

濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【651】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司相关债券2025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

- 本次等级的评定是考虑到：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之一，经营相对稳健，2024 年总资产和营业收入指标在四家上市公司中维持第二的位次，公司海外工厂均已正式投产，海外销售收入已连续多年排名全行业第一，出口龙头地位加强。但中证鹏元也关注到国内钢铁行业利润承压，耐火材料国内需求受影响，而出口市场竞争激烈、以价换量明显，需关注国内外下游需求变化对公司盈利空间的挤压，同时公司海外业务面临汇率波动风险；公司应收账款和存货规模仍较大，其中应收账款存在一定坏账风险，存货存在减值风险等风险因素。

评级日期

2025 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：崔彬杨
cuiby@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	86.97	82.65	82.20	75.26
归母所有者权益	34.70	34.03	34.11	32.13
总债务	33.70	30.26	29.79	26.30
营业收入	13.40	51.92	54.73	49.36
净利润	0.56	1.29	2.53	2.15
经营活动现金流净额	-0.32	4.31	3.84	-2.61
净债务/EBITDA	--	5.36	3.49	4.13
EBITDA 利息保障倍数	--	6.00	8.09	6.68
总债务/总资本	48.42%	46.20%	45.67%	43.97%
FFO/净债务	--	7.56%	11.87%	9.81%
EBITDA 利润率	--	7.27%	9.21%	8.48%
总资产回报率	--	2.25%	4.18%	4.15%
速动比率	0.88	0.93	1.10	1.16
现金短期债务比	0.54	0.58	0.97	0.76
销售毛利率	17.95%	18.99%	19.93%	20.06%
资产负债率	58.72%	57.38%	56.88%	55.47%

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **公司经营相对稳健，维持了耐火行业头部企业的地位。**2024 年耐火材料行业竞争加剧，而公司经营相对稳健，在四家同行业上市公司中，维持了总资产和营业收入排行第二的位置，且销售毛利率在同类上市公司中表现较好。
- **公司海外工厂均已正式投产，出口龙头地位加强。**受益于早年在海外营销及生产网络的布局，2024 年公司海外销售收入 145,485.41 万元，仍维持较高水平，已连续多年排名全行业第一，出口龙头地位不断加强。截至 2024 年末公司在美国及塞尔维亚所建工厂均已投产运行，其中美国工厂设计年产 2 万吨镁碳砖产能，2024 年销售收入同比增长 72%；塞尔维亚工厂一期设计镁碳砖产能 3 万吨，不定形产品产能 1 万吨。海外工厂有助于公司更灵活地应对海外运输和国际环境的不确定性。

关注

- **国内需求承压，出口竞争以价换量明显，耐火材料企业利润承压。**国内方面，2024 年下游钢铁行业进入减量发展阶段、建材行业产量下滑明显，有色金属行业虽有所增长但支撑不足，耐火材料市场需求承压；出口方面，耐火材料竞争场地由国内向出口延伸，2024 年全国耐火原材料出口总量同比增长 4.09%，而出口贸易额和出口平均价格分别大幅度下降 12.31%和 15.76%，出口市场总体表现出量增价跌的态势，以价换量明显。预计 2025 年钢铁行业利润将受钢价下行、环保成本上升等因素影响而承压，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，叠加耐火材料激烈的同业竞争，耐火材料企业利润仍将承压。
- **公司海外业务面临汇率波动风险。**公司出口主要以美元结算 2024 年公司海外销售收入占比提升，而 2024 年 11 月以来美元汇率波动加大，且不确定性因素仍在持续，公司海外业务仍面临一定汇率波动风险。
- **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，存货存在减值风险。**2024 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 26.59 亿元，占总资产比例合计 32.16%，仍处于较高水平，且 2025 年 3 月末继续上升，对资金形成较大占用。2023-2024 年公司分别确认信用减值损失 0.47 亿元和 0.16 亿元，由于下游客户主要系钢铁行业客户，近年钢铁行业企业进入减量发展阶段，仍需关注后续应收账款回款的情况。2024 年公司存货账面余额 19.16 亿元，主要由库存商品和原材料构成，考虑到行业竞争加剧带来的售价下跌，存货存在一定减值风险。

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之一，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）

