

# 濮耐股份 (002225)

证券研究报告  
2024年11月11日

## 耐材国际化战略先行者，产业链延伸打开增量空间

### 国内耐材市场格局逐步优化，海外市场提供重要增量来源

全球耐火材料行业市场规模约 300 亿欧元，国内耐材市场高度分散，产量口径下 CR5 为 11.36%，公司以 2.46% 的市占率排名第三。23 年中国耐材行业企业主营业务收入为 2018.37 亿元，从收入口径来看，CR5 为 10.62%，公司以 2.68% 的市占率排名第二。耐材终端需求中钢铁工业消耗超六成，我国钢铁消费需求总体呈现下降态势，其中，建筑用钢需求下降但有望边际改善，制造业成为支撑钢材需求的主要动力，尤其是新能源、高端装备制造、光伏等加快发展将有力拉动相应品种钢材需求。预计 24 年我国钢铁行业用耐材市场规模约 600 亿元，中长期钢铁工业规模虽缩减，但较庞大的工业基数或仍能维持较大的耐材市场。此外，我国耐材常年维持净出口，海外市场是终端需求重要增量来源，截止 24H1，全国耐材原料进出口贸易总额 20.54 亿美元，其中出口、进口贸易额分别为 19.68、0.86 亿美元。

### 积极延伸产业链，凭借优质矿山资源布局湿法冶金市场，利润弹性可期

公司积极向上延伸产业链确保优质镁砂等原料供应。截至 23 年，西藏和新疆的菱镁矿储量合计约 9300 万吨，西藏矿山正常开采，新疆矿山正在建设中。其中，西藏卡玛多菱镁矿证载年开采量 100 万吨，对应的氧化镁理论产量可达 45 万吨，前期主要下游产品为高端耐材原料和非耐材领域氧化镁类产品；新疆哈勒哈特菱镁矿生产规模为 140 万吨/年，主要用做耐材。由于西藏矿山品质特殊，公司借此布局湿法沉钴、镍市场，当前湿法沉钴、镍市场规模近 54 万吨，广阔空间大有可为。公司当前拥有能用作湿法沉淀剂的活性氧化镁产能约 6 万吨。考虑到公司持有的西藏翔晨镁业 68%、青海濮耐 100% 股权，假设活性氧化镁单吨净利润 2000 元/吨，则能带来净利润 0.82-1.2 亿元。远期来看，假设西藏矿山 100 万吨矿石极限煅烧 30 万吨活性氧化镁，则可带来净利润 4.08-6 亿元。目前，公司在湿法领域已进入中试阶段，利润弹性可期。

### 海外布局领先，未来增长可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

公司是耐材行业内国际化战略先行者，早在 1998 年就开始探索出口业务并实现外销，2000 年布局海外市场。目前已经建立起优质的全球化客户网络与渠道。23 年公司海外业务收入占比达 27%、毛利率 29%，在国内同类型可比公司中处于领先地位。随着公司在美国（2 万吨/年镁碳砖产能）和塞尔维亚（镁碳砖/不定形产品产能每年 3、1 万吨）的产能释放，公司海外业务收入占比有望进一步提升。11 月美国大选特朗普再度胜选，公司凭借在美国的业务布局，使得其海外交付能力更强、稳定性更高。预计公司 24-26 年归母净利润 2.1/2.6/3.1 亿元，考虑到公司海外布局较为领先，湿法冶金等新业务市场的开拓已取得一定成效，公司业绩有望在中长期实现稳步增长，给予公司 24 年 24 倍 PE，对应目标股价 5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**钢铁行业大幅下行；原材料价格、汇率波动风险；公司产能推进不及预期；测算具有主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,935.93	5,472.92	5,754.63	6,294.16	7,117.08
增长率(%)	12.75	10.88	5.15	9.38	13.07
EBITDA(百万元)	594.97	656.20	461.17	524.66	615.29
归属母公司净利润(百万元)	229.63	247.70	211.19	255.47	314.95
增长率(%)	174.18	7.87	(14.74)	20.97	23.28
EPS(元/股)	0.23	0.25	0.21	0.25	0.31
市盈率(P/E)	19.36	17.95	21.05	17.40	14.12
市净率(P/B)	1.38	1.30	1.25	1.19	1.12
市销率(P/S)	0.90	0.81	0.77	0.71	0.62
EV/EBITDA	8.07	7.16	11.40	10.31	8.63

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	4.4 元
目标价格	5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,010.38
流通 A 股股本(百万股)	825.51
A 股总市值(百万元)	4,445.67
流通 A 股市值(百万元)	3,632.22
每股净资产(元)	3.32
资产负债率(%)	58.06
一年内最高/最低(元)	5.37/2.58

### 作者

鲍荣富 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

蹇青青 联系人  
jianqingqing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 耐火材料龙头，海外布局领先优势显著.....	4
2. 全球耐材市场规模约为 300 亿欧，国内竞争格局逐步优化.....	7
2.1. 国内耐材市场高度分散，产量口径下 CR5 仅为 11.36%.....	7
2.2. 耐材终端需求中钢铁占比超六成，增量主要来自海外市场.....	10
3. 产业链延伸+海外持续拓展，夯实行业龙头地位.....	12
3.1. 积极延伸产业链，拓展终端产品.....	12
3.2. 湿法冶金：市场规模约 54 万吨，公司现有产能或能带来近亿净利润.....	13
3.2.1. 钴：湿法冶炼成行业新趋势，国内大型钴企采用活性氧化镁作为沉淀剂.....	14
3.2.2. 镍：活性氧化镁是重要的沉淀剂，现有/26 年市场规模 30/100 万吨.....	16
3.3. 海外布局领先，未来增长可期.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
5. 风险提示.....	22

## 图表目录

图 1：公司发展历史.....	4
图 2：公司股权结构（截至 24 年三季报）.....	5
图 3：公司营收及同比.....	6
图 4：公司营收结构.....	6
图 5：公司海外营收占比.....	6
图 6：公司归母净利润及同比.....	6
图 7：公司毛利率与净利率.....	7
图 8：公司分产品毛利率.....	7
图 9：公司国内与国外毛利率.....	7
图 10：公司期间费用率.....	7
图 11：耐火材料产业链.....	8
图 12：中国耐火材料产量及同比.....	9
图 13：2022 年中国耐火材料主要类型产量（万吨）.....	9
图 14：2022 年中国耐火材料产量区域分布.....	10
图 15：2022 年中国粗钢产量区域分布.....	10
图 16：2023 年国内主要上市公司耐材产量及占比.....	10
图 17：2023 年国内主要上市公司收入及占比.....	10
图 18：2023 年全球耐火材料下游市场结构.....	11
图 19：2019 年中国耐火材料下游各行业占比.....	11
图 20：2016-2024H1 中国耐火材料进出口贸易额（亿美元）.....	12
图 21：氧化镁行业产业链.....	14
图 22：刚果(金)某氧化铜钴矿原则工艺流程图.....	15

图 23: 硫酸体系 HPAL 工艺发展历史 .....	17
图 24: 氧化镁法镍钴选择沉淀工艺流程 .....	18
图 25: 公司营销网络图 .....	19
图 26: 可比公司海外营收占比 .....	20
图 27: 可比公司海外业务毛利率 .....	20
表 1: 耐火材料主要分类 .....	8
表 2: 主要耐火原料基本情况 .....	9
表 3: 不同应用领域的耐材单位用量、寿命、成本情况 .....	11
表 4: 中国钢铁行业用耐材市场规模测算 .....	12
表 5: 公司主要原材料采购情况 .....	13
表 6: 活性氧化镁用量影响试验结果 .....	16
表 7: 低品位红土镍矿湿法提取工艺对比 .....	17
表 8: 公司主要海外子公司 .....	19
表 9: 公司分业务收入预测 .....	21
表 10: 核心费用率预测 .....	21
表 11: 可比公司估值表 .....	22

## 1. 耐火材料龙头，海外布局领先优势显著

**国内耐火材料龙头，加速国际化布局。**公司前身濮阳县耐火材料厂于1988年成立，于2007年完成股份制改造，2008年，公司在深圳证券交易所上市。公司在行业内较早实施国际化战略，2000年拥有进出口产品经营权后，开始建设自有营销网络，布局海外市场。此后沿着产业链上下游不断延伸，目前，公司是国内主要的功能耐火材料、定型和不定形耐火材料的生产企业之一，拥有从自有矿山开采到产品研发、生产、销售、服务等全产业链布局，产品远销欧美、非洲、东南亚、中东等地。2023年公司出口贸易额继续排名全行业第一，出口龙头地位不断加强。

