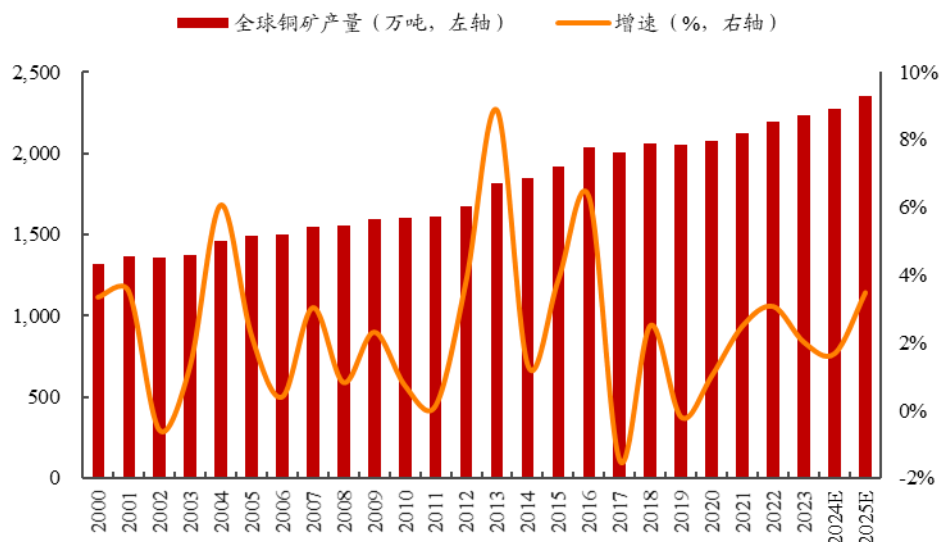


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 铜矿石产量增长叠加矿石品位下降, 耐磨备件消耗量有望提升

2018-2027年, 预计全球铜矿产量 CAGR 为 2.7%。据 ICGS 统计, 2000 年全球铜矿产量为 1318.6 万吨, 2023 年达到 2236.7 万吨, 2000-2023 年复合增长率 2.3%。BMI Research 预计, 未来数年, 全球铜市场将持续供应不足, 主要是由于中国电力和基础设施部门以及电动汽车产量的日益增长将消耗大量的铜, 无法达到供需平衡。BMI 预计到 2027 年, 全球铜产量将从 2018 年的 2340 万吨增至 2990 万吨, 年均增长 2.7%。

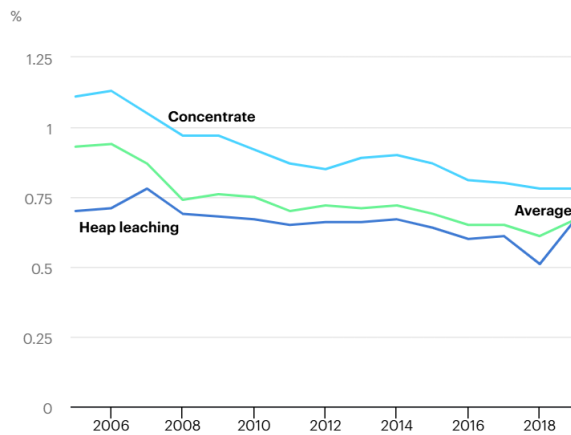
图23: 全球铜矿产量持续增长, 2000-2023 年 CAGR 为 2.3%



资料来源: ICGS, 浙商证券研究所

全球铜矿品位呈现逐渐下降趋势。铜矿的品位是指铜矿石中所含铜元素的相对含量, 根据 Bloomberg 收录的 18 家海外主要矿企铜矿开采品位的均值测算, 矿石品位开采下滑明显, 从 2000 年的 0.79% 下滑至 2021 年 0.43%。

图24: 2005-2019年, 智利铜矿平均品位呈下滑趋势

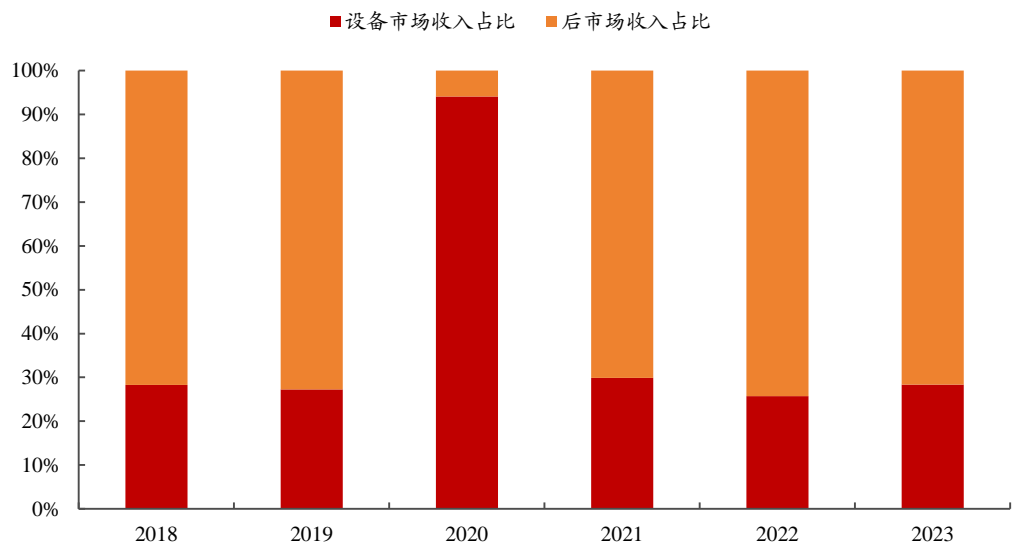


资料来源: IEA, 浙商证券研究所

橡胶耐磨备件需求有望提升。矿石品位下降意味着单位矿石能获得的金属铜的体量减少, 且矿石难磨程度提高。矿山企业可通过新开矿山、增加选矿备件消耗、提高选矿效率等方式维持产量的增长。随着消耗品、加工费和服务费增长, 矿山企业更倾向于选用耐磨性能好、使用寿命长的橡胶备件。

