



2021年濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司公开发行可转换公司债券2023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	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
濮耐转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司（以下简称“濮耐股份”或“公司”，股票代码：002225.SZ）作为耐火材料行业头部企业，2022 年收入及利润均有所增长，其中海外收入增长较快且未来有望进一步提升，同时公司继续保持较大规模的研发投入，有助于提升公司品牌影响力和市场竞争力。但中证鹏元也关注到钢铁行业调整可能对公司产品需求带来不利冲击，公司海外业务面临汇率波动及地缘冲突等不利因素，近年原材料价格波动较大，对公司成本控制带来很大挑战，公司应收款项规模大，面临坏账风险，以及存货和商誉存在减值风险等风险因素。

评级日期

2023 年 5 月 31 日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
 songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
 zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	81.35	75.26	70.70	62.63
归母所有者权益	32.60	32.13	30.32	29.64
总债务	31.10	26.30	23.56	16.36
营业收入	12.18	49.36	43.78	41.74
净利润	0.41	2.15	0.78	3.09
经营活动现金流净额	0.83	-2.61	-1.90	4.83
净债务/EBITDA	--	4.13	5.70	1.74
EBITDA 利息保障倍数	--	6.68	5.99	14.40
总债务/总资本	47.81%	43.97%	42.10%	33.96%
FFO/净债务	--	9.81%	2.70%	25.66%
EBITDA 利润率	--	8.48%	6.24%	13.70%
总资产回报率	--	4.15%	2.00%	6.50%
速动比率	1.23	1.16	1.02	1.01
现金短期债务比	0.96	0.76	0.58	0.51
销售毛利率	20.10%	20.06%	18.74%	26.15%
资产负债率	58.27%	55.47%	54.18%	49.19%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **跟踪期内公司的行业头部企业地位得到巩固。**根据中国耐火材料行业协会对 90 家重点耐火材料企业 2022 年经营情况调研显示，销售收入同比增长 0.87%，利润同比下降 4.02%。在行业整体不景气的环境下，公司仍实现业绩较快增长，其中营业收入同比增长 12.75%，毛利率提升 1.32 个百分点至 20.06%，净利润同比增长 174.98%。截至 2022 年末公司总资产和营业收入在四家同行业上市公司中分别排行第二和第一，进一步巩固了公司耐火材料行业头部企业地位。
- **公司海外收入增长较快，且考虑到海外工厂产能增长，未来海外收入有望进一步提升。**受益于公司早年在海外营销及生产网络的布局，在海外局势变化较大的背景下，公司仍能抓住机遇，实现在东南亚、中东、印度、俄罗斯等区域销售额的大幅增长。2022 年公司海外销售收入同比增长 41.42% 至 14.13 亿元，其中在“一带一路”国家实现销售收入 10.49 亿元。考虑到公司 2021 年开始投资筹建的美国工厂和塞尔维亚工厂已正式投产和即将投产，未来海外收入有望进一步提升。
- **公司继续保持较大规模的研发投入，有助于提升公司品牌影响力和市场竞争力。**公司重视科技创新，拥有两个研发中心，2022 年继续保持较大规模的研发投入，跟踪期内公司“环境友好型镁碳砖关键技术与应用”和“焦炉蓄热室碳化硅质脱管关键技术与应用”两个科研项目通过河南省耐火材料行业协会组织的专家组技术评定，且均被认定为国际领先水平。相关具有环保优势的产品持续推广应用，有助于提升公司品牌影响力和市场竞争力。

关注

- **公司业绩对钢铁行业较依赖，受政策及房地产行业景气度等因素影响，钢铁行业盈利显著下降，未来需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击。**公司近年在钢铁行业取得的收入占比均在 90% 左右，2022 年国内粗钢产量延续 2021 年负增长态势，且 2022 年工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部联合发布《关于促进钢铁行业高质量发展的指导意见》，行业面临持续减产压力。除此之外，受房地产行业景气度下行影响，钢材价格呈现波动，行业盈利显著下降。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，未来需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击。
- **公司海外业务面临汇率波动风险，需关注俄乌冲突爆发对公司海外业务的影响。**公司出口主要以美元结算，近年来美元兑人民币波动幅度较大，且 2023 年以来美元的持续加息进一步加剧了汇率波动。考虑到美元加息进程仍在继续，美元汇率仍面临波动压力，公司海外业务仍面临一定汇率风险。除此之外，需要关注的是，俄罗斯和乌克兰为公司非常重要的海外市场，2022 年 2 月俄乌冲突爆发后，公司在乌克兰的销售收入大幅减少，同时在俄罗斯的销售收入大幅增加，如冲突进一步加剧，会对公司在乌克兰和俄罗斯市场的销售产生一定不确定性，影响公司海外销售业务。
- **近年原材料价格波动较大，未来仍需关注原材料价格波动风险。**自 2021 年 9 月国家发展改革委出台能耗双控政策后，耐火原材料的产量和价格均呈现较大幅度波动。其中 2021 年第四季度至 2022 年上半年各耐火原材料均呈现不同程度涨幅，进入下半年后，受钢铁厂复工预期变动以及下游需求持续走弱的影响，价格则出现不同幅度下跌。整体而言，以镁质材料、石墨等为代表的的原材料近年价格波动较大，仍需关注未来原材料价格波动给公司成本稳定带来的影响。
- **公司应收账款和存货规模仍较大，应收账款存在一定坏账风险，存货和商誉存在减值风险。**2022 年末公司应收款项（应收票据、应收款项融资、应收账款及合同资产）总额 25.83 亿元，占总资产比例为 34.32%，较 2021 年的 30.41% 进一步提高。虽公司已制定了谨慎的坏账准备计提政策，但仍可能会发生个别客户因行业政策调整、行业整合及竞争加剧等导致经营状况恶化、支付能力下降，最终不能全额支付的情况，公司应收账款面临一定坏账风险。2022 年公司存货账面余额 17.97 亿元，主要由库存商品和原材料构成，考虑到近年原材料价格波动大，存货存在减值风险。同时公司仍可能存在商誉减值的风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司系耐火材料行业头部企业，随着落后产能淘汰、行业集中度提升，公司竞争优势将进一步显现，预计经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元，天）

