

# 目录

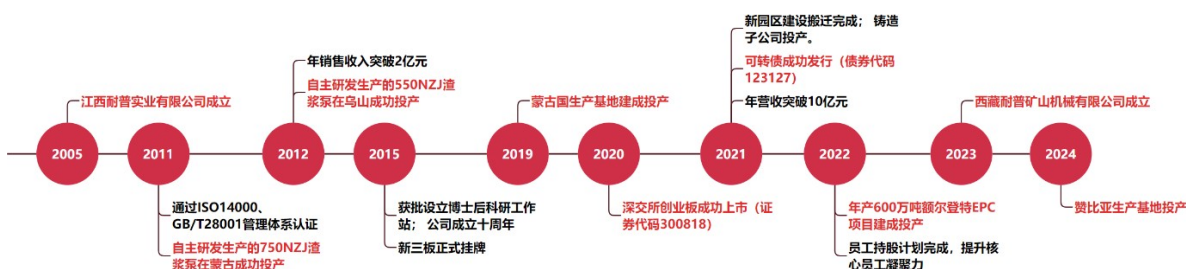
<b>1 选矿备件龙头企业，盈利能力显著提升</b>	<b>3</b>
1.1 深耕选矿设备及备件，建立优质客户合作关系	3
1.2 实控人从业经验丰富，价值共创促进公司发展	4
1.3 制造业收入快速增长，盈利水平较为稳定	5
<b>2 橡胶复合备件空间广阔，多因素驱动渗透率提升</b>	<b>8</b>
2.1 耐磨备件具“消耗品”属性，品位下滑致备件消耗增长	8
2.2 橡胶复合备件优势明显，多因素促进渗透率稳步提升	9
2.3 预计橡胶复合备件 24 年市场空间超 50 亿元	12
<b>3 新产品陆续推广验证，海外布局迎来收获阶段</b>	<b>14</b>
3.1 专注选矿环节，构建业务协同体系	14
3.2 全球化制造布局逐步落地，海外市场有望加速	16
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	17
4.2 估值分析	18
4.3 投资建议	19
<b>5 风险提示</b>	<b>20</b>
<b>插图目录</b>	<b>22</b>
<b>表格目录</b>	<b>22</b>

# 1 选矿备件龙头企业，盈利能力显著提升

## 1.1 深耕选矿设备及备件，建立优质客户合作关系

公司 2005 年成立，2020 年成功于深交所上市，总部位于江西上饶。自成立以来公司持续深耕选矿设备及备件领域，与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，产品质量、技术能力及服务水平获得了矿业行业大型企业的广泛认可。

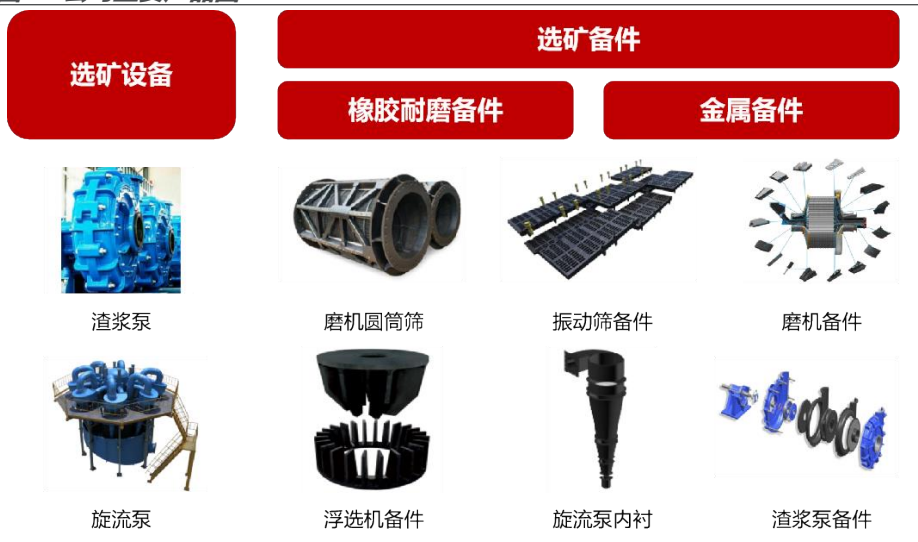
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究所