耐磨备件具备“耗材属性”, 后市场需求稳定。矿山设备作业条件恶劣, 对选矿设备损耗较大, 因此需安装耐磨备件以减少矿浆对设备接触面的磨损。通常, 矿企定期分段停机维护, 替换核心易损耗备件, 以减少设备主机的损耗。因此, 矿企对选矿备件的需求量大, 且具有持续性, 选矿备件后市场需求稳定。

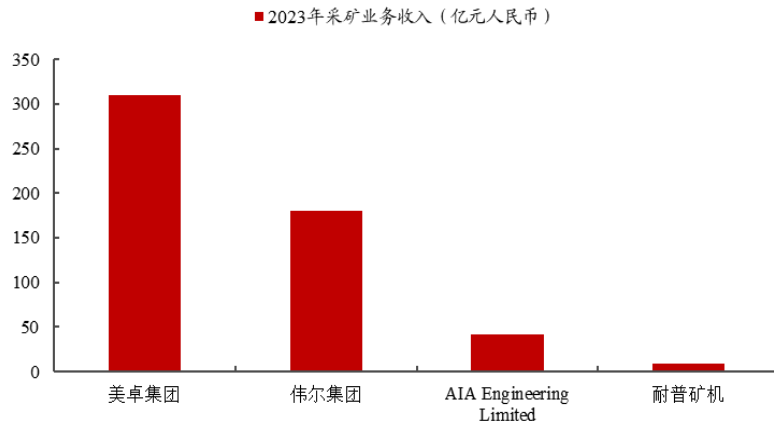
图25: 海外龙头伟尔集团后市场收入占比长期约为 70%, 后市场需求稳定



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

海外耐磨备件龙头长期占据较大市场份额, 国内外矿企竞争激烈。国际耐磨备件行业中, 大型跨国集团美卓公司、伟尔集团、AIA 等海外龙头历史悠久, 技术成熟, 具有较强的竞争力, 长期占领较大市场份额。

图26: 2023年,耐普矿机与海外龙头收入差距较大



注: 美卓集团收入取“Minerals”业务, 伟尔集团收入取“Minerals”业务, AIA收入取2024财年(截至2024/03/31)

资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

表4: 国际上龙头企业主要产品与业务

企业名称	公司介绍
伟尔集团 (股票代码 LSE:WEIR)	成立于1871年, 至今已有153年历史。 下属矿业部专长于提供和支持各种 渣浆设备解决方案 , 包括泵、阀门、衬胶、破碎机、筛分介质系统、筛网、软管和管道池、离心机、浮筒和驳船、水力旋流器、耐磨衬里、磨机衬板、进料器及输送机。
德国凯士比 (股票代码 DB:KSB)	成立于1871年, 至今已有153年历史。 其产品可用于采矿业固液混合体的 液压输送 , 制造业, 化工石化、运输行业、能源供应、水运及废水处理。此外还提供服务于各种应用的 泵, 阀门及相关系统 的安装, 调试, 启动, 检查, 维修, 维护和修理; 以及完整系统的模块化服务理念 and 系统分析。
AIA Engineering Limited (股票代码 BSE: 532683)	提供设计, 开发, 制造, 安装和服务 高铬耐磨, 耐腐蚀和耐磨铸件 等服务。主要为预热器, 窑炉和冷却器提供铸件; 为磨损圆锥破碎机, 锤式破碎机, 叶轮破碎机和立式冲击破碎机提供零件; 提供管磨机和棒磨机内部产品; 提供磨机内部部件, 立式磨机部件和高性能铣削系统; 安装和调试监督以及电力行业的轧机优化技术服务以及集料行业的磨损部件。

资料来源: 公司招股说明书, Bloomberg, 浙商证券研究所

国内: 耐磨材料公司整体规模较小, 竞争力较弱。我国球磨机衬板行业企业数量虽多, 但多数为中小型生产企业, 产品设计、研发、创新能力较弱, 整体竞争力较低。其中较具代表性的企业有耐普矿机、凤形股份、华民股份、江苏江河机械、江苏双星特钢等。

表5: 国内耐磨材料相关上市公司收入规模较小

公司名称	耐磨材料相关业务	耐磨材料相关业务 2023 年收入 (亿元)
耐普矿机	公司生产的选矿备件覆盖磨矿分级和选别作业的所有选矿设备, 主要有磨机备件、过流件、圆筒筛、振动筛备件等	5.42
凤形股份	主要由子公司凤形新材料公司进行, 其主营业务为 金属铸件领域的耐磨材料 研发、生产、销售和技术服务, 主要产品为“凤形”牌高铬球锻、特高铬球锻、中低铬球锻、衬板等, 其中以高铬球锻为主。球磨材料作为球磨机所必备的生产耗材, 广泛应用于冶金矿山、建材水泥、火力发电等行业的物料研磨生产环节。	5.13
华民股份	耐磨材料领域: 1) 高效球磨综合节能技术的应用与推广, 为矿山、水泥和火电等行业的客户提供“提产、节能、降耗、环保”综合解决方案, 主要产品为磨球、衬板等耐磨产品; 2) 破碎机锤头的应用与推广, 通过破碎机可以将废旧汽车、钢材、家电等进行再次利用, 实现循环经济。	0.95

