

公司深度

耐普矿机(300818.SZ)

机械设备 | 通用设备

布局全球，橡胶复合备件龙头扬帆起航

2024年12月06日

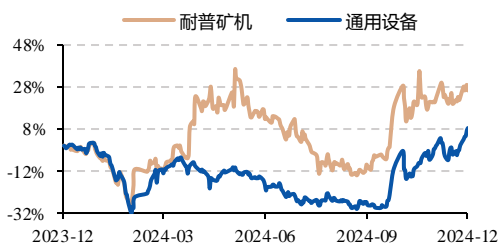
评级 买入

评级变动 调高

交易数据

当前价格(元)	29.48
52周价格区间(元)	20.12-42.20
总市值(百万)	4661.30
流通市值(百万)	2913.35
总股本(万股)	15811.50
流通股(万股)	9882.50

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
耐普矿机	4.39	39.12	32.75
通用设备	10.43	48.76	9.02

贺剑虹 分析师

执业证书编号:S0530524100001
hejianhong@hncasing.com

相关报告

- 耐普矿机2024年三季报点评:业绩持续高增,备件产品表现优异 2024-10-25
- 耐普矿机(300818.SZ)2024年半年报点评:业绩持续高增,盈利能力再加强 2024-08-20
- 耐普矿机(300818.SZ)2023年年报点评:盈利能力提升明显,海外市场逐步兑现 2024-04-02

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	748.53	937.76	1,233.85	1,558.26	1,873.72
归母净利润(百万元)	134.33	80.07	155.53	205.09	258.95
每股收益(元)	0.85	0.51	0.98	1.30	1.64
每股净资产(元)	7.33	7.80	8.63	9.73	11.12
P/E	34.70	58.21	29.97	22.73	18.00
P/B	4.02	3.78	3.42	3.03	2.65

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **专注耐磨材料和选矿设备 20 年，铸就矿山设备领域小巨人。**公司成立于 2005 年，创始人郑昊先生拥有近 40 年相关领域经验。自成立以来，公司始终致力于高性能橡胶耐磨材料及橡胶复合材料的研发应用。公司持续稳健运营，逐步成长，于 2020 年获得工业和信息化部第二批专精特新小巨人企业，并于同年上市，又于 2024 年获得中国有色金属供应商 40 强企业。公司收入主要来源于铜矿，占比 70%，业绩连续多年震荡上行，盈利能力稳定。2024H1 公司海外营收为 4.30 亿元，同比增长 153.3%，营收占比达 68.7%，公司数年的国际市场开拓成果显著。
- **铜矿品位下降带动全球铜矿资本开支上行，下游需求有望迎来新增长。**根据中国自然资源部的新闻，标普全球 (S&P Global) 的研究报告表示，经历 2021 年和 2022 年分别增长 13.8%、16.3% 之后，2023 年全球最大 30 家矿企投资估计将增长 6.2% 至 1092 亿美元。主要原因有二，一是在过去十年左右的时间里，勘探取得的重大发现较少，2015 年后每年新发现的铜矿储量远少于过去。二是铜矿品位持续下降，全球铜矿山露天矿平均品位已经由 1993 年的 0.81% 下滑至 0.6% 左右、地下矿平均品位已经由 1993 年的 1.36% 下滑至 1.12%。智利作为全球最大的铜生产国，其铜矿品位已由 2005 年的 1.0% 下降至 2023 年的 0.64%。在矿山品位下降的情况下，单位矿石能获得的金属铜的体量减少，使得矿企加大了人力、消耗品以及其他生产费用的投入。21 世纪以来，铜矿资本密集度已经由 2000 年的 5000 美元/吨左右提升至 2023 年的 22061 美元/吨，铜矿品位下降和新发现铜减少带来的直接结果就是在老矿山同样的铜产量需要更大的资本投入。
- **选矿为核心环节，在矿石品位下降的背景下重要性凸显。**选矿不仅是矿山的主要作业，也是影响生产能力和效率的关键环节。选矿的目的是提高原矿石的含有价金属品位，去除部分有害杂质。分选机和磨机是选矿环节中重要的设备，两者的市场空间都在过去都保持了较为稳定的增长。

- **橡胶耐磨备件渗透率提升有望，公司海外业务叠加产能释放未来可期。**据我们的测算，在 2026 年，全球仅铜矿用橡胶耐磨备件就可达到 96.41 亿元，市场空间巨大。橡胶耐磨备件在重量、噪音、寿命、耗电等方面相较于传统金属备件均具备优势，叠加全球铜矿品位下降，新发现铜矿不足等因素，橡胶耐磨备件渗透率提升是可预见的趋势。公司橡胶耐磨备件竞争力较好，产能利用率连续 4 年超过 150%，海内外产能基地建设进度逐步推进，预计后续产能释放后能有效缓解现有产能压力，带动业绩提升。
- **投资建议：**公司是国内橡胶耐磨件龙头，在全球铜矿品位下降的背景下，公司作为主要以铜矿企业为收入来源的公司有望充分受益。橡胶耐磨备件具备许多传统金属备件不具有的优势，有望逐步替代传统金属备件，公司作为龙头将充分受益。同时公司积极开拓“一带一路”地区及非洲南美等矿石储藏丰富地区的市场，利润率较好的海外优质业务有望进一步提升公司盈利能力。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 12.34、15.58、18.74 亿元，实现归母净利润为 1.56、2.05、2.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.98、1.30、1.64 元，对应 2024 年 12 月 6 日股价，PE 分别为 29.97、22.73、18.00 倍。我们给予公司 2025 年 29X 的 PE 估值，目标价 37.62，上调为“买入”评级。
- **风险提示：**全球经济复苏不及预期；国际形势发生重大变化；发现大量铜矿以缓解铜短缺；产品推广不及预期。

内容目录

1 专注耐磨材料和选矿设备 20 余年，铸就矿山设备领域小巨人	5
1.1 公司介绍和发展历程.....	5
1.2 核心产品橡胶耐磨备件助力业绩上行，盈利能力较为稳定.....	7
1.3 股权结构集中，员工持股计划深度绑定核心人员.....	10
2 全球矿山资本开支上行趋势明显，选矿设备为核心环节	11
2.1 铜矿品位下降带动全球铜矿资本开支上行，“一带一路”国家优势显著.....	11
2.2 选矿为核心环节，在矿石品位下降的背景下重要性凸显.....	16
3 橡胶耐磨备件属长坡厚雪赛道，全球化布局开拓新局面	18
3.1 公司产品围绕选矿环节，产品覆盖全面.....	18
3.2 核心产品橡胶耐磨备件性能优势明显，有望实现突围.....	21
3.3 公司产能逐步释放，重点发力海外业务.....	25
4 盈利预测及投资建议	28
4.1 盈利预测.....	28
4.2 可比公司估值.....	30
4.3 投资建议.....	30
5 风险提示	31

图表目录

图 1: 耐普矿机发展历程.....	5
图 2: 耐普矿机在矿山产业链中的位置.....	6
图 3: 耐普矿机主要产品图.....	7
图 4: 公司主要收入来源于铜矿.....	7
图 5: 公司营业收入震荡上行（单位：亿元）.....	8
图 6: 公司归母净利润震荡上行（单位：亿元）.....	8
图 7: 公司毛利率和净利率.....	9
图 8: 公司期间费用率.....	9
图 9: 公司分业务营收（单位：亿元）.....	9
图 10: 公司分业务毛利率.....	9
图 11: 公司分地区收入结构.....	10
图 12: 公司分地区毛利率情况.....	10
图 13: 公司股权结构.....	11
图 14: 全球主要矿业公司资本开支迎来新一轮上涨.....	11
图 15: 近 10 年铜矿发现量不容乐观.....	12
图 16: 智利产量铜矿占比接近四分之一.....	13
图 17: 智利国家铜业铜矿石品位呈下降趋势.....	13
图 18: 全球铜矿品位均有下降趋势.....	14
图 19: 铜矿资本密集度大幅上升.....	14
图 20: 铜矿山产能利用率震荡下行.....	14
图 21: 我国对一带一路共建国家对外投资额逐年增长.....	16
图 22: 选矿流程图.....	17
图 23: 铜原矿破碎筛分流程.....	17
图 24: 铜原矿经过分选后有效提升了品位.....	17
图 25: 全球矿石分选机销量（单位：百万美元）.....	18

图 26: 全球矿业磨机销量 (单位: 百万美元)	18
图 27: 公司产品可覆盖选矿设备全流程.....	19
图 28: 渣浆泵结构图.....	20
图 29: 金属过流件及橡胶过流件	20
图 30: 水力旋流器结构	21
图 31: 磨机备件全系列	22
图 32: 公司复合衬板产品.....	22
图 33: 耐普矿机橡胶产品替换效果.....	24
图 34: 公司硫化设备产能利用率极高	25
图 35: 公司在建工程情况 (截止至 2024 年 3 月底)	27
图 36: 公司在海外设有多个服务点.....	28
表 1: 一带一路国家矿石储量产量及消费量情况.....	15
表 2: 选矿流程主要分为三步.....	16
表 3: 四种类型的磨机衬板介绍	22
表 4: 橡胶衬板在性能上较金属衬板具备优势	23
表 5: 橡胶衬板具备经济性优势	24
表 6: 橡胶复合备件市场空间预测.....	24
表 7: 公司产品产销率	26
表 8: 公司主要客户介绍.....	27
表 9: 耐普矿机分业务业绩预测	29

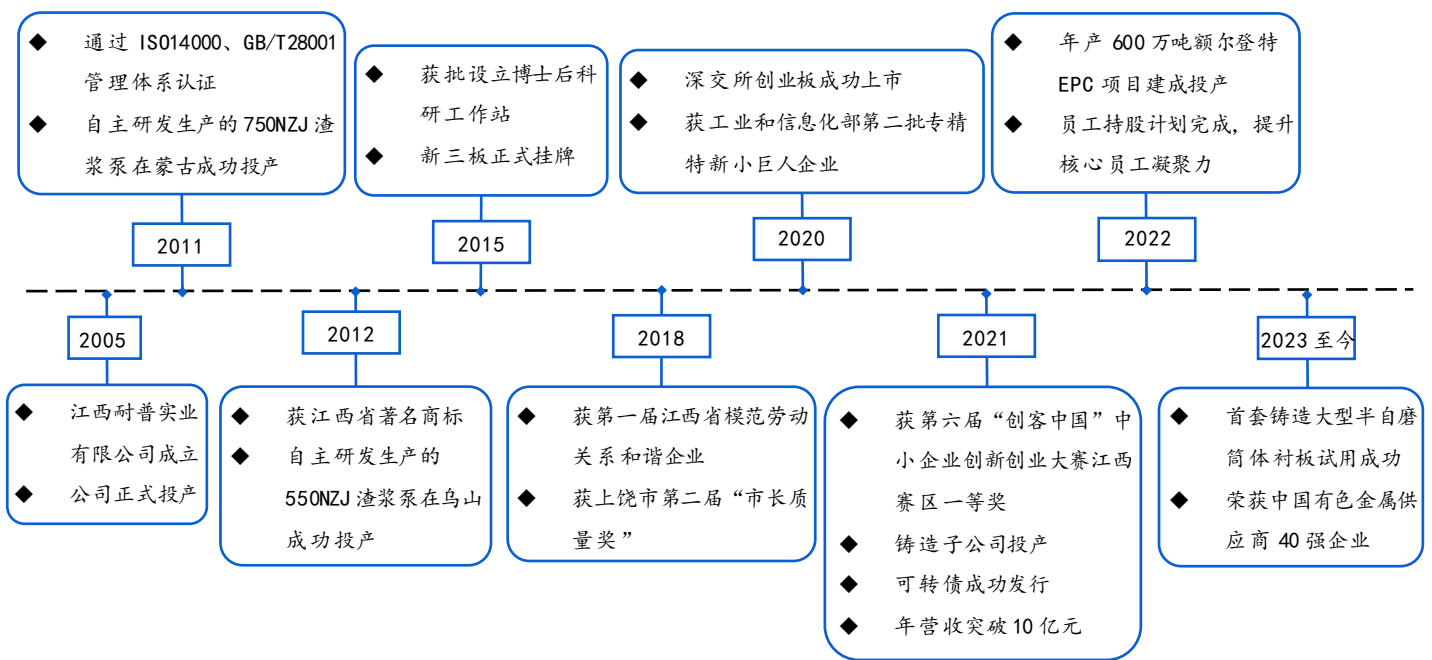
1 专注耐磨材料和选矿设备 20 年，铸就矿山设备领域小巨人

1.1 公司介绍和发展历程

江西耐普矿机股份有限公司是一家集研发、生产、销售和服务于一体的重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造企业。公司成立于 2005 年 10 月 14 日，注册资本为 153,155,013 元，法定代表人和董事长均为郑昊。

专注矿山设备耐磨材料近 20 年，专精特新小巨人逐步成长。自公司 2005 年成立以来，始终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。公司持续稳健运营，逐步成长，于 2020 年获得工业和信息化部第二批专精特新小巨人企业，并于同年上市，又于 2024 年获得中国有色金属供应商 40 强企业。公司研发的高分子复合橡胶新材料具有耐磨、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。

