

宝泰股份（831004）：从高端复合材料到装备制造的转型升级

基本数据	
总股本（万）	7200
流通股本（万）	4469.69
总市值（亿）	2.81
每股盈利（元）	0.01
市盈（动态）	300
市净率（倍）	0.92
每股净资产（元）	4.22
2016（H）营收	9904万
2016（H）净利润	95万

梧桐树新三板提供：
 股权质押、老股转让
 董秘培训、商业路演
 企业研报、媒体宣传
 信用贷等专业融资服
 务
 邮箱：kf@91otc.com
 电话：18124196569

梧桐树新三板 APP



投资要点：

1、公司打造从“有色金属材料加工—金属复合材料—装备制造”的钛产业链；相比产业链上其他公司，金属复合材料和装备制造两个环节存在较高产业壁垒，政策上对压力容器装备制造有生产许可证要求，市场上客户对产品有繁琐的认证要求；通过延伸产业链、构建完整的上下游一体化模式，强化了公司的资源整合能力，同时有提升了公司经营抗风险能力。

2、经过多年发展，公司技术创新、管理体制机制上具备较强的竞争优势，自设立以来坚持走产、学、研相结合的道路，提升公司的技术及工艺装备水平，致力于新产品的技术更新及改造；相比同行，公司每年拿出营业收入的近7%作为投入；形成了一批经验丰富的研发队伍，为保证公司的核心竞争力提供强有力的保障。同时相比国内其他钛加工材上市企业，公司民营化属性，并对关键管理岗位实施员工持股，在经营机制、营销策略、管理机制的更具灵活性，资产经营效率更高。

3、近年公司在维持传统下游客户市场的基础上，积极加大产品转型升级；近年公司在环保、军工、海洋工程市场的新产品研发取得了较大的突破；同时随着新项目的陆续投产，一批产品填补多项国内空白，迎来新的增长空间。

4、投资建议：预计公司2016年将重新回归增长，2017年开始将爆发式增长；预测2018年EPS将达到0.52元。考虑到新产品放量将是个长期过程，公司业绩有望在未来保持较高水平，给予2018年25倍PE，目标价13元。风险提示：下游需求释放达不到预期，国内经济增速继续放缓，公司有色金属材料加工业务进一步萎缩。

目录

- 一、构建了完善的钛产业链，实现中下游布局一体化.....4
- 二、相比国有企业，公司在技术创新、管理体制上具备较强竞争优势7
 - 1、技术创新优势.....8
 - 2、坚持走产、学、研相结合的道路.....8
 - 3、管理体制机制优势：9
- 三、公司积极加大产品升级，迎来增长新空间.....10

四、盈利预测11
 1、关键假设.....11

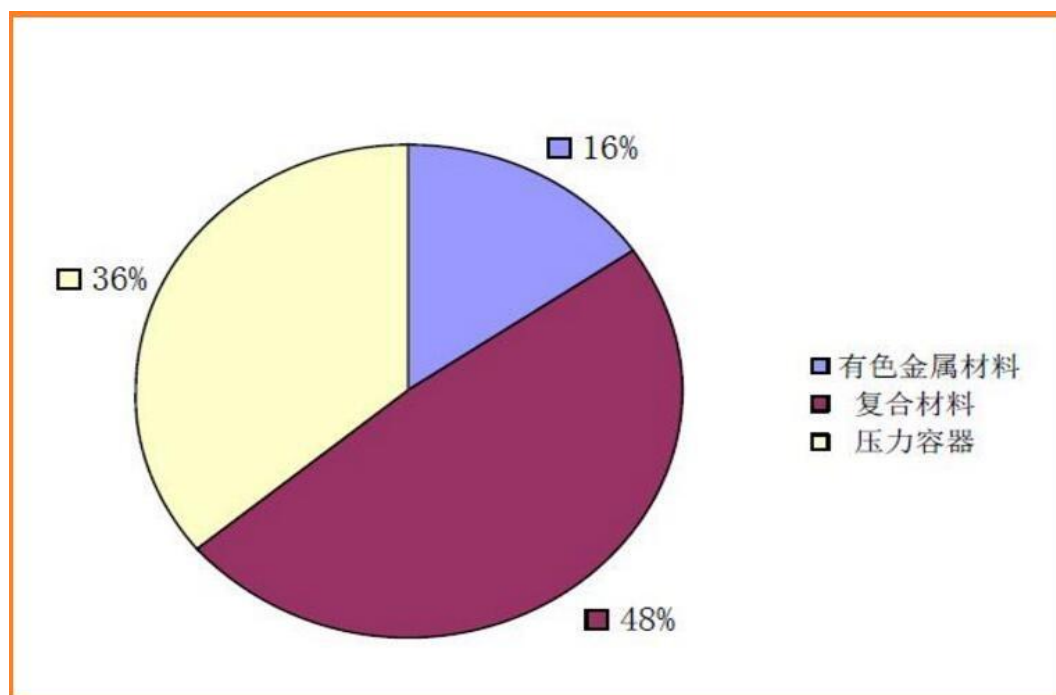
研报正文:

