

江西耐普矿机股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【406】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

江西耐普矿机股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
耐普转 02	A+	A+

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：江西耐普矿机股份有限公司（以下简称“耐普矿机”或“公司”，股票代码：300818.SZ）仍主要从事选矿装备及其耐磨备件领域，受益于 AI 基建、新能源等新兴产业发展对铜等矿产资源的开发热度，下游需求具备较强支撑，公司主力产品仍具备一定竞争力，并掌握优质且稳定的客户资源，新产品拓展及海外加速布局有望打开增量市场空间。但中证鹏元也关注到，公司通过举债进行产能扩张，且布局重心倾斜于海外，面临产能去化风险及跨境管理难度，由此带来的杠杆压力显著上行，盈利亦受到汇兑、折旧等明显侵蚀，而公司对核心客户业务依存度仍较高，部分国内客户回款滞后进一步弱化资金周转效率。

评级日期

2026年06月26日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	37.60	33.55	25.73	23.87
归母所有者权益	18.99	18.39	15.80	13.33
总债务	14.49	10.78	6.37	5.94
营业收入	2.42	10.09	11.22	9.38
净利润	-0.08	0.82	1.20	0.84
经营活动现金流净额	0.04	0.90	0.30	3.04
净债务/EBITDA	--	1.36	0.38	-1.01
EBITDA 利息保障倍数	--	13.99	8.24	5.86
总债务/总资本	43.10%	36.76%	28.57%	30.65%
FFO/净债务	--	57.06%	180.53%	-71.10%
EBITDA 利润率	--	21.70%	20.59%	19.72%
总资产回报率	--	3.64%	6.66%	5.93%
速动比率	1.81	1.39	1.68	1.82
现金短期债务比	2.09	1.50	2.28	3.77
销售毛利率	33.84%	39.51%	37.35%	36.46%
资产负债率	49.11%	44.74%	38.06%	43.70%

注：2023年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **AI基建、能源转型将支撑矿产资源开发及矿山机械下游需求。**2025年以来，AI算力基建催生巨大的电力用铜需求，叠加全球能源转型进程提速，对以铜为首的关键矿产资源开发需求旺盛，同时铜价攀升带来的丰厚利润有望进一步激发矿山企业扩产意愿，并对矿山机械下游需求形成有力支撑。中资矿企出海浪潮下，公司凭借前瞻性的海外布局，有望抢占先发市场。
- **公司主力产品仍具竞争优势，新产品量产可期，客源基础优质且稳定。**公司在国内选矿橡胶复合耐磨备件领域占据先发优势，其消耗品属性决定了下游需求较为刚性，2025年自主研发的锻造复合衬板产品已实现产业化落地，有效填补公司在磨机筒体市场的空白并进一步完善产品体系。公司产品仍主要供给国内外知名矿业公司或矿业设备制造商，客户资源较为优质且供应链稳固。

关注

- **全球扩产步伐加快，面临产能去化及跨境管理风险。**公司近年产能布局重点向矿产资源富集的海外区域倾斜，但2025年赞比亚工厂爬产进度不及预期，后续随着智利工厂及本期债券募投项目秘鲁工厂陆续投产，将大幅提升现有生产能力，但跨境管理难度亦随之加大。同时考虑到2025年全球大型铜矿扰动事件集中爆发，地缘政治冲突亦持续升级，下游客户生产活动及新客户开拓成效或影响公司产能释放效率。
- **盈利能力走弱、债务规模攀升，财务风险边际提升。**公司内外销并重的市场策略带来较大的外币风险敞口，2025年以来因美元贬值形成的汇兑损失对利润侵蚀明显，叠加固定资产折旧摊销及本期债券计提利息增加，导致2026年1季度净利润转亏。此外，公司增加银行融资并发行本期债券以投入产能扩张，财务杠杆显著上行，偿债能力边际弱化。
- **对核心客户业务依存度仍较高，面临客户集中风险及货款周转压力。**2025年公司前五大客户销售占比虽有所下滑但仍超过45%，业务经营较为依赖既有核心客户，经营业绩易受重要客户需求波动或订单调整影响。同时因国内客户以大型央企为主，2025年以来付款流程进一步滞后，导致公司应收账款周转效率趋缓，加大营运资金管理压力。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内新材料耐磨备件头部企业之一，主力产品在细分领域仍具备一定的竞争力，且下游客户资质较优、粘性较强，公司出海战略与核心客户深度绑定，随着新建产能逐步释放，未来订单较有保障，经营及财务状况相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	WEIR	METSO	公司
总资产	414.14	569.40	33.55
营业收入	233.96	413.54	10.09
净利润	22.18	32.74	0.82
销售毛利率	40.01%	32.04%	39.51%
资产负债率	57.81%	62.91%	44.74%