指标	瑞泰科技	鲁阳节能	北京利尔	濮耐股份
总资产	51.01	39.37	90.08	82.65
营业总收入	43.52	35.32	63.27	51.92
净利润	1.20	4.80	3.33	1.29
销售毛利率	14.75%	30.59%	14.42%	18.99%
资产负债率	70.69%	26.52%	39.39%	57.38%
经营活动现金流量净额	3.52	5.64	1.59	4.31
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	53.31%	91.01%	108.20%	88.75%
应收账款周转天数（含应收票据）（天）	128.21	174.64	160.55	150.14
存货周转天数（天）	113.81	42.46	94.65	176.94
ROA	2.42%	12.35%	3.77%	1.57%

注：以上各指标均为 2024 年数据。
 资料来源：Choice，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_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	评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	杠杆状况	6/9
	行业风险状况	盈利状况	中
	经营状况	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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
濮耐转债	6.26	6.26	2024-6-20	2026-5-26

一、 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“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。

公司于2024年7月将募投项目中“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”和“年产1万吨转炉系统用高性能环保挡渣板智能制造项目”予以结项，并将上述两个募投项目的节余募集资金全部转至“上海研发中心建设项目”的建设，同时对“上海研发中心建设项目”进行了重新论证并继续实施。

2025年4月公司召开会议审议通过了相关议案，同意公司在不影响募集资金项目正常进行的前提下使用暂时闲置募集资金不超过18,500万元补充流动资金。

截至2024年12月31日，本期债募集资金专项账户余额为69.45万元。

二、 发行主体概况

2024年2月公司召开董事会议审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份方案的议案》。公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司发行的部分人民币普通股（A股），用于实施股权激励计划。截至2024年末，公司已累计回购公司股份19,283,900股。

2024年及2025年一季度公司股本因可转换债券转换股票小幅增加。截至2025年3月末，公司股本10.10亿元，前十大股东持股情况见表1。其中，刘百宽家族持有公司股份比例为25.57%，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86,800,000股，占公司总股本的8.59%。

表1 截至 2025 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%	57,100,000
2	刘百春	102,742,266	10.17%	29,700,000
3	郭志彦	84,923,204	8.40%	39,000,000
4	郑化轮	20,260,538	2.01%	-
5	中国银行股份有限公司一华安文体健康主题灵活配置混合型证券投资基金	18,257,500	1.81%	-
6	银华基金一中国人寿保险股份有限公司一传统险一银华基金国寿股份成长股票传统可供出售单一资产管理计划	16,999,952	1.68%	-
7	史绪波	15,566,035	1.54%	-
8	中央汇金资产管理有限责任公司	14,970,900	1.48%	-
9	长城财富资管一工商银行一长城财富朱雀鸿盈一号资产管理产品	14,893,200	1.47%	-

10	招商银行股份有限公司一华安产业精选混合型证券投资基金	13,190,194	1.31%	-
----	----------------------------	------------	-------	---

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 2025 年第一季度报告，中证鹏元整理

2024年6月公司实施了2023年度权益分派方案，可转债转股价格由4.32元/股调整为4.25元/股。2024年及2025年一季度公司合并范围无变化。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

行业环境

耐火材料下游钢铁行业进入减量发展阶段，建材行业产量下滑明显，有色金属行业虽有所增长但支撑不足，耐火材料需求不足带动行业整体产量下滑

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。

下游钢铁方面，2024年钢铁行业景气度低迷，行业已进入减量发展阶段，当前，政策端管控基调整

体聚焦“平控”，行业绿色低碳转型已成为必答题，较大规模的环保投入成为倒逼钢企退出的手段之一，有望成为行业供给新约束，预计钢铁行业供给小幅收缩。钢铁下游需求虽有制造业作为支撑，但地产用钢将继续收缩、基建用钢边际贡献递减、出口支撑作用弱化，预计“钢需”将继续缩量。钢价受制于供给小幅收缩、需求不足，面临进一步下行压力。整体而言，钢铁行业运行持续呈现高产量、高成本、高出口、低需求、低价格、低效益的“三高三低”局面，部分钢企已亏现金流，预计2025年钢铁行业利润将受钢价下行、环保成本上升等因素影响而承压。

除钢铁行业外，2024年建材行业总量下滑明显。产量方面，根据国家统计局数据，2024年全国水泥产量18.3亿吨，同比减少9.38%；平板玻璃产量10.0亿重量箱，同比下降1.1%。有色金属行业方面，2024年十种有色金属产量7,919万吨，同比增长4.3%。规模以上有色金属企业工业增加值同比增长8.9%，增幅较上年提高1.5个百分点。