南京宝泰特种材料股份有限公司（简称宝泰股份），于 2014 年 8 月 22 日在全国中小企业股份转让系统挂牌，股本总额为 6600 万元；前身是南京宝泰复合材料有限公司，主要从事钛、镍、锆、钽及其合金等稀贵的有色金属材料、金属复合材料、金属压力容器等装备制品的研发、设计、生产和销售，其产品广泛应用于石油化工、冶金、氯碱、制盐制药、环保、军工、航空航天、海洋工程等领域。

2015 年 4 月 23 日通过定向增发，股本总额扩大到 7200 万元。

宝泰目前旗下拥有安徽宝泰特种材料有限公司、南京科泰特种装备有限公司 2 个子子公司，公司下设特种金属材料事业部、管道管件事业部、军品新产品事业部，形成了从“有色金属材料加工—→金属复合材料—→装备制造”的较为完善的有色金属产业链布局。

图表 1：主营业务占比构成



（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

据公司披露的 2015 年年报，实现营收 2.61 亿元，净利润 1355 万元，同比 14 年营收 3.31 亿、2050 万有所下降。

图表 2：2012/13/14/15 主要财务数据对比单位（万元）

万元	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
营业总收入	40,454.31	30,340.48	33,139.97	26,147.95
复合材料	19,880.25	14,078.91	14,294.29	12,635.27
压力容器	16,845.11	11,376.26	13,233.25	9,429.62
有色金属材料	3,728.94	4,885.30	5,332.73	4,083.06
营业总成本	38,100.62	30,308.89	31,247.76	25,336.74
营业成本	29,804.27	23,480.67	23,408.06	18,712.99
营业税金及附加	177.26	79.63	126.66	172.71
销售费用	1,573.07	1,187.53	1,255.48	954.06
管理费用	5,212.79	4,426.72	4,561.23	4,092.93
财务费用	1,022.15	1,012.65	1,255.31	775.46
资产减值损失	311.07	121.69	641.02	628.60
营业利润	2,353.69	31.58	1,892.21	811.21
利润总额	3,851.38	1,105.98	2,288.31	1,503.37
净利润	3,335.80	1,021.70	2,050.56	1,355.15

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

公司股权结构：邓宁嘉是公司的董事长、第一大股东，同时第二大股东丁明惠和第四大股东杭逸夫均属于邓宁嘉家族，可视为一致行动人；三者合计持股达到 36%，是实际控制人。

图表 3：前十大股东持股情况

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)	股本性质
1	邓宁嘉	9,450,000	13.1300	个人股,三板流通 A 股
2	丁明惠	8,668,825	12.0400	个人股,三板流通 A 股
3	徐康宁	7,920,968	11.0000	个人股,三板流通 A 股
4	杭逸夫	7,868,175	10.9300	个人股,三板流通 A 股
5	南京高达梧桐创业投资基金(有限合伙)	5,030,364	6.9900	三板流通 A 股
6	共青城汇泉投资管理合伙企业	4,665,150	6.4800	三板流通 A 股
7	陈君豪	3,750,000	5.2100	三板流通 A 股
8	邱求进	3,046,620	4.2300	三板流通 A 股
9	南京宁泾创业投资中心(有限合伙)	3,000,000	4.1700	三板流通 A 股
10	王孟君	2,500,000	3.4700	三板流通 A 股