**橡胶耐磨备件为公司核心产品。**公司主要产品可分为选矿设备与选矿备件两类，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，可进一步划分为橡胶耐磨备件与金属备件，主要有磨机衬板、圆筒筛、渣浆泵过流件等。24H1 公司橡胶耐磨备件收入约 3.0 亿元，占公司制造业收入超 70%，是公司的核心产品。

图2：公司主要产品图



资料来源：公司公告，

选矿设备及备件可直接影响选矿生产效率和运行成本，因此客户对产品的性能、稳定性、故障率及售后服务等要求较高。只有经过长期反复市场验证后的品牌，才能积累一批合作稳定的优质客户。同时也形成了下游客户高忠诚度、高重复购买意愿的特点。因此，对于选矿设备及备件行业的新进入者而言，很难在短期内塑造良好的品牌形象和市场竞争能力，存在较高的进入壁垒。

**公司大客户资源优势显著，保障未来市场份额稳定发展。**公司经过多年的发展和沉淀，凭借先进的技术优势、丰富的生产经验、稳定的产品性能，积累了包括 Erdenet Mining Corporation、中信重工、紫金矿业、美伊电钢、江铜集团、哈萨克矿业集团等诸多优质客户资源，且建立起了长期的合作关系，为进一步深耕市场打下了基础。

**表1：耐普矿机部份客户开始合作时间**

客户	合作开始时间
EMC	2008
中信重工	2006
紫金	2014（可追溯）
江铜	2005
美伊	2014
哈萨克矿业	2016
OTL	2013
墨西哥集团	2019
铜陵有色	2008

资料来源：公司招股说明书，公司可转债说明书，

**直接矿山客户为公司主要收入来源。**公司核心客户可以分为三类：直接矿山客户、整机厂商与直接竞争对手。其中直接矿山客户收入占比在 77%左右，包括紫金矿业、江西铜业、额尔登特矿业等；整机厂商主要是采购公司的橡胶耐磨备件作为配套，形成整机销售给客户，收入占比在 12%左右，包括中信重工、北矿院等；直接竞争对手主要是金属备件的生产商，他们不生产橡胶耐磨备件，而是从耐普采购后销售给客户，收入占比在 11%左右，包括美伊电钢等。

