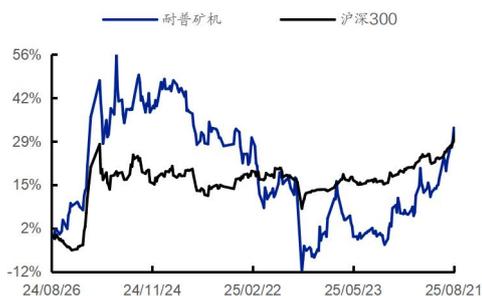


研究所:
 证券分析师: 张钰莹 S0350524100004
 zhangyy03@ghzq.com.cn

Alacran 铜金银矿锚定公司未来成长空间, 矿用橡胶耐磨备件打造第二成长曲线

——耐普矿机(300818)公司深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2025/08/22		
表现	1M	3M	12M	
耐普矿机	9.3%	28.8%	32.7%	
沪深 300	6.3%	11.9%	32.1%	

市场数据		2025/08/22
当前价格(元)		26.65
52周价格区间(元)		17.48-34.83
总市值(百万)		4,497.79
流通市值(百万)		2,917.71
总股本(万股)		16,877.26
流通股本(万股)		10,948.24
日均成交额(百万)		100.57
近一月换手(%)		3.58

相关报告

《耐普矿机(300818)科创板公司动态研究: 业绩底部显现, 静待时间玫瑰(买入)*通用设备*张钰莹》——2025-08-04

投资要点:

本篇报告解决了以下核心问题: 1、铜金行业的景气度分析; 2、矿用橡胶耐磨备件的空间预测及公司优势; 3、Alacran 铜金银矿对公司未来利润影响的测算。

- **从资源的β来看, 铜金景气度维持: 1) 铜: 铜价上行受宏观与政策共振驱动, 同时供需基本面支撑铜价。** 基本面来看, 需求端正经历着结构性的扩张。据 ICSG 的数据显示, 2024 年精炼铜消费量同比增长 2.9%, 精炼铜产量同比增速下降; 矿山开采成本持续上升, 劳动力、能源价格上涨及环保投入增加不断推高边际成本。宏观方面来看, 多国央行的宽松政策为铜价提供支撑, 推动铜价上行。2) **黄金: 宏观因素或成为中长期金价波动的催化剂。** 一方面, 美国公共债务“雪球”越滚越大, 据 FRED 数据, 2024 年底美国公共债务已突破 36 万亿美元, 财政可持续性遭受质疑, 美元信用裂痕导致的储备需求再次成为黄金定价的锚。另一方面, 2025 年 6 月世界黄金协会发布的《2025 年全球央行黄金储备调查》(CBGR) 数据显示 95% 的受访央行认为, 未来 12 个月内全球央行将继续增持黄金。
- **从矿端来看, 公司持股维理达资源布局上游 Alacran 铜金银矿, 锚定未来成长空间: 1) 公司公告显示, 该项目投资 4.20 亿美元, 投资回收期预计 3 年, 由此可得每年的平均净利润为 1.4 亿美元, 根据原先铜价 3.99 美元/磅、金价 1715 美元/盎司、银价 22.19 美元/盎司为依据测算营收可得该项目的净利率约为 46%。2) 按照黄金价格中枢为 3000 美元/盎司, 铜价格中枢为 4.8 美元/磅, 银价格中枢为 35 美元/盎司来测算, 我们预计该矿投产后每年带来的净利润约为 3-3.2 亿元, Alacran 铜金银矿锚定公司未来成长空间。**
- **矿用橡胶耐磨备件打造公司第二成长空间: 1) 选矿备件属于矿业机械的“铲子”, 下游矿业行业对选矿备件的需求具有持续性; 2) 橡胶复合耐磨材料的使用寿命为金属材料的 1.5-3 倍, 耐磨橡胶备件售价稍贵, 但寿命也大幅提升, 带来经济效益更大。**
- **公司的矿用橡胶备件具有自身α: 1) 与国际巨头相比, 公司技术基本处于同一水平线上; 2) 公司在研发高分子复合耐磨材料领域具有**

先发优势；**3)** 公司单一橡胶材料磨机衬板备件凭借耐磨性、耐腐蚀性、轻量化优势获得了下游矿山客户的高度认可。

- **盈利预测和投资评级：**基于审慎性原则，暂不考虑相关拟收购事项影响，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 10.7、13.1、18.2 亿元，同比-5%、+23%、+38%；预计实现归母净利润 0.84、1.35、2.23 亿元，同比-28%、+60%、+65%，对应 PE 分别为 53/33/20X。我们认为公司业绩底部显现+未来有望受益于 Alacran 铜金银矿的成长+矿用橡胶耐磨备件成长的第二曲线，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济环境和相关行业经营环境变化的风险；海外经营风险；客户集中风险；毛利率波动的风险；项目建设不及预期风险；测算误差风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1122	1071	1313	1818
增长率(%)	20	-5	23	38
归母净利润（百万元）	116	84	135	223
增长率(%)	45	-28	60	65
摊薄每股收益（元）	0.69	0.50	0.80	1.32
ROE(%)	7	5	8	12
P/E	35.61	53.28	33.22	20.13
P/B	2.72	2.80	2.63	2.39
P/S	3.83	4.20	3.43	2.47
EV/EBITDA	18.89	18.51	13.56	9.97

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 专注研发耐磨新材料，全球化产能布局拓新机遇	6
1.1、 公司成长岁月：关键技术突破与产业化之路	6
1.1.1、 耐普矿机发展历程：新材料技术迭代与全球化布局里程碑	6
1.1.2、 股权结构稳定，子公司遍布国内外	7
1.1.3、 业务赋能选矿全环节增效	7
1.2、 全球产能布局，出海拓新机遇	8
1.3、 营收稳健增长，盈利能力仍有提升空间	10
1.3.1、 营收稳健增长，2025H1 归母净利润略有承压	10
1.3.2、 营收结构以矿用橡胶耐磨备件为主，EPC 项目营收贡献下降	11
1.3.3、 核心产品毛利率突出，较高的海外毛利率带动整体毛利率提升	12
1.4、 在手订单充足保障未来业绩，拟募集资金完善海外重要的拉美布局	13
2、 铜金景气度有望持续，公司持股维理达资源布局上游矿资源开采	15
2.1、 2020 年以来铜金价格中枢逐步上升	15
2.2、 黄金：黄金的时代，时代的黄金	16
2.2.1、 黄金是 2025 年上半年表现最好的主要资产类别之一	16
2.2.2、 黄金基本面：需求结构变化，供应基本稳定	17
2.2.3、 宏观因素或成为中长期金价波动的催化剂	19
2.3、 铜：供需矛盾加剧，价格中枢上移	21
2.3.1、 铜：兼具工业属性与金融属性的金属	21
2.3.2、 矿端资源收缩，供需矛盾加剧	22
2.3.3、 供需矛盾加剧+金融属性或支撑铜价继续上行	24
2.4、 持股维理达资源布局上游矿资源开采	27
2.4.1、 延申上游矿业资源，持股维理达资源	27
2.4.2、 拟投资建设 Alacran 铜金银矿项目，项目已进入开发阶段	27
2.4.3、 Alacran 铜金银矿锚定公司未来成长空间	29
3、 矿用橡胶耐磨备件替代金属备件，打造公司第二成长空间	31
3.1、 橡胶耐磨备件受益于矿山机械行业增长+金属备件的替代	31
3.1.1、 增长逻辑一：选矿备件受益于矿山机械规模的增长	31
3.1.2、 增长逻辑二：矿用橡胶耐磨备件替代金属备件	32
3.2、 公司矿用橡胶耐磨备件性能较好，受益矿山机械行业 β 和自身渠道优势	34
3.2.1、 公司矿用橡胶耐磨备件性能较好	34
3.2.2、 公司具备渠道优势	37
3.2.3、 公司其他产品同样受益矿山机械增长 β	39
4、 盈利预测与评级	40
5、 风险提示	42

图表目录

图 1: 耐普矿机发展历程图	6
图 2: 公司实控人持股比例高, 股权结构稳定	7
图 3: 公司全球化布局情况	7
图 4: 公司业务涵盖选矿环节所有作业	8
图 5: 公司产品结构	8
图 6: 耐普矿机七大工厂布局图	8
图 7: 公司 2025Q1 营收因 EPC 项目影响而增速下降	10
图 8: 公司 2025Q1 归母净利润略有承压	10
图 9: 剔除 EPC 合同收入后公司的营收增速较高	11
图 10: 公司营收贡献以矿用橡胶耐磨备件为主	11
图 11: 公司营收结构中 EPC 项目占比下降	11
图 12: 公司海外营收占比	12
图 13: 公司核心产品矿用橡胶耐磨备件毛利率较高	12
图 14: 公司价高的海外毛利率带动整体毛利率提升	12
图 15: 拉美地区是公司重要的海外布局	14
图 16: 公司在拉美地区客户数量	14
图 17: 2020 年以来金价中枢上移	15
图 18: 2020 年以来铜价中枢上移	15
图 19: 实际利率影响黄金价格周期波动	16
图 20: 全球精炼铜产量和消费量情况	16
图 21: 全球黄金交易活动概况	16
图 22: 2025 上半年全球部分资产涨幅情况	17
图 23: 全球部分资产预估平均交易量 (十亿美元/天)	17
图 24: 2010 年-2025H1 黄金需求情况 (吨)	18
图 25: 2010 年-2025H1 黄金需求结构	18
图 26: 2010 年-2025H1 黄金供给保持相对稳定	18
图 27: 2019 年-2028E 黄金全球供需情况及预测	18
图 28: 全球金矿平均全维持成本 2021Q1-2024Q1 复合增长率 (3%) 大于黄金现货复合增长率 (1.2%)	19
图 29: 2025 年 1-6 月黄金驱动因素模型测算	19
图 30: 2025 年 1-6 月黄金 ETF 区域流动情况	19
图 31: 美国公共债务 2024 年底已突破 36 万亿美元	20
图 32: 美国经济政策不确定性指数维持高位	20
图 33: 全球央行购金需求意愿高增	20
图 34: 全球黄金 ETF2025 年加速流动	20
图 35: 铜产业链概况	21
图 36: 沪铜成交量与沪铜结算价	22
图 37: 2023 年铜行业下游需求占比情况	22
图 38: 2010-2024 年全球铜矿储量	22
图 39: 2024 年末全球铜储量分布占比情况	22
图 40: 2021-2025E 精炼铜供需及预测	23
图 41: 全球精炼铜最大产量国为中国, 国内精炼铜产量持续增长	23
图 42: 全球精炼铜最大消费国为中国, 国内精炼铜消费量持续增长	24
图 43: 2020-2024 年我国铜材产量及增速情况	24
图 44: 我国 2024 年铜材分类占比情况	24

图 45: 铜 RC 底价持续下降	26
图 46: 铜 TC 底价持续下降	26
图 47: 美元指数与铜价存在反方向走势	26
图 48: 铜价和通胀率关联度较高	26
图 49: 维理达资源股权结构 (收购完成后)	27
图 50: Alacran 铜金银矿地理位置	28
图 51: 橡胶耐磨衬板全球市场规模预测	31
图 52: 全球矿山机械市场规模持稳增长	31
图 53: 自 1991 年以来全球铜矿的平均品位下降了约 40%	33
图 54: 公司研发的高合金锻造衬板	36
图 55: 公司矿用橡胶耐磨备件持稳增长	37
图 56: 公司其他产品营收及毛利	39
表 1: 耐普矿机全球七大工厂	9
表 2: 公司公告的重大合同	13
表 3: 公司在大型客户的销售情况	14
表 4: 我国铜行业下游行业需求	25
表 5: 可行性分析报告中矿山项目指标	28
表 6: Alacran 铜金银矿利润测算 1	29
表 7: Alacran 铜金银矿利润测算 2	30
表 8: 磨机衬板的材料应用及演变	32
表 9: 橡胶耐磨材料优势	33
表 10: 矿用橡胶备件市场空间测算	34
表 11: 公司矿用橡胶耐磨衬板和世界龙头企业的优势对比	35
表 12: 公司成功研发全球首创的锻造工艺复合衬板, 性能均较传统铸造铬钼钢有显著提升	36
表 13: 公司二代衬板对比一代衬板的提升	37
表 14: 公司已有的矿山合作客户	38
表 15: 分业务收入预测 (暂不考虑 Alacran 铜金银矿在 2027 年的贡献)	41

1、专注研发耐磨新材料，全球化产能布局拓新机遇

1.1、公司成长岁月：关键技术突破与产业化之路

1.1.1、耐普矿机发展历程：新材料技术迭代与全球化布局里程碑

耐普矿机成立于2005年10月，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的企业，为客户提供重型选矿装备优化，选矿工艺流程设计等增值服务。

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，有效节能减排，全面提高矿山重型选矿设备的运转率、作业效率。公司研发的高分子复合橡胶新材料具有耐磨、耐腐、耐高温、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。

2005年，江西耐普实业有限公司成立，并正式投产；2010年公司自主研发生产的渣浆泵在江西德兴铜矿大山选矿投产；2012年自主研发生产的渣浆泵在蒙古投产，同年公司销售额突破2亿元；2020年公司成功上市，2022年年产600万吨额尔登特EPC项目建成投产；2024年赞比亚工厂建成投产；2025年公司拟投资建设Alacran铜金银矿项目。

图 1：耐普矿机发展历程图

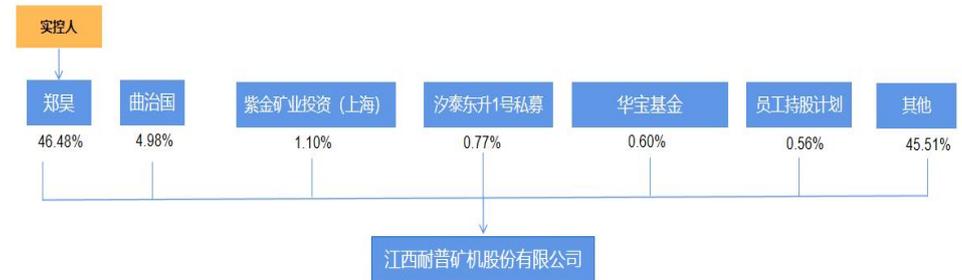


资料来源：公司公告，公司官网，国海证券研究所

1.1.2、股权结构稳定，子公司遍布国内外

截至 2025Q1，公司实控人郑昊直接控股 46.48%，实控人持股比例高，股权结构稳定。公司剩下的股权结构中，紫金矿业投资（上海）有限公司持股 1.1%，员工持股计划股权占比 0.56%。

图 2：公司实控人持股比例高，股权结构稳定



资料来源：iFinD，国海证券研究所

公司子公司遍布国内外。国内子公司主要分布在江西、上海、北京等地，国外开设多个全资子公司为客户售后服务，覆盖蒙古、新加坡、智利等多个国家，尤其在矿业资源丰富的地区（如智利、蒙古）设立子公司，以更好地服务当地矿山客户。

图 3：公司全球化布局情况

子公司	国内										国外											
	上海		北京	厦门	江西上饶			西藏拉萨	西澳	蒙古		秘鲁利马	新加坡	智利	墨西哥	赞比亚	厄瓜多尔	塞尔维亚	俄罗斯			
	上海耐普国际贸易有限公司	上海耐普矿机有限责任公司	北京耐普国际贸易有限公司	厦门耐普国际贸易有限公司	江西耐普矿机铸造有限公司	江西德铜泵业有限公司	上饶耐普国际商务酒店有限公司	江西耐普新材料有限公司	西藏耐普矿山机械有限公司	澳大利亚耐普矿机有限责任公司	耐普矿机蒙古有限责任公司	民族矿机有限责任公司	GALBY NKHUR LLC	耐普秘鲁矿机有限责任公司	耐普矿业机械国际有限公司	新加坡耐普环球资源投资有限公司	耐普矿机股份有限公司	耐普矿机墨西哥可变资产有限责任公司	耐普矿机(赞比亚)有限责任公司	耐普矿机(厄瓜多尔)有限责任公司	耐普矿机(塞尔维亚)有限责任公司	耐普矿机有限责任公司
持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	55%	100%	100%	100%	51%	100%	70%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
业务性质	流通	流通	售后服务	流通	制造	制造	餐饮住宿	制造	售后服务	售后服务	制造	售后服务	流通	流通	管理咨询	售后服务	售后服务	制造	流通	流通	流通	流通

资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.1.3、业务赋能选矿全环节增效

公司业务涵盖选矿环节所有作业：磨矿作业、矿浆运输及分级作业、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。

公司的主要产品与服务具体可分为选矿设备、选矿备件、矿用管道以及选矿系统方案与服务（EPC 项目）。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，矿用管道主要分为橡胶软管和钢橡复合管。