资料来源: 各公司公告, 各公司年报, Wind, 浙商证券研究所

2.3 橡胶耐磨材料优势显著, 磨机设备大型化促进橡胶替代

橡胶件可以提升矿山的设备运转率, 橡胶件替代纯金属件成为趋势。 1) 减少整机停机次数, 提升设备运转率, 增加全年产量。大型矿山一天的产值接近上亿元, 一年减少 5 天的停机会有接近 5 亿的产能提升; 2) 降低能耗, 矿山设备都在朝着大型化发展, 能耗更高。橡胶备件较传统金属备件重量更轻, 可有效节能 8%-10%。3) 更加安全稳定, 减少因不稳定导致的意外停机的概率。

表6: 高分子耐磨材料优势在于耐磨性、质量轻、耐腐蚀性等

优势	详述
耐磨性	高分子耐磨材料在恶劣工况环境下具有良好耐磨性, 使用寿命为金属材料的 1.5-3 倍 , 显著减少设备损耗。
质量轻	橡胶弹性体等材料 密度远仅为传统金属材料的 1/6 , 因此设备重量更轻, 降低了作业过程中的电耗, 有显著节能效果。
耐腐蚀性	高分子耐磨材料具备较高耐腐蚀性能, 适用于不同矿石的矿物含量和化学成分的选矿设备, 应用领域广泛。
环保优势	与金属材料相比, 高分子耐磨材料具备更好的阻尼和弹性, 能降低噪音。使用可再生的天然橡胶, 符合可持续发展的原则。
安装便利	橡胶复合备件安装容错率高, 安装更为便利, 能显著节省时间, 提升矿山运转率。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

选矿设备及备件大型化趋势明显, 橡胶备件质量轻等特性适用于大型化设备, 有望加速渗透。 目前传统选矿厂多系列的布置形式已经很难见到, 设备大型化、减少生产系列已是选矿行业的共识, 选矿设备大型化有利于提高自动化水平、提高选矿技术指标、推动制造工艺进步。然而, 大型选矿设备需要配备大型零部件, 因超宽、超高、超重等, 在加工和运输上面临一定困难。因此, 高分子耐磨材料质量轻、安装便利等优势更适用于大型选矿设备, 橡胶件替代有望加速。

表7: 磨机大型化降低总投资

项目	方案 1	方案 2	方案 3
球磨机数量/台	4	2	1
球磨机规格/m	Φ3.8×5.5	Φ4.7×8.7	Φ5.5×9.1
总投资/万美元	547.31	384.87	318.43
投资对比/%	172	121	100

资料来源: 矿山机械杂志, 浙商证券研究所

复合衬板利用金属衬板和橡胶衬板的各自优势。在橡胶衬板上安装镶嵌合金件, 使矿石冲击到金属上, 发挥出金属高硬度的优点, 并且大冲击力被橡胶衬板吸收, 可防止衬板变形, 使这两种材质的优点得以最大程度发挥, 具有高冲击韧性、高耐磨性、使用寿命长、重量轻等特点。

表8: 耐磨材料特性对比: 复合衬板结合金属、橡胶衬板优势, 安装简单, 使用寿命长, 不易变形

材料名称	材料名称	特点	应用领域
金属衬板	高锰钢	高锰钢的主要优点是抗磨损, 抗强冲击, 芯部韧性好; 主要缺点是屈服强度低、易断裂, 扩散冲击导致衬板发生塑性流变, 且导热性差, 易析出碳。	适合作为大型球磨机筒体衬板, 发挥其自身显著的加工硬化效果, 而不适合作为大型半自磨机筒体衬板。
	非锰系耐磨合金钢	合金钢的主要合金元素包括硅、镍、锰、铬、钼、钨等, 综合力学性能好, 稳定性强, 耐反复冲击且拆卸方便。作为性能较好的耐磨材料, 在合金钢中添加不同含量和种类的合金元素, 对碳含量进行调整, 在不同的热处理工艺下, 可获得不同的力学性能。	适用于大型磨机衬板
	高铬铸铁	目前应用最多的是含铬量为 12%~20% 的高铬白口铸铁, 因其组织中形成孤立杆状 (Cr, Fe) ₇ C ₃ 型碳化物, 使其硬度更高, 冲击韧性更强, 因此受到材料研究者的青睐, 也成为球磨机的筒体衬板材料。高铬白口铸铁冲击韧度通常为 5~7 J/cm ² , 相对其他材料偏低。	适合于 φ 2.5 m 以下、对冲击强度要求比较低的小型球磨机筒体衬板。
橡胶衬板	橡胶	橡胶衬板由弹性聚合物材料构成, 具有良好的耐磨性和耐腐蚀性, 安装快捷且隔音消音, 质量轻, 可以减轻磨机质量, 有利于节省电能。缺点是自身较厚, 会导致磨矿介质消耗增多, 磨机处理能力下降。	不适合作为磨机筒体衬板, 更适用于细磨作业以及作为 进出料口衬板、端衬板 。
复合衬板	橡胶金属复合材料	利用金属衬板和橡胶衬板的各自优势, 在橡胶衬板上安装镶嵌合金件, 使矿石冲击到金属上, 发挥出金属高硬度的优点, 并且大冲击力被橡胶衬板吸收, 可防止衬板变形, 使这两种材质的优点得以最大程度发挥。 橡胶金属复合衬板的优点在于安装简单, 使用寿命长, 不易变形。	广泛应用于进料端口衬板、出料格子板。