**表2：2024H1 耐普矿机客户情况**

客户类型	客户名称	收入占比
直接矿山客户	紫金矿业、江西铜业、额尔登特矿业等	77%
整机厂商	中信重工、北矿院等	12%
直接竞争对手	美伊电钢等	11%

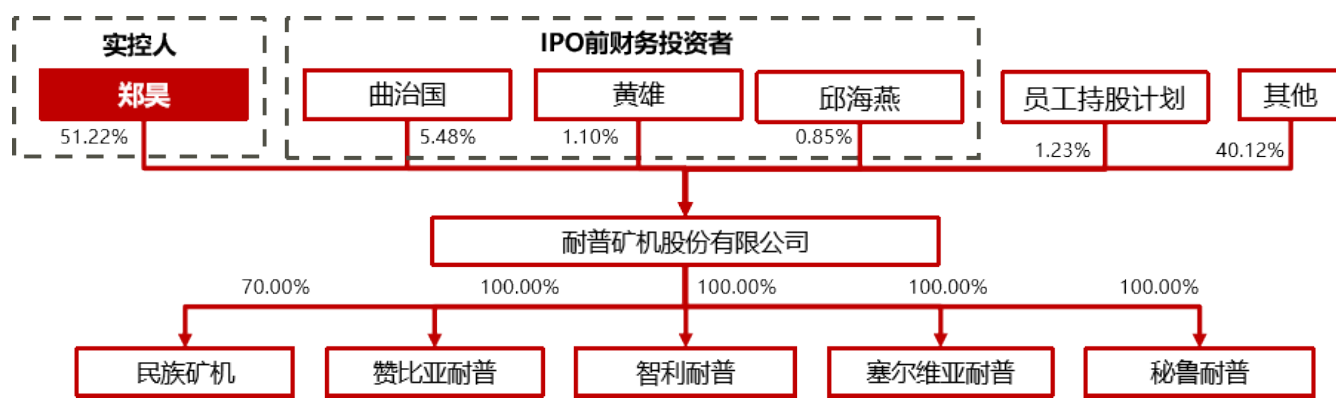
资料来源：公司公告，公司公开调研活动信息记录，

## 1.2 实控人从业经验丰富，价值共创促进公司发展

**股权结构较为集中，实控人持股超 50%。**根据 2024 年中报公告，公司控股

股东郑昊持股 51.22%，为公司实际控制人。曲治国、黄雄、邱海燕均为 IPO 前持有的财务投资者，分别持有公司 5.48%、1.10%、0.85% 股权。员工持股计划持有公司 1.23% 的股权。

图3：公司股权结构



资料来源：公司公告，（注：截至 2024 年半年报）

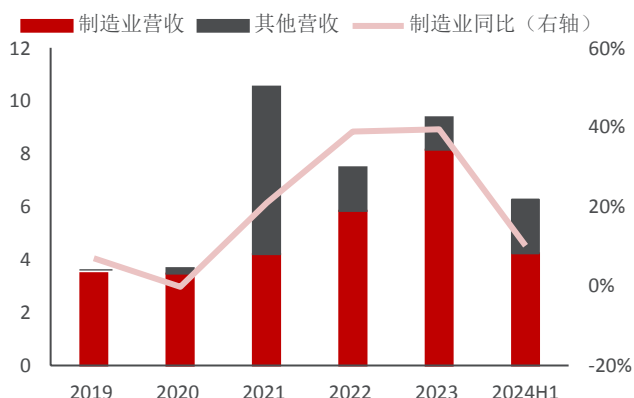
**专注选矿设备和新材料领域 40 余年，实控人经验丰富。**1983 年，公司实际控制人郑昊从部队退伍转业进入江西上饶工业材料总公司，从生产基层的股长做起，逐步成为经理，积累了大量生产、管理经验。1994 年，国企改革变更为江西巨鹰实业有限公司，郑昊担任总经理。改制后，巨鹰由代理选矿设备领域，逐步迈向了相关产品的生产销售。在选矿设备和新材料领域摸爬滚打十余年后，2005 年郑昊作为主要发起人，成立了江西耐普实业有限公司，正式进军选矿设备及备件领域。

**持股计划绑定骨干员工，价值共创促进公司发展。**2022 年 8 月耐普矿机发布对《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%。

### 1.3 制造业收入快速增长，盈利水平较为稳定

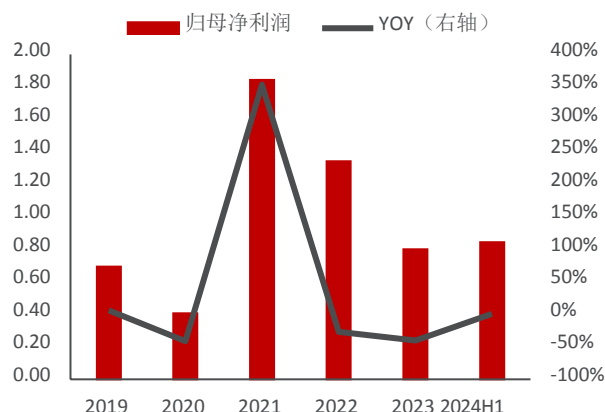
**制造业收入规模快速增长，EPC 业务造成波动较大。**2024H1 公司实现收入 6.3 亿元，同比+56.7%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比+58.1%。从趋势来看，公司近几年收入、利润端波动较大，主要系受 EPC 业务确收节奏影响。若仅考虑公司制造业收入，2019 年以来除 2020 年由于公共卫生事件影响收入略有下滑外，呈现快速增长趋势，2019-2023 年 CAGR 达 23.7%。2024H1 公司制造业收入约 4.2 亿元，同比+10.2%。