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

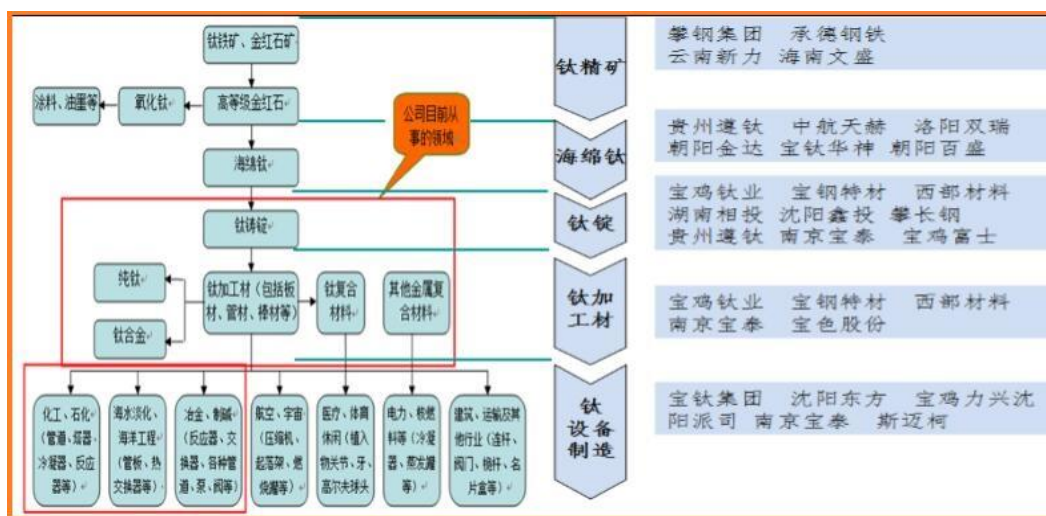
一、构建了完善的钛产业链，实现中下游布局一体化

宝泰从事的是钛、镍、锆、钽及其合金等稀有有色金属的材料、复合材料、装备制品的研发、设计、生产和销售；其中，装备制品业务系稀有有色金属材料和金属复合材料业务的下游延伸。根据 2011 年国家统计局发布的《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011)和中国证监会 2012 年发布的《上市公司行业分类指引》，公司主营业务属于制造业下面的“C32 有色金属冶炼及压延加工业”。

有色金属材料中，钛材占比高达 90%，复合材料的生产也主要是以钛、钢进行复合。所以研究公司所处的行业应该放在钛产业链的框架下来分析。

整个钛产业链分为 5 个工艺环节：**钛精矿、海绵钛、钛锭、钛加工、钛设备制造**；公司介入的产业环节如图表 4 所示，在钛产业与宝泰相近的上市公司有宝钛股份（宝鸡钛业核心企业）、西部材料、宝色股份、斯迈柯。

图表 4：钛产业链企业分布图



（来源：公开资料，梧桐树新三板研究院）

这里采用 SCP 法,即所谓的结构-行为-绩效分析该产业影响因素。从产业链结构上看,近几年上中游海绵钛、钛锭环节存在严重的“产能过剩”,来自中国有色金属协会统计数据表明,2015 年钛产能达到 13.5 万吨,实际产量不到 6 万吨,加工材料 4.8 万吨,产能的利用率不到 60%。