注：（1）WEIR成立于英国，主要提供各种渣浆设备及零部件，在伦敦证券交易所上市（股票代码：WEIR.L），METSO总部位于芬兰，产品覆盖矿山领域的多个环节，在全球磨机衬板领域市占率很高，股票代码：METSO.FIN；（2）以上各指标均为2025年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称
版本号

工商企业通用信用评级方法和模型

cspy_ffmx_2023V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
耐普转 02	4.50	4.50	2026-5-15	2032-1-16

一、 债券募集资金使用情况

“耐普转02”募集资金原计划用于秘鲁年产1.2万吨新材料选矿耐磨备件制造项目。截至2026年4月30日，“耐普转02”募集资金专项账户余额以人民币计价为2.34亿元。

“耐普转02”即将于2026年7月22日起进入转股期，当前转股价格29.50元/股，截至2026年6月25日，公司股票收盘价20.16元/股。

二、 发行主体概况

跟踪期内，受“耐普转债”部分转股影响，2026年3月末公司注册资本和实收资本增至1.69亿元。同期末公司控股股东和实际控制人为郑昊，持有公司46.48%股份，股权结构较为集中和稳定；其持有公司股票的1,085万股已用于借款质押，占其所持股份的13.83%。2026年5月，公司完成董事会换届选举，原副董事长、总经理程胜以及原副总经理潘庆离任，继续在公司担任其他职务，同时公司聘任张国梁为总裁、康仁为常务副总裁。

公司主营业务为重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件的研发、生产及销售，产品主要应用于有色金属、黑色金属矿山选矿环节，其中复合耐磨备件产品为公司主力产品。跟踪期内，公司首创的锻造复合衬板产品已顺利实现产业化落地，有效填补公司在磨机筒体市场的空白并进一步完善产品体系。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的

白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

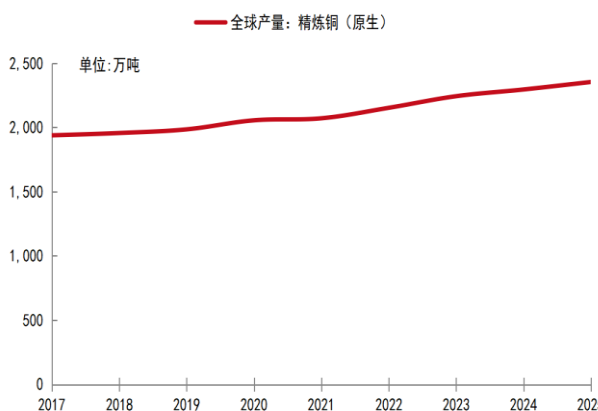
行业环境

AI基建、能源转型将支撑矿产资源开发，矿山机械下游需求具备坚实支撑，但需关注地缘政治冲突等因素对矿山投资活动的制约；全球选矿机械市场由跨国巨头主导，国内厂商以性价比优势及差异化策略直面市场竞争，中资矿企出海浪潮下，具备海外配套能力的矿山设备企业有望抢占先发市场