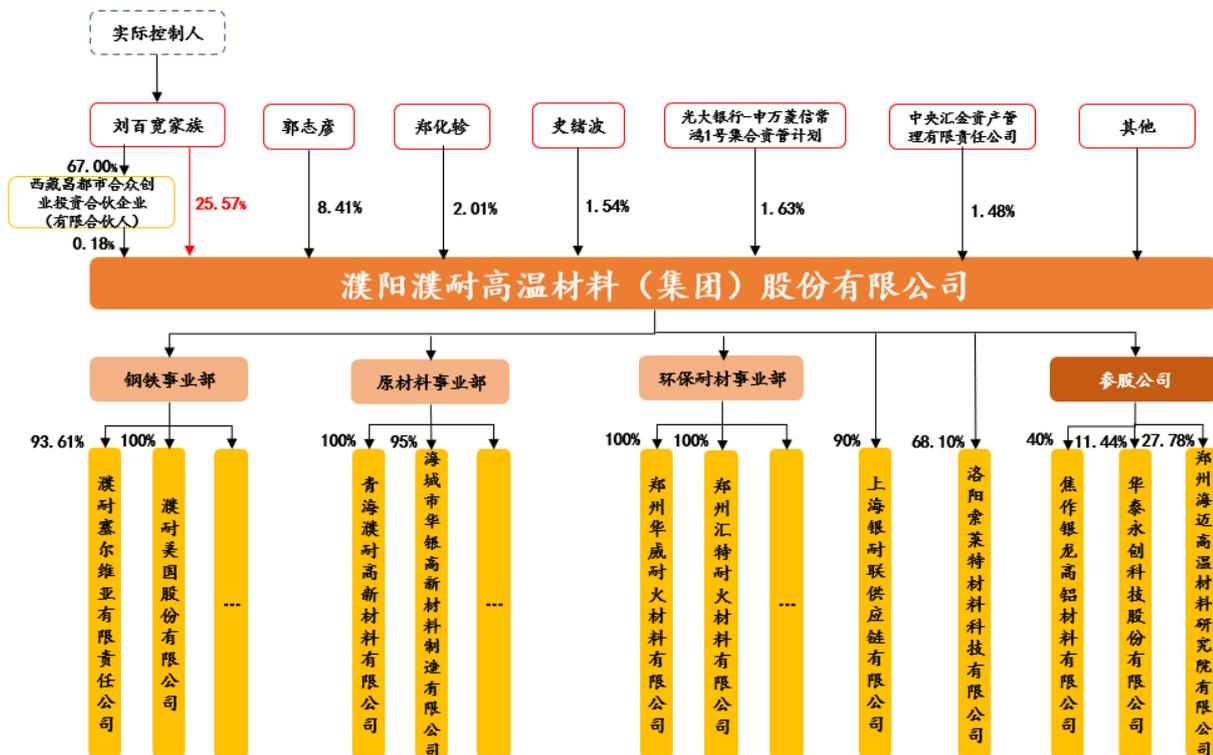
图 1：公司历史发展



资料来源：公司官网，公司公告，河南日报，天风证券研究所

**公司实控人为刘百宽家族，2023年年末持有公司25.75%的股份。**截至2023年底，刘百宽家族成员中，刘百宽持股13.09%，是公司最大的股东，另外刘百春持股占比10.17%、刘百庆持股1.13%，三人合计占24.39%，刘百宽家族共计持股25.75%，截止到2024年三季度末，刘百宽、刘百春、刘百庆三人持股比例无任何变化。公司拥有三个事业部：钢铁事业部、原材料事业部、环保耐材事业部，有助于充分整合各方资源加快生产统筹能力，做好工序产能平衡匹配。其中，濮耐塞尔维亚有限责任公司与濮耐美国股份有限公司隶属于钢铁事业部，分别持股93.61%与100%。

图 2：公司股权结构（截至 24 年三季报）



资料来源：公司官网，公司公告，Wind，天风证券研究所

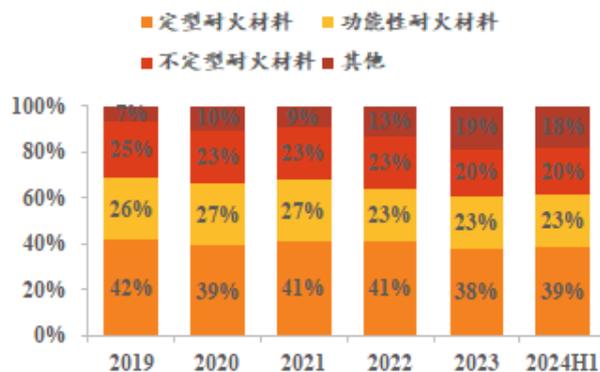
**营收稳步增长，利润受海外销售以及下游钢材市场影响较大，整体具备较强韧性。** 2019-2023 年，公司营收从 41.4 亿元增至 54.73 亿元，2023 年同比增速+10.88%，整体增长稳健。(1) 分具体类型来看，2023 年公司主要产品定型耐火材料、功能性耐火材料、不定形耐火材料收入占比分别达 38%、23%、20%，三者合计占比超 80%，是公司主要收入来源。(2) 分地域来看，近两年公司海外收入占比维持在 25%以上，2023 年公司海外销售收入 14.73 亿元，比较大的销售国别有俄罗斯、印度、越南、韩国、美国等，主要区域上看，“一带一路”占比较高。2019-2023 年，公司归母净利润分化较大，其中 2021 年归母净利润大幅下降 72.1%至 0.84 亿元，从经营结果上看，造成利润与收入变化方向背离的主要原因在于以下三方面，一是公司上年年底取得大量长期合同，合同价格有所降低；二是受疫情反复、原材料价格剧烈波动的影响；三是公司海外市场拓展强劲，但恰逢国际海运费大幅上涨且运力不足，导致海运费增加超过 9000 万元，因运费上涨迅速且幅度大，公司难以将全部成本转嫁给客户。2024 年前三季度，公司实现归母净利润 1.23 亿元，同比下降 40.81%，主要系：第三季度国内钢铁行业减产 8.5%，受钢铁客户减产的影响，公司国内整包销售结算量下滑，此外，受国内钢厂三季度效益下滑影响，耐材结算价格降幅较大，导致公司利润下降。随着公司在美国和塞尔维亚两个生产基地投产的产能释放，美国市场销售持续放量，欧洲客户也在稳步增长，公司对海外传统钢铁客户的销售依就韧性十足。

图 3：公司营收及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司海外营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

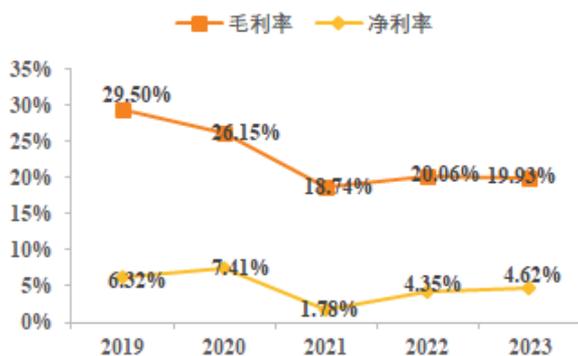
图 6：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

**公司净利率不断改善，费用端持续优化。**2019-2023 年公司毛利率整体呈下降趋势，2023 年公司毛利率 19.93%，同比下降 0.13pct。分产品来看，定型和不定形耐火材料毛利率自 2021 年以来持续回升，功能性耐火材料毛利率则自 2019 年以来整体呈下降趋势。分地域来看，海外市场毛利率相对国内更高，2023 年国内/国外毛利率分别为 16.45%、29.36%，同比分别-0.15、+0.67pct。公司净利率自 2021 年以来持续改善，2023 年净利率 4.62%，同比上涨 0.27pct。近些年来，在价格方面，同质化竞争较为激烈，市场低价货源较多，加之替代产品价格较低，生产企业不得进一步压缩利润空间。公司通过不断降本增效，逐步优化费用端，2019-2022 年期间费用率不断降低，2023 年，公司期间费用率 14.36%，同比略增 0.5pct。

图 7：公司毛利率与净利率



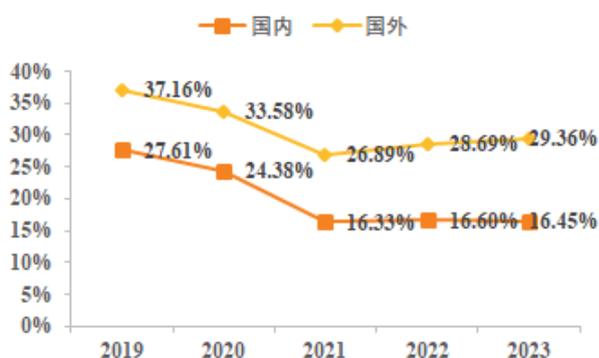
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司分产品毛利率



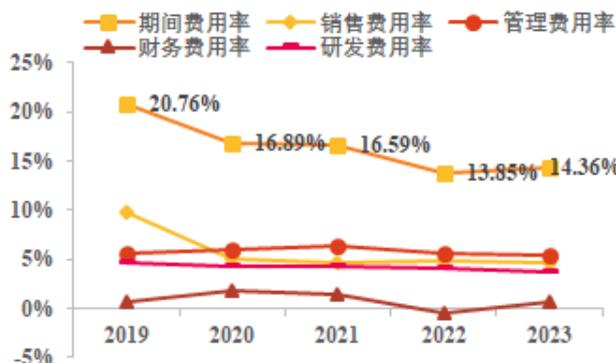
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司国内与国外毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 全球耐材市场规模约为 300 亿欧元，国内竞争格局逐步优化

### 2.1. 国内耐材市场高度分散，产量口径下 CR5 仅为 11.36%

耐火材料是指耐火度在 1580℃ 以上的无机非金属材料，包括天然矿石（耐火原料）及按照一定的工艺制成的各种产品（耐火制品），具有一定的高温力学性能、良好的体积稳定性，广泛应用于钢铁、有色、建材、化工、电力、环保、航天等领域的高温过程。耐火材料分类方法较多，按照耐火度可分为普通、高级、特技耐火材料，按照材料形态可分为不定形和定形耐火材料，按照化学属性可分为酸性、中性、碱性耐火材料等。