整体而言，下游钢铁行业进入减量发展阶段，建材行业产量下滑明显，有色金属行业虽有所增长但支撑不足，耐火材料市场需求承压。根据中国耐火材料行业协会（以下简称“耐材行业协会”）统计，2024年全国耐火材料制品产量为2,207.11万吨，同比降低3.73%；其中致密定型耐火制品为1,131.63万吨，同比降低6.07%；保温隔热耐火制品为83.77万吨，同比增长11.17%；不定形耐火制品为991.71万吨，同比降低2.07%。

耐火原料中镁质价格2024年低位运行，氧化铝受期货炒作影响波动较大，预计2025年耐火原料价格维持相对稳定，无大幅涨价的基础

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，2022年以来镁质材料持续库存较高，辽宁省持续出台相关政策化解产能，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，但镁质原料2024年仍低位运行。据耐材之窗数据，高纯镁砂价格（96.5%，出厂含税价）自2023年5月至2024年1月维持2,400元/吨的水平，其后至2025年4月稳定至2,300元/吨，2025年5月下跌至2,200元/吨。氧化铝价格波动较大，受物流因素和期货炒作的影响，2024年上半年氧化铝价格被推至近年来高位，导致11月份白刚玉段砂出厂含税价格达到7,000元/吨~7,200元/吨，烧结刚玉段砂出厂含税价格在6,900元/吨~7,300元/吨。2025年初，在供需平衡行情主导下，氧化铝价格明显回落，氧化铝和刚玉系耐火原料价格迅速回归，2月底价格已回归至较合理水平。

总体而言，镁质原料市场需求较弱，预计2025年耐火原料价格维持相对稳定，无大幅涨价的基础。

耐火材料同质化竞争仍激烈，且竞争场地由国内向出口延伸，出口市场以价换量明显，重点企业盈利指标下滑；2025年行业供需矛盾依然存在，预计行业内企业利润仍将承压

耐火材料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，生产企业不得不进一步压缩利润空间，受上下游产业的供给侧结构性改革影响，耐火材料行业同业竞争加剧。根据耐材行业

协会数据，2024年耐火材料主产区耐火制品产量为1,617.96万吨，同比下降2.86%；总销售收入为977.96亿元，同比下降5.66%，销售收入下降幅度高于产量下降幅度，也印证了行业内卷带来的售价下降。此外，行业竞争场地由国内向海外延伸，全国耐火原材料出口总量为720.93万吨，同比增长4.09%，而出口贸易额和出口平均价格分别大幅度下降12.31%和15.76%，出口市场总体表现出量增价跌的态势，以价换量明显。

行业内企业收入及利润下降明显。耐材行业协会对117家重点耐火材料企业2024年的调研结果显示，耐火制品销售总收入为563.13亿元，同比降低4.81%，利润同比降低10.17%，利润下降幅度远高于收入下降幅度。同时，117家重点企业销售收入利润率为4.53%，同比降低0.28%，低于全国规模以上工业企业营业收入利润率。

总体上看，行业产业集中度低、创新能力不足、同质化竞争等问题依然存在，行业内企业对于下游的议价能力仍较弱，下游需求支撑不足条件下，行业竞争继续加剧。2025年行业供需矛盾依然存在，预计同业竞争仍将激烈，行业内企业利润仍将承压。

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司业务结构未发生变化，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。2024年受下游需求走弱且同业竞争导致的产品价格下降影响，公司定型耐火材料 and 不定形耐火材料销售收入水平均下降，同时子公司上海银耐联供应链有限公司（以下简称“上海银耐联”）的贸易收入下降，综合影响下公司整体营业收入规模下降。毛利率方面，受行业竞争加剧影响，公司主要产品销售毛利率均下降，整体业务毛利率下降0.94个百分点至18.99%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
功能性耐火材料	136,054.81	26.20%	30.12%	125,394.83	22.91%	31.14%
定型耐火材料	186,875.10	35.99%	16.09%	208,522.12	38.10%	18.24%
不定形耐火材料	106,839.17	20.58%	18.37%	110,589.07	20.21%	20.92%
其他类	89,426.57	17.22%	8.82%	102,785.58	18.78%	8.60%
合计	519,195.65	100.00%	18.99%	547,291.60	100.00%	19.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

作为耐火材料行业头部企业之一，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；公司销售区域遍及海内外，其中国内客户以国有大型钢铁企业为主，客户较优质，但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；公司海外销售收入占比提升，需关注汇率波动风险