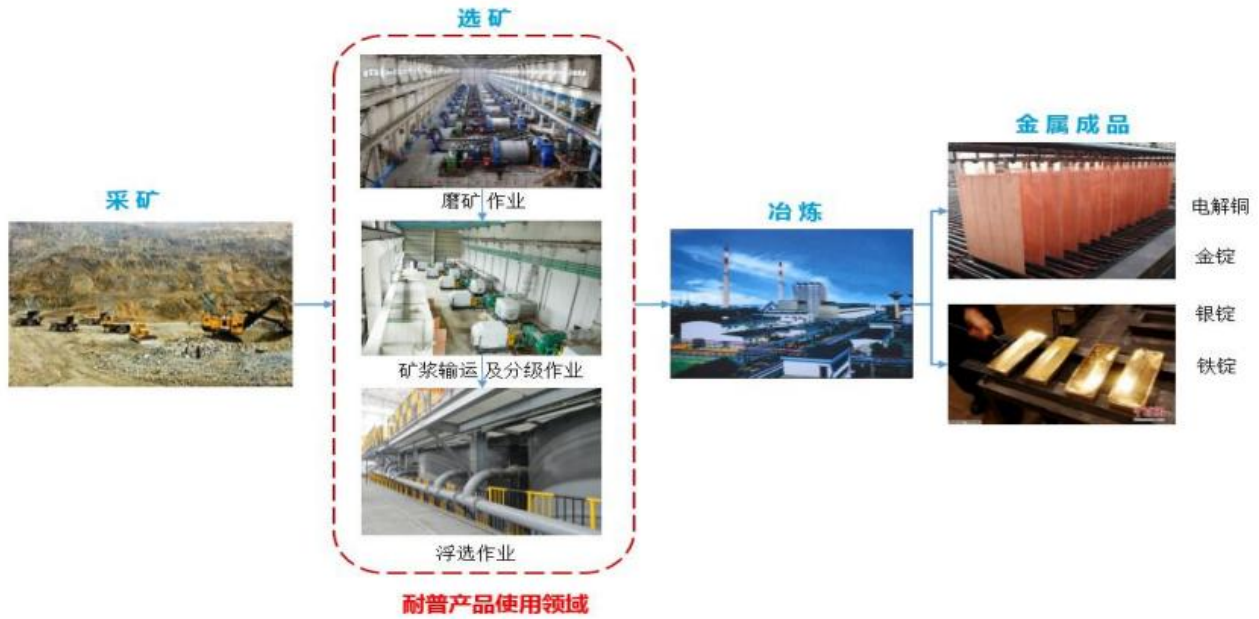
图 1：耐普矿机发展历程



资料来源：公司官网，公司微信公众号，财信证券

公司主营选矿相关业务，在整个采矿和金属制造行业中属于中游环节。采矿和金属制造行业中，主要分为三个大环节：原矿采集、选矿、冶炼。耐普矿机的业务产品主要应用于产业中游选矿环节，公司产品和技术应用于选矿环节，具体应用于磨矿、矿浆输送及分级和浮选作业。选矿是指对低品位的矿物原矿进行加工、提纯，主要目的是提高品位，去除杂质，以达到冶炼标准的高品位精矿。选矿的对象主要为有色金属矿和黑色金属矿。公司产品主要应用于铜矿，也有部分金矿、铁矿、锂矿和其他金属矿山。

图 2：耐普矿机在矿山产业链中的位置



资料来源：公司公告，财信证券

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；矿用管道包含较短的橡胶软管，以及钢橡复合管；另外公司也能为某些特定客户提供选矿工艺流程设计、采购、施工等实行全过程的总承包服务。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。

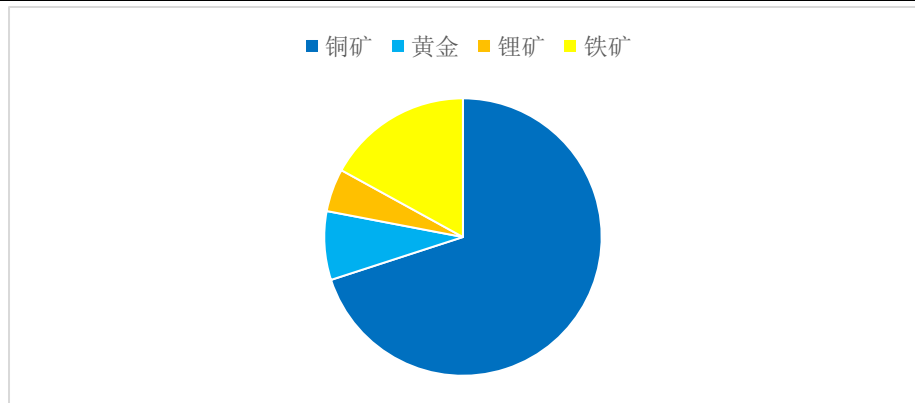
图 3：耐普矿机主要产品图



资料来源：公司公告，财信证券

公司收入主要来源于铜矿，跟铜行业景气度关联较大。根据公司公告披露，目前公司 70% 的收入来自铜矿，8% 来自黄金，4%-5% 来自锂矿，其余部分来自铁矿石。

图 4：公司主要收入来源于铜矿



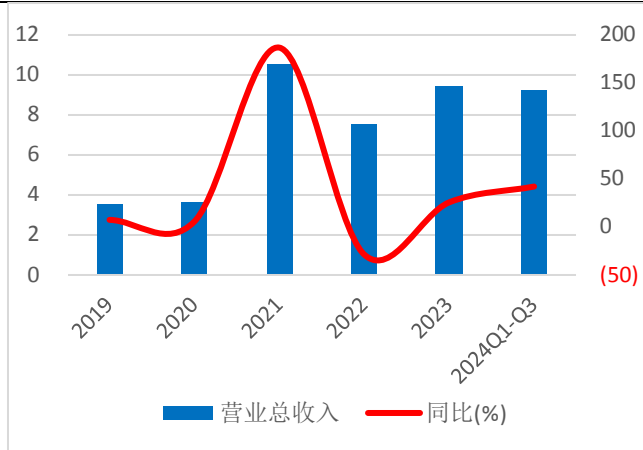
资料来源：公司公告，财信证券

1.2 核心产品橡胶耐磨备件助力业绩上行，盈利能力较为稳定

业绩震荡上行，EPC 业务浮动较大对业绩波动造成影响。公司营业收入由 2019 年的 3.49 亿元震荡上行，2023 年营收达到 9.38 亿元，2019-2023 年营收 CAGR 为 28.04%。净利润方面，公司归母净利润在 2019-2023 年间的最低点为 2020 年的 0.41 亿元，最高点

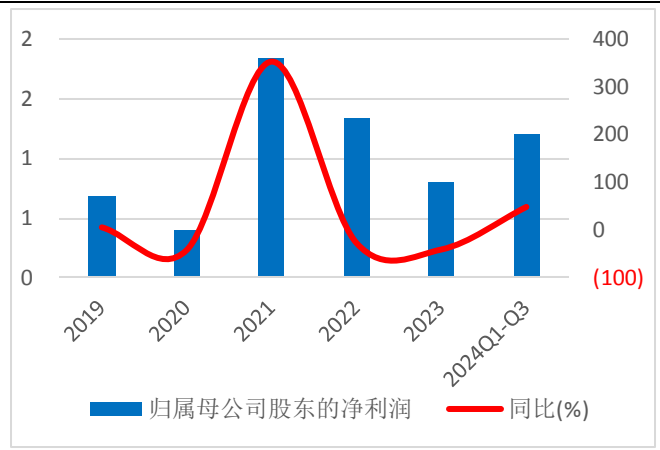
为 2021 年的 1.84 亿元。2021 年营收和归母净利润为近年最高，分别达到 10.53 亿元和 1.84 亿元，主要系 2021 年有大量蒙古国额尔登矿业公司 EPC 项目的收入入账。2022 年公司营业收入有所下滑，主要系公司承接蒙古国额尔登特矿业公司的 EPC 项目于 2022 年 8 月竣工，2022 年确认相关收入为 1.60 亿元，较 2021 年 6.83 亿元大幅减少，该项目包括厂房和生产线的的设计、建造以及机器设备的销售，主要计入选矿系统方案及服务收入中。若剔除该项目影响，公司 2022 年营业收入同比增长 59.15%，主要由矿用橡胶耐磨备件所贡献。2024 年前三季度实现营业收入 9.21 亿元，同比增长 41.71%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 48.78%，实现扣非归母净利润 1.17 亿元，同比增长 70.90%。

图 5：公司营业收入震荡上行（单位：亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 6：公司归母净利润震荡上行（单位：亿元）

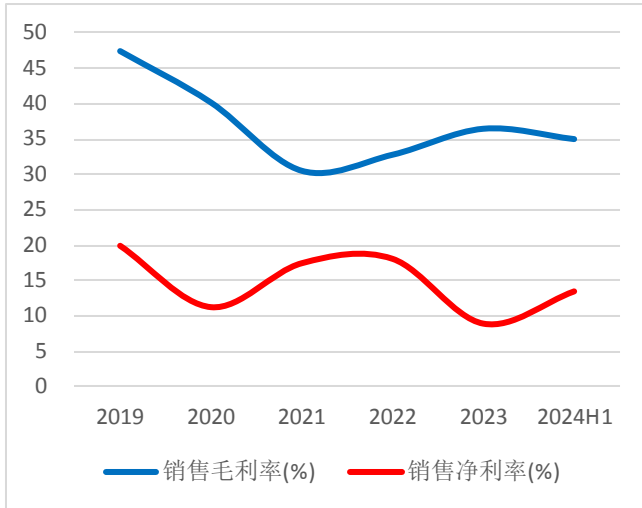


资料来源：Wind，财信证券

公司盈利能力趋于稳定。公司毛利率自 2020 年以来维持在 30-35% 之间，净利率在 10-20% 之间，波动幅度稍大。2021 年公司 EPC 项目大幅确认收入导致总体毛利率有所下滑，但同样 EPC 项目带来的大量收入确认使得当年期间费用率占比下降明显，净利率迎来上升。2022 年净利率较高是因为有 0.89 亿元资产处置收益。2023 年开始，公司受到可转债费用、员工持股计划股份支付费用和新增固定资产折旧以及资产减值等多方面影响，净利率出现下滑。但该情况并不具备可持续性，后续公司净利率有望回升。

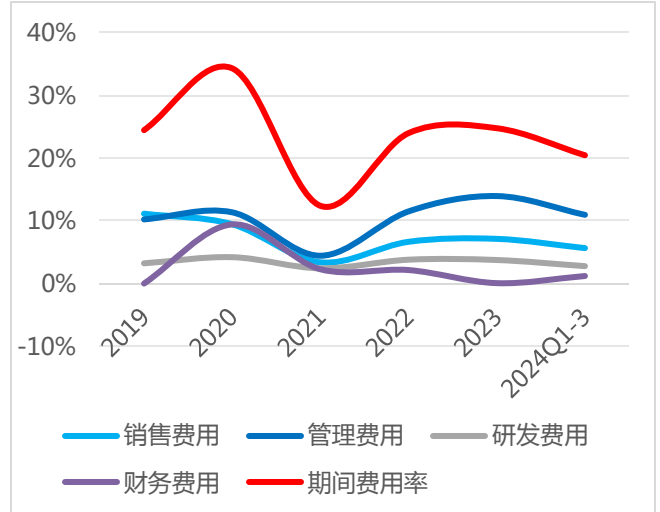
公司期间费用率受众多因素影响。公司期间费用率在 2021 年受 EPC 项目影响，23 年开始受新厂区折旧和员工持股计划费用等因素影响，出现短期波动，但在 2024 年 Q1-Q3 实现下降。公司 2024Q1-Q3 期间费用率为 20.46%，同比下降 1.23pct。其中，销售费用率为 5.62%，同比-0.38pct；管理费用率为 10.94%，同比-2.82pct；财务费用率为 1.16% 同比+2.59pct；研发费用率为 2.74%，同比-0.62pct。