表 1：耐火材料主要分类

序号	分类依据	具体类别
1	耐火度	普通耐火材料（1580℃-1770℃）、高级耐火材料（1770℃-2000℃）、特级耐火材料（2000℃以上）
2	材料形态	不定形耐火材料、定形耐火材料
3	形状与尺寸	标准型、异型、特异型
4	化学属性	酸性耐火材料、中性耐火材料和碱性耐火材料
5	化学矿物质组成	硅质耐火材料、铝硅酸盐耐火材料、镁质耐火材料、镁尖晶石质耐火材料、镁铬质耐火材料、镁白云石质耐火材料、白云石耐火材料、碳复合耐火材料、高铝质耐火材料、铬质耐火材料、锆质耐火材料等
6	用途	钢铁、有色金属、石化、水泥、陶瓷等高温工业使用的耐火材料

资料来源：国亮新材招股说明书，天风证券研究所

耐火材料产业链上游为非金属矿物原料、化工原料、金属氧化物等，下游广泛应用于钢铁、建材等行业。从产业链结构来看，耐火材料上游主要为耐火材料的原料制造，包括矾土、菱镁矿等无机非金属矿物原料（用作耐火材料的主原料）开采、冶炼与加工行业，硅溶胶等相关化工原料（用作结合剂、添加剂等）制造行业，以及氧化铁、氧化镁等金属氧化物（用作添加剂）制造行业；耐火材料工业装备制造行业主要包括压机、电炉、隧道窑、配套信息控制系统等工艺装备制造行业；耐火材料生产线建设工程服务行业主要包括耐火材料生产线设计、施工等工程服务行业。其中，耐火材料使用的原料主要有镁质原料、铝质原料和石墨原料等。从耐火材料行业下游来看，耐火材料可应用于钢铁、建材、电力、化工、军工等高温工业相关领域，主要用作高温装备的内衬结构材料、耐高温元件和部件材料，支撑高温工业的顺利运行。

图 11：耐火材料产业链



资料来源：中钢洛耐招股说明书，天风证券研究所

表 2：主要耐火原料基本情况

主要耐火原料	基本情况	地域分布
镁质原料	镁砂是耐材最重要的原料之一，用于制造各种镁砖、镁铝砖、捣打料、补炉料等，以菱镁矿等为原料经电弧炉熔炼达到熔融状态冷却后形成的物质称为电熔镁砂	我国菱镁矿资源丰富，主要分布在辽宁、安徽等地，其中辽宁省资源储量最大，占全国总储量的 85.62%
铝质原料	铝土矿的主要成分为氧化铝，用于生产金属铝、耐火材料等。其中 90%用于生产氧化铝，10%用于耐火、研磨等行业	煅烧后的产品为铝矾土，主要分布在山西、河南、贵州等地
石墨原料	天然鳞片石墨主要用于铸造、耐火材料、锂离子电池负极材料等领域	黑龙江是我国最大的鳞片石墨产区，其次是内蒙古、四川和山东。进口方面主要来自马达加斯加、莫桑比克

资料来源：国亮新材招股说明书，天风证券研究所

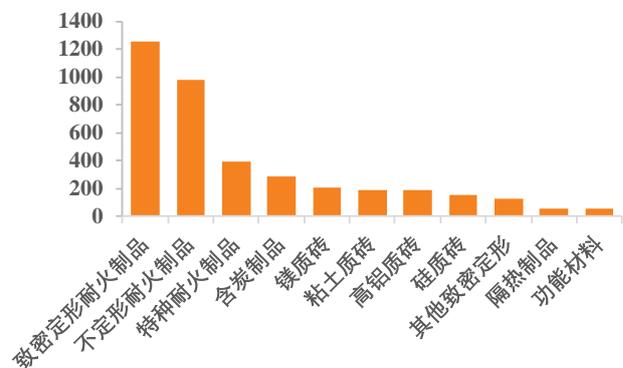
近年来全国耐火材料产量逐年降低，2022 年主要产品为致密定形耐火制品。自 2020 年以来，全国耐火材料产量逐步下滑，2023 年受下游需求疲软的影响全国耐火材料产量进一步下滑至 2292.7 万吨，同比下降 0.36%。总体上看，行业经营形势中产业集中度低、减排和智能制造水平低、创新能力不足等问题依然存在，行业集中度持续不断向头部优势企业集中。从耐火材料主要品种生产情况来看，2022 年中国主要耐火材料为致密定形耐火制品，产量达 1261.1 万吨，其次为不定形耐火制品，产量为 983.11 万吨。

图 12：中国耐火材料产量及同比



资料来源：Wind，公司 2023 年年报，天风证券研究所

图 13：2022 年中国耐火材料主要类型产量 (万吨)



资料来源：《2023 年中国钢铁工业年鉴》，天风证券研究所

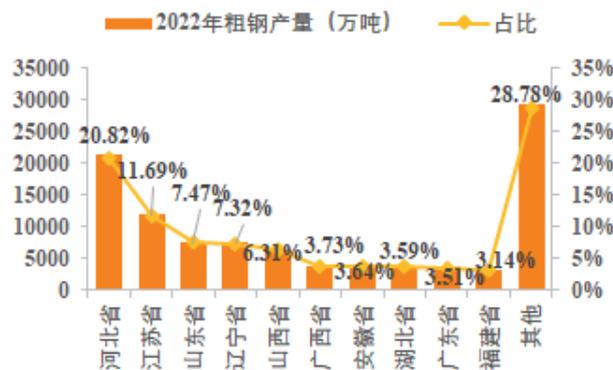
耐火材料行业具有资源型和市场型两大区域性特点，其中，河南拥有丰富的铝矾土资源使得当地的耐火材料以 36.95% 的产量占比排名全国第一。从耐火材料生产区域来看，2022 年，河南、辽宁、山东、江苏和浙江为中国耐火材料五大主产区，其中，河南省耐火材料产量 850.11 万吨，占全国总产量的 36.95%，稳居全国第一。辽宁省和山东省耐火材料产量占比分别达 18.54%、11.24%，前三省市耐火材料占比高达 66.72%，产量区域集中度较高。总的来说，耐火材料行业具有两大区域性特点：资源型和市场型，无明显的周期性和季节性。从资源性看，河南、山西等地拥有丰富的铝矾土资源，辽宁镁矿资源储量大，山东有丰富的石墨、粘土资源。因此河南、山西、辽宁、山东成为中国耐火材料的最主要产区。从市场性看，河北、浙江、江苏、北京等地存在较多大型钢铁企业，也形成了一些耐火材料生产厂商，由于当地没有资源优势，技术、创新与服务就成为该地区耐火材料生产企业生存发展的主要手段。

图 14：2022 年中国耐火材料产量区域分布



资料来源：《2023 年中国钢铁工业年鉴》，天风证券研究所

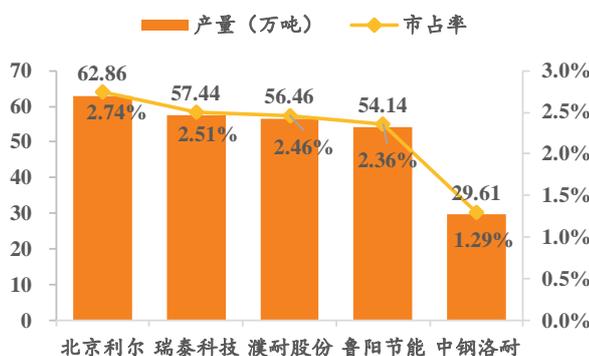
图 15：2022 年中国粗钢产量区域分布



资料来源：《2023 年中国钢铁工业年鉴》，天风证券研究所

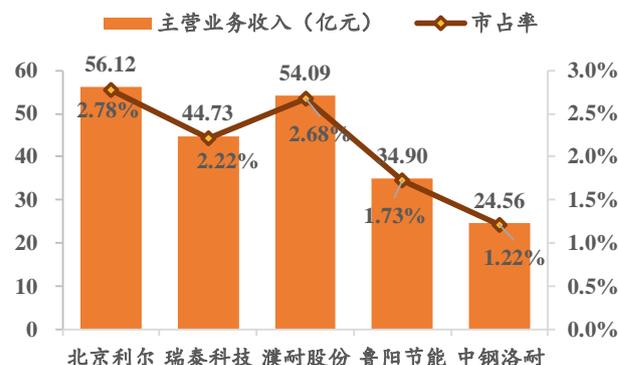
2023 年国内耐材市场高度分散，产量口径下 CR5 为 11.36%，公司以 2.46% 的市占率排名第三。我国耐材生产企业多、小、散，长期处于无序竞争的状态，耐火原料及制品规模以上企业有近 2000 多家。近几年通过行业竞争的筛选和环保治理导致的淘汰，中小型耐材企业生存空间越来越小，平时项目竞标过程中入围整体承包招标范围的供应商大幅减少，具有产品、技术、价格、服务等方面综合优势的大型企业优势明显。目前市场逐步走向规范化，龙头企业在市场竞争格局下能获得更好的发展机遇，进一步巩固和提升行业龙头企业的地位。2023 年，国内 5 家主要耐材上市公司中，北京利尔以 62.86 万吨的产量、仅 2.74% 的市占率排名第一，公司以 2.46% 的市占率排名第三，龙头市占率仍然较低，CR5 仅 11.36%。根据中经百汇研究中心数据，2023 年中国耐火材料行业企业主营业务收入为 2018.37 亿元，从收入口径来看，CR5 为 10.62%，公司以 2.68% 的市占率排名第二。

