



菱镁矿综合利用企业

——东和新材

基础数据

发行总量（亿股）	0.58
发行后总股本（亿股）	2.03

- **深耕于镁质新材料二十余载。**公司主要从事镁质耐火材料为主的镁制品的研发、生产和销售。公司是集菱镁矿浮选、电熔镁生产、定形耐火制品和不定形耐火制品等镁制品生产为主的菱镁资源综合利用高新技术企业。公司主要产品包括电熔镁砂、轻烧氧化镁、定形及不定形耐火制品和菱镁矿石等。公司成立于2001年，结合自身的技术优势及地处海城菱镁新材料产业集群的区位优势，一直专注于以镁质新材料的研发、生产及销售为主的菱镁资源综合利用业务。公司通过生产工艺布局，大力追求循环经济模式，践行安全生产、绿色发展、可持续发展的理念。2014年，公司被认定为辽宁省企业工程技术研究中心。2015年，辽宁省人民政府印发《辽宁省壮大战略性新兴产业实施方案》，将资源综合利用列入节能环保重点发展领域，并将公司列为依托重点企业发展尾矿提取有价值组分综合利用技术、尾矿生产高附加值建筑材料等重点产品和关键技术。同年，公司“低品位菱镁矿高效综合利用示范工程”被国家工信部确定为第一批34个尾矿综合利用项目工程之一，公司是其中唯一一家菱镁矿综合利用企业。
- **电熔镁砂业务收入占总营收约5成。**公司主要产品包括镁砂、耐火制品以及菱镁矿石。镁砂包含电熔镁砂、轻烧氧化镁，轻烧氧化镁又包括精矿轻烧粉、尾矿轻烧粉等。公司电熔镁砂业务为支柱型业务，占比为5成左右。电熔镁砂具有纯度高、结晶粒大、结构致密、抗渣性强、热震稳定性好的特点，是制作高品位镁砖、镁碳砖等定形耐火制品及不定形耐火制品的重要原料。传统的电熔镁砂冶炼是用特级或一级菱镁矿石直接放至电熔炉中进行冶炼。目前高品位的菱镁矿资源越来越少，特级矿石更为稀缺。公司通过自主研发技术将低品位菱镁矿石进一步脱硅脱钙，生成高品质

研究员	李开宇
投资咨询证书号	S0620522010001
联系方式	025-58519164
邮箱	kyli@njzq.com.cn

精矿粉，并进一步生产电熔镁砂。公司电熔镁砂生产技术可以大幅提高菱镁矿资源的利用率，降低电熔镁砂产品成本，保证电熔镁砂产品质量。公司电熔镁砂产品均通过电熔镁砂行业标准YB/T5266-2004。公司生产的电熔镁砂产品下游客户主要包括耐火材料制品企业及耐火材料贸易商。公司电熔镁产品销量约 60%国内销售，40%出口欧洲、北美等地区。按照生产工艺不同，公司电熔镁砂产品主要分为低硅高钙电熔镁砂、大结晶电熔镁砂。低硅高钙电熔镁砂是制作高品质镁质耐火砖、镁碳砖、铝镁碳砖、镁铝碳砖及高品质镁质不定形耐火制品的重要原料。大结晶电熔镁砂主要用于炼钢炉的炉衬耐火材料，是制造耐火砖、不定形耐火制品的优质高品位碱性耐火原料；可作为填充料用于制作热电偶和热绝缘材料（家用电器等）；可用于陶瓷原料和烧结助剂以及冶金、建材、化工、国防和医疗器械等。

- **轻烧氧化镁系列产品规模稳步增长。**轻烧氧化镁具有质地疏松、化学活性大和吸附能力强等特点。公司轻烧氧化镁产品根据原材料不同主要包含精矿轻烧粉及尾矿轻烧粉。近年来，公司轻烧氧化镁系列产品规模稳步增长，销售占比已经由19年的11.94%提升至21年的19.66%，22年1-6月销售占比为23.92%。精矿轻烧粉主要以经浮选后的镁矿精矿粉为主要原材料进行煅烧生成。公司精矿轻烧粉产品主要用于：作为主要原料进一步生产大结晶电熔镁砂产品和高纯烧结镁砂产品；作为辅料进一步生产低硅高钙电熔镁砂。尾矿轻烧粉主要以经浮选后的废弃尾矿粉为主要原材料进行煅烧生成。通常每生产1吨菱镁矿精矿粉，大约产生0.5-0.8吨的尾矿被废弃，不仅破坏环境，造成污染，而且浪费资源。公司经过长期生产实践的业务积累及对菱镁矿的资源综合利用的攻关和研究，于2017年率先建设目前国内较先进的旋流动态煅烧炉成套设备，并于次年投入使用。通过旋流动态煅烧炉煅烧处理，原本作为废料堆积的浮选尾矿变为具有较高经济价值的尾矿轻烧粉，初步实现尾矿零排放的目标，进一步拓宽公司产品应用领域，为公司未来业绩增长提供有力支撑。目前公司尾矿轻烧粉产品主要用于：作为镁化工产品原料，进一步生产脱硫脱硝剂，用于废气治理；作为镁建材原料生产创新型板材等。