表 1: 耐普矿机全球七大工厂

工厂区域	建成投产时间	资本开支	备注
中国上饶 (总部)	原一期工厂 2005 年建成投产	3000 万元	产品广泛用于有色矿山、冶金、电力、交通、建筑等行业，主要生产各种型号球磨机端衬板，震动筛筛板、筛网、不同规格水力旋流器，不同规格渣浆及过流件，各种漏斗内衬，各种罐、缸、浮选机槽、电解槽聚安脂内衬以及各种型号浮选机定子叶轮等。
	二期工厂于 2023 启动建设，厂房主体部分已于 2025 年 1 季度投产	10 亿元	二期工厂的高耐磨合金钢锻造、特种结构碳化硅制品、智能立体仓储、自动化焊接智能制造升级等建设项目，预计全部达产达标后可实现年营收 10 亿元以上。此次投用的 20MN 快速锻液压机，具有行业领先的智能化自动化技术，可实现年产 10000 吨高强度耐磨合金钢锻件的生产目标。
蒙古国	2019 年建成投产	720 万美元	主要用于服务奥尤陶勒盖 (Oyu Tolgoi) 金铜矿、额尔登特铜钼矿。2023 年蒙古国工厂实现净利润 981 万元，达到公司预期目标。
赞比亚	2024 年 10 月 16 日建成投产	3000 万美元	1、年产能 4000 吨 2、赞比亚及其邻国刚果 (金) 位于中非铜钴矿带上，该矿带是世界上第三大铜矿富集区，也是世界上资源储量最大、矿床分布密度最高的沉积-改造型 (沙巴型或加丹加型) 铜钴矿成矿带。
中国西藏	自 2023 年 9 月 28 日启动建设，2024 年 7 月 22 日通过竣工验收，工厂主体部分已于 2025Q1 投产	3000 万元	1、西藏地区的铜矿储量高达约 2,700 万吨，占全国的约 77%，是国内铜资源储量最丰富地区之一。 2、知名矿企在当地布局情况：紫金矿业的巨龙铜矿项目、驱龙铜矿项目、朱诺铜矿项目；西部矿业的玉龙铜矿项目等。
智利	自 2024 年启动建设，目前主体基本建成，预计 2025 年建成投产	截至 2025 年 6 月 30 日累计使用募集资金 1.46 亿元	1、年产能 4000 吨矿用耐磨备件 2、智利铜储量占全球比重的 19.4%，铜储量世界第一。
秘鲁	自 2025 年初开工建设，预计 2027 年中建设完成	预计 5.71 亿元	1、年产 1.2 万吨新材料选矿耐磨备件 2、秘鲁铜储量占全球比重为 10.2%，铜储量世界第二。
塞尔维亚	截至 2025 年 Q1，处于生产基地拟建状态	拟资 0.25 亿美元	1、塞尔维亚目前是欧洲第二大铜矿产地。 2、紫金矿业在当地已有布局丘卡卢-佩吉铜金矿项目和博尔铜矿项目等。

资料来源：公司公告，上饶经济技术开发区官网，公司官网，耐普矿机公众号，国海证券研究所

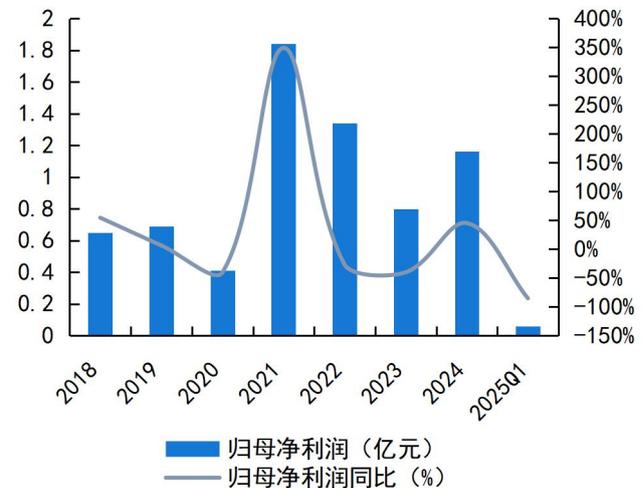
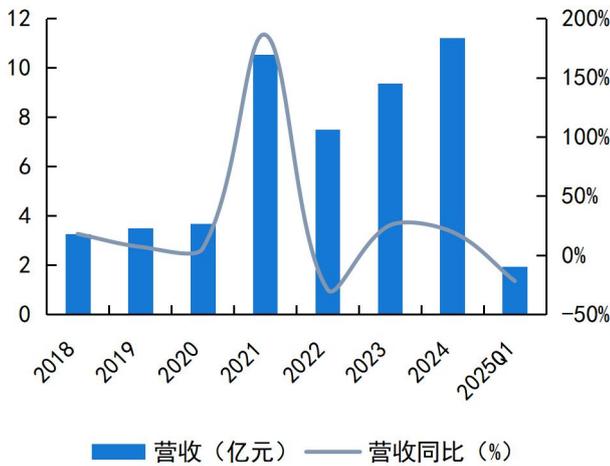
1.3、营收稳健增长，盈利能力仍有提升空间

1.3.1、营收稳健增长，2025H1 归母净利润略有承压

营收方面：整体来看，公司营收稳定增长，2021 年受 EPC 影响而大幅波动，2025Q1 由于无 EPC 收入而下降。2018-2020 年营收稳步增长，分别为 3.26 亿元、3.49 亿元和 3.68 亿元。公司营收在 2021 年达到 10.53 亿元的高峰，同比增速大幅提升至 186%，主要是由于额尔登特项目有序推进，该项目在 2021 年确收约 7 亿元。2024 年公司营收 11.22 亿元，同比+19.62%。2025Q1 公司营收 1.9 亿元，同比-22%，主要原因在于 2025Q1 没有 EPC 项目收入，而 2024Q1 确认收入 0.97 亿元。

归母净利润方面：归母净利润受 EPC 影响而产生较大波动，2025H1 预告利润因非常规因素而承压。由于 2021 年 EPC 项目确收约 7 亿元导致 2021 年净利润大幅增长，随后的 2022-2023 年又波动下降。2025H1，公司预告归母净利润 1500 万元-2250 万元，比上年同期下降 73%-82%。主要的原因包括 EPC 项目影响、资本开支影响和汇兑损益影响。2024H1，公司确认 EPC 项目收入 2 亿元，对应的毛利润为 0.5 亿元。2025H1 无 EPC 项目确认收入，导致公司净利润出现较大幅度下降。2025H1 公司产生固定资产折旧 4605 万元，同比+1561 万元；2025H1 汇兑产生的收益对公司净利润的影响约为-262 万元，2024H1 为+885 万元。

图 7：公司 2025Q1 营收因 EPC 项目影响而增速下降 图 8：公司 2025Q1 归母净利润略有承压

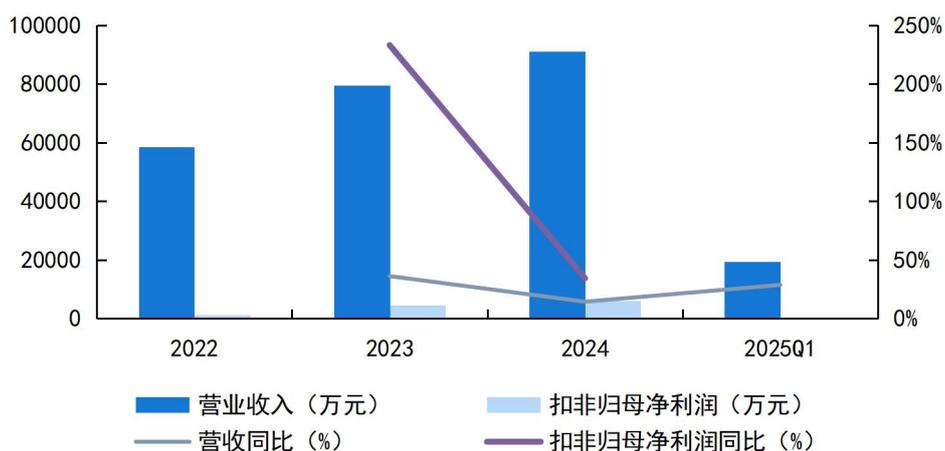


资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：iFinD，国海证券研究所

若考虑剔除 EPC 合同收入，2022 年至 2024 年度，公司营业收入年化增长率为 24.76%，营业收入呈高速增长趋势。

图 9：剔除 EPC 合同收入后公司的营收增速较高



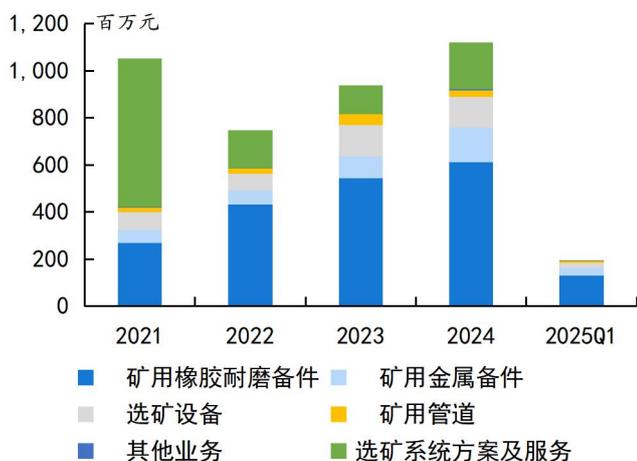
资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.3.2、营收结构以矿用橡胶耐磨备件为主，EPC 项目营收贡献下降

公司 2022-2025Q1 营收超过 50% 来自矿用橡胶耐磨备件，2021 年受 EPC 确收影响。2025Q1 公司已没有 EPC 项目的营收贡献。

图 10：公司营收贡献以矿用橡胶耐磨备件为主

图 11：公司营收结构中 EPC 项目占比下降

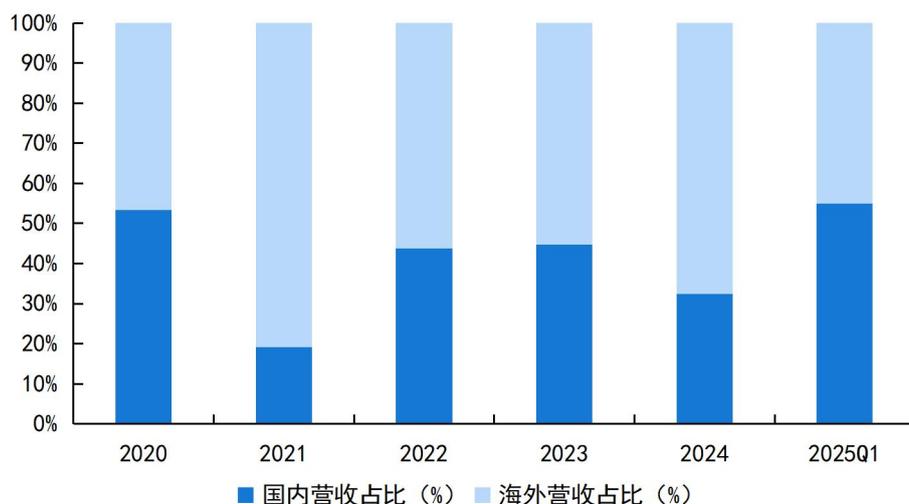


资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：iFinD，国海证券研究所

公司制定海外营收占比目标，海外营收占比未来或逐渐提升。2021 年和 2024 年海外业务占比显著高于其他年份，主要因为 EPC 项目确收影响。2025 年 Q1 海外业务占比略有下降，主要因为没有 EPC 收入。公司加速海外布局，努力提升在国际选矿设备市场的知名度、产品效率和市占率，公司目标是实现国际销售市场营收占比达 60%-80%。

图 12: 公司海外营收占比



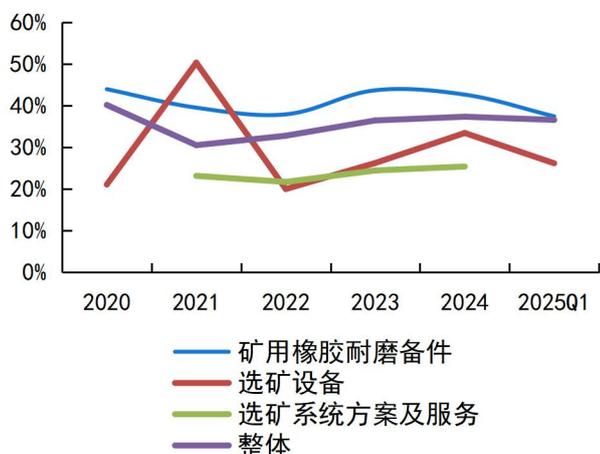
资料来源: iFinD, 国海证券研究所

1.3.3、核心产品毛利率突出，较高的海外毛利率带动整体毛利率提升

矿用橡胶耐磨备件作为公司核心高毛利率产品，2020-2025Q1 其毛利率均超 35%且比较稳定，在 2020 年最高达到 43.96%。除了矿用橡胶耐磨备件，选矿设备和选矿系统方案及服务也是营收占比较大的产品。其中，选矿设备的毛利率波动较大，选矿系统方案及服务的毛利率相对较低。

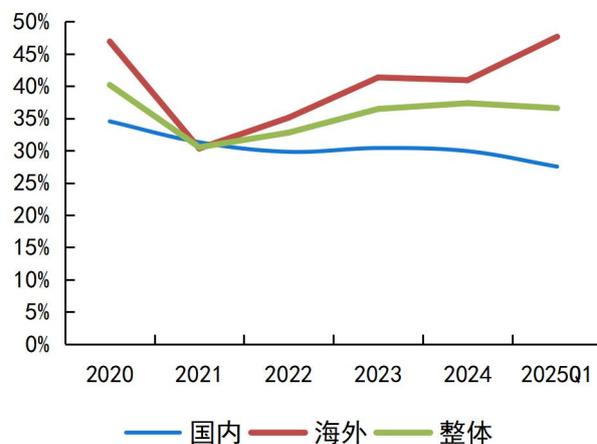
公司海外毛利率较高，其中 2025Q1 海外毛利率 47.65%，较国内毛利率高 20.13pct，得益于公司较早开展海外经营，产品已远销蒙古国、智利、墨西哥、厄瓜多尔、秘鲁、哈萨克斯坦、澳大利亚、俄罗斯等多个国家，具备一定的市场地位和品牌知名度。结合公司制定的海外营收目标，我们认为公司后续的毛利率有望进一步提升。

图 13: 公司核心产品矿用橡胶耐磨备件毛利率较高



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 14: 公司价高的海外毛利率带动整体毛利率提升



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

1.4、在手订单充足保障未来业绩，拟募集资金完善海外重要的拉美布局

公司订单增长态势良好。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在手订单金额为 4.87 亿元，在手订单较为充足，较 2024 年末增长 39.26%。

表 2：公司公告的重大合同

客户	合同金额	公告时间	产品/服务
蒙古国额尔登特矿业公司	12588.88 万美元	2019 年 12 月	公司承接额尔登特“年产量 600 万吨自磨厂房 4 号生产线建造和投产”相关的供货、工程服务等工作。
中信重工机械股份有限公司	2784 万元	2021 年 11 月	进料端内圈衬板、进料端角衬板、出料端角衬板、出料端橡胶衬板装配。
奉新时代新能源资源有限公司	1525 万元	2022 年 7 月	公司为奉新时代陶瓷土（含锂）矿综合利用项目选矿厂（一期）提供渣浆泵设备及备品备件产品。
中信重工机械股份有限公司	2695.5 万元	2022 年 9 月	磨机进出料端复合衬板。
Zangezur Copper-Molybdenum Plant CJSC	1628.96 万美元	2022 年 10 月	公司为赞格祖尔铜钼矿 540 万吨处理量选厂项目提供选矿设备及备件。
蒙古国额尔登特矿业公司	3032.45 万美元	2023 年 1 月	公司为额尔登特矿业“选矿厂自磨厂房 200 万吨/年扩建工程”提供相关的供货、工程服务等工作。
俄罗斯某客户	9426.64 万元	2023 年 9 月	签订《泵和旋流器组供货合同》，公司为该客户提供渣浆泵和水力旋流器等设备。
哈萨克斯坦共和国某矿业公司	2265.76 万美元	2025 年 2 月	签订 5 年期《备件供货合同》，为该客户提供磨机进料端衬板、筛板、护板等选矿备件。
哈萨克斯坦共和国某矿业公司	1885.25 万美元	2025 年 6 月	签订了《标准供货合同》，为该客户提供钢橡复合管、圆筒筛、圆筒筛护板、筛板等选矿备件。

资料来源：公司公告，公司官网，耐普矿机公众号，国海证券研究所

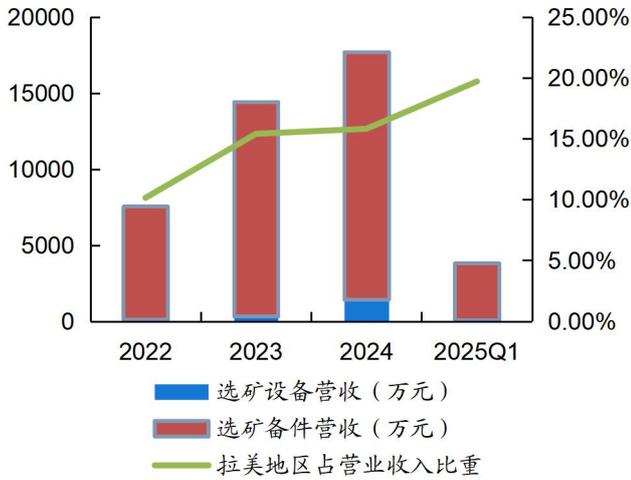
公司产品在拉美地区拥有较好的市场需求，具备市场认可度。公司 2025 年 6 月末拉美地区选矿设备在手订单 778.27 万元，同比+239.29%，选矿备件在手订单 7108.59 万元，同比+25.62%。