图 7：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，财信证券

图 8：公司期间费用率



资料来源：Wind，财信证券

核心产品橡胶耐磨备件表现优异，收入稳步提升，毛利率高于其他业务的平均水平。

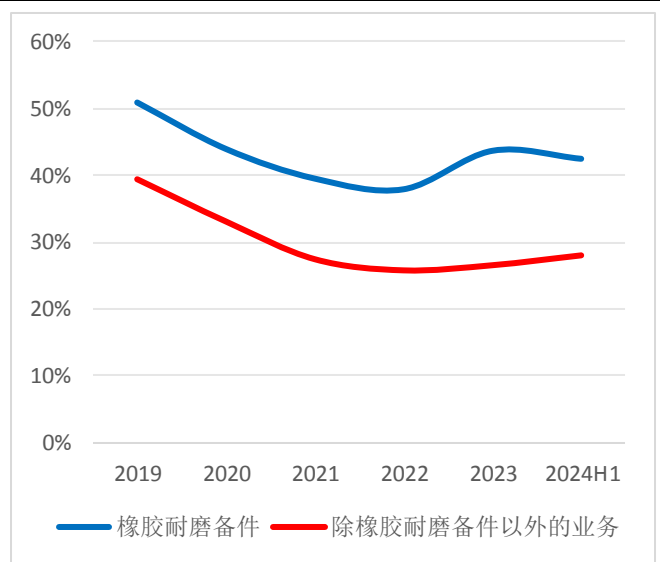
从收入占比来看，除去 EPC 项目，橡胶耐磨制品常年占公司制造业收入 60% 以上，是公司主要收入来源。公司核心产品橡胶耐磨制品的收入在 2021 年开始实现稳步提升，该类业务在 2019-2020 年分别为 2.43 亿元和 2.40 亿元，2023 年则达到 5.42 亿元，2024H1 公司橡胶耐磨备件收入 3.0 亿元，根据公司投资者交流信息公告，2024 年前三季度公司橡胶耐磨备件收入 5.1 亿元，同比增长 34.88%。从毛利率来看，近 5 年公司橡胶耐磨备件毛利率显著高于其他类型业务，2024H1 公司橡胶备件业务毛利率 42.49%，而其他类型业务的综合毛利率为 28.01%。橡胶备件产品作为公司核心产品，在业绩表现上持续保持优异，为公司长期业绩提供基础保障。

图 9：公司分业务营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 10：公司分业务毛利率

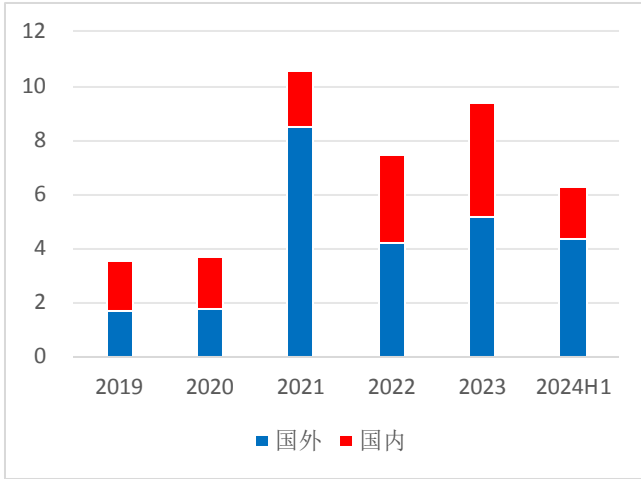


资料来源：Wind，财信证券

重点发力海外市场，优质订单拉高利润率。2024H1 公司海外营收为 4.30 亿元，同比增长 153.3%，营收占比达 68.7%，公司数年的国际市场开拓成果显著。从毛利率来看，

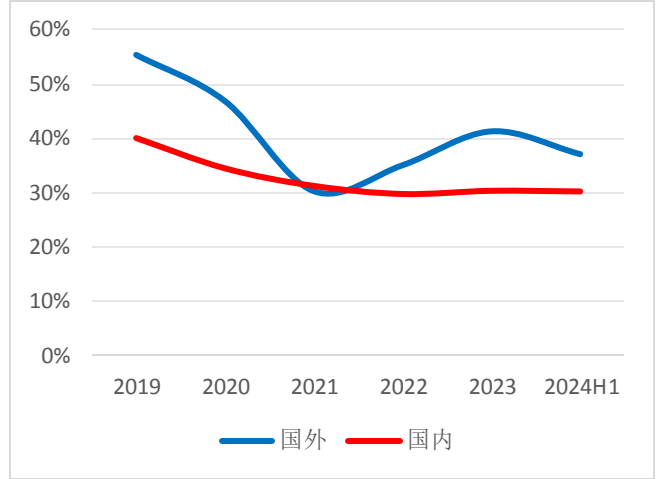
公司海外业务除 2021 年由于 EPC 收入大幅增加（EPC 项目为蒙古额尔登特矿业公司项目，属于海外收入）导致当年毛利率较低以外，普遍高于国内。2024 年公司海外毛利率 37.14%，较国内业务毛利率高 6.86pct，海外订单普遍质量较高，公司未来仍将坚持海外路线，盈利能力有望持续提升。

图 11：公司分地区收入结构



资料来源：Wind，财信证券

图 12：公司分地区毛利率情况



资料来源：Wind，财信证券

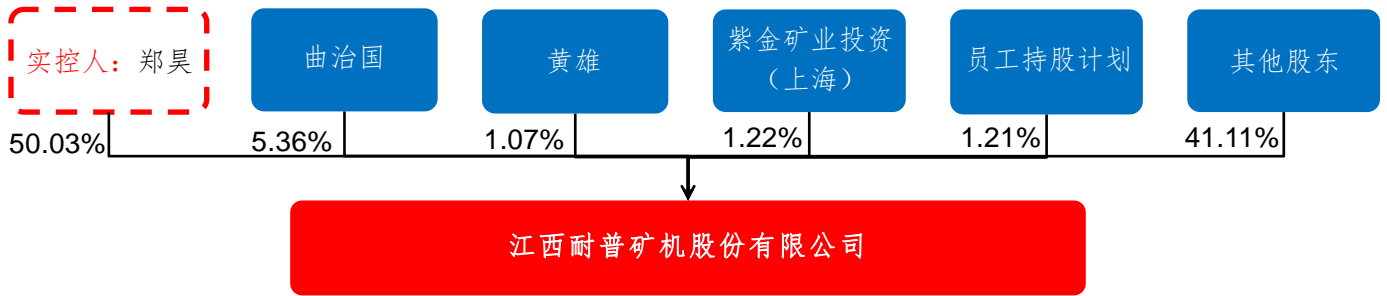
1.3 股权结构集中，员工持股计划深度绑定核心人员

股权结构集中，实控人郑昊持有公司股权共计 50.03%。截至 2024 年 11 月 30 日，公司前两大股东分别为郑昊、曲治国先生，两人分别持股 50.03%、5.36%。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。

创始人经验丰富，长期投身相关领域。公司实控人郑昊先生于 1983 年从部队退伍开始工作，先后在江西上饶县建材公司、江西巨鹰实业、德兴橡胶等公司工作，其中江西巨鹰实业原为选矿设备代理，后逐步开拓研发和生产选矿设备业务。后于 2005 年作为主要发起人发起设立了耐普实业，2011 年，耐普实业整体变更为江西耐普矿机新材料股份有限公司，郑昊先生自 2005 年开始一直担任耐普董事长至今，拥有 40 年选矿设备和材料相关经验，为公司长期成长打下坚实的战略基础。

员工持股计划绑定核心人员，促进公司良性发展。公司 2022 年 8 月发布员工持股计划《江西耐普矿机股份有限公司 2022 年员工持股计划管理办法》，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 13：公司股权结构



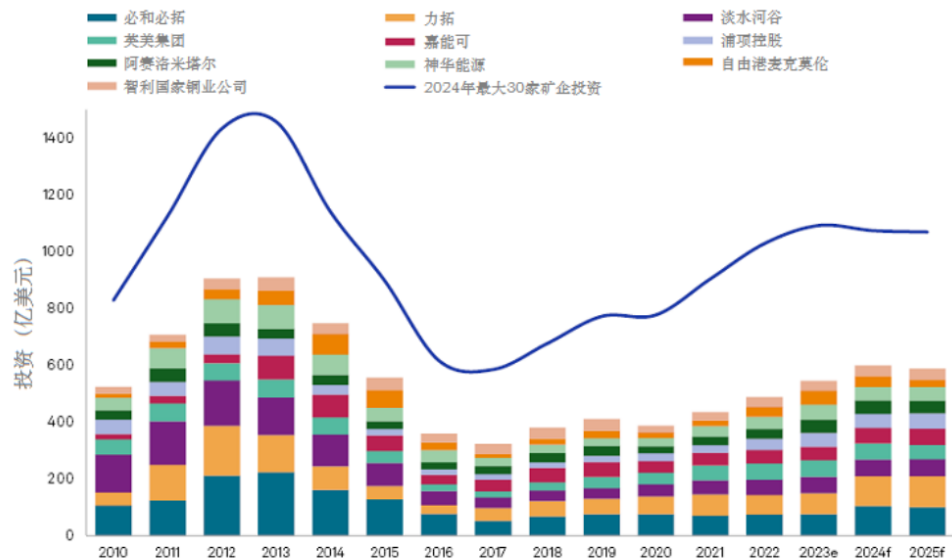
资料来源：Wind，公司公告，财信证券

2 全球矿山资本开支上行趋势明显，选矿设备为核心环节

2.1 铜矿品位下降带动全球铜矿资本开支上行，“一带一路”国家优势显著

全球主要矿业企业投资额在近年逐步增长。根据中国自然资源部发布的新闻，标普全球（S&P Global）的研究报告表示，经历 2021 年和 2022 年分别增长 13.8%、16.3% 之后，2023 年全球最大 30 家矿企投资估计将增长 6.2% 至 1092 亿美元。但距离上一轮投资和扩产的顶峰仍然有一段距离，2013 年为矿企上一轮扩产巅峰，当年全球主要矿企资本开支合计为 1457 亿美元，2023 年的数据相距此仍有 365 亿美元的差距。

图 14：全球主要矿业公司资本开支迎来新一轮上涨



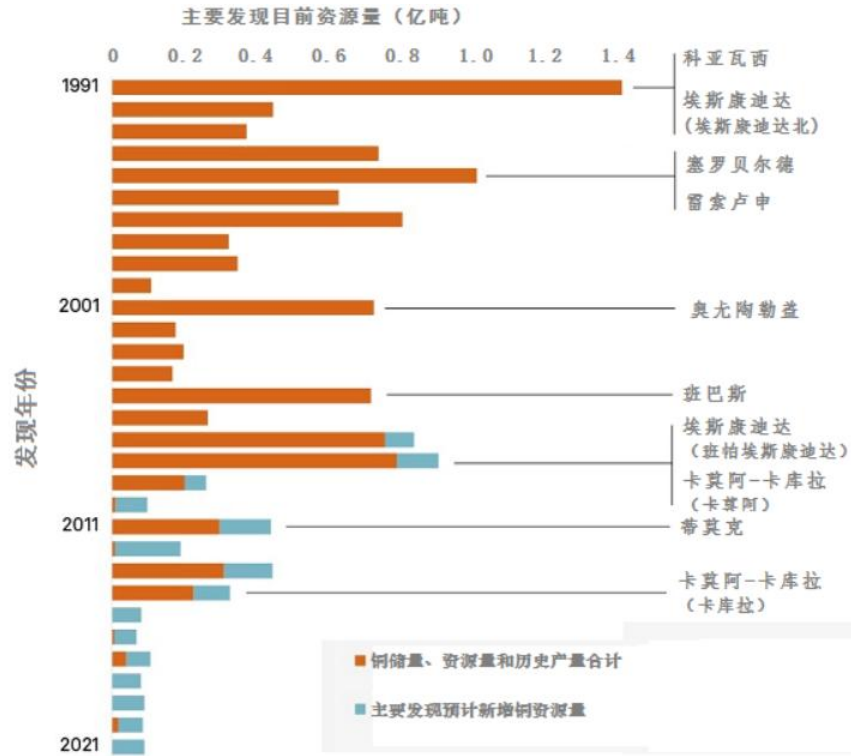
截止日期：2023 年 9 月 1 日
 投资：总文出；E：估计；F：预测。
 必和必拓和福蒂丘金属集团截止到 6 月 30 日，韦丹塔有限公司截止到 3 月 31 日。

资料来源：自然资源部，标普全球（S&P Global），财信证券

与此同时，在过去十年左右的时间里，勘探取得的重大发现较少，2015 年后每年新发现的铜矿储量远少于过去。这导致新增储量和开采主要围绕已发现的铜矿进行，这也是铜供给不足以及老矿山品位下降的但仍要加大投资的解释之一。标普全球市场财智

(S&P Global Market Intelligence) 的报告显示, 2022 年全球铜勘查预算近 28 亿美元, 增长 21%, 2023 年进一步增长至 31 亿元。