➤ 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。2024年公司贸易收入4.33亿元较2023年下降0.88亿元，同时国内销售收入受下游需求影响有所下降，海外销售收入则基本持平。2024年行业竞争加剧，公司境内外销售毛利率均呈现下降。虽然行业出口市场总体表现出量增价跌的态势，但公司海外销售主要定位高端，海外销售毛利率降幅较窄。

表3 公司产品分地区销售情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
国内销售	373,710.24	71.98%	15.21%	399,986.68	73.08%	16.45%
海外销售	145,485.41	28.02%	28.67%	147,304.92	26.92%	29.36%
合计	519,195.65	100.00%	18.99%	547,291.60	100.00%	19.93%

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

截至2024年末公司在美国及塞尔维亚所建工厂均已投产运行，显著提高了公司海外市场的竞争力。其中美国工厂设计年产2万吨镁碳砖产能，2024年销售收入同比增长72%。塞尔维亚工厂一期设计镁碳砖产能3万吨，不定形产品产能1万吨。海外工厂有助于公司更灵活地应对海外运输和国际环境的不确定性。

公司出口主要以美元结算，2024年11月以来，全球经济格局变动使得美元汇率波动加大，且不确定性因素仍在持续，公司海外业务仍面临一定汇率波动风险。

销售模式方面，2024年公司整体承包模式产生的销售收入占比提高了3.4个百分点。

表4 公司不同销售模式的销售情况（单位：万元）

销售模式	2024 年		2024 年	
	收入	占比	收入	占比
整体承包	253,618.46	48.85%	248,766.69	45.45%
单独销售	265,577.19	51.15%	298,524.92	54.55%
合计	519,195.65	100.00%	547,291.60	100.00%

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司2024年下游应用领域仍主要以钢铁行业为主，钢铁行业运行情况将直接影响公司经营。预计2025年钢铁行业利润将受钢价下行、环保成本上升等因素影响而承压，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。

公司客户仍主要为大型国有钢铁集团，客户较优质。2024年公司前五大客户销售收入占当年营业收入的比重为29.22%，客户集中度有所提高，其中对于第一大客户占比为18.00%。销售款结算方面，国内销售结算方式仍以承兑汇票为主，结算周期在130天左右。

➤ 研发、生产与在建项目

作为国内耐火材料行业的头部企业，公司重视科技创新，研发投入持续处于较高水平，2024年公司

研发人员占比及研发投入规模均有所上升。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5 公司研发投入情况

项目	2024 年	2023 年
研发人员数量（人）	585	584
研发人员数量占比	14.60%	13.90%
研发投入金额（万元）	25,651.89	19,957.78
研发投入占营业收入比例	4.94%	3.65%

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

生产方面，公司生产模式仍为“以销定产”，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，2024年公司依旧维持较高的产销率。受下游钢铁行业盈利承压向上游传导影响，2024年公司主要产品售价整体呈现下滑，销量则互有增减。

表6 公司主要产品产能利用以及销售情况

	项目	2024 年	2023 年
功能性耐火材料	产能（吨）	57,214.00	57,214.00
	产量（吨）	53,877.54	59,396.65
	销量（吨）	67,288.86	60,252.50
	产能利用率	94.17%	103.81%
	销售均价（元/吨）	20,219.52	20,811.55
定型耐火材料	产能（吨）	316,780.00	316,780.00
	产量（吨）	240,483.73	234,189.49
	销量（吨）	327,575.38	351,034.32
	产能利用率	75.92%	73.93%
	销售均价（元/吨）	5,704.80	5,940.22
不定形耐火材料	产能（吨）	318,000.00	318,000.00
	产量（吨）	241,259.95	269,650.08
	销量（吨）	345,806.53	342,412.05
	产能利用率	75.87%	84.80%
	销售均价（元/吨）	3,089.56	3,229.71

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

截至2024年末公司主要在建项目总投资4.32亿元，已投资2.11亿元，除上海研发中心建设项目外，主要系原材料及矿山相关项目，整体在建项目规模减少。

表7 截至 2024 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
上海研发中心建设项目	2.20	0.24

翔晨镁业三期 30 万吨轻烧粉	1.20	1.01
翔晨镁业矿山基建	0.40	0.29
营口公司一车间智能化生产线	0.23	0.20
秦翔公司矿区道路工程	0.15	0.18
雨山冶金年产 6000 吨洁净钢用高温环保新材料项目	0.14	0.19
合计	4.32	2.11