公司现有矿用橡胶耐磨备件产品产能利用率已处于较饱和水平，为实现业务在拉美地区的进一步发展，公司拟通过向不特定对象发行可转换公司债券筹集资金用于秘鲁年产 1.2 万吨新材料选矿耐磨备件制造项目。

拉美地区是全球铜矿资源储备和产量最多的地区，是公司全球化经营的重点布局区域。近年来，公司持续投入资源拓展拉美地区市场，取得了积极的效果。我

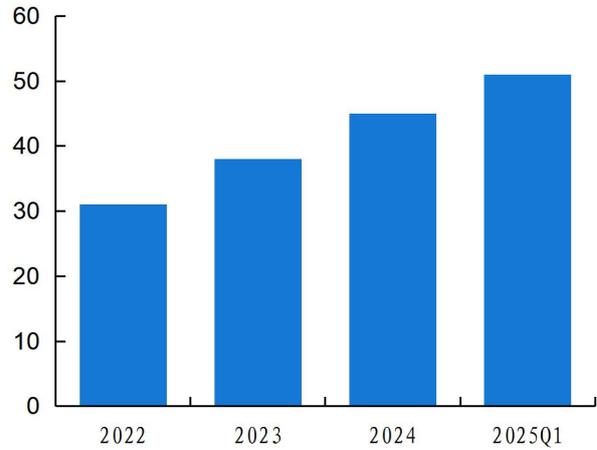
们认为，随着募集资金完善拉美产能，公司的拉美订单有望逐步兑现业绩，同时公司在拉美的市占率或进一步提升。

图 15: 拉美地区是公司重要的海外布局



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 16: 公司在拉美地区客户数量



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

目前，公司已在拉美地区陆续开拓了哈德湾矿业、安托法加斯塔矿业、墨西哥集团、智利国家铜业、中铝集团、五矿集团等多家大型矿山客户。我们认为随着产能的提升，后续有望进入更多客户名单和拿到更多订单份额。

表 3: 公司在大型客户的销售情况

客户名称	基本情况	2024 年销售情况
哈德湾矿业	多伦多证券交易所、纽约证券交易所上市公司（股票代码：HBM）。哈德湾矿业是一家历史超过 90 年的加拿大多元化金属生产商，主要资产包括秘鲁的康斯坦西亚铜矿、加拿大的 Snow Lake 金铜矿和 Copper Mountain 铜矿等。其中，秘鲁康斯坦西亚铜资源量约 186 万吨，年产量近 10 万吨。	931.19 万元
安托法加斯塔矿业	伦敦证券交易所上市公司（股票代码：ANTO），全球前十大铜生产商之一。其拥有智利 Los Pelambres、Centinela 和 Antucoya 等核心矿床，公司年产量超过 60 万吨。	1,072.39 万元
墨西哥集团	墨西哥证券交易所上市公司（股票代码：GMEXICOB），全球第四大铜生产商。其在墨西哥当地拥有多个铜矿开采项目，其中墨西哥 布埃纳维斯塔铜矿是全球前十大铜矿山之一，年产量约 40 万吨。	3,611.97 万元
智利国家铜业	世界最大铜生产企业，2024 年铜产量为 144.2 万吨。其在智利拥有世界第二大铜矿丘基卡马塔，年产量约 50 万吨。	430.27 万元
中铝集团	全球第一大氧化铝供应商，第一大电解铝供应商。其在秘鲁投资特罗莫克铜矿，年产量超过 20 万吨。	2025 年 6 月末来自该客户在手订单金额 100.52 万元
五矿集团	国有金属矿产企业。其在秘鲁投资邦巴斯铜矿，铜资源量约 768 万吨，年产量近 30 万吨。	2025 年 6 月末来自该客户在手订单金额 964.23 万元

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2、铜金景气度有望持续，公司持股维理达资源布局上游矿资源开采

2.1、2020 年以来铜金价格中枢逐步上升

复盘 2020 年以来的铜金价格，铜金的价格中枢逐步上移。COMEX 黄金收盘价从 2020 年 1 月的 1527.3 美元/金衡盎司上升至 2025 年 8 月的 3360.1 美元/金衡盎司；LME 铜价从 2020 年 1 月的 6165.5 美元/吨上升至 2025 年 8 月的 9535.5 美元/吨。

图 17：2020 年以来金价中枢上移

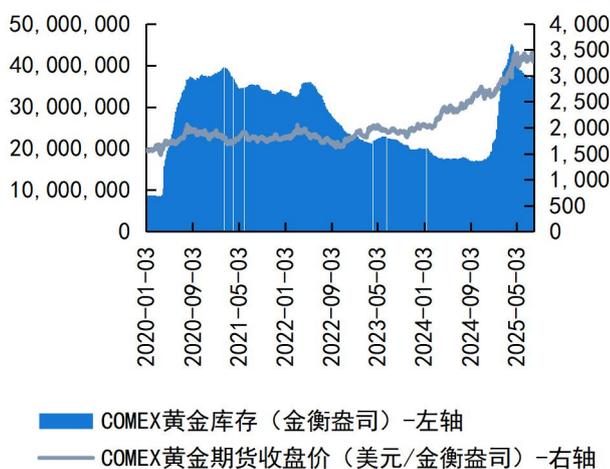
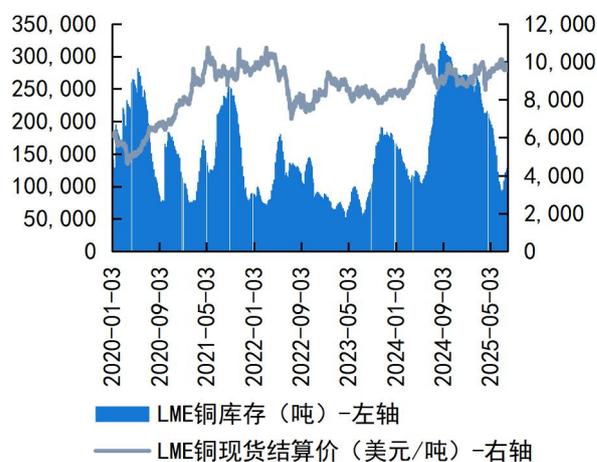


图 18：2020 年以来铜价中枢上移



资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：iFinD，国海证券研究所

据国海证券研究所政策&地产组 2025 年 7 月 4 日外发报告《黄金价格波动的底层逻辑》观点，四大视角推动黄金上涨：1) 从货币视角看，黄金是一种“超主权货币”，动荡时代货币属性更明显；2) 从债务视角看，前所未有的全球债务水平引发了人们对中期经济稳定和债务风险的担忧，提升黄金的防御需求，黄金价格不断走高；3) 从信用视角看，美元信用松动，防御需求正在成为新的定价力量；4) 从资产配置视角看，黄金作为一种独特的资产，在多元化投资组合中不可替代。

铜价上行受宏观与政策共振驱动，同时供需基本面支撑铜价。基本面来看，需求端正经历着结构性的扩张。据 ICSG 的数据显示，2024 年精炼铜消费量同比增长 2.9%，精炼铜产量同比增速下降；矿山开采成本持续上升，劳动力、能源价格上涨及环保投入增加不断推高边际成本。宏观方面来看，多国央行的宽松政策为铜价提供支撑，推动铜价上行。

图 19: 实际利率影响黄金价格周期波动

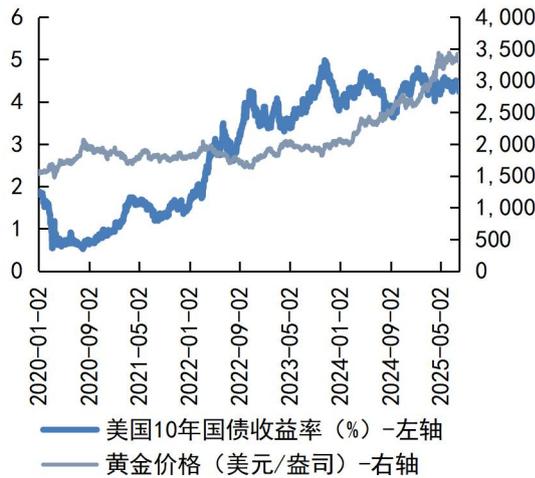
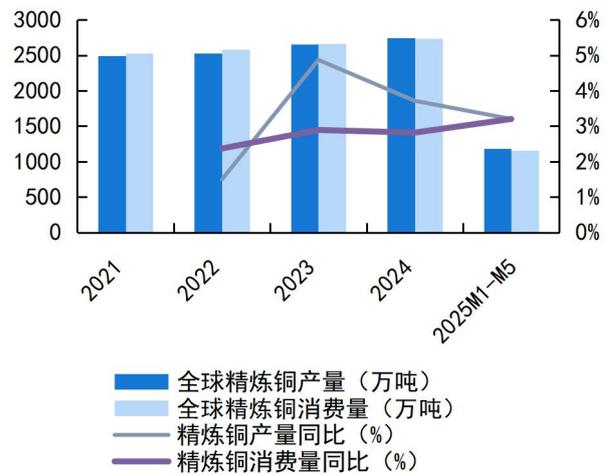


图 20: 全球精炼铜产量和消费量情况



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

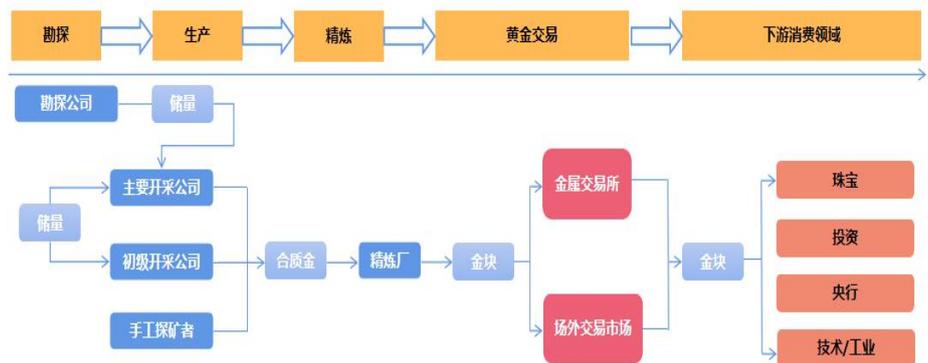
资料来源: ICSG, 国海证券研究所

2.2、黄金：黄金的时代，时代的黄金

2.2.1、黄金是 2025 年上半年表现最好的主要资产类别之一

有史以来，黄金一直是用于钱币、珠宝及艺术品制造的贵金属。其亦广泛应用于高科技制造。黄金产品包括实物黄金（如金块、合质金、金币以及黄金制品熔炼期间产生的金精矿）以及黄金衍生品。合质金乃黄金和白银的半纯合金，通常进行精炼及进一步提纯，得到终端产品金块，即黄金含量不低于 99.5% 的高纯度实物黄金（例如金条、金币及金牌）。

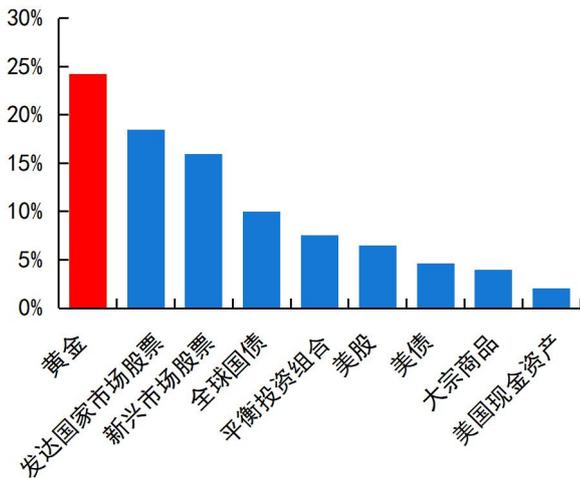
图 21: 全球黄金交易活动概况



资料来源: 世界黄金协会, 弗若斯特沙利文, 国海证券研究所

2025 年上半年，黄金成为表现最好的主要资产类别之一。在 2024 年 40 次刷新纪录高位后，2025 年上半年，黄金进一步录得 26 次历史新高，涨幅接近 25%。同时在不同主要资产年平均交易量中，黄金交易量超过很多其他主要金融资产。

图 22: 2025 上半年全球部分资产涨幅情况

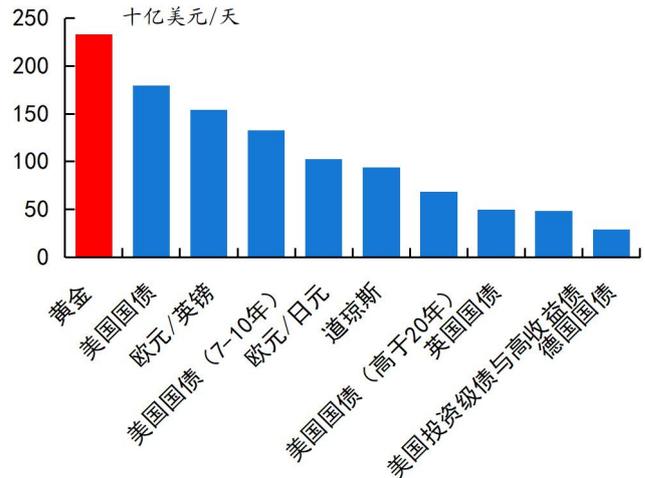


资料来源: 彭博社, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 国海证券研究所

注: 数据截至 2025 年 6 月 30 日。

所用指数: 彭博巴克莱全球国债 (美国除外), 彭博巴克莱美国债券综合指数, ICE BofA 美国 3 月期国债指数, New Frontier 全球机构投资者投资组合指数, MSCI 全球 (美国除外) 总回报指数, 彭博商品总回报指数, MSCI 新兴市场总回报指数, LBMA 午盘金价 (美元/盎司), MSCI 美国总回报指数。

图 23: 全球部分资产预估平均交易量(十亿美元/天)



资料来源: 彭博社, 国际清算银行, 德国金融署, 美国金融业监管局, 英国债务管理办公室, 世界黄金协会, 国海证券研究所

注: 数据截至 2024 年 12 月 31 日

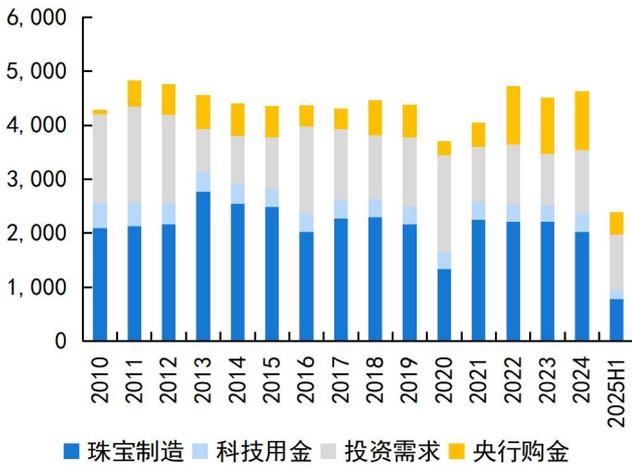
除部分货币交易对因数据可得性仍采用 2022 年 4 月的日均成交量外, 其他数据均基于 2024 年 1 月 1 日至 12 月 31 日的日均成交量。美股交易量前三名为苹果、英伟达和特斯拉的均值; 黄金交易量的具体构成及计算方法详见 Goldhub.com。

2.2.2、黄金基本面: 需求结构变化, 供应基本稳定

根据世界黄金协会, 黄金主要的四大需求为珠宝制造、科技用金、投资需求和央行购金。投资需求通常受到实际利率变化、通胀预期、不稳定不确定性风险事件和金融市场波动的影响, 投资者将黄金视为防御资产。央行购金是为了优化储备资产结构, 增强抵御全球金融市场波动能力, 增强官方储备资产稳定性和金融安全性。金饰需求主要受文化传统影响, 尤其在亚洲地区。科技用金主要集中在电子、医疗和航空航天等领域。