图 15: 近 10 年铜矿发现量不容乐观



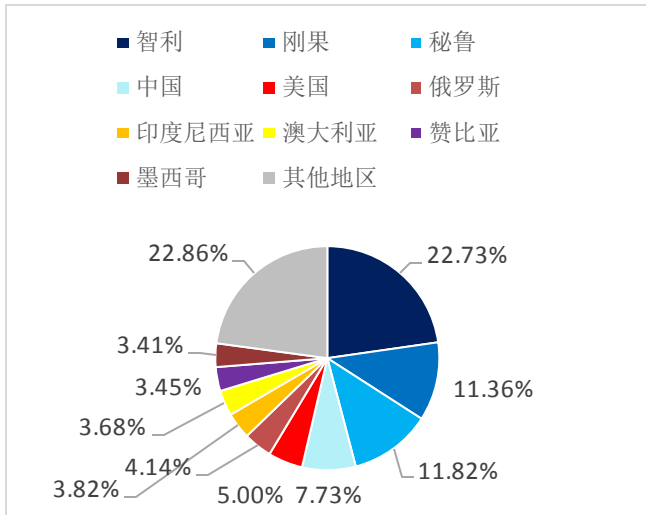
资料来源: 自然资源部, 标普全球 (S&P Global), 财信证券

全球最大铜矿公司智利国家铜业 (Cochilco) 的矿石品质逐年下降。智利主要的铜矿均为智利国家铜业旗下产业, 在 2013-2015 年, 智利国家铜业的铜矿品位尚能保持在 0.77-0.78 之间, 而在 2023 年已经降低至 0.64, 说明现有铜矿的矿石品位下降明显, 同样重量的矿石含铜量下降, 杂质含量上升。矿石品位下降意味着开采成本的上升, 同时杂质过多导致固体废物排放引发环保问题, 进而制约铜矿产量的扩张, 需开发新矿以填补空缺。

智利为全球最大的铜矿储量国家, 铜产量占全世界约四分之一。据美国地质勘探局 (USGS) 数据, 2023 年全球铜储量为 10 亿吨, 铜资源丰富的国家主要有智利 (1.9 亿吨)、澳大利亚 (1 亿吨)、秘鲁 (1.2 亿吨)、俄罗斯 (0.8 亿吨)、墨西哥 (0.53 亿吨) 和美国 (0.5 亿吨) 等。产量上, 2023 年全球矿产铜产量为 2200 万吨, 主要产铜国为智利 (500 万吨)、秘鲁 (260 万吨)、中国 (170 万吨)、美国 (110 万吨) 等。

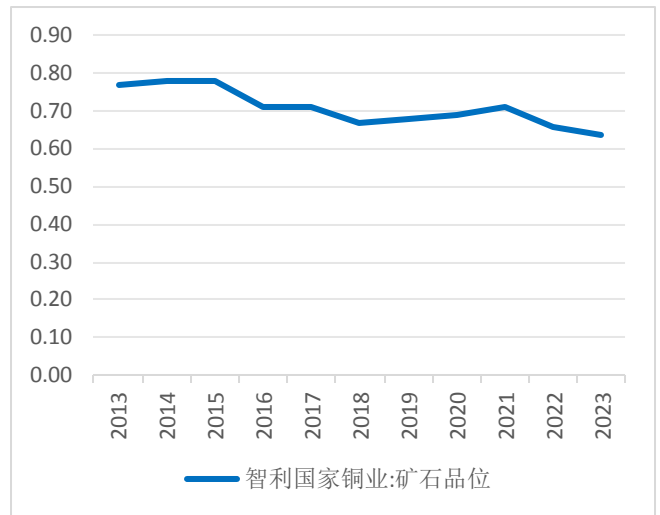
智利铜产量下滑明显。据智利铜业委员会 (Cochilco) 称, 2023 年智利铜产量下降 0.5% 至 533 万吨, 为 2008 年以来最低水平, 因为采矿条件严峻、矿石品位降低、水资源短缺以及重大投资项目推迟等问题影响。其中, 全球最大的铜生产商 Codelco 的产量下滑 8.4% 至 142 万吨, 是 25 年来的最低水平。英美资源发布报告显示, 2023 年公司在智铜产量 50.72 万吨, 同比下降 10%, 特别是去年第四季度在智铜产量跌幅达 16%。

图 16：智利产量铜矿占比接近四分之一



资料来源：SMM，美国地质勘探局，财信证券

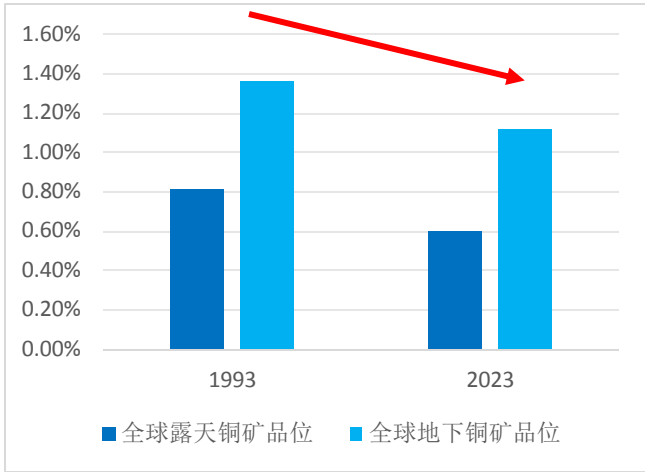
图 17：智利国家铜业铜矿石品位呈下降趋势



资料来源：iFind，智利国家铜业（Codelco），财信证券

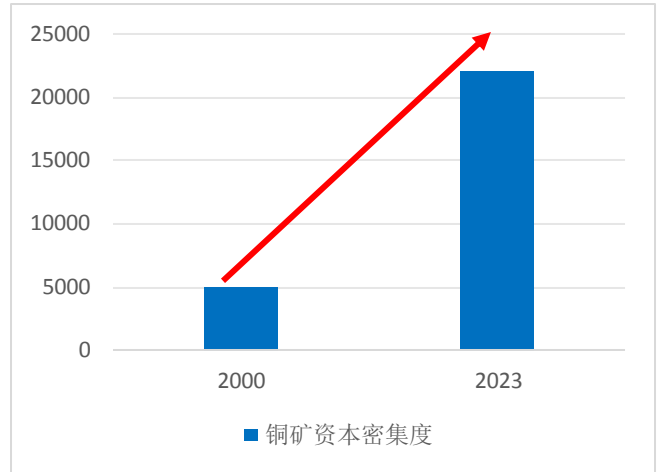
全球铜矿品位下降明显，导致铜矿资本密集度上升。铜矿作为一种可耗竭资源，未来产量预期是决定供给和价格的重要因素。随着矿山老龄化以及高品位铜矿逐渐枯竭，铜矿品位持续下降，原矿石中杂质含量提升，进一步提升开采难度，带动开采成本的上升。据李志龙，刘志成发表的《新形势下铜资源保供稳价面临的挑战与对策》中的数据，全球铜矿山露天矿平均品位已经由 1993 年的 0.81% 下滑至 0.6% 左右、地下矿平均品位已经由 1993 年的 1.36% 下滑至 1.12%。智利作为全球最大的铜生产国，其铜矿品位已由 2005 年的 1.0% 下降至 2023 年的 0.64%。在矿山品位下降的情况下，单位矿石能获得的金属铜的体量减少，使得矿企加大了人力、消耗品以及其他生产费用的投入。21 世纪以来，铜矿资本密集度已经由 2000 年的 5000 美元/吨左右提升至 2023 年的 22061 美元/吨，铜矿品位下降带来的直接结果就是同样的铜产量需要更大的资本投入。2022 年智利铜矿开采成本已上升至 2005 年的 2.34 倍。考虑到部分大型铜矿已近生命周期末期，加之新开发矿山品位偏低，预计未来全球铜矿品位下降趋势难以逆转。为了保障未来铜需求，则需要大量资本投资以维系较高的铜矿产量。

图 18：全球铜矿品位均有下降趋势



资料来源：李志龙，刘志成《新形势下铜资源保供稳价面临的挑战与对策》，财信证券

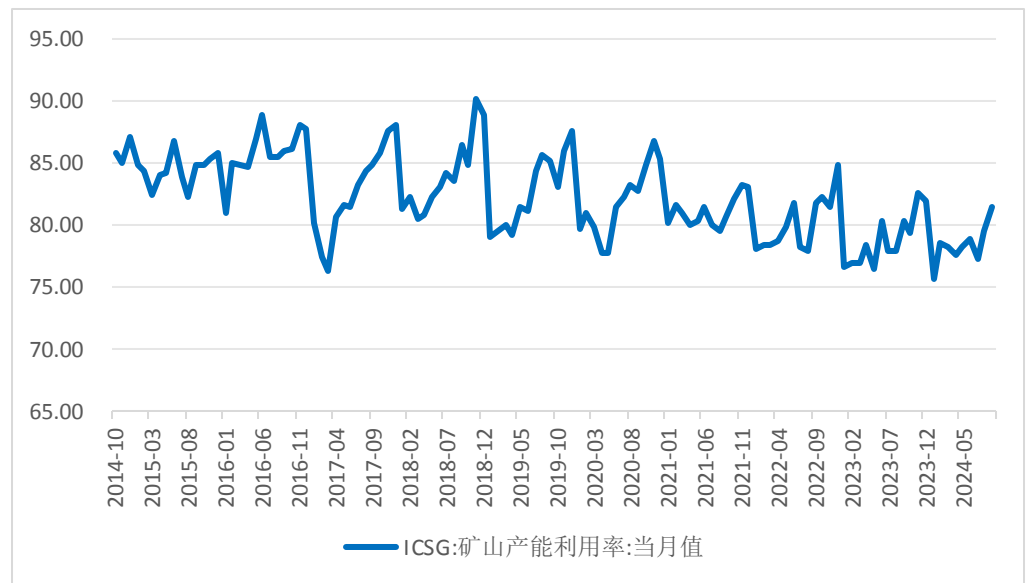
图 19：铜矿资本密集度大幅上升



资料来源：李志龙，刘志成《新形势下铜资源保供稳价面临的挑战与对策》，财信证券

矿石品位下降会降低单个矿山产能，使产能利用率下行。根据国际铜业研究组织（ICSG）的数据，全球铜矿产能利用率自 2014 年以来逐步震荡下行，2014-2018 年在 85% 左右震荡，而 2023 年至今则在 80% 左右震荡。

图 20：铜矿山产能利用率震荡下行



资料来源：iFinD，国际铜业研究组织（ICSG），财信证券

“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。根据 SMM 的数据显示，在全球成矿单元的四大成矿区域中，共建“一带一路”国家拥有超大型及大型矿床总数近 400 个、矿产资源近 200 种。其中，铁矿石储量占世界 42%、铜占 18%、金占 21%。沿线铜、金、镍、铝土矿、铁矿石、锡、钾盐等重要固体矿产资源较丰富，在全球均占有重要地位，它们的储量分别占世界储量的 32.3%、26.1%、23.4%、18.9%、35.7%、63.9%和 69.8%，产量分别占世界产量的 26.3%、33.6%、41.2%、41.7%、28.6%、22%和 55%；这些重要固体矿产资源基本都是中国比较紧缺的战略性大宗矿产。

分地区来看，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，但是除传统矿业强势的南美地区，普遍存在勘探开发开采能力相对较弱的问题，因此我国对相关地区的开发投资更为关键。

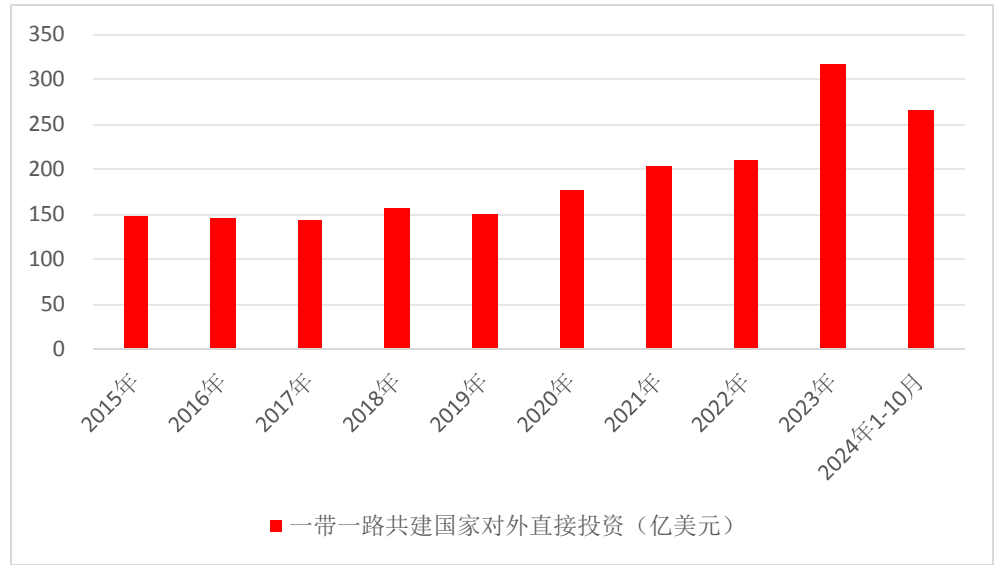
表 1：“一带一路”国家矿石储量产量及消费量情况

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	消费占世界比例 (%)
铜	万吨	23269	32.3	486.4	26.3	14502	63.7
金	吨	16400	26.1	1008	33.6	2430	71.1
镍	万吨	1850	23.4	104.2	41.2	84.2	49.7
铝土							
矿	亿吨	53	18.9	1.14	41.7	1.4	50
铁矿	百万						
石	吨	67800	35.7	631	28.6	1400	73.7
铅	万吨	2976	33.4	261.4	55.5	572.8	56.1
锌	万吨	5200	26	607	45	856.6	62.6
锡	万吨	307	63.9	5.95	22	23.6	85
	百万						
钾盐	吨	2582	69.8	18.99	55	26	64
磷矿	万吨	112.2	16.3	1.4	62	1.4	72