图4：公司营收（亿元）及制造业同比



资料来源：ifind，

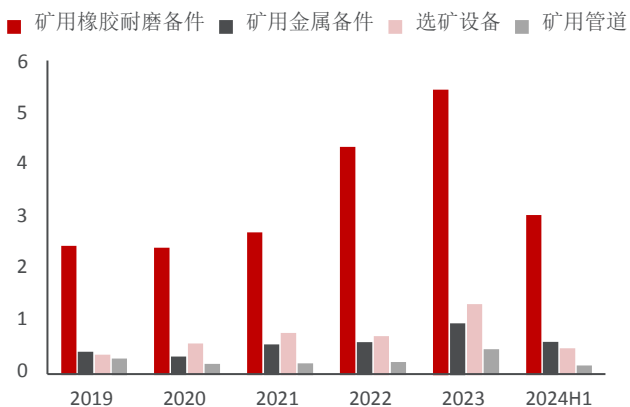
图5：公司归母净利润（亿元）及同比



资料来源：ifind，

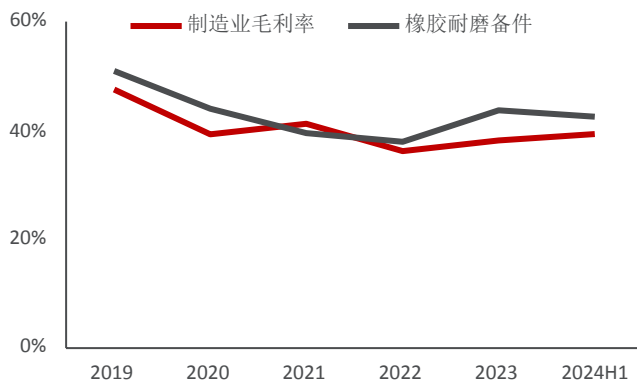
**橡胶复合备件收入稳步提升，毛利率高于制造业平均水平。** 2024H1 公司橡胶耐磨备件收入 3.0 亿元，同比+20.0%，保持稳步提升的趋势。从收入占比来看，橡胶耐磨制品常年占公司制造业收入 60%以上，是公司主要收入来源。2024H1 公司橡胶耐磨备件收入占比达 71.3%，收入占比进一步提升。从毛利率来看，近几年公司橡胶耐磨备件毛利率较为稳定，且普遍高于制造业平均水平。2024H1 公司橡胶备件业务毛利率 42.49%，较制造业毛利率高出 3.2pct。

图6：公司制造业各项业务营收（亿元）



资料来源：ifind，

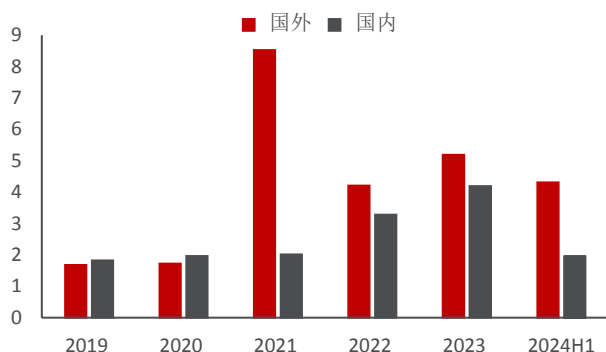
图7：公司橡胶耐磨备件及制造业毛利率情况 (%)