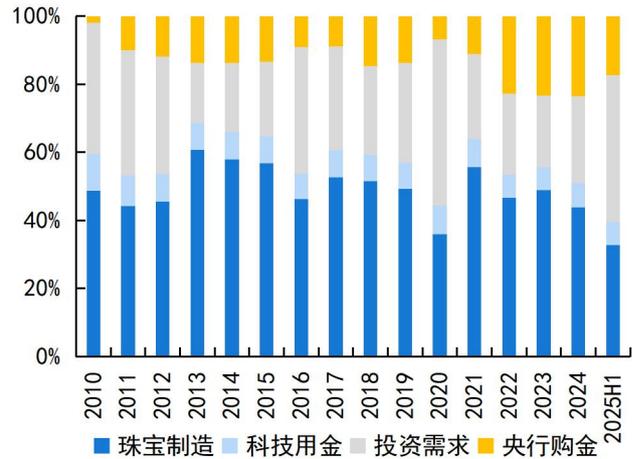
据世界黄金协会, 从黄金需求和需求结构来看: 1) 从需求量来看: 珠宝制造和科技用金需求量较为稳定, 2010-2024 年合计约 2549 吨/年。珠宝制造是黄金年需求量的最大来源, 2010-2024 年平均占比为 49.6%。2) 从需求结构来看: 投资需求+央行购金推动黄金需求走强。2025H1 投资需求占黄金需求占比达到 43%, 央行购金需求从 2020 年的 255 万吨上升至 2024 年的 1089 万吨, 2024 年央行购金需求占黄金需求比例达到 24%。

图 24: 2010 年-2025H1 黄金需求情况 (吨)



资料来源: 世界黄金协会, 国海证券研究所

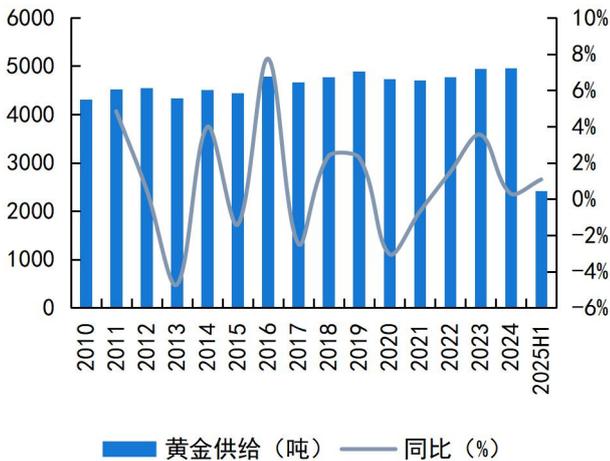
图 25: 2010 年-2025H1 黄金需求结构



资料来源: 世界黄金协会, 国海证券研究所

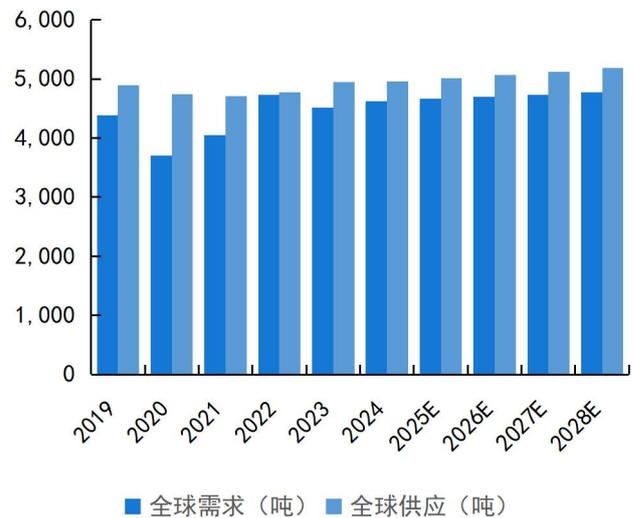
全球的黄金供应一直保持相对稳定。黄金供应受多方面因素影响, 主要包括金矿的品位、资源及开采难度、市场对黄金的需求、黄金价格波动及政府对黄金开采业的政策等。根据世界黄金协会的数据和弗若斯特沙利文预计, 全球黄金的需求在 2025-2028 年以 0.8% 的复合增长率增长, 全球黄金的供给在 2025-2028 年以 1.1% 的复合增长率增长。

图 26: 2010 年-2025H1 黄金供给保持相对稳定



资料来源: 世界黄金协会, 国海证券研究所

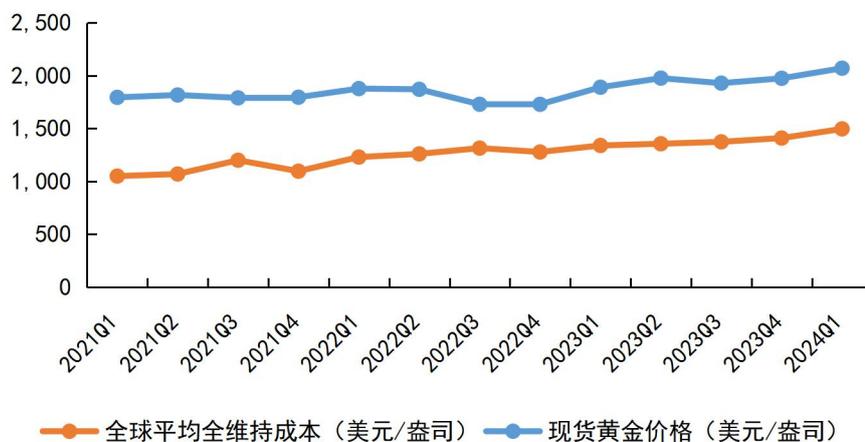
图 27: 2019 年-2028E 黄金全球供需情况及预测



资料来源: 世界黄金协会, 弗若斯特沙利文, 国海证券研究所

开采成本上升支撑金价。据弗若斯特沙利文数据, 全球金矿平均全维持成本 2021Q1-2024Q1 的复合增长率大于现货黄金的复合增长率。

图 28: 全球金矿平均全维持成本 2021Q1-2024Q1 复合增长率 (3%) 大于黄金现货复合增长率 (1.2%)



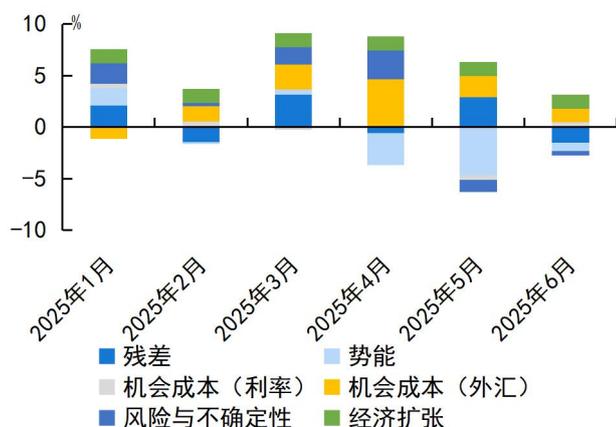
资料来源: 弗若斯特沙利文, 国海证券研究所

2.2.3、宏观因素或成为中长期金价波动的催化剂

2025 年 1-6 月, 美元走弱、利率维持区间波动, 以及高度不确定的地缘经济环境等因素共同带动了强劲的黄金投资需求。

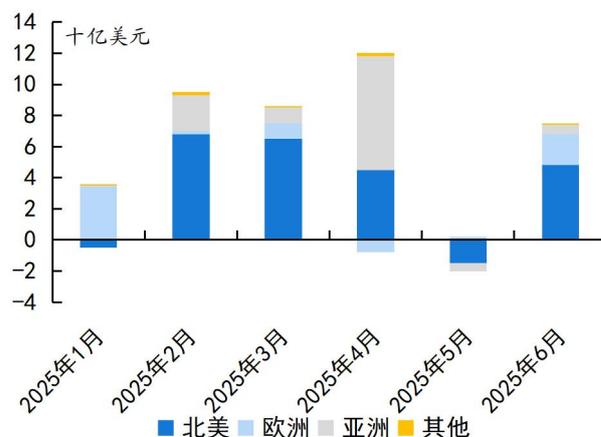
根据世界黄金协会对黄金驱动因素的测算, 风险与不确定性、机会成本和势能三大因素对过去六个月黄金回报的贡献合计约 16%: 1) 风险与不确定性: 促使寻求有效对冲的投资者买入黄金, 贡献 4% (其中一半可归因于 GPR 地缘政治风险指数的上升); 2) 机会成本: 使得黄金相较美元和债券收益率更具吸引力, 贡献 7% (其中大部分与美元走弱相关, 约占 6%); 3) 势能: 放大金价趋势或回归均值, 贡献 5% (主要与黄金 ETF 净流入有关)。

图 29: 2025 年 1-6 月黄金驱动因素模型测算



资料来源: 世界黄金协会, 国海证券研究所

图 30: 2025 年 1-6 月黄金 ETF 区域流动情况

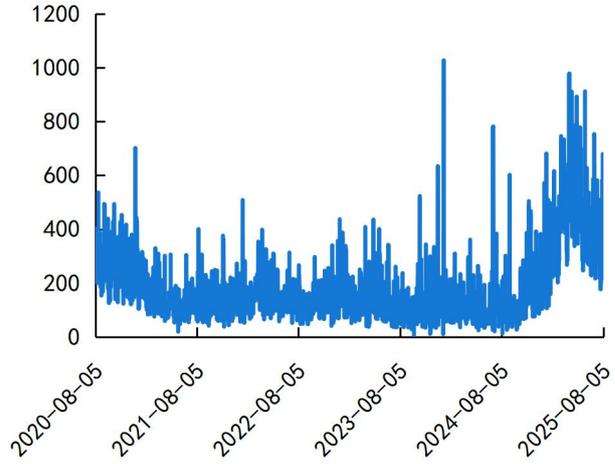
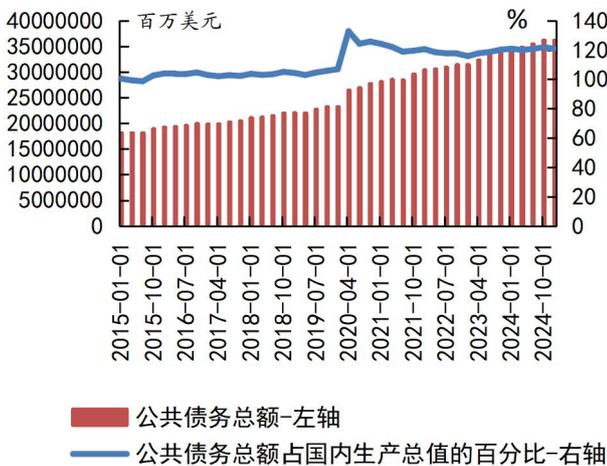


资料来源: 世界黄金协会, 国海证券研究所

宏观因素或成为中长期金价波动的催化剂：1）美国公共债务“雪球”越滚越大，据 FRED 数据，2024 年底美国公共债务已突破 36 万亿美元，财政可持续性遭受质疑，美元信用裂痕导致的储备需求再次成为黄金定价的锚。**2）据 FRED 数据，**美国经济政策不确定性指数近年来维持高位，给市场带来不确定性。

图 31：美国公共债务 2024 年底已突破 36 万亿美元

图 32：美国经济政策不确定性指数维持高位



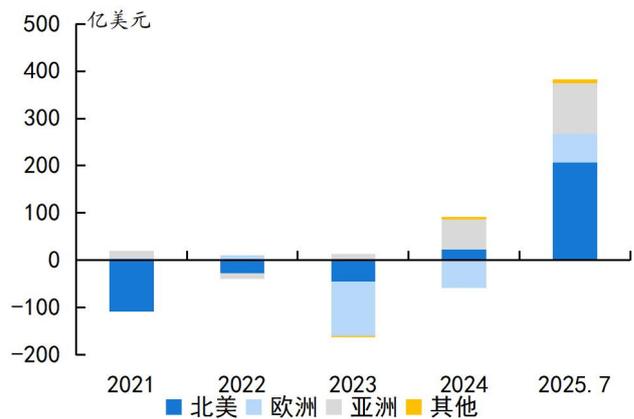
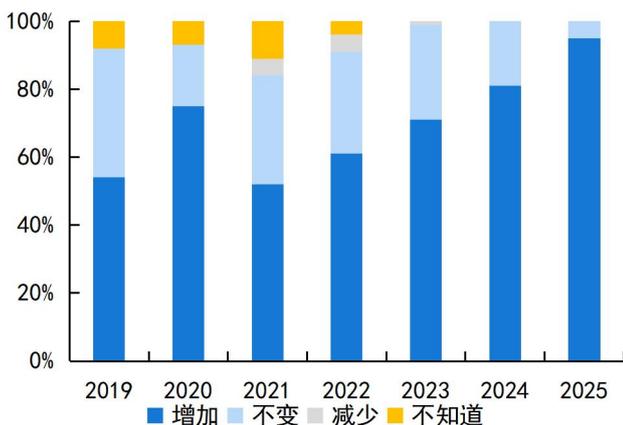
资料来源：FRED，国海证券研究所

资料来源：FRED，国海证券研究所

宏观因素或继续支撑央行购金需求和投资需求：1）全球央行购金需求意愿高增：2025 年 6 月世界黄金协会发布的《2025 年全球央行黄金储备调查》（CBGR）数据显示，95% 的受访央行认为，未来 12 个月内全球央行将继续增持黄金，这一比例创下自 2019 年首次针对该问题进行调查以来的最高纪录。**2）2025 年黄金 ETF 加速流动：**据世界黄金协会数据，截至 2025 年 7 月 25 日，全球黄金 ETF 流入达到约 382 亿美元。

图 33：全球央行购金需求意愿高增

图 34：全球黄金 ETF 2025 年加速流动



资料来源：世界黄金协会，国海证券研究所

资料来源：彭博社，洲际交易所基准管理机构，世界黄金协会，国海证券研究所

注：2025 年 6 月世界黄金协会发布的《2025 年全球央行黄金储备调查》显示 95% 的受访央行认为，未来 12 个月内全球央行将继续增持黄金

注：数据截至到 2025 年 7 月 25 日

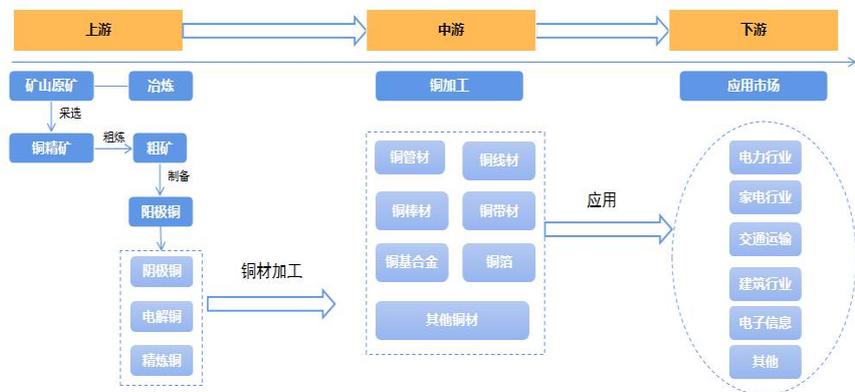
2.3、铜：供需矛盾加剧，价格中枢上移

2.3.1、铜：兼具工业属性与金融属性的金属

铜是与人类关系非常密切的有色金属，不仅在自然界资源丰富，且具有较优良的导电性、导热性、延展性、耐腐蚀性、耐磨性等优良性质，被广泛地应用于电力、电子、能源及石化、机械及冶金、交通、轻工、新兴产业及等领域。

铜行业产业链的上游为铜矿采选及铜冶炼；铜棒、铜板、铜管、铜线等铜材料加工居中游；铜产品用途广泛，行业涉及的下游领域众多，包括电力、家电、交通运输、建筑以及电子等。

图 35：铜产业链概况



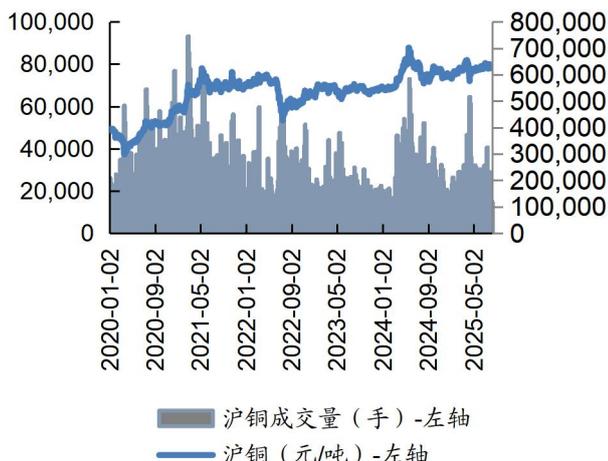
资料来源：前瞻产业研究院公众号，国海证券研究所

铜兼具工业属性与金融属性：

1) 工业基础属性突出：电解铜纯度可高达 99.99% 以上，具有极佳的导电性、导热性和耐腐蚀性，是电力、电子、建筑、交通等领域核心材料。以电网建设为例，中国每年新增电网线路长度需用铜超过 200 万吨，涵盖高压输电线路、电缆及变压器等；每辆纯电动车用铜量约 80-100 公斤，传统燃油车约 20 公斤，所以新能源汽车电机用铜量是传统汽车的 3-5 倍。