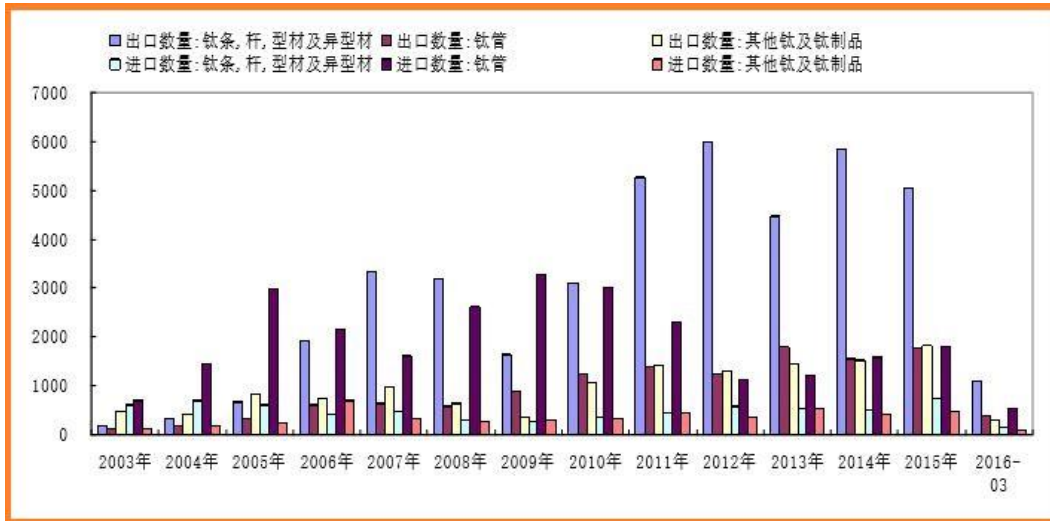
图表 5: 2015 年钛产业海绵钛、钛锭、钛加工材产能和需求

万吨	需求	供给产能
海绵钛	6.2	15
钛锭	5.97	13.5
钛加工材	4.86	

(来源:2015 中国有色金属发展报告,梧桐树新三板研究院)

但从中下游环节数据来看,过剩仅仅是结构性过剩;2015 年海关发布的钛加工材进出口数据:国内出口 8643 吨,进口 3014 吨,其中钛管是净进口,进口 1786 吨;2016 年前三季度钛管进口达 550 吨;整体来看部分高附加值产品并未过剩,仍要靠国外进口来弥补需求。

图表 6: 历年来钛加工材进出口数据



(来源: Wind, 梧桐树新三板研究院)

由于以钛为原材料的产品主要应用于化工、电力、航空航天、冶金等重要的国民经济部门,钛行业的发展与国民经济重要战略产业的密切相关。未来国家重点支持产业升级、转变增长方式、节能减排,特别是重点支持大飞机计划、核电建设计划等,都能拉动钛消费需求;这对于钛制品的应用以及钛行业本身的产业结构调整升级都十分有利。