指标	瑞泰科技	鲁阳节能	北京利尔	公司
总资产	43.98	39.15	75.77	75.26
营业总收入	48.19	33.70	47.19	49.36
净利润	1.58	5.82	2.61	2.15
销售毛利率	17.09%	32.83%	17.10%	20.06%
资产负债率	73.00%	26.43%	34.34%	55.47%
经营活动现金流量净额	2.87	6.15	4.41	-2.61
应收账款周转天数	62.98	76.38	132.89	117.75
存货周转天数	96.94	55.40	107.91	155.18
ROA	5.47%	17.01%	3.96%	4.04%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFind，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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2022-6-13	马琳丽、宋晨阳	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2013-3-19	严素华、刘洪芳	公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)	阅读全文

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
濮耐转债	6.26	6.26	2022-6-13	2026-5-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年5月26日发行5年期6.26亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于投入“年产4万吨预制件、6万吨散状料、1万吨炮泥耐火材料智能化制造项目”、“年产1万吨转炉系统用高性能环保挡渣板智能制造项目”、“上海研发中心建设项目”和补充流动资金。截至2022年12月31日，本期债募集资金专项账户余额为17.93万元。

三、发行主体概况

2022年及2023年一季度，公司股本因可转换债券转换股票有所增加，截至2023年3月末，公司股本10.10亿元。公司前十大股东持股情况见表1。2022年8月公司发布关于控股股东、实际控制人减持公司股份的预披露公告，股东及实际控制人拟减持不超过19,608,910股，截至2023年3月末，刘百宽家族持有公司股份比例为25.75%，仍为公司的控股股东和实际控制人。刘百宽家族累计质押股份数量为117,314,184股，占公司总股本的11.61%。

表1 截至2023年3月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

序号	股东名称	持股数量	持股比例	质押股份数量
1	刘百宽	132,245,727	13.09%	50,800,000
2	刘百春	102,742,266	10.17%	66,514,184
3	郭志彦	84,923,204	8.41%	27,000,000
4	郑化轸	20,260,538	2.01%	
5	陆仁宝	16,787,900	1.66%	
6	史绪波	15,566,035	1.54%	
7	中央汇金资产管理有限责任公司	14,970,900	1.48%	
8	中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	14,314,098	1.42%	
9	刘百庆	11,370,695	1.13%	
10	钟建一	10,527,989	1.04%	

注：刘百宽、刘百春、刘百庆均为实际控制人刘百宽家族成员，刘百春、刘百庆为刘百宽的兄长。

资料来源：公司2023年第一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司将所持有的控股子公司海城市琳丽矿业有限公司（以下简称“琳丽矿业”）51%股权对外出售，并于2022年1月28日完成工商变更，转让价格为5,963万元人民币。交易完成后，琳丽矿业不再纳入公司合并报表范围。子公司琳丽矿业2020-2021年净利润均为负，子公司的转让对公司业务无重大影响。

跟踪期内，公司增加对濮耐贝尔格莱德有限责任公司和上海攀业氢能源科技股份有限公司（以下简称“攀业氢能”）的投资。2022年公司与MALBEX WBI DOO（持有濮耐贝尔格莱德有限责任公司30%股权的股东）签署了增资协议，公司以现金投资500万欧元及设备资产投资350万欧元对濮耐贝尔格莱德有限责任公司进行增资，增资完成后公司持有濮耐贝尔格莱德有限责任公司93.61%股权，MALBEX WBI DOO持有濮耐贝尔格莱德有限责任公司6.39%股权，并于2022年9月底在塞尔维亚完成工商变更。

公司因看好氢能的市场前景，2021年以1,080万元间接投资了攀业氢能，2023年3月16日公司召开第六届董事会第七次会议，审议通过了《关于对上海攀业氢能源科技股份有限公司追加投资的议案》，公司出资3,000万元认购攀业氢能定向发行的股份151.8219万股，认购完成后公司将直接和间接持有攀业氢能6.47%股份。截至2023年5月9日，151.8219万股攀业氢能股份已划转至公司名下并完成工商变更。

2022年至2023年一季度公司合并报表范围变化情况详见下表。截至2023年3月末公司合并范围内子公司共20家，详见附录四。

表2 2022-2023年一季度公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

不再纳入公司合并范围的子公司情况

时间	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	减少原因
2022年	海城市琳丽矿业有限公司	51.00%	5,000.00	耐火原料及制品生产及销售	转让
	上海濮耐国际贸易有限公司	100.00%	200.00	货物及技术的进出口业务，转口贸易；耐火材料及制品销售	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，

尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

2022年下游粗钢产量延续2021年负增长态势，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部联合发布《关于促进钢铁行业高质量发展的指导意见》，行业面临持续减产压力；受钢材价格波动等因素影响，钢铁行业盈利显著下降；耐火材料行业下游建材和有色金属行业效益整体呈现低迷态势

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，其中钢铁工业消耗约占70%，钢铁工业的规模直接决定着耐火材料的市场需求。

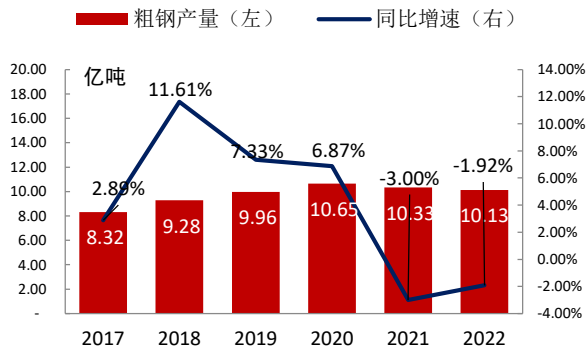
钢铁产量方面，双碳背景下钢铁限产政策影响的余温仍在，国内粗钢产量延续了2021年的负增长态势，2022年全年实现粗钢产量10.13亿吨，同比下降1.92%。2022年，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部联合发布《关于促进钢铁行业高质量发展的指导意见》，提出严禁新增钢铁产能、有序发展电炉炼钢、深入推进绿色低碳等主要任务，行业仍面临减产压力。