资料来源：ifind，

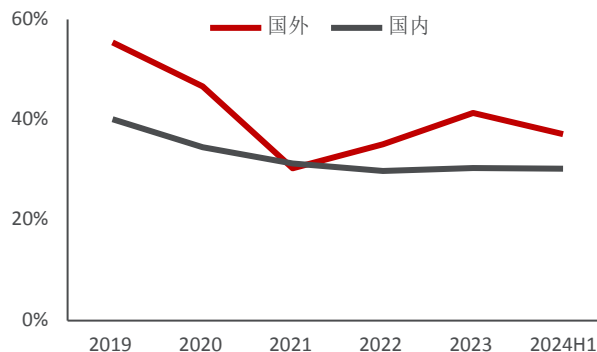
**海外收入占比提升，国际市场拓展成果显著。** 2024H1 公司实现海外营收 4.30 亿元，同比增长 153.3%，营收占比达 68.7%，同比+16.2pct，海外收入占比显著提升，国际市场开拓成果显著。从盈利能力来看，公司海外毛利率除 2021 年由于 EPC 收入大幅增加导致略低于国内市场外，普遍高于国内。2019-2023 年海外毛利率较国内毛利率高 8.5pct。2024 公司海外毛利率 37.1%，较国内毛利率高 6.9pct。近年来，公司不断开拓海外市场，目前产品已直接销售蒙古国、智利、哈萨克斯坦、菲律宾、秘鲁、乌兹别克斯坦、赞比亚、塞尔维亚、厄瓜多尔等矿产资源丰富的国家，考虑到海外毛利率普遍高于国内，未来海外业务高质量发展将有望带动公司收入利润持续增长。

图8：公司国内外营业收入（亿元）



资料来源：ifind，

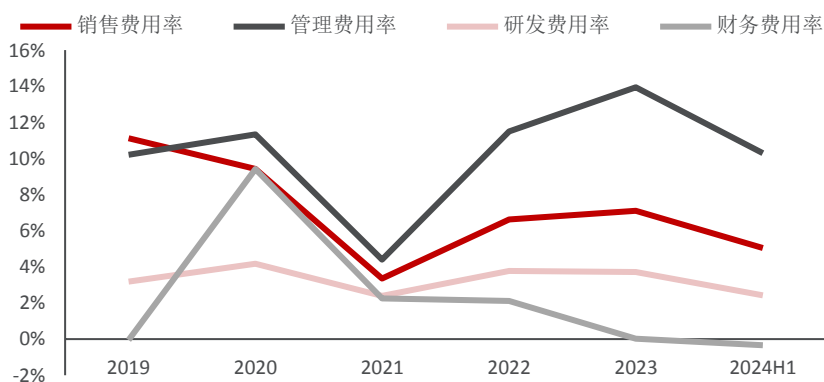
图9：公司国内业务外毛利率（%）



资料来源：ifind，

期间费用短期增长较多，受益规模效应期间费用率有望下降。整体来看，公司期间费用受到新园区折旧、海外市场开拓、员工持股计划新增股权支付费用等多因素影响，费用短期增加明显，费用率也出现一定上行。但考虑到随着公司新拓展业务转化，公司业务规模持续增长，叠加员工持股计划新增费用逐年减少，未来期间费用率有望下降。2024H1 公司期间费用率 17.4%，同比-0.6pct。