资料来源: 矿山机械杂志, 浙商证券研究所

2.4 预计 2027 年选矿设备备件市场规模达 461 亿元

原矿石处理量测算:

1) 铜矿产量: 由于铜需求强劲, 矿山资本开支向上, 预计全球铜矿产量将保持增长的趋势。ICSG 预测, 2024、2025 年铜矿产量分别为 2275、2354 万吨; BMI 预计 2018-2027

年，铜矿年产量增速为 2.7%。我们假设 2026-2027 年，铜矿年产量保持 2.7%的增速，预计 2024-2027 年铜矿产量分别为 2275、2354、2418、2483 万吨。

2) 铜矿品位：铜矿品位稳定下降，单位矿产金属纯度减少，耐磨备件与选矿设备需求量及技术要求大幅提升。据公司公告，2000、2021 年全球铜矿平均品位分别约为 0.79%、0.43%，2000-2021 年平均每年下降 0.017pct，我们假设 2021-2027 年铜矿品位每年下降 0.01pct，预计 2024-2027 年铜矿平均品位分别为 0.39%、0.38%、0.37%、0.36%。

3) 原矿石处理量：原矿石处理量=铜矿产量/铜矿品位，预计 2024-2027 年原矿石处理量分别为 58、62、65、69 亿吨。

橡胶/金属耐磨备件市场规模测算：

1) 橡胶/金属渗透率：橡胶在耐磨性、耐腐蚀性、环保性等诸多方面皆优于传统金属材料备件，且橡胶件的运用能够提升矿山设备运转率，降低能耗成本，预计未来橡胶复合备件替代率将加速提升。据公司公告，目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率不到 15%，且替代率在未来有较大提升空间。因此，我们假设橡胶耐磨备件渗透率每年提高 5%，2024-2027 年渗透率分别为 15%、20%、25%、30%。

2) 处理单位铜矿石所需橡胶/金属备件：根据凤形股份年报，每吨有色金属矿石消耗耐磨球约 0.5-0.6kg，假设处理有色金属矿石所需金属备件为 0.55 千克/吨；橡胶复合备件寿命是金属选矿备件的 1.5 倍到 3 倍，假设为 2.25 倍；则假设处理有色金属矿石所需橡胶复合备件为 0.24 千克/吨。

3) 橡胶/金属备件单价：据公司披露，传统金属备件以高锰钢为代表，价格金属备件价格约为 1.5 万元/吨；橡胶复合备件价格约 3-4 万元/吨，假设其单价为 3.5 万元/吨。

4) 备件市场规模：橡胶备件市场规模=原矿石处理量*橡胶渗透率*处理单位铜矿石所需耐磨备件*橡胶备件单价，预计 2024-2027 年橡胶备件市场规模分别为 73、104、137、174 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 39%；同理得 2024-2027 年金属备件市场规模分别为 147、196、243、287 亿元；则 2024-2027 年选矿设备备件市场规模分别为 221、300、380、461 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 33%。

表9: 预计 2027 年选矿设备备件市场规模将达到 461 亿元

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
铜矿产量(万吨)	2237	2275	2354	2418	2483
yoy		1.7%	3.5%	2.7%	2.7%
铜矿品位	0.40%	0.39%	0.38%	0.37%	0.36%
原矿石处理量(亿吨)	56	58	62	65	69
橡胶件渗透率	10%	15%	20%	25%	30%
单位铜矿石所需橡胶备件体量(千克/吨)	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
橡胶备件市场消耗量(万吨)	13	21	30	39	50
橡胶备件单价(万元/吨)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
橡胶备件市场规模(亿元)	47	73	104	137	174
金属件渗透率	90%	85%	80%	75%	70%
单位铜矿石所需耐磨备件体量(千克/吨)	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
金属备件市场消耗量(万吨)	66	98	131	162	191
金属备件单价(万元/吨)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
金属备件市场规模(亿元)	100	147	196	243	287
选矿设备备件市场规模(亿元)	147	221	300	380	461

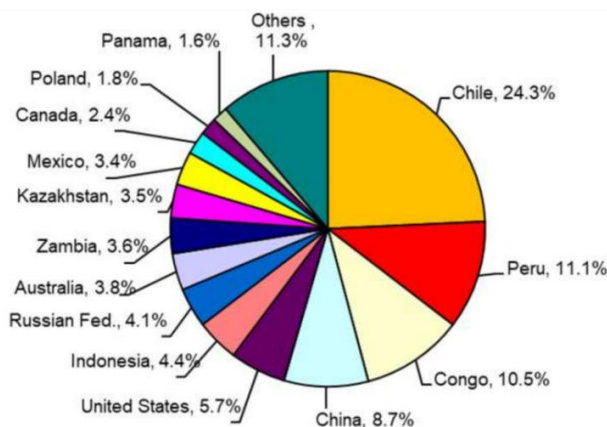
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3 “出海+产品”共同驱动增长, 产能瓶颈突破在望

3.1 出海: 从产品出海到产能出海, 拓展海外市场步伐加快

铜矿生产集中度高, 我国铜矿产量占比低, 海外市场巨大。据 ICSG, 2022 年全球铜矿产量前三名的国家分别为智利(南美洲)、秘鲁(南美洲)、刚果(非洲), 铜矿产量占比分别为 24%、11%、11%, top3 合计占全球铜矿供应的 46%; 我国铜矿产量仅占全球 8.7%。