从终端应用领域来看，公司70%以上的收入来自于铜矿，因此公司产品下游需求与矿山投资尤其是铜矿开采活动关联度较高。

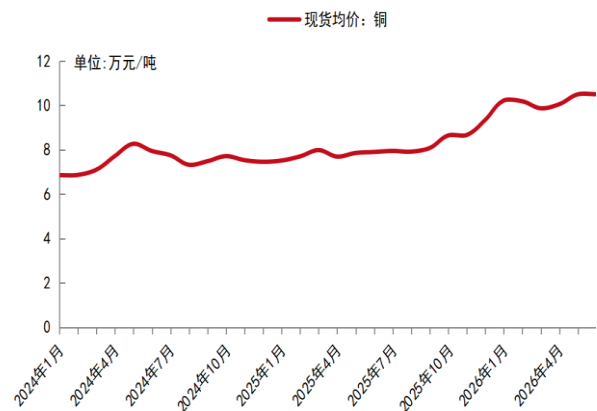
AI基建、能源转型驱动铜矿开采下游需求激增，但生产端面临多重政策扰动风险。从需求端来看，铜下游应用场景多元，虽然房地产、基建等传统行业景气度低迷持续压制建筑用铜需求，但AI算力+数据中心电力需求周期大幕拉开，叠加光伏、风电、储能、新能源车等绿色能源转型进程持续，新兴产业已成为铜消费最核心的增长引擎。与此同时，由于全球铜资源供需格局由过剩转为短缺，铜价自2025年末起强势冲高且短期内仍具备上涨动能，铜价高位运行带来的丰厚利润有望支撑矿山企业的扩产意愿。但中证鹏元关注到，受自然灾害、安全事故、社区抗议活动及地缘政治冲突升级等因素影响，2025年全球大型铜矿扰动事件集中爆发，包括Kamoa-Kakula矿震、ElTeniente矿震、Grasberg泥石流、QuebradaBlanca尾矿库建设不及预期等，四座矿山全年合计下调49万吨产量指引，上述不可抗力因素对矿山投资活动形成制约。但考虑到铜矿扰动事件难以预见，且部分矿山停产影响不具备长期持续性，在铜需求高增的预期下，中证鹏元认为矿山机械及备件下游需求仍具备坚实支撑。

图 1 全球原生精炼铜产量逐年增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 铜价自 2025 年末以来持续攀升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中资企业海外矿山并购加速，催化国产设备进口替代。根据USGS最新数据统计，全球铜储量前五的国家分别为智利、秘鲁、澳大利亚、刚果（金）和俄罗斯，铜矿储量合计约占全球铜矿储量的58%，

而我国的铜储量占比仅为3%，铜矿资源分布相当集中且不平衡，因此选矿设备及备件产品在海外拥有更广泛的应用市场。与此同时我国又是矿产资源消费及冶炼大国，消费量约占全球的40-50%，矿产资源对外依存度较高。在此背景下，中国矿企加速出海进程，尤其是在拉丁美洲、非洲等矿产资源丰富的地区深入勘探与开发，截至2025年底，中资企业在海外投资的有色金属资源项目已超200个，当年有色行业海外资产20强企业海外总资产达1.3万亿元，海外营业收入达8,912亿元，较2020年分别增长64%和59%，其中中国铝业、紫金矿业、洛阳钼业、中国五矿海外资产均超千亿元，与大型中资矿山客户深度绑定的国产设备供应商有望获益。

行业竞争格局方面，当前全球选矿设备行业总体呈现寡头竞争态势，大型跨国集团如Weir Group、Metso、KSB等在产品、技术、服务等方面优势突出，在国际市场占领了超70%的市场份额，并能天然带动备件后市场销售。相较之下，国内选矿设备制造市场呈现外企、国企、民企并存的竞争格局，但行业集中度低、同质化竞争激烈，且多数产品以中小型规格为主，难以匹配大型化的市场升级需求，而以公司为首的大型整机设备及新材料耐磨备件厂商以高性价比优势和差异化策略，逐步在细分市场建立起稳固的竞争地位，同时在出海战略布局方面亦抢占先发优势。

四、经营与竞争

公司主营业务仍以矿山选矿装备及其耐磨备件产品的销售为主，2025年受EPC项目缩减影响，公司营业收入同比下降10.04%，若剔除该非经常性因素，当年营收同比增长9.44%，核心主业经营稳健。其中，橡胶耐磨备件及金属备件的消耗品属性决定了下游需求较为刚性，2025年收入规模均实现小幅增长，但国内选矿设备市场竞争趋于激烈挤压该业务收入规模及市场份额。2026年1季度，受益于AI算力、新能源转型带来的增量市场，全球对铜等矿产资源需求激增，而公司终端产品70%以上应用于铜矿，驱动当期收入增幅回升至24.60%，增长动能显著修复。

在毛利率表现上，橡胶复合耐磨备件凭借较高的产品附加值，仍维持较高的毛利率水平，传统金属备件毛利率亦有所提升，但公司为应对行业内价格战以及开拓备件供应后市场，对整机设备仍采取低价渗透策略，选矿设备毛利率继续下探。总体来看，2025年公司主营业务盈利能力小幅走强，但2026年1季度因低毛利的国内业务占比提升而有所回落。

表1 收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
矿用橡胶耐磨备件	1.39	57.67%	37.62%	6.95	68.87%	42.51%	6.11	54.49%	42.65%
选矿设备	0.26	10.83%	9.23%	1.03	10.17%	26.76%	1.32	11.74%	33.45%
选矿系统方案及服务 (EPC项目)	-	-	-	-	-	-	2.00	17.85%	25.40%
矿用金属备件	0.64	26.31%	33.85%	1.63	16.18%	37.99%	1.46	13.03%	32.86%
矿用管道	0.08	3.36%	36.60%	0.42	4.12%	28.33%	0.28	2.50%	46.95%