钢铁价格方面，受下游房地产行业低迷等因素影响，钢材价格（SHFE活跃合约：螺纹钢）2022年整体呈波动下滑态势，2021年10月迅速下降到阶段性低点后缓慢上行，步入二季度后继续波动下行，2022年四季度逼近2020年价格低点后于年末迎来一轮短暂上行，价格波动较为剧烈。2023年年初虽延续了2022年末的上涨态势，但是进入二季度后价格再度进入下跌区间，累积的涨幅空间逐渐被释放。

原材料铁矿石方面，2022年全年四大矿山产量持续增长，一季度国内铁矿石市场供需两弱，供给方面三大矿山产销量均不及预期，需求方面北方钢厂限产较多，需求较低迷。进入二季度后，供给端恢复的速度不及需求端，外矿到港压力无明显增加，国内铁水产量持续攀升至历史同期高位水平，钢厂成材利润向炉料端传导驱动铁矿石价格震荡上行。三季度以来终端需求淡季特征显现，钢厂亏损幅度扩大、减产意愿增强，对炉料价格负反馈逐渐呈现，叠加美联储加息、全球商品估值回落，铁矿石价格逐步进

入单边下行通道。受上述供需因素影响，铁矿石价格（DCE活跃合约：铁矿石）全年波动剧烈，整体走势呈现前高后低，上半年铁矿石价格波动较为剧烈，但价格维持相对高位运行，三季度进入价格下行通道，至2022年末价格略高于年初水平。

图1 2022年粗钢产量持续负增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 2020年6月以来螺纹钢价格不断攀升，铁矿石价格波动剧烈



资料来源：Wind，中证鹏元整理

行业盈利方面，受粗钢产量下降、钢材和铁矿石价格波动影响，行业效益下降明显。据国家统计局数据，2022年全年黑色金属冶炼和压延加工业利润总额同比下降91.38%，全年效益持续低迷，钢铁行业效益显著下降。

建材行业方面，2022年规模以上建材及非金属矿工业企业营业收入同比下降4.2%，利润总额同比下降20.4%，降幅均有扩大。产量方面，根据国家统计局数据，2022年全国水泥产量21.3亿吨，同比减少10.4%；平板玻璃产量10.13亿重量箱，同比下降0.38%。有色金属行业方面，2022年十种有色金属产量6,774.30万吨，同比增长4.30%。规模以上有色金属企业实现利润3,315.0亿元，同比下降8.0%。但整体而言，耐火材料行业下游建材和有色金属行业2022年效益较低迷。

2022年以来耐火材料主要原材料价格呈现先涨后跌的价格变动趋势，其中镁质原料和石墨波动仍较大，铝矾土价格全年相对稳定；整体而言，近年原材料价格波动较大，仍需关注未来原材料价格波动风险

菱镁矿、铝矾土和石墨是耐火材料的主要原材料，在耐火产品成本中占比超过70%。我国菱镁矿基础储量中超80%分布于辽宁省。由于菱镁矿开采、重烧和电熔属于高污染、高耗能行业，自2017年3月，菱镁矿主要分布地辽宁省海城市、营口市和鞍山市相继对环保不达标的菱镁矿开采企业和镁质产品生产采取停产和限产措施。受到环保限产因素影响，多数中小型镁砂生产企业处于关停、半关停状态、导致镁砂产量锐减，镁砂价格暴涨。由于2017年以来上涨行情明显，涨幅过大、利润过高，导致社会资本投入到耐火原料行业的冲动明显增强。2019年原料产能释放明显加快，除铝矾土之外，主要耐火原料价格下降明显，2020年第三季度达到谷底。

2020年11月底，辽宁省工业和信息化厅发布了《全省菱镁资源省级总量管理办法》和《菱镁矿浮选及镁砂行业产能置换办法》（征求意见稿）。文件核心目标是不再新增原料产能，严格控制电熔镁砂、烧结镁砂、“浮选”上项目，新增制品产能也实行产能等量或减量置换。受政策影响，2020年第四季度开始，镁质原料价格开始反弹。2021年9月16日，国家发展改革委印发了《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，提出严格制定各省能源双控指标，国家层面预留一定指标，推行用能指标市场化交易等方面举措。为积极响应能耗双控政策，各省份纷纷出台系列举措，通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。受上述因素影响，2021年第四季度以来各耐火原材料均呈现不同程度涨幅并延续至2022年上半年，进入下半年后，受钢铁厂复工预期变动以及下游需求持续走弱的影响，镁质原料价格出现下跌。

据耐材之窗数据，截至2021年末，高纯镁砂价格（96.5%，出厂含税价）为3,000元/吨，2022年上半年价格在2,950-3,000元/吨区间内波动，虽略有跌幅但整体走势稳定，进入下半年则迅速开始下跌，到年底降至2,600元/吨。铝矾土价格（80铁皮窑铝矾土）全年维持在1,700元/吨的水平。石墨价格（山东-195鳞片石墨）2022年一季度涨幅较大，从年初的4,900元/吨迅速升至5,700元/吨，二季度以来波动不大，截至2022年底价格为5,600元/吨，进入2023年以来进入快速下跌通道，截至2023年4月末已跌至5,000元/吨，2022年的涨幅空间被基本释放。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，仍需关注未来原材料价格波动风险。

2022年耐火材料产量降低，重点企业销售收入同比小幅增长但利润下滑，行业出口额创新高

据中国耐火材料行业协会统计，2022年全国耐火材料制品产量2,301.00万吨，同比下降4.23%。其中致密定形耐火制品1,261.10万吨，同比下降4.50%；保温隔热耐火制品56.78万吨，同比下降6.89%；不定形耐火制品983.11万吨，同比下降3.73%。

企业经营指标方面，根据中国耐火材料行业协会对90家重点耐火材料企业2022年经营情况调研显示，其耐火制品产量949.80万吨，同比下降1.94%；销售收入587.86亿元，同比增长0.87%；实现利润40.85亿元，同比降低4.02%；销售收入利润率6.20%，与上年同期基本持平，略高于全国规模以上工业企业营业收入利润率的6.09%。总体而言，全行业利润有所下滑，中小企业经营压力较大。

值得注意的是，根据中国耐火材料行业协会发布的2022年耐火材料行业运行情况分析，2022年全国耐火原材料进出口贸易总额56.68亿元，比上年同期增长17.32%，其中出口贸易额53.62亿美元，同比增长17.76%，但出口量略有下降，体现了耐火制品的平均出口价格进一步提升，出口品种结构进一步优化。“一带一路”战略可能为国内耐材企业带来新的市场增量。