- **公司耐火制品业绩贡献较为稳定。** 镁质耐火制品可应用于钢铁冶炼、有色金属冶炼炉、水泥窑和碱性耐火材料的煅烧窑内衬，公司产品目前主要用于钢铁冶炼行业，公司镁质耐火制品产品不仅向阿赛洛米塔尔、塔塔布衫、吉林建龙钢铁有限责任公司等国内外知名钢铁企业销售，还出口至欧盟国家、南非、印度及美国等地区。公司耐火制品产品包括定形耐火制品和不定形耐火制品。多年来，公司耐火制品销售占比维持在20%左右，较为稳定。定形耐火制品是指使用优质电熔镁、高纯镁砂经过破碎后，添加鳞片石墨、添加剂、酚醛树脂结合剂，经过混练，高压成型后，200℃烘干而成的耐火制品。定形耐火制品可应用于炼钢转炉、电炉、钢包及精炼包等热工设备的内衬，公司定形耐火制品主要包括：无碳钢包砖、镁碳砖、铝镁碳砖、铝碳化硅碳砖等。不定形耐火制品由具有一定粒度级配的耐火骨料和粉料、结合剂、外加剂混合而成的耐火材料，又称散状耐火材料。公司生产的不定形耐火制品主要有耐火浇注料、耐火可塑料、耐火捣打料、耐火喷射料、耐火泥等。用于热工设备衬里，不经烧成工序，直接烘烤使用。同耐火砖比较，具有工艺简单、节约能源、成本低廉、便于机械化施工等特点。
- **耐火材料市场形成马太效应。** 耐火材料一般指耐火度不低于1580℃，能承受相应的物理化学变化及机械作用的无机非金属材料。大部分耐火材料以天然矿石为原料，如菱镁矿、耐火粘土、硅石、白云石等。耐火材料广泛应用于钢铁、建材、有色金属、机械、化工、电力、轻工等基础工业领域以及航空领域和舰艇、导弹等军事领域，是高温窑、炉等热工设备的结构材料，是高温工业热工装备的重要支撑材料。耐火材料工业的科学进步与技术发展对高温工业的发展起着不可替代的重要作用。目前，耐火材料行业市场竞争较充分，低端市场需求饱和的情况。在国内耐火材料行业准入政策日益趋严的情况下，行业内技术落后、能耗大、规模小的企业将逐步被淘汰或兼并，具有技术、规模、品牌优势的企业将得到扶持和壮大，市场将呈现不断向行业领先企业集中的趋势。据耐火材料协会数据显示，我国耐火材料市场总体呈现波动性走势。其中，2017年-2020年，我国耐火材料产量呈波动式增长，但增速较慢。同时，近年来重点耐火材料生

产企业收入呈现波动增长的趋势；耐火材料产品向产品高端化、环保化方向转移。耐火材料市场形成马太效应，研发能力较强、成本管控较好、客户服务水平较高、规模效益高的企业在激烈的竞争中不断提升市场份额，利润规模持续提升；经营管理不到位、规模较小、生产工艺技术水平较低的企业或将逐步被淘汰。