资料来源：陈喜峰，施俊法等《“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析》，财信证券

最近 10 年，我国对“一带一路”共建国家对外投资额逐步增长。2015 年到 2019 年期间，我国对“一带一路”共建国家对外直接投资额维持在 150 亿美元左右，2020 年开始，呈现逐年增长趋势，从 2020 年 177.90 亿美元，逐步增长至 2023 年 318 亿美元。2024 年 1-10 月，我国企业在共建“一带一路”国家非金融类直接投资 1894.5 亿元人民币，同比增长 4.3%。对外投资额逐步增长，足以彰显我国高度重视“一带一路”建设、坚定推进“一带一路”国际合作的决心和信心。同时持续深化与共建“一带一路”国家的关键矿产资源合作，对促进我国与共建“一带一路”国家经济发展、构建人类命运共同体具有深远的战略意义。

图 21：我国对“一带一路”共建国家对外投资额逐年增长



资料来源：iFind，商务部，财信证券

2.2 选矿为核心环节，在矿石品位下降的背景下重要性凸显

选矿不仅是矿山的主要作业，也是影响生产能力和效率的关键环节。选矿的目的是提高原矿石的含有价金属品位，去除部分有害杂质。由于贵金属原生矿石成分复杂且有用矿物含量极低，必须通过选矿工艺处理，才能进行冶炼。成熟的选矿工艺能够有效富集有用物质，降低冶炼成本，提高产品收率，满足不断增长的贵金属需求。此外，选矿技术的发展还有助于减少环境污染和治理成本，促进可持续发展。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。

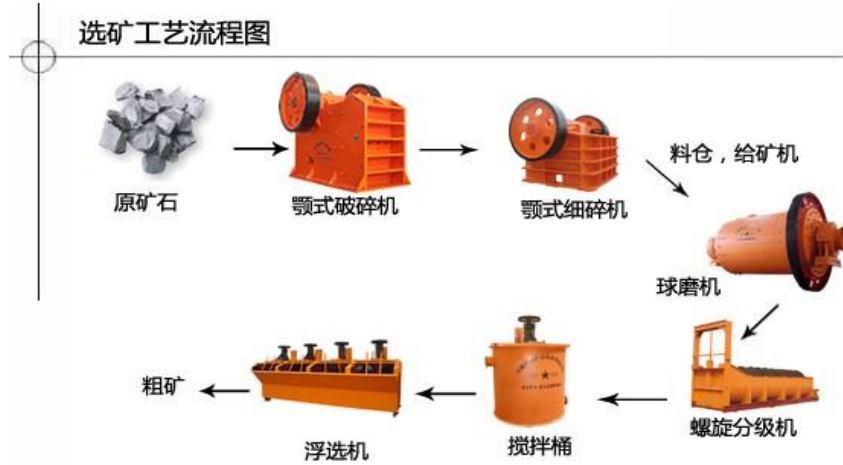
选矿的基本原理：将矿石破碎和磨细到矿物单体分离的程度，使矿石中的有用矿物和脉石分离，然后利用有用矿物和脉石的不同性质，如密度、导磁性或亲水性等的不同，采用适当的方法使它们分离集聚，收集其中的有用矿物集合体（精矿）而废弃脉石（尾矿），从而获得高品位的精矿粉，达到大幅度提高品位的目的。选矿根据流程主要分为破碎筛分、磨矿分级以及选别作业。

表 2：选矿流程主要分为三步

主要流程	流程简介	主要设备
破碎筛分	将开山爆破的大块原矿进行破碎，并按要求粒度进行筛分。	破碎机、筛分机
磨矿分级	磨矿是矿石破碎过程的继续，其目的是使矿石中各种有用矿物颗粒全部或大部分达到单体分离，以便进行选别，并使其粒度符合选别作业的要求。	磨机、渣浆泵、旋流器
选别作业	根据矿物的不同性质表面物理化学性质的不同来分选矿物，以浮选为例，通过加入浮选药剂处理，后在浮选机内搅拌，并导入空气形成气泡，部分可浮矿物粘附于气泡，而浮至矿浆表面形成泡沫，即为精矿。	浮选机

资料来源：耐普矿机公告，财信证券

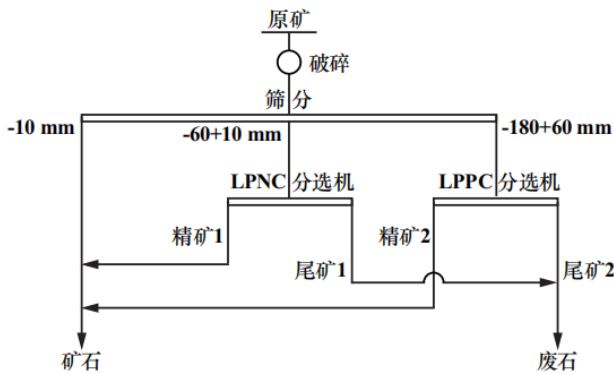
图 22：选矿流程图



资料来源：红星集团，财信证券

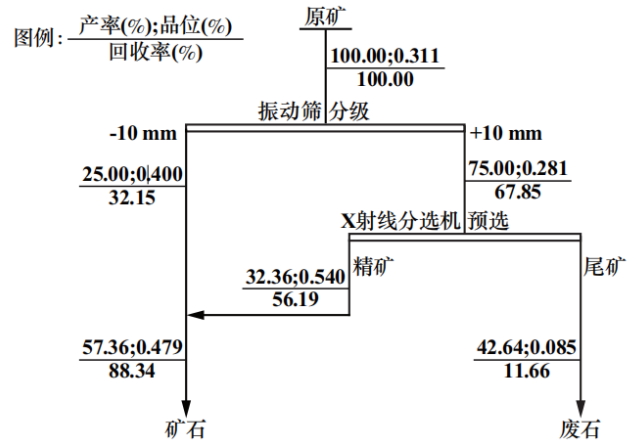
在铜矿品位下降的背景下，分选环节重要性日益提升，原矿石经过分选后将有效提高品位。目前来看，全球铜矿品位下降是大趋势，选矿环节的核心即为提升原矿石的金属品位，重要性日益提升。根据杨双福，李希明等于 2022 年发表的论文《X 射线智能分选机预选新疆某低品位铜矿》，文中实验的原矿平均铜品位 0.311%，经破碎筛分后，-10mm 粉矿产率 25%、铜品位 0.400%，+10mm 块矿产率 75%、铜品位 0.281%。+10mm 粒级矿石经智能分选机分选后，作业抛废率 56.85%，矿石精矿铜品位提高至 0.540%，作业富集比 1.92，作业回收率 82.82%，废石铜品位 0.085%。经过预选后，选矿厂入选铜品位提高到 0.479%，相比原矿品位提升了 0.198%，有效降低了成本，大大提高了选矿厂运行效率。

图 23：铜原矿破碎筛分流程



资料来源：杨双福，李希明等《X 射线智能分选机预选新疆某低品位铜矿》，财信证券

图 24：铜原矿经过分选后有效提升了品位



资料来源：杨双福，李希明等《X 射线智能分选机预选新疆某低品位铜矿》，财信证券

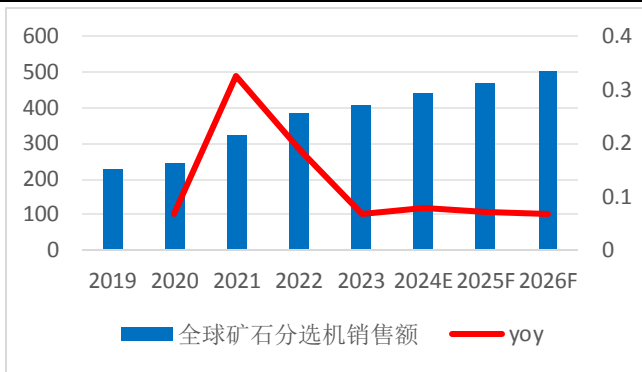
分选机和磨机是选矿环节中重要的设备，两者的市场空间都在过去都保持了较为稳定的增长。

全球选矿机市场空间预计将稳步增长。选矿机，也称为矿石分选器，是一种用于采矿和矿物加工的专用设备，根据其固有特性将有价值的矿物与废料或低品位矿石分离。选矿是一种利用各种传感技术实时分析岩石和矿石成分的过程，可以选择性地分离具有

不同特性的材料。使用选矿机的目标是通过减少需要运输、加工和丢弃为废物的材料数量来提高采矿和加工作业效率。这项技术对于处理复杂矿体、矿石品位下降以及需要更可持续的采矿实践的矿山尤其有价值。根据恒州博智（QYR）的统计及预测，2023 年全球矿石分选机市场销售额达到了 4.08 亿美元，预计 2026 年将达到 503.16 百万美元。

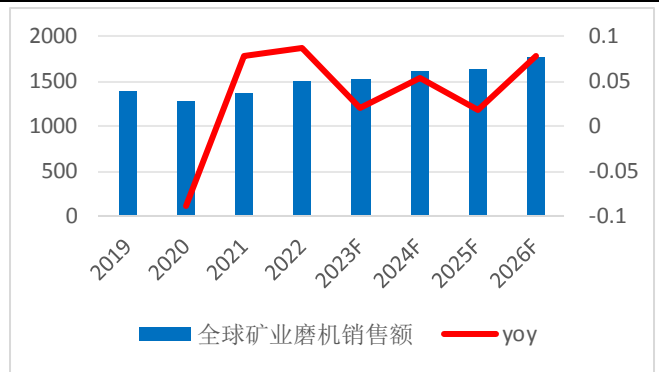
全球矿业磨机市场保持缓慢增长。 矿业磨机是指用于矿物加工的磨碎设备，可将原矿物料粉碎为更细小的颗粒，以适应后续的选矿、冶炼等工序。常见的矿业磨机包括球磨机、自磨机和半自磨机等。矿业磨机下游主要应用于黑色金属矿和有色金属矿。根据恒州博智（QYR）的统计及预测，2022 年全球矿业磨机市场规模达到了 14.98 亿美元，预计 2026 年将达到 17.69 亿美元。

图 25：全球矿石分选机销量（单位：百万美元）



资料来源：恒州博智（QYR），财信证券

图 26：全球矿业磨机销量（单位：百万美元）



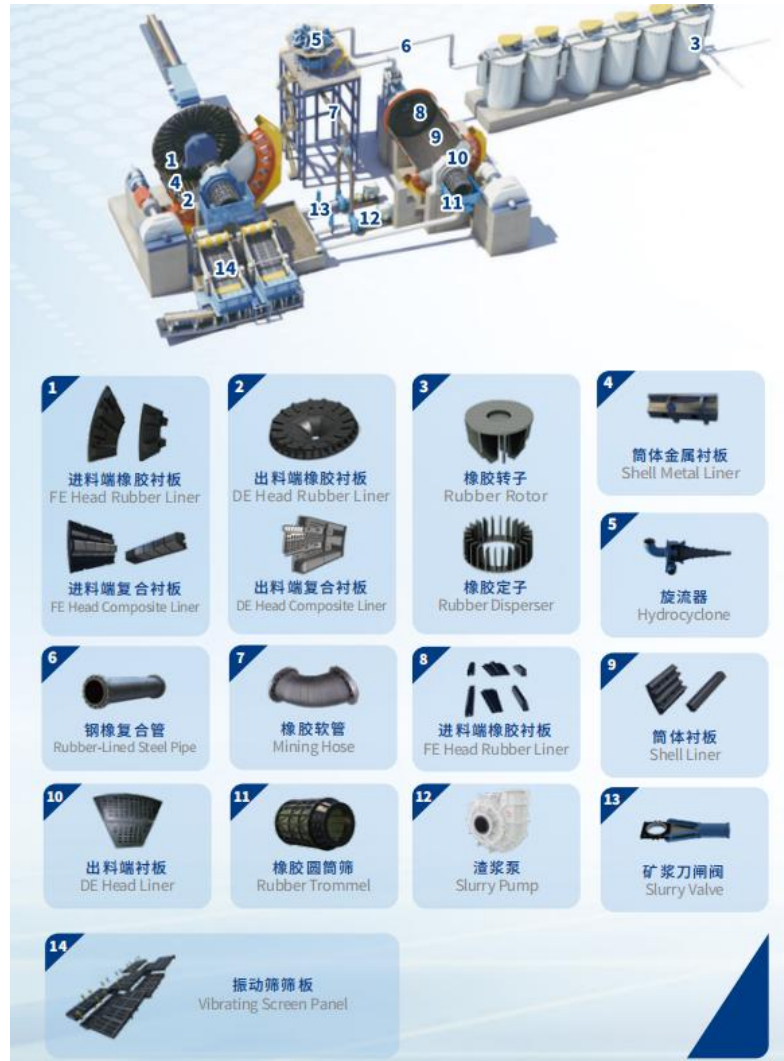
资料来源：恒州博智（QYR），财信证券

3 橡胶耐磨备件属长坡厚雪赛道，全球化布局开拓新局面

3.1 公司产品围绕选矿环节，产品覆盖全面

公司的主要产品应用于选矿流程中的磨矿分级和选别作业，具体可分为选矿设备以及橡胶耐磨备件。磨矿是矿石破碎过程的继续，其目的是使矿石中各种有用矿物颗粒全部或大部分达到单体分离，以便进行选别，并使其粒度符合选别作业的要求。而选别作业则是根据矿物的不同性质表面物理化学性质的不同来分选矿物，以浮选为例，通过加入浮选药剂处理，后在浮选机内搅拌，并导入空气形成气泡，部分可浮矿物粘附于气泡，而浮至矿浆表面形成泡沫，即为精矿。其中，选矿设备主要有渣浆泵和旋流器等，选矿备件是选矿过程中的消耗型备件，主要有磨机衬板、圆筒筛、渣浆泵过流件等。