五、经营与竞争

作为耐火材料行业头部企业，公司销售区域遍及海内外，其国内客户以国有大型钢铁企业为主，

客户较优质，但业绩对钢铁行业较依赖，需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击；海外销售收入同比大幅增长，公司海外业务结算以美元为主，面临一定的汇率波动风险，且需关注俄乌冲突爆发对公司海外业务的影响；公司营业成本中材料成本占比仍较高，考虑到主要原材料中镁质价格近年波动大，仍需关注原材料价格波动对公司生产成本带来的影响；公司继续保持较大规模的研发投入，有利于提升公司产品市场竞争力

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，仍由钢铁事业板块、环保材料事业板块以及原材料事业板块构成。公司产品分为功能性耐火材料、定型耐火材料、不定形耐火材料和其他类四大类产品。其中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；定型耐火材料包括钢包砖类、碱性制品类；不定形耐火材料包括散料类、冲击板及挡渣板类、电炉顶类；其他类为其他和各类主产品配合使用的产品。受益于海外销售收入增长，公司2022年营业收入增长12.75%至49.36亿元，且由于原材料价格涨幅收窄及海运费恢复正常，公司毛利率提升1.32个百分点至20.06%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
功能性耐火材料	114,178.43	23.13%	30.94%	117,289.54	26.79%	31.51%
定型耐火材料	201,818.64	40.89%	17.03%	179,262.43	40.95%	12.72%
不定形耐火材料	111,641.53	22.62%	20.13%	100,397.08	22.93%	17.36%
其他类	65,953.92	13.36%	10.39%	40,836.58	9.33%	11.91%
合计	493,592.52	100.00%	20.06%	437,785.63	100.00%	18.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 销售及客户

公司定位“专业为全球高温工业提供卓越产品与系统解决方案的供应商”，拥有“濮耐”、“PRCO”、“宝明”、“华威”、“雨山”及“汇特”等多个品牌，销售区域遍及海内外。受益于公司早些年在海外营销及生产网络的布局，在2022年海外局势变化较大的背景下，公司仍能抓住海外市场变化的机遇，实现在东南亚、中东、印度、俄罗斯等区域销售额的大幅增长。2022年，公司海外销售收入同比增长41.42%至14.13亿元，其中在“一带一路”沿线国家实现销售收入10.49亿元。考虑到公司2021年开始投资筹建的美国工厂（即濮耐美国股份公司梅菲尔德镁碳砖厂）和塞尔维亚工厂（即濮耐塞尔维亚有限责任公司）已正式投产和即将投产，未来海外收入有望进一步提升。

表4 公司产品分地区销售情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
国内销售	352,335.46	16.60%	337,902.91	16.33%
海外销售	141,257.06	28.69%	99,882.72	26.89%
合计	493,592.52	20.06%	437,785.63	18.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

海外业务结算方面，公司出口主要以美元结算，汇率一方面通过影响公司出口产品的销售定价，进而影响公司产品的竞争力，另一方面也通过汇兑损益直接影响公司利润水平。近年来美元兑人民币波动幅度较大，且2023年以来美元的持续加息进一步加剧了汇率波动。考虑到美元加息进程仍在继续，美元汇率仍面临波动压力，公司海外业务仍面临一定汇率波动风险。

除此之外，需要关注的是，俄罗斯和乌克兰为公司非常重要的海外市场，2022年2月俄乌冲突爆发后，公司在乌克兰的销售收入大幅减少。俄罗斯市场方面，受美国、欧洲对俄罗斯制裁的影响，俄罗斯市场对耐火材料的需求向中国供应商转移，因此公司在俄罗斯市场的收入大幅提升。但如冲突进一步加剧，会对公司在乌克兰和俄罗斯市场的销售产生一定的不确定性，影响公司海外销售业务。

销售模式方面，公司销售模式仍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。2022年公司整体承包模式产生的销售收入与上年基本持平，但受益于海外销售带来的单独销售模式收入增长，单独销售的收入占比提升较快。

表5 公司不同销售模式的销售情况（单位：万元）

销售模式	2022年		2021年	
	收入	占比	收入	占比
整体承包	232,242.80	47.05%	234,890.92	53.65%
单独销售	261,349.73	52.95%	202,894.71	46.35%
合计	493,592.52	100.00%	437,785.63	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

下游应用方面，公司2022年下游应用领域仍主要以钢铁行业为主，钢铁行业销售收入占比仍占90%左右，钢铁行业运行情况将直接影响公司经营。2022年国内粗钢产量延续2021年负增长态势，且2022年工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部联合发布《关于促进钢铁行业高质量发展的指导意见》，行业面临持续减产压力。除此之外，受钢材价格波动等因素影响，钢铁行业盈利显著下降，而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，未来需关注钢铁行业调整对公司产品需求的冲击。

从销售客户来看，公司客户仍主要为国内大型国有钢铁集团，客户较优质。2021-2022年公司前五大客户销售收入占当年营业收入的比重分别为30.83%和26.76%，2022年客户集中度有所降低，但对于第一大客户占比分别为16.89%和15.74%，占比较高，存在一定大客户依赖。销售款结算方面，结算方式仍以承兑汇票为主。

► 研发与生产

作为国内耐火材料行业的头部企业，公司重视科技创新，拥有以前瞻性研究为主的北京科技研发中心和以应用型研究开发为主的濮阳技术中心双技术研发中心。跟踪期内，“环境友好型镁碳砖关键技术与应用”和“焦炉蓄热室碳化硅质脱硝管关键技术与应用”两个科研项目通过河南省耐火材料行业协会组织的专家组技术评定，且均被认定为国际领先水平。相关具有环保优势的产品持续推广应用，有助于提升公司品牌影响力和市场竞争力。

截至2022年末，公司合计拥有各项有效技术专利380项，其中发明64项，实用新型313项，外观专利3项。公司研发投入持续处于较高水平，2022年末公司研发人员574人，研发投入1.99亿元，占营业收入的4.03%。随着下游对高品质耐火材料的需求提升，耐火材料产品升级是行业发展的方向，加大技术研发资金投入，有利于提升公司产品市场竞争力。