注：2024 年公司根据上海研发中心项目建设投资进展情况，变更了项目预计投资总额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 成本及采购

2023-2024年公司营业成本中直接材料占比分别为73.96%和74.16%，原材料价格仍为影响公司产品成本的主要因素。对于大宗原材料，公司依然采用集中采购方式，采购价格基本随行就市，2024年氧化铝及铝矾土类原材料受期货炒作影响波动较大，公司相关原材料采购价格随之快速上涨，而镁质材料价格2024年低位运行，公司镁质类原材料采购均价则基本持平。从采购量来看，公司氧化铝及镁质类原材料采购量小幅上涨，铝矾土类采购量则因价格涨幅较大，下游需求减少，从而有较大幅度下降。上述因素综合影响下，公司主要原材料采购额同比互有增减。

表8 公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2024 年	2023 年
氧化铝类	采购量（吨）	68,754	68,089
	采购均价（元/吨）	4,577	4,251
	采购额（万元）	31,465	28,941
镁质类	采购量（吨）	175,739	171,584
	采购均价（元/吨）	2,370	2,327
	采购额（万元）	41,658	39,932
铝矾土类	采购量（吨）	78,144	97,099
	采购均价（元/吨）	2,188	1,781
	采购额（万元）	17,101	17,296

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，2023-2024年公司前五大供应商采购金额占比分别为16.43%和12.82%，供应商集中度仍不高。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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

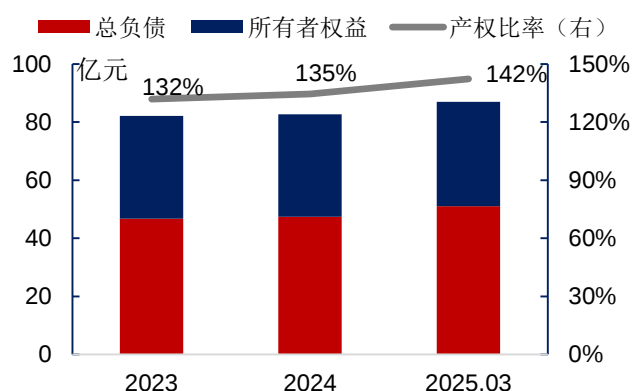
2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。

公司对下游钢铁厂议价能力仍较弱，应收账款及合同资产占总资产的比例仍较高，考虑到下游钢铁行业利润承压，公司应收账款存在一定坏账风险；公司存货占比仍较高，考虑到行业竞争加剧带来的售价下跌，公司存货存在一定减值风险；公司2024年盈利能力在同行业上市公司中仍处于中等偏上水平，但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；公司债务规模持续增长，且供应链融资带动短期债务占比持续提升，经营现金流及净债务规模同步增加，经营现金流及自由现金流对于净债务的保障程度一般，公司仍面临一定偿债压力

资本实力与资产质量

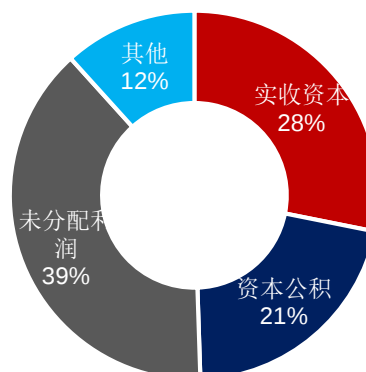
受回购股份及外币财务报表折算差额带来的其他综合收益减少影响，公司所有者权益规模减少，同时公司负债规模持续增长，产权比率持续上升，所有者权益对负债的保障程度下降。截至2025年3月末公司所有者权益仍主要由未分配利润、实收资本和资本公积构成。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司总资产规模及资产结构较为稳定。公司资产仍以流动资产为主，其中2024年末应收款项占比小幅上升。2024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26.59亿元，占总资产比例合计32.16%，仍处于较高水平且2025年3月末继续上升，对资金形成较大占用。

2024年末公司货币资金中1.28亿元为银行承兑汇票保证金受限；公司应收票据均为商业承兑汇票，应收款项融资均为银行承兑汇票；应收账款账面余额23.09亿元中，账龄在3年以上的占比为12.28%，对公司资金形成占用。截至2024年末应收账款已计提坏账准备3.89亿元，其中按单项计提坏账准备的应收账款账面原值0.97亿元，已计提坏账0.96亿元，计提比例99.05%，未来收回可能性不大。2024年公司确认了0.16亿元信用减值损失，由于下游客户主要系钢铁行业客户，近年钢铁行业企业进入减量发展阶段，仍需关注后续应收账款回款的情况。公司存货仍主要由库存商品和原材料构成，考虑到行业竞争加剧带来的售