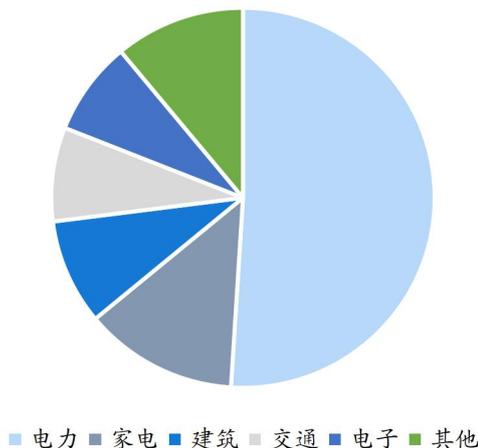
2) 金融属性：电解铜是全球期货市场交易量最大的品种之一，LME（伦敦金属交易所）和 SHFE（上海期货交易所）等主要交易所的期货合约价格是基准价的重要参考，这些价格反映了市场供需关系和市场预期。其标准化合约、高流动性和低仓储成本，使其成为套利、套期保值的理想工具。

图 36: 沪铜成交量与沪铜结算价



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 37: 2023 年铜行业下游需求占比情况



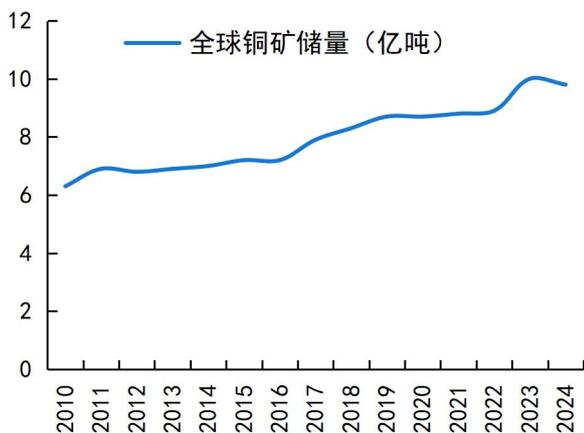
资料来源: 百川盈孚, 观研天下, 国海证券研究所

2.3.2、矿端资源收缩，供需矛盾加剧

受矿山关闭短期突发事件与勘探难、品位下降和投资不足等长期结构性挑战的影响，2024 年全球矿端资源储量出现收缩。根据美国地质勘查局（USGS）统计，过去三十年随着勘探投入以及技术进步，全球铜矿储量以年均 4% 的复合增速增长，2023 年储量达到 10 亿吨。2024 年全球铜矿资源储量没有延续之前的增长趋势，而是出现收缩情况，储量下降为 9.8 亿吨，同比下降 2.0%。

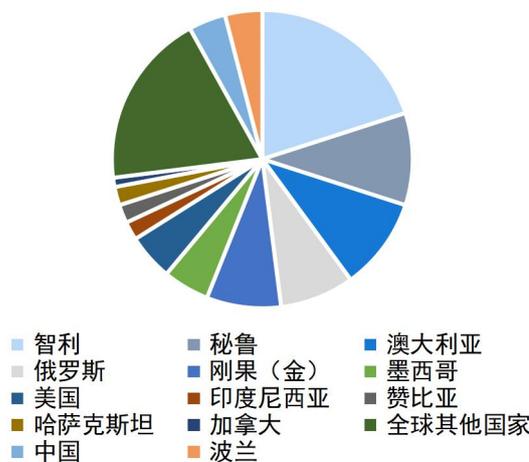
从储量分布来看，截至 2024 年末，铜储量主要集中于环太平洋地区，具体来看，主要集中于智利（20%）、秘鲁（10%）、澳大利亚（10%）、刚果金（8%）和俄罗斯（8%），前 5 国铜矿储量占全球总储量的 56%，中国的占比仅为 4%。

图 38: 2010-2024 年全球铜矿储量



资料来源: 大普信评公众号, 国海证券研究所

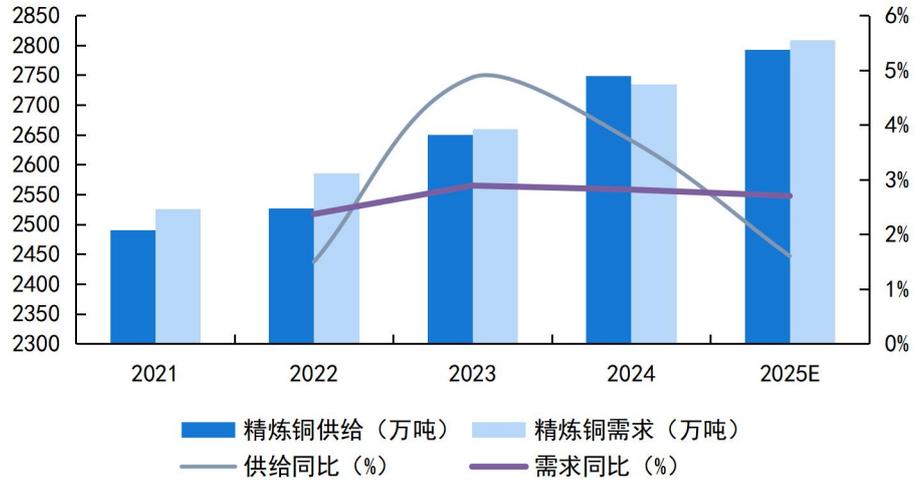
图 39: 2024 年末全球铜储量分布占比情况



资料来源: 大普信评公众号, 国海证券研究所

精炼铜供给增速不及需求增速，供需缺口逐渐加剧。据 ICSG 数据及预测，2025 年精炼铜需求的增速达到 2.7%，精炼铜供给的增速为 1.6%，按照该数据预测，2025 年精炼铜供需缺口达到 17 万吨。

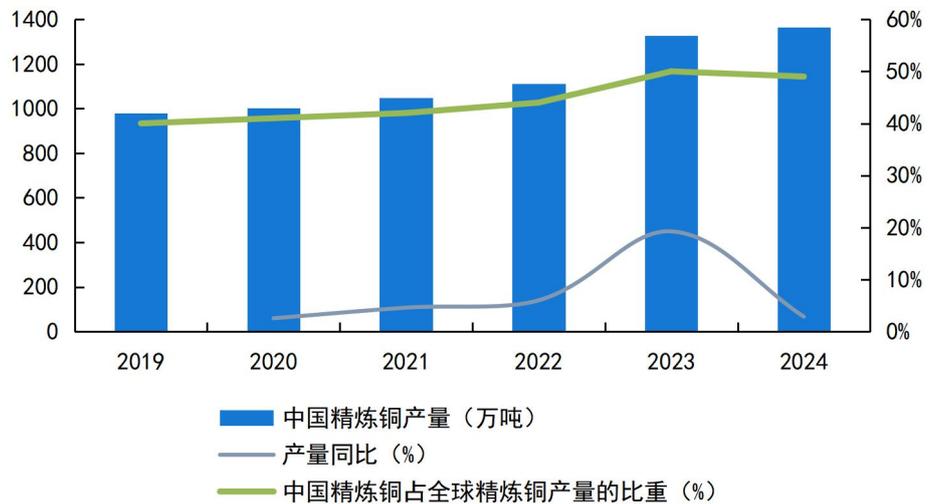
图 40: 2021-2025E 精炼铜供需及预测



资料来源: ICSG, 国海证券研究所

精炼铜最大产量国为中国，国内精炼铜产量持续增长：我国是全球最大的精炼铜生产国，近年来我国精炼铜产量持续扩展，根据国家统计局数据，2024 年我国精炼铜产量达 1364 万吨，同比增长 2.9%，占全球精炼铜产量的 49%。

图 41: 全球精炼铜最大产量国为中国，国内精炼铜产量持续增长

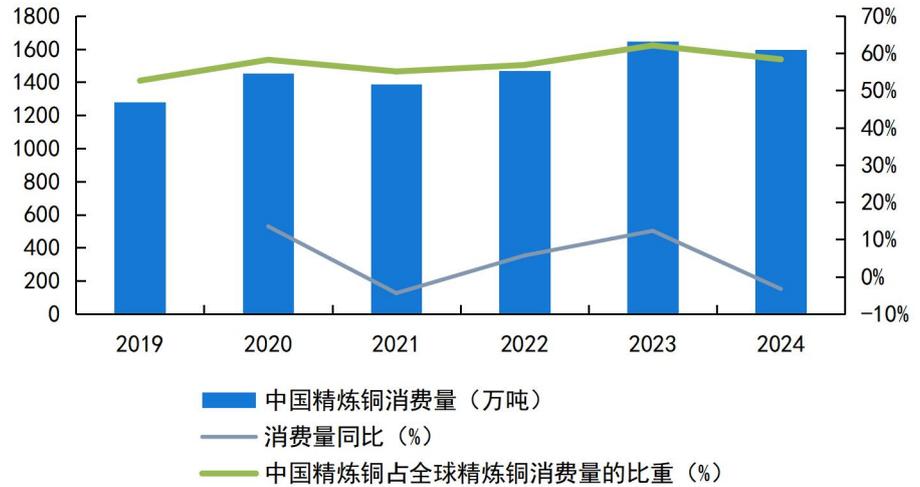


资料来源: 大普信评公众号, 国海证券研究所

精炼铜最大消费国为中国，我国精炼铜供需缺口较大。从我国精炼铜消耗量来看，中国经济的快速增长和工业化进程推动了精炼铜的大量需求。特别是在新能源、汽车、建筑等领域，精炼铜的需求量显著增加。近年来中国精炼铜消耗量呈现显著增长趋势，是全球最大的精炼铜消费国。2024 年我国精炼铜消费量约为 1595 万吨，占全球精炼铜消费量的 58% 左右，继续保持全球最大的精炼铜消费

国的地位。尽管中国是精炼铜的生产大国，但其需求量远超产量，导致供需缺口依然存在。2024年，中国精炼铜产量为1364万吨，存在231万吨的供应缺口。

图 42: 全球精炼铜最大消费国为中国，国内精炼铜消费量持续增长

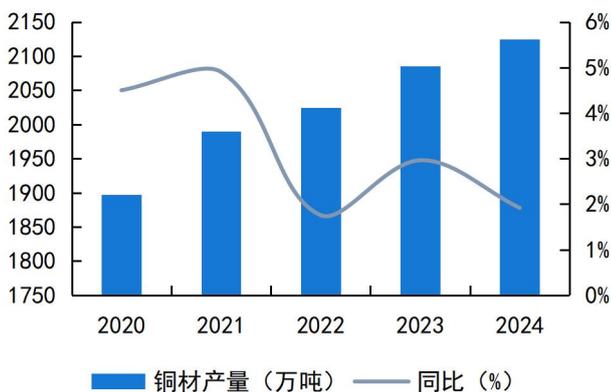


资料来源：大普信评公众号，国海证券研究所

2.3.3、供需矛盾加剧+金融属性或支撑铜价继续上行

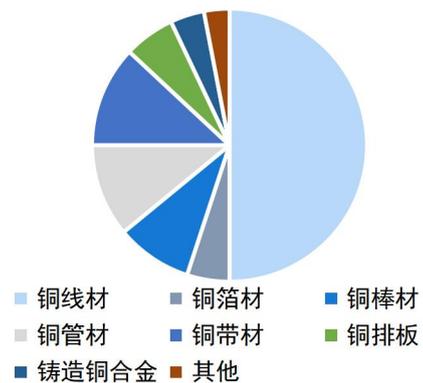
需求端来看，以消费量最大的中国为例，国内铜材年均产量稳定增长。从中国有色金属加工工业协会数据来看，2020-2024年中国铜加工材年均产量复合增速为3%，2024年中国铜加工材产量达2125万吨。2024年国内铜线材产量1055万吨，占铜加工材总量的50%；铜管236万吨、铜带242万吨、铜棒198万吨，这三类各占10%左右；排板135万吨、箔材105万吨、铸造合金82万吨，这三类分别占4%-6%。

图 43: 2020-2024 年我国铜材产量及增速情况



资料来源：中国有色金属加工工业协会，大普信评公众号，国海证券研究所

图 44: 我国 2024 年铜材分类占比情况



资料来源：中国有色金属加工工业协会，大普信评公众号，国海证券研究所

从铜行业下游需求展望来看，占比较高的电力、家电能够维持需求基本盘，光伏、风电、新能源车带来新的增量。

表 4：我国铜行业下游行业需求

下游应用	行业需求及展望情况
电力	电力行业消费铜主要包括发电端、输变电和配电等领域，主要用于电线电缆、发电机组、变压器、变电站和配电站设备等，尤其以电线电缆用铜最多。2024 年电源及电网工程分别完成投资 11687 亿元和 6083 亿元，分别同比增长 12.1%和 15.3%，且近年投资将维持高位，对铜需求形成托底。
家电	根据国家统计局的数据，2024 年限额以上单位家用电器和音像器材类商品零售额达到 10307 亿元，这一数据不仅超过了 2017 年的 9454 亿元峰值，还创下了历史新高。展望未来，考虑到我国家电消费已进入存量市场，更新需求正步入集中释放期，预期政策的接续发力将延续以旧换新政策激发的换新热潮，推动家电行业稳中向好。
交通运输	从汽车产销总量来看，在新能源汽车产销持续快速增长的影响下，2024 年，我国汽车产销累计完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%，产销量再创新高，继续保持在 3000 万辆以上规模。综合来看，我国汽车领域用铜需求仍保持增长。
建筑	2024 年，房地产行业的铜需求表现出一定的波动。根据统计局的数据，2024 年房屋竣工面积下降 27.7%，其中住宅竣工面积下降 27.4%。2024 年，我国的房地产低迷持续，对铜的需求正在下降。预计 2025 年房地产市场复苏有限，新房开工和竣工面积或维持低位，进而拖累建筑用铜需求。
光伏	国际铜业协会数据显示，光伏装机用铜量为 0.4 万吨/GW。2024 年全国光伏新增装机 2.78 亿千瓦，同比增长 28%，装机高增速拉动铜需求快速增长。但由于光伏行业发展迅速，电线电缆企业快速涌入，铝合金芯的应用逐渐增多，未来光伏系统中铜单耗或将逐渐呈现下降趋势。
风电	2024 年，全国风电新增装机容量保持增长，其增长 7,982 万千瓦，同比增长 6%，其中陆上风电新增装机容量 7,579 万千瓦，海上风电新增装机容量 404 万千瓦。2024 年，国家发展改革委和能源局联合印发《能源重点领域大规模设备更新实施方案》提到，推进风电设备更新和循环利用，要求鼓励并网超过 15 年或单台机组容量小于 1.5 兆瓦的风电场开展改造升级，到 2027 年，能源重点领域设备的投资规模将较 2023 年增长 25%以上，该方案的实施将进一步为铜需求打开空间。
新能源车	2024 年，在政策利好、供给丰富、价格降低和基础设施持续改善等多重因素共同影响下，新能源汽车持续增长，产销量分别为 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，均突破 1000 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%，较 2023 年提高 9.3 个百分点。

资料来源：大普信评公众号，国海证券研究所

从供给来看，全球冶炼厂进一步投产，加剧铜矿资源紧张。由于全球矿业公司面临供应中断，加之冶炼产能的不断扩大，2023 年，智利铜矿商安托法加斯塔与中国江西铜业等冶炼厂确定的次年基准冶炼厂处理费，铜的处理费从原本的每吨 80 美元骤降至 21.5 美元，精炼费也从每磅 8 美分大幅降至 2.125 美分，创下至少 20 年以来的最低纪录。进入 2024 年，这一颓势仍在延续，我国铜精矿 TC/RC 在 2024 年出现大幅下跌现象，2024 年 5 月 TC 均价降为临界值附近，铜冶炼企业出现成本倒挂经营亏损。2024 年 7—12 月，虽然铜精矿现货 TC/RC 价格出现波动上涨态势，但仍徘徊在极低水平。

矿端冶炼矛盾突出，铜冶炼行业仍面临重大挑战。据 IEA 展望，全球各地的冶炼厂正努力与中国的冶炼厂竞争，因为现货 TC/RC 已创下历史新低，自 2024 年 12 月以来一直为负值，这主要是由于冶炼产能过剩。尽管现货 TC/RC 为负值压缩了利润率，但许多冶炼厂的主要收入仍来自以基准价格为基础的长期合同，而该基准价格也正大幅下跌，预计 2025 年将降至每吨略高于 20 美元左右，较 2024 年每吨 80 美元大幅下降。

长单加工费下降主要因为冶炼产能集中投产，冶炼环节相对过剩。近几年是世界铜粗炼产能的集中投放期，据上海有色网数据，2025年，全球将有182万吨铜粗炼产能投产，远超过铜精矿的增量。