表6 公司研发投入情况

项目	2022年	2021年
研发人员数量（人）	574	477
研发人员数量占比	13.25%	10.44%
研发投入金额（万元）	19,912.14	18,916.65
研发投入占营业收入比例	4.03%	4.32%

注：公司2022年对技术人员统计口径有所调整，将生产技术第一线的各生产基地车间主任划为技术人员。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产方面，公司生产模式仍为“以销定产”，2022年公司主要产品产能基本无变化，公司针对部分市场需求量少和特殊性能的耐火材料产品在订单集中时期仍采用外包方式进行生产。产能利用率方面，2022年公司各类型产品的产能利用率均小幅下降。

受下游钢铁行业产量压减及盈利下降影响，公司主要产品的销量及产能利用率均有所下降。产销率方面，受益于“以销定产”的生产模式以及整体承包的销售模式，2022年公司依旧维持较高的产销率。销售价格方面，受上游原材料价格上升影响，2022年公司功能性耐火材料、定型耐火材料和不定形耐火材料年销售均价均有所上升，上调幅度分别为8.65%、19.45%和12.62%。

表7 公司主要产品产能利用以及销售情况

	项目	2022年	2021年
功能性耐火材料	产能（吨）	59,600.00	59,600.00
	产量（吨）	54,427.84	61,771.52
	销量（吨）	55,818.50	62,300.12
	产能利用率	91.32%	103.64%
	销售均价（元/吨）	20,455.30	18,826.53
定型耐火材料	产能（吨）	348,131.00	348,131.00
	产量（吨）	213,636.32	255,201.76

	销量（吨）	328,334.77	348,364.59
	产能利用率	61.37%	73.31%
	销售均价（元/吨）	6,146.73	5,145.83
	产能（吨）	350,790.00	350,790.00
	产量（吨）	260,802.81	265,788.42
不定形耐火材料	销量（吨）	339,105.09	343,446.21
	产能利用率	74.35%	75.77%
	销售均价（元/吨）	3,292.24	2,923.23

注：公司部分产品采用外包方式生产，导致销量高于产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

► 成本及采购

公司营业成本中，2021-2022年直接材料占比分别为77.15%和74.53%，其次为制造费用和燃料动力，原材料价格仍为影响公司产品成本的主要因素。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。对于大宗原材料，公司依然采用集中采购方式，采购工作主要采用招标、询价比价、竞争性谈判等方式进行，按照生产安排、价格波动趋势完成原材料采购工作。

从采购价格看，受原材料大宗商品价格波动影响，公司主要原材料中氧化铝类和铝矾土类采购均价同比分别上升6.78%和9.17%，但镁质类采购均价同比下降7.50%。考虑到原材料价格近年波动较大，需关注原材料价格波动给公司成本稳定带来的影响。从采购量来看，由于公司主要产品产量及销量均呈现下降，且2021年原材料采购量基数较高，叠加公司原材料项目投产后增强了原材料自给，2022年公司各类原材料采购量均有所下降。受上述因素影响，公司主要原材料采购额同比均呈现不同程度下降，氧化铝类、镁质类、铝矾土类分别同比下降6.74%、24.46和41.77%。

表8 公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2022年	2021年
氧化铝类	采购量（吨）	66,739	76,397
	采购均价（元/吨）	4,538	4,250
	采购额（万元）	30,283	32,470
镁质类	采购量（吨）	155,090	189,853
	采购均价（元/吨）	2,971	3,212
	采购额（万元）	46,074	60,989
铝矾土类	采购量（吨）	84,701	158,851
	采购均价（元/吨）	2,036	1,865
	采购额（万元）	17,249	29,621

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：公司提供，中证鹏元整理

供应商集中度方面，2021-2022年公司前五大供应商采购金额占比分别为15.57%和18.02%，供应商集中度有所上升，但集中度仍不高。

➤ 在建项目

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2022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44.5万吨，加强原材料自给的同时已实现向外部市场的销售。在近年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。

截至2022年末公司主要在建项目预计总投资金额合计10.81亿元，已投资6.05亿元。其中“年产4万吨预制件、6万吨散状料、1万吨炮泥耐火材料智能化制造项目”、“年产1万吨转炉系统用高性能环保挡渣板智能制造项目”、“上海研发中心建设项目”为本期可转债募投项目，预计总投资5.11亿，当前已投资2.33亿元，尚需投资规模2.77亿元，项目建成后将有益于公司主营产品质量提升和产品转型升级。

表9 截至2022年末公司重要在建项目或改建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
年产4万吨预制件、6万吨散状料、1万吨炮泥耐火材料智能化制造项目	2.35	1.52
年产1万吨转炉系统用高性能环保挡渣板智能制造项目	1.43	0.77
上海研发中心建设项目	1.32	0.04
青海公司12万吨高纯镁项目	3.35	2.12
翔晨镁业10万吨机械化轻烧镁竖窑	0.40	0.36
翔晨镁业三期30万吨轻烧粉	1.20	0.80
翔晨镁业矿山基建	0.40	0.20
华银公司板刚玉3号线	0.12	0.11
雨山冶金年产6000吨洁净钢用高温环保新材料项目	0.14	0.03
高温公司14#包装车间	0.10	0.10
合计	10.81	6.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

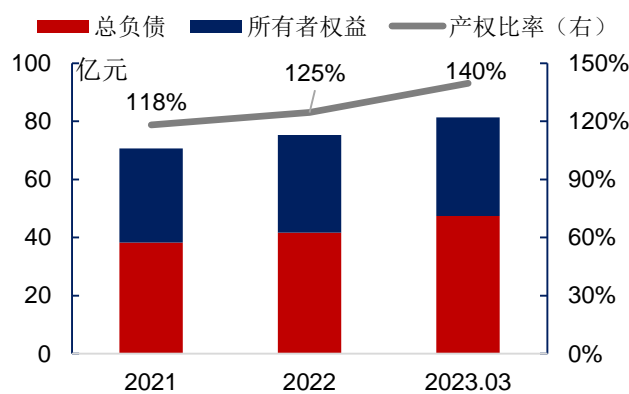
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，2022-2023年一季度合并报表范围变化情况见表2。