从产业壁垒看,整个钛产业越往下游,进入壁垒越高;下游的钛加工、钛设备制造,在安全生产、政府质量认可、客户市场认证上存在很高的进入壁垒。

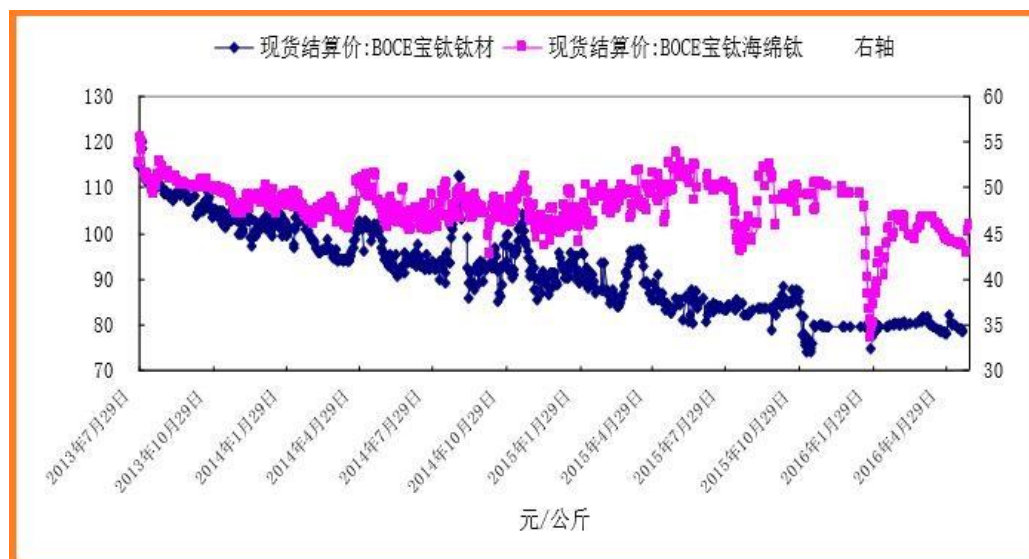
图表 7: 钛产业的政策、市场、资金、技术壁垒

政策壁垒	国家对稀贵有色金属材料、金属复合材料、金属压力容器行业实施许可证管理制度。上游矿产开须取得相关主管部门的许可并取得相应的许可证；下游的钛加工，需要爆破安全生产许可证；某段设备制造需要产品生产许可证、特种设备设计许可证、压力容器专项质量要求；越往下游政策进入壁垒越高。
市场壁垒	由于应用环境较为苛刻，钛锭、钛加工材、钛设备的客户对产品普遍有很高的质量要求；产品和装备进入用户供应商体系，往往需要通过军工、医疗、航天、海洋以及国际组织的认证。下游环节存在很高的市场壁垒。
资金壁垒	钛及加工材行业属于典型的技术、资金密集型行业。进入该领域通常需要固定资产和运营资金投入，包括的加工厂房、切割、成型、焊接设备和专业的检测设备和仪器。这些必备的生产要素要求行业的新进入者一次性投入大量的资金；同时由于原材料采购需要占用大量资金，且装备制品行业回款周期相对较长，对流动资金的占用较大，对新进入的企业进一步构成资金压力。
技术壁垒	钛锭、钛加工材、钛设备制造环节是技术集型高技术产业，越往下游产品技术含量高，生产工艺复杂，产品和技术更新快，需要掌握多专业及交叉专业技术，因而必须具备雄厚的技术实力和技术储备。

(来源：公开资料，梧桐树新三板研究院)

产业结构决定产业竞争行为；产业链中上游的严重产能过剩，导致企业过度采取价格竞争，海绵钛从 11 年的高点 120 元/公斤跌至至 40 多，海绵钛价格的下降也拉动了下一环节钛价格的下降，近年布局于该环节的企业大都出现了亏损；而在产业链中下游由于存在进入壁垒、过剩仅为结构性过剩，客户对产品的个性化要求也越高，企业之间的竞争更取决于技术创新、产销研协同能力等，布局于该环节的企业整体盈利能力受影响程度低于上游企业。

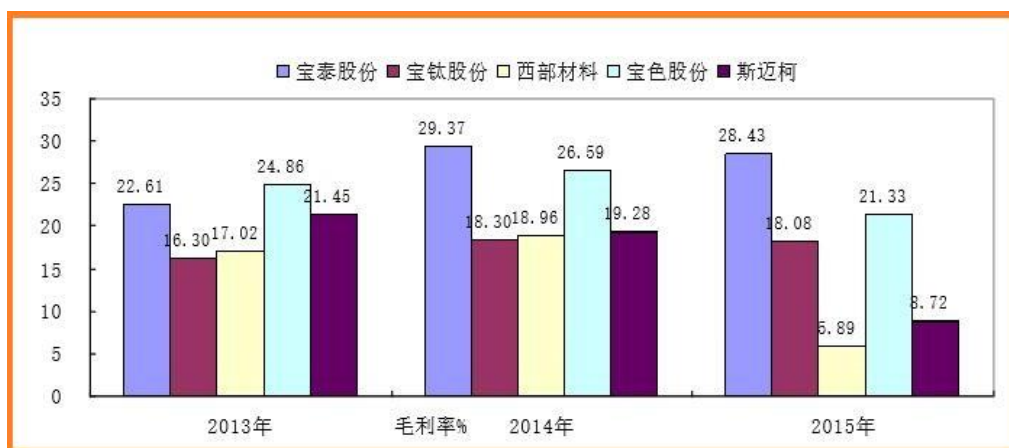
图表 8：BOCE 宝钛钛材、海绵钛近 3 年价格趋势



(来源: Wind, 梧桐树新三板研究院)