图27: 2022 年 top3 合计占全球供应的 46%, 我国铜矿产量仅占全球 8.7%

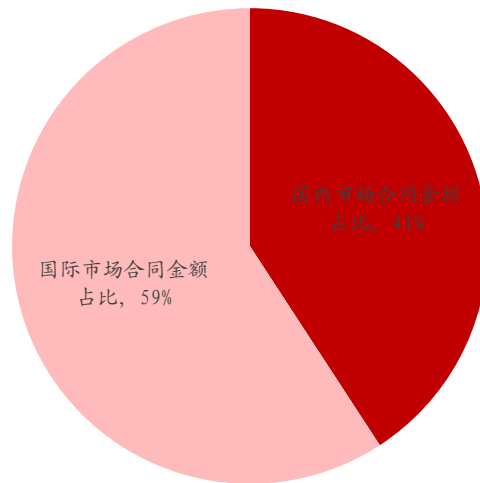


资料来源: ICSG, 浙商证券研究所

公司持续推进国际化发展战略, 出海方式主要包括跟随中资企业出海与拓展海外客户。1) 跟随中资企业出海: 中资矿企像紫金矿业、洛阳钼业、华友钴业等; 中资矿企这几

年出海虽不断加速，但整体占比仍旧较低，而且集中在非洲；2) 拓展海外客户：外资矿企第一量子、巴里克黄金、嘉能可、英美资源等，未来公司将逐步加大其开发力度。

图28： 2023 年，公司国际市场合同金额占比为 59%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司出海战略从产品出海到产能出海，出海步伐加快。矿山后市场重视服务与需求响应速度，在当地设立子公司有利于公司建立并维护品牌形象，2016 年，公司仅有 3 家海外子公司，分别为秘鲁、蒙古、澳大利亚子公司，主营业务为售后服务；近年来，公司重视海外市场，在全球各地设立子公司，并开始在海外建设产能，截至 2023 年年报，公司共有 13 家参股或参控股企业主要经营地位于海外，业务性质覆盖制造、流通、售后服务、管理咨询。

图29: 公司在海外共有 13 家参股或参控股企业

业务性质	主要经营地	2016	2019	2020	2021	2022	2023
制造	蒙古乌兰巴托		民族矿机有限责任公司	民族矿机有限责任公司	民族矿机有限责任公司	民族矿机有限责任公司	民族矿机有限责任公司
	赞比亚				耐普矿机(赞比亚)有限责任公司	耐普矿机(赞比亚)有限责任公司	耐普矿机(赞比亚)有限责任公司
流通	秘鲁	秘鲁耐普矿机有限责任公司(售后)	耐普秘鲁矿机有限责任公司	耐普秘鲁矿机有限责任公司	耐普秘鲁矿机有限责任公司	耐普秘鲁矿机有限责任公司	耐普秘鲁矿机有限责任公司
	新加坡		耐普矿业机械国际有限公司	耐普矿业机械国际有限公司	耐普矿业机械国际有限公司	耐普矿业机械国际有限公司	耐普矿业机械国际有限公司
	厄瓜多尔				耐普矿机(厄瓜多尔)有限责任公司	耐普矿机(厄瓜多尔)有限责任公司	耐普矿机(厄瓜多尔)有限责任公司
	塞尔维亚						耐普矿机(塞尔维亚)有限责任公司
	俄罗斯						耐普矿机有限责任公司
	西澳	澳大利亚耐普矿机有限责任公司	澳大利亚耐普矿机有限责任公司	澳大利亚耐普矿机有限责任公司	澳大利亚耐普矿机有限责任公司	澳大利亚耐普矿机有限责任公司	澳大利亚耐普矿机有限责任公司
售后服务	蒙古乌兰巴托	耐普矿机蒙古有限责任公司	耐普矿机蒙古有限责任公司	耐普矿机蒙古有限责任公司	耐普矿机蒙古有限责任公司	耐普矿机蒙古有限责任公司	耐普矿机蒙古有限责任公司
	墨西哥		耐普矿机墨西哥可变资产有限责任公司	耐普矿机墨西哥可变资产有限责任公司	耐普矿机墨西哥可变资产有限责任公司	耐普矿机墨西哥可变资产有限责任公司	耐普矿机墨西哥可变资产有限责任公司
	智利		耐普矿机股份公司	耐普矿机股份公司	耐普矿机股份公司	耐普矿机股份公司	耐普矿机股份公司
	蒙古南戈壁省			GALBYN KHUR LLC	GALBYN KHUR LLC	GALBYN KHUR LLC	GALBYN KHUR LLC
管理咨询	新加坡				新加坡耐普环球资源投资有限公司	新加坡耐普环球资源投资有限公司	新加坡耐普环球资源投资有限公司

注: 仅考虑主要经营地在海外的控股或参控股公司
 资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

智利、赞比亚工厂将分别助力公司开发当地南美、非洲客户。1) 智利工厂: 智利工厂建成后主要服务智利及周边矿山客户。近几年南美地区矿山客户的订单增长较快, 2023 年增长近一倍, 2024 年上半年增长了 120%; 2) 赞比亚工厂: 公司是周边最大的一家选矿备件生产厂家, 工厂建成投产后, 可及时响应客户需求, 同时为客户提供维保及仓储等服务, 对公司开发当地客户有很大的促进作用。非洲属于电力比较缺乏的地区, 而选矿厂属于电耗非常高的行业, 公司橡胶备件基于重量轻、节能的优势, 对非洲矿山企业价值更大。