资本实力与资产质量

公司长期借款增长较快，所有者权益对负债的保障程度下降，资产规模有所增长但仍以应收款项和存货为主，应收账款存在一定坏账风险，存货和商誉存在减值风险

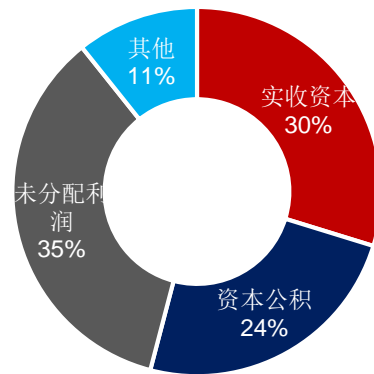
受益于利润积累，2022年末公司所有者权益同比增长3.44%至33.51亿元，但由于公司新增较多长期借款，公司2022年负债规模同比增长9.00%至41.75亿元，并在2023年一季度继续增长。受上述因素影响，公司产权比例增长较快，截至2023年3月已达139.64%，所有者权益对负债的保障程度下降。公司所有者权益仍主要由未分配利润、实收资本和资本公积构成。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于业务规模扩大，公司总资产规模有所上升，结构较为稳定，仍以流动资产为主，其中应收账款和存货占比高且较2021年进一步提升。2022年末公司应收款项（应收票据、应收款项融资、应收账款及合同资产）总额25.83亿元，占总资产比例合计34.32%，较2021年的30.41%进一步提高；存货占总资产比例为23.88%，较2021年的22.69%小幅提升。

公司应收票据均为商业承兑汇票，已计提坏账准备0.18亿元；应收款项融资均为银行承兑汇票，其中0.80亿元已质押；应收账款及合同资产账面余额合计23.92亿元，合计已计提坏账准备4.76亿元，账面价值合计19.16亿元，同比增长较快，占总资产的比例较高，其中以外币计价的应收账款余额较大，以美元、卢布、欧元等为主，公司应收账款面临一定汇率波动风险。公司应收款项占总资产比例处于较高水平，对资金形成较大占用。从账龄来看，应收账款账面余额22.45亿元中，账龄在1年以内、1-2年、2-3年、3年以上的占比分别为74.15%、6.95%、3.01%和15.89%，3年以上的占比高，对公司资金形成占用。截至2022年末应收账款已计提坏账准备4.68亿元，其中按单项计提坏账准备的应收账款账面原值1.25亿元，已计提坏账1.23亿元，计提比例97.93%，未来收回可能性不大。虽公司已制定了谨慎的坏账准备计提政策，但仍可能会发生个别客户因行业政策调整、行业整合及竞争加剧等导致经营状况恶化、支付能力下降，最终不能全额支付的情况，公司面临一定坏账风险。公司存货账面价值2022年同比增长12.05%至17.97亿元，仍主要由库存商品和原材料构成，未计提跌价准备，考虑到2020年以来原材料价格波动

较大，需关注存货减值风险。2022年公司货币资金规模小幅下降，其中受限金额2.44亿元，主要为银行承兑保证金；其中外币资金折算人民币1.37亿元，以美元、欧元、卢布为主。

受益于外购资产及在建工程转入，固定资产账面价值2022年同比增长9.90%，仍主要以房屋建筑物和机器设备为主，其中有2.72亿元房屋建筑物尚未办妥产权证书。公司无形资产主要是土地使用权、采矿权等，2022年减少主要系因出售琳丽矿业导致采矿权减少1.11亿元所致。公司商誉较2021年末无变动，占资产总额的3.19%，主要为收购上海宝明耐火材料有限公司、马鞍山市雨山冶金新材料有限公司和云南濮耐昆钢高温材料有限公司产生的商誉，如上述经营主体因市场变化等原因导致经营业绩大幅下降，可能存在商誉减值的风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.23	7.66%	4.74	6.30%	5.55	7.85%
应收账款	18.51	22.75%	17.76	23.60%	14.53	20.55%
存货	18.32	22.51%	17.97	23.88%	16.04	22.69%
应收票据	3.25	3.99%	3.39	4.50%	2.62	3.71%
应收款项融资	3.14	3.87%	3.27	4.35%	3.11	4.40%
合同资产	1.71	2.10%	1.40	1.86%	1.24	1.75%
流动资产合计	53.82	66.15%	51.04	67.82%	46.50	65.77%
固定资产	12.55	15.42%	12.79	16.99%	11.64	16.46%
在建工程	3.70	4.54%	3.46	4.60%	3.47	4.91%
无形资产	2.40	2.95%	2.41	3.21%	3.51	4.96%
商誉	2.40	2.95%	2.40	3.19%	2.40	3.39%
非流动资产合计	27.54	33.85%	24.21	32.18%	24.20	34.23%
资产总计	81.35	100.00%	75.26	100.00%	70.70	100.00%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受限资产方面，截至2022年末公司受限资产合计4.45亿元，占净资产的13.27%，主要为货币资金、固定资产、应收承兑汇票和无形资产。

表11 公司受限资产情况（单位：万元）

项目	金额	受限原因
货币资金	24,417.57	银行承兑保证金及其他
应收票据及应收款项融资	8,010.60	票据质押
固定资产	10,700.18	抵押借款
无形资产	1,329.26	抵押借款
资产总计	44,457.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司资产规模有所增长，但应收款项和存货占比仍较大且进一步上升，应收账款存在一

定坏账风险，存货和商誉存在减值风险。

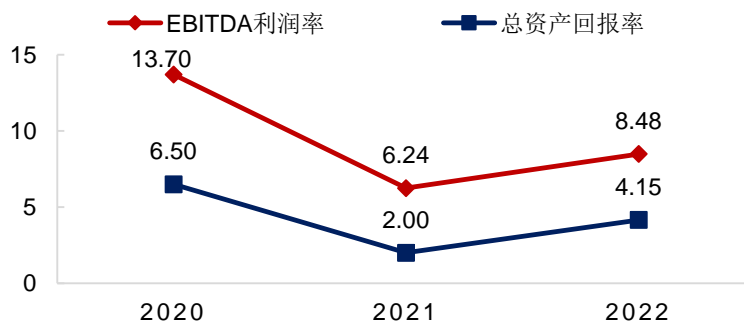
盈利能力

公司营业收入规模持续增长，受益于海运资源紧张缓解及原材料价格回落，公司盈利能力指标边际改善，但仍未恢复至2020年水平，仍需关注下游钢铁行业调整及上游原材料价格波动对公司盈利空间的挤压