在企业绩效上,从五家上市公司数据来看,产能过剩带来惨烈的价格竞争,导致部分企业陷入了亏损;而从这五家企业介入产业链环节来看,往往是对下游末端环节介入少的企业,亏损越严重;通过围绕中下游环节“有色金属材料加工→金属复合材料→装备制造”较为完善的产业链布局,公司比介入单一环节企业抗风险能力要强。

图表 9: 五家上市公司 2013/14/15 年毛利率对比



(来源: Wind, 梧桐树新三板研究院)

图表 10: 五家上市公司 2013/14/15 年净资产收益率对比



(来源: Wind, 梧桐树新三板研究院)

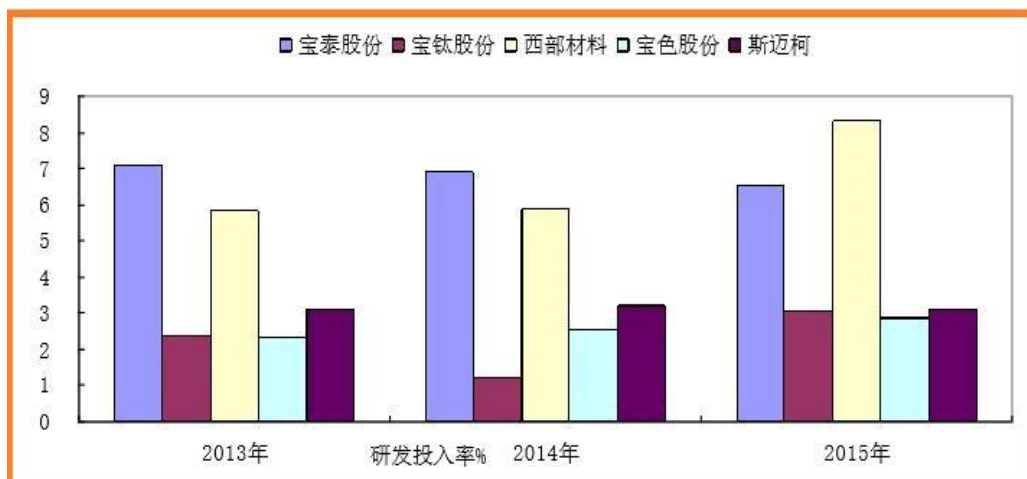
二、相比国有企业,公司在技术创新、管理体制上具备较强竞争优势

经过多年发展,宝泰股份在技术创新、管理体制机制上具备较强的竞争优势,如下:

1、技术创新优势

公司重视研发投入，相比同行，公司每年拿出营业收入的近7%作为投入；获得一大批发明专利和生产工艺技术，形成了一只经验丰富的研发队伍，为保证公司的核心竞争力提供强有力的保障。

图表 11：五家上市公司 2013/14/15 年研发投入率对比



(来源：Wind，梧桐树新三板研究院)

2、坚持走产、学、研相结合的道路

提升技术及工艺装备水平，致力于新产品的技术更新及改造。先后成立了“江苏省企业院士工作站”、“江苏省江宁开发区博士后工作站”、“江苏省稀贵金属爆炸复合工程技术研究中心”、“江苏省企业技术中心”、“江苏省钛锆材料工程研究中心”等研发机构；共同在有色金属材料基础理论、技术工艺创新、加工制造、开发应用等方面进行合作。