3.2 产品: 橡胶备件领先企业, 新产品有望打造新增长点

公司在橡胶备件领域深耕多年, 有望在橡胶备件渗透率提升的行业趋势中抢占市场份额。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, 已研发出二十余种橡胶混炼配方, 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。

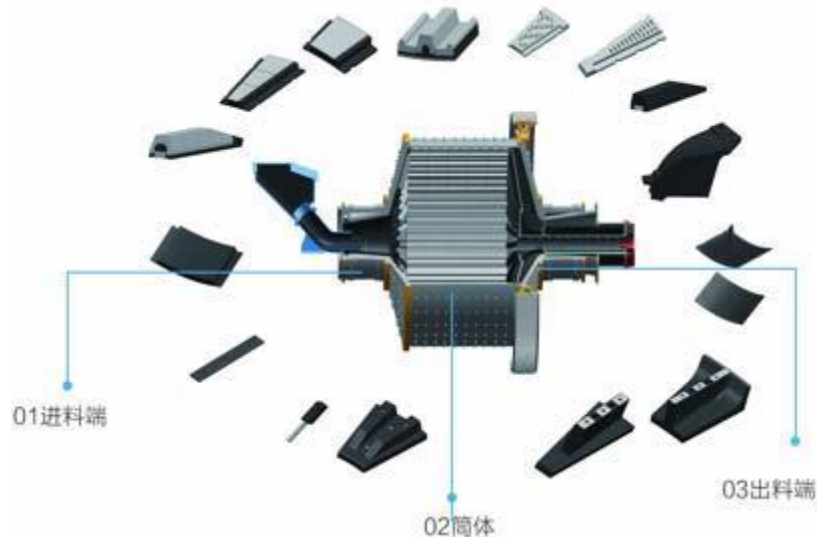
表10: 公司专注研发, 多项成果填补了国内空白

研发成果	行业地位
750mm 规格和 650mm 规格重型渣浆泵	有效填补国内空白, 分别应用于额尔登特、紫金矿业、宁德时代等客户的大型项目
Φ838-7 水力旋流器组	国内最大的选矿筛分流程的水力旋流器, 打破了国际巨头垄断
Φ7.32 × 13m 和 Φ7.9 × 14.3m 复合衬板	应用于墨西哥集团、紫金矿业等国内外著名大型矿山大规格半自磨端衬板、球磨机端衬板及筒体
Φ12.2 × 11m 自磨机出料端衬板和 Φ7.9 × 13.6m 球磨机圆筒筛	配套给中信重工, 均为目前国内型号之最

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

可应用于筒体的磨机复合衬板即将推向市场。目前公司橡胶复合衬板主要用在磨机的进料端和出料端, 公司最新研发的使用锻造技术生产的复合衬板可用于筒体, 已在选矿厂磨机上全套试用, 预计在年底会有最新的使用效果。如效果达到预期, 公司将在明年开始大面积推广锻造复合衬板。经过初试, 其寿命至少是金属备件的 1.5 倍以上, 能减少磨机停机次数, 增加运转天数和运转率。

图30: 磨机结构包括进料端、筒体、出料端, 新推出的复合衬板将补充公司在筒体市场空白

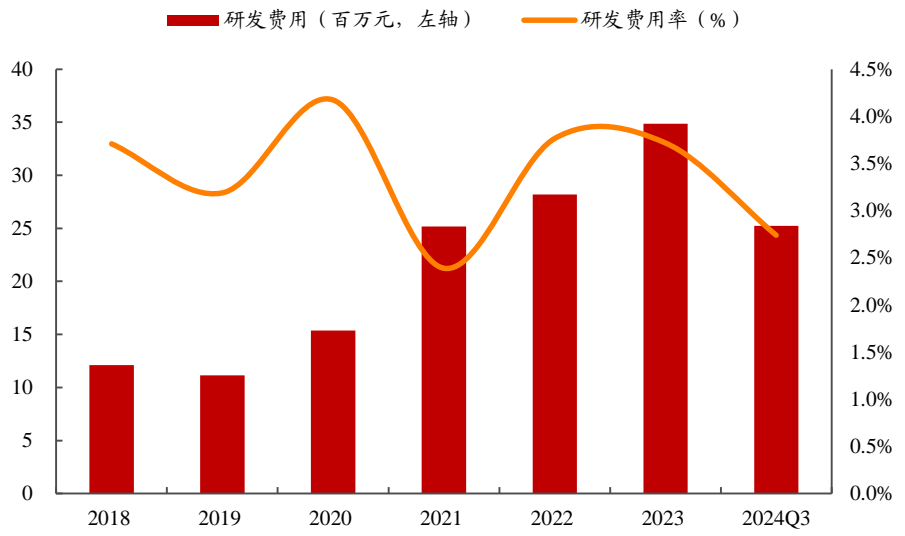


资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

陶瓷渣浆泵已成功研制, 已于 2024 年推广生产。陶瓷渣浆泵是一种采用先进陶瓷材料制成的泵, 专用于输送含有磨蚀性和腐蚀性的浆体, 多用于选矿、冶金、化工等行业, 在处理含有固体颗粒的浆体时, 能有效应对高磨蚀、高腐蚀、高温等恶劣工况。2023 年, 公司研发的陶瓷渣浆泵在试用中取得备件寿命增长 1-2 倍的成果, 满足行业对高效耐用设备的需求。