其他	0.04	1.83%	55.19%	0.07	0.65%	29.82%	0.04	0.39%	50.07%
合计	2.42	100.00%	33.84%	10.09	100.00%	39.51%	11.22	100.00%	37.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司海内外产能持续扩容且整体利用率良好，产能布局重点向矿产资源富集的海外区域倾斜，后续逐步落实有望加速释放并提升属地化服务能力，但新增产能规模庞大且较为分散，部分已投产项目爬产进度不及预期，面临一定的产能去化及跨境管理风险

公司主生产基地仍位于江西上饶，在蒙古国及赞比亚亦有少量产线布局，2025年随着上饶基地二期项目投产及赞比亚工厂产能爬坡，公司总产能持续扩充，以硫化设备产出面积估算的产能利用情况维持高位，生产负荷仍处于偏紧状态。为配合客户海外拓展战略及突破产能瓶颈制约，公司延续产能扩张步伐，截至2026年3月末仍有智利、秘鲁工厂在建设中，其中智利工厂主体工程已完工，预计2026年下半年正式投产，秘鲁工厂（即本期债券募投项目）预计2027年可具备生产能力。上述产能规划落实后预计可大幅提升现有生产能力，并助力公司形成辐射亚非拉主要国家的全球化战略布局。

公司产能布局深度契合全球矿产资源分布格局，贴近矿产储量富集区域，后续逐步释放有望提升对客户的属地化配套能力。但中证鹏元关注到，当前赞比亚工厂达产率不高，且近年秘鲁政局持续动荡不安、智利环保标准较为严苛，若因地缘政治、环保政策等外部因素引致下游客户矿山开采活动受阻，或公司新客户开拓不力，则新增产能存在无法充分消化的风险，且产能布局分散带来的跨境管理难度加大。

表2 公司硫化设备利用率（单位：平方米*小时）

硫化设备	2025年	2024年
标准工作台面面积	1,440,885.60	1,350,943.20
实际工作台面面积	1,434,856.64	1,285,715.13
设备利用率	99.58%	95.17%

注：公司硫化车间实际采取三班倒工作制，每天理论运行时间按照 18 小时进行测算，标准工作台面面积指硫化设备每日运转 18 小时情况下产出面积，实际工作台面面积指实际硫化产出的产品面积。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 截至 2026 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	辐射区域	预算数	拟投入募集资金	已投资	资金来源
上饶二期扩建制造项目	全球	37,389.00	-	36,758.09	自有资金
智利工厂工程	南美洲	29,397.99	14,000.00	18,191.21	前次可转债募投资金/ 自有资金
赞比亚工厂工程	非洲	17,971.00	-	17,767.49	自有资金
西藏子公司工厂工程	西藏	5,500.00	-	5,061.48	自有资金
秘鲁工厂工程	南美洲	53,266.00	32,500.00	20,596.60	本次可转债募投资金/ 自有资金
合计	-	143,523.99	-	98,374.87	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年公司主要产品产销量平稳增长，新产品量产落地可期，且随着公司由产品出海过渡到产能出海，有望加速国际市场渗透效率，但海外经营面临矿山投资政策扰动及外汇市场波动加剧等多重挑

战

“以销定产”的生产模式下，公司各产品产销率维持高位，库存积压风险较低。其中橡胶耐磨备件产品属于矿山机械设备售后市场，更换频率相对固定，易于与客户建立高粘性，2025年产销量稳步提升，产品单价保持稳定；同期选矿设备销量虽有提升，但国内整机设备行业价格竞争加剧，迫使公司降价销售以保障备件售后市场供应，产品单价由此大幅下移。

此外，公司继续增加研发投入用于材料结构优化及产品创新迭代，2025年自主研发的锻造复合衬板产品已在多家大型矿山企业成功应用，实现合同签订额 1.05 亿元，其相较于传统铸造合金材料在使用寿命、产品性能等方面更具优势，能够补充公司在磨机筒体市场的空白并增强业绩弹性，但目前尚处于市场推广初期，未来市场渗透及量产落地进度有待观察。