截至到 2013 年，公司共拥有国家专利 32 件，其中发明专利 4 件，实用新型专利 28 件，在三大业务环节积累大量技术。

图表 12：三大业务环节技术

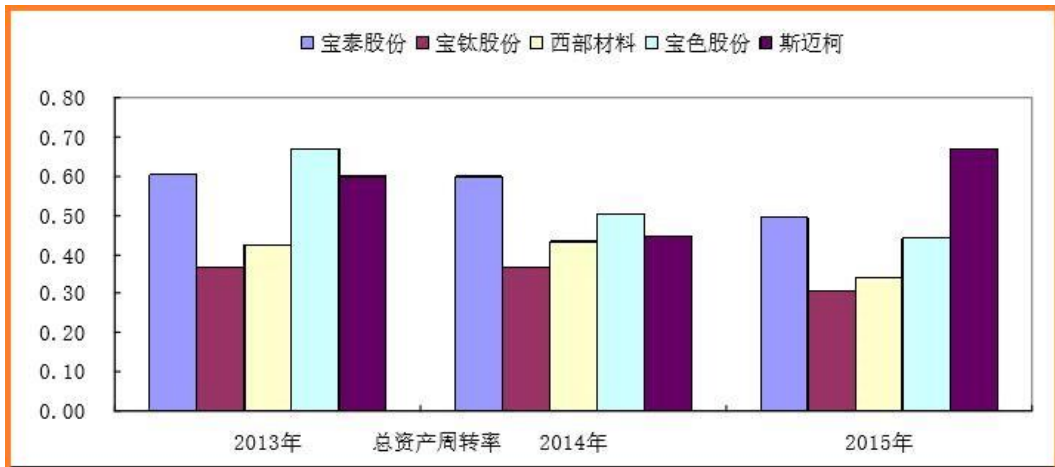
有色金属材料生产技术	公司生产有色金属材料，根据材料形状类型，采用了电熔、表面处理、锻造、热轧、热处理等多种不同的金属生产技术。这些技术比较成熟，保证了公司后续产品的质量。
复合材料生产技术	公司生产复合材料主要使用爆炸焊接、复合技术，这些技术均由本公司技术人员自主研发并投入生产运用。目前公司已引入爆炸-轧制联合工艺，可以减少炸药的使用量，并且可以节约复合材料的存储空间。
稀有金属的装备制造技术	主要包括：钛、锆、钼、镍等金属及其合金的焊接技术、装备技术及其应用技术，这些技术均由本公司技术人员自主研发并投入生产运用，技术属国内先进，利用此项技术和其它通用技术制造的如反应器、塔器及换热器等压力容器产品，广泛应用于石油、化工、化纤等领域。

(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

3、管理体制机制优势：

相比国内其他钛产业上市企业，公司民营化属性，在经营机制、营销策略、管理机制的更具灵活性，资产经营效率更高。

图表 13：五家上市公司 2013/14/15 年总资产周转率对比



(来源：Wind，梧桐树新三板研究院)

宝泰股份建立了扁平化的项目管理模式，提升了管理效率；根据产品订单成立项目组，由项目经理全面负责，研发、技术、采购、生产、质保、检测等各职能部门通过项目矩阵分工协作；公司总经理负责各项目间的协调。借助项目管理模式，公司合理整合了各类资源，保证了产品质量稳定性，确保了交货及时性，提高了运营效率。

采取事业部模式推进经营体制变革，激发业务单元积极性；2016 年对五大子（分）公司、事业部将进行经营体制改革，

从集权到分权，划小核算单位，推进事业部（子公司）的市场化改革，充分调动管理团队的积极性，增加质量意识、成本意识、效益（效率）意识，促进责权利有机结合。

推进关键管理者持股，达到利益一致性：除创业者股东持股之外，公司在部分关键管理层开展持股，更能将管理者利益与公司利益相绑定，提升其积极性。

图表 14：新增管理层持股

姓名	职务	期末持股数(股)
张占	营销总监	571,725
杨伟	副总经理	302,589

（来源：公司年报，梧桐树新三板研究院）

三、公司积极加大产品升级，迎来增长新空间

尽管近几年国内上中游海绵钛、钛锭出现了严重产能过剩，下游部分产品出现结构性过剩；但同时国内航空航天、海洋、医疗、汽车、建材、休闲体育、3D 打印等高端钛产品依然依赖进口，市场对高端钛产品的需求也是居高不下，细分市场仍拥有广阔的市场和良好的发展前景。

以海洋工程为例，国内在 2013 年船舶中只用了钛总产量的 1%，全部海洋装备中用量占比不到 4%，共 2000 吨左右。海洋工程是钛合金主要的应用领域，十三五期间将迎来一批深海空间站、高性能舰船、海洋石油工程以及离岸岛礁建设等国家重大工程项目，将对钛合金的需求非常迫切。钛将应用在深海空间站耐压壳体，海洋钻井平台的隔水管，高性能舰船的冷凝器、伴热器等。