图 16：2023 年国内主要上市公司耐材产量及占比



资料来源：各公司 2023 年年报，天风证券研究所

图 17：2023 年国内主要上市公司收入及占比



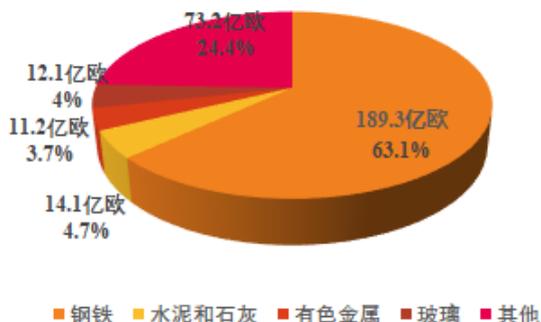
资料来源：Wind，中经百汇研究中心，天风证券研究所

## 2.2. 耐材终端需求中钢铁占比超六成，增量主要来自海外市场

全球耐火材料行业市场规模约为 300 亿欧元，其中钢铁/水泥和石灰/玻璃/有色金属分别为 189.3/14.1/12.1/11.2 亿欧元。耐火材料是高温工业热工装备的重要支撑材料，在钢铁、有色金属、建材、化工、电力等行业中应用广泛，其中钢铁工业消耗超六成，钢铁工业的规模直接决定着耐火材料的市场需求。根据 RHI Magnesita 公司公告，2023 年全球耐材市场规模约为 300 亿欧元，该公司当年来自钢铁行业的收入为 24.61 亿欧元，占全球钢铁市场的 13%，我们推算出 2023 年全球耐材产品和服务应用在钢铁行业的市场规模约为 189 亿欧元，钢铁行业耐火材料市场规模占比约为 63.1%。以此类推，水泥和石灰耐火材料市场规模约 14.1 亿欧元、玻璃行业耐火材料市场规模约 12.1 亿欧、有色金属耐火材料市场

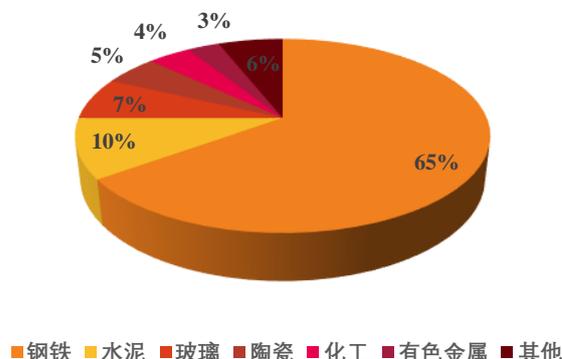
规模 11.2 亿欧。根据国亮新材招股说明书数据，从我国耐火材料需求结构看，2019 年钢铁行业占总量的 65%左右，水泥、玻璃、陶瓷、化工、有色金属行业的耐火材料占比分别为 10%、7%、5%、4%和 3%左右，钢铁工业的规模直接决定耐火材料的市场需求。

图 18：2023 年全球耐火材料下游市场结构



资料来源：RHI Magnesita23 年年报，天风证券研究所

图 19：2019 年中国耐火材料下游各行业占比



资料来源：国亮新材招股说明书，天风证券研究所

我国钢铁下游需求呈现下降趋势，制造业用钢需求占比上升，钢材向高端化发展。我国大规模建设时期已经过去，对钢材需求量会逐步减少，并稳定在一个水平，中国钢铁工业协会预测 2035 年需求可能在 8 亿吨，减量化是大势所趋。中国钢铁工业协会党委副书记、副会长兼秘书长姜维表示，我国钢铁需求结构重心正在逐步向制造业转移，制造业和建筑业钢材需求占比 2023 年分别为 48%和 52%，预计 2024 年将各占“半壁江山”，甚至制造业用钢需求占比可能进一步上升。

生产单吨钢铁需消耗 10-15kg 的耐火材料，而且，部分钢铁用耐材属于消耗性材料，更换频率从小小时到数月不等。耐火材料在不同应用领域的使用寿命不一，根据中钢洛耐招股说明书，炼铁环节部分耐材使用寿命可达 10 年以上，而部分钢铁用耐火材料并不是一种耐久材料，而是一种消耗性材料，部分钢铁用耐火材料更换频率高，从小小时到数月不等。水泥、玻璃、有色用耐火材料使用周期也长短不同，部分耐火材料更换周期达数年。据 RHI Magnesita2023 年年报数据，耐火材料在下游应用领域的成本占比普遍较低，炼钢过程中的耐火材料消耗成本通常归类为营业费用，平均成本占比 2%-3%。

表 3：不同应用领域的耐材单位用量、寿命、成本情况

	钢铁	水泥/石灰	有色金属	玻璃	能源、环保、化工
单位用量 (kg/t)	10-15	-	-	-	-
使用寿命	20 分钟-2 个月	每年	1-10 年	最长 10 年	5-10 年
占下游成本	3.0%	0.5%	0.2%	1.0%	1.5%

资料来源：RHI Magnesita23 年年报，天风证券研究所

我们预计 2024 年我国钢铁行业用耐火材料市场规模约 600 亿元，未来随着钢铁需求量下降耐材市场规模缩减，但整体或仍能维持较大的市场体量。我国钢铁消费需求总体呈现下降态势，但减中有增、降中有质。其中，建筑用钢需求下降但有望边际改善，制造业成为支撑钢材需求的主要动力，尤其是新能源、高端装备制造、光伏产业等加快发展将有力拉

动相应品种钢材需求。中国钢铁工业协会预测 2035 年需求可能在 8 亿吨，2023-2035 年 CAGR 为-2%，据此预测 2024/2025/2030 年我国粗钢产量分别为 9.99/9.79/8.85 亿吨。RHI Magnesita2023 年年报披露单吨钢铁需消耗 10-15kg 的耐火材料，我们在此取中位数单吨消耗 12.5kg。参考 Mysteel 耐火材料报价，假设钢铁用耐火材料单吨 4800 元，由此预测 2024 年我国钢铁行业用耐火材料市场规模约 600 亿元，2025 年下降至 587 亿元左右。尽管钢铁工业的规模缩减对耐火材料的市场需求造成较大影响，整体来看，较大的钢铁工业基数或仍能维持较大的耐火材料市场。

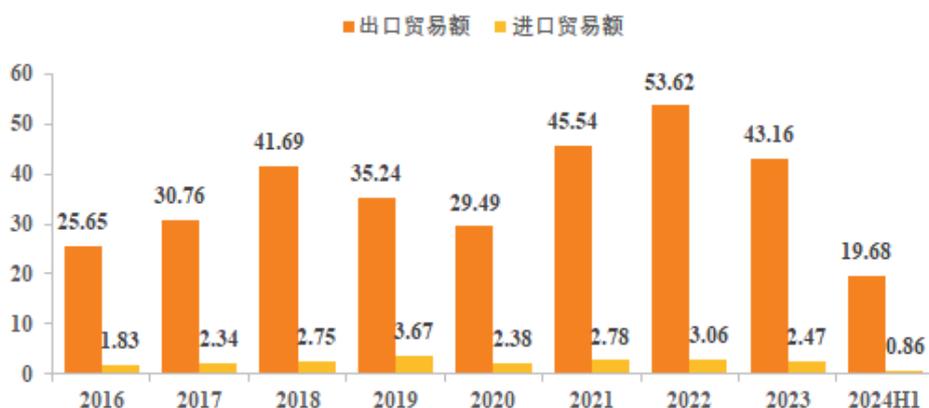
表 4：中国钢铁行业用耐材市场规模测算

	2023	2024E	2025E	2030E
粗钢产量（亿吨）	10.19	9.99	9.79	8.85
吨钢耐材消耗量（kg）	12.50	12.50	12.50	12.50
钢铁行业耐材消耗量（万吨）	1273.85	1248.41	1223.49	1106.11
耐材产品单价（元/吨）	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00
中国钢铁行业用耐火材料市场规模（亿元）	611.45	599.24	587.27	530.93

资料来源：Wind，中国工业信息网，RHI Magnesita23 年年报，我的钢铁网，天风证券研究所

**我国耐火材料常年维持净出口。**从 2016 年开始，我国耐火原材料的进出口贸易总额和贸易顺差一直维持在一个较高的水平，2024 年 1-6 月，全国耐火原材料进出口贸易总额 20.54 亿美元，比上年同期降低 14.86%；其中出口贸易额 19.68 亿美元，同比降低 13.64%；进口贸易额 0.86 亿美元，同比降低 35.68%。全国耐火原材料出口总量 362.62 万吨，同比增长 9.46%；其中耐火原料出口量 255.62 万吨，同比增长 12.59%；耐火制品出口量 107.00 万吨，同比增长 2.64%。整体来看，我国耐火材料常年维持净出口，海外市场是终端需求重要的增量来源。

图 20：2016-2024H1 中国耐火材料进出口贸易额（亿美元）



资料来源：中国耐火材料行业协会公众号，耐火材料杂志社公众号，国亮新材招股说明书，天风证券研究所

### 3. 产业链延伸+海外持续拓展，夯实行业龙头地位

#### 3.1. 积极延伸产业链，拓展终端产品

原材料成本约占公司营业成本的七成，原料保供是增强公司综合竞争能力的重要一环。从公司营业成本来看，2022-2023 年直接材料占比分别为 74.53%和 73.96%，其次为制造费用和直接人工，原材料价格是影响公司产品成本的主要因素。公司主要产品原材料包含：

(1) 电熔镁砂、烧结镁砂等镁质耐火原料；(2) 刚玉类、铝矾土、氧化铝微粉等铝质耐火原料；(3) 尖晶石、橄榄石等复相耐火原料；(4) 树脂类、水泥类结合剂；(5) 石墨类碳质耐火原料。目前，公司及其子公司所采购的原材料主要为镁砂、铝矾土、棕刚玉、白刚玉、莫来石及石墨等大宗原料，基本在国内采购。2023 年，镁质类采购量约 17 万吨、氧化铝类近 7 万吨、铝矾土类 10 万吨左右。