表4 公司主要产品产销率情况（单位：吨、万元/吨；台、万元/台）

主要产品	项目	2025 年	2024 年
矿用橡胶耐磨制品	产量	17,597.47	14,893.98
	销量	17,612.96	15,424.14
	产销率	100.09%	103.56%
	均价	3.95	3.96
选矿设备	产量	938	1,103
	销量	982	935
	产销率	104.69%	84.77%
	均价	10.45	14.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍采取内外销并重的市场策略，其中外销仍主要集中于中亚、非洲、南美洲等矿产储量富集区域。若剔除EPC项目影响，2025年公司内外销结构未发生较大变化，但随着公司出海战略由产品出海逐步过渡到产能出海，有望加速国际市场渗透效率。中证鹏元关注到，虽然矿产资源终端需求强劲，但矿山投资活动面临诸多政策扰动风险，停产事件时有发生，或将冲击海外矿山客户日常经营，进而对公司海外市场拓展及订单承接能力形成潜在制约；并且公司外销产品多以美元结算，需关注国际外汇市场波动加剧带来的汇率风险敞口。

表5 公司分地区营收及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年		2024 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
境内	4.00	29.79%	3.63	29.92%
境外	6.09	45.89%	7.58	40.91%
其中：EPC 项目	-	-	2.00	25.40%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司与中信重工、紫金矿业、江铜集团、美伊电钢、额尔登特（Erdenet Mining Corporation）等国内外知名矿业公司或矿业设备制造商仍保持稳定的合作关系，客户资源优质。2025年，

紫金矿业跃升为公司第一大客户，且随着双方于2026年达成战略合作¹，未来合作深度有望进一步强化；但受额尔登特EPC项目缩减影响，前五大客户集中度有所下行。虽然公司新客户开拓持续取得突破，但目前对既有核心客户的业务依存度仍较高，经营业绩易受单个客户矿山投资节奏或订单调整影响。

表6 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	序号	客户名称	客户类型	销售金额	占比
2025年	1	紫金矿业集团股份有限公司	矿山企业	14,604.38	14.47%
	2	Erdenet Mining Corporation	矿山企业	9,962.30	9.87%
	3	中信重工机械股份有限公司	整机厂商	9,878.35	9.79%
	4	美伊电钢集团	备件厂家	7,579.46	7.51%
	5	江西铜业集团有限公司	矿山企业	4,888.61	4.84%
			合计	-	46,913.09
2024年	1	Erdenet Mining Corporation	矿山企业	28,188.30	25.13%
	2	中信重工机械股份有限公司	整机厂商	13,224.69	11.79%
	3	“Amur Minerals” LLC	矿山企业	9,366.64	8.35%
	4	美伊电钢集团	备件厂家	8,039.08	7.17%
	5	紫金矿业集团股份有限公司	矿山企业	6,448.90	5.75%
			合计	-	65,267.61

注：隶属同一实控人的公司销售金额已合并计算；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料采购在公司总成本结构中仍占据核心地位，但材料端成本压力相对平缓；受央企客户回款周期偏长、新品推广阶段结算政策让利等因素影响，公司营运资金周转效率有所走弱

公司成本端仍呈现明显的资本密集型特征，2025年直接材料占营业成本的比重达77%以上，采购品类仍主要包括钢材、橡胶等大宗原材料以及整机设备零部件。2025年以来钢价弱势运行，橡胶价格2026年以来虽明显走强，但因其采购占比有限，成本端压力总体可控。伴随着EPC项目相关大额设备外采减少，公司前五大供应商采购集中度降至24.78%，采购渠道仍较为分散。

公司针对不同业务类型及客户资质实施差异化信用政策，整体未发生重大调整，但国内央企客户付款流程普遍滞后拖累应收账款周转速度。此外，锻造复合衬板新产品推广初期以使用寿命为结算依据，导致相关产品收入结转存在明显时滞，加之2024年EPC项目基本不产生存货，公司存货周转亦有所减慢，需关注锻造复合衬板未来规模化量产后资金周转压力及结算条款优化情况。综合影响下，尽管公司对上游供应商占款能力有所增强，净营业周期仍呈延长趋势，营运资金周转效率趋缓。

表7 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2025年	2024年
应收账款周转天数	80.24	58.97