图10：公司期间费用率情况



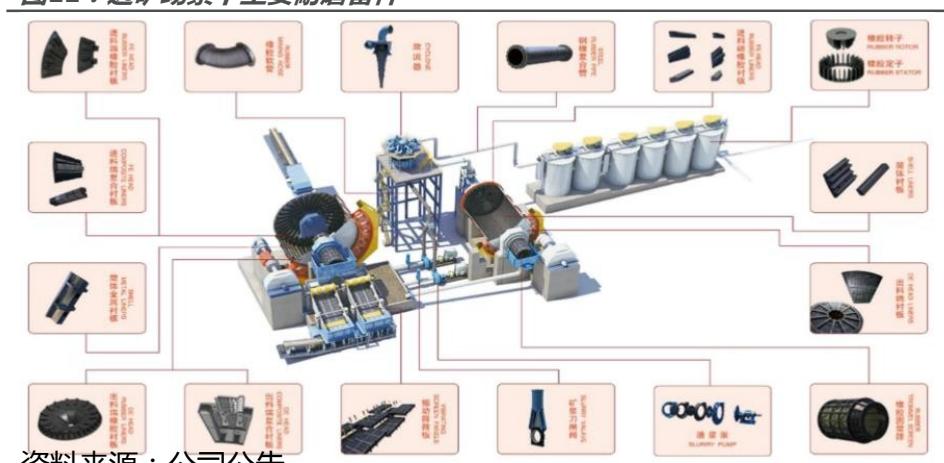
资料来源：ifind，

## 2 橡胶复合备件空间广阔，多因素驱动渗透率提升

### 2.1 耐磨备件具“消耗品”属性，品位下滑致备件消耗增长

矿业一般分为采矿、选矿、冶炼三个环境，其中选矿环节相关设备需经常与高硬度的矿石发生摩擦，极易受到严重磨损，因此需要使用高硬度的耐磨备件来提高设备的耐磨性和使用寿命。

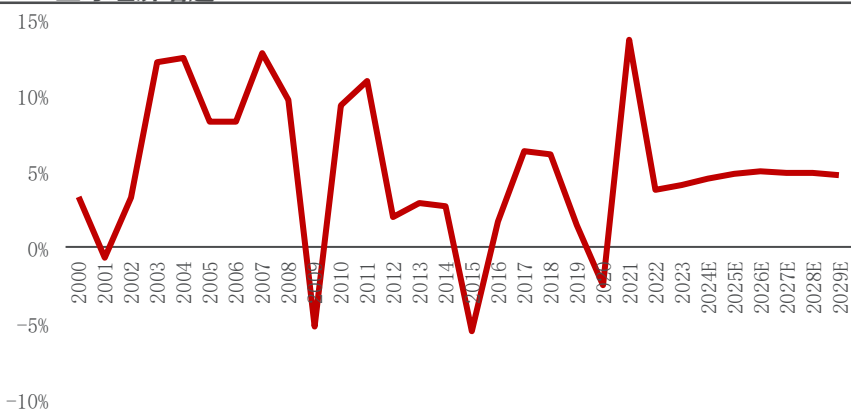
图11：选矿场景下主要耐磨备件



资料来源：公司公告，

**耐磨备件具有明显消耗品属性，随着全球经济企稳回升需求将稳步增长。**矿业是人类社会发展的重要基础，人类所消耗的自然资源中，矿产资源占 80%以上，从中长期看，矿产需求与全球经济发展同频。受益于世界经济有望逐步企稳回升，全球矿产品需求动能有望提升。而耐磨备件一般数月便需更换，其消耗量与矿石处理量直接相关，具有明显消耗品属性。