公司研发投入持续增长, 巩固自身技术优势。公司深耕高性能橡胶耐磨材料及橡胶复合材料的研发, 研发投入呈持续增长趋势。2023 年, 公司研发投入达到 3487 万元, 同比增长 23.7%, 占营业收入的 3.7%。通过引进优秀人才和优化研发人员结构, 公司不断提升研发能力, 2023 年公司研发人员数量同比增加约 15%。

图31: 2018-2023年, 公司研发费用 CAGR 为 24%

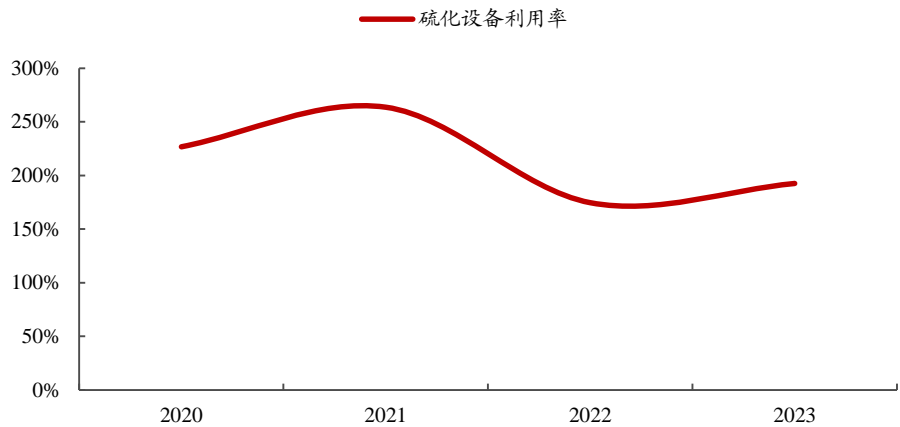


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.3 产能：海内外产能加速扩张，产能瓶颈突破在望

2020-2023 年公司产能利用率保持在 170% 以上，面临产能瓶颈。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。据公司可转债 2024 年跟踪评级报告，2023 年公司硫化设备利用率为 192.5%，面临产能瓶颈。

图32： 2020-2023 年，公司硫化设备利用率保持在 170% 以上



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

加大海内外产能扩张力度，产能瓶颈突破在望。近年来，公司持续加大海内外产能扩张力度，据公司披露（截至 2024 年 10 月）包括：1) 公司现有已投产产能包括国内一期园区，蒙古国工厂，赞比亚工厂；2) 在建产能包含国内二期，智利工厂；3) 规划产能包括秘鲁工厂及塞尔维亚工厂。

表11: 截至2024年3月末, 公司主要在建项目预算合计14.4亿元

工程项目名称	预算数(亿元)	拟投入募集资金(亿元)	已投资(亿元)	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	3.9	2.3	5.5	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4800t、渣浆泵过流件1440t、钢橡胶复合管及橡胶软管1440t、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	3.7	-	0.1	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1800t,耐磨橡胶杂件1200t,钢橡胶复合管及橡胶软管1450t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	2.9	1.4	0.8	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	1.9	1.4	0.7	47%	年产4000吨矿用耐磨备件	可转债募集资金
赞比亚工厂	1.5	-	0.8	53%		自有资金
西藏子公司工厂	0.5	-	0.3	63%		自有资金
衬板试验机	0.042	-	0.021	95%		自有资金
WMS系统项目	0.003	-	0.001	40%		自有资金
合计	14.4	5.1	8.2			

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: 公司公告, 浙商证券研究所

4 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

矿用橡胶耐磨备件: 矿山新一轮资本开支周期开启, 铜矿产量增长、橡胶备件渗透率提升、公司产能加速释放, 矿用橡胶耐磨备件为公司业务主要增长点, 我们预计公司2024-2026年该业务收入分别为7.3、9.6、12.2亿元, 同比增加35%、31%、28%。

选矿设备: 主要产品为渣浆泵、圆筒筛及旋流器等选矿设备。新品陶瓷渣浆泵已于2024年开始全球推广, 预计将成为公司选矿设备收入增长的新引擎。受2023年高基数影响, 我们预计2024-2026年公司选矿设备收入分别为1.2、1.5、2.0亿元, 同比-8%、28%、28%。

选矿系统方案及服务: 与海外大客户如蒙古额尔登特等合作, 积累了丰富的工程经验和客户资源, 后续弹性可期。考虑到公司EPC项目已在2024年H1全部确认收入2亿元, 且目前无在手订单, 我们预计2024-2026年公司选矿系统方案及服务收入分别为2、0、2亿元。

其他: 矿用管道、工业设备耐磨衬里: 该业务为配套渣浆泵整机, 预计随选矿设备同步波动, 预计2024-2026年公司矿用管道、工业设备耐磨衬里收入分别为0.5、0.6、0.7亿元, 同比增加5%、20%、20%; **矿用金属备件:** 矿用金属备件主要为渣浆泵叶轮、泵壳、轴承等, 预计2024-2026年公司矿用金属备件收入分别为1.1、1.4、1.6亿元, 同比增加20%、20%、20%。

表12: 预计 2024-2026 年公司橡胶备件业务实现高速增长

(单位: 百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	938	1216	1305	1849
yoy	25%	30%	7%	42%
橡胶耐磨备件				
收入	542	732	956	1219
yoy	25%	35%	31%	28%
毛利率	44%	43%	44%	45%
矿用金属备件				
收入	95	114	137	164
yoy	61%	20%	20%	20%
毛利率	24%	24%	24%	24%
选矿设备及备件				
收入	132	121	154	197
yoy	87%	-8%	28%	28%
毛利率	26%	30%	30%	30%
选矿系统方案及服务				
收入	121	200	-	200
yoy	17%	66%	-	-
毛利率	24%	20%	-	20%
矿用管道、工业设备耐磨衬里				
收入	46	48	58	69
yoy	-74%	5%	20%	20%
毛利率	37%	36%	35%	35%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 估值分析与投资建议