¹ 根据公司公告，双方在产品销售、海外项目协同、科研开发等方面达成初步优先合作共识，合作期限自2026年5月14日起至2029年5月13日止。

存货周转天数	178.38	132.51
应付账款周转天数	155.91	98.30
净营业周期	102.72	93.17

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告，中证鹏元整理

五、 财务分析

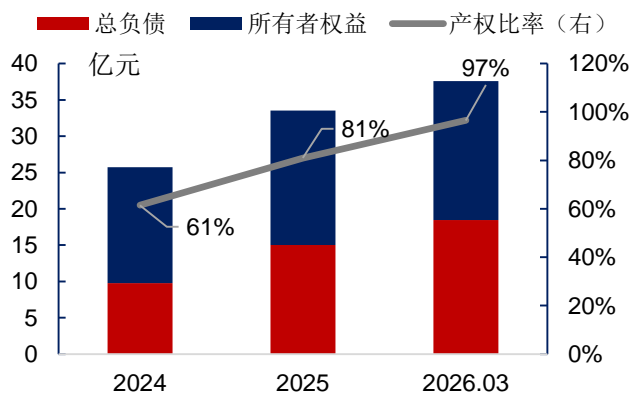
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计的财务报表。

跟踪期内，公司增加银行融资及发行本期债券以扩建海内外产能，增厚固定资产的同时亦显著提升了现金流充裕度，但新增产能效益尚待释放且外币风险敞口较大，折旧摊销及汇率波动挤压利润空间；公司财务杠杆及偿债指标因举债扩张总体走弱，但流动性风险尚且可控

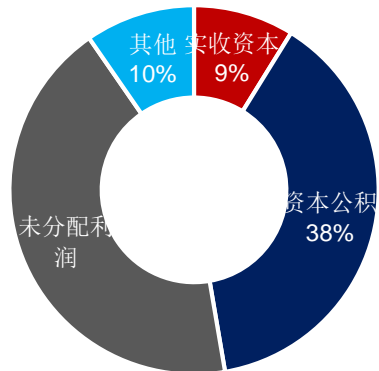
资本实力与资产质量

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资本实力因“耐普转债”转股及内生性利润积累而有所增厚，同时新增银行融资并发行本期债券以投入产能扩张，2025年得益于上饶基地二期扩建等项目转固，导致固定资产账面价值明显扩大，需关注后续周转效率及折旧计提对盈利的影响；公司位于上海的房产因开发商涉诉被法院查封，目前原开发商破产重整工作尚未有实质进展，对应减值规模维持0.14亿元，需警惕资产进一步损失的风险。同时，因尚未使用的举债资金在货币资金中形成一定沉淀，显著提升了公司的现金流充裕度，且受限比例很低，但2025年末以美元为主的外币现金占85%以上，虽然公司已开展套期保值业务，但对风险敞口覆盖仍存在缺口，面临潜在汇率波动压力。公司存货和应收账款规模随产品销售收入增长而有所扩大，其中存货积压及减值风险均较低，但部分央国企客户回款滞后导致应收账款账龄结构略有弱化。

截至2025年末，公司受限资产合计6.35亿元，同比有所增加，占同期末所有者权益的34.25%，削弱

整体资产流动性。其中用于借款抵押的土地及厂房5.67亿元、被查封的上海办公楼0.50亿元，其余系少量票据及信用证、保函保证金。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.54	28.03%	7.69	22.91%	5.22	20.28%
应收账款	2.36	6.26%	2.47	7.37%	2.03	7.88%
存货	3.86	10.27%	3.40	10.14%	2.65	10.28%
流动资产合计	19.10	50.80%	15.83	47.20%	11.55	44.92%
固定资产	11.99	31.90%	12.10	36.05%	8.56	33.28%
在建工程	3.56	9.46%	3.28	9.77%	3.10	12.05%
非流动资产合计	18.50	49.20%	17.72	52.80%	14.17	55.08%
资产总计	37.60	100.00%	33.55	100.00%	25.73	100.00%

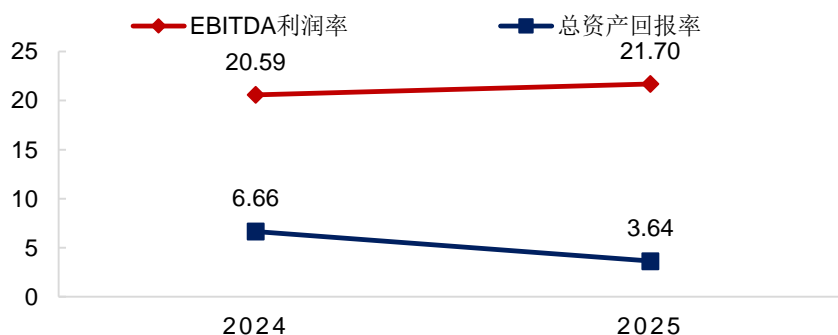
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年公司销售毛利率小幅提升，且控费能力相对稳定，但当期美元贬值形成汇兑损失0.13亿元，导致销售净利率下滑至8.09%。但是由于近年海内外产能扩张步伐加快，成本结构中非现金性的折旧摊销规模扩大，EBITDA利润率则略有回升。此外，公司利润空间压减叠加产能扩建形成的新增资产盈利释放尚需时日，使得总资产回报率明显下行。