价下降，需关注存货后续的减值风险。

受益于外购资产及在建工程完工转固，2024年固定资产账面价值保持增长，仍主要以房屋建筑物和机器设备为主，其中有0.73亿元房屋建筑物尚未办妥产权证书。公司在建工程仍主要为车间及生产线改造项目，账面价值随项目完工转固而减少。公司无形资产仍主要是土地使用权、采矿权等。公司商誉仍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。

需要关注的是，公司外币资金和应收账款规模大，截至2024年末公司外币货币资金折算人民币0.93亿元，以美元、欧元、卢布为主；以外币计价的应收账款余额6.61亿元，规模较大，以美元、卢布、欧元等为主，考虑到2025年以来各国货币汇率波动较大，公司外币资产面临一定汇率波动风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.55	6.38%	3.35	4.06%	6.20	7.54%
应收票据	3.43	3.94%	3.29	3.98%	2.16	2.63%
应收账款	21.17	24.34%	19.21	23.24%	18.65	22.69%
应收款项融资	3.19	3.66%	2.55	3.08%	3.27	3.98%
合同资产	1.56	1.79%	1.54	1.86%	1.37	1.67%
存货	18.70	21.50%	19.16	23.18%	19.28	23.46%
流动资产合计	57.13	65.69%	52.85	63.94%	53.02	64.50%
固定资产	15.22	17.50%	15.56	18.82%	13.92	16.94%
在建工程	3.01	3.46%	2.65	3.20%	3.86	4.70%
无形资产	2.42	2.78%	2.44	2.95%	2.45	2.98%
商誉	2.39	2.75%	2.39	2.89%	2.39	2.91%
非流动资产合计	29.84	34.31%	29.80	36.06%	29.18	35.50%
资产总计	86.97	100.00%	82.65	100.00%	82.20	100.00%

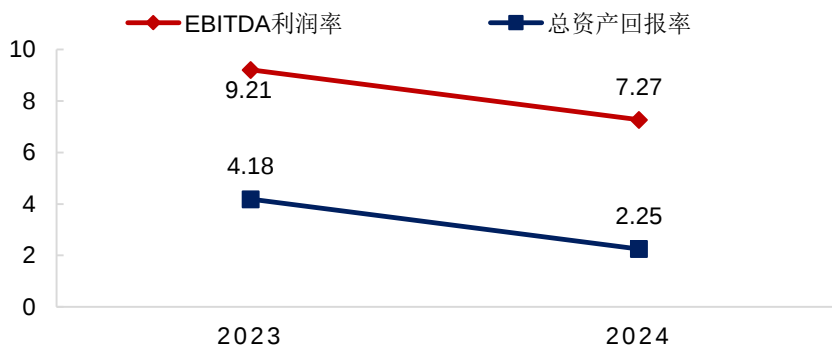
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受下游需求支撑不足及行业竞争加剧影响，销售产品均价全线下降，同时上游原材料价格未有较大下降，公司主营业务的盈利空间被压缩。2024年公司盈利能力均较2023年有所下滑，但在同行业上市公司中仍处于中等偏上水平，2024年公司销售毛利率18.99%，高于同行业北京利尔（14.42%）和瑞泰科技（14.75%），但低于以陶瓷纤维制品为主要产品的鲁阳节能（30.59%）。

考虑到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继续传导至上游，未来仍需关注钢铁行业调整对公司盈利空间的冲击。

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年及2025年一季度公司总债务规模小幅增长，供应链融资规模增长带动短期债务占比持续提升。截至2024年末公司短期借款主要系保证借款1.90亿元、信用借款0.51亿元、已贴现未到期票据2.02亿元和供应链融资安排1.86亿元，2025年3月末供应链融资安排带动公司短期借款进一步增长。2024年末公司应付票据主要系银行承兑汇票6.02亿元、国内信用证2.84亿元和商业承兑汇票0.60亿元。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、应付债券利息和租赁负债，2025年3月随长期借款一年内到期而继续增长。应付债券主要系应付的本期债券，规模随计息而小幅增长。