如果钛在海洋装备材料用量提升 1 个百分点，其拉动下游消费需求是非常可观的。现有国内从事钛加工的企业，能生产航空航天、海洋工程、生物医疗汽车制造等高端钛产品的企业为数极少，一直被国外的大公司所垄断，这类产品存在着较大的替代进口的市场空间。

近年来公司在维持传统下游客户市场的基础上，拓展产品转型升级，加大面向环保、军工、海洋工程市场的产品开发，取得了较大的突破。

图表 15：近年宝泰新开发的产品

	近年宝泰新开发的产品
军工领域	钛制雷达天线、军工用钛制设备、天文望远镜主镜框
海洋工程	钛制喷水推进器 导叶体
环保领域	高温合金燃烧室等

(来源：公司年报，梧桐树新三板研究院)

同时公司一批新项目的陆续投产个，也为公司产品转型升级打下基础：

(1) 2015 年 4 月安徽宝泰特种材料有限公司有色大管生产线于一次试车成功，加工出第一批直径 219mm、长度 4800mm、壁厚 22mm 的钛、锆大口径厚壁无缝管，填补了国内稀贵金属大口径厚壁无缝管生产的空白。

(2) 2015 年 12 月安徽宝泰 1800 吨挤压机于 2015 年 12 月 4 日试车成功，挤压出钛镍棒材、管材、丝材、型材等。公司继续加大安徽泾县开发区项目建设，产品主要运用于海洋、环保、军工、航空航天等领域的大口径有色金属无缝管生产线、有色金属型材挤压以及有色金属锻造生产成功建成投产。

四、盈利预测

1、关键假设

(1) 公司面向海洋工程、军工、环保领域的新产品获得市场认可，销售取得增长；

(2) 公司其他业务收入整体稳定；

(3) 未来中国宏观经济整体保持平稳态势。

图表 16：公司盈利预测

	2015 年	2016E	2017E	2018E
营业总收入(万元)	26147.95	28810.13	32252.03	36312.70
复合材料(万元)	12635.27	15162.32	18194.79	21833.75
压力容器(万元)	9429.62	9523.92	9809.63	10103.92
有色金属材料(万元)	4083.06	4123.89	4247.61	4375.04
净利润(万元)	1355.15	3470.60	3505.31	3610.47
EPS (元)	0.19	0.42	0.47	0.52

五、投资建议

预计 2016 年公司营收重归增长，2017 年业绩快速式增长，预测 2018 年 EPS 将达 0.4 元，考虑到国内军用航空放量将是个长期过程，公司业绩有望在未来长期保持较高水平，给予 2018 年 25 倍 PE，预计目标价 13 元。

六、风险因素

- 1、国家宏观经济波动风险：若中国宏观经济增速持续下滑，则可能导致下游工业企业的生产萎缩，进而影响到对钛、钛加工材、钛装备的消费需求。
- 2、产品价格波动风险：受国际金融市场、美元指数等波动，大宗商品价格会发生波动，这将会影响到公司产品价格制定，进而影响公司的盈利能力。
- 3、下游需求释放达不到预期：军工、海洋工程、环保下游客户需求释放达不到预期，公司新开发的产品销售不理想，新投产项目达产达标较慢。

【免责声明】 梧桐树新三板研究报告和分析内容仅代表作者个人观点，反映作者对该行业或新三板企业的看法，并且以独立的方式表述，不代表梧桐树平台立场，不构成对证券投资的预测或建议，同时也不成为证券投资决策的基础，本报告信息均来源于公开资料，梧桐树对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。据此投资，风险自负。

本报告的版权归本平台所有，梧桐树对报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则报告中的所有材料的版权均属梧桐树，未经梧桐树平台事先书面授权，报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何方式侵犯版权传播使用。

深圳梧桐树网络科技有限公司

公司地址：深圳市南山区中国科技开发院孵化中心楼 6 楼

电话：0755-26582232

电子邮件：kf@91otc.com

公司网址：www.91otc.com