基于公司战略规划及产能布局重心，预计未来业务增量主要来自海外市场，考虑到当前下游铜矿开采处于高景气周期，且公司出海活动与核心客户深度绑定，订单获取有一定保障，但海外产能快速扩张带来的经营风险及折旧摊销压力亦不容忽视，且较大规模的汇率风险敞口仍可能侵蚀利润水平。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司加大银行借款筹措力度以用于海内外产能扩建，加之本期债券于2026年1月成功发行，导致跟踪期内总债务规模持续攀升，以应付账款为主的经营性债务增幅尚可。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.32	12.56%	3.01	20.08%	0.80	8.17%
应付票据	1.46	7.90%	0.81	5.38%	1.08	11.01%
应付账款	2.65	14.33%	3.01	20.05%	2.28	23.26%
一年内到期的非流动负债	1.05	5.68%	1.35	8.97%	0.38	3.92%
流动负债合计	8.42	45.61%	8.92	59.45%	5.31	54.24%
长期借款	5.78	31.31%	5.38	35.83%	2.16	22.07%
应付债券	3.40	18.40%	0.00	0.00%	1.65	16.84%
非流动负债合计	10.04	54.39%	6.09	40.55%	4.48	45.76%
负债合计	18.47	100.00%	15.01	100.00%	9.79	100.00%
总债务	14.49	78.48%	10.78	71.79%	6.37	65.07%
其中：短期债务	5.31	36.64%	5.39	50.00%	2.53	39.78%
长期债务	9.18	63.36%	5.39	50.00%	3.84	60.22%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司收现比明显改善，主要系前期额尔登特EPC项目收款节点导致经营活动现金收支期间存在明显错配，2025年经营活动现金流表现同比优化。但因为债务规模显著扩大，盈利和现金流对净债务的保障能力均有所减弱，同时财务杠杆水平亦随之走高，财务风险边际提升。但得益于“耐普转债”于年内赎回，利息费用计提减少，EBITDA利息保障倍数进一步增强。

考虑到公司债务中可转债具备转股属性，票据亦可以背书/贴现，且在建项目多数已接近尾声，秘鲁工厂建设资金部分可由本期债券募资匹配，总体债务风险及资金压力相对可控。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

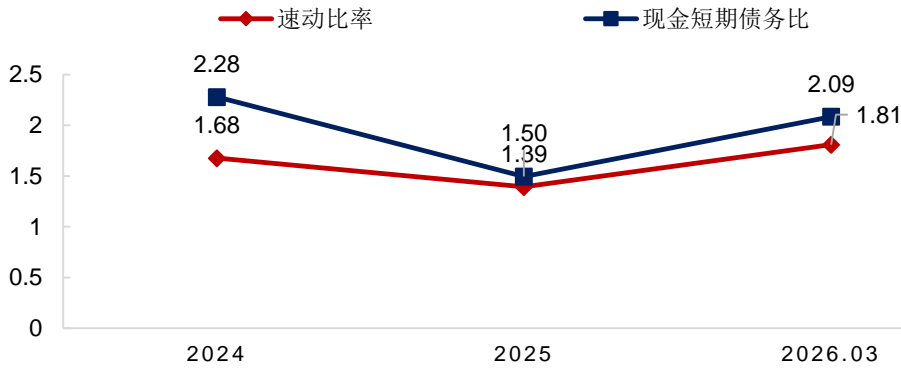
指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	0.04	0.90	0.30
收现比	106.76%	93.17%	77.06%
FFO（亿元）	--	1.70	1.58
资产负债率	49.11%	44.74%	38.06%
净债务/EBITDA	--	1.36	0.38
EBITDA 利息保障倍数	--	13.99	8.24
总债务/总资本	43.10%	36.76%	28.57%
FFO/净债务	--	57.06%	180.53%
经营活动现金流净额/净债务	1.26%	30.20%	34.67%
自由现金流/净债务	-40.20%	-123.23%	-490.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受短期债务攀升影响，2025年现金短期债务比和速动比率明显走弱，但随着2026年1季度可转债成功发行大幅扩充现金储备，当期末流动性比率实现反弹，流动性压力尚可。截至2026年3月末，公司未使用授信额度尚余17.29亿元，可新增信贷规模充足，且公司作为上市公司，融资渠道较为多元且通畅，