表 5：公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2022 年	2023 年	同比
氧化铝类	采购量 (吨)	66739	68089	2.0%
	采购均价 (元/吨)	4538	4251	-6.3%
	采购额 (万元)	30283	28941	-4.4%
镁质类	采购量 (吨)	155090	171584	10.6%
	采购均价 (元/吨)	2971	2327	-21.7%
	采购额 (万元)	46074	39932	-13.3%
铝矾土类	采购量 (吨)	84701	97099	14.6%
	采购均价 (元/吨)	2036	1781	-12.5%
	采购额 (万元)	17249	17296	0.3%

注：镁质类主要是指镁砂类镁质原料，主要包括电熔、高纯、高钙低硅、中档及烧结镁砂等；铝矾土类主要是指特级高铝、三级高铝及棕刚玉等。

资料来源：公司债券跟踪评级报告，天风证券研究所

公司在西藏、青海、新疆分别建立镁质原料基地，确保了公司主导产品所需优质镁砂等原料的供应。截至 2023 年，西藏和新疆的菱镁矿储量合计约 9300 万吨，西藏矿山正常开采，新疆矿山正在建设中。

(1) **西藏卡玛多菱镁矿**：2019 年公司取得翔晨镁业 68% 股权，后者早在 2017 年就取得西藏卡玛多菱镁矿采矿许可证。西藏卡玛多菱镁矿储量约 4858 万吨，卡玛多菱镁矿品味极高，属于全球少见的高纯菱镁矿。目前，该矿开采正常，证载年开采量 100 万吨，对应的氧化镁理论产量可达 45 万吨。前期的主要下游产品分为：一是高端耐火材料原料，二是非耐材领域氧化镁类产品。

(2) **新疆哈勒哈特菱镁矿**：2017 年 11 月公司通过增资及受让股份的方式获得新疆秦翔 52.49% 的股权，下属矿山新疆哈勒哈特菱镁矿区面积 10.73 平方公里，生产规模为 140 万吨/年。截至今年五月，新疆菱镁矿已准备启动投产，该矿山所产原料主要适合做耐火材料。

公司在西藏主要是开采微晶菱镁矿并进行初加工，在青海利用西藏卡玛多菱镁矿资源生产各种品级和类型的高纯氧化镁项目，目前青海濮耐已经投产的项目包括 12 万吨高纯和 6 万吨电熔氧化镁。近年公司建设项目主要系原材料项目，随项目陆续投产，公司原材料产能逐年增长。截至 2023 年底公司原材料事业部所辖各生产基地原料产品的年设计产能为 46.5 万吨。在原材料价格波动较大的市场环境下，公司向上游产业链延伸有助于控制生产成本，并能一定程度上对冲原材料价格波动风险。

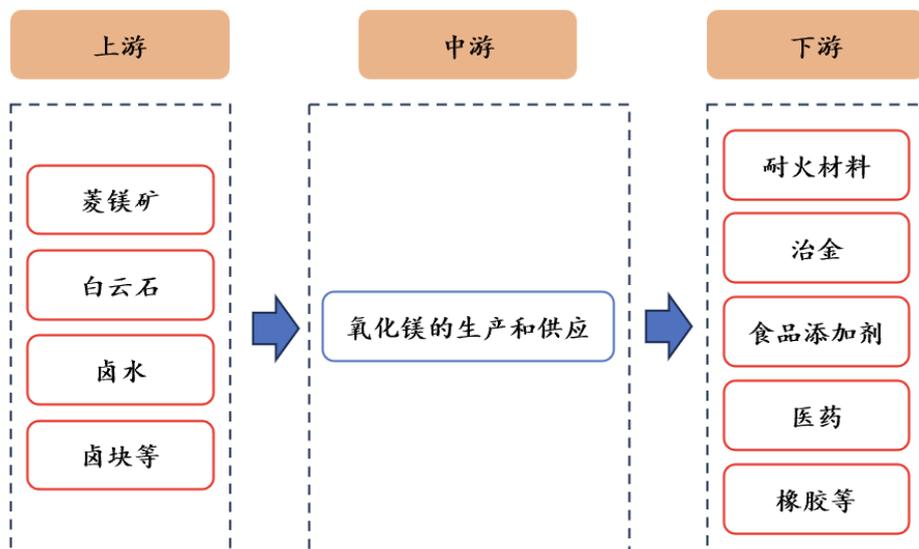
凭借资源优势，公司在新市场的开拓特别是在镁盐化工、湿法冶金、电工级氧化镁市场等方面取得了一定的成效。其中，湿法冶金行业是公司原材料事业部近年比较重视和重点开拓的市场，其产品主要成分就是活性氧化镁，原料来自西藏卡玛多菱镁矿。目前，公司在湿法冶金的两个方向湿法提钴和湿法提镍都有积极布局，可以直接转化为生产湿法冶金沉淀剂的产能约有 6 万吨。

### 3.2. 湿法冶金：市场规模约 54 万吨，公司现有产能或能带来近亿净利润

活性氧化镁也称轻烧氧化镁或苛性镁氧，是在 900℃ 以下煅烧镁化合物形成的氧化镁。氧化镁的化学活性可以用吸碘值(吸附性能指标)表示,化学活性愈大,吸碘值愈大,就愈轻质。

吸碘值在 120~180mg/g 时称为高活性氧化镁，吸碘值在 50~80mg/g 时称中活性氧化镁，吸碘值在 19~43mg/g 时称低活性氧化镁。但在完全不同的两种金属提取（或冶炼）路线——湿法和火法中，氧化镁（或镁砂）在火法冶金中是一种重要的耐火材料的原料，耐火材料是高温工业重要的支撑性材料，火法冶金中比较典型的就 是炼钢、炼铁等；活性氧化镁在湿法冶金中主要作为沉淀剂使用。此外，活性氧化镁被广泛运用于橡胶、涂料等行业。

图 21：氧化镁行业产业链

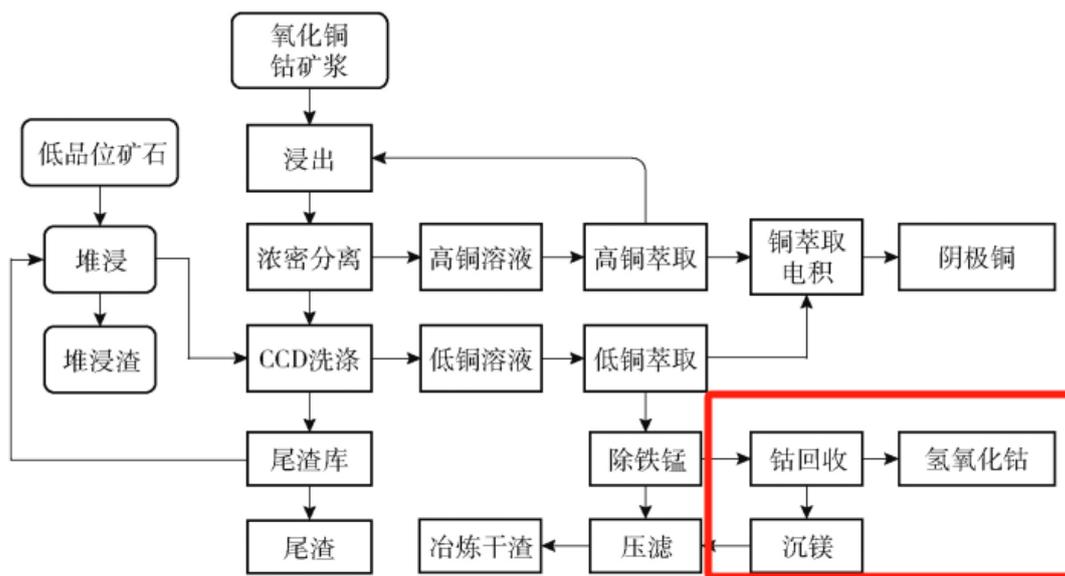


资料来源：华经产业研究院公众号，天风证券研究所

### 3.2.1. 钴：湿法冶炼成行业新趋势，国内大型钴企采用活性氧化镁作为沉淀剂

据美国地质调查局（USGS）统计，全球探明钴矿储量 830 万吨，钴矿资源分布极度不均，刚果（金）、澳大利亚等国最为富集，其中刚果（金）钴资源占比 47.93%，其次是澳大利亚 17.97%、印尼 7.19%，其他国家少量分布。目前，湿法冶炼成为钴行业新趋势，国内洛阳钼业等上市公司就是采用的（活性）氧化镁湿法沉钴。活性氧化镁在沉钴过程中的作用是作为高效的沉钴剂，促进钴离子与氢氧根反应生成氢氧化钴沉淀，从而实现钴的有效回收。刚果（金）钴的主要来源为地表氧化的铜钴多金属共生矿石，一般采用“浸出（堆浸或搅拌浸出）—萃取—电积—沉钴”工艺提取钴。活性氧化镁沉钴因具有沉淀效率高、环境友好等特点，在粗氢氧化钴产品的制备中具有明显优势。目前，针对铜钴矿石，主要通过“还原浸出—除杂—氧化镁沉钴”和“除铁—沉铜—两段式沉钴”工艺沉淀钴并去除溶液中的铁、铜杂质。

