

耐普矿机 (300818.SZ)

Q1 业绩显著改善，景气与成长双击

核心观点：

- **主业稳健增长，23 年业绩受减值影响，24Q1 业绩显著改善。**公司 2023 年营收 9.38 亿元，同比增长 25.28%；主营产品矿用橡胶耐磨备件营收 5.42 亿元，同比增长 25.41%，三年 CAGR 达到 30.66%。23 年公司对上海博万兰韵房产计提资产减值准备 1392 万元，使业绩略低于预期。24 年一季度，公司实现归母净利润 0.39 亿元，同比扭亏。
- **铜价高位带动矿企资本性支出，公司“EPC+设备+备件”充分受益。**LME 铜价处于历史高位，库存量处于历史低位，铜价有望维持走强态势。铜矿供给扰动较大，需求仍受绿电设备及新能源汽车支撑，未来或仍将呈现供小于求局面。铜价高位刺激全球采选行业资本开支增长，公司产品/服务需求有望提升。
- **公司橡胶备件产品性能优异，海内外空间广阔。**橡胶耐磨备件在台效、耗电量及钢球耗量均优于传统锰钢产品，已受到头部矿企青睐。公司目前下游重点客户包括江西铜业、中信重工、美伊电钢等国内外知名矿企，公主营橡胶备件产品具备持续性，且将受益于中国矿企出海进程。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 24-26 年归母净利润为 1.7/2.4/3.0 亿元。考虑公司属少数下游高景气+新产品+新市场共振的龙头公司，在国内具有明显稀缺性，订单业绩正处于爆发期。根据可比公司，给予 2024 年合理 PE 为 30x，对应合理价值 33.2 元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示：**铜矿价格下跌风险；绿电能源转型不及预期；境外矿业投资进程不及预期；橡胶备件渗透率不及预期；原材料价格波动风险等。

盈利预测：

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 749 | 938 | 1308 | 1535 | 1840 |
| 增长率 (%) | -28.9% | 25.3% | 39.5% | 17.3% | 19.9% |
| EBITDA (百万元) | 130 | 181 | 282 | 374 | 454 |
| 归母净利润 (百万元) | 134 | 80 | 170 | 237 | 299 |
| 增长率 (%) | -27.1% | -40.4% | 111.7% | 39.8% | 26.2% |
| EPS (元/股) | 1.30 | 0.77 | 1.11 | 1.55 | 1.95 |
| 市盈率 (P/E) | 22.45 | 42.73 | 25.16 | 18.00 | 14.26 |
| ROE (%) | 10.7% | 6.0% | 11.5% | 13.9% | 14.9% |
| EV/EBITDA | 14.54 | 17.63 | 15.41 | 10.73 | 8.49 |

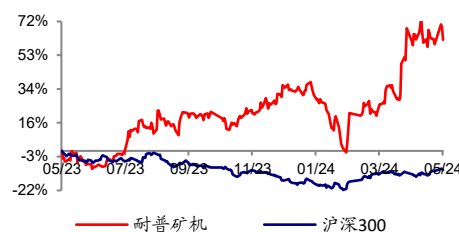
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 27.85 元 |
| 合理价值 | 33.2 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2024-05-09 |

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：

汪家豪



SAC 执证号：S0260522120004



021-38003792



wangjiahao@gf.com.cn

请注意，汪家豪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

| | |
|--------------------------------------|------------|
| 耐普矿机 (300818.SZ) :业绩超预告上限，海外高增长凸显 | 2023-10-31 |
| 耐普矿机 (300818.SZ) :下游持续高景气，备件业务迎来高速增长 | 2023-08-09 |
| 耐普矿机 (300818.SZ) :新产品+新市场，选矿装备龙头扬帆起航 | 2023-07-09 |

目录索引

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、24Q1 业绩持续改善，归母净利润同比扭亏 | 4 |
| 二、铜价持续创新高，行业产能扩张仍然滞后 | 5 |
| 三、公司核心产品被客户逐步认可，优势凸显 | 8 |
| 四、盈利预测与投资建议 | 11 |
| 五、风险提示 | 14 |

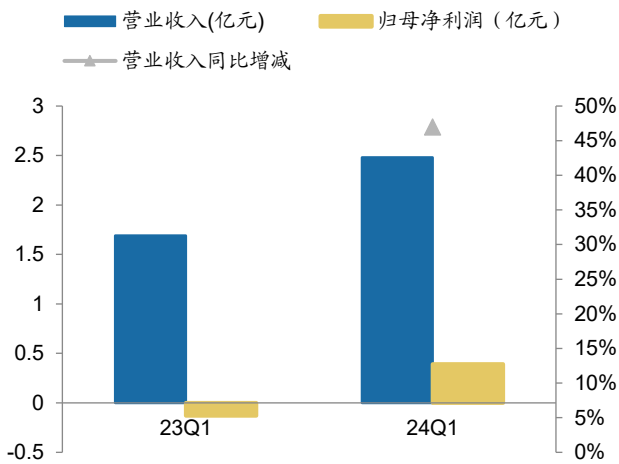
图表索引

| | |
|--|----|
| 图 1: 24Q1 公司营收及归母净利润情况 | 4 |
| 图 2: 24Q1 主营业务收入 (亿元) 及毛利率情况 | 4 |
| 图 3: LME 铜库存总量及现货结算价走势 | 5 |
| 图 4: 2024 年全球铜矿产量及精炼铜供需将稳定增长 | 5 |
| 图 5: 2023 年、2024 年全球分地区新增铜矿开采量 (左轴, 单位: kt) 及增速 (右轴) | 6 |
| 图 6: 复盘全球前十大采矿业巨头公司历年资本开支 (亿美元) 及 LME 综合指数 (点) | 7 |
| 图 7: 公司剔除 EPC 业务后收入分析 | 9 |
| 图 8: 公司收入结构及毛利率情况 | 9 |
| 图 9: 2021-2023 年三年合计公司收入结构 | 10 |
| 图 10: 国内外公司可比业务营业收入对比 | 10 |
| 图 11: 国内外公司可比业务营业收入增速对比 | 10 |
| 图 12: 国内外可比公司毛利率对比 | 11 |
| 图 13: 可比公司资本开支/营业收入 (右轴) | 11 |
| | |
| 表 1: 目前在建铜矿项目梳理 | 6 |
| 表 2: 公司选矿备件产品描述 | 8 |
| 表 3: 公司选矿备件产品描述 | 9 |
| 表 4: 耐普矿机盈利预测及核心假设表 | 13 |
| 表 5: 耐普矿机可比公司估值表 (截至 2024/5/8) | 14 |