稳定的再融资能力可对短期资金周转提供较好支持。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月19日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

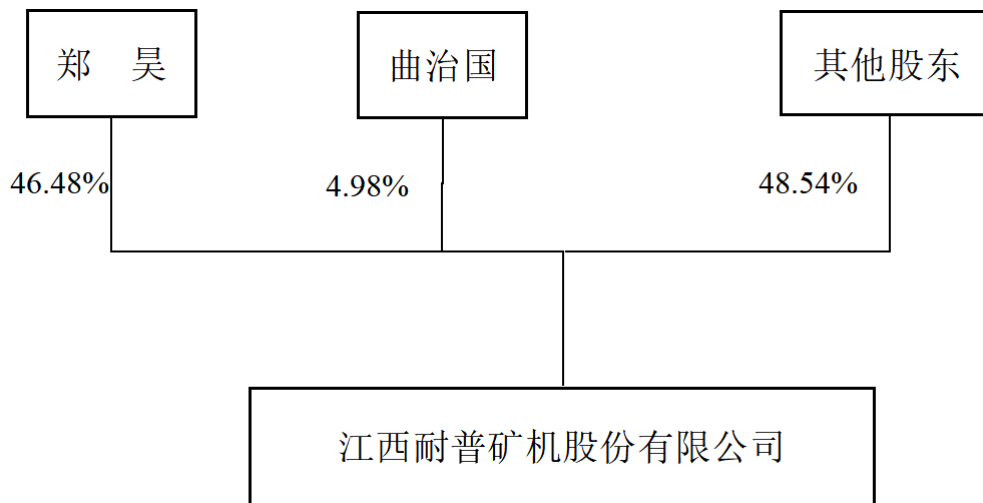
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	10.54	7.69	5.22	7.15
应收账款	2.36	2.47	2.03	1.65
存货	3.86	3.40	2.65	2.53
流动资产合计	19.10	15.83	11.55	13.73
固定资产	11.99	12.10	8.56	6.97
在建工程	3.56	3.28	3.10	1.33
非流动资产合计	18.50	17.72	14.17	10.15
资产总计	37.60	33.55	25.73	23.87
短期借款	2.32	3.01	0.80	0.35
应付账款	2.65	3.01	2.28	1.56
一年内到期的非流动负债	1.05	1.35	0.38	0.16
流动负债合计	8.42	8.92	5.31	6.16
长期借款	5.78	5.38	2.16	0.46
应付债券	3.40	0.00	1.65	3.30
非流动负债合计	10.04	6.09	4.48	4.27
负债合计	18.47	15.01	9.79	10.43
总债务	14.49	10.78	6.37	5.94
其中：短期债务	5.31	5.39	2.53	2.13
长期债务	9.18	5.39	3.84	3.81
所有者权益	19.14	18.54	15.93	13.44
营业收入	2.42	10.09	11.22	9.38
营业利润	-0.09	0.91	1.45	1.02
净利润	-0.08	0.82	1.20	0.84
经营活动产生的现金流量净额	0.04	0.90	0.30	3.04
投资活动产生的现金流量净额	-1.44	-4.56	-3.73	-1.34
筹资活动产生的现金流量净额	4.19	6.10	1.64	-0.22
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	2.19	2.31	1.85
FFO（亿元）	--	1.70	1.58	1.33
净债务（亿元）	3.48	2.98	0.87	-1.87
销售毛利率	33.84%	39.51%	37.35%	36.46%
EBITDA 利润率	--	21.70%	20.59%	19.72%
总资产回报率	--	3.64%	6.66%	5.93%
资产负债率	49.11%	44.74%	38.06%	43.70%
净债务/EBITDA	--	1.36	0.38	-1.01
EBITDA 利息保障倍数	--	13.99	8.24	5.86
总债务/总资本	43.10%	36.76%	28.57%	30.65%

FFO/净债务	--	57.06%	180.53%	-71.10%
经营活动现金流净额/净债务	1.26%	30.20%	34.67%	-162.87%
速动比率	1.81	1.39	1.68	1.82
现金短期债务比	2.09	1.50	2.28	3.77

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号