图 27：公司产品可覆盖选矿设备全流程

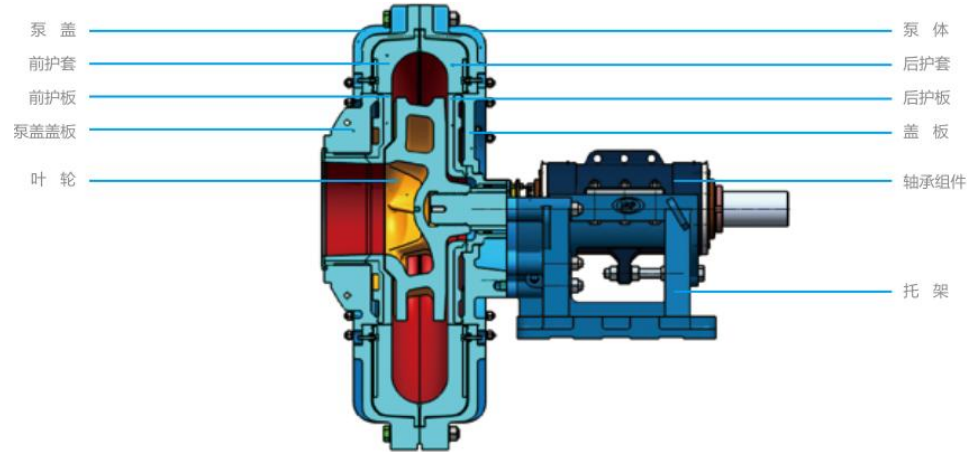


资料来源：耐普矿机产品手册

公司生产的选矿设备主要为渣浆泵和水力旋流器，是矿浆输送的主要设备。渣浆泵将矿浆从矿浆池中泵到分级作业系统；矿浆分级的主要设备为水力旋流器，水力旋流器是将不同级别的矿浆进行分级，并分别输出进行不同后续处理的选矿处理设备。

矿浆输送的主要设备为渣浆泵。渣浆泵整机是通过系统集成设计，将渣浆泵本体与电机、减速箱和变频器、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。公司根据不同的浆体参数及扬程，提供不同型式的渣浆泵产品及过流件材质具有多种型号，有效率高、使用寿命长、自动调节等特点和优势。

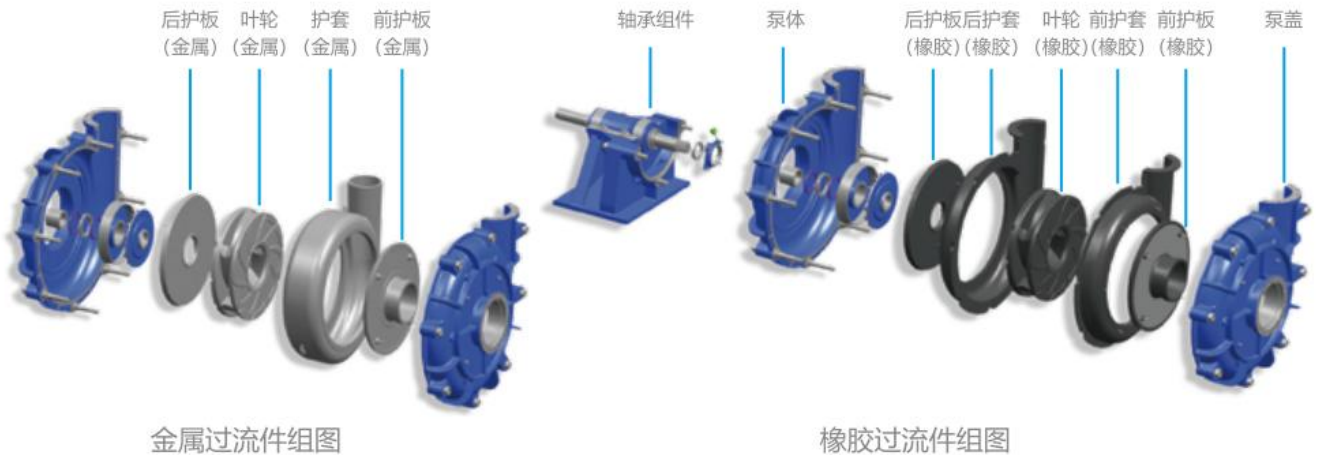
图 28：渣浆泵结构图



资料来源：耐普矿机产品手册

过流件属于渣浆泵的备件。主要用途是渣浆泵中直接接触和处理含固态颗粒矿浆的部件。主要包括前后护套、前后护板和叶轮等部件。公司的过流件产品具有创新的抗磨损设计，使用寿命长并且可提升设备运行效率。

图 29：金属过流件及橡胶过流件



资料来源：耐普矿机产品手册

水力旋流器是普遍使用且有效的细粒分级设备。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，对粗粉和细粉分离，达到粉磨的效果和要求。水力旋流器的工作原理基于离心力的作用。矿浆在压力作用下通过给矿管沿特定方向进入旋流器壳体内，形成回转运动。矿浆中的粗颗粒或密度大的颗粒由于受到较大的离心力，进入回转流的外围，最终由底部沉砂嘴排出成为沉砂；而细颗粒由于受到的离心力较小，处于回转流中心并随液流向上运动，最后由溢流管排出成为溢流。不同型号的水力旋流器在给矿口结构、柱锥段比例及溢流管插入深度等方面有所不同，从而影响其分级效果。

图 30：水力旋流器结构



资料来源：耐普矿机产品手册

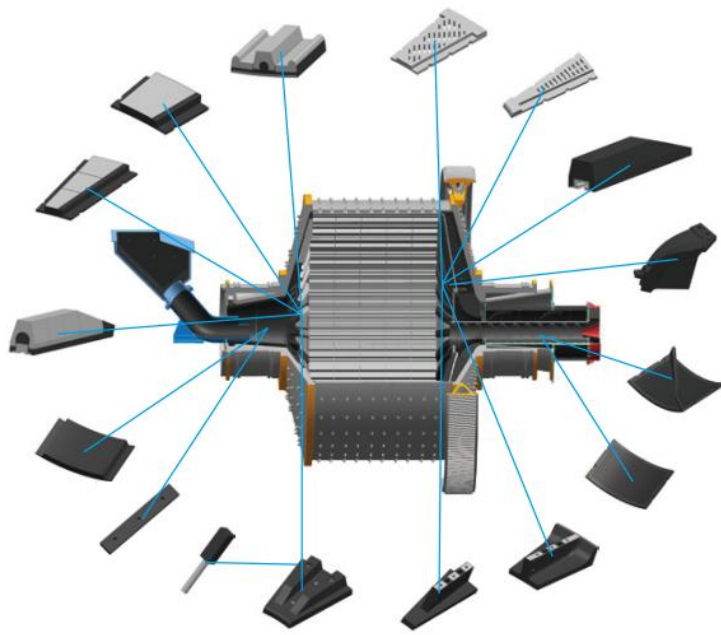
多年深耕选矿，公司产品质量优秀。根据公司 2024 年半年报，公司研发的 750mm 规格和 650mm 规格重型渣浆泵，有效填补国内空白，分别应用于额尔登特、紫金矿业、宁德时代等客户的大型项目；公司研发的 $\Phi 838-7$ 水力旋流器组是国内最大的选矿筛分流程的水力旋流器，打破了国际巨头垄断；公司研发的 $\Phi 7.32 \times 13m$ 和 $\Phi 7.9 \times 14.3m$ 复合衬板已应用于墨西哥集团、紫金矿业等国内外著名大型矿山大规格半自磨端衬板、球磨机端衬板及筒体；公司配套给中信重工的 $\Phi 12.2 \times 11m$ 自磨机出料端衬板和 $\Phi 7.9 \times 13.6m$ 球磨机圆筒筛，均为目前国内型号之最。

3.2 核心产品橡胶耐磨备件性能优势明显，有望实现突围

公司的橡胶耐磨备件可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。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。

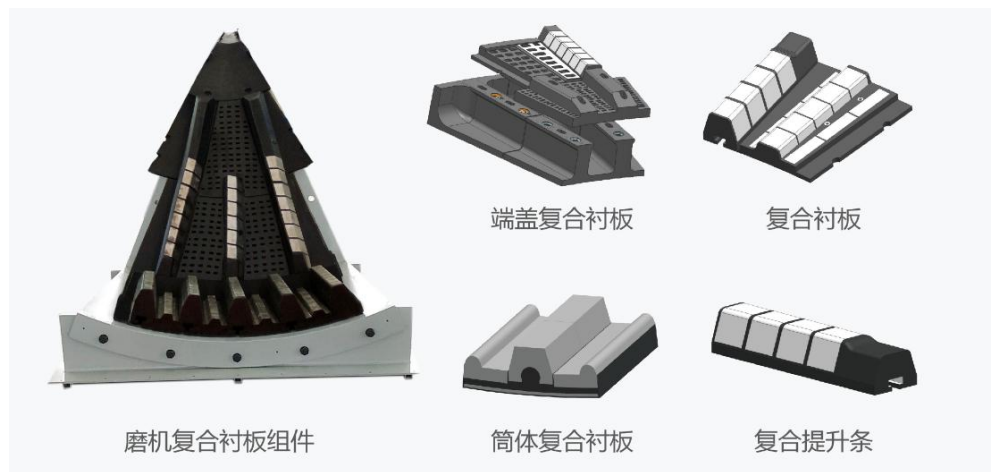
公司致力于高性能橡胶耐磨材料及橡胶复合材料的研发应用以提升重型选矿装备性能、可靠性与寿命，有效节约减排，全面提高矿山重型选矿设备的运转率、作业效率。

图 31：磨机备件全系列



资料来源：耐普矿机产品手册

图 32：公司复合衬板产品



资料来源：公司官网，财信证券

选矿设备备件具备明显耗材属性，需要定期更换。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地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。矿机耐磨材料属于矿山机械设备的售后市场，丁正方，王创业，黄锋发表的《磨机衬板材料综述》详细阐述了不同磨机衬板之间的区别与特征。

表 3：四种类型的磨机衬板介绍

简介	性能特点
<p>锰钢衬板 传统的高锰钢 ZGMn13 是英国人哈特菲尔德发明的，含 C</p>	<p>耐磨性、硬度、韧性较好，适用性较好；安装</p>

橡胶衬板	元素 0.9%~1.5%，Si 元素 0.3%~1.0%，Mn 元素 10%~15%，冲击强度 Ak 为 150J/cm ² 。大部分矿山企业锰钢衬板使用周期在 6 个月至 1 年，部分选矿厂使用周期较长。橡胶是一种有着良好弹性的聚合物材料，1921 年第一套橡胶衬板开始使用。目前，橡胶衬板主要从衬板结构、橡胶材质和安装方式等方面进行综合改进，加强了衬板的适应性，推动橡胶衬板的广泛使用。	复杂，安全隐患大，噪声大。
复合衬板	复合材料种类繁多，其特性又具有良好的可设计性、综合性能等，运用范围较广。复合衬板种类繁多，有陶瓷复合衬板、橡胶负荷衬板等。橡胶金属复合衬板兼顾了橡胶衬板与合金衬板的优点，具有重量轻、耐磨、抗冲击力强、隔音效果好等优点，近年来使用越来越广泛。	良好的耐腐蚀、耐磨损性，重量轻，方便更换，电耗低；磨矿效率较低。
磁性衬板	磁性衬板由磁性材料与保护磁性材料的金属外壳等构成，安装时依靠磁力吸附在磨机筒体内部，不用螺栓固定，工作时依靠磁力在衬板工作面吸附一层由细小磨矿介质、介质碎块和铁磁性矿物等组成的保护层，该保护层处于一种动态平衡状态，可以减小磨矿介质及物料对衬板的直接冲击和磨剥，进而达到延长衬板使用寿命的目的。	结合了合金的耐磨性与橡胶的耐冲击作用，对制造与生产质量要求较高，衬板质量直接影响其使用寿命。 安装简单，理论寿命长，但使用过程中有诸多因素会影响其寿命和效果。