图12：全球经济增长



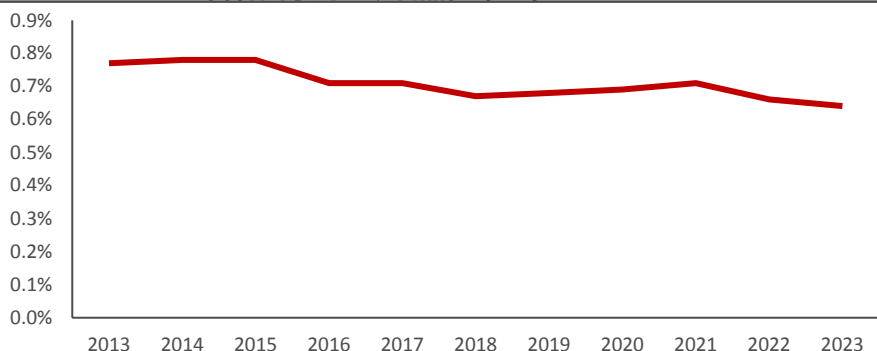
资料来源：ifind，IMF，

**开采品位下降进一步驱动备件市场增长。**随着易开采矿藏与高品位矿藏日益减少，矿业公司新投产的矿山品位逐渐下滑，而旧有矿山随着开采深度不断增加，原矿品位也在逐年下降，从而导致矿山品位整体重心下移。以全球铜矿品位为例，其均值从 2000 年 0.79% 下滑至 2021 年 0.43%。此外，以铜资源储量最丰富的



智利来看，其国家铜业的平均矿石品位也从2013年0.77%，下降至2023年0.64%。而同等矿产需求下，处理低品位矿石需消耗更多选矿备件。综合来看，开采品位下滑将长期驱动备件市场规模增长。

图13：2013-2023 智利国家铜业矿石品位 (%)



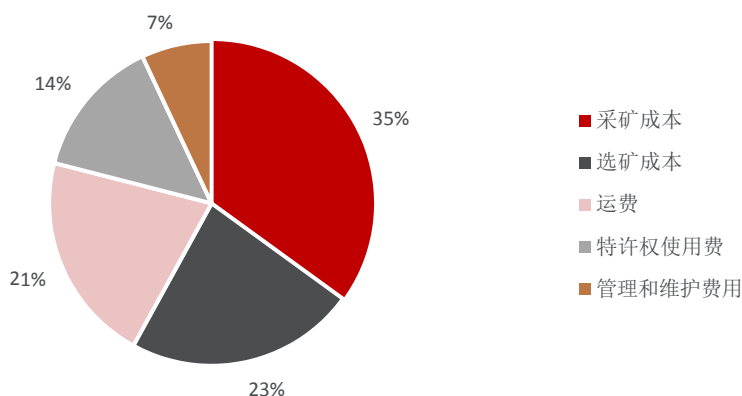
资料来源：ifind，

## 2.2 橡胶复合备件优势明显，多因素促进渗透率稳步提升

**勘探成本增加+ 开采品位下降，带动各矿企重视成本控制。**除了矿石品位的逐年下滑外，随着矿产开发逐渐向深部转移，其探测难度持续提升，矿山勘探成本呈现逐年上升趋势。从我国单位资金投入找矿成效来看，相同的资金投入新发现矿产地在数量上总体呈减少趋势。2006~2010年，亿元勘查投入新发现矿产地数量为平均每年6.6处；2018~2022年，亿元勘查投入新发现矿产地数量减少至每年平均1.3处，仅为前一阶段的1/5。因此，如何降低建设投资和生费用成为了世界各矿山面临的一个重要问题。

**选矿环节成本占比较高。**对于矿山而言，选矿是不容忽视的一环。以铁矿石为例，其离岸现金成本中采矿成本、选矿成本和陆路运输费用占总现金成本接近80%，其中选矿成本为第二大成本驱动要素占比约23%。而磨机是选矿厂的核心设备，其投资和运行成本占总成本的60%以上，矿产资源开发商为了取得规模效益，必然要求其大型化。

图14：2019年全球铁矿石平均离岸现金成本构成



资料来源：于治民《全球铁矿石生产成本分析和展望》，



**大型化可降低选矿环节成本，将成为未来趋势。**以 $\phi 7.32 \text{ m} \times 9.60 \text{ m}$ 球磨机为例，装机功率达 10000 kW，相当于 8 台 $\phi 3.6 \text{ m} \times 6.0 \text{ m}$ 球磨机的功率，然而其建筑面积仅为后者的 40%，大大减少了厂房建筑面积，降低了厂房建筑投资。其次，随磨机配套的自动化设施投资也可节省 50%，且由于磨机数量的减少，较容易实现自动化。此外，以 $\phi 6.7 \text{ m}$ 以上的大型球磨机为例，与小规格磨机相比，单位处理能力电耗可降低 22.7%，球耗降低 14%，耐磨材料单耗降低 33%。