图 45: 铜 RC 底价持续下降

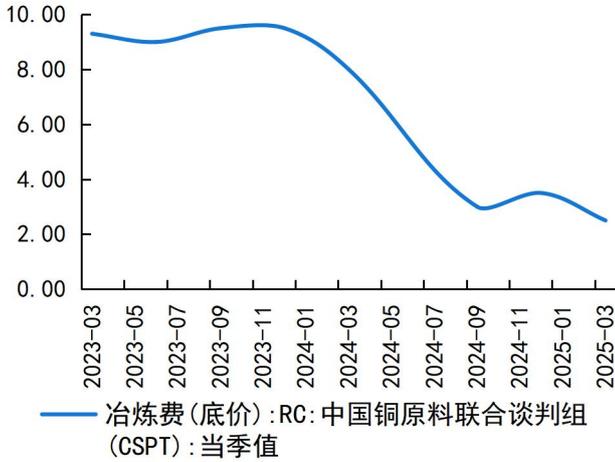
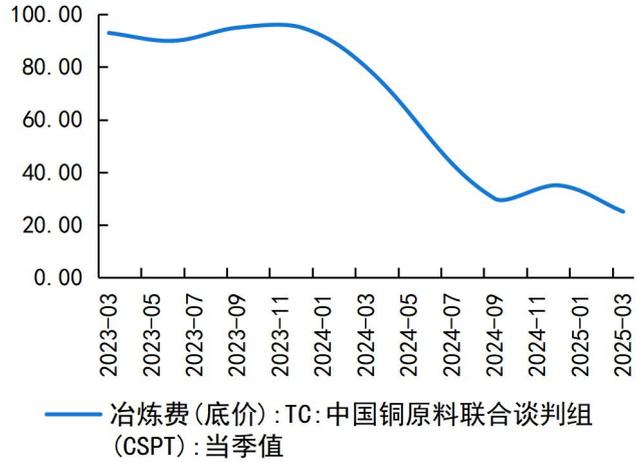


图 46: 铜 TC 底价持续下降



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

资料来源: iFinD, 国海证券研究所

铜的金融属性来看，一是指铜所具备的投融资、保值增值等功能；二是指铜价与美元的相对关系；三是聚焦资产配置，考虑铜与宏观经济、货币政策联动的特性，一方面，铜价波动会向通胀传导；另一方面，铜也是不生息的实物资产，其持有成本由实际利率决定，也会受到通胀影响，因此铜价与通胀、货币政策关联度较高。

铜同样适用黄金的实物资产逻辑，美元走弱的情境下，美元计价商品吸引力回升。

图 47: 美元指数与铜价存在反方向走势

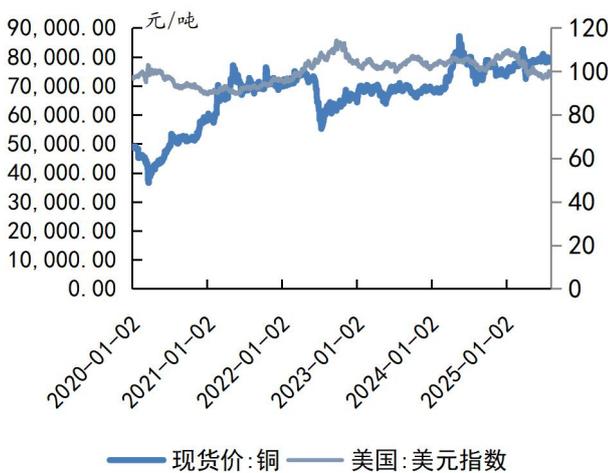


图 48: 铜价和通胀率关联度较高



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

资料来源: iFinD, 国海证券研究所

2.4、持股维理达资源布局上游矿资源开采

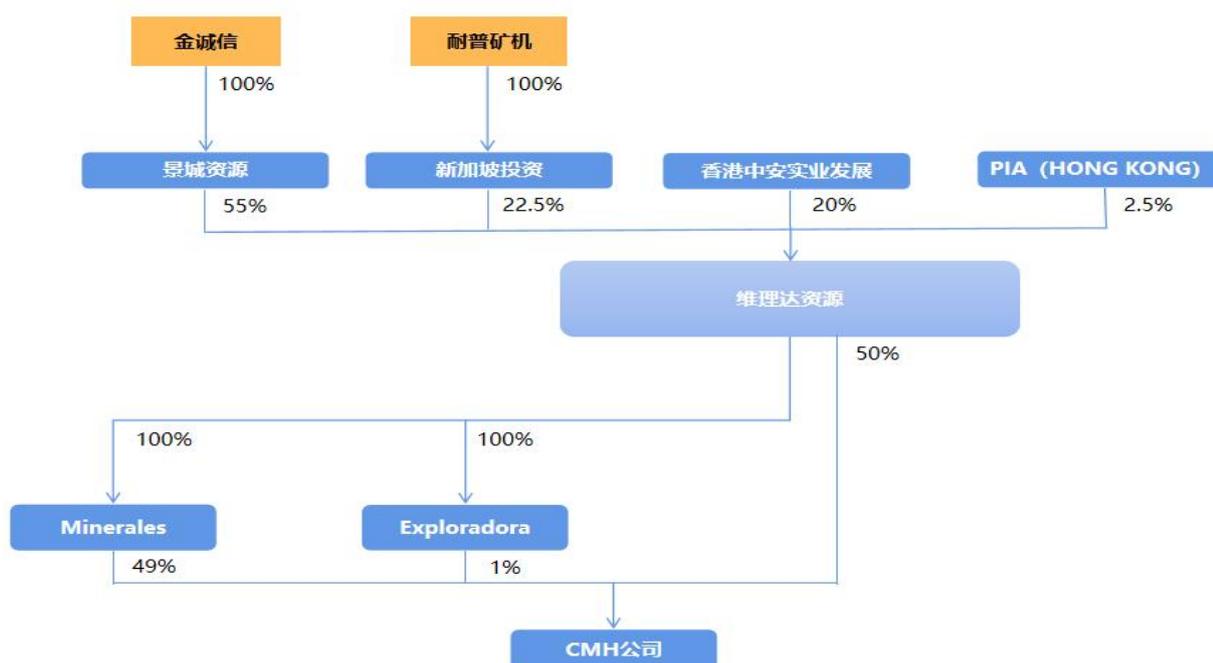
2.4.1、延申上游矿业资源，持股维理达资源

公司通过全资子公司新加坡耐普环球资源投资有限公司以现金出资方式认购瑞士公司维理达资源 22.5% 的股权。维理达资源增资完成后，将收购 Cordoba 矿业在哥伦比亚的全部矿产资源，其中主要资产为其持有的 CMH Colombia S.A.S。

维理达资源持有 CMH 公司 50% 股权（另外 50% 股权由 Cordoba 矿业通过其全资子公司持有），CMH 公司通过其全资子公司 Cobre Minerals S.A.S. 持有哥伦比亚 San Matias 项目下 Alacran 铜金银矿、Alacran North 矿床、Montiel East 矿床、Montiel West 矿床、Costa Azull 矿床的相关权益。

维理达资源增资完成后，将用于收购 Cordoba 矿业持有的 Minerales Cordoba S.A.S. 以及 Exploradora Cordoba S.A.S. 之 100% 股权，从而进一步获得 CMH 公司剩余 50% 股权。

图 49：维理达资源股权结构（收购完成后）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

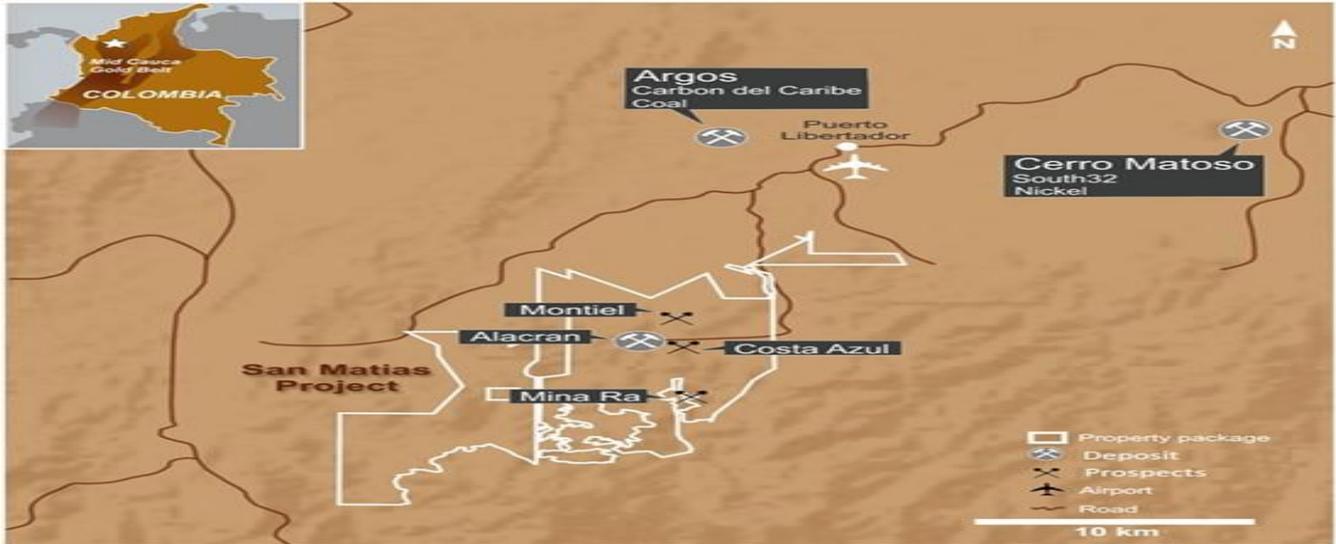
2.4.2、拟投资建设 Alacran 铜金银矿项目，项目已进入开发阶段

Cordoba 的旗舰项目 Alacran 项目位于哥伦比亚，是一个铜金银开发项目。该项目占地约 2 万公顷，基础设施完善，哥伦比亚正成为拉丁美洲矿业的重要参与者。

该矿区海拔高度约为 100 米至 350 米。气候适宜全年进行矿产勘探和钻探。项目区地形适宜露天开采，拥有充足的空间容纳选矿厂、废石堆、尾矿库和其他矿山基础设施。

随着 Alacran 矿床可行性研究于 2023 年 12 月完成，该项目已进入开发阶段，项目的建设期为 2 年。矿山建设需要两项许可证：采矿技术工作计划（PTO）已于 2021 年 11 月填写，环境影响评估（EIA）已于 2023 年 12 月提交。

图 50: Alacran 铜金银矿地理位置



资料来源：cordobaminerals 官网

根据可行性研究，评估利用可信储量为 97.95 百万吨，铜品位 0.41%、金品位 0.23 克/吨、银品位 2.63 克/吨。按照铜价 3.99 元/磅、金价 1715 美元/盎司、银价 22.19 美元/盎司假设，该项目的税后内部收益率为 23.8%，项目投资回收周期为 3 年。

表 5: 可行性分析报告中矿山项目指标

参数	单位	数值
矿山使用寿命	年	14.2
年平均铜产量	百万磅	56.9
年平均金产量	千盎司	39
年平均银产量	千盎司	382
平均铜品位	%	0.41
平均金品位	克/吨	0.23
平均银品位	克/吨	2.63
铜价假设	美元/磅	3.99
金价假设	美元/盎司	1715
银价假设	美元/盎司	22.19
税后内部收益率	%	23.8
税后项目回收周期	年	3

资料来源：cordobaminerals 官网，国海证券研究所

据公司公告，哥伦比亚项目仍有很大的潜力，目前详细勘探的矿权仅局部五个，并且还有十几个矿权未做勘探，申请的矿权面积达八百多平方公里，未来有望成为哥伦比亚矿产资源开发主体。

2.4.3、Alacran 铜金银矿锚定公司未来成长空间

基于黄金、铜行业的分析，我们认为铜金银能够维持较好的景气度，价格中枢相较于可行性研究大幅提高，Alacran 铜金银矿有望带来更高的收益。

公司公告显示，该项目投资 4.20 亿美元，投资回收期预计 3 年，由此可得每年的平均净利润为 1.4 亿美元，根据原先铜价 3.99 美元/磅、金价 1715 美元/盎司、银价 22.19 美元/盎司为依据测算营收可得该项目的净利率约为 46%。

测算方法 1: 我们假设黄金价格中枢为 3000 美元/盎司，铜价格中枢为 4.8 美元/磅，银价格中枢为 35 美元/盎司。据我们测算，Alacran 铜金银矿每年的净利润可以达到 2.96 亿元，相较于可行性研究增厚利润 0.76 亿元。

表 6: Alacran 铜金银矿利润测算 1

参数假设	单位	数值
年平均铜产量	百万磅	56.9
年平均金产量	千盎司	39
年平均银产量	千盎司	382
铜价假设	美元/磅	4.8
金价假设	美元/盎司	3000
银价假设	美元/盎司	35
铜价营收	亿美元	0.67
金价营收	亿美元	2.27
银价营收	亿美元	0.09
铜净利率假设	%	45
金净利率假设	%	50
银净利率假设	%	50
铜净利润	亿美元	1.23
金净利润	亿美元	0.59
银净利润	亿美元	0.07
合计净利润	亿美元	1.88
美元/人民币假设	/	7
Alacran 铜金银矿净利润	亿元	13.2
公司控股比例	%	22.5
公司平均每年利润	亿元	2.96
相较于可行性研究增厚利润	亿元	0.76

资料来源: cordobaminerals 官网, 公司公告, 国海证券研究所

测算方法 2: 我们通过假设的价格中枢与原先可行性的价差乘以产量来测算增厚利润，同时考虑一定的开采成本增长、汇率变动和成本通胀等因素，给予增厚的利润 35% 的折价估算。据我们测算，Alacran 铜金银矿每年的净利润可以达到 3.24 亿元，相较于可行性研究增厚利润 1.03 亿元。

表 7: Alacran 铜金银矿利润测算 2

参数假设	单位	数值
年平均铜产量	百万磅	56.9
年平均金产量	千盎司	39
年平均银产量	千盎司	382
铜价假设	美元/磅	4.8
金价假设	美元/盎司	3000
银价假设	美元/盎司	35
铜价价差(相较于可行性研究)	美元/磅	0.81
金价假设(相较于可行性研究)	美元/盎司	1285
银价假设(相较于可行性研究)	美元/盎司	12.81
铜利润增厚	亿美元	0.46
金利润增厚	亿美元	0.50
银利润增厚	亿美元	0.05
合计利润增厚	亿美元	1.01
利润折价	%	35
实际利润增厚	亿美元	0.66
美元/人民币假设	/	7
Alacran 铜金银矿净利润	亿元	14.40
公司控股比例	%	22.5
公司平均每年利润	亿元	3.24
相较于可行性研究增厚利润	亿元	1.03

资料来源: cordobaminerals 官网, 公司公告, 国海证券研究所

综上, 按照黄金价格中枢为 3000 美元/盎司, 铜价格中枢为 4.8 美元/磅, 银价格中枢为 35 美元/盎司来测算, 我们预计该矿投产后每年带来的净利润约为 3-3.2 亿元, Alacran 铜金银矿锚定公司未来成长空间。

3、矿用橡胶耐磨备件替代金属备件，打造公司第二成长空间

3.1、橡胶耐磨备件受益于矿山机械行业增长+金属备件的替代

3.1.1、增长逻辑一：选矿备件受益于矿山机械规模的增长

选矿备件属于矿业机械的“铲子”，下游矿业行业对选矿备件的需求具有持续性：**1)** 由于矿山选矿作业条件恶劣，对选矿设备的损耗较大，采矿企业通常采取频繁地更换选矿备件的方式来减少设备主机的损耗，因此采矿行业对选矿备件的需求量大，且具有持续性，使选矿备件的销量能够保持一定的稳定性。**2)** 以磨机设备中易磨损、更换量和消耗量最大的备件磨机衬板为例，根据《矿山机械杂志》数据，目前，大型半自磨机衬板使用寿命一般仅为 2-6 个月，大型球磨机衬板使用寿命一般为 10-12 个月。**3)** 铜矿品位下降叠加铜矿产量增长的背景下，矿企对选矿备件的需求将得到增长。铜矿品位下降意味着单位矿石能获得的金属铜量减少，且会导致矿石难磨程度更高。矿山企业只能通过新开矿山、增加选矿备件消耗、提高选矿设备的选矿效率等方式维持产量的增长。

受益于矿山机械市场规模的持稳增长，选矿备件中的橡胶耐磨衬板全球市场规模逐渐扩大。QY Research 调研显示，2024 年全球橡胶耐磨衬板市场规模大约为 10.31 亿美元，预计 2031 年将达到 15.37 亿美元，2025-2031 期间年复合增长率(CAGR)为 5.7%。