图 22：刚果(金)某氧化铜钴矿原则工艺流程图



资料来源：《刚果(金)氧化铜钴矿高效提钴新工艺》丁淑荣等，天风证券研究所

湿法提钴中，活性氧化镁与钴的用量比理论值为 0.68/1，实际研究中，氧化镁添加量远高于 0.68/1。罗灿等在《活性氧化镁选择性沉淀钴试验研究》中通过模拟含钴溶液进行一级沉淀和次级沉淀，考察了氧化镁添加量及添加方式等对钴沉淀的影响，发现氧化镁与钴的理论质量比约为 0.68/1，但在实际研究中，氧化镁添加量远高于 0.68/1，如“还原浸出—除杂—氧化镁沉钴”工艺的氧化镁添加量为 1.03/1，“除铁—沉铜—两段式沉钴”工艺的氧化镁添加量为 0.95/1。谢洪珍在《还原浸出—除杂—活性氧化镁沉淀工艺从刚果金某氧化铜钴矿中回收钴》中采用硫酸还原浸出铜钴、浸出液萃取分离铜钴、萃余液除杂、第一段沉钴和第二段沉钴等工序回收钴，发现当 MgO 用量与 Co 质量比为 1.03/1 时，可得到最高钴品位的钴渣。按照美国地质调查局数据口径估算，2023 年全球钴矿产量达 23 万金属吨，假设沉淀剂均为活性氧化镁，按照 MgO 与 Co 质量比为 1.03/1 计算，则当前湿法提钴市场对活性氧化镁需求为 23.69 万吨。

表 6：活性氧化镁用量影响试验结果

MgO/Co	沉淀产品金属含量/%			残液 Co 含量/(g·L <sup>-1</sup> )	Co 沉淀率/%
	Co	Mn	Mg		
0.67	27.41	3.23	3.12	0.52	65.69
0.77	28.25	4.59	3.33	0.41	73.03
0.87	28.33	5.28	4.31	0.23	85.1
<b>1.03</b>	<b>29.28</b>	<b>6.29</b>	<b>5.16</b>	<b>0.15</b>	<b>90.13</b>
1.3	26.51	6.87	7.32	0.1	93.23

资料来源：《还原浸出—除杂—活性氧化镁沉淀工艺从刚果金某氧化铜钴矿中回收钴》谢洪珍，天风证券研究所

### 3.2.2. 镍：活性氧化镁是重要的沉淀剂，现有/26 年市场规模 30/100 万吨

**红土镍矿湿法冶金主要采用高压酸浸工艺。**红土镍矿中镍呈化学浸染状态，很难通过选矿方法富集，其冶炼工艺总体上可分为火法、湿法、联合工艺 3 种。由于在高温高压条件下，矿物中的铁转化为赤铁矿相而不被浸出，为高压酸浸（HPAL）工艺是褐铁矿型低品位红土镍矿处理的主要工艺。HPAL 为主的工艺中，原矿在高温和高压下用硫酸浸出，使镍、钴浸出进入溶液，之后将浸出液中杂质（Fe、Al）除去得高品质镍、钴溶液，经硫化沉淀或中和沉淀得到镍、钴含量较高的中间产品，该中间产品再溶解、纯化后可用于生产电解镍或硫酸镍。目前的红土镍矿湿法冶金企业基本以第三代 HPAL 工艺为主，此工艺主要是通过 250-270℃、4-5MPa 的高温高压条件下加入硫酸处理低品位红土镍矿。

**在低品位红土镍矿市场，中国恩菲基于氢氧化钠沉淀镍钴工艺开发 AACP 技术渗透较深。**低品位红土镍矿 HPAL 项目主要流程皆以古巴毛阿冶炼厂（Moa）项目为基础进行改进，硫酸体系 HPAL 工艺发展至今形成：中国恩菲开展的以“加压浸出—矿浆洗涤—除铁铝—MHP 产品—硫酸镍钴及三元前驱体”为工艺路线的第三代 HPAL 技术工艺研究。中国恩菲基于氢氧化钠沉淀镍钴工艺开发 AACP（镍钴沉淀碱基活化控制技术），与中冶金吉合作实施了巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目、宁波力勤矿业印尼 OBI 镍钴项目、华越镍钴（印尼）Morowali 湿法项目和法国镍业 Eramet 项目等，国际多家大型知名企业都与中国恩菲达成长期合作。

图 23：硫酸体系 HPAL 工艺发展历史



资料来源：《低品位红土镍矿镍钴沉淀技术发展概述》刘诚，天风证券研究所

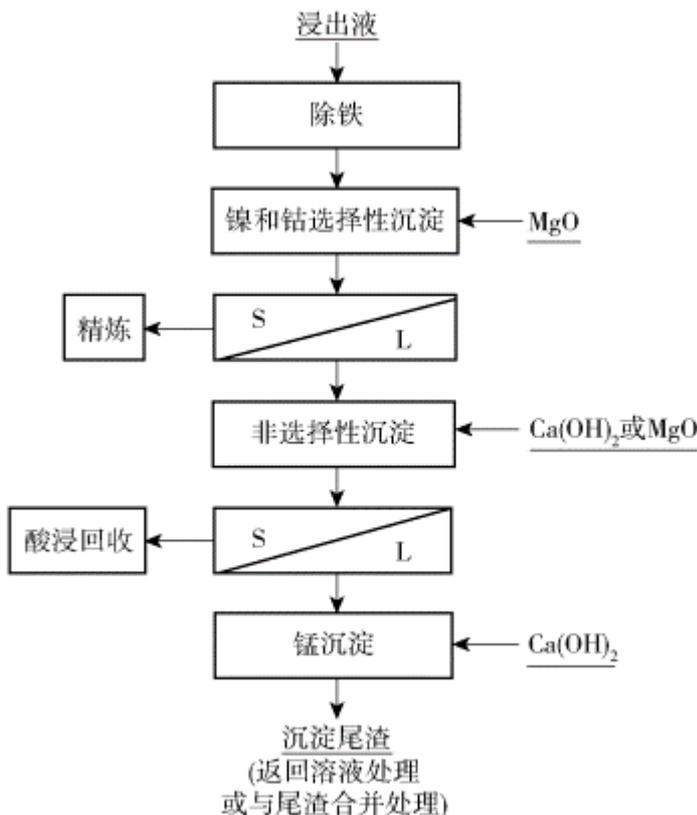
活性氧化镁湿法提镍广泛应用在国外公司主导的镍钴项目中。在低品位红土镍矿湿法提镍中，主要有硫化氢法、氧化镁法和氢氧化钠法，与硫化物相比，由于氧化镁安全性好，被广泛应用于国外公司主导的镍钴项目中，如澳大利亚的 Cawse 项目、Ravenstrophe 项目和新喀里多尼亚的 Goro 项目等。相较于氢氧化钠，活性氧化镁具有五大优势：一是镍钴渣的品位，有一定提升；二是镍钴渣过滤后的含水率有大幅度下降，相应可以降低运输成本或烘干成本；三是镍钴渣的过滤效率有显著提高；四是尾水处理，简单、高效且成本低，易循环利用；五是成本可大幅降低。

表 7：低品位红土镍矿湿法提取工艺对比

方法	应用现状	优点	缺点
硫化氢法	应用硫化沉淀工艺的项目主要有古巴的 Moa、澳大利亚 Murrion、亚洲镍业 Riotube 巴拉湾珊瑚海、菲律宾 Taganito、马达加斯 Ambatovy	对镍钴的选择性好、金属沉淀率高、适用的 pH 值低、产物纯度高等	硫化氢毒害性较强；MSP 制备与处理系统投资较高；硫化氢制备系统与硫化氢存储系统复杂，与 HPAL 主工艺匹配度差；硫化物沉淀釜结垢现象严重，并经常造成堵塞等。
氧化镁法	澳大利亚的 Cawse 项目、Ravenstrophe 项目和新喀里多尼亚的 Goro 项目	氧化镁沉淀法不向体系中引入其他杂质离子，并且安全性好；制备的混合氢氧化物含水率低，可以降低运输成本	氧化镁的活性成为实际应用中最大的制约因素；活性氧化镁水解后丧失活性的部分引起 MHP 镍含量升高。
氢氧化钠法	目前世界范围内使用氢氧化钠直接作为沉淀剂进行镍钴沉淀的企业不多，年产镍量万吨级的企业只有广西银亿原项目和巴新瑞木项目前期	氢氧化钠直接沉淀法具有工艺、设备简单的优点	其氢氧化镍钴产品生产过程固液分离难、产品含水率高成为阻碍其广泛应用的主要因素。

资料来源：《低品位红土镍矿镍钴沉淀技术发展概述》刘诚，天风证券研究所

图 24：氧化镁法镍钴选择性沉淀工艺流程



资料来源：《低品位红土镍矿镍钴沉淀技术发展概述》刘诚，天风证券研究所

目前湿法提镍市场活性氧化镁需求为 30 万吨，预计到 2026 年将达到 100 万吨。根据格林美公开信息，目前，在全球建成的湿法镍资源项目有 30 万吨，按照市场需求来看，到 2026 年，全球对于湿法镍资源需求将达到 100 万吨。理论上，每万吨镍约需 7000-8000 吨活性氧化镁，实际生产中用量更高，按照公司公开披露数据，活性氧化镁消耗量与最终提炼出的金属镍的重量是 1:1 的关系，我们估算出目前湿法提镍的活性氧化镁需求为 30 万吨，到 2026 年将达到 100 万吨。