除上述债务外，公司负债中应付账款占比仍较高，主要为应付的商品及劳务款。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10.01	19.61%	6.29	13.27%	3.06	6.53%
应付票据	9.66	18.92%	9.46	19.94%	8.64	18.47%
应付账款	13.31	26.06%	13.69	28.88%	13.64	29.17%
其他应付款	1.95	3.82%	1.18	2.48%	1.13	2.43%
一年内到期的非流动负债	6.74	13.20%	3.18	6.70%	1.45	3.09%
流动负债合计	43.89	85.94%	36.40	76.76%	30.54	65.33%
长期借款	0.00	0.00%	3.87	8.16%	9.34	19.97%
应付债券	6.49	12.70%	6.46	13.61%	6.30	13.48%
非流动负债合计	7.18	14.06%	11.02	23.24%	16.21	34.67%
负债合计	51.07	100.00%	47.42	100.00%	46.75	100.00%
总债务	33.70	66.00%	30.26	63.80%	29.79	63.72%
其中：短期债务	27.19	80.69%	19.91	65.80%	14.13	47.42%
长期债务	6.51	19.31%	10.35	34.20%	15.66	52.58%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司2024年经营活动现金流净额上升，但受债务规模扩大影响，公司主要杠杆比率指标均有所弱化。现金流方面，2024年公司通过供应链融资等方式适当延长了对于上游供应商的账期，储备存货和以现金形式支付的货款规模减少，经营活动现金流净额同比增长12.39%至4.31亿元。投资活动现金流方面，2024年公司资本支出规模由2023年的1.32亿元下降至1.01亿元，同时购买定期存款等支付的现金规模减少，整体投资活动净流出规模减少。筹资活动方面，公司2024年偿还债务支付的现金规模增长，筹资活动现金呈净流出。总体来看，公司经营活动现金流及自由现金流对净债务的保障程度尚可。

从杠杆状况指标来看，负债规模增长带动公司资产负债率持续提高。利润下降叠加研发费用增长，公司2024年EBITDA及FFO分别同比下降25.11%和26.81%。债务方面，公司现金类资产规模下降的同时总债务规模增长，净债务规模持续增长。上述因素综合影响，公司EBITDA及FFO对利息的保障程度仍较好，但对于净债务的保障程度一般，公司仍面临一定偿债压力。

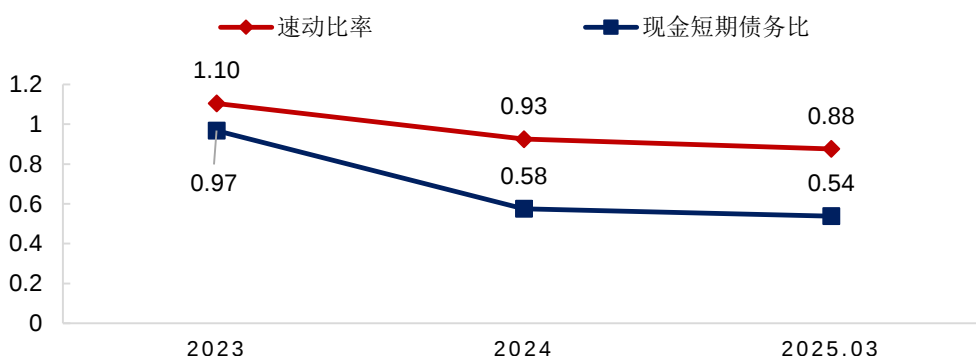
表11 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.32	4.31	3.84
FFO（亿元）	--	1.53	2.09
资产负债率	58.72%	57.38%	56.88%
净债务/EBITDA	--	5.36	3.49
EBITDA 利息保障倍数	--	6.00	8.09
总债务/总资本	48.42%	46.20%	45.67%
FFO/净债务	--	7.56%	11.87%
经营活动现金流净额/净债务	-1.63%	21.31%	21.79%
自由现金流/净债务	-1.92%	16.27%	14.27%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，受债务期限结构变化影响，公司2024年末现金短期债务比快速下降；公司速动资产规模变化不大，但流动负债规模增长，速动比率因此呈现下降，2024年下降至1以下。此外，截至2025年3月末公司未使用银行授信规模26.44亿元，规模较大，公司融资弹性尚可。整体来看，公司流动性表现一般。