图 51：橡胶耐磨衬板全球市场规模预测

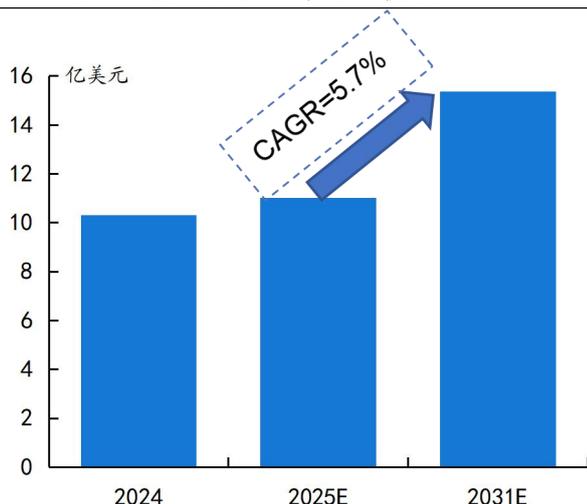
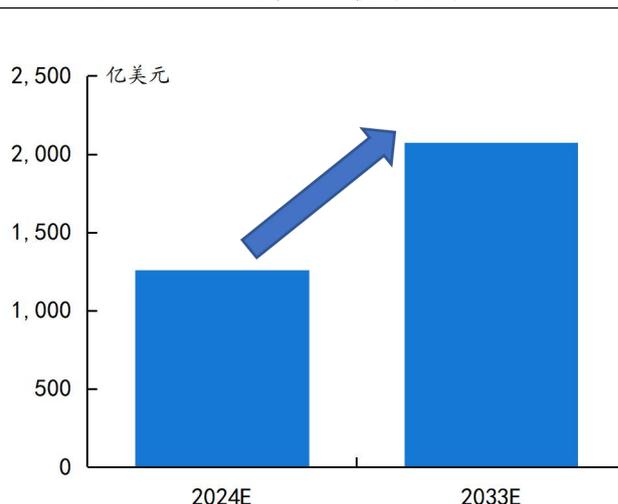


图 52：全球矿山机械市场规模持稳增长



资料来源：QY research，国海证券研究所

资料来源：公司公告，Precedence Research，国海证券研究所

3.1.2、增长逻辑二：矿用橡胶耐磨备件替代金属备件

耐磨备件的性能以硬度、耐磨性、摩擦系数、冲击韧性等体现，不同材料体现出不同的性能优劣势，以磨机衬板为例，目前在矿山行业使用的材料包括金属材料、橡胶材料、磁性材料和复合材料等。

表 8：磨机衬板的材料应用及演变

材料	材料发展方向	性能特点
金属材料	目前，金属衬板主流的应用材料包括高锰钢、非锰系耐磨合金钢、高铬铸铁等，以锰钢衬板为例，其主要通过改变碳、锰含量并添加合金元素与热处理，对高锰钢进行表面预硬处理等方式，以此优化高锰钢的物理性能（耐磨性、硬度、韧性等），改善高锰钢的适用性，延长高锰钢衬板的使用周期。	具有高耐磨、高韧性、高硬度、适应性能强的优点，但磨损较快、容易断裂、寿命短、重量重，安装复杂，维护成本高，噪音大。
橡胶材料	橡胶衬板由弹性聚合物材料构成，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。	具有良好的耐腐蚀、耐磨损性能，重量轻，降低电耗提升经济性，但由于不能有效冲击物料，会降低磨矿效率。
磁性材料	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，可以减少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。	安装过程采用磁性吸附，安装简单，基于在衬板表面形成的磁性保护层，衬板使用寿命较长。但随着筒体直径的增加，对衬板磁性的要求更高，必须增加磁性衬板的磁性来满足安装要求，后期的更换、拆除困难，同时对于检修孔等连接部分，极易破坏磁场的整体性，降低保护层厚度，降低衬板使用寿命。
复合材料	目前复合材料种类繁多，其特性又具有良好的可设计性、综合性能等，运用范围较广，目前最常见的是橡胶金属复合材料。除此之外，碳化硅、氮化硅、耐磨陶瓷、磁性材料等与橡胶的复合应用也展现广阔的应用前景。	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、节能便于安装、耐磨、抗冲击力强、隔音效果好等优点，使用寿命长。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

不论是传统金属衬板还是橡胶衬板或磁性衬板，由单一材料制作的耐磨备件在性能上均存在一定局限性，使得相关备件的使用寿命提升面临瓶颈，制约了选矿设备的整体运行效率。为此，近年来，包括公司在内的部分行业企业研发并推出了新型复合材料耐磨备件。

以耐普矿机的耐磨橡胶备件为例对比金属备件，橡胶复合备件的价格大概是 3~4 万/吨，传统金属备件以高锰钢为代表，价格约为 1.5 万/吨；橡胶复合耐磨材料的使用寿命为金属材料的 1.5-3 倍，耐磨橡胶备件售价稍贵，但寿命也大幅提升，带来经济效益更大。

表 9： 橡胶耐磨材料优势

优势	具体表现
耐磨性好，使用寿命更长	橡胶复合耐磨材料在圆筒筛、球磨机格子板、渣浆泵过流件等产品中的使用寿命为金属材料的 1.5-3 倍。
质量轻，节能优势显著	橡胶密度仅为金属密度的 1/6，橡胶复合耐磨材料设备产品的自重显著轻于传统金属材料设备产品：一块高锰钢衬板一般重量在 50 公斤左右，最重的可达 120 公斤，而单块橡胶衬板仅重 15-20 公斤。并且能够减少能耗、降低成本、节能（节约 10%）减排。
耐腐蚀性好，应用领域更广	矿石选矿流程中通常会采用加入化学药剂的方式提高生产效率和分选效果，橡胶复合耐磨材料有更好的耐腐蚀性，并且可以根据各种矿石的矿物含量和化学成分调整材料配方，有针对性地增强选矿设备及其备件在特定工况环境下的耐腐蚀性能。
环保优势	橡胶复合耐磨材料阻尼更高、弹性更大。以球磨机衬板为例，橡胶复合衬板可有效降低噪音 8-10 分贝。从资源使用效率的角度言，以可再生的天然橡胶替代储量有限不可再生的金属资源更加符合经济性的要求和可持续发展的原则。
安装便利优势	公司生产的橡胶复合备件安装容错率更高、重量更轻，与传统金属备件相比，可大幅节省安装时间，有利于矿山运转率提升。在需要频繁更换易耗备件或过流件的选矿领域，这一优势为相关更换作业带来了较大的便利。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

据公司公告，目前世界上大多数矿企用的还是金属备件，但基于橡胶备件的优势，未来有望形成部分替代，全球橡胶复合耐磨备件替代率正在大幅提升。

据公司公告显示，公司认为替代率正在大幅提升的原因：**1）**铜品位下降，选矿备件的需求预计 15-20 年将翻一倍。行业橡胶复合备件的替代和渗透加快，全球橡胶复合备件估计 3 到 5 年就能规模翻倍，而且维持长期高速增长；**2）**随着大量矿山技改更换大型整机，淘汰老旧小机器设备，会加速行业复合备件的替代比例。目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率不到 15%，随着公司不断加大研发投入和产品推广力度，替代率会有较大幅度的提升空间。

图 53： 自 1991 年以来全球铜矿的平均品位下降了约 40%



资料来源：S&P Global Market Intelligence，Wood Mackenzie

根据我们的测算，随着橡胶耐磨备件渗透率的提升，矿用橡胶备件市场规模 2025-2029 年分别为 170/250/338/435/542 亿元，未来逐步打开市场空间。

表 10：矿用橡胶备件市场空间测算

测算指标/年份	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
全球精炼铜产量（万吨）	2305	2362	2420	2480	2541	2604
铜矿品位（%）	0.40%	0.39%	0.38%	0.37%	0.36%	0.35%
原矿石处理量（亿吨）	58	61	64	67	71	74
橡胶耐磨备件渗透率（%）	10.00%	12.50%	17.50%	22.50%	27.50%	32.50%
吨矿球耗（千克/吨）	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64
橡胶备件市场消耗量（万吨）	37	48	71	97	124	155
橡胶备件单价（万元/吨）	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
橡胶备件市场规模（亿元）	129	170	250	338	435	542
橡胶备件市场 yoy（%）		31%	47%	35%	29%	25%
金属耐磨备件渗透率（%）	90.00%	87.50%	82.50%	77.50%	72.50%	67.50%
吨矿球耗（千克/吨）	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
金属备件市场消耗量（万吨）	133	136	135	133	131	129
金属备件单价（万元/吨）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
金属备件市场规模（亿元）	199	203	202	199	197	193
选矿备件市场规模（亿元）	328	373	451	537	631	734

资料来源：公司公告，ICSG，紫金资产公众号，秦冠迎、刘民卫等《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，国海证券研究所

3.2、公司矿用橡胶耐磨备件性能较好，受益矿山机械行业 β 和自身渠道优势

3.2.1、公司矿用橡胶耐磨备件性能较好

与国际巨头相比，公司技术基本处于同一水平线上。公司成立以来，便专注于橡胶耐磨备件的研发及生产，结合郑昊董事长在创立耐普之前已有近 20 年行业经验，积累了一定的客户资源，通过不断地试用及迭代，逐步形成了耐普自有领先技术。行业技术门槛相对比较高的，主要体现在材料技术及结构设计。公司的橡胶备件具有几十种配方，可以根据不同的工矿环境采用专用的配方。

公司在研发高分子复合耐磨材料领域具有先发优势。公司研发制造的高分子复合耐磨材料选矿备件在耐磨性、耐腐蚀性、环保性等诸多方面优于传统金属材料备件，对市场上的传统金属材料备件形成了一定的替代效应。

公司深耕行业，有效把握选矿设备大型化、节能化、绿色化等行业发展趋势。公司较早即开展耐磨材料复合产品的研发与应用，开展体系化布局，已成功产出锻造复合衬板和复合陶瓷渣浆泵等具备行业代表性的耐磨材料复合产品。相关产品结合多种材料优势，突破单一材料局限，为选矿设备耐磨备件性能提升和行业

效率优化提供了全新解决方案，能够有效提升经济效益，对大型矿山企业意义重大。

表 11: 公司矿用橡胶耐磨衬板和世界龙头企业的优势对比

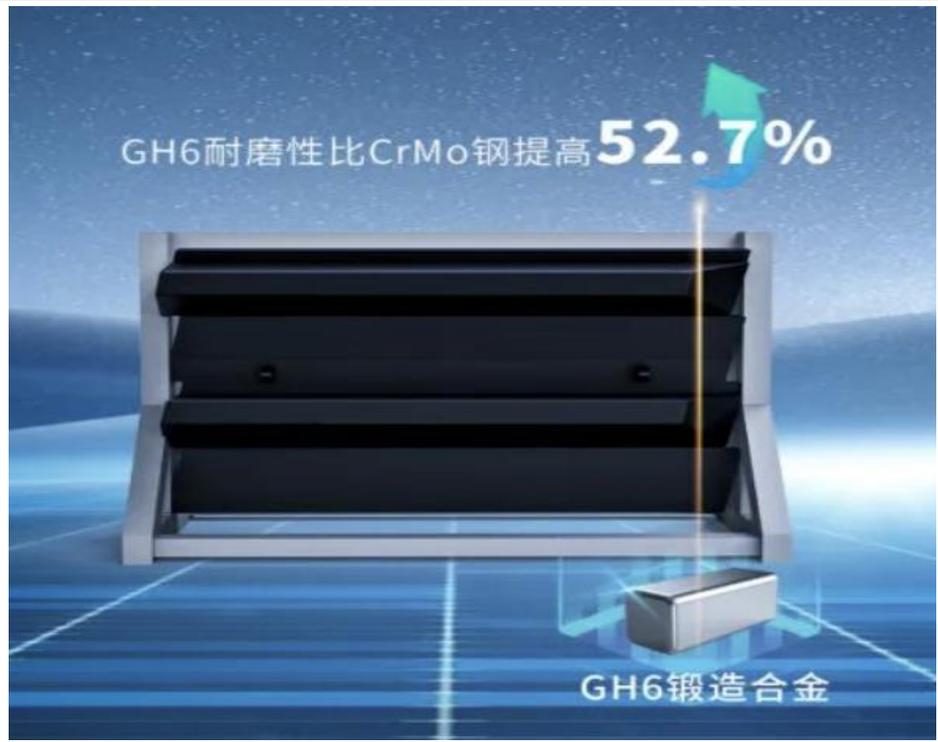
公司	产品	优势
耐普矿机	橡胶耐磨衬板	<ol style="list-style-type: none"> 1、高耐磨性，使用寿命是金属衬板的 1.5 倍以上。 2、噪音低，比金属衬板低 8~10dB。 3、重量轻，拆装方便（安装时间是金属衬板的 1/3）。 应用案例：澳大利亚 SINO 铁矿 ϕ 7.9x13.6m 球磨机橡胶端衬板，使用寿命长达 4 年，寿命期间处理矿量 3200 万吨。
美卓	Megaliner™ 磨机衬板： Megaliner™ 元件集成了多个提升器和板排，并最大限度地减少了连接点数量，衬砌的零件数量最多可减少 80%。其覆盖面积高达 8 平方米，且重量轻，体积小。其尺寸比传统衬砌大几倍，从而显著加快安装速度。	<ol style="list-style-type: none"> 1、提高安全性：工人无需进入工厂 2、延长正常运行时间：使安装速度提高 40%。 3、优化流程：针对特定磨机优化的衬板 4、提高可持续性：高性能零件可提高效率，耐用的零件意味着需要更少的零件 应用案例： 1、加拿大布鲁姆湖，2023 年 10 月，同一台磨机在 64 小时内（约两天半）完成了衬板更换，比原计划的 74 小时节省了整整 10 个小时，并且没有发生任何安全事故。 2、Boliden Aitik 矿山的衬板停机次数从 6 次减少到 2-3 次，磨机运转率达到 98%。
	Poly-Met 磨机衬板	<ol style="list-style-type: none"> 1、延长正常运行时间：使用寿命长，可用性高 2、易于维护：衬里重量轻 3、降低维护成本：快速、安全的安装 4、优化吞吐量：较长的磨损寿命和保留的衬套轮廓意味着更高效和可持续的运行 应用案例：秘鲁塞罗林多矿，新的衬板设计使提升杆的磨损寿命延长了 50%，壳板的寿命延长了 200%，从而减少了停机时间。现在，提升杆每 12 个月更换一次，壳板每 24 个月更换一次，而之前金属衬板的更换周期为 8 个月。
	Orebed™ 磨机衬板	<ol style="list-style-type: none"> 1、优化吞吐量：薄衬板可增大磨机工作直径 2、易于维护：无需螺栓，安装快捷 3、延长正常运行时间：持续自我更新的耐磨层使衬里的磨损极小 4、提高可持续性：由于衬里不会受到直接的机械磨损，因此具有出色的耐磨寿命，薄衬里使研磨效率更高
史密斯	ARMOUR™ 复合耐磨衬板	<ol style="list-style-type: none"> 1、重量减少高达 50% 2、零件减少高达 50% 3、研磨效率最大化 应用案例：2018 年 3 月，FLS 安装了复合壳衬板在矿山的 24' x 14.5' SAG 轧机，使用寿命长达 124 天。

资料来源：耐普矿机官网，美卓官网，史密斯官网，国海证券研究所

公司单一橡胶材料磨机衬板备件凭借耐磨性、耐腐蚀性、轻量化优势获得了下游矿山客户的高度认可，广泛应用于磨机进出口端，而磨机筒体由于转速快、冲击力强，目前市场仍以金属备件为主。针对此空白市场，公司已成功研发全球首

创的锻造工艺复合衬板，在硬度、耐磨性、耐冲击、耐腐蚀等方面均较传统铸造铬钼钢有显著提升。

图 54: 公司研发的高合金锻造衬板



资料来源：耐普矿机公众号

表 12: 公司成功研发全球首创的锻造工艺复合衬板，性能均较传统铸造铬钼钢有显著提升

性能	锻造耐磨合金 GH6	铸造铬钼钢 70CrMo
硬度	48-53HRC	34-40HRC
冲击功	> 20J (U型缺口), ≥300J (无缺口)	> 30J/cm ² (无缺口)
抗拉强度	> 1600Mpa	> 1000Mpa
延伸率	≥8%	3%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司研发的第一套高合金锻造衬板已被试验于西藏某矿山，并取得显著成效。根据客户反馈，目前正在试用该衬板的矿山已经稳定运行超半年，预计全年最少可增加 500 万元的经济效益。

公司还将根据试用的第一套情况不断优化后续推出的版本，进一步提升高合金锻造衬板的寿命和效率。公司也将在 2025 年大力推广新型复合衬板在磨机上的使用，计划打造以锻造复合衬板产品为龙头，成为公司未来新的业绩增长引擎。

表 13: 公司二代衬板对比一代衬板的提升

指标分类	原衬板	高合金锻造衬板	提升/降幅
寿命(月)	4	7	+75%
单套衬板的处理量(万吨)	89.76	179.26	+100.82%
衬板总重量(吨)	63	52	-17.5%
能耗(kW)	2743	2638	-3.8%
台效表现(t/h)	307.48	335.37	+9.1%
运维效率(天/次)	2	1	+50%