假设活性氧化镁单吨净利润 2000 元/吨，现有 6 万吨产能理想条件下预计能给公司带来 0.82-1.2 亿元净利润。远期来看，假设西藏矿山 100 万吨矿石极限煅烧 30 万吨活性氧化镁，可给公司带来净利润 4.08-6 亿元。正如前文所述，公司用作湿法的活性氧化镁原料来自西藏卡玛多菱镁矿，其中，西藏主要是开采微晶菱镁矿并进行初加工，在青海利用西藏卡玛多菱镁矿资源进行后端加工。凭借优质的矿山资源，公司目前可以直接转化为生产湿法冶金沉淀剂的产能约有 6 万吨。考虑到公司持有西藏翔晨镁业 68%、青海濮耐 100% 股权，若现有 6 万吨活性氧化镁产能全部来自西藏基地则公司拥有的权益产能为 4.08 万吨，若全来自青海基地则对应拥有 6 万吨产能，假设活性氧化镁单吨净利润 2000 元/吨，则公司对应的净利润为 0.82-1.2 亿元。远期来看，西藏矿山 100 万吨开采量，对应的氧化镁理论产量 45 万吨，极限按照 30 万吨活性氧化镁来计算，则公司对应的净利润为 4.08-6 亿元。目前，公司在湿法领域已进入中试阶段，利润弹性可期。

### 3.3. 海外布局领先，未来增长可期

耐火材料行业内国际化战略先行者。早在 1998 年，公司开始探索出口业务并实现海外销售，2000 年拥有进出口产品经营权后，开始建设自有营销网络，布局海外市场。经过多年积累，公司已经建立起优质的全球化客户网络与渠道，在美国、韩国、印度等国家设有

9 个分子公司及办事处，已为世界钢铁百强中的 70 多家提供优质产品和服务，成为国内第一家拥有海外直销网络的耐火材料企业。

图 25：公司营销网络图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**海外工厂投产，业绩增长可期。**2023 年公司海外销售收入 14.7 亿元左右，比较大的销售国别有俄罗斯、印度、越南、韩国、美国等，主要区域上看，“一带一路”占比较高。2024 年公司预算海外销售收入约 17.6 亿元左右。随着美国工厂的投产及去年美国市场的逐步开拓，公司预计 2024 年美国市场还将继续增长，此外，印度是一个潜在钢铁产量增量最大的国家，有较大的市场提升空间，因此，美国、印度等或是公司 2024 年海外营收预算增长的主要国家。

表 8：公司主要海外子公司

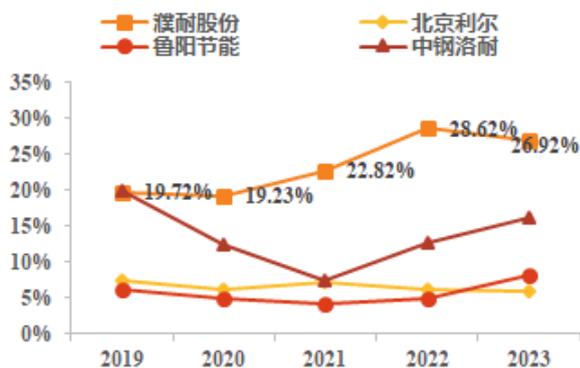
子公司	主要经营地	业务性质	24H1 持股比例
濮耐（集团）俄罗斯有限责任公司	俄罗斯	耐火材料及制品的销售	100.00%
濮阳乌克兰有限责任公司	乌克兰	耐火材料及制品的销售	99.84%
濮耐美国股份有限公司	美国	耐火材料及制品的销售	100.00%
濮耐塞尔维亚有限责任公司	塞尔维亚共和国	耐火材料原料和制品生产、销售、技术服务与研发；进出口贸易等	93.61%
PRCO 越南股份公司	越南	耐火材料原料和制品生产、研发、销售；设计、安装、施工、技术服务；进出口贸易	98.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

与国内主要上市公司对比，公司海外业务收入占比、毛利率均处领先地位。随着公司在美国和塞尔维亚两个生产基地投产的产能释放，公司海外业务收入占比有望进一步提升。从销售模式来看，公司销售模式分为单独销售和整体承包，其中单独销售是按照单项产品销

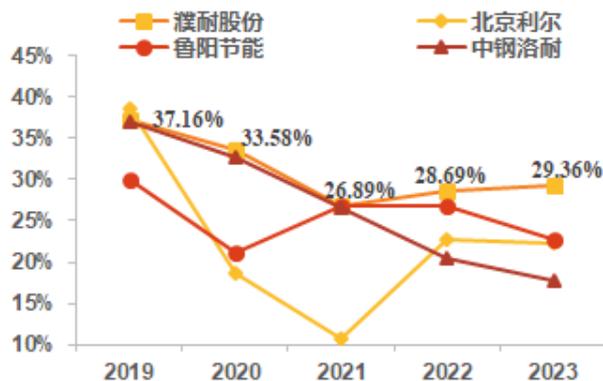
售的数量计价，销售合同一般与客户一年一签；整体承包主要针对钢铁行业，是公司承包客户的整条或部分生产线，定期按照客户相关产量进行结算，公司通过投标方式拿下订单，销售合同的履行期限至少是一年。与单独销售模式相比，整体承包模式销售款付款周期要长于单独销售模式，但是客户粘性更强，并会促使公司研究开发符合客户新要求、性能更良好的产品与服务，有利于促进供求双方形成互利共赢的利益共同体。公司出口海外的耐高温产品，大部分用于钢铁制造行业，在整包模式推进下，公司海外业务有望进一步贡献业绩。

图 26：可比公司海外营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：可比公司海外业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

结合前文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

- 1) 定型耐火材料方面，公司定型耐火材料包括钢包砖类、碱性制品类。目前，美国工厂年产 2 万吨镁碳砖产能、塞尔维亚工厂一期中镁碳砖产能 3 万吨均已投产，特别是美国工厂订单不断增加，受益于公司在美国和塞尔维亚两个生产基地投产的产能释放，美国市场销售持续放量，欧洲客户也在稳步增长，海外客户对公司的认可度不断提升。此外，考虑到特朗普再度胜选，在美国有相关业务布局的濮耐股份海外交付能力更强、稳定性更高。我们预计 2024-2026 年公司定型耐火材料收入增速-0.34%/2.03%/2.82%，毛利率分别为 18.2%/18.5%/19%。
- 2) 功能性和不定形耐火材料方面，公司功能性耐火材料包括滑板水口类、三大件类、座砖类及透气砖类，不定形耐火材料包括散料类、冲击板及挡渣板类、电炉顶类。考虑到 2024 年国内钢铁客户减产影响以及中长期钢铁行业需求持续下降，预计 2024-2026 年功能性耐火材料收入增速-0.04%/0.66%/1.25%，毛利率分别为 30.5%/31.5%/33%；不定形耐火材料收入增速-1.72%/1.96%/2.33%，毛利率分别为 20%/21%/23%。
- 3) 其他方面，公司其他类产品为其他和各类主产品配合使用的产品。公司原材料事业部对外销售的各种产品收入计入其他类，内销部分未计入，另外其他类收入还包括除功能性耐火材料、定型耐火材料、不定形耐火材料这些传统大类外的其他类型收入。考虑到镁质原材料等价格持续上涨以及公司在镁盐化工、湿法冶金、电工级氧化镁市场等方面持续突破，预计 2024-2026 年其他业务收入增速 30%/35%/40%；公司氧化镁、板刚玉等产品毛利率水平比镁砂和传统耐材业务高，前期非耐材领域仍处于持续拓展阶段，预计 2024-2026 年其他业务毛利率分别为 8.6%/10%/11%。

表 9：公司分业务收入预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万）	4935.93	5472.92	5754.63	6294.16	7117.08
yoy	12.75%	10.88%	5.15%	9.38%	13.07%
毛利率	20.06%	19.93%	18.99%	19.11%	19.31%
<b>一、定型耐火材料</b>					
收入（百万）	2018.19	2085.22	2078.18	2120.46	2180.25
yoy	12.58%	3.32%	-0.34%	2.03%	2.82%
毛利率	17.03%	18.24%	18.20%	18.50%	19.00%
<b>二、功能性耐火材料</b>					
收入（百万）	1141.78	1253.95	1253.39	1261.71	1277.45
yoy	-2.65%	9.82%	-0.04%	0.66%	1.25%
毛利率	30.94%	31.14%	30.50%	31.50%	33.00%
<b>三、不定形耐火材料</b>					
收入（百万）	1116.42	1105.89	1086.85	1108.11	1133.93
yoy	11.20%	-0.94%	-1.72%	1.96%	2.33%
毛利率	20.13%	20.92%	20.00%	21.00%	23.00%
<b>四、其他</b>					
收入（百万）	659.54	1027.86	1336.21	1803.89	2525.44
yoy	61.51%	55.84%	30.00%	35.00%	40.00%
毛利率	10.39%	8.60%	8.60%	10.00%	11.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用端，随着公司不断降本增效，费用端有望持续优化，其中，美国和塞尔维亚的工厂投产时间较短、湿法等新领域开拓致费用支出稍大但整体影响较小，因此，我们预测 2024-2026 年公司的销售费用率分别为 4.5%/4.4%/4.3%，管理费用率为 5.3%/5.2%/5.1%，研发费用率为 3.6%/3.55%/3.5%。