资料来源：丁正方，王创业，黄锋《磨机衬板材料综述》，财信证券

橡胶衬板在性能方面相较于高锰钢衬板具备诸多优势。根据丁正方，王创业，黄锋发表的《SAB 流程磨机筒体衬板应用研究》以及秦冠迎，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在重量、噪音、寿命、耗电等方面均具备优势：

使用寿命长：橡胶复合衬板使用寿命高于锰钢衬板 105 天。

更换时间短：成套橡胶复合衬板更换时长低于成套锰钢衬板 12 小时。

重量轻：橡胶复合衬板单套重量低于锰钢衬板 36 吨。

噪音低：橡胶复合衬板的噪音比锰钢衬板低 9-12 分贝。

吨矿球耗较低：橡胶复合衬板吨矿球耗较锰钢衬板稍低。

吨矿电耗较低：橡胶复合衬板吨矿电耗 4.90kWh/t，略低于锰钢衬板。

表 4：橡胶衬板在性能上较金属衬板具备优势

衬板种类	使用寿命(天)	成套衬板更换时长(小时)	磨机噪声(dB)	重量(吨/套)	吨矿球耗(kg/t)	吨矿电耗(kWh/t)
高锰钢衬板	180	60	97-100	76	0.66	5.08
橡胶复合衬板	285	48	88	40	0.64	4.9

资料来源：丁正方，王创业，黄锋《SAB 流程磨机筒体衬板应用研究》，秦冠迎，刘民卫等《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，财信证券

橡胶衬板的经济性优势值得关注。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》，在选矿厂中使用橡胶衬板后，钢耗及电耗较之前均有所下降，合计下降 0.27 元/t，按年处理矿石 105 万 t 计算，使用后每年可节省成本 28 万元以上，

经济效益显著。

表 5：橡胶衬板具备经济性优势

衬板材料	处理矿量 (T/D)	钢耗成本 (元/T)	电耗成本 (元/T)	费用合计 (元/T)
锰钢衬板	3500	4.68	3.81	8.49
橡胶衬板	3580	4.54	3.68	8.22

资料来源：秦冠迎，刘民卫等《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，财信证券

公司橡胶备件产品在实际运用中已有较好成效。根据耐普矿机产品手册，公司在某选矿厂 $\Phi 8.5 \times 4m$ 半自磨机使用橡胶衬板替换原有的金属衬板后使用寿命得到明显提升，另外，替换原海外进口的橡胶件以后，使用寿命与原海外橡胶件几乎持平。

图 33：耐普矿机橡胶产品替换效果

零件名	改造前	改造后 (橡胶件)	使用效果对比
外圈矿浆提升斗 (8号)			原金属件：寿命一年多，橡胶件：可达24月
中圈槽板 (9号)			原金属件：寿命12-18月，橡胶件：可达24月
盖板 (7号)		橡胶衬板 (耐普产)	原金属件：寿命约12月，橡胶件：可达24月
内圈槽板 (12号)		橡胶衬板 (耐普产)	原进口橡胶件：20月，耐普橡胶件：20月，与进口件基本持平
中心板 (12号)		橡胶衬板 (耐普产)	原进口橡胶件：20月，耐普橡胶件：20月，与进口件基本持平

资料来源：耐普矿机产品手册

橡胶复合备件市场有极大提升空间，预计 2026 年仅在铜矿领域就可达到 96.41 亿元。我们测算了橡胶复合备件的市场空间，基于的假设如下：

全球铜矿产量：根据美国地质调查局数据，2023 年铜矿产量为 2200 万吨，假设 2024-2026 年每年增长率分别为 1%、1%、1.5%。

全球铜矿品位：根据耐普矿机公告，2021 年全球铜矿品位为 0.43%，假设 2022 年不变，2023 年为 0.42%，2024 年开始每年下降 0.005%。

渗透率：根据公司公告，目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率为 10% 左右。我们认为橡胶耐磨备件尚有较大可替换空间。假设 2024-2026 年替代率分为 11%、13%、16%。

橡胶复合备件单价：基于耐普矿机公告，2023 年公司矿用橡胶耐磨制品的单价为 3.99 万元/吨。

表 6：橡胶复合备件市场空间预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球铜矿产量 (万吨)	2190	2200	2222	2244	2278
YOY	3.30%	0.46%	1.00%	1.00%	1.50%
全球铜矿品位	0.430%	0.420%	0.415%	0.410%	0.405%
橡胶复合备件市场空间					
渗透率	10%	10%	11%	13.00%	16.00%
原矿石处理量 (万吨)	50930.23	52380.95	58896.39	71158.20	89990.45
每万吨原矿石消耗橡胶复合备件量 (吨)			2.69		

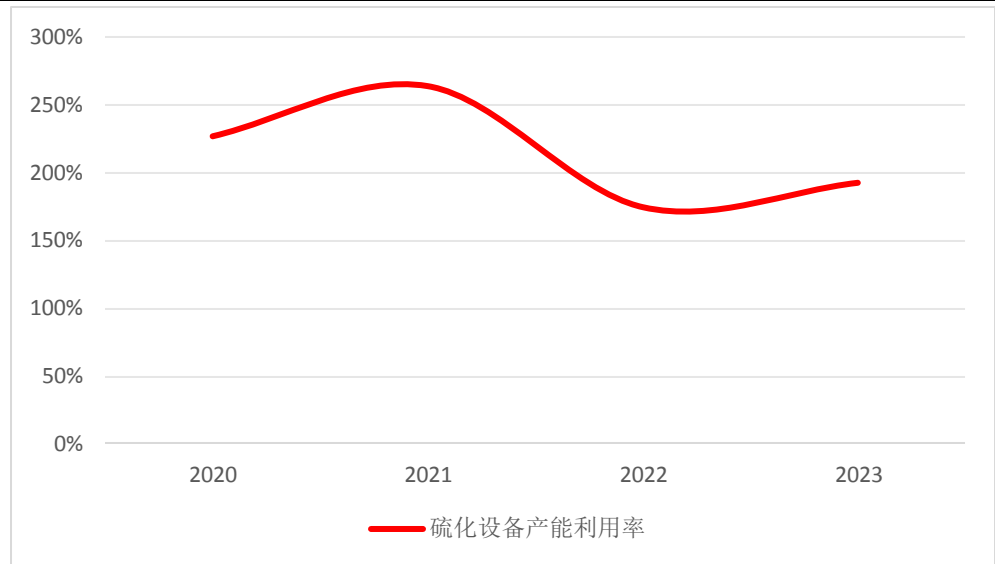
橡胶复合备件消耗量（万吨）	13.67	14.06	15.81	19.11	24.16
橡胶复合备件单价（万元/吨）			3.99		
橡胶复合备件市场空间（亿元）	54.56	56.12	63.10	76.23	96.41

资料来源：Wind，美国地质调查局，耐普矿机公告，秦冠迎，刘民卫等《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，财信证券

3.3 公司产能逐步释放，重点发力海外业务

公司橡胶耐磨备件产能利用率极高。产能利用效率方面，公司产品主要由橡胶耐磨材料构成，不同客户对橡胶物理性能需求不同，公司以橡胶作为耐磨材料的产品均须经过硫化工序以达到客户要求。因此，公司橡胶耐磨备件的最终产能主要由硫化工序的产能决定，以硫化设备的利用率替代产能利用率。硫化设备的理论运行时间在 10 小时/天，公司硫化车间实际采取三班倒工作制，部分硫化设备运行时间超过 10 小时/天，故设备利用率超过 100.00%。2023 年硫化设备利用率为 192.50%，连续 4 年保持高利用率。目前公司橡胶耐磨备件产能明显不足，急需新产能建设投产以满足公司交付。

图 34：公司硫化设备产能利用率极高



资料来源：公司公告，财信证券

公司各类产品产销率多年维持较高水平。公司仍主要沿用“以销定产”的生产模式。其中，矿用橡胶耐磨备件除销售外，部分用于选矿设备和矿用管道生产，因此产销率低于 100.00%，由于公司与部分客户的结算方式调整为按照处理量进行阶梯式结算，导致部分已交付货物不能及时结转收入，因此账面产销率有所下滑。相较于 2022 年，2023 年选矿设备产销率明显提升，主要系前期部分库存商品延期至当年交付所致。公司矿用金属备件均为外购，无生产工序。矿用管道产销率超过 100.00%，主要系公司采用外协加工以满足需求。工业设备耐磨衬里同样采用外协加工的模式，2023 年未实现相关销售收入，但过去 2 年产销率都为 100%。

选矿设备中，渣浆泵明年有望获得新增量。根据公司投资者交流纪要披露，公司研发的陶瓷渣浆泵，在部分客户试用取得备件寿命增长 1-2 倍的成果，目前在研发全陶瓷制成渣浆泵和渣浆泵不同部位使用碳化硅特种陶瓷材料。今年已经开始在国内和国外全

面推广，我们预计明年该产品将带来新增量。

表 7：公司产品产销率

	产品	产量	销量	产销率
2021 年	矿用橡胶耐磨制品（吨）	7243.71	6944.32	95.87%
	选矿设备（台/套）	823	836	101.60%
	矿用金属备件（件）	/	25010	/
	矿用管道（件）	1885	2020	107.16%
	工业设备耐磨衬里（m2）	1530.45	1530.45	100.00%
2022 年	矿用橡胶耐磨制品（吨）	11496.93	10847.89	94.35%
	选矿设备（台/套）	1053	906	86.07%
	矿用金属备件（件）	/	25912	/
	矿用管道（件）	697	2067	296.56%
	工业设备耐磨衬里（m2）	1983.94	1983.94	100.00%
2023 年	矿用橡胶耐磨制品（吨）	14568.34	12347.67	84.76%
	选矿设备（台/套）	993	1132	114.00%
	矿用金属备件（件）	/	27239	/
	矿用管道（件）	1196	3302	276.09%
	工业设备耐磨衬里（m2）	/	/	/

资料来源：公司公告，财信证券

公司海内外新产能逐步建设完成，期待后续产能释放带来的业绩增量。根据公司公告，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，近期公司拟实施二期厂房扩建项目，截止至 2024 年 3 月底仍处于前期建设阶段，进度仅有 1%。另外，为配合客户海内外拓展战略，公司计划在赞比亚、智利及西藏建设生产基地，目前赞比亚工厂产品试制成功、投产在即，智利工厂和西藏工厂的建设仍在有序推进。公司于 2023 年 10 月公告对秘鲁子公司增资 3,000.00 万美元，拟在当地建设生产基地。公司近年扩产步伐明显加快，建成后将大幅提升公司产能。但由于国际环境的不确定性，海外产能转化为业绩的时间轴仍然不能完全确定。

图 35：公司在建工程情况（截止至 2024 年 3 月底）

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

资料来源：公司公告，财信证券

经过多年发展与积累，公司已经与国内外矿业龙头企业持续保持合作。公司研发的高分子复合橡胶新材料具有耐磨、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。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，并远销蒙古国、俄罗斯、哈萨克斯坦、澳大利亚、墨西哥、美国和秘鲁等多个国家。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。

表 8：公司主要客户介绍

主要客户	客户简介	销售产品
中国	江铜集团、铜陵有色、中信重工、紫金矿业等	均为国内主要大型矿业公司 全产品
蒙古国	额尔登特矿业	额尔登特矿业公司是亚洲最大的铜钼矿石开采和选矿企业之一，拥有蒙古最大的产铜矿山，该公司近年来年产值占蒙古国国内生产总值的 10% 左右。 EPC 项目
智利	美伊电钢	美伊电钢是生产金属衬板的大型跨国企业，在全球矿山市场均具有广泛的客户资源，其采购公司产品用于供应全球各矿山。 橡胶耐磨备件
哈萨克斯坦	哈萨克矿业集团	哈萨克矿业有限公司是哈萨克斯坦最大的铜矿生产企业，同时生产锌、银、金及其伴生矿。哈矿公司在哈拥有多家企业，并在吉尔吉斯斯坦拥有金矿。 橡胶耐磨备件
墨西哥	墨西哥铜业集团	墨西哥铜业集团是墨西哥最大的矿业公司，也是世界十大铜业公司之一。 橡胶耐磨备件及选矿设备

乌兹别克斯坦	阿尔马雷克金属矿业公司	阿尔马雷克矿业冶金联合企业（AMMC）专注于铜、锌及贵金属的开采和加工，是中亚地区的重要有色金属生产商。	橡胶耐磨备件
秘鲁	HUBBAY	Hubbay 是一家专注于铜的矿业公司，在加拿大、秘鲁和美国的一级矿业友好管辖区拥有三项长期运营和一系列世界级的铜矿项目。	橡胶耐磨备件及选矿设备
亚美尼亚	亚美尼亚赞格祖尔铜钼矿	赞格祖尔铜钼矿业集团是亚美尼亚最大的矿产企业，该企业创建于 20 世纪 50 年代。	EPC 项目