- **我国镁砂产量占世界总产量的60%以上。**镁砂是一种重要的无机非金属材料，主要成分为氧化镁。由于氧化镁具有较高的耐火性、黏结性及其他优良的物理特性，因此镁砂被广泛应用于冶金耐火原料、建材胶凝材料、化工脱硫剂等领域。镁砂根据生产工艺不同主要分为轻烧氧化镁、烧结镁砂及电熔镁砂。多年来，我国在国际镁砂市场中有着举足轻重的地位，产量占世界总产量的60%以上。目前，镁砂产品大约90%以上是用于耐火材料行业。氧化镁在耐火材料领域的重要性不可替代，主要原因如下：氧化镁熔点为2800摄氏度在所有耐火氧化物材料中最高；其抗碱性渣和抗碱性氧化物的性能极优；氧化镁和其它氧化物形成的二元氧化物也大都具有相当高的熔点和性能。镁砂主要用来制成以镁碳砖为代表的定形耐火制品作为炼钢转炉、电炉、钢包及精炼包炉衬和炉壁，或将其破碎成细沙或磨成细粉制成以喷补料为代表的不定形耐火制品，用来修补各种冶金炉炉底、炉膛、炉衬。镁质耐火材料主要用于钢铁工业，年消耗量为70%。
- **公司具有完整的产业链布局。**公司从菱镁矿原材料基地建设、菱镁矿浮选、氧化镁材料的冶炼，到耐火材料制品的设计、生产、施工及应用，形成了完整的产业链条，积累了丰富的经验，拥有多项自有技术，在市场竞争中具有独到的技术优势。公司是国内较早运用浮选工艺、装备悬浮炉的耐火原料生产企业。同时，公司的菱镁矿浮选技术及旋流动态闪速煅烧高活性氧化镁技术在国内均为领先水平。公司是同类企业中产业链条比较完整、极具竞争力和影响力的企业。截至22年6月，公司拥有专利41项，其中发明专利6项。
- **公司地域资源优势明显。**制造耐火材料的原材料主要为菱镁矿，菱镁制品行业具有较强的区域性。我国菱镁矿储量、产量和出口量均居世界首位。辽宁菱镁矿储量占全国的85%，主要分布在鞍山地区的海城、营

口地区。《辽宁省工业发展“十三五”规划》指出重点建设海城菱镁新材料产业集群。公司位于海城市“辽宁菱镁矿新材料产业基地”，原材料资源丰富，供销运输便利，在一定程度上能够降低公司的采购成本。

- **同业比较：**公司逐步形成了集研发、采矿、选矿、生产加工和销售于一体，产业链条完整的以镁质耐火材料为主导产品的高新技术企业。公司主营业务产品扩展至电熔镁砂、轻烧氧化镁、菱镁矿石、不定形耐火制品和定形耐火制品。在同行业可比公司中，我们选取了濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技和中镁控股等 4 家公司作为公司的同行业可比公司。虽然公司营业收入在可比公司中体量相比偏小，但是归母净利润在可比公司中处于中等偏上位置。濮耐股份侧重硅铝质耐火材料业务，客户涵盖国内外钢铁、水泥、玻璃、有色等领域，销售模式以整体承包和常规销售为主；瑞泰科技为国有控股企业，国企客户较多，业务偏重商贸，长期以来，其毛利率水平相对较低；北京利尔产品结构，覆盖了定形、不定形、功能性组件等多种类型，且对主要客户采用整体承包方式，与客户联动性较强；中镁控股全部为镁质耐火制品。东和新材主导产品为电熔镁砂及耐火制品，耐火制品与可比公司的产品可比度较高，电熔镁砂系可比公司产品的上游材料。公司利润主要受电熔镁砂供求关系及菱镁矿石价格波动影响，电熔镁砂市场价格波动远超耐火制品的波动，导致毛利率波动超过可比公司，因此公司毛利率和净利率高于可比公司的平均水平。费用方面，受职工薪酬与中介费用增加影响，管理费用率略高于同行业平均水平；销售费用率、研发费用率和财务费用率低于同行业平均水平。目前可比公司平均市盈率（TTM）为 29.07X，22 年可比公司平均市盈率为 21.33X。此次公司发行价 8.68 元/股，对应 22 年市盈率为 11.27X，建议投资者积极申购。

可比公司估值									
序号	公司代码	公司名称	近一年日均总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2021	2022E/A	2023E	2021	2022E/A	2023E
1	002225.SZ	濮耐股份	43.01	0.84	3.00	3.72	53.92	14.62	11.79
2	002392.SZ	北京利尔	45.35	3.98	4.12	4.97	15.08	10.90	9.04
3	002066.SZ	瑞泰科技	26.95	0.48	0.67	—	53.56	38.47	—
4	A05289.NQ	中镁控股	—	-0.07	—	—	—	—	—
		平均值		1.31	2.60	4.35	40.85	21.33	10.42
5	839792.BJ	东和新材	8.85	0.94	1.12	—	12.91	9.67	—

数据来源：Wind 一致预期、南京证券研究所（数据截止 2023.3.16）

- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；原材料周期波动的风险；环保及节能降耗的风险。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 增持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。