表 10：核心费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.78%	4.69%	4.50%	4.40%	4.30%
管理费用率	5.50%	5.35%	5.30%	5.20%	5.10%
研发费用率	4.03%	3.65%	3.60%	3.55%	3.50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年有望实现归母净利润分别为 2.1、2.6、3.1 亿元，增速分别为 -14.7%、21%、23.3%。我们选取北京利尔、鲁阳节能和瑞泰科技作为可比公司，其中，北京利尔主营业务为钢铁、有色、石化、建材、环保等工业用高温材料及冶金炉料辅料的设计、施工、制造及服务；鲁阳节能主要从事陶瓷纤维、可溶纤维、氧化铝纤维、轻质莫来石砖等耐火保温产品的研发、生产、销售、应用设计、施工业务；瑞泰科技从事定型和不定形耐火材料以及各类耐磨材料的研发、生产、销售以及综合服务。可比公司 2024 年平均 PE 为 18.97 倍，考虑到公司海外布局较为领先，湿法冶金等新业务市场的开拓已取得一定成效，公司业绩有望在中长期实现稳步增长，认可给予公司 2024 年 24 倍 PE。公司 2022-2024 年预计实现归母净利 2.1/2.6/3.1 亿元，对应目标股价 5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价(元)	EPS				PE			
				23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E
002392.SZ	北京利尔	47.38	3.98	0.33	0.37	0.42	0.47	12.15	10.72	9.57	8.51
002066.SZ	瑞泰科技	27.10	11.73	0.32	0.35	0.39	0.43	37.22	33.30	30.29	27.29
002088.SZ	鲁阳节能	63.83	12.47	0.97	0.97	1.15	1.47	12.97	12.90	10.88	8.50
	平均值				0.56	0.65	0.79		18.97	16.91	14.77
002225.SZ	濮耐股份	43.35	4.29	0.25	0.21	0.25	0.31	17.50	20.52	16.97	13.76

注：股价时间 2024/11/08；除濮耐股份外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**钢铁行业大幅下行的风险。**公司下游客户主要集中在钢铁行业，而钢铁行业下游基建及制造业需求复苏缓慢，耐火材料作为议价能力较弱的上游原材料，钢铁行业盈利下降的压力或将传导至上游，需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击。

**原材料价格波动风险。**2024 年 1 月，辽宁省工业和信息化厅出台《辽宁省菱镁矿浮选及镁砂行业产能置换办法》，设置辽宁省各市镁砂产能控制上限，并提高了产能置换比例，镁质原材料价格或将有所波动。整体而言，以镁质材料、石墨等为代表的原材料近年价格波动较大，原材料价格大幅波动给公司盈利带来较大影响。

**汇率波动风险。**公司海外业务受到地缘政治和经济局势的影响，2022 年 2 月俄乌冲突爆发，已影响到公司在乌克兰的产品销售。公司出口主要以美元结算，近年来，受地缘冲突、美元加息等影响，美元兑人民币波动幅度较大，公司海外业务仍面临一定汇率波动风险。

**公司产能推进不及预期。**公司位于美国和塞尔维亚的工厂投产时间较短，目前正处在达产进程中，若产能推进不及预期，则给公司海外经营带来较大影响。

**测算具有一定主观性。**本文中的盈利预测均给予相应的假设条件，具有一定的主观性，实际情况可能会和测算结果不一致。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	473.77	619.58	517.92	566.47	640.54
应收票据及应收账款	2,115.01	2,081.05	2,139.01	2,336.84	2,407.88
预付账款	146.30	83.86	92.25	97.26	110.11
存货	1,797.37	1,928.08	2,021.53	2,249.54	2,408.40
其他	431.81	451.72	598.70	630.55	661.99
<b>流动资产合计</b>	<b>4,964.26</b>	<b>5,164.29</b>	<b>5,369.40</b>	<b>5,880.67</b>	<b>6,228.91</b>
长期股权投资	4.17	5.62	5.62	5.62	5.62
固定资产	1,278.90	1,392.25	1,436.35	1,492.45	1,544.40
在建工程	345.89	386.19	396.30	408.64	423.54
无形资产	241.46	245.31	248.54	253.40	258.47
其他	551.07	888.92	899.96	913.60	947.08
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,421.49</b>	<b>2,918.29</b>	<b>2,986.77</b>	<b>3,073.71</b>	<b>3,179.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,525.82</b>	<b>8,219.86</b>	<b>8,356.18</b>	<b>8,954.38</b>	<b>9,408.03</b>
短期借款	244.50	305.53	450.57	640.01	790.72
应付票据及应付账款	2,131.67	2,227.16	2,356.98	2,536.37	2,727.74
其他	417.51	476.69	495.00	503.11	516.91
<b>流动负债合计</b>	<b>2,793.69</b>	<b>3,009.37</b>	<b>3,302.55</b>	<b>3,679.49</b>	<b>4,035.37</b>
长期借款	666.07	933.80	665.46	684.06	544.30
应付债券	608.16	630.21	636.73	649.19	652.77
其他	56.38	57.00	58.00	59.00	60.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,330.61</b>	<b>1,621.01</b>	<b>1,360.19</b>	<b>1,392.25</b>	<b>1,257.07</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,174.90</b>	<b>4,675.32</b>	<b>4,662.74</b>	<b>5,071.74</b>	<b>5,292.44</b>
少数股东权益	137.77	133.44	136.54	140.30	144.93
股本	1,010.37	1,010.37	1,010.38	1,010.38	1,010.38
资本公积	825.55	825.56	826.98	826.98	826.98
留存收益	1,341.74	1,528.82	1,680.87	1,864.81	2,091.57
其他	35.50	46.35	38.66	40.17	41.73
<b>股东权益合计</b>	<b>3,350.92</b>	<b>3,544.54</b>	<b>3,693.44</b>	<b>3,882.64</b>	<b>4,115.59</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,525.82</b>	<b>8,219.86</b>	<b>8,356.18</b>	<b>8,954.38</b>	<b>9,408.03</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	214.65	252.83	211.19	255.47	314.95
折旧摊销	131.63	145.83	167.45	178.84	190.51
财务费用	62.68	62.32	40.30	46.01	55.86
投资损失	(10.45)	(8.52)	(10.00)	(11.00)	(12.00)
营运资金变动	(463.07)	(493.49)	(23.68)	(270.85)	(85.49)
其它	(196.71)	424.57	4.31	5.21	6.43
<b>经营活动现金流</b>	<b>(261.26)</b>	<b>383.54</b>	<b>389.56</b>	<b>203.68</b>	<b>470.27</b>
资本支出	142.31	302.27	223.89	251.13	261.44
长期投资	1.34	1.45	0.00	0.00	0.00
其他	(144.71)	(776.44)	(446.78)	(499.26)	(517.88)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1.06)</b>	<b>(472.73)</b>	<b>(222.89)</b>	<b>(248.13)</b>	<b>(256.44)</b>
债权融资	290.66	416.49	(201.74)	164.49	(51.34)
股权融资	(58.89)	(58.70)	(66.60)	(71.48)	(88.43)
其他	(78.30)	(27.68)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>153.47</b>	<b>330.11</b>	<b>(268.34)</b>	<b>93.00</b>	<b>(139.76)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(108.85)</b>	<b>240.92</b>	<b>(101.66)</b>	<b>48.56</b>	<b>74.06</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4,935.93</b>	<b>5,472.92</b>	<b>5,754.63</b>	<b>6,294.16</b>	<b>7,117.08</b>
营业成本	3,945.61	4,382.42	4,661.83	5,091.34	5,742.67
营业税金及附加	29.67	38.43	39.13	40.91	44.13
销售费用	236.13	256.65	258.67	276.94	306.03
管理费用	271.55	292.86	304.71	327.30	362.97
研发费用	199.12	199.58	207.17	223.44	249.10
财务费用	(23.03)	36.55	40.30	46.01	55.86
资产/信用减值损失	(56.69)	(47.56)	(20.60)	(20.60)	(25.60)
公允价值变动收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.45	8.52	10.00	11.00	12.00
其他	78.47	37.70	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>244.64</b>	<b>267.76</b>	<b>232.22</b>	<b>278.61</b>	<b>342.72</b>
营业外收入	4.67	5.38	6.00	7.00	8.00
营业外支出	9.26	6.08	6.50	6.80	7.00
<b>利润总额</b>	<b>240.05</b>	<b>267.06</b>	<b>231.72</b>	<b>278.81</b>	<b>343.72</b>
所得税	25.40	14.23	16.22	18.12	22.34
<b>净利润</b>	<b>214.65</b>	<b>252.83</b>	<b>215.50</b>	<b>260.68</b>	<b>321.38</b>
少数股东损益	(14.98)	5.13	4.31	5.21	6.43
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>229.63</b>	<b>247.70</b>	<b>211.19</b>	<b>255.47</b>	<b>314.95</b>
每股收益(元)	0.23	0.25	0.21	0.25	0.31

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.75%	10.88%	5.15%	9.38%	13.07%
营业利润	166.87%	9.45%	-13.27%	19.98%	23.01%
归属于母公司净利润	174.18%	7.87%	-14.74%	20.97%	23.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.06%	19.93%	18.99%	19.11%	19.31%
净利率	4.65%	4.53%	3.67%	4.06%	4.43%
ROE	7.15%	7.26%	5.94%	6.83%	7.93%
ROIC	5.41%	6.98%	5.91%	6.95%	7.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.47%	56.88%	55.80%	56.64%	56.25%
净负债率	32.45%	39.35%	36.14%	38.55%	34.68%
流动比率	1.79	1.74	1.63	1.60	1.54
速动比率	1.16	1.10	1.01	0.99	0.95
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.58	2.61	2.73	2.81	3.00
存货周转率	2.90	2.94	2.91	2.95	3.06
总资产周转率	0.68	0.70	0.69	0.73	0.78
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.23	0.25	0.21	0.25	0.31
每股经营现金流	-0.26	0.38	0.39	0.20	0.47
每股净资产	3.18	3.38	3.52	3.70	3.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.36	17.95	21.05	17.40	14.12
市净率	1.38	1.30	1.25	1.19	1.12
EV/EBITDA	8.07	7.16	11.40	10.31	8.63
EV/EBIT	10.35	9.18	17.89	15.64	12.50

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com