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

2024年3月公司因“未在预计触发转股价格修正条件的 5 个交易日前及时披露相关提示性公告，违反了深圳证券交易所《股票上市规则（2023年 8 月修订）》第 1.4 条、第 2.1.1 条及深圳证券交易所《上市公司自律监管指引第 15 号——可转换公司债券》第十五条的规定”而收到深圳证券交易所上市公司管理一部出具的监管函。除此之外，公司及公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

2025年6月公司公告《轮值总裁管理制度》，设总裁一名，施行轮值制度，轮值总裁人员范围为公司董事或事业部总经理；公司聘任刘连兵先生、孔志远先生、曹阳先生为公司轮值总裁，自2025年6月6日至2026年6月5日由刘连兵当值，当值期间以总裁身份全面负责公司的经营管理工作，不当值期间以轮值总裁及事业部总经理身份协助总裁开展工作。刘连兵先生为钢铁事业部总经理、孔志远先生为新材料事业部总经理、曹阳先生为环保耐材事业部总经理。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6月10日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月20日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

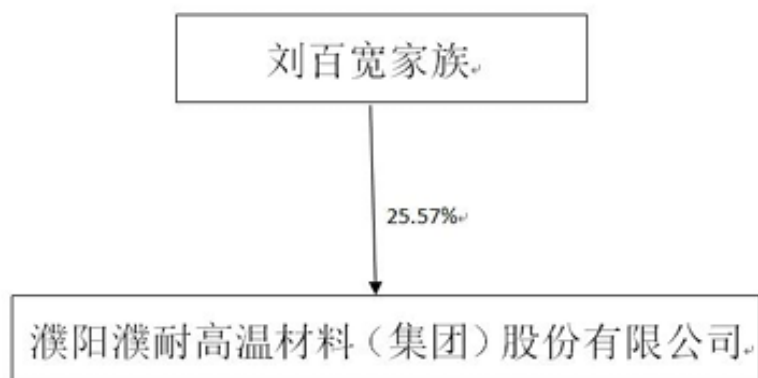
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	5.55	3.35	6.20	4.74
应收账款	21.17	19.21	18.65	17.76
存货	18.70	19.16	19.28	17.97
流动资产合计	57.13	52.85	53.02	51.04
固定资产	15.22	15.56	13.92	12.79
非流动资产合计	29.84	29.80	29.18	24.21
资产总计	86.97	82.65	82.20	75.26
短期借款	10.01	6.29	3.06	2.45
应付票据	9.66	9.46	8.64	9.62
应付账款	13.31	13.69	13.64	11.69
一年内到期的非流动负债	6.74	3.18	1.45	0.42
流动负债合计	43.89	36.40	30.54	28.44
长期借款	0.00	3.87	9.34	6.66
应付债券	6.49	6.46	6.30	6.08
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.18	11.02	16.21	13.31
负债合计	51.07	47.42	46.75	41.75
总债务	33.70	30.26	29.79	26.30
其中：短期债务	27.19	19.91	14.13	13.56
长期债务	6.51	10.35	15.66	12.74
所有者权益	35.90	35.23	35.45	33.51
营业收入	13.40	51.92	54.73	49.36
营业利润	0.64	1.18	2.68	2.45
净利润	0.56	1.29	2.53	2.15
经营活动产生的现金流量净额	-0.32	4.31	3.84	-2.61
投资活动产生的现金流量净额	0.26	-2.29	-4.73	-0.01
筹资活动产生的现金流量净额	2.38	-4.77	3.30	1.53
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	3.78	5.04	4.19
FFO（亿元）	--	1.53	2.09	1.70
净债务（亿元）	19.44	20.22	17.60	17.30
销售毛利率	17.95%	18.99%	19.93%	20.06%
EBITDA 利润率	--	7.27%	9.21%	8.48%
总资产回报率	--	2.25%	4.18%	4.15%
资产负债率	58.72%	57.38%	56.88%	55.47%
净债务/EBITDA	--	5.36	3.49	4.13

EBITDA 利息保障倍数	--	6.00	8.09	6.68
总债务/总资本	48.42%	46.20%	45.67%	43.97%
FFO/净债务	--	7.56%	11.87%	9.81%
经营活动现金流净额/净债务	-1.63%	21.31%	21.79%	-15.10%
速动比率	0.88	0.93	1.10	1.16
现金短期债务比	0.54	0.58	0.97	0.76

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2025 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	100.00%	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，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

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

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

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

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

债务人主体信用等级符号及定义

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

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

债务人个体信用状况符号及定义

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

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

展望符号及定义

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



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号