公司2020年以来营业收入逐年增长。盈利能力指标方面，2021年受到原材料价格和海运费价格大幅上涨影响，各项盈利能力指标均出现大幅下滑。进入2022年，国际海运资源紧张得到缓解，并且主要原材料价格在2022年上半年温和上涨后有所回落，但由于下游钢铁行业利润大幅减少传导至上游，公司利润空间受到压缩。受上述因素影响，公司2022年盈利能力指标边际改善，EBITDA利润率、总资产回报率分别上升2.24和2.15个百分点，但相较于2020年仍有较大差距。

考虑到下游钢铁行业面临持续减产压力，且钢材价格及铁矿石等原材料价格波动或将进一步挤压钢铁行业盈利空间，耐火材料对于下游钢铁厂议价能力较弱，钢铁行业盈利下降的压力或将传导至上游，未来需关注钢铁行业调整对公司盈利空间的冲击。与此同时，受能源及双控政策影响，以镁质材料为代表的耐火材料原材料近年价格波动较大，未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利空间的影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受长期借款规模扩大影响，公司债务规模有所上升，考虑到公司经营活动现金流呈现净流出，公司偿债压力有所加大

公司长期借款规模持续上升，带动总债务规模上升，截至2023年3月，长期债务规模已超过短期债务规模。

公司短期借款主要系信用借款和已贴现未终止确认的票据，应付票据截至2022年末主要系商业承兑汇票8.84亿元和银行承兑汇票0.78亿元，其中已到期未支付的应付票据总额为103.00万元，系因持票人

尚未办理托收。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款及利息和应付债券利息。长期借款方面，公司2022年新增较多信用和保证借款，截至2022年末长期借款中含保证借款4.57亿元，信用借款1.20亿元，质押借款0.77亿元和抵押借款0.12亿元，其中抵押借款系以美元计价，余额为172.40万美元。2023年3月，公司长期借款规模进一步上升。公司应付债券主要系应付的本期债券。

除上述债务外，公司负债中应付账款占比较高，主要为应付的商品及劳务款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.00	4.21%	2.45	5.86%	4.45	11.62%
应付账款	12.96	27.35%	11.69	28.01%	11.53	30.10%
应付票据	9.55	20.14%	9.62	23.05%	10.62	27.73%
一年内到期的非流动负债	0.55	1.16%	0.42	1.02%	0.67	1.75%
流动负债合计	28.92	61.00%	28.44	68.13%	29.87	77.97%
长期借款	11.79	24.87%	6.66	15.95%	1.97	5.16%
应付债券	6.14	12.96%	6.08	14.57%	5.84	15.25%
非流动负债合计	18.49	39.00%	13.31	31.87%	8.44	22.03%
负债合计	47.41	100.00%	41.75	100.00%	38.30	100.00%
总债务合计	31.10	65.61%	26.30	63.00%	23.56	61.50%
其中：短期债务	13.17	27.78%	13.56	32.47%	15.74	41.10%
长期债务	17.93	37.83%	12.74	30.53%	7.82	20.41%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，由于整体承包模式客户结算周期较长，公司实际收现情况一般，叠加公司储备存货、支付的职工薪酬和以现金形式支付的货款增加，导致2021-2022年公司经营活动现金流呈现净流出。投资活动现金流方面，公司2022年收到处置子公司琳丽矿业股权及华泰永创分红款项增加，同时支付固定资产投资款项减少，投资活动现金流量净额由2021年的净流出2.75亿元减少至净流出0.01亿元。筹资活动现金流方面，由于公司2022年取得较多长期借款，筹资活动现金流量净额1.53亿元，较上年减少主要系因2021年收到可转换债券资金。

从杠杆状况指标来看，受长期借款规模增长影响，2022年末公司资产负债率提高1.29个百分点至55.47%，且2023年一季度继续上升。受益于利润增长，公司2022年EBITDA及FFO均显著提升，其中EBITDA同比增长53.19%至4.19亿元，FFO同比增长303.09%至1.70亿元。债务方面，由于公司总债务规模增长较快，2022年公司净债务规模同比增长11.04%到17.30亿元。

受上述因素影响，公司EBITDA及FFO对债务本息的保障能力均有所提升，但考虑到经营活动现金流呈现净流出，公司偿债压力有所加大。

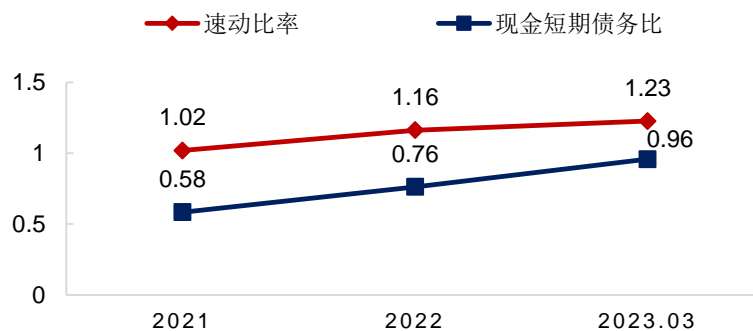
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	0.83	-2.61	-1.90
FFO（亿元）	--	1.70	0.42
资产负债率	58.27%	55.47%	54.18%
净债务/EBITDA	--	4.13	5.70
EBITDA 利息保障倍数	--	6.68	5.99
总债务/总资本	47.81%	43.97%	42.10%
FFO/净债务	--	9.81%	2.70%
经营活动净现金流/净债务	4.41%	-15.10%	-12.16%
自由现金流/净债务	2.81%	-23.21%	-28.66%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，受益于筹资取得的现金较多，公司现金类资产规模持续提高，2022年以来速动比率及现金短期债务比等流动性指标均略有改善。此外，截至2022年末公司及子公司未使用银行授信规模15.50亿元，规模较大，公司融资弹性尚可。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