**大型化磨机不仅要求耐磨备件具备较好的耐磨性能，还对其在抗冲击、抗断裂方面提出更高的要求。**大型化的磨机中钢球提升高度也更高，钢球直径更大，因此磨机筒体衬板所接收到冲击能量就越大。频繁的冲击将使得衬板除了正常的耐摩擦磨损性能外，还需要有较好的抗冲击以防止衬板的断裂。过去为了延长筒体衬板的使用寿命，选矿厂往往会增加提升条与底板的厚度，但这不仅会使得衬板质量提升，增大磨机能耗，还会减小磨机的有效容积。

**表3：不同直径磨机和单个钢球的冲击速度和冲击能量对比**

磨机直径/m	钢球直径/mm	钢球质量/kg	钢球冲击速度/(m/s)	钢球冲击能量/J
0.20	25	0.07	1.41	1.36
2.90	76	1.81	5.33	25.80
8.53	127	8.30	9.14	347.00
11.00	125	7.97	10.39	430.00

资料来源：陈天乐等《半自磨机结构与筒体衬板研究进展及发展趋势》，

**耐磨备件材料可分为传统金属材料与橡胶高分子材料两大类，不同材料备件性能差异较大。**受益于材料工业的发展，全球出现了数百种传统金属备件、复合材料备件以及橡胶备件，不同的选矿设备、部位、工况适合的材料均有所差异，目前国内材质主要分为传统金属材料和橡胶高分子材料两大类。以磨机为例，其进出料口矿石冲击力较小，适合橡胶或复合材料备件，而筒体由于转速快，冲击力强，适合金属备件。

**表4：各耐磨材料特点及趋势**

分类	材质	特点	发展趋势
传统金属材料	高锰钢	抗磨损、抗强冲击、芯部韧性好;缺点为屈服强度低,易断裂,易导致塑性流变;且导热性差,极易析出碳化物使材质变脆	通过改变微观晶体结构、加入碳化物实现第二相强化等方式实现高锰钢改性
	高铬铸铁	铬的质量分数大于 12%的白口铸铁的抗磨程度是合金钢的几倍;硬度高且抗腐蚀性良好,但是冲击韧性偏低	为了充分发挥该材质的高耐磨性,多用于冲击较弱的磨矿工况,如湿式小直径磨机
	合金钢	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	通过碳含量、合金元素种类及含量的改变以及不同的热处理工艺合理搭配改性
橡胶高分子材料	橡胶	具有良好的耐磨性和耐腐蚀性,质量轻,安装快捷且隔音消音;缺点是硬度低,表面吸收能量降低效率	与合金搭配制成复合型备件;在磨机的端衬板、进出料口衬板,圆筒筛筛板、振动筛筛板等极具优势
	金属基复合材料	利用高强度的增强颗粒以减弱物料的冲击磨损作用,同时连续的金属基体保证了高韧性	加工工艺尚未成熟,成本较高,未大规模批量生产,但是应用前景广阔

资料来源：公司招股说明书，陈天乐,等人《半自磨机结构与筒体衬板研究进展及发展趋势》，

**设备大型化影响下，橡胶复合备件将成为趋势。**为了充分发挥不同耐磨材料的优势，出现了橡胶复合备件。以磨机衬板为例，由于合金钢件镶嵌在厚橡胶层上，所以复合衬板整体上具有橡胶的高弹形变，同时也具备良好的动态疲性能，能吸收

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/448136101005006141>