



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：运输设备

徐强

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100002
(8610)66229383
qiang.xu@bocichina.com

南方汇通：提示重视总经理 人事任命这一里程碑性事 件

南方汇通(000920.CH/人民币 16.64, 未有评级)公告：1) 董事会决定聘任蔡志奇先生为公司总经理；2) 中车集团拟将原中国南车集团公司持有的 42.64%公司股份全部无偿划转至中车产业投资有限公司。

蔡志奇当选公司总经理，是公司发展的里程碑性事件，公司定位彻底清晰+管理能力明显改善。中车集团直接任命蔡志奇成为南方汇通总经理属于预期内事件，未来对公司治理能力提升和落实管理层利益意义重大：

- **确认了公司在中车系统中的定位：**蔡志奇作为中国最资深的聚砜分离膜行业专家，由子公司提升至上市公司，表明了中车集团对公司分离膜技术平台型公司定位的确认；
- **有利于提升公司管理水平：**蔡志奇主管时代沃顿十余年，其间积累大量客户资源、技术储备和并购标的，能够推动公司“内生+外延”快速发展战略落实；
- **将落实更加市场化的激励机制：**蔡志奇的市场化的管理能力已经经过了长期验证，未来有助于国企背景的南方汇通实现更加灵活的激励机制，改善公司整体管理能力。

蔡志奇及其管理团队持有时代沃顿 20.39%股权，后续解决历史遗留问题，彻底理顺利益机制值得期待。14年公司资产重组后，蔡志奇及其管理团队仍持有时代沃顿 20.39%的股权。此次蔡志奇当选公司总经理后，我们预计 15 年曾公告过的换股工作有望再次启动，彻底解决历史遗留问题，理顺公司管理层的利益机制，为公司全年实现转型和成长奠定基础。

未来公司有望推进“内生性高增长+外延战略实施”双驱发展战略。

- **内生增长动力：**持续调试近 1 年的沙文一期项目进展顺利，16 年公司 RO 膜总产能将由 800 万平方米提升至 2,000 万平方米。根据目前订单情况分析，达成全年既定出货量目标无忧。伴随沙文项目一期（16 年）+二期（17 年）项目落地，公司总产能有望进一步提升至 3,000 万平方米以上，在公司销售增速远高于行业增速的情况之下，未来几年时代沃顿净利润快速增长无忧。
- **外延发展动力：**在膜技术完全成熟前，公司一直坚持以膜片生产为主营业务的内生发展模式。未来伴随公司深耕水环境治理市场的战略落地，有望在工业水处理等膜应用下游领域实现突破；另一方面公司表现出研发高端膜应用技术的兴趣，落实自身聚砜材质膜技术平台型公司的定位值得期待。

公司股权划转至中车产业投资公司，降低审批难度，为后续外延发展战略提供支持。我们结合中车集团发展战略和中产投经营范围了解到，未来中车集团旗下将形成包括轨道交通、产业投资、财务投资在内的六个业务板块，此次南方汇通管理权的划转，将大幅降低外延发展的审批门槛，加快外延发展战略落实速度。

事件：

公司公告：1) 董事会决定聘任蔡志奇先生为公司总经理；2) 中车集团拟将原中国南车集团公司持有的 42.64%公司股份全部无偿划转至中车产业投资有限公司。目前股权划转工作已经启动，正按照有关规定履行相关程序。

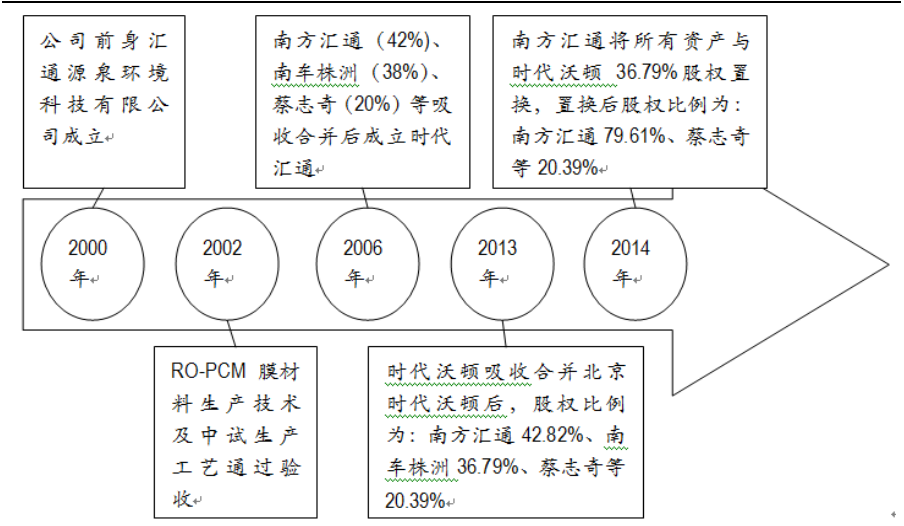
蔡志奇当选公司总经理，是公司发展的里程碑性事件，公司定位彻底清晰+管理能力明显改善