资料来源：公司公告，商务部，河北省自然资源部，中亚产业研究，人民电气集团，Hubbay 公司官网，财信证券

公司积极开拓海外业务，目前已在多处设立子公司和办事处。公司通过业务不断开拓，由成立初期利用中资矿业公司和国内大型矿山设备制造商将产品带到国际市场，提高公司产品的知名度，发展到目前公司产品直接销售到蒙古国、智利、哈萨克斯坦、菲律宾、秘鲁、乌兹别克斯坦、赞比亚、塞尔维亚、厄瓜多尔等矿产资源丰富的国家。公司在澳大利亚、蒙古国、秘鲁、智利、墨西哥、新加坡、赞比亚、塞尔维亚、厄瓜多尔等地设立了子公司，在哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦等国家设立了办事处、服务团队。公司积极布局南美洲、亚洲及非洲市场，并已取得一定成效。公司市场部负责搜集国内外矿山市场的动态信息，根据矿山新建、扩产或技术改造的项目情况，进行针对性的产品设计，切实提高矿山客户的选矿效率、降低选矿成本。形成了覆盖全球的营销网络。

图 36：公司在海外设有多个服务点



资料来源：公司官网，财信证券

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

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公司全球化布局，叠加全球铜矿品位下降带来的资本开支加大，我

们预计公司 2024-2026 年矿用橡胶耐磨备件收入增速分别为 34%、31%、35%，毛利率分别为 43.9%、44.0%、44.2%。

2) 选矿设备：公司在选矿设备方面，技术实力优秀，另外新产品陶瓷渣浆泵已进入市场推广阶段，未来有望提供新增量。预计 2024-2026 年公司选矿设备业务增速分别为 3.5%、20%、22%，毛利率分别为 26.8%、26.7%、26.7%。

3) 矿用金属备件：金属备件作为公司的非主要产品，主要提供给特定老客户，因此增量将不会过高。我们预计矿用金属备件业务 2024-2026 年增速分别为 32%、22%、14%，毛利率均为 23.5%。

4) 矿用管道：矿用管道是公司的辅助产品，主要跟随其他产品一同销售，预计增速较为平稳。我们预计其他业务 2024-2026 年增速分别为 25%、20%、15%，毛利率均为 36%。

5) 工程承包 (EPC)：EPC 收入相对不够稳定，基于公司现有的在手订单，我们预计其他业务 2024-2026 年增速分别为 44%、16%、7%，毛利率均为 24%。

6) 其他业务：其他业务主要为售后服务等业务，我们预计其他业务 2024-2026 年增速分别为 60%、48%、34%，毛利率均为 55%。

表 9：耐普矿机分业务业绩预测

	2023	2024E	2025E	2026E
矿用橡胶耐磨备件				
营业收入 (百万元)	542.41	737.68	966.36	1198.29
yoy	25.4%	36.0%	31.0%	24.0%
营业成本 (百万元)	305.42	413.84	541.16	668.65
毛利率 (%)	43.69%	43.90%	44.00%	44.20%
选矿设备				
营业收入 (百万元)	131.82	136.43	163.72	199.73
yoy	86.5%	3.5%	20.0%	22.0%
营业成本 (百万元)	97.21	99.87	120.00	146.40
毛利率 (%)	26.25%	26.80%	26.70%	26.70%
矿用金属备件				
营业收入 (百万元)	95.07	125.50	153.11	174.54
yoy	60.7%	32.0%	22.0%	14.0%
营业成本 (百万元)	72.49	96.00	117.13	133.52
毛利率 (%)	23.76%	23.50%	23.50%	23.50%
矿用管道				
营业收入 (百万元)	45.65	57.07	68.48	78.75
yoy	114.9%	25.0%	20.0%	15.0%
营业成本 (百万元)	28.81	36.52	43.83	50.40
毛利率 (%)	36.90%	36.00%	36.00%	36.00%
工程承包 (EPC)				
营业收入 (百万元)	120.70	173.81	201.62	215.73
yoy	-26.3%	44.0%	16.0%	7.0%
营业成本 (百万元)	91.18	132.10	153.23	163.96

毛利率 (%)	24.46%	24.00%	24.00%	24.00%
其他业务				
营业收入 (百万元)	2.10	3.36	4.97	6.67
yoy	91.7%	60.0%	48.0%	34.0%
营业成本 (百万元)	0.76	1.51	2.24	3.00
毛利率 (%)	63.98%	55.00%	55.00%	55.00%
合计				
营业收入 (百万元)	937.76	1233.85	1558.26	1873.72
yoy	25.3%	31.6%	26.3%	20.2%
营业成本 (百万元)	595.86	779.84	977.59	1165.93
毛利率 (%)	36.46%	36.80%	37.26%	37.77%

资料来源: Wind, 财信证券

4.2 可比公司估值

我们采用可比公司估值法, 选取与公司业务相近的 4 家可比公司, 分别是选矿机械磨床设备龙头中信重工、矿山运输机械龙头运机集团和矿山机械设备优质企业浙矿股份, 2024-2026 年可比公司的平均 PE 分别为 33.75、25.13、20.04 倍, 略高于公司 PE 估值, 公司略微低估的同时还具备稀缺的耗材属性产品, 未来估值有望进一步提升。

表 10: 可比公司估值

证券名称	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE 估值		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中信重工	601608.SH	215.24	4.52	6.08	7.60	47.67	35.40	28.32
运机集团	001288.SZ	51.13	1.67	2.47	3.50	30.58	20.65	14.62
浙矿股份	300837.SZ	23.01	1.00	1.19	1.34	23.01	19.34	17.17
平均值						33.75	25.13	20.04
耐普矿机	300818.SZ	46.61	1.56	2.05	2.59	29.97	22.73	18.00

资料来源: Wind, 财信证券注: 可比公司盈利预测取自 2024 年 12 月 6 日 Wind 一致预期

4.3 投资建议

公司是国内橡胶耐磨件龙头, 在全球铜矿品位下降的背景下, 公司作为主要以铜矿企业为收入来源的公司有望充分受益。橡胶耐磨备件具备许多传统金属备件不具有的优势, 有望逐步替代传统金属备件, 公司作为龙头将充分受益。同时公司积极开拓“一带一路”地区及非洲南美等矿石储藏丰富地区的市场, 利润率较好的海外优质业务有望进一步提升公司盈利能力。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 12.34、15.58、18.74 亿元, 实现归母净利润为 1.56、2.05、2.59 亿元, 对应 EPS 分别为 0.98、1.30、1.64 元, 对应 2024 年 12 月 6 日股价, PE 分别为 29.97、22.73、18.00 倍。我们给予公司 2025 年 29X 的 PE 估值, 目标价 37.62, 上调为“买入”评级。

5 风险提示

全球经济复苏不及预期：公司海外业务占比较大，如全球经济复苏不及预期，则会降低订单质量。

国际形势发生重大变化：公司海外业务占比较大，如国际形势发生重大变化，则会影响公司收入确认和货物交付。

发现大量铜矿以缓解铜短缺：铜矿发现数量少导致现有铜矿品位快速下降，继而影响铜矿资本开支是本文核心逻辑，如未来有大量铜矿被发现，则会显著改变铜市场供需关系。

产品推广不及预期：公司核心产品橡胶耐磨备件目前市占率较低，如后续推广不及预期，则会影响公司业绩。

报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表						主要指标					
营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营业收入	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	748.53	937.76	1,233.85	1,558.26	1,873.72	营业收入	748.53	937.76	1,233.85	1,558.26	1,873.72
减: 营业成本	503.10	595.86	779.84	977.59	1,165.93	增长率(%)	-28.92	25.28	31.57	26.29	20.24
营业税金及附加	7.87	7.23	9.25	10.91	12.55	归属母公司股东净利润	134.33	80.07	155.53	205.09	258.95
营业费用	49.66	66.54	83.28	103.62	122.73	增长率(%)	-27.06	-40.39	94.24	31.86	26.26
管理费用	85.99	130.76	134.49	169.07	202.36	每股收益(EPS)	0.85	0.51	0.98	1.30	1.64
研发费用	28.19	34.87	45.04	56.10	67.08	每股股利(DPS)	0.18	0.12	0.15	0.20	0.25
财务费用	15.77	0.18	3.74	0.90	-2.06	每股经营现金流	0.79	1.91	1.61	2.03	2.40
减值损失	-6.34	-16.65	-11.10	-13.71	-15.18	销售毛利率	0.33	0.36	0.37	0.37	0.38
加: 投资收益	3.93	2.88	3.94	3.55	3.74	销售净利率	0.18	0.09	0.13	0.13	0.14
公允价值变动损益	0.00	0.65	0.65	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.11	0.06	0.11	0.13	0.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.09	0.08	0.15	0.21	0.29
营业利润	156.80	102.41	184.26	242.80	306.42	市盈率(P/E)	34.70	58.21	29.97	22.73	18.00
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	4.02	3.78	3.42	3.03	2.65
利润总额	156.95	101.24	183.72	242.26	305.87	股息率(分红/股价)	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
减: 所得税	21.68	17.69	25.72	33.92	42.82	主要财务指标					
净利润	135.27	83.56	158.00	208.34	263.05	收益率					
减: 少数股东损益	0.95	3.49	2.46	3.25	4.10	毛利率	32.79%	36.46%	36.80%	37.26%	37.77%
归属母公司股东净利润	134.33	80.07	155.53	205.09	258.95	三费/销售收入	20.23%	21.06%	17.95%	17.56%	17.46%
资产负债表						EBIT/销售收入					
货币资金	539.09	715.12	784.75	958.00	1,194.19	EBITDA/销售收入	29.27%	17.95%	25.52%	24.00%	23.32%
交易性金融资产	48.72	85.06	85.06	85.06	85.06	销售净利率	18.07%	8.91%	12.81%	13.37%	14.04%
应收和预付款项	208.54	270.56	341.70	414.47	482.97	资产获利率					
其他应收款(合计)	5.26	7.42	7.63	9.63	11.58	ROE	10.66%	6.01%	10.62%	12.52%	13.93%
存货	241.04	252.75	306.72	384.49	458.57	ROA	6.43%	3.35%	6.30%	7.67%	8.83%
其他流动资产	125.57	41.63	54.29	65.45	78.70	ROIC	8.63%	7.56%	15.30%	21.22%	28.84%
长期股权投资	37.89	36.17	36.12	36.08	36.03	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	39.33%	43.70%	40.07%	38.06%	35.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	53.34%	44.12%	40.04%	33.96%	27.94%
固定资产和在建工程	797.65	837.42	723.64	606.38	485.63	带息债务/总负债	43.75%	39.85%	25.86%	13.68%	3.02%
无形资产和开发支出	55.13	74.60	62.23	49.86	37.49	流动比率	2.52	2.23	2.30	2.31	2.37
其他非流动资产	31.22	66.50	65.23	63.97	63.97	速动比率	1.67	1.62	1.64	1.63	1.69
资产总计	2,090.11	2,387.22	2,467.36	2,673.37	2,934.19	股利支付率	20.84%	24.44%	15.10%	15.10%	15.10%
短期借款	50.00	35.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	79.16%	75.56%	84.90%	84.90%	84.90%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	303.50	336.23	408.30	511.84	610.45	总资产周转率	0.36	0.39	0.50	0.58	0.64
长期借款	309.58	380.67	255.71	139.18	31.83	固定资产周转率	1.02	1.33	2.01	3.01	4.47
其他负债	158.87	291.22	324.74	366.37	411.96	应收账款周转率	4.62	5.65	5.70	5.89	6.08
负债合计	821.95	1,043.12	988.75	1,017.38	1,054.24	存货周转率	2.09	2.36	2.54	2.54	2.54
股本	70.00	105.01	147.02	147.02	147.02	估值指标					
资本公积	321.81	311.47	269.47	269.47	269.47	EBIT	172.72	101.42	187.46	243.16	303.81
留存收益	867.78	916.06	1,048.11	1,222.25	1,442.10	EBITDA	219.08	168.29	314.87	374.05	436.93
归属母公司股东权益	1,259.59	1,332.54	1,464.60	1,638.73	1,858.59	NOPLAT	71.76	84.23	161.12	209.66	261.83
少数股东权益	8.57	11.55	14.01	17.26	21.36	净利润	134.33	80.07	155.53	205.09	258.95
股东权益合计	1,268.16	1,344.10	1,478.61	1,655.99	1,879.95	EPS	0.85	0.51	0.98	1.30	1.64
负债和股东权益合计	2,090.11	2,387.22	2,467.36	2,673.37	2,934.19	BPS	7.33	7.80	8.63	9.73	11.12
现金流量表						PE					
经营性现金净流量	125.37	301.59	254.49	320.27	379.02	PEG	-1.28	-1.44	0.32	0.71	0.69
投资性现金净流量	-105.67	-134.22	2.31	1.37	1.56	PB	4.02	3.78	3.42	3.03	2.65
筹资性现金净流量	16.17	-21.69	-187.18	-148.39	-144.38	PS	6.23	4.97	3.78	2.99	2.49
现金流量净额	59.74	153.08	69.62	173.25	236.19	PCF	37.18	15.46	18.32	14.55	12.30

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438