公司为矿山耗材领军者, 受益海外需求和品类拓展。预计 2024-2026 年公司实现营业收入 12.2、13.1、18.5 亿元, 同比增长 30%、7%、42%; 实现归母净利润 1.5、2.2、2.9 亿元, 同比增长 91%、44%、32%; 对应 PE30、21、16X。

我们选取中信重工(选矿设备行业龙头)、运机集团(矿山带式运输设备隐形冠军)、北矿科技(主营矿山装备和磁性材料)为可比公司, 其业务均与公司业务存在一定相似性。可比公司 2025 年平均 PE 为 27X。考虑公司处于高速增长期, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表13: 可比公司 2025 年平均 PE 为 27X

		归母净利润增速			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601608.SH	中信重工	18%	35%	25%	48	35	28
001288.SZ	运机集团	63%	48%	41%	31	21	15
600980.SH	北矿科技	10%	18%	17%	31	26	22
可比公司平均		30%	34%	28%	36	27	22
300818.SZ	耐普矿机	91%	44%	32%	30	21	16

注: 可比公司盈利预测为 Wind 一致预期(截至 2024/12/06)

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

宏观经济发展不及预期：若宏观经济增长不及预期、增长动能仍然偏弱，主要经济体的经济增长速度不及预期，导致公司经营业绩不及预期。

地缘政治风险：因国际政治关系紧张、冲突或战争等因素导致的市场动荡和经济不确定性，影响公司境外销售、售后服务等业务，导致公司经营业绩不及预期。

海外业务拓展不及预期：各国法律体系和监管环境存在显著差异，未能及时适应和遵守当地法律法规可能导致海外业务拓展不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,373	1,345	1,429	1,967
现金	715	618	610	870
交易性金融资产	85	85	85	85
应收账款	189	199	239	338
其它应收款	7	8	9	13
预付账款	80	64	72	117
存货	253	307	339	474
其他	43	65	75	70
非流动资产	1,015	1,206	1,457	1,499
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	36	45	47	50
固定资产	697	828	1,002	1,094
无形资产	74	86	92	104
在建工程	133	167	233	167
其他	74	79	82	83
资产总计	2,387	2,551	2,886	3,466
流动负债	616	606	717	999
短期借款	35	40	42	39
应付款项	301	340	395	548
预收账款	0	0	0	0
其他	280	226	280	412
非流动负债	427	211	131	48
长期借款	46	0	0	0
其他	382	211	131	48
负债合计	1,043	817	848	1,047
少数股东权益	12	14	19	27
归属母公司股东权益	1,333	1,720	2,019	2,392
负债和股东权益	2,387	2,551	2,886	3,466

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	304	82	279	369
净利润	84	155	224	298
折旧摊销	70	82	103	118
财务费用	24	4	2	1
投资损失	(3)	(4)	(5)	(6)
营运资金变动	125	(104)	17	7
其它	5	(51)	(62)	(48)
投资活动现金流	(134)	(220)	(287)	(105)
资本支出	(187)	(218)	(290)	(108)
长期投资	49	(9)	(2)	(3)
其他	4	7	5	6
筹资活动现金流	(22)	36	0	(4)
短期借款	(15)	5	2	(3)
长期借款	46	(46)	0	0
其他	(53)	77	(2)	(1)
现金净增加额	156	(97)	(8)	260

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	938	1216	1305	1849
营业成本	596	780	785	1138
营业税金及附加	7	91	91	120
营业费用	67	158	176	222
管理费用	131	55	59	83
研发费用	35	18	16	16
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	(13)	(5)	(6)	(8)
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	3	4	5	6
其他经营收益	13	23	21	31
营业利润	102	185	268	355
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	101	185	267	354
所得税	18	30	43	57
净利润	84	155	224	298
少数股东损益	3	2	5	8
归属母公司净利润	80	153	220	290
EBITDA	181	267	370	472
EPS (最新摊薄)	0.51	0.97	1.40	1.85

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	25.28%	29.63%	7.33%	41.71%
营业利润	-34.69%	80.84%	44.49%	32.75%
归属母公司净利润	-40.39%	90.69%	43.78%	32.07%
获利能力				
毛利率	36.46%	35.86%	39.85%	38.46%
净利率	8.54%	12.56%	16.83%	15.68%
ROE	6.01%	8.88%	10.87%	12.12%
ROIC	5.15%	7.85%	10.18%	11.92%
偿债能力				
资产负债率	43.70%	32.03%	29.37%	30.21%
净负债比率	-21.08%	-21.63%	-21.85%	-32.71%
流动比率	2.23	2.22	1.99	1.97
速动比率	1.62	1.50	1.32	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.49	0.48	0.58
应收账款周转率	6.58	7.16	6.80	7.33
应付账款周转率	3.17	4.07	3.23	3.83
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.97	1.40	1.85
每股经营现金	1.94	0.53	1.78	2.35
每股净资产	8.50	10.97	12.88	15.26
估值比率				
P/E	57.73	30.27	21.06	15.94
P/B	3.47	2.69	2.29	1.93
EV/EBITDA	17.63	16.14	11.45	8.25

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>