中车集团直接任命蔡志奇成为南方汇通总经理属于预期内事件，未来对公司治理能力提升和落实管理层利益意义重大：

- **确认了公司在中车系统中的定位：**蔡志奇作为中国最资深的聚砜分离膜行业专家，由子公司提升至上市公司，表明了中车集团对公司分离膜技术平台型公司定位的确认。
- **有利于提升公司管理水平：**蔡志奇主管时代沃顿的十多年中，时代沃顿实现跨越式发展，从默默无闻逐步发展成为国内 RO 膜龙头企业，其间积累大量客户资源、技术储备和并购标的，此次蔡志奇当选上市公司总经理后，将有望推动公司“内生+外延”快速发展战略落实。
- **将落实更加市场化的激励机制：**蔡志奇的市场化管理能力和团队控制能力已经经过了长期验证，升任上市公司总经理后，有助于国企背景的南方汇通实现更加灵活的激励机制，改善公司整体管理能力。

蔡志奇从业经历：1990 年毕业于成都科技大学高分子化学专业，随后进入贵阳车辆厂。于 1997 年升任汇通餐盒厂厂长，并通过调整销售团队和技改带领该企业实现扭亏为盈。2000 年调任至时代沃顿，目前时代沃顿已经发展成为国内技术水平最领先、经营规模最大的 RO 膜生产企业，在国内 RO 市场中占比接近 15%，世界范围内占比超过 7%。

图表 1. 公司在发展过程中的标志性事件



资料来源：公司网站、中银证券整理

蔡志奇及其管理团队持有时代沃顿 20.39%股权，此次当选后有望快速解决历史遗留问题，彻底理顺利益机制

14年公司资产重组后，蔡志奇及其管理团队仍持有时代沃顿 20.39%的股权，此次蔡志奇当选公司总经理后，我们预计其将会尽快解决这部分历史遗留问题，彻底理顺公司管理层的利益机制，为公司全年转型和成长奠定基础。

未来公司有望实现“内生+外延”双驱发展

在理顺公司定位和管理层利益机制之后，公司的战略落实基础已经奠定，后续膜生产业务推动内生高增长+深耕膜市场推动外延发展战略落实值得期待。

- **内生增长动力：沙文一期已经达产，产能瓶颈破解带来未来几年净利润高增长：**持续调试近1年的沙文一期项目进展顺利，16年公司RO膜总产能将由800万平方米提升至2,000万平方米。根据目前订单情况分析，达成全年既定出货量目标无忧。伴随沙文项目一期（16年）+二期（17年）项目落地，公司总产能有望进一步提升至3,000万平方米以上，在公司销售增速远高于行业增速的情况之下，未来几年时代沃顿净利润快速增长无忧。
- **外延发展动力：公司已经制定详细的外延发展战略规划，静待业务“横向+纵向”延伸落实：**在膜技术完全成熟前，公司一直坚持以膜片生产为主营业务的内生发展模式。未来伴随公司深耕水环境治理市场的战略落地，有望在工业水处理等膜应用下游领域实现突破；另一方面公司表现出研发高端膜应用技术的兴趣，落实自身聚砜材质膜技术平台型公司的定位值得期待。

公司股权划转至中车产业投资公司，降低审批难度，为后续外延发展战略提供支持

股权划转后公司控股股东变更为中车产业投资有限公司，实际控制人仍然为国资委。中产投是中车集团全资子公司，2015年12月18日成立，注册资本20亿，主要经营范围为环保、能源、机电、新材料等领域项目投资。我们结合中车集团发展战略和中产投经营范围了解到，未来中车集团旗下将形成包括轨道交通、产业投资、财务投资在内的六个业务板块，此次南方汇通管理权的划转，将大幅降低外延发展的审批门槛，加快外延发展战略落实速度。

卡位水环保产业链核心地位，未来5-10年无可替代，建议长期关注

公司现有估值较高，但是我们重申观点：1) 短期看公司作为本土唯一RO生产商，卡住水环境节点关键位置，在“十三五”近零排放市场释放过程中率先受益；2) 长期看“横向+纵向”发展战略将推动公司成为以分离膜技术为核心的平台型公司，发展空间广大，建议长期关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 2DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371