一、24Q1 业绩持续改善，归母净利润同比扭亏

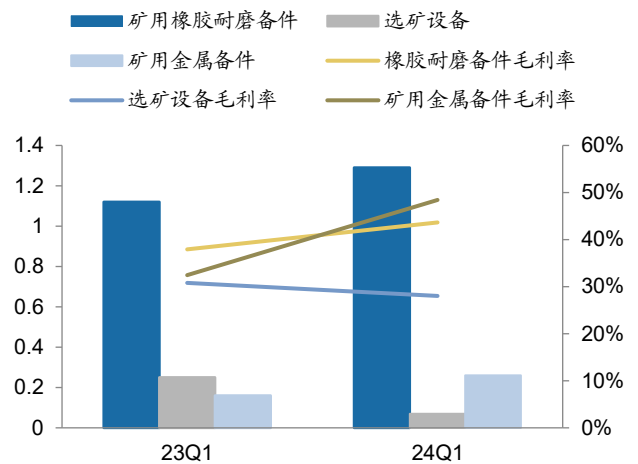
4月24日，公司发布2024年一季度报告，业绩持续改善。24Q1公司实现营业收入2.48亿元，同比增长46.97%；归母净利润0.39亿元，同比扭亏。其中，公司主营橡胶耐磨备件营收1.29亿元，同比增长15.74%；矿用金属备件营收0.26亿元，同比增长59.26%。一季度公司海外营收1.62亿元，占比达到65.33%，支撑公司营收及利润高增。橡胶耐磨备件及金属备件业务毛利率上升，分别达到43.65%/48.42%。整体而言，受益于主业营收/毛利率双增长及国际市场开拓，公司一季度业绩表现优异。

图 1：24Q1公司营收及归母净利润情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：24Q1主营业务收入（亿元）及毛利率情况

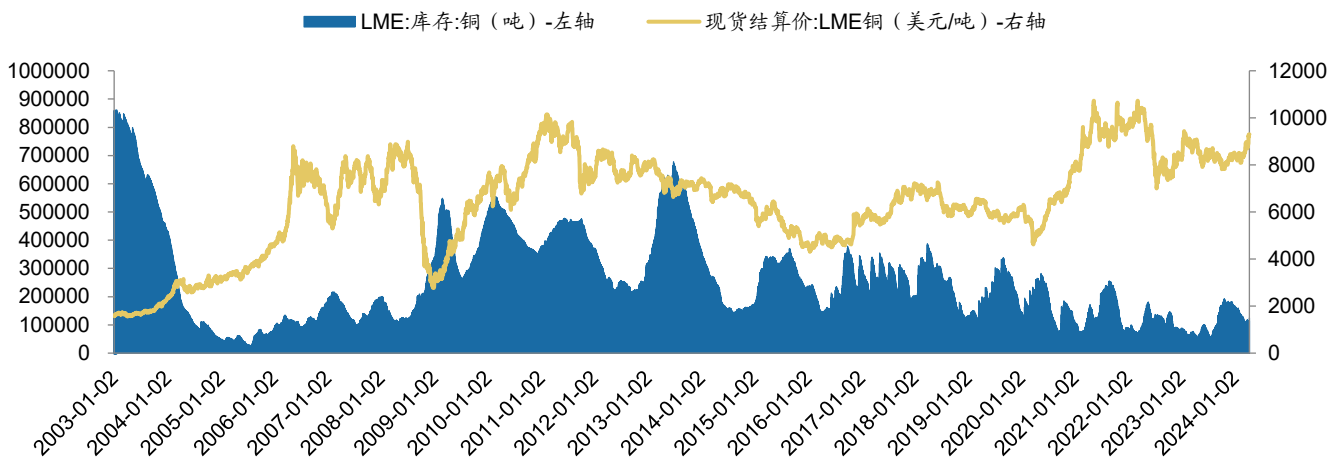


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、铜价持续创新高，行业产能扩张仍然滞后

春节假期后铜价明显走强，低库存量支撑铜价继续上升。交易所库存量是衡量铜金属供需关系重要指标，与铜价呈现反向变动关系。进入3月以来，LME铜现货结算价持续走高，收复2022年年中价格水平。此轮铜价上涨过程中，LME库存量中枢处于历史性低位状态，表明市场需求强劲但供应情况紧张，铜价有望持续维持走强态势。

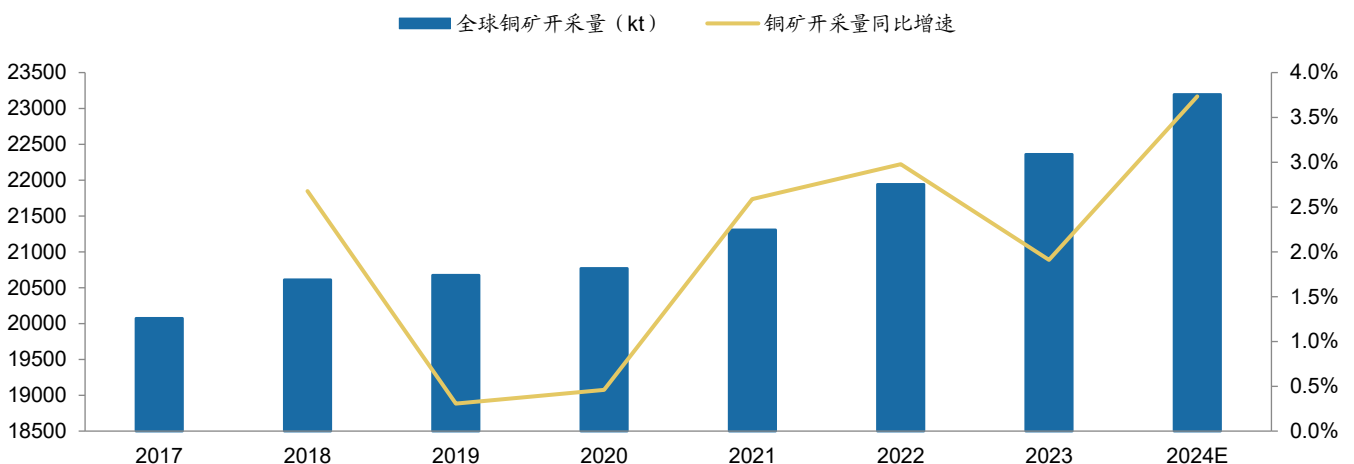
图 3：LME铜库存总量及现货结算价走势



数据来源：同花顺 iFinD、广发证券发展研究中心

ICSG预测2024年全球铜矿开采量将产量稳定增长。制造业活动的改善，特别是绿电能源转型及新能源汽车制造将支撑长周期内全球精炼使用量的更高增长。需求的稳步上升将带动全球精炼铜的生产，进一步推动更上游的矿山企业生产。ICSG预计在2023年10月预测24年精炼铜出现盈余，但由于产能端扰动因素较多，供给保障不确定因素较大，24年可能仍将延续供小于需的局面。