资料来源: 耐普矿机公众号, 国海证券研究所

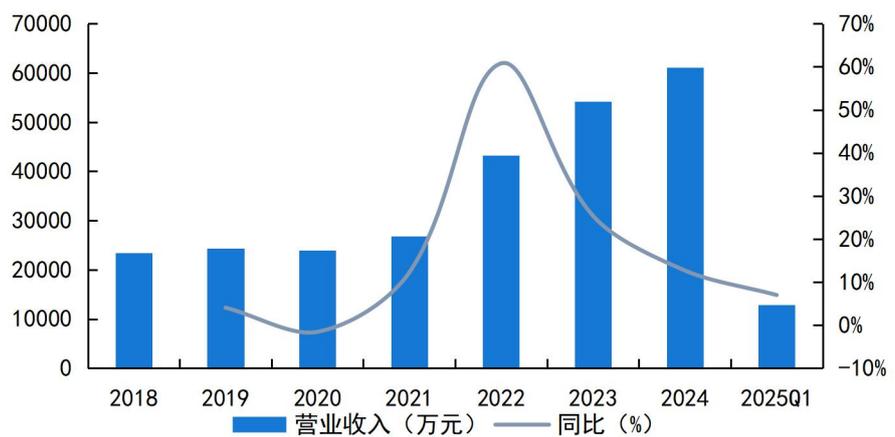
3.2.2、公司具备渠道优势

衬板销售主要通过两种方式: 一是直接上门拜访大型矿山客户, 推广成功案例并沟通优化方案; 二是对现有客户进行技术交流与方案优化, 建立信任关系后逐步推广新产品。公司能够借助渠道优势推广自身的备件。

公司的橡胶耐磨备件产品已应用海内外多个国家。公司橡胶耐磨备件产品具备高耐磨性、噪音低、重量轻, 拆装方便等特点, 凭借着耐磨、耐腐、经济、环保等诸多优势, 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、智利、哈萨克斯坦、菲律宾、墨西哥、秘鲁、乌兹别克斯坦、塞尔维亚、厄瓜多尔、俄罗斯等多个国家。

公司已有的矿山合作客户包括中信重工、紫金矿业、江西铜业、墨西哥矿业集团、哈萨克矿业集团等, 已有的矿山客户渠道有助于帮助公司进一步推广产品。

图 55: 公司矿用橡胶耐磨备件持稳增长



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

表 14: 公司已有的矿山合作客户

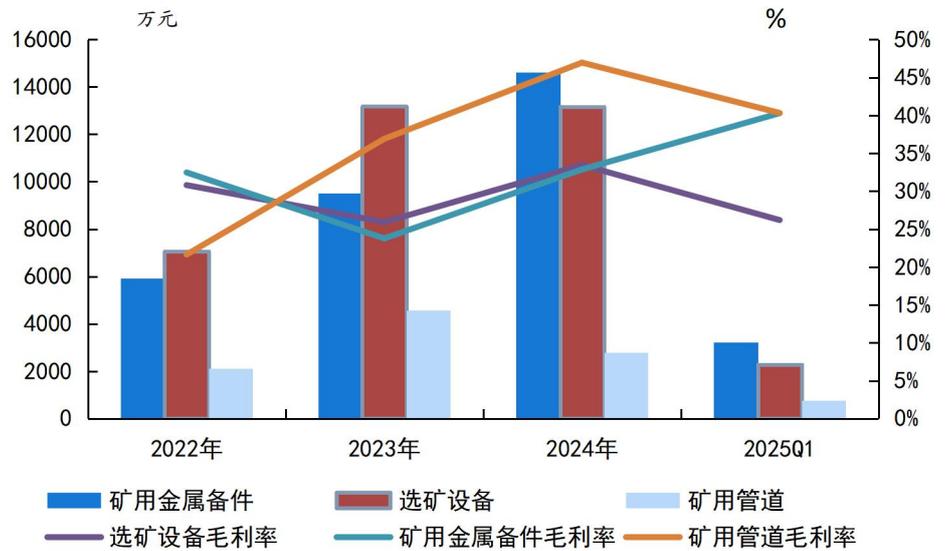
主要合作客户	备注
中信重工	耐普矿机与中信重工同时存在销售和采购业务: (1) 耐普向中信重工采购情况: 1、2023 年采购 3 台 7.0*3.2m 半自磨机, 金额 4390.27 万元; 3 台 4.27*7.32m 球磨机, 金额 2291.15 万元。总金额 6681.42 万元, 用于向 Zangezur Copper-Molybdenum Plant CJSC 销售 2、2024 年采购 1 台 6.71*9.75m 球磨机, 金额 2902.13 万元, 用于向 Erdenet Mining Corporation 销售 (2) 耐普向中信重工销售情况: 1、公司自 2006 年开始即与中信重工开展合作, 中信重工主要采购发行人的橡胶耐磨备件 (如磨机衬板) 配套其磨机等产品销售, 并采购发行人的圆筒筛、渣浆泵及管道产品配套其成套选矿系统方案进行销售。 2、2022-2025Q1 各期销售收入分别为 11,502.54 万元、11,139.20 万元、13,224.69 万元和 3,614.13 万元。 3、公司和中信重工为战略合作伙伴, 双方合作良好, 报告期内双方签订了《战略供应商采购合作协议》, 合作推广各自产品, 形成合作共赢的伙伴关系。
紫金矿业	1、战略合作伙伴, 截至 2025Q1, 紫金持有 1.10% 的耐普矿机股份。 2、紫金矿业采购中信重工的产品会指定在进出料两端必须用耐普的橡胶复合衬板。
江西铜业	战略合作伙伴, 耐普使用自有资金 3100 万元参与设立参股公司德普矿山 (江西铜业主要控股), 持股比例为 31%。通过本次投资, 公司深化了与江铜的合作关系, 完善公司产业链。
墨西哥矿业集团	产品已应用于墨西哥集团 Buenavista 铜矿 (拉美地区大型矿上, 世界前十大铜矿), 2024 年销售 3,611.97 万元。
哈萨克矿业集团	1、2025 年 2 月, 与该客户签订 5 年期《备件供货合同》, 提供磨机进料端衬板、筛板、护板等选矿备件, 总额 2265.76 万美元。 2、2025 年 6 月, 与该客户签订了《标准供货合同》, 为该客户提供钢橡复合管、圆筒筛、圆筒筛护板、筛板等选矿备件, 总额 1885.25 万美元。
额尔登特矿业	是公司的主要 EPC 客户: 1、2022 年签订额尔登特矿业公司新建 4 号生产线项目, 为额尔登特矿业公司新建 4 号生产线项目的建设 and 投产提供设计、设备供货、工程施工等工程及服务, 总额 12588.88 万美元 2、2023 年签订额尔登特 4 号线项目追加工程, 在额尔登特 4 号线项目基础上, 增加设计、磨机工程基础、输送矿浆管等工程及服务, 总额 394.41 万美元 (不含税) 3、2024 年签订额尔登特三期项目, 为选矿厂“自磨厂房年产量 200 万吨/扩建工程”提供选矿设备集成服务, 总额 3014.90 万美元。
美伊电钢	1、耐普矿机与美伊电钢同时存在销售和采购业务: (1) 耐普向美伊电钢采购情况: 2022 年采购各类型号的耐磨金属及合金骨架, 金额 2763.97 万元, (2) 耐普向美伊电钢销售情况: 2022-2025Q1 销售磨机衬板、筛板等橡胶耐磨制品, 各期销售收入分别为 6922.57 万元、9805.48 万元、8039.08 万元和 935.31 万元。 2、美伊电钢集团与耐普已保持较长合作历史, 美伊电钢集团在选矿领域主要产品是传统金属耐磨备件, 由于橡胶耐磨制品在选矿作业中对金属材质衬板在部分工位上的替换是行业发展趋势, 因此美伊电钢集团采购发行人生产的矿用橡胶耐磨制品, 再配套其金属衬板销售给其矿山客户。美伊电钢这种合作模式也有助于公司的橡胶耐磨备件产品在下游终端矿山市场的推广和渗透。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国海证券研究所

3.2.3、公司其他产品同样受益矿山机械增长β

公司其他备件包括选矿设备、矿用金属备件、矿用管道等：**1) 选矿设备：**主要是各种型号的矿用渣浆泵、圆筒筛、旋流器等矿山设备，对应市场主要有两类，一类是现有的选矿设备更新，另一类是新建选矿厂或选矿厂技术改造采购。**2) 矿用金属备件：**矿用金属备件主要是与矿山设备配套的金属类备件，由于选矿流程中不同工位对于设备性能的要求不同，橡胶及金属备件均具有一定的市场需求。部分客户在采购选矿设备或橡胶耐磨备件时，也会根据选矿工艺需求配套部分金属备件。**3) 矿用管道：**作为矿浆输送的载体，市场需求一般来自于在选矿项目的新建及扩建。

图 56：公司其他产品营收及毛利



资料来源：iFinD，公司公告，国海证券研究所

4、盈利预测与评级

从矿的逻辑来看，铜金景气度有望持续，公司拟持股维理达资源布局上游 Alacran 铜金银矿锚定未来成长空间。按照黄金价格中枢为 3000 美元/盎司，铜价格中枢为 4.8 美元/磅，银价格中枢为 35 美元/盎司来测算，我们预计该矿投产后每年带来的净利润为 3-3.2 亿元。

从选矿备件来看，矿用橡胶耐磨备件存在两大成长逻辑：一方面是受益于矿山机械的增长，另一方面是对金属备件的替代。我们预计随着橡胶耐磨备件渗透率的增加，市场空间有望持续打开，2025 年市场空间达到 170 亿元，远期有望达到 500 亿元以上。

(1) 橡胶耐磨制品：受益于两大成长逻辑，我们预计公司 2025-2027 年橡胶耐磨制品营收 yoy+18%、+25%、+45%，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 37%、40%、42%。

(2) 矿用金属备件：虽受部分橡胶备件替代影响，仍受益于矿山机械的增长。我们预计公司 2025-2027 年矿用金属备件营收 yoy+25%、+25%、+25%，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 40%、41%、41%。

(3) 选矿设备：受益于矿山机械增长的 β ，我们预计公司 2025-2027 年选矿设备营收 yoy+3%、+10%、+25%，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 26%、28%、30%。

(4) 管道制品：受益于矿山机械增长的 β ，我们预计公司 2025-2027 年管道制品营收 yoy-10%、+5%、+10%，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 40%、40%、40%。

(5) 其他主营业务：公司拟持股维理达资源，矿山的建设需要 2 年，2027 年或会贡献营收，但基于审慎性原则，暂不考虑矿端的营收情况。我们预计公司 2025-2027 年其他主营业务营收 yoy+30%、+30%、+30%，我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 50%、50%、50%。

基于审慎性原则，暂不考虑相关拟收购事项影响，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 10.7、13.1、18.2 亿元，同比-5%、+23%、+38%；预计实现归母净利润 0.84、1.35、2.23 亿元，同比-28%、+60%、+65%，对应 PE 分别为 53/33/20X。我们认为公司业绩底部显现+未来有望受益于 Alacran 铜金银矿的成长+矿用橡胶耐磨备件成长的第二曲线，维持“买入”评级。

表 15: 分业务收入预测 (暂不考虑 Alacran 铜金银矿在 2027 年的贡献)

主营业务		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
橡胶耐磨制品	营收 (百万元)	542.41	611.33	721.36	901.71	1307.47
	成本 (百万元)	305.42	350.59	454.46	541.02	758.33
	毛利 (百万元)	237.00	260.74	266.90	360.68	549.14
	毛利率 (%)	43.69%	42.65%	37.00%	40.00%	42.00%
矿用金属备件	营收 (百万元)	95.07	146.13	182.66	228.32	285.40
	成本 (百万元)	72.49	98.12	109.59	134.71	168.39
	毛利 (百万元)	22.59	48.01	73.06	93.61	117.01
	毛利率 (%)	23.76%	32.86%	40.00%	41.00%	41.00%
选矿设备	营收 (百万元)	131.82	131.69	135.64	149.20	186.50
	成本 (百万元)	97.21	87.64	100.37	107.43	130.55
	毛利 (百万元)	34.60	44.04	35.27	41.78	55.95
	毛利率 (%)	26.25%	33.45%	26.00%	28.00%	30.00%
管道制品	营收 (百万元)	45.65	28.01	25.21	26.47	29.11
	成本 (百万元)	28.81	14.86	15.12	15.88	17.47
	毛利 (百万元)	16.85	13.15	10.08	10.59	11.65
	毛利率 (%)	36.90%	46.95%	40.00%	40.00%	40.00%
其他主营	营收 (百万元)	2.10	4.39	5.70	7.41	9.64
	成本 (百万元)	0.76	2.19	2.85	3.71	4.82
	毛利 (百万元)	1.34	2.20	2.85	3.71	4.82
	毛利率 (%)	63.98%	50.07%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	营收 (百万元)	937.76	1121.74	1070.57	1313.11	1818.13
	成本 (百万元)	597.54	702.75	682.40	802.75	1,079.56
	毛利 (百万元)	340.22	418.99	388.17	510.36	738.57
	毛利率 (%)	36.28%	37.35%	36.26%	38.87%	40.62%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

5、风险提示

- 1) **宏观经济环境和相关行业经营环境变化的风险：**当前全球经济增长放缓、行业周期波动加剧，若市场需求持续萎缩或产业链价格竞争恶化，可能导致公司产品销量下滑、库存积压及价格承压，进而侵蚀利润空间。
- 2) **海外经营风险：**受国际贸易摩擦加剧、地缘政治冲突及汇率波动影响，公司海外业务可能面临关税成本上升、订单转移或汇兑损失等挑战，直接削弱国际市场的盈利贡献能力。
- 3) **客户集中风险：**若核心客户因自身经营问题削减采购预算或更换供应商，将导致公司销售收入骤降，同时议价能力减弱可能进一步压缩利润率，对业绩稳定性形成显著冲击。
- 4) **毛利率波动的风险：**原材料价格剧烈波动、人工成本上升或产能利用率不足等因素，可能造成公司毛利率水平偏离预期。
- 5) **项目建设不及预期风险：**Alacran 铜金银矿建设不及预期，对公司利润造成影响。
- 6) **测算误差风险：**数据测算可能与实际存在一定偏差风险。

附表：耐普矿机盈利预测表（暂不考虑相关拟收购事项影响）

证券代码:	300818				股价:	26.65		投资评级:	买入		日期:	2025/08/22	
财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E				
盈利能力					每股指标								
ROE	7%	5%	8%	12%	EPS	0.76	0.50	0.80	1.32				
毛利率	37%	36%	39%	41%	BVPS	9.99	9.52	10.13	11.15				
期间费率	20%	22%	22%	22%	估值								
销售净利率	10%	8%	10%	12%	P/E	35.61	53.28	33.22	20.13				
成长能力					P/B	2.72	2.80	2.63	2.39				
收入增长率	20%	-5%	23%	38%	P/S	3.83	4.20	3.43	2.47				
利润增长率	45%	-28%	60%	65%									
营运能力					利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E				
总资产周转率	0.45	0.39	0.41	0.49	营业收入	1122	1071	1313	1818				
应收账款周转率	6.10	5.43	6.18	6.54	营业成本	703	682	803	1080				
存货周转率	2.72	2.63	2.84	3.01	营业税金及附加	10	11	13	18				
偿债能力					销售费用	77	80	93	127				
资产负债率	38%	46%	50%	52%	管理费用	152	153	185	252				
流动比	2.18	2.10	2.11	2.15	财务费用	-1	6	15	16				
速动比	1.49	1.49	1.54	1.56	其他费用/（-收入）	39	41	49	66				
					营业利润	145	104	168	275				
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	营业外净收支	-2	-1	-1	-1				
现金及现金等价物	522	612	792	984	利润总额	143	103	166	274				
应收款项	251	237	282	397	所得税费用	23	16	28	44				
存货净额	265	255	311	406	净利润	120	87	139	229				
其他流动资产	119	122	124	156	少数股东损益	3	2	4	6				
流动资产合计	1155	1226	1509	1943	归属于母公司净利润	116	84	135	223				
固定资产	856	982	1085	1165									
在建工程	310	484	517	548	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E				
无形资产及其他	222	269	298	333	经营活动现金流	30	269	327	370				
长期股权投资	29	22	18	12	净利润	116	84	135	223				
资产总计	2573	2984	3427	4001	少数股东损益	3	2	4	6				
短期借款	80	125	170	215	折旧摊销	83	149	176	201				
应付款项	336	335	410	532	公允价值变动	0	0	0	0				
合同负债	14	14	17	23	营运资金变动	-169	13	-20	-100				
其他流动负债	101	109	117	135	投资活动现金流	-373	-484	-334	-337				
流动负债合计	531	582	714	905	资本支出	-458	-481	-340	-347				
长期借款及应付债券	381	711	916	1121	长期投资	83	7	4	6				
其他长期负债	67	68	68	68	其他	2	-10	2	4				
长期负债合计	448	779	984	1189	筹资活动现金流	164	307	187	159				
负债合计	979	1362	1698	2094	债务融资	237	385	249	250				
股本	158	169	169	169	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	1593	1622	1730	1907	其它	-73	-78	-63	-91				
负债和股东权益总计	2573	2984	3427	4001	现金净增加额	-172	90	180	192				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【机械小组介绍】

张钰莹，机械行业首席分析师，致力于前瞻研究及深度研究，擅长自上而下与自下而上相结合挖掘机械板块投资机会。

【分析师承诺】

张钰莹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。