跟踪期内公司组织架构无重大调整，组织结构图见附录三。

跟踪期内公司董事会、监事会换届选举，董事会成员中，原副董事长史道明、独立董事徐殿利、独立董事叶国田、独立董事牟敦潭任期届满离任，新增副董事长孔志远、独立董事李永全、独立董事梁永和、独立董事王广鹏；监事会成员中，李玉东、宋世锋任期届满离任，新增郑化轸、田向红。

跟踪期内公司高级管理人员新聘任副总裁牛亮，财务负责人金宏峰任期届满离任，新增聘任财务负责人马意。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月9日），公司本部¹不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷中承兑汇票有垫款1笔，金额为104.82万元，结清日期2021年7月13日，根据公司提供的说明，该笔垫款系中原银行股份有限公司濮阳分行因系统问题未扣款成功，并非公司主观原因造成。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年5月11日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

行业方面，根据中国耐火材料行业协会对90家重点耐火材料企业经营情况调研显示，2022年全行业利润略有下滑。在行业整体不景气的环境下，公司仍实现业绩较快增长，其中营业收入同比增长12.75%，毛利率提升1.32个百分点至20.06%。截至2022年末公司总资产和营业收入在四家同行业上市公司中分别排行第二和第一，公司作为耐火材料头部企业的地位得到巩固。海外销售方面，公司2022年海外收入增长较快，且随着海外产能增加，未来收入有望进一步增加，但公司海外业务仍面临汇率波动和地缘冲突等不利因素。国内销售方面，公司业绩对钢铁行业较依赖，而国内钢铁行业受政策及房地产行业景气度等因素影响，盈利显著下降，未来可能会进一步挤压公司盈利空间。除此之外，2021年以来上游耐火原材料波动较大，对公司盈利水平造成直接影响，公司仍面临一定原材料价格波动风险。偿债能力方面，虽然公司EBITDA利润率、总资产回报率、销售毛利率等盈利能力指标边际改善，但经营活动现金流仍

¹ 公司未提供实际控制人征信报告。

呈现净流出，考虑到公司债务规模持续扩大，公司偿债压力有所加大。与此同时，公司应收账款和存货规模仍较大，应收账款存在一定坏账风险，存货和商誉仍存在一定减值风险。总体来看，公司抗风险能力较好。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“濮耐转债”的信用等级为AA。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	6.23	4.74	5.55	4.01
应收账款	18.51	17.76	14.53	13.84
存货	18.32	17.97	16.04	11.89
应收票据	3.25	3.39	2.62	2.71
应收款项融资	3.14	3.27	3.11	3.90
流动资产合计	53.82	51.04	46.50	40.48
固定资产	12.55	12.79	11.64	10.05
非流动资产合计	27.54	24.21	24.20	22.15
资产总计	81.35	75.26	70.70	62.63
短期借款	2.00	2.45	4.45	5.20
应付账款	12.96	11.69	11.53	11.28
应付票据	9.55	9.62	10.62	9.28
流动负债合计	28.92	28.44	29.87	28.33
长期借款	11.79	6.66	1.97	1.78
应付债券	6.14	6.08	5.84	0.00
非流动负债合计	18.49	13.31	8.44	2.48
负债合计	47.41	41.75	38.30	30.81
总债务	31.10	26.30	23.56	16.36
所有者权益	33.95	33.51	32.39	31.82
营业收入	12.18	49.36	43.78	41.74
营业利润	0.46	2.45	0.92	3.51
净利润	0.41	2.15	0.78	3.09
经营活动产生的现金流量净额	0.83	-2.61	-1.90	4.83
投资活动产生的现金流量净额	-3.57	-0.01	-2.75	-4.29
筹资活动产生的现金流量净额	4.72	1.53	5.32	-0.89
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	4.19	2.73	5.72
FFO（亿元）	--	1.70	0.42	2.56
净债务（亿元）	18.81	17.30	15.58	9.96
销售毛利率	20.10%	20.06%	18.74%	26.15%
EBITDA 利润率	--	8.48%	6.24%	13.70%
总资产回报率	--	4.15%	2.00%	6.50%
资产负债率	58.27%	55.47%	54.18%	49.19%
净债务/EBITDA	--	4.13	5.70	1.74
EBITDA 利息保障倍数	--	6.68	5.99	14.40
总债务/总资本	47.81%	43.97%	42.10%	33.96%

FFO/净债务	--	9.81%	2.70%	25.66%
速动比率	1.23	1.16	1.02	1.01
现金短期债务比	0.96	0.76	0.58	0.51

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
濮阳市濮耐功能材料有限公司	100.00%	耐火材料制品
濮阳市濮耐炉窑工程有限公司	100.00%	炉窑工程砌筑施工
营口濮耐镁质材料有限公司	100.00%	耐火材料生产与销售
濮阳乌克兰有限责任公司	99.84%	耐火材料及制品的销售
濮耐美国股份有限公司	100.00%	耐火材料及制品的销售
青海濮耐高新材料有限公司	100.00%	耐火原料及制品的生产与销售
云南濮耐昆钢高温材料有限公司	51.00%	耐火材料生产与销售
上海宝明耐火材料有限公司	100.00%	耐火材料制品生产与销售
海城市华银高新材料制造有限公司	95.00%	耐火原料及制品加工及销售
郑州华威耐火材料有限公司	100.00%	耐火材料制品生产与销售
郑州汇特耐火材料有限公司	100.00%	耐火材料及保温材料的生产销售
马鞍山市雨山冶金新材料有限公司	100.00%	生产和销售滑动水口系列；冶金技术研发服务
濮耐（集团）俄罗斯有限责任公司	100.00%	耐火材料及制品的销售
洛阳索莱特材料科技有限公司	68.10%	特种陶瓷材料、制品及仪器设备的研发、生产及销售
新疆秦翔科技有限公司	52.49%	无机非金属材料研究、销售，技术服务、检验检测
西藏昌都市翔晨镁业有限公司	68.00%	菱镁矿的采选、煅烧、冶炼、轻烧镁、电熔镁、重烧镁
上海银耐联供应链有限公司	90.00%	批发业
濮阳濮耐新材料科技有限公司	100.00%	新材料技术研发推广、耐火材料的生产销售、非金属矿及制品销售、技术服务开发咨询交流转让推广
濮耐塞尔维亚有限责任公司	70.00%	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
PRCO 越南股份公司	98.00%	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

资料来源：公司提供

附录五 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+租赁负债+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+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。