图 4：2024年全球铜矿产量及精炼铜供需将稳定增长

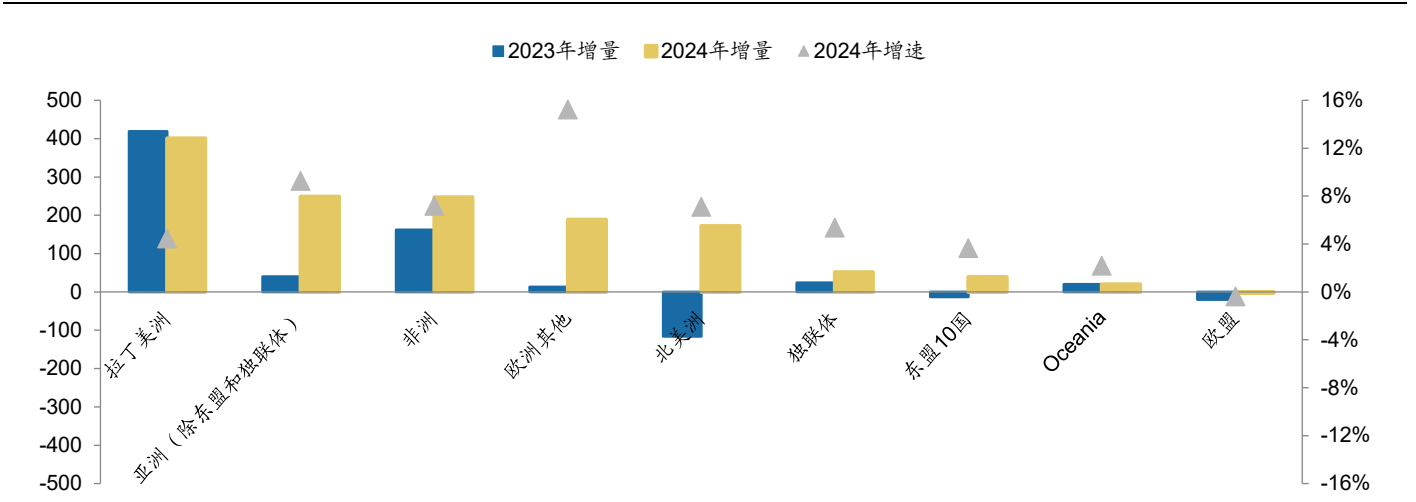


数据来源：ICSG、广发证券发展研究中心

除欧盟外，其他地区2024年预期铜矿开采量均将上升。全球精炼铜仍以原生矿石开

采为主要供给方式，需求的提升将直接刺激上游采矿企业积极增产。据ICSG报告，2024年全球铜矿开采量将增长3.7%，除受运营限制影响的国家的生产率提高的因素外，位于刚果、秘鲁、智利和俄罗斯的大型矿山的启动及许多中小型矿山的开发将贡献部分增量。新矿的开启及扩建项目离不开选矿方案服务及矿山装备、耐磨备件，公司或将受益于产品需求的增加及前期的海外业务布局。

图 5：2023年、2024年全球分地区新增铜矿开采量（左轴，单位：kt）及增速（右轴）



数据来源：ICSG、广发证券发展研究中心

铜价高位引导上游矿企积极开矿。总体来说，24-27年全球铜矿供应正处于扩张周期中，增量项目主要集中在刚果（金）、智利等国家，背后不乏中国矿企身影。但海外罢工、技术、矿山品味下降的扰动因素使得铜矿产量往往不及预期，铜需关系或仍将处于紧张状态。

表 1：目前在建铜矿项目梳理

| 项目名称 | 所在国家 | 项目业主 | 预计达产时间 | 年产量描述 |
|--------------------------|------------|----------------------------|------------|-------------------------------------|
| Tucumã 铜矿项目 | 巴西 | Vale | 2024 年下半年 | 平均每年的铜产量将达到 2.7 万吨 |
| 巨龙铜矿二期改扩建工程 | 中国 | - | - | - |
| Kamoa-Kakula | 赞比亚/刚果 (金) | - | - | - |
| 米拉多铜矿二期扩建项目 | 厄瓜多尔 | 铜陵有色集团&中国铁建 | 2025 年 7 月 | 建成后总采选规模将达到 4620 万吨/年，预计每年产铜超 20 万吨 |
| Quebrada Blanca 铜矿二期扩建项目 | 智利 | Teck Resources Limited&SMM | 2026 年 | 在 24-26 年达成年产铜量 28.5 万至 31.5 万吨 |
| Malmzhskoye 铜矿 | 俄罗斯 | 俄罗斯铜业公司 | 2026 年 | 完成后每年开采 9000 万吨铜矿石 |
| Oyu Tolgoi 铜金矿地下开发项目 | 蒙古 | Rio Tinto | 2025 年 | 预计 23-27 年平均铜产量为 35 万吨 |
| Centinela 铜矿二期扩建项目 | 智利 | Antofagasta | 2027 年 | 达产后该厂将每年生产约 14.4 万吨的铜 |

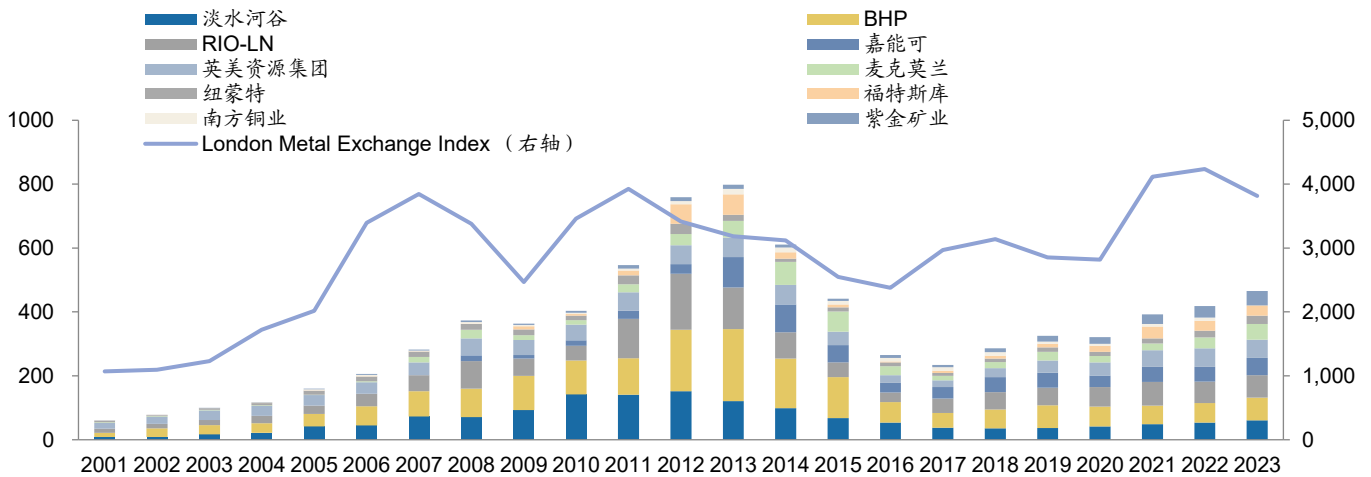
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

复盘2001年来全球头部矿企资本开支，我们发现矿企资本开支相对于金属价格呈现

出一定的滞后性。2001年至2018年的第一轮周期时间跨度较大，且中途呈现出上行-短暂停滞-迅速上行-遇挫下行的规律，与金属价格的波动呈现出约为1年期的滞后效应。

本轮周期（2018年至今）下全球采选业资本开支整体呈稳健修复态势。十家合计投资金额由286亿元增长至466亿美元，CAGR为10.26%，相较上一轮体量及速率均较为缓和。LME综合指数中枢由20年开始持续抬升，在高铜价及预期驱动下，全球矿业巨头仍有动力在增产方面采取积极举措。能源及矿山上游投资滞后特性有望迎来兑现，未来两年采矿业上游投资或将再现2012年阶梯式跨越增长。

图 6：复盘全球前十大采矿业巨头公司历年资本开支（亿美元）及LME综合指数（点）



数据来源：同花顺 iFinD、公司财报、广发证券发展研究中心；

三、公司核心产品被客户逐步认可，优势凸显

公司核心业务为高性能橡胶耐磨材料备件和橡胶复合材料备件的研发、生产和销售。产品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，可实现对传统金属材料的部分有效替代。选矿备件作为矿山机械运转的消耗品，矿山客户对其具有持续的需求，公司可通过提供性能优异的选矿备件逐步构建客户粘性，形成深度合作。

表 2: 公司选矿备件产品描述

| 产品名称 | 应用机型 | 产品介绍 | 外观 |
|-------|------|---|---|
| 磨机备件 | 磨机 | 又称为磨机衬板，属于磨机的备件，直接承受研磨体、物料冲击和摩擦。根据安装工位不同，分为喇叭口、槽板、提升条、进出口口内衬、端衬板等。根据材料性能不同，公司磨机衬板可分为橡胶衬板与复合衬板。公司经过长期研发、设计和实验，在磨机备件产品系列取得了技术突破与创新，具有丰富的技术储备。 |  |
| 过流件 | 渣浆泵 | 属于渣浆泵的备件，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。 |  |
| 圆筒筛 | 磨机 | 属于磨机配套的附件产品，装配于磨机出料口，用于机出料的分与选别。公司生产的圆筒筛具有筛分效率高、结构简单、使用寿命长、维修成本低等特点。 |  |
| 振动筛备件 | 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。公司的振动筛备件产品采用了模块化设计，可根据不同的物料和工况条件配置不同的振动筛类型组装，满足客户多样化的需求。 |  |
| 旋流器内衬 | 旋流器 | 属于水力旋流器的备件，是旋流器中直接接触和处理含固态颗粒矿浆的部件。 |  |
| 浮选机备件 | 浮选机 | 浮选机转子和定子是浮选机的备件，其中转子为由轴承支撑的旋转体，用于搅拌矿浆、空气及浮选剂使其充分融合;定子为起导流作用而使设备平稳运转、提高浮选效率的装置。 |  |

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

橡胶复合衬板耐磨件在使用效率、使用时间及节能降噪等方面均优于传统锰钢衬板。磨机衬板的服役环境恶劣，需要承受矿石和磨球的冲击和磨损，还需面对矿浆及选矿药剂的腐蚀作用。橡胶材料的耐磨性能较好，密度为传统金属材料的1/6，且可针对性增强特定工况的耐腐蚀性能，因此橡胶材料的应用可有效减少矿山设备的能耗、提高耐磨备件的使用寿命，方便更换作业。据公司2023年年报披露，公司生产的橡胶耐磨材料使用寿命已经可以达到金属材料的1.5-3倍，更适应生产工艺的需要。根

据《橡胶金属复合衬板在大型半自磨机中的应用和需要注意的问题》，在合适转速下，橡胶复合衬板在台效、节能及节材方面均有显著优势。

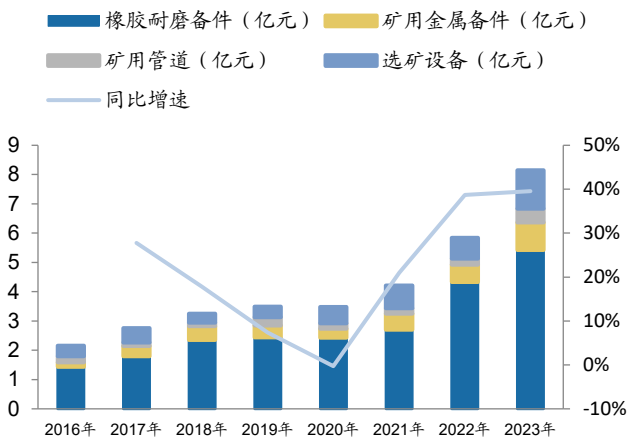
表 3: 公司选矿备件产品描述

| | 金属衬板 | | | 橡胶复合衬板 | | | 复合衬板与金属衬板对比 | | |
|-------|-------------|-----------------|-------------------|-------------|-----------------|-------------------|-------------|--------------|---------------|
| | 台效 (t/h) | 半自磨耗电 量(度/t) | 半自磨钢球单 耗(kg/t) | 台效 (t/h) | 半自磨耗电 量(度/t) | 半自磨钢球单 耗(kg/t) | 台效 对比 | 半自磨耗电 量对比 | 半自磨钢球 单耗对比 |
| 3个月累计 | 848.0 | 14.1 | 1.3 | 882.6 | 12.9 | 0.9 | 34.7 | -1.2 | -0.3 |
| 6个月累计 | 1692.8 | 30.0 | 2.5 | 1767.2 | 27.5 | 2.0 | 74.4 | -2.5 | -0.5 |
| 9个月累计 | 2539.2 | 48.0 | 3.8 | 2603.8 | 46.4 | 3.0 | 64.6 | -1.6 | -0.8 |
| 单月平均值 | 282.1 | 5.3 | 0.4 | 288.9 | 5.2 | 0.3 | 6.8 | -0.2 | -0.1 |

数据来源：《橡胶金属复合衬板在大型半自磨机中的应用和需要注意的问题》（周平安等）、广发证券发展研究中心；复合衬板与金属衬板对比数据为橡胶复合衬板数据减去对应金属衬板数据。

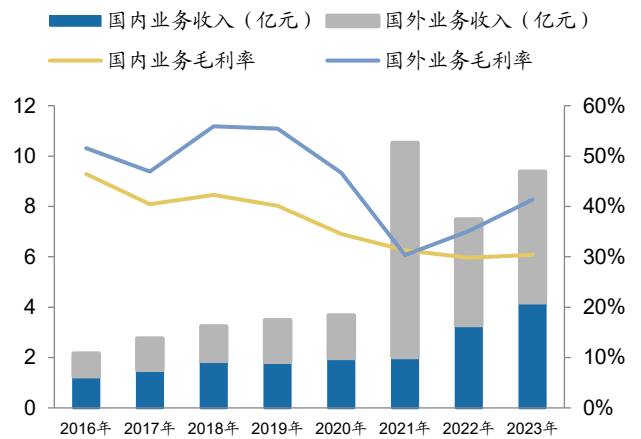
充分受益于海内外矿企资本开支复苏，公司主力销售产品稳定增长。2023年公司剔除EPC业务的收入达到8.15亿元，2020-2023三年CAGR达到30.66%，其中橡胶耐磨备件业务收入5.42亿元。公司注重海外市场开拓，全球化布局初见成效，剔除“Erdenet 4号生产线项目”扰动，公司海外业务占比呈现逐年增长态势。2023年签订合同金额达到12.25亿元，国际市场达到7.25亿元，占比59.18%，叠加海外业务毛利率水平较优，在手订单将为后续业绩提供坚实支撑。

图 7: 公司剔除EPC业务后收入分析



数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

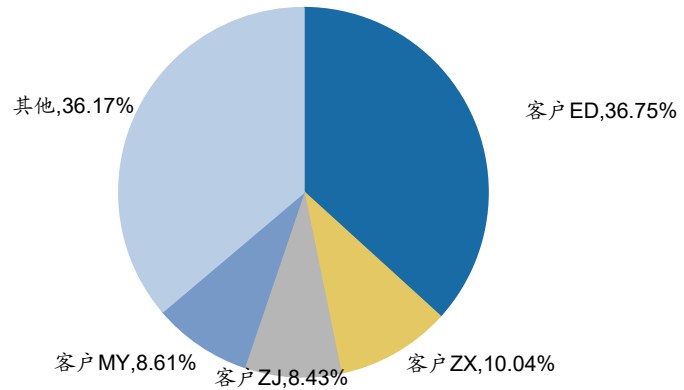
图 8: 公司收入结构及毛利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

借助产品及服务，公司已与国内外知名矿业客户建立稳定合作关系。根据公司年报，额尔登特、客户ZJ、中信重工、及美伊电钢等大型矿企连续多年位居公司前五大客户，支撑公司业务的持续扩张。矿业龙头企业供应商选择条件严苛，公司凭借产品的技术领先及丰富的服务经验巩固大客户资源优势，一定程度上保障了公司市场份额的增长潜力及盈利能力的延续性。

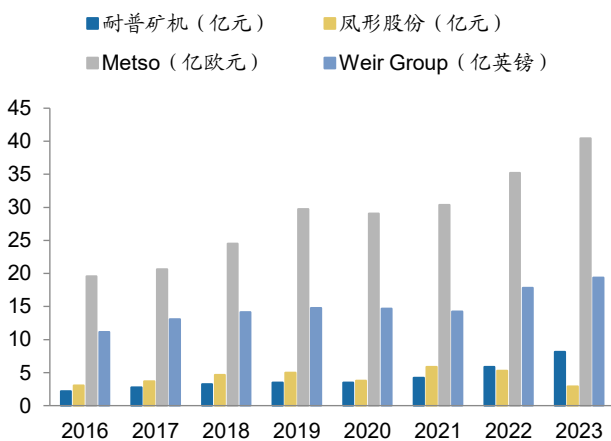
图 9：2021-2023年三年合计公司收入结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

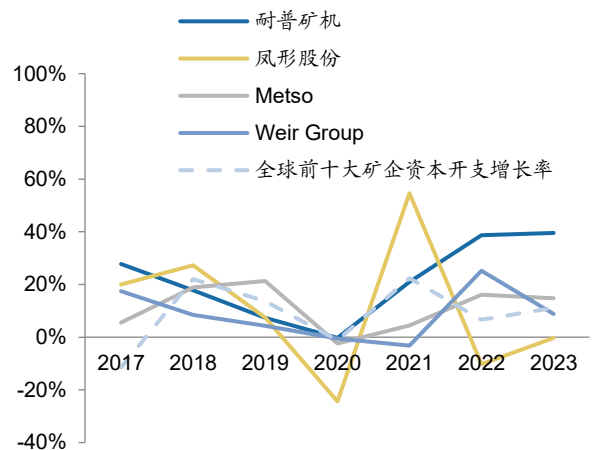
公司剔除EPC后业务增速显著高于同行业国内外公司，发展迅猛。公司主要竞争对手包括大型跨国集团Metso Corporation、Weir Group及国内企业凤行科技。我们将Metso、Weir的Minerals业务、凤形股份的高铬耐磨产品作为可比业务，相比较下公司业务体量较小，但近年来增长迅速，剔除EPC业务扰动后营业收入7年CAGR达到20.89%，增速远远超过同行公司的可比业务。公司近两年主营业务增速超过全球前十大矿企合计资本开支的增长率，走上发展快车道。

图 10：国内外公司可比业务营业收入对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心；凤形股份 23 年为中报数据。

图 11：国内外公司可比业务营业收入增速对比

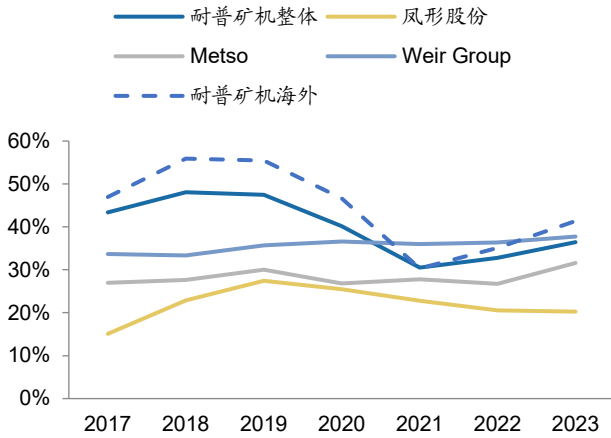


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心；凤形股份 23 年为中报数据。

公司毛利率处于较高水平，积极拓产应对需求高增。受益于公司主要产品橡胶耐磨备件较传统金属耐磨备件高性能、高技术要求带来的厚利润，公司的毛利率一直维持在可比公司中的第一梯队。近三年公司资本开支分别为3.26/2.76/1.87亿元，主要用于产能拓展，赞比亚、智利工厂可分别于24、25年建成投产；上饶二期工厂及西

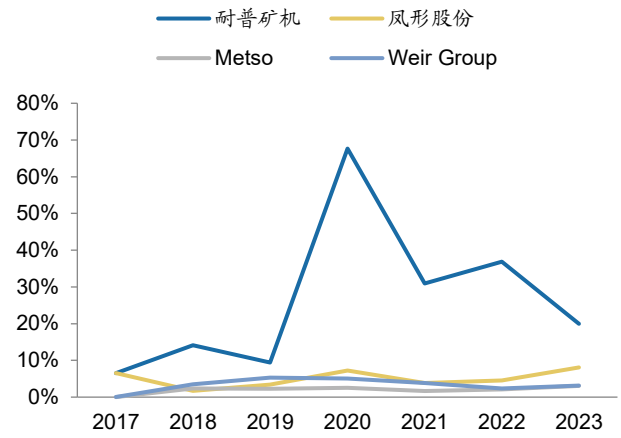
藏工厂也处于稳步建设中，公司充足的资本开支投入将带动未来实现更高质量发展水平。

图 12: 国内外可比公司毛利率对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心; 凤形股份 23 年为中报数据。

图 13: 可比公司资本开支/营业收入 (右轴)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心; 凤形股份 23 年为三季度数据。

四、盈利预测与投资建议

营业收入预测: 2023年公司归母净利润同比有所下滑, 主要系去年EPC项目高基数, 股权激励费用、2023年对上海博万兰韵房产计提资产减值准备、计提可转债利息等因素影响。随着上述一次性因素逐步结束, 我们预计2024年公司业绩有望保持持续增长。根据公司2024年一季度业绩报告, 公司在2024年一季度实现归母净利润0.39亿元, 同比扭亏, 业绩接近2023全年表现业绩的50%。公司2024年持续增长主要受益于矿用橡胶耐磨备件生产与销售, 同时覆盖矿用金属耐磨备件、选矿设备、选矿系统方案及服务以及其他相关业务。公司出海进程的稳步推进及新一轮铜增产开支周期的到来有望带动公司构建的EPC+选矿设备+备件后市场体系进一步发展。具体来看:

- (1) 耐磨备件:** 耐磨备件是选矿环节必备的消耗品, 与矿山开工与生产强度直接挂钩, 生产过程中需要定期更换, 因此需求具备较高的可见度。公司伴随中资矿企出海, 在一带一路沿线矿业发达国家进行产能布局, 借助海外知名矿山EPC案例得到客户认可, 产品长期具有稳定采购需求。预计随着赞比亚工厂与智利工厂分别于24、25年投产, 2024-2026年橡胶耐磨备件有望实现7.84/10.7/13.3亿元收入, 金属耐磨备件有望实现1.14/1.26/1.38亿元收入, 橡胶耐磨备件由于渗透率提升的原因, 整体增速与持续性较金属耐磨备件更强。
- (2) 选矿设备:** 选矿设备与矿产新建/扩建需求挂钩度高, 单位订单价值量大, 因此增速波动较大。公司生产的选矿设备也将受益于出海进程, 全球市场份额提升潜力较大。下游铜价持续高位带动下游客户资本开支高增速, 且根据公

司年报23年设备订单爆发，我们预计2024-2026年选矿设备收入达到1.58/1.82/2.04亿元，增速达到20%/15%/12%。

2023年9月25日公司公告《关于签订日常经营重大合同的公告》显示公司与俄罗斯超大型重要铜生产商签订0.94亿元渣浆泵和水力旋流器设备订单，参考公司亚美尼亚赞格祖尔铜钼矿业供货流程，该订单将在2024年陆续交付，支撑2024年选矿设备收入。

- (3) 从选矿设备与耐磨备件合计来看，我们预计2024年公司的两大业务总收入约9.84亿元，同比增长27.93%。公司在未来将着重开拓国际市场，预计出口占比将达到65%-70%（不含EPC收入）。从订单来看，公司目前在手订单充裕，根据《300818耐普矿机投资者关系管理信息20240403》公告可知，2023年公司全年合同额签订达到12.25亿元，24年一季度仍然保持较快幅度增长。
- (4) 选矿系统方案及服务及其他（EPC业务）：公司注重于由单一产品供应商演进为综合问题解决方案提供商，多态合作，充分发挥公司选矿产品全覆盖的优势，帮助客户实现效益最大化。不同项目EPC订单的连续性相对较弱，利润率波动较大。考虑到铜价处于高位，促进矿产固定投资需求增加的因素，我们认为EPC业务相对平稳，预计2024-2026年营收达到2.53/1.58/1.64亿元，同比变动为49.9%/-37.5%/3.7%。公司目前在手额尔登特三期项目（合同金额 30,324,526 美元）将于2024全部确认收入。2020-2021年由于公司承接的额尔登特项目毛利率相对较高。考虑到额尔登特项目不具有持续性，因此在2024-2026年我们预计EPC业务的毛利率回归至25%左右，后续EPC业务对净利润的影响明显减弱。

总体来看，预计2024-2026年公司总营收规模达13.1/15.4/18.4亿元，同比增速为39.5%/17.3%/19.9%。公司主营产品橡胶耐磨备件的替代和渗透加快，预计全球橡胶复合备件3-5年可规模翻倍且维持长期高速增长。公司近两年订单增速快，均保持50%以上增长，订单部分挤压的问题将随着生产基地在2024年陆续投产而得到解决。

毛利率预测：随着海外收入占比的提升及公司内部降本增效效果体现，公司毛利率仍有较大提升空间。预计2024-2026年毛利润率水平将分别为35.7%/37.9%/38.4%。

费用率：公司24-26年收入规模持续扩张，规模效应角度费用率整体呈现回落趋势。销售费用率角度，公司积极拓宽销售渠道、注重扩展海外市场，但得益于23年海外网络的构建，预计整体销售费用率略有回落，预计23-26年达到6.0%/6.0%/6.0%。管理费用率角度，公司2023年管理费用率较高原因在于新增员工持股计划支付费用较高，2024年该项支出将大幅减少。但考虑到公司正处于全球布局快速发展阶段，总部与全球各分部管理团队亟需完善，因此需要维持较大的管理费用投入。我们预计24-26年公司管理费用率将有所回落，达到11.4%/10.7%/10.5%。研发费用率整体较为稳定，公司新材料、新技术的研发仍需要持续投入，因此预计24-26年公司研发费用率均达到3%。财务费用率角度，我们预计24-26年公司财务费用率均达到0.7%/0.5%/0.3%。

归母净利润预测：公司矿用橡胶耐磨备件客户结构与产品结构的优化有望支撑公司

高速发展。我们预计2024-2026年公司归母净利润金额分别为1.7/2.4/3.0亿元，同比增长111.7%/39.8%/26.2%。

公司2023年归母净利润同比下降主要由于公司前期额尔登特EPC项目结束，导致EPC业务收入及毛利率回落；叠加公司股权激励费用较高。公司产品线较丰富，部分技术水平、产品质量已具有世界先进技术水平。充分受益于铜矿企业固定投资需求增加及橡胶复合耐磨备件渗透加快，公司未来3-5年发展逻辑清晰，成长性凸显。

表4：耐普矿机盈利预测及核心假设表

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 总营业收入（百万元） | 938 | 1308 | 1535 | 1840 |
| yoy | 25.3% | 39.5% | 17.3% | 19.9% |
| 按业务拆分（百万元） | | | | |
| 矿用橡胶耐磨备件 | 542.4 | 783.5 | 1069.5 | 1334.7 |
| 矿用金属耐磨备件 | 95.1 | 114.1 | 125.5 | 138.0 |
| 选矿设备 | 131.8 | 158.2 | 181.9 | 203.7 |
| 选矿系统方案及服务及其他 | 168.5 | 252.5 | 157.8 | 163.6 |
| 综合毛利率 | 36.5% | 35.7% | 37.9% | 38.4% |
| 橡胶备件毛利率 | 43.7% | 43.5% | 43.5% | 43.5% |
| 销售费用率 | 7.10% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| 管理费用率 | 13.94% | 11.38% | 10.67% | 10.18% |
| 研发费用率 | 3.72% | 3.00% | 4.00% | 4.00% |
| 营业利润（百万元） | 102 | 206 | 288 | 364 |
| 营业利润率 | 10.92% | 15.75% | 18.77% | 19.76% |
| 归母净利润（百万元） | 80 | 170 | 237 | 299 |
| 归母净利润率 | 8.54% | 12.96% | 15.44% | 16.25% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

选取新锐股份、中信重工、康普化学、金诚信、南矿集团作为耐普矿机可比公司

新锐股份：业务包括硬质合金制品、凿岩工具及其配套产品的研发、生产、销售和和相关产品的贸易。可比性在于公司主要产品为矿用工具合金及耐磨工具合金，并向矿山企业提供开采、勘探耗材综合解决方案。新锐股份2023年硬质合金工具收入6.27亿元，合金制品收入4.60亿元。

中信重工：主营重型装备制造、工程成套、节能环保装备等业务。做为耐普矿机下游客户之一，在矿山相关业务存在一致性，与公司业务属于上下游关系，类似度相对较高，可比性突出。

康普化学：主要从事金属萃取剂及其他特种表面活性剂的研发、生产和销售，产品包括铜萃取剂及矿物浮选剂等。可比性主要体现在两家公司均作为铜矿产业链的上游企业，且产品海外营收占比较高。

金诚信：主营业务为矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发在内的矿山开发服务业务。可比性在于该公司涉及矿山品种包括铜和铁，矿山综合服务业务

与耐普矿机的选矿系统方案及服务及其他（EPC业务）存在相似性。

南矿集团：主营业务为砂石骨料和金属矿山相关的破碎、筛分设备的研发、设计、生产、销售及后市场服务。可比性在于两家企业均定位于矿山机械设备行业，提供整机设备及相关的后市场服务业务。

参考可比公司估值，考虑到耐普矿机伴随矿企出海前景及稳定客户粘性，以及橡胶耐磨备件产品渗透加快和广阔替代空间，我们给予公司2024年合理PE倍数为30x，对应合理价值33.2元/股，给予“买入”评级。

表5：耐普矿机可比公司估值表（截至2024/5/8）

| 公司名称 | 公司代码 | 业务类型 | 市值 (亿元) | 净利润 (百万元) | | | | PE 估值水平 | | | |
|------|-----------|--------------------------|------------|-----------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 康普化学 | 834033.BJ | 金属萃取剂及其他特种表面活性剂的生产销售等 | 26 | 150 | 194 | 258 | 228 | 17.2x | 13.3x | 10.0x | 11.3x |
| 新锐股份 | 688257.SH | 硬质合金制品、凿岩工具及其配套产品的生产销售等 | 34 | 163 | 221 | 277 | 322 | 20.6x | 15.2x | 12.1x | - |
| 金诚信 | 603979.SH | 矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发等 | 324 | 1031 | 1743 | 2294 | 2806 | 31.4x | 18.6x | 14.1x | - |
| 南矿集团 | 001360.SZ | 矿山装备生产及后市场服务等 | 30 | 97 | | | | 31.2x | | | - |
| 中信重工 | 601608.SH | 重型矿山机械装备、工程成套等 | 194 | 384 | 606 | 877 | 1181 | 50.6x | 32.0x | 22.1x | - |
| 平均值 | | | | | | | | 30.2x | 19.8x | 14.6x | 11.3x |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；康普化学、南矿集团、新锐股份 2023 年数据来自年报；金诚信 2023 年相关数据仍为 Wind 预测数据

五、风险提示

（一）铜矿价格下跌风险

铜矿定价机制与全球宏观经济发展以及通胀预期等众多因素挂钩，铜价走势对矿业上游投资规划具有一定影响。若铜矿价格下跌，则可能造成矿业公司缩减资本开支。

（二）全球绿电设施建造进程不及预期

绿电设施建造是本轮金属上行周期需求端重要支撑。若全球能源格局转型进程不及预期，则可能造成金属消费量出现下滑，进而影响选矿装备及备件公司经营业绩。

（三）境外矿业投资进程不及预期

境外矿山权益投资及产能建设进程通常会受国际局势、地方政策、汇率等因素影响。若海外矿企投资放缓，则可能影响公司产品销量。

（四）橡胶复材产品渗透率不及预期

当前选矿耐磨备件主流产品仍采用传统金属材料。橡胶新材产品获取市场接受须经过客户试用与检验。若产品替代进程愈挫，公司业绩增长或将不及预期。

（五）原材料价格波动风险

橡胶、钢材是选矿设备与备件主要原材料。若原材料价格出现上行，则可能带动公司成本提升，进而对利润端造成压力。

资产负债表

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 1,168 | 1,373 | 1,399 | 1,600 | 2,004 |
| 货币资金 | 539 | 715 | 539 | 870 | 1,016 |
| 应收及预付 | 167 | 269 | 253 | 297 | 352 |
| 存货 | 241 | 253 | 446 | 266 | 466 |
| 其他流动资产 | 221 | 135 | 161 | 167 | 170 |
| 非流动资产 | 923 | 1,015 | 1,197 | 1,329 | 1,424 |
| 长期股权投资 | 38 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 固定资产 | 725 | 697 | 885 | 1,034 | 1,141 |
| 在建工程 | 64 | 133 | 128 | 111 | 99 |
| 无形资产 | 55 | 74 | 74 | 74 | 74 |
| 其他长期资产 | 41 | 74 | 74 | 74 | 74 |
| 资产总计 | 2,091 | 2,387 | 2,596 | 2,929 | 3,428 |
| 流动负债 | 463 | 616 | 683 | 777 | 974 |
| 短期借款 | 50 | 35 | 33 | 29 | 24 |
| 应付及预收 | 287 | 301 | 382 | 420 | 555 |
| 其他流动负债 | 126 | 280 | 268 | 328 | 394 |
| 非流动负债 | 360 | 427 | 427 | 427 | 427 |
| 长期借款 | 0 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 应付债券 | 304 | 330 | 330 | 330 | 330 |
| 其他非流动负债 | 56 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 负债合计 | 823 | 1,043 | 1,110 | 1,205 | 1,401 |
| 股本 | 70 | 105 | 153 | 153 | 153 |
| 资本公积 | 322 | 311 | 277 | 277 | 277 |
| 留存收益 | 767 | 819 | 945 | 1,182 | 1,481 |
| 归属母公司股东权益 | 1,260 | 1,333 | 1,472 | 1,709 | 2,008 |
| 少数股东权益 | 9 | 12 | 13 | 16 | 19 |
| 负债和股东权益 | 2,091 | 2,387 | 2,596 | 2,929 | 3,428 |

利润表

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 749 | 938 | 1308 | 1535 | 1840 |
| 营业成本 | 503 | 596 | 842 | 953 | 1133 |
| 营业税金及附加 | 8 | 7 | 10 | 12 | 14 |
| 销售费用 | 50 | 67 | 78 | 92 | 110 |
| 管理费用 | 86 | 131 | 149 | 164 | 193 |
| 研发费用 | 28 | 35 | 39 | 46 | 55 |
| 财务费用 | 16 | 0 | 9 | 7 | 5 |
| 资产减值损失 | -5 | -13 | -3 | -5 | -5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 4 | 3 | 5 | 6 | 7 |
| 营业利润 | 157 | 102 | 206 | 288 | 364 |
| 营业外收支 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 157 | 101 | 206 | 288 | 364 |
| 所得税 | 22 | 18 | 35 | 49 | 62 |
| 净利润 | 135 | 84 | 171 | 239 | 302 |
| 少数股东损益 | 1 | 3 | 2 | 2 | 3 |
| 归属母公司净利润 | 134 | 80 | 170 | 237 | 299 |
| EBITDA | 130 | 181 | 282 | 374 | 454 |
| EPS (元) | 1.30 | 0.77 | 1.11 | 1.55 | 1.95 |

现金流量表

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 128 | 304 | 113 | 551 | 336 |
| 净利润 | 135 | 84 | 171 | 239 | 302 |
| 折旧摊销 | 49 | 70 | 68 | 78 | 86 |
| 营运资金变动 | 14 | 125 | -137 | 222 | -63 |
| 其它 | -70 | 27 | 11 | 12 | 11 |
| 投资活动现金流 | -106 | -134 | -244 | -204 | -172 |
| 资本支出 | -233 | -187 | -250 | -210 | -180 |
| 投资变动 | 122 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 5 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 筹资活动现金流 | 16 | -22 | -45 | -16 | -18 |
| 银行借款 | 50 | 106 | -2 | -3 | -5 |
| 股权融资 | 0 | 0 | -30 | 0 | 0 |
| 其他 | -34 | -127 | -13 | -13 | -13 |
| 现金净增加额 | 62 | 156 | -176 | 331 | 146 |
| 期初现金余额 | 455 | 517 | 673 | 496 | 828 |
| 期末现金余额 | 517 | 673 | 496 | 828 | 974 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -28.9% | 25.3% | 39.5% | 17.3% | 19.9% |
| 营业利润 | -27.6% | -34.7% | 101.2% | 39.8% | 26.2% |
| 归母净利润 | -27.1% | -40.4% | 111.7% | 39.8% | 26.2% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 32.8% | 36.5% | 35.7% | 37.9% | 38.4% |
| 净利率 | 18.1% | 8.9% | 13.1% | 15.6% | 16.4% |
| ROE | 10.7% | 6.0% | 11.5% | 13.9% | 14.9% |
| ROIC | 4.2% | 5.2% | 9.3% | 11.4% | 12.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 39.4% | 43.7% | 42.8% | 41.1% | 40.9% |
| 净负债比率 | 64.9% | 77.6% | 74.8% | 69.8% | 69.1% |
| 流动比率 | 2.52 | 2.23 | 2.05 | 2.06 | 2.06 |
| 速动比率 | 1.58 | 1.62 | 1.22 | 1.52 | 1.41 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.36 | 0.39 | 0.50 | 0.52 | 0.54 |
| 应收账款周转率 | 6.22 | 5.69 | 7.44 | 8.52 | 8.50 |
| 存货周转率 | 3.11 | 3.71 | 2.94 | 5.76 | 3.95 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.30 | 0.77 | 1.11 | 1.55 | 1.95 |
| 每股经营现金流 | 1.83 | 2.90 | 0.74 | 3.60 | 2.20 |
| 每股净资产 | 17.99 | 12.69 | 9.61 | 11.16 | 13.11 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 22.45 | 42.73 | 26.27 | 18.79 | 14.89 |
| P/B | 1.62 | 2.60 | 3.03 | 2.61 | 2.22 |
| EV/EBITDA | 14.54 | 17.63 | 15.41 | 10.73 | 8.49 |

广发机械行业研究小组

- 代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 孙 柏 阳：联席首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 朱 宇 航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 汪 家 豪：资深分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 范 方 舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 石 城：资深分析师，上海交通大学船舶与海洋工程硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 王 宁：高级分析师，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 蒲 明 琪：高级研究员，纽约大学计量金融硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 黄 晓 萍：研究员，复旦